

食品农业周报

坚定看多禽养殖，关注食品龙头

投资评级：增持(首次)

投资要点：

- **本周行情回顾：**本周沪深 300 上涨 4.43%，食品、农业两大行业分别上涨 5.84%、6.17%。食品板块中，乳制品、黄酒子行业涨幅居前，分别上涨 9.11%、8.44%；农业板块中，海洋捕捞、粮油加工子行业涨幅居前，分别上涨 9.67%、8.28%。
- **近期观点：1) 食品：**年底之前行业需求疲软，白酒和食品均缺乏基本面催化，从行业竞争及基数角度考虑，食品板块压力较大，优选白酒板块，食品自下而上优选个股。个股建议关注：**【稳健品种优选价值股，茅台、伊利、洋河、海天】**，基本面保持稳健，份额持续提升。年底如果出现大小票风格切换，四只股票价值凸显。**【弹性品种：黑芝麻、安琪酵母】**。黑芝麻 16 年 PE 仅为 25x，业绩同比增长 40%+，同时大股东在过去 2 年内通过增发方式大量增持股票，看好公司中长期发展；糖蜜价格或因需求疲软走低（占公司总生产成本的 40%以上），关注安琪酵母。**2) 农业：**一号文件、农垦改革预期等主题将刺激农业板块 12 月份表现较好。鸡肉价格月度环比上涨 1.51%，鸡苗价格月度环比上涨 142.11%，供给端收缩逻辑陆续兑现。从估值看，禽养殖板块行情只走了三分之一，1H16 禽价会有实质性上涨，建议布局。继续看好猪养殖板块，我们预计猪价将迎来 1-2 周的上涨，主要是南方腊肉开始启动，需求量有所增加。加之最近国内近期大雪等天气恶劣。12 月的生猪出栏量环比提升较多。其次是需求不好以及养殖效率提升，猪价涨幅有限，所以猪肉板块有配置价值，关注牧原股份。主题类个股建议关注海南橡胶（农垦改革），大北农（农业互联网+）等。
- **行业重大数据变化：**玉米期货价格周环比上涨+0.73%，月环比上涨+5.62%；大豆现货价格破位下跌，周环比下跌 0.08%，月环比下跌 2.58%；生猪价格周环比上涨+0.73%，月度环比上涨+1.65%；仔猪价格略涨，周环比上涨+0.34%，月环比下跌 1.93%；猪粮比上升至 8.44；白羽肉鸡价格周环比下跌 0.59%，月度环比上涨+1.51%；**鸡苗价格周环比上涨+17.95%，月度环比上涨+142.11%**；全国生鲜乳周环比上涨+0.28%，月环比上涨+1.43%；恒天然全脂奶粉中标价较上次上涨 1.98%，月环比上涨 7.3%。
- **行业动态聚焦：**进口葡萄酒进口大幅增长，均价大幅下跌；进口啤酒连续增长，主要集中在高端市场；化肥利用率不断提升，农药使用量将减少；中国玉米长期供大于求，库销比连续走高。
- **推荐组合：1) 稳健组合：**贵州茅台（600519）、伊利股份（600887）、洋河股份（002304）、海天味业（603288）。**2) 弹性组合：**圣农发展（002299）、福成五丰（600965）、新都化工（002539）、壹桥海参（002447）、安琪酵母（600298）、黑芝麻（000716）。

2015 年 12 月 20 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

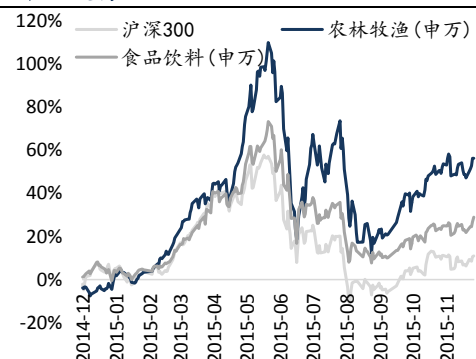
yanq@dwzq.com.cn

联系人 丁一

0512-62936057

dingy@dwzq.com.cn

行业走势

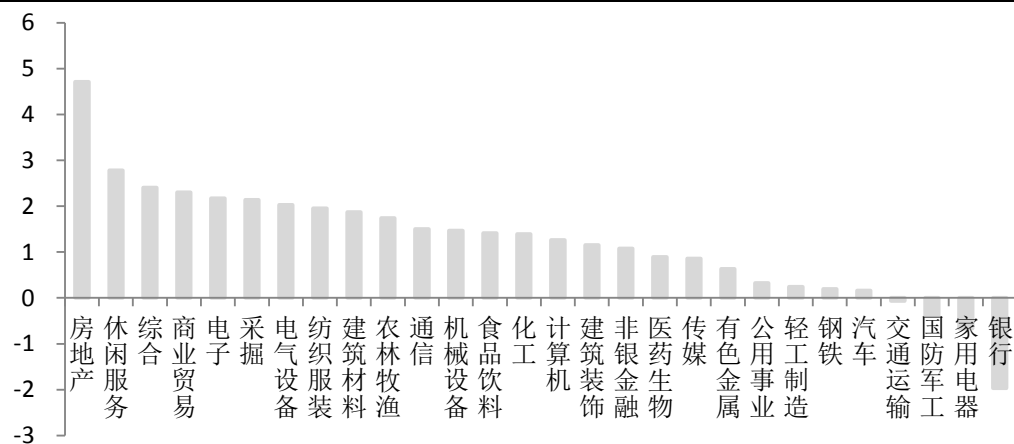


1. 行业观点

1.1. 本周行情回顾

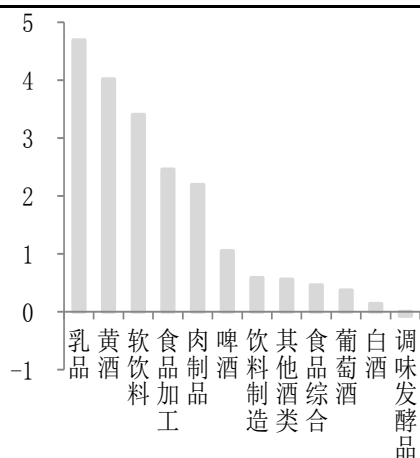
本周沪深 300 上涨 4.43%，食品、农业两大行业分别上涨 5.84%、6.17%。食品板块中，乳制品、黄酒子行业涨幅居前，分别上涨 9.11%、8.44%；农业板块中，海洋捕捞、粮油加工子行业涨幅居前，分别上涨 9.67%、8.28%。

图表 1：本周申万各行业相对沪深 300 涨跌幅（%）



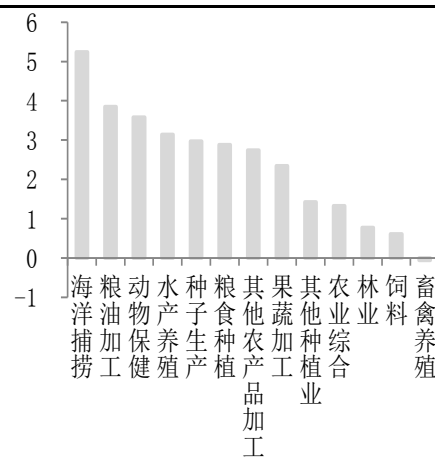
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 2：本周食品子行业相对涨跌幅（%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：本周农业子行业相对涨跌幅（%）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

1.2. 下周观点

食品：年底之前行业需求疲软，白酒和食品均缺乏基本面催化，从行业竞争及基数角度考虑，食品板块压力较大，优选白酒板块，食品自下而上优选个股。个股建议关注：【稳健品种优选价值股，茅台、伊利、洋河、海天】，基本面保持稳健，份额持续提升。年底如果出现大小票风格切换，四只股票价值凸显。【弹性品种：黑芝麻、安琪酵母】。黑芝麻 16 年 PE 仅为 25x，业绩同比增长 40%+，同时大股东在过去 2 年内通过增发方式大量增持股票，看好公司中长期发展；糖蜜价格或因需求疲软

走低（占公司总生产成本的 40% 以上），关注安琪酵母。

农业：一号文件、农垦改革预期等将刺激农业板块 12 月份表现较好。

1) 鸡肉价格月度环比上涨 3.04%，鸡苗价格月度环比上涨 85.71%，供给端收缩逻辑陆续兑现。从估值看，禽养殖板块行情只走了三分之一，1H16 禽价会有实质性上涨，建议布局。2) 继续看好猪养殖板块，我们预计猪价将迎来 1-2 周的上涨，主要是南方腊肉开始启动，需求量有所增加。加之最近国内近期大雪等天气恶劣。12 月的生猪出栏量环比提升较多。其次是需求不好以及养殖效率提升，所以猪肉板块有配置价值，关注牧原股份。3) 主题类个股建议关注海南橡胶（农垦改革），大北农（农业互联网+）等。

2. 近期重点推荐个股

圣农发展（002299）：鸡价反转确定，龙头受益

1) **KKR 入驻，经营效率提升，外延并购预期强烈。**1H2015，公司通过定向增发方式引进国际知名私募股权投资机构 KKR，募集资金 24.6 亿元人民币，资产负债率大幅下降，财务结构更为稳健。同时，KKR 入驻后，投后管理团队对生产经营等全方位进行了效率提升，制定了百日计划等可持续的方案，未来公司成本优势将进一步扩大。此外，KKR 投资团队投资能力强大，资本运作经验丰富，外延式并购可期。

2) **主动进军 B2C 渠道，引导并创造消费。**1H2015，公司营销部门成立 B2C 团队，拟在生产基地周边建立服务终端消费者的销售网络。销售网络以县城为单位，采用加盟店方式设立农产品专卖店，并直接向消费者提供冰鲜鸡肉产品。公司扩展 B2C 渠道，有利于公司消费者，树立公司和产品品牌；引导居民鸡肉消费习惯，创造新的消费需求。

3) **祖代鸡引种量大幅低于均衡量，2016 年鸡价反转确定。**在白羽鸡肉鸡联盟协调下，2015 年计划将祖代鸡引种量将控制在 110 万套以内。但是 2015 年 1 月，美国禽流感爆发，国家发文禁止进口美国种鸡，因此进口量大幅下降，预计 2015 年全年引种量仅为 70 万套。同时按照白羽鸡联盟共识，组代种鸡满 50 周（科宝 52 周）必须淘汰。按照从祖代鸡引种到商品鸡出栏共需 14 个月的生产周期，2016 年二季度鸡价将步入景气通道。

4) **盈利预测与投资建议：**预计公司 2015、2016 年白羽鸡销售分别为 3.4、4.3 亿羽，对应鸡肉 685100、866542 吨；预计 2015、2016 年鸡肉价格有望达到 11800、12500 元/吨。预计公司 2015、2016 年 EPS 为 -0.19 元，1.42 元。采用历史上行业景气时，禽养殖公司年度平均动态估值 25 倍，对应目标价格 35.5 元，给予买入评级。

福成五丰（600965）：养老安乐概念稀缺标的+牛肉全产业链龙头

1) **稀缺标的 A 股殡葬概念第一股：**目前中国殡葬服务业大致分为遗体处理、墓地服务、殡仪服务、其他产品销售及服务。行业增长的驱动因

素主要有：1) 量：老龄化、行业并购整合；2) 价：消费者定价弱，售价和服务费用提升；3) 殡葬服务以及周边服务增加。4) 家族情感与孝文化对殡葬业的推动。福成五丰——宝塔陵园（燕郊毗邻北京新政府所在地通州）：营业收入来源于三项业务：一是墓位及骨灰格位销售收入，二是殡葬服务收入，三是墓位管理费收入。墓位是宝塔陵园的主要产品（规划 40 万个墓穴，目前销售 1% 不到，过去两年提价 40%+，按照当前价格计算收入规模 280 亿，利润 160 亿）我们判断国内 2 年内 IPO 和借壳无同类标的，凭借资金和管理经验，非上市公司主动要求被并购。

2) 需求不断增长，聚焦牛肉全产业链：牛肉行业未来 8 年接近 5000 亿规模。国内牛肉供应增长乏力，牛肉产量连续三年在 600 万吨左右，同类上市公司海外积极布局，上市公司资金充裕不排除五丰也跨境并购。进口方面，由于进口基数低，短时间内难以满足牛肉需求。需求不断增长，供给反而下降，养殖成本不断攀升，因此肉价近年来不断加速上扬。公司是肉牛养殖业唯一一家上市公司，采用“公司+基地+农户”的饲养模式，覆盖“养殖—屠宰—加工—餐饮”，完善的全产业链，13 年收购了大股东旗下福成肥牛餐饮 100% 股权。14 年年报，餐饮收入达 4.75 亿元，同比增长 11.6%，毛利率 64.87%；15 年中报，餐饮业收入 2.2 亿元，占整体收入的 40%，毛利率为 68.85%，未来受益于门店数量的增加和单店收入的提升，以及公司全球平台的布局，公司整体盈利能力有望进一步提高。

3) 盈利预测与投资建议：预计整体 2015-2017 年分别实现营业收入 15.51 亿元、20.85 亿元、25.22 亿元；并表后 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.25、0.52、0.66 元。分业务预测，畜牧业 16 年净利润 1.10 亿元，给予 65xPE，对应 71.5 亿市值；预计餐饮业市值 54 亿，净利润 0.9 亿元，60xPE；殡葬业 2016 年净利润规模 2 亿元，给予 16 年 39xPE，对应 78 亿市值。参考可比上市公司，预计公司墓地业务仍有外延式收购预期，我们估算不考虑任何外延收购和提价，公司现有墓地业务有 160-200 亿的利润（分 40 年释放）。即便是按照净资产估算，墓地业务市值 200 亿。整体 16 年预计净利润 4.3 亿元，6 个月内目标市值 204 亿元，给予“买入”评级。

新都化工（002539）：盐改最受益标的+农村商业消费+金融服务龙头

1) 食盐业务壁垒优势明显，最受益盐改：（1）生产的壁垒：随着 200 吨海藻碘生产线的投产，高端食盐产业链优势增强，川菜调味品领域继续保持快速发展。目前公司是行业内规模最大、全国布局最全面的企业，海藻碘和低钠盐是公司品种盐中最大的两个品类。（2）销售端壁垒：公司与 15 价盐业公司合作，提前占领渠道资源。因此我们认为，新都化工目前是体制内最具备优势的企业，盐改放开后公司将率先受益，渠道价值期待重估和再开发。

2) 定位未来农村京东（改造化肥门店嫁接消费品）+陆金所（与平安集团深度合作开发农村理财、征信和供应链金融平台）：目前联合利华、中粮、伊利、可乐、茅五剑等白酒企业等高毛利高周转的刚需 SKU 已经全

面入驻，APP 已经上线，营业额 5000 元/天，完胜周边所有小超市。公告与平安集团和网信金融深度合作，开发农村理财产品。目前四大行中农行资金成本最低，说明农村理财产品匮乏，新都通过线下 130 万个食盐和 7 万个化肥终端成为有效的营业部，向农民销售安全高利率的理财产品，同时可以开发农村征信平台、消费贷款和化肥、消费品等供应链金融平台。哈哈农庄目前已经开店 50 余家，签约用户 1800 家，目前已在公司现有生产基地四川、湖北、河南、山东等地建设了 32 个配送中心，第一批体验店在四川已经试运行，年底扩展到 1500 家终端店。

3) 盈利预测与投资建议：预计公司非互联网业务主业 15-17 年 EPS 分别为 0.2/0.4/0.6 元，给予 16 年 30xPE，对应每股价格为 12 元，此外，预测哈哈农庄 16 年流水 20 亿元，给予 2xPS，对应 40 亿市值，每股价格为 4 元。综合两项业务，公司目标价为 20 元，维持“买入”评级。

黑芝麻 (000716)：大股东强力参与增发和大比例增持+黑芝麻全产业链

1) 公司专注于做大、做强营养健康食品产业，通过募集资金以 2.7 亿元收购金日食用油 46%的股权，进军食用油领域：金日食用油主营中国驰名商标“李耳”芝麻油，是河南老字号品牌，公司 80% 收入来自河南。2014 年金日食用油收入 3.76 亿元，净利润约 5200 万元，净利润率 14%。2014 年黑芝麻收入 15 亿元，收购金日后，食用油将占到公司收入的约 20%，有助于改善上市公司主体较低的盈利水平。预计金日食用油明年利润 6500 万元，17 年 7500 万。

2) 四季度是老产品的旺季，公司将全力以赴，加强宣传工作，落实奖励措施，集中火力促进液态、冲调类产品消费增长：老产品芝麻糊提价后毛利超过了 50%，今年预计同比增长 10% 左右。老产品将扩大广告宣传投入，以经销商渠道为主，加大终端建设，今年新增了 600-700 家，经过大半年调整，已经取得比较好的效果；公司新品类今年预计实现销售额 2 亿元左右，与去年持平。新品黑芝麻乳定位中高端，营养丰富、饮用方便，符合行业发展的趋势，消费者接受度较高，自 13 年试销以来实现了爆发式增长。目前黑芝麻乳依靠代工生产，14 年实现营业收入 2.1 亿元，同比增长 283.2%。

3) 物流业务呈恢复性增长，今年上半年同比+25%：容州物流产业园收购完成，实现食品业与物流业的协同发展。公司 5 月 20 日公告完成收购广西容州物流产业园有限公司 100% 股权。

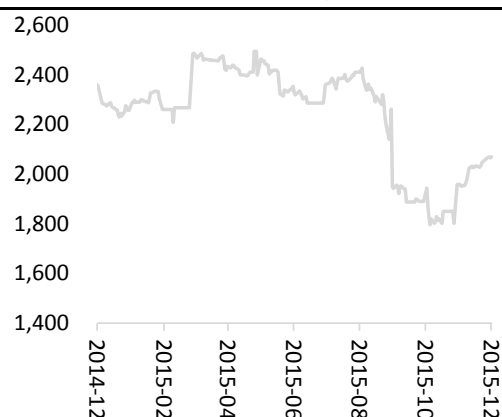
4) 大股东强力参与增发和大比例增持：本次非公开发行股票数量不超过 1.53 亿股，发行底价为不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 10.45 元/股，募集资金 16 亿元。

5) 盈利预测与投资建议：预计 15-17 年营业收入 18、25、30 亿元，15-17 年摊薄后 EPS 为 0.26、0.47、0.67 元/股。给予 16 年 27XPE，“买入”评级。

3. 行业数据跟踪

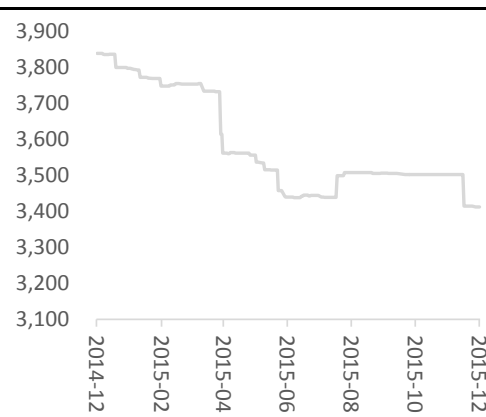
玉米期货价格周环比上涨+0.73%，月环比上涨+5.62%；大豆现货价格破位下跌，周环比下跌 0.08%，月环比下跌 2.58%；生猪价格周环比上涨+0.73%，月度环比上涨+1.65%；仔猪价格略涨，周环比上涨+0.34%，月环比下跌 1.93%；猪粮比上升至 8.44；白羽肉鸡价格周环比下跌 0.59%，月度环比上涨+1.51%；**鸡苗价格周环比上涨+17.95%，月度环比上涨+142.11%**；全国生鲜乳周环比上涨+0.28%，月环比上涨+1.43%；恒天然全脂奶粉中标价较上次上涨 1.98%，月环比上涨 7.3%。

图表 4：玉米价格有所回升（元/吨）



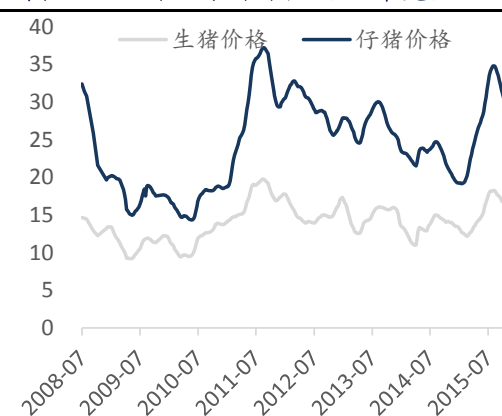
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 5：大豆价格继续下跌（元/吨）



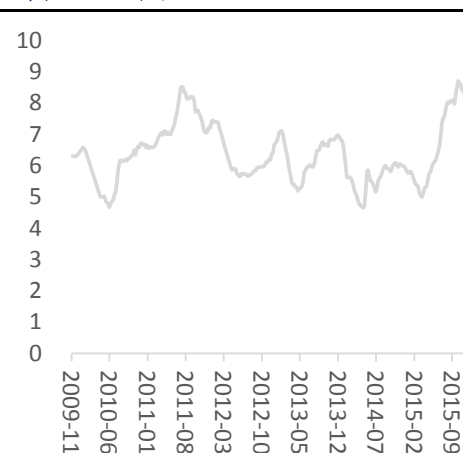
资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 6：生猪、仔猪价格（元/千克）



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

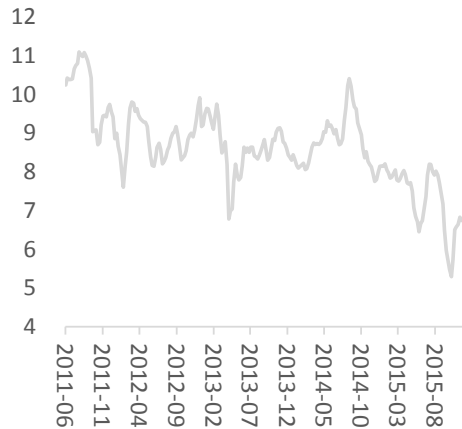
图表 7：猪粮比



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

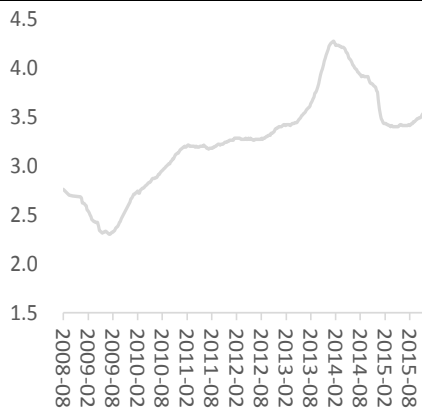
图表 8：白羽肉鸡价格（元/千克）

图表 9：鸡苗价格（元/羽）

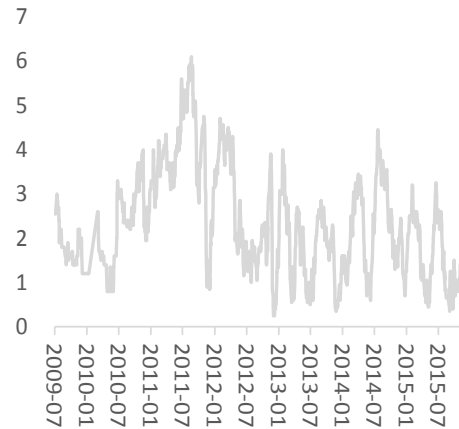


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 10: 生鲜乳价格 (元/千克)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 11: 恒天然奶粉中标价 (美元/吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4. 重要行业新闻

<食品>:

【进口葡萄酒进口大幅增长, 均价大幅下跌】

2015 年前 10 月进口葡萄酒进口量同比增长 43.5%, 进口额同比增长 20.0%, 进口均价大幅下降 16.4%。新西兰和智利已分别于 2012 年和 2015 年开始享受零关税待遇。大量零关税进口葡萄酒来袭, 国产葡萄酒将受到严重冲击。

【进口啤酒连续增长, 主要集中在高端市场】

中国进口啤酒已经连续 3 年呈现爆发式增长, 2014 年同比大幅上升 85.59%。从 2012 年到 2014 年, 3 年间累计增长 426.81%。目前进口啤酒品牌仍主要集中在高端市场领域。

<农业>:

【化肥利用率不断提升, 农药使用量将减少】

2015 年我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物化肥利用率为 35.2%, 比 2013 年提高 2.2 个百分点; 农药利用率为 36.6%, 比 2013 年提高 1.6 个

百分点。化肥、农药利用率提升有助于减少化肥、农药使用量。

【中国玉米长期供大于求，库销比连续走高】

15-16 年度我国玉米产量将达到 2.01 亿吨，略低于去年的产量水平，但由于近两年来连续的国家临储收购，期初库存大于 1.55 亿吨，目前的总供给预计将达到 3.59 亿吨，供给水平较去年提高 13.76%，总需求预计达 1.78 亿吨，较去年同比上涨 11.4%，但消费库存比却出现了罕见的连续走高至目前的 101.02%。

5. 公司重要动态

<食品>:

【恒顺醋业】子公司镇江恒达包装股份有限公司在“新三板”挂牌获批，公司出资额 459.46 万元，占其总股本的 45.95%。

【重庆啤酒】公司拟与嘉士伯啤酒（广东）有限公司签订产品经销协议，获得经销权以填补本公司目前未生产啤酒品种的市场差异化需求。此外，嘉士伯酿酒有限公司直接将嘉士伯(Carlsberg)、乐堡(Tuborg)、凯旋 1664 白啤酒(Kronenbourg 1664 Blanc)及怡乐仙地(Jolly Shandy)商标授权许可本公司使用。

【汤臣倍健】公司与恒发洋参控股有限公司签署《西洋参专供基地战略合作协议》。

【皇氏集团】全资子公司北京伴你成长文化传媒有限公司与鸿富锦精密工业（武汉）有限公司签署合作协议备忘录，双方拟推出更适合中国区的幼教及儿童衍生产品。

<农业>:

【深信泰丰】重大资产购买（构成借壳上市）暨非公开发行股票之关联交易事项获得中国证监会核准批复。

【通威股份】公司与中国宜兴环保科技工业园管理委员会签署《战略合作框架协议》，双方将充分利用工业园区环科新城板块内的水产养殖区域水面投资建设 300 兆瓦“渔光一体”示范基地。

【荃银高科】公司董事、财务总监增持了公司股份 15,000 股，均价 10.60 元。目前公司股价为 10.73，安全边际较高。

【天邦股份】1、公司拟转让全资子公司甘肃天邦饲料有限公司 100% 股权，预计产生收益约为 1,700 万元，计入当期损益。2、公司拟以人民币 7,520 万元的价格转让湖南金德意油脂能源有限公司的 73.05% 股权。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

