

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

## 产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编: 100031

## 农林牧渔行业：好当家、北大荒

2018 年 05 月 28 日

## ➤ 本周行业观点

## 捕捞季参价延续涨势，验证行业景气判断

**禽养殖：鸡苗价格延续涨势。**本周山东烟台毛鸡收购价为 3.98 元/斤，环比下跌 2.45%，鸡苗出厂价格为 2.90 元/羽，环比上涨 1.75%。中长期来看，引种断档禽链上涨的逻辑未变，白羽肉鸡景气已逐步兑现，鸡价景气向上或将维持 1-2 年时间。复盘禽价走势，2016 年前三季度禽价高景气，受景气延续预期影响，行业大规模强制换羽影响产能扩张加快，叠加 2017 年一季度爆发“H7N9”禽流感，供需急转过剩，影响 2017 年禽价走势低迷，经过近一年时间的低迷期，行业换羽规模收缩同时需求端禽流感影响逐渐消除，2017 年四季度父母代种鸡存栏量开始进入下行通道，行业供需情况不断改善，景气度开始提升。具体数据来看，**祖代鸡引种和存栏方面**，2015 年，因境外疾病而引起的封关事件导致 2016 年全年仅引种祖代种鸡 63 万套左右，2017 年 H5 亚型疾病肆虐全球，2017 年 1-2 月，我国从西班牙、波兰引种总量约 12.8 万套。目前波兰已由于再发疾病而封关，新西兰仍处技术性封关中（涉及检验检疫条款的修订）。据中国白羽肉鸡联盟统计，截止 2017 年上半年，引种量仅有 20 万套左右，我们预计全年祖代鸡引种量在 60 万套左右。受强制换羽影响祖代鸡存栏略高于引种量，但对祖代鸡产蛋量影响不大。**父母代鸡存栏方面**，据中国畜牧业协会数据，截至 2017 年 10 月初，全国部分企业在产父母代存栏量约 1430 万套，较 9 月初环比下滑 4.7%。我们认为白羽肉鸡行业供需格局已经得到明显改善，禽链周期跨度拉大、景气拐点已至。

**生猪养殖：猪价延续涨势，进入阶段性反弹。**本周全国瘦肉型肉猪平均价格为 10.63 元/公斤，环比上涨 6.19%，本周猪粮比价为 5.48，环比提升 0.31。**短期来看**，行业全面亏损，猪肉供需情况有望逐渐改善，猪价短期走势有望企稳回升，近期猪价已经走出底部形态。此外，近期国储玉米投放启动，玉米价格短期或将承压下行，玉米原料占养殖成本比重较大，对养殖效益产生利好影响。**大周期来看**，有效供给不断恢复，周期缓慢下行。受养殖规模化带来母猪生产效率及出栏生猪体重提高的影响，有效供给正在逐步回升，目前仍处于猪周期下行阶段。据农业部 400 个监测县生猪存栏数据显示，2018 年 4 月份生猪存栏环比下降 0.8%，同比下降 1.5%，能繁母猪存栏环比下降 1.4%，同比下降 2.1%；据农业部数据显示，2017 上半年猪肉进口 66.2 万吨，较上年同期减少 13.1%，值得注意的是，尽管进口猪肉量同比减少，但国内外猪肉价差仍然存在，猪肉进口仍将存在。综合来看，本轮猪周期走势平缓、跨度较大，猪价继续下跌的空间有限，第二种投资逻辑适用于现阶段，建议关注估值处于相对低位并保持产能扩张进度的行业龙头企业。

**饲料：**原料价格向下承压，养殖一体化布局的龙头受益。本周大豆现货价 3520.53 元/吨，环比持平，豆粕现货价 3032.12 元/吨，环比上涨 1.35%，玉米现货均价 1844.25 元/吨，环比上涨 0.05%。玉米方面，尽管在种植面积调减和下游加工需求增加的情况下供需缺口正逐步扩大，但我国玉米仍然库存高企，去库存的过程需要一定时间，预计中短期内国内玉米价格仍面临下行压力。大豆方面，USDA 3 月份大豆供需报告预计美国 2017/18 年度大豆单产为每英亩 49.1 蒲式耳，与上月预测值相比持平，2017/18 年度丰产可以基本确定。据海关统计，2018 年 4 月我国进口大豆 692 万吨，较上年同期下降 13.72%。由于 2018 年度全球大豆丰产，供需维持宽松，未来一年内大豆价格仍面临下行压力。饲料行业将受益于原料成本持续下降，盈利能力有望不断回升。建议关注养殖一体化进程加快带来业绩波动风险降低以及盈利能力提升的饲料龙头企业。

**糖业：**糖价环比回调。本周柳州白糖现货价 5635 元/吨，环比下降 0.09%。对国内外糖价走势的判断我们重点关注供需缺口和库销比两个指标。国际原糖方面，目前正处于去库存周期，尽管 USDA 给出 17/18 榨季供应过剩的预期，但糖库存量仍继续下探，预计 17/18 榨季食糖库销比降至 22.74%，我们判断连年下滑的库销比将对国际原糖价格形成有力支撑。国内糖价方面，USDA 预计我国 2018 糖缺口达 330 万吨左右，库销比由 2016 年的 60.7% 下降至 47.25%。考虑到一方面未来糖料蔗种植面积基本稳定，单产和出糖率有所提升，食糖产量将平稳增长，同时在关税政策保护的前提下原糖进口量将大幅缩减，另一方面，食糖消费量在替代品淀粉糖使用日趋饱和的情况下有望实现持续稳步增长，综合以上国内糖价仍处于周期下行阶段，但考虑到关税保护政策影响，下行通道有望进一步缩窄，下行空间较小。

**渔业：**参价延续涨势，海产品行业维持景气。本周海参大宗价为 120 元/公斤，环比上涨 9.09%，鲍鱼、扇贝和对虾本期单价分别为每公斤 150 元、8 元、180 元，整体稳中有升。参价从年初开始进入连续下滑通道，近期进入春参捕捞季，在供给扩张的情况下出现反弹，验证我们对海参和其他海产品行业大周期景气向上的判断，短期来看海参价格有望开启新一轮上涨通道，高点看到 140-160 元/公斤。我们坚持认为，整个海产品行业由于需求持续回暖且供给方面受产能结构调整影响继续收缩仍处于景气向上期。2011 年之前，海参产品主打“奢食”概念，在高端消费市场掀起热潮，各大海参养殖加工企业的毛利润和增速最高分别达到 66% 和 64%，随着厂商不断加入导致行业产能过剩以及消费限制政策的推出，海参价格开始急转直下，从 2011 年 200 元/公斤以上的高位急速下滑，跌至 2016 上半年 80 元/公斤，5 年内价格下降幅度超过 50%，随后海参市场去产能进程持续，行业开始回暖，目前处于景气向上期。我们预计行业将持续好转，建议关注好当家、东方海洋。

**风险提示：**自然灾害风险、政策变动风险等。

- 本期【卓越推】组合：好当家（600467）、北大荒（600598）。

## 好当家（600467）

（2018-05-25 收盘价 2.69 元）

### ➤ 核心推荐理由：

- 1、一个中心三个基本点，各业务齐头并进。“一个中心”是公司确立为主导核心的海参产业，“三个基本点”分别为围绕海参产业开展的三大业务，包括养殖业务、加工业务和捕捞业务。2017 年公司海参产品（包括养殖、加工和捕捞）实现营收 5.21 亿元，占总营收的比例达 53.15%，毛利占比达 64.62%；2017 年公司养殖业务（包括海参、海蜇、海带等）、加工业务（包括初加工冻干海参、深加工产品等）、捕捞业务（包括海参、鱿鱼等）营收分别为 3.79 亿元、6.38 亿元、1.84 亿元，营收占比分别为 31.37%、52.83%、15.25%，毛利占比分别为 53.03%、32.55%、13.72%，已基本形成“三驾马车、齐头并进”的局面。值得注意的是，公司继续加大海洋捕捞业的投入，未来业绩贡献占比有望进一步提升。截止 2017 年底，公司已建成 44 条船，其中灯光罩网渔船 19 条，拖网渔船 16 条，大型运输船 1 条，在中国南海、黄海、东海、北太平洋等渔场进行作业，并配套建设了 5 万吨冷链仓库和年产能力 5 万吨的鱼粉，此外 2017 年更新改造 8 条鱿鱼钓船，2018 年 1 月份已有 4 艘前往阿根廷海域，另外 4 条船也已建造完毕，2 月份出海。2017 年公司捕捞产品量达 8266.4 万吨，同比大幅增长 141.94%。我们认为公司将继续围绕“一个中心、三个基本点”，三项业务类似三驾马车拉动公司稳健发展。
- 2、收入端稳定向上，参价高景气、市场拓展力度大。价格方面，2017 年海参产能去化明显、行业供需格局改善，参价景气上行，全年公司鲜海参平均对外销售价格 114.68 元/公斤，较上年同期增长 28.49%。销量方面，公司继续强化国内市场开拓力度，多渠道并举增强品牌影响力。公司于 2017 年 2 月拿到直销牌照，传统加盟商突破店面限制，转型做百姓消费市场的零售，组织近千名消费者来到好当家见证“有机刺参”的品质真实性，此外，在全国电视购物平台开设 2000 多档海参销售直播节目，总播出时间超过 8 万分钟，开展电视购物销售活动，推动有条发展，发展会员十几万名，以上营销措施对公司品牌知名度的提升产生积极影响。报告期内公司海参产品营业收入同比增长 33.98%，养殖、加工、捕捞业务 2017 年营收同比增速分别为 13.70%、17.24%、6.65%。我们认为海产品行业已进入景气向上期，且公司将继续稳步推进渠道拓展和品牌建设，公司各业务营收增速有望进一步提升。
- 3、成本端继续下探，苗种优势凸显。苗种费占海参养殖成本的比例达 60%，而苗种费的多少主要取决于苗种存活率和苗种饵料。公司现已实现海参苗种的自给自足，海参育苗采用网箱育苗与车间育苗相结合的方式，室外网箱育出的苗种品质接近于野生生态苗，比室内繁育的苗种成本低、成活率高，为未来公司实现海参育



苗产业化，实现海参产业的高效益、规模化经营拓宽了更大的发展空间，并增设海参饵料发酵车间，改良苗种饵料，提高苗种生长。报告期内，在海参产品营收同比增长的情况下公司海参总苗种费不增反降，海参苗种费较上年同期下降 14.96%，成本占比同比下降 7 个百分点至 59%；由于苗种费在海参产品成本中占比较高，对成本影响较大，在营收同比增长的情况下海参产品总成本不增反降，较上年同期下降 23.88%，影响公司海参产品毛利率同比大幅提升 13 个百分点至 43%。我们认为，自繁自养苗种为公司带来明显的成本优势，且未来成本端仍然存在向下空间，对公司整体盈利能力的提升产生积极影响。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.05 元、0.06 元、0.08 元。维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素：**极端天气风险，产品价格波动风险、规模扩张不及预期、渠道拓展不及预期、政策变动风险等。
- **相关研究：**《20170426 毛利提升，渠道完善，产业结构持续优化》《20170828 产业链优势凸显，向营销服务型转变》《20180427 一个中心三个基本点，行业景气向上公司稳健成长》

## 北大荒 (600598)

(2018-05-25 收盘价 10.33 元)

- **核心推荐理由：**
- **1、业绩平稳向好，风险全面下降：**2017 年，公司实现营业收入 29.92 亿元，同比下降 3.31%；实现利润总额 7.63 亿元，同比增长 6.78%；实现归属于母公司所有者的净利润 7.80 亿元，同比增长 6.11%。报告期末，公司资产总额 76.47 亿元，较上年期末下降 1.23%；负债总额 17.71 亿元，较上年期末下降 12.54%；资产负债率 23.16%，较上年期末下降 3 个百分点。自从 2012 年底公司新管理层到位以来，公司财务经营形势均得到明显了转机，2013 年成了公司的一个历史大底。值得指出的是，2017 年公司针对浩良河化肥分公司的停产现状计提了固定资产减值准备 8,449.02 万元，这既显示了公司管理层稳健的经营思路和节奏，同时也预示了公司未来业绩提升空间。
- **2、2018 年战略定位和工作重点：**公司在经营计划中提出 2018 年公司预计全年实现营业收入 31.9 亿元，实现利润总额 7.9 亿元，粮豆总产 117.99 亿斤，努力实现公司的质量变革、效率变革和动力变革。公司将深入推进农业供给侧结构性改革，加大基础设施投入力度，巩固提升优质粮食产能，依靠技术创新降低生产成本，依靠绿色种植提高经济效益，依靠订单农业促进粮食销售，重点解决公司面临的农产品成本“地板”上升与价格“天花板”下压的双重挤压带来的困境。同时，借助外部力量，发展混合所有制，加快推进合资合作进

程，重点发展区块链农业和生物质循环农业，做好工贸建企业的转让、清算、诉讼和清欠工作，将企业改革改制后遗留的一系列问题彻底解决到位。最后是防范各类风险，加强与投资者交流。

- **3、围绕未来发展定位，扎实推进：**2017年公司围绕未来的产业发展战略定位，开展了水稻适口性项目验证性研究、有机种植试验示范、水稻旱播湿管栽培技术试验、碳基复合肥试验，并取得了较为理想的成果。我们认为，扎实推进基础性、实践性研究工作，同时坚持有机发展方向，本身就是塑造核心竞争力不可逾越的环节。能否胸怀长远，思路清晰并持之以恒直接决定了公司的长期价值。
- **4、贸易战有望成为导火索。**当前世界冲突强度不断提高，非传统性战争手段和格局也日益引发世人忧虑，气象灾害往往超出了自然范畴，生物性威胁尤为突出和隐形。国内农业基础仍然极为薄弱，农业竞争力岌岌可危，自然及非自然灾害频发高发，国内市场对外洞开，农民收入压力空前。我们认为在这种局面下，北大荒的战略地位远为市场参与者所低估，特别是随着前期一些虚幻市场热点泡沫的破灭，消费等传统价值板块开始被投资者所关注，特别是美国发起的对华贸易战成为农业板块启动的导火索。我们一直认为贸易战对中国是一件好事，有助于解决很多长期以来无法解决的深层次问题。在农业领域，将倒逼中国重新审视国内农业政策、修复中国脆弱又至关重要的农业基础。在这种形势下，公司战略价值将有望得到更多投资者的重新定位。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.47/0.49/0.58 元，维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素：**自然灾害、国家相关农业政策不利变化、战略合作不顺利、管理团队的变动等。
- **相关研究：**《20170328 经营现金增长翻番，公司发展机遇难得》《20171102 价值修复期有望来临》《20180411 五年磨砺 潜龙欲试》

## 研究团队简介

**康敬东**，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

**刘卓**，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

## 农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。