



农业

2015.09.07

养殖类公司大幅改善，种子持续去库存

王乾（分析师）
 021-38676675
 wangqian@gtjas.com
 证书编号 S0880515020001

本报告导读：

上半年农林牧渔行业收入同比增长 0.2%，销售净利率同比提升 1.1 个百分点。本轮养殖景气上行主要源于供给端收缩，行业景气度有望持续。种子行业库存压力趋缓。摘要：

- **业绩概览：** 畜禽养殖周期触底回升，带动行业收入、利润增速上行，上半年农林牧渔行业收入同比增长 0.2%，销售净利率同比提升 1.1 个百分点。本轮养殖景气上行主要源于供给端收缩，最新数据显示行业产能仍未出现明显恢复，未来行业景气度有望持续，养殖类公司 3 季度业绩仍值得期待，维持行业“增持”评级。
- **2 季度生猪养殖全面盈利，肉禽逐步走出低谷。** 上半年，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份出栏量分别为 85.17 万头、80.06 万头、75.67 万头和 29.45 万头，同比分别下降 0.6%、增长 31.3%、增长 7% 和增长 19.7%，头均毛利分别为 141.5 元、65.9 元、45 元和 25.8 元，同比分别上升 147.3 元、7.2 元、115.4 元和 190.2 元，天邦股份改善最为明显。上半年，圣农发展、益生股份、民和股份和华英农业的净利润分别为 -3.52 亿元、-1.93 亿元、-1.36 亿元和 0.14 亿元，同比分别下滑 3.94 亿元、下滑 1.25 亿元、下滑 1.09 亿元和上升 1.04 亿元。上半年毛鸡价格创新低，拖累相关公司业绩同比下滑。年初以来，美国禽流感影响国内祖代种鸡进口，其对供给影响将在未来逐步显现，禽类养殖有望触底回升。
- **饲料企业普遍面临需求下滑压力。** 上半年海大集团、正邦科技、金新农饲料销量增长较快，同比分别增长 13.9%、7.9%、2.8%，大北农、新希望饲料销量同比分别下滑 9%、5.5%。金新农、禾丰牧业、海大集团饲料业务毛利率提升最明显，同比分别提升 1.87 个百分点、1.86 个百分点和 1.4 个百分点，大北农、新希望、正邦科技、唐人神饲料业务毛利率同比分别提升 0.8 个百分点、提升 0.3 个百分点、提升 0.6 个百分点和下降 0.02 个百分点，原材料成本下行以及产品结构升级推动毛利率上行。
- **禽用疫苗出现恢复性增长。** 上半年，天康生物、金宇集团、普莱柯、海利生物、中牧股份疫苗业务收入同比分别增长 75%、增长 11.3%、下滑 0.2%、下滑 4.5% 和下滑 5.1%，瑞普生物、大华农疫苗业务收入同比分别增长 22.4%、18.5%。天康生物高增长主要由于小反刍疫苗结算影响，禽用疫苗整体增长优于疫苗。
- **种子行业库存压力减轻。** 上半年种子行业上市公司平均收入同比下滑 1%，营业利润同比增长 36.5%。万向德农、神农大丰、敦煌种业、丰乐种业、隆平高科、登海种业和荃银高科存货余额同比分别下降 43.1%、26%、16.4%、12.3%、11.8%、7% 和 5.3%。
- **风险提示：** 农产品价格波动风险、疫病风险、食品安全等

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： **增持**
 上次评级： 增持

细分行业评级

农产品加工	增持
农业服务业	增持
基础农业生产	增持

相关报告

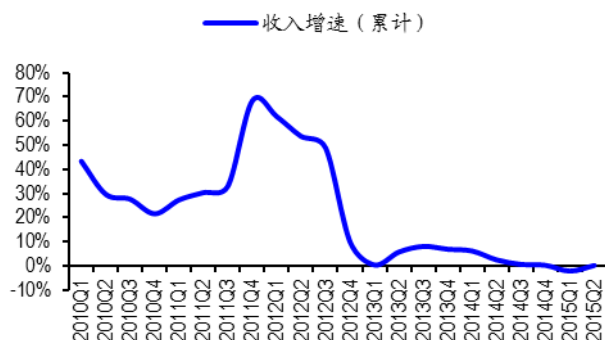
农业：《猪价继续高位震荡，看好养殖基本面上行》	2015.08.23
农业：《猪价高位震荡，关注农垦改革等主题机会》	2015.08.16
农业：《生猪均价破“9”，关注农垦改革等机会》	2015.08.09
农业：《畜禽养殖基本面可持续，关注主题性机会》	2015.08.02
农业：《破“9”地区增加，全面布局产业链复苏》	2015.07.26

1. 2 季度板块整体景气触底回升

上半年畜禽养殖周期触底回升，带动行业收入、利润增速上行。上半年农林牧渔行业收入同比增长 0.2%，销售净利率同比提升 1.1 个百分点。

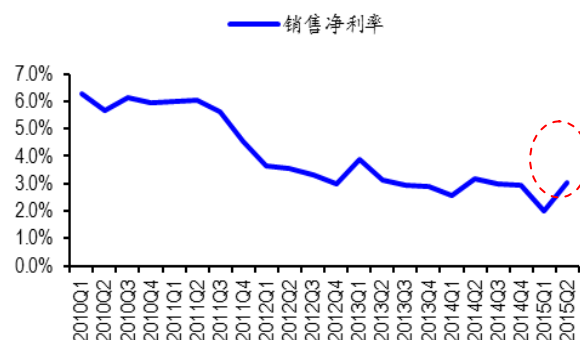
本轮养殖景气上行主要源于供给端收缩，最新数据显示行业产能仍未出现明显恢复，未来行业景气度有望持续。根据上市公司 3 季度预告，养殖类公司 3 季度业绩增长最为迅速，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份、圣农发展、华英农业 3 季度业绩区间分别为 1.53~2.53 亿、0.95~1.45 亿、1.14~1.74 亿、0.61~0.81 亿、0~0.4 亿、0.1~0.2 亿；海大集团、金新农、唐人神、大北农前 3 季度业绩增速区间分别为 30%~60%、50%~90%、0~30%、-40%~0%。

图1：上半年农林牧渔行业收入同比增长0.2%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图2：2季度农林牧渔行业销售净利率触底回升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表1：重点公司Q1-3业绩预测（单位：万元）

	15H 业绩增速	15Q1~Q3 增速下限	15Q1~Q3 增速上限	15Q1~Q3 业绩下限	15Q1~Q3 业绩上限
雏鹰农牧	103.5%	-	-	10,000	15,000
牧原股份	158.2%	7309%	11013%	20,000	30,000
正邦科技	104.4%	-	-	12,000	18,000
天邦股份	28.3%	120%	230%	4,002	6,004
民和股份	-1227%	-	-	-16,000	-12,000
圣农发展	-911.5%	-	-	-35,300	-31,000
华英农业	140%	2478%	3338%	3,000	4,000
益生股份	-196.3%	-	-	-2,3500	-2,1500
大北农	-27.6%	-40%	0%	26,319	43,864
金新农	16.7%	50%	90%	7,263	9,200
唐人神	12.6%	0%	30%	5,753	7,479
海大集团	42%	30%	60%	70,144	86,331
登海种业	9.9%	0%	50%	16,055	24,083
天康生物	37.8%	20%	50%	17,166	21,458

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2. 畜禽养殖：2 季度生猪养殖全面盈利，肉禽逐步走出低谷

经营回顾：

✓ 生猪养殖：2 季度实现全面盈利

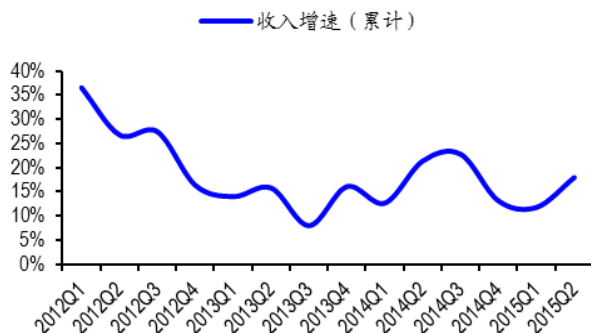
- 出栏量：上半年，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份出栏量分别为 85.17 万头、80.06 万头、75.67 万头和 29.45 万头，同比分别下降 0.6%、增长 31.3%、增长 7%和增长 19.7%。行业整体去产能的背景下，规模化养殖企业出栏保持稳定增长，其中牧原股份因生产安排调整导致出栏量略有下滑。
- 收入：上半年，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份养殖业务收入分别为 11.25 亿元、6.18 亿元、9.25 亿和 2.81 亿元，同比分别增长 4.2%、45.4%、49.3%和 53.9%。
- 头均盈利：上半年，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份头均毛利分别为 141.5 元、65.9 元、45 元和 25.8 元，同比分别上升 147.3 元、7.2 元、115.4 元和 190.2 元，天邦股份改善更为明显。
- 资产负债率：报告期末，牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、天邦股份的资产负债率分别为 61.7%、52.1%、69.7%和 67.6%，同比分别上升 10.3 个百分点、下降 6.8 个百分点、下降 11.6 个百分点、下降 2.8 个百分点。

✓ 肉禽养殖：白羽鸡产业链仍整体亏损，肉鸭率先走出低谷

- 收入：上半年，圣农发展、益生股份、民和股份和华英农业养殖业务收入分别为 30.18 亿元、2.64 亿元、4.09 亿元和 1.48 亿元，同比分别增长 9.3%、增长 6.4%、下降 11.8%和增长 189.3%。华英农业收入大幅增长主要源于鸭苗销量增加、价格回升。
- 盈利能力：上半年，圣农发展、益生股份、民和股份和华英农业的净利润分别为-3.52 亿元、-1.93 亿元、-1.36 亿元和 0.14 亿元，同比分别下滑 3.94 亿元、下滑 1.25 亿元、下滑 1.09 亿元和上升 1.04 亿元。上半年毛鸡价格创新低，拖累相关公司业绩同比下滑。年初以来，美国禽流感影响国内祖代种鸡进口，其对供给影响将在未来逐步显现，禽类养殖有望触底回升。
- 毛利率：上半年，圣农发展、益生股份、民和股份和华英农业养殖业务毛利率分别为-1.8%、-45.4%、-11%和 34.1%，同比分别下滑 10.5 个百分点、下滑 34.9 个百分点、下滑 18.4 个百分点和上升 97.3 个百分点。相对于白羽鸡，鸭养殖率先走出低谷。

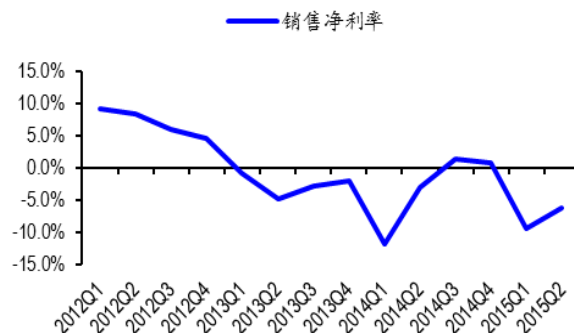
- 资产负债率：报告期末，圣农发展、益生股份、民和股份和华英农业的资产负债率分别为 48.2%、70.91%、47.01%和 66.14%，同比分别下降 10.6 个百分点、上升 10.2 个百分点、上升 1.1 个百分点、上升 4.3 个百分点。圣农发展增发成功缓解负债率上行，其他禽类养殖公司负债率均有所增加。

图3：上半年畜禽养殖行业收入同比增长17.9%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图4：2季度畜禽养殖行业销售净利率触底回升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表2：上半年生猪养殖公司盈利能力同比改善明显

	营业收入（亿元）		净利润（亿元）		净利率		ROE		ROA	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
雏鹰农牧	6.52	12.50	-1.47	-0.02	-22.50%	-0.18%	-7.48%	-5.23%	-2.20%	-0.03%
牧原股份	10.78	11.25	-0.80	0.47	-7.46%	4.16%	-5.04%	1.94%	-2.29%	1.01%
正邦科技	75.54	83.32	-1.86	-0.09	-2.46%	-0.11%	-17.62%	-1.24%	-2.95%	-0.12%
天邦股份	12.61	10.20	-0.32	-0.24	-2.53%	-2.35%	-10.93%	-5.61%	-1.70%	-1.28%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表3：上半年生猪养殖公司头均毛利均有明显提升

	出栏量（万头）		头均毛利（元/头）	
	14H	15H	14H	15H
雏鹰农牧	60.99	80.06	58.63	65.85
牧原股份	85.65	85.17	-5.79	141.46
正邦科技	70.71	75.67	-70.39	45.01
天邦股份	24.61	29.45	-164.45	25.77

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表4：上半年生猪养殖公司资金链压力大幅减缓

	资产负债率		经营性现金流量净额/收入	
	14H	15H	14H	15H
雏鹰农牧	58.96%	52.13%	-30.92%	-11.54%
牧原股份	51.41%	61.66%	-4.94%	2.18%
正邦科技	81.29%	69.68%	1.16%	3.18%
天邦股份	70.37%	67.59%	-2.89%	7.41%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表5: 上半年肉禽养殖公司中仅华英农业扭亏

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
民和股份	5.11	4.47	-0.27	-1.36	-5.33%	-30.43%	-2.40%	-12.10%	0.61%	-6.44%
圣农发展	29.12	31.89	0.41	-3.52	1.43%	-11.05%	1.33%	-9.23%	0.36%	-3.90%
华英农业	8.00	9.28	-0.90	0.14	-11.30%	1.50%	-6.35%	0.94%	-1.37%	0.51%
益生股份	3.14	3.18	-0.68	-1.93	-21.68%	-60.69%	-10.65%	-31.78%	-4.12%	-10.67%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表6: 上半年肉禽养殖公司毛利率明显下滑 (除华英农业外)

	营业收入增速		养殖收入增速		养殖业务毛利率	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H
民和股份	6.58%	-12.49%	3.07%	-11.82%	7.39%	-10.96%
圣农发展	52.37%	9.51%	52.39%	9.27%	8.66%	-1.84%
华英农业	-0.25%	15.97%	-31.11%	189.26%	-63.26%	34.06%
益生股份	16.39%	1.50%	11.01%	6.35%	-10.49%	-45.39%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表7: 上半年肉禽养殖公司负债率均上升 (除圣农发展外)

	资产负债率		经营性现金流量净额/收入	
	14H	15H	14H	15H
民和股份	45.89%	47.01%	6.20%	32.82%
圣农发展	58.84%	48.20%	23.17%	-3.14%
华英农业	61.83%	66.14%	11.88%	15.63%
益生股份	60.73%	70.91%	0.54%	-39.02%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 饲料: 行业收入增速承压, 海大、禾丰增长靓丽

上半年肉禽养殖行业性亏损、生猪存栏降至历史低位, 饲料企业普遍面临需求下滑压力。

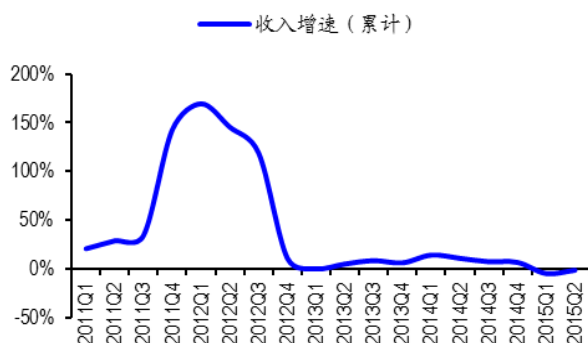
上市公司经营回顾: 海大、禾丰增长靓丽

- 销量: 上半年海大集团、正邦科技、金新农饲料销量增长较快, 销量分别为 262 万吨、222 万吨、24.68 万吨, 同比分别增长 13.9%、7.9%、2.8%。大北农、新希望饲料销量分别为 172.67 万吨、665.34 万吨, 同比分别下滑 9%、5.5%。
- 毛利率: 上半年金新农、禾丰牧业、海大集团饲料业务毛利率提升最明显, 饲料业务毛利率分别为 15.6%、13.1%和 11.3%, 同比分别提升 1.87 个百分点、1.86 个百分点和 1.4 个百分点。大北农、新希望、正邦科技、唐人神饲料业务毛利率分别为 20.8%、6.6%、6.2%、8.6%, 同比分别提升 0.8 个百分点、提升 0.3 个百分点、提升 0.6 个百分点和下降 0.02 个百分点。原材料成本下行以及产品结构升级推

动毛利率上行。

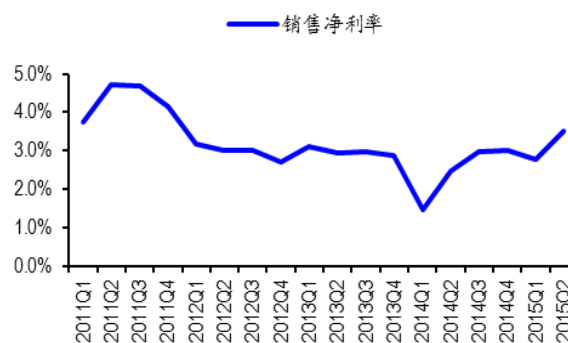
- 吨盈利：上半年大北农、金新农、通威股份吨毛利分别为 804 元、573 元和 410 元，处于行业领先。金新农、海大集团、正邦科技吨毛利提升最明显，分别提升 38.5 元、27.8 元和 20.9 元。新希望吨毛利 198.6 元，同比提升 3 元。
- 应收账款：截至 2015 年 6 月底，金新农、禾丰牧业、大北农应收账款余额分别为 2.99 亿元、2.01 亿元和 11.81 亿元，同比分别增长 122%、71.2%和 32.8%。海大集团、通威股份、唐人神、新希望、正邦科技应收账款余额分别为 7.53 亿元、3.69 亿元、0.85 亿元、6.51 亿元、2.05 亿元，同比分别增长 24.8%、增长 15.4%、减少 10.6%、减少 27.7%、减少 29.2%。

图5：上半年饲料行业收入同比下滑0.9%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图6：2季度饲料行业销售净利率回升至3.5%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 8：上半年饲料企业业绩增长分化

	营业收入		净利润		净利率		ROE		ROA	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
新希望	320.78	294.98	12.57	15.82	3.92%	5.36%	6.73%	6.38%	4.12%	4.69%
正邦科技	75.54	83.32	-1.86	-0.09	-2.46%	-0.11%	-17.62%	-1.24%	-2.95%	-0.12%
大北农	82.25	73.42	2.91	1.97	3.53%	2.68%	4.90%	2.84%	3.32%	1.87%
金新农	9.53	12.68	0.30	0.35	3.16%	2.74%	3.24%	3.56%	3.07%	2.90%
唐人神	45.19	45.99	0.32	0.52	0.72%	1.12%	1.03%	0.00%	1.00%	1.41%
通威股份	63.72	64.00	0.86	0.97	1.34%	1.51%	3.11%	3.95%	1.47%	1.48%
海大集团	89.32	96.50	2.10	2.98	2.36%	3.09%	4.81%	6.27%	2.69%	3.58%
禾丰牧业	39.76	42.78	0.92	1.21	2.33%	2.83%	4.83%	4.16%	2.63%	3.11%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 9：上半年饲料企业收入增速普遍承压

	营业收入增速		饲料业务收入增速		饲料业务毛利率		销量(万吨)		吨毛利(元/吨)	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
新希望	3.78%	-8.04%	4.55%	-8.62%	6.25%	6.56%	704.06	665.34	195.59	198.57
正邦科技	4.59%	10.30%	1.33%	8.65%	5.59%	6.20%	206.04	222.23	178.19	199.11
大北农	26.56%	-10.74%	26.43%	-12.26%	20.04%	20.82%	189.64	172.67	803.04	803.82
金新农	9.22%	32.99%	10.78%	-3.01%	13.68%	15.55%	24	24.68	534.81	573.33

请务必阅读正文之后的免责条款部分

唐人神	46.46%	1.75%	54.86%	0.61%	8.61%	8.59%	-	-	-	-
通威股份	9.39%	0.43%	9.23%	0.87%	11.00%	11.27%	162.47	162.00	395.63	410.22
海大集团	23.84%	8.04%	16.56%	7.82%	9.87%	11.27%	230	262	344.47	372.23
禾丰牧业	-	7.59%	-	0.12%	11.23%	13.09%	-	-	-	-

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 10：季度末各饲料公司应收账款情况

	应收账款余额			预收账款		
	14H	15H	同比	14H	15H	同比
新希望	9.00	6.51	-27.68%	6.80	8.07	18.64%
正邦科技	2.89	2.05	-29.23%	0.82	0.77	-5.27%
大北农	8.89	11.81	32.82%	4.23	4.25	0.43%
金新农	1.35	2.99	121.99%	0.09	0.07	-23.71%
唐人神	0.95	0.85	-10.56%	2.50	1.87	-25.24%
通威股份	3.19	3.69	15.42%	8.60	10.33	20.16%
海大集团	6.03	7.53	24.79%	12.32	13.73	11.52%
禾丰牧业	1.19	2.04	71.22%	1.45	2.03	39.71%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

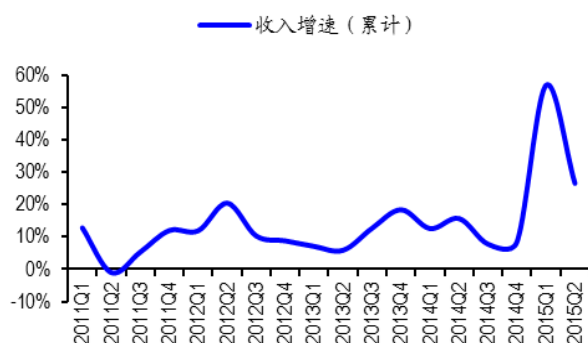
4. 动物保健：收入增速分化，市场化销售是未来方向

上市公司经营回顾：

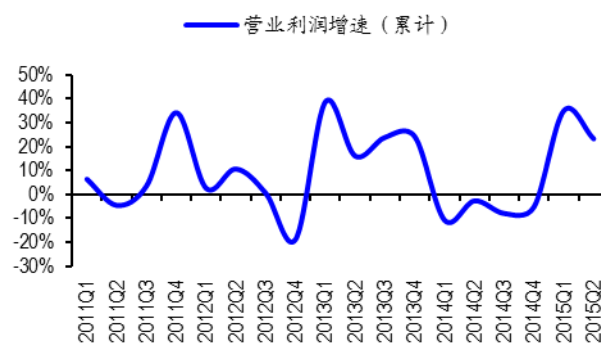
- 收入增长：上半年，天康生物、金宇集团、普莱柯、海利生物、中牧股份疫苗业务收入分别为 3.86 亿、5.43 亿、1.74 亿、1.51 亿、5.01 亿，同比分别增长 75%、增长 11.3%、下滑 0.2%、下滑 4.5%和下滑 5.1%。瑞普生物、大华农疫苗业务收入分别为 1.89 亿和 2.12 亿，同比分别增长 22.4%、18.5%。金宇集团口蹄疫直销苗增速约 30%，瑞普生物、大华农受益禽存栏恢复性增长。
- 毛利率：上半年，金宇集团、中牧股份、普莱柯、海利生物、天康生物疫苗业务毛利率分别为 74.5%、56%、79.9%、80.5%、60.4%，同比分别上升 2.7 个百分点、下降 0.4 个百分点、下降 2.6 个百分点、下降 3.2 个百分点、下降 10 个百分点。瑞普生物、大华农疫苗业务毛利率为 69.2%、66.1%，同比分别上升 1.8 个百分点、7.5 个百分点。金宇集团的毛利率提升主要受益于市场直销苗增长，天康生物的毛利率大幅下降源于生产工艺调整。
- 应收账款：截至 2015 年 6 月底，天康生物、瑞普生物、大华农、中牧股份、金宇集团的应收账款余额分别为 4.25 亿、3.13 亿、2.77 亿、6.76 亿、3.48 亿，同比分别增长 94.5%、减少 5.3%、减少 2.3%、减少 1.2%和增长 11.2%。海利生物、普莱柯应收账款余额分别为 0.3 亿、1.19 亿，较年初分别增长 69.7%、52.2%

图7：上半年动物保健行业收入同比增长26.5%

图8：上半年动物保健行业利润同比增长23.2%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 11: 上半年动物保健行业利润普遍增长

	营业收入 (亿元)		净利润 (亿元)		净利率		ROE		ROA	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
金宇集团	5.05	5.68	2.14	2.56	42.32%	45.00%	14.99%	14.65%	12.24%	11.87%
海利生物	1.58	1.51	0.52	0.51	33.22%	33.83%	-	10.38%	-	6.16%
普莱柯	2.13	2.23	0.53	0.71	24.88%	31.62%	-	8.19%	-	6.27%
瑞普生物	2.83	3.35	0.33	0.48	11.57%	14.45%	1.69%	2.48%	1.65%	2.26%
中牧股份	15.81	20.88	1.52	1.54	9.62%	7.37%	5.56%	4.88%	3.86%	3.59%
大华农	4.10	5.71	0.30	0.62	7.20%	10.84%	1.19%	2.80%	1.27%	2.61%
天康生物	17.31	20.71	0.80	1.39	4.61%	6.73%	4.63%	5.90%	2.77%	4.06%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 12: 上半年动物保健行业收入增速分化

	营业收入增速		动保收入增速		动保业务毛利率	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H
天康生物	0.58%	19.60%	9.53%	75.02%	70.40%	60.41%
瑞普生物	-21.77%	18.15%	-21.67%	22.41%	68.92%	69.17%
大华农	-5.75%	39.13%	-19.93%	18.53%	58.67%	66.14%
中牧股份	6.31%	32.12%	-9.56%	-5.06%	56.43%	56.01%
金宇集团	67.04%	12.54%	70.25%	11.34%	71.83%	74.49%
海利生物	-	-4.45%	-	-4.46%	80.52%	77.36%
普莱柯	-	4.90%	-	-0.15%	79.88%	77.25%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 13: 截至 6 月底动物保健应收账款及现金流情况

	应收账款余额 (亿元)			经营性现金流量净额/收入		
	14H	15H	同比	14H	15H	同比
天康生物	2.19	4.25	94.51%	6.49%	3.48%	-3.01%
瑞普生物	3.31	3.13	-5.29%	15.38%	11.82%	-3.56%
大华农	2.84	2.77	-2.33%	-18.44%	-7.36%	11.08%
中牧股份	6.84	6.76	-1.22%	-6.52%	-5.82%	0.70%
金宇集团	3.13	3.48	11.15%	22.63%	3.06%	-19.56%
海利生物	-	0.30	-	30.75%	51.39%	20.64%
普莱柯	-	1.19	-	23.76%	29.03%	5.28%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

5. 种子：行业库存压力逐步减轻，龙头企业有望加速成长

上半年，种子行业上市公司平均收入同比下滑 1%，营业利润同比增长 36.5%。2013 年起制种面积开始收缩，行业供需格局改善，库存压力逐步减轻。

上市公司经营回顾：

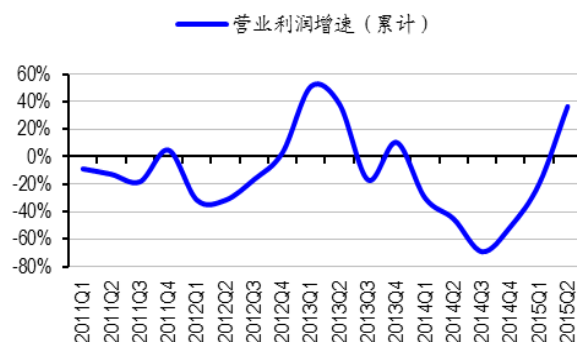
- 收入增长：上半年，隆平高科、登海种业、荃银高科、神农大丰、敦煌种业、万向德农、丰乐种业营业收入分别为 8.03 亿、6.03 亿、1.73 亿、2.05 亿、3.20 亿、1.75 亿、4.25 亿，同比分别增长 10.5%、增长 7%、增长 6.3%、增长 2.1%、下滑 3%、下滑 3.1%、下滑 31.3%。
- 毛利率：丰乐种业、荃银高科、万向德农、神农大丰、隆平高科、登海种业和敦煌种业种子业务毛利率分别为 49.2%、40.4%、27.3%、29.9%、41.6%、53.6%、22.2%，同比分别上升 24.1 个百分点、上升 7.4 个百分点、上升 0.01 个百分点、下降 0.1 个百分点、下降 0.2 个百分点、下降 2.4 个百分点和下降 20.8 个百分点。
- 存货：截至 2015 年 6 月底，万向德农、神农大丰、敦煌种业、丰乐种业、隆平高科、登海种业和荃银高科存货余额分别为 2.64 亿、3.1 亿、6.84 亿、4.93 亿、10.11 亿、5.15 亿和 3.11 亿，同比分别下降 43.1%、26%、16.4%、12.3%、11.8%、7%和 5.3%，库存压力逐步减轻。

图9：上半年种子行业收入同比下滑1%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图10：上半年种子行业利润同比增长36.5%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 14：上半年种子营业收入及利润情况

	营业收入		净利润		净利率		ROE		ROA	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H	14H	15H
丰乐种业	6.19	4.25	0.15	0.08	2.35%	1.91%	-0.21%	0.04%	0.74%	0.44%
隆平高科	7.27	8.03	1.21	1.68	16.61%	20.97%	7.11%	6.75%	3.23%	4.13%

登海种业	5.63	6.03	1.93	2.15	34.31%	35.58%	9.25%	8.89%	5.63%	5.61%
荃银高科	1.63	1.73	-0.02	-0.01	-1.23%	-0.30%	-0.87%	-1.21%	-0.20%	-0.05%
神农大丰	2.01	2.05	0.01	-0.03	0.69%	-1.36%	0.42%	-0.12%	0.08%	-0.18%
敦煌种业	3.30	3.20	-1.39	-1.30	-42.11%	-40.49%	-13.65%	-16.68%	-3.75%	-3.78%
万向德农	1.81	1.75	-0.17	0.11	-9.66%	6.04%	-5.08%	1.65%	-1.84%	1.36%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 15：上半年龙头种子收入重拾增长

	营业收入增速		净利润增速		综合毛利率	
	14H	15H	14H	15H	14H	15H
隆平高科	-14.08%	10.54%	-26.63%	39.58%	35.97%	35.71%
登海种业	-7.77%	7.04%	-14.47%	11.02%	55.02%	53.09%
荃银高科	21.36%	6.25%	79.36%	74.11%	33.69%	39.49%
神农大丰	-21.23%	2.12%	-79.36%	302.34%	28.55%	25.33%
敦煌种业	-50.26%	-2.97%	-69.36%	6.71%	18.47%	18.63%
万向德农	-18.97%	-3.10%	-153.37%	160.58%	27.15%	27.56%
丰乐种业	-4.93%	-31.31%	8.31%	-44.15%	16.41%	23.89%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 16：截至 2015 年 6 月底种子库存压力减轻

	存货（亿元）		
	14H	14A	15H
丰乐种业	5.62	5.01	4.93
隆平高科	11.47	12.02	10.11
登海种业	5.54	6.84	5.15
荃银高科	3.29	3.66	3.11
神农大丰	4.19	3.70	3.10
敦煌种业	8.19	8.13	6.84
万向德农	4.64	3.45	2.64

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

6. 重点公司盈利预测与估值

表 17：重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2015 年 9 月 2 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测（EPS）			PE			评级	目标价
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
海大集团	002311	11.99	0.35	0.57	0.74	34	21	16	增持	22.34
禾丰牧业	603609	12.85	0.45	0.53	0.71	29	24	18	增持	28.4
瑞普生物	300119	11.21	0.07	0.44	0.67	161	25	17	增持	23.5
新希望	000876	18.99	0.97	1.45	1.72	20	13	11	增持	26.2
雏鹰农牧	002477	10.50	-0.18	0.26	0.86	-58	40	12	增持	30.1
正邦科技	002157	13.78	0.07	0.54	0.93	203	26	15	增持	27.9
海利生物	603718	23.44	0.36	0.45	1.27	65	52	18	增持	73
大北农	002385	12.20	0.32	0.46	0.63	38	27	19	增持	19
牧原股份	002714	44.05	0.17	0.87	2.77	266	51	16	增持	83.1

金宇集团	600201	43.98	1.41	1.97	2.53	31	22	17	增持	88.9
隆平高科	000998	18.69	0.36	0.51	0.69	51	37	27	增持	32.9
北大荒	600598	11.18	0.45	0.59	0.71	25	19	16	增持	17.7
圣农发展	002299	14.70	0.07	0.02	0.75	214	735	20	增持	22.5
金新农	002548	10.34	0.20	0.28	0.4	53	37	26	增持	14
天邦股份	002124	17.50	0.16	0.89	1.26	112	20	14	增持	22.3

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

7. 风险提示

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

疫病风险：若发生类似于 H7N9 “禽流感” 的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

食品安全：农业生产环节众多，若食品安全防范措施不到位，易引发食品安全问题，对行业和企业均会造成较大的负面影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		