

行业结构调整带来发展新机遇

—2018 年农业行业中期投资策略

投资评级 推荐

投资要点：

2018 年上半年，受金融去杠杆以及中美贸易战事件的影响，金融市场持续下滑，A 股呈现弱势格局。随着行业市场集中度提升拉动企业业绩稳步增长以及板块下跌带来的估值下移，行业内相关龙头企业投资价值逐步显现。在“乡村振兴”战略总的基调下，我国农业行业正处于结构调整阶段，政策主导和市场倒逼是农业产业结构调整的主要驱动力。当前中国特色社会主义新时代社会的主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，产业结构调整是解决农业领域矛盾的必然选择，也是未来我国农业行业投资主线之一。2018 年，中美“贸易战”爆发，农业行业虽然不是贸易战爆发的重点领域，但同样面临受制于人的困境。全球经济不景气趋势下，“贸易战”有望成为一种新常态，因此，站在“贸易战”背景下，我国的农业行业面临新的审视和战略定位，这是未来我国农业行业另外一条投资主线。

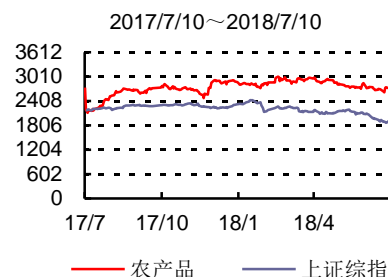
基于我国存在庞大的消费市场以及中产阶级的快速崛起，农业行业具有巨大的总量消费市场和消费升级空间，给予行业“推荐”投资评级。同时建议关注行业产业结构调整 and 贸易壁垒突破两条投资主线。建议重点关注的标的公司有：隆平高科（000998）、温氏股份（300498）。

发布时间：2018 年 7 月 10 日

主要数据

行业指数	2185.64
上证指数/深圳成指	2815.11/9160.62
公司家数	67
总市值(百万元)	357122.98
流通市值(百万元)	290016.83

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-隆平高科（000998）事件点评-玉米种业布局进一步完善》，2018-3-12
- 《国元证券行业点评报告-政府工作报告解读-产业化发展助推乡村振兴》，2018-3-7
- 《国元证券公司研究-隆平高科(000998)调研报告-新品放量+外延并购推动业绩增长》，2018-1-9

联系方式

研究员：周家杏
 执业证书编号：S0020511030015
 电话：021-51097188-1920
 电邮：zhoujiaxing@gyzq.com.cn
 地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券（230000）

目录

第 1 部分 市场持续走弱，板块估值下移.....	4
第 2 部分 供需矛盾显现，结构调整势在必行	7
第 3 部分 “贸易战”突如其来，行业面临重新审视	10
第 4 部分 夯实产业制高点，种业迎来发展新机遇.....	12
第 5 部分 投资策略	17

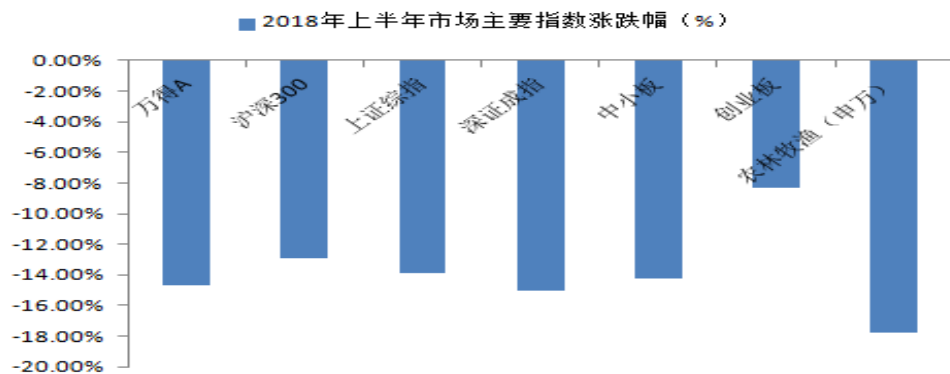
图表目录

表 1. 我国种子行业市场达到千亿级别.....	13
表 2. 重点关注公司盈利预测.....	17
表 3. 温氏股份盈利预测表	19
表 4. 隆平高科盈利预测表	20
图 1. 市场各大指数悉数下跌，农林牧渔板块（申万）领跌.....	4
图 2. 年初以来，农林牧渔板块与市场走势基本同步.....	4
图 3. 2018 年年初以来，申万一级行业走势对比.....	5
图 4. 2018 年年初以来，农林牧渔细分自行业均呈现下跌.....	5
图 5. 行业收入平稳，净利下滑趋势放缓.....	6
图 6. 行业整体盈利水平平稳.....	6
图 7. 农林牧渔行业相对于全部 A 的估值溢价处于相对底部.....	6
图 8 三大主粮库存逐年上升.....	7
图 9. 我国粮食进口持续上升.....	7
图 10. 我国农业产业结构调整的具体措施.....	8
图 11. 政策差异化，价格市场化推动我国农业产业结构调整.....	9
图 12. 要实现大豆自给存在较大的难度和风险.....	11
图 13. 种子价格一路上涨，年均提价幅度为 15.6%.....	13
图 14. 产能过剩+门槛提高造成经营主体逐步下降.....	14
图 15. 我国种子行业集中度具有较大的提升空间.....	15
图 16. 美国主要农产品种子行业 CR4 在 80%左右.....	15
图 17. 行业处于调整周期，业绩承压.....	16
图 18. 温氏股份经营状况.....	18
图 19. 2017 年温氏股份主营业务构成.....	18
图 20. 隆平高科经营状况.....	20
图 21. 2017 年隆平高科主营业务构成.....	20

市场持续走弱，板块估值下移

截止 2018 年上半年，农林牧渔板块整体下跌 17.74%，同期市场各大指数悉数下跌，其中万得全 A、沪深 300 指数、上证综指、深证成指、中小板和创业板等市场指数分别下跌 14.65%、12.90%、13.90%、15.04%、14.26%和 8.33%。可见，相对于市场其它指数走势，农林牧渔板块走势表现较差。

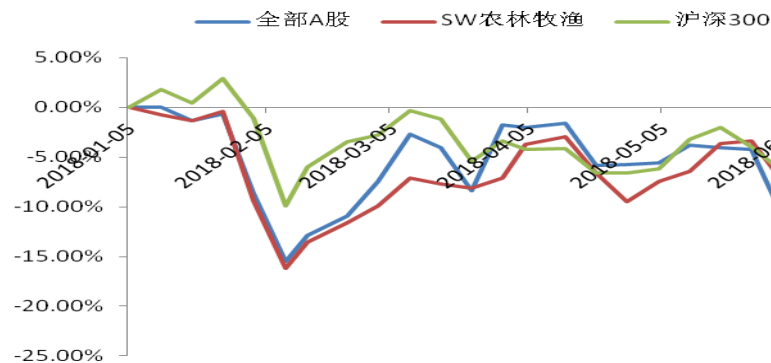
图 1: 市场各大指数悉数下跌，农林牧渔板块（申万）领跌



资料来源: wind、国元证券研究中心

注: 上图数据起始点为 2018 年 1 月 5 日收盘价。

图 2: 年初以来，农林牧渔板块与市场走势基本同步



资料来源: wind、国元证券研究中心

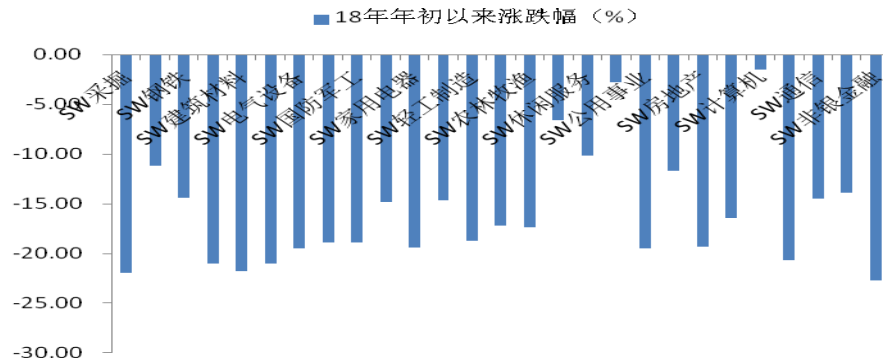
注: 上图数据起始点为 2018 年年初。

从申万一级行业对比来看，年初以来，申万 29 个一级行业均下跌，其中农林牧业行业下

跌 17.39%，排名第 14，表现一般。因市场持续走弱，农业板块的防御属性逐步得到市场重视，因此农林牧渔板块符合当前市场风险偏好，走势不会太差，但因成本持续上升以及粮价市场化拖累板块盈利提升，板块业绩分化加剧，因此很难有板块系统性行情，板块仍以结构行情为主。

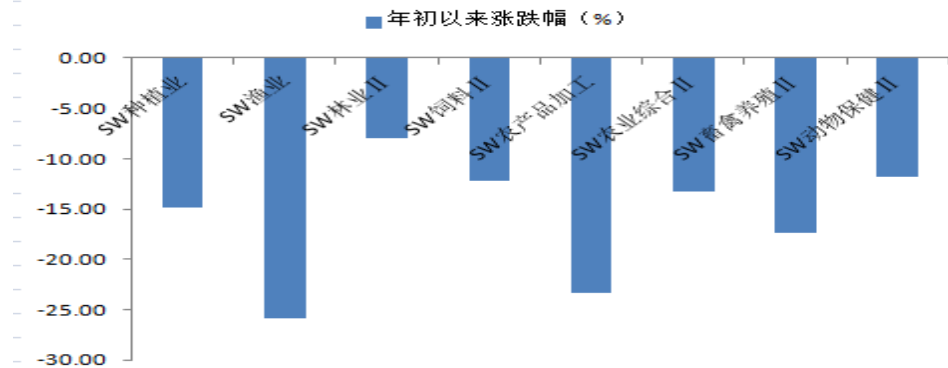
在农林牧渔板块中，受海南政策红利以及中美贸易的影响，海南板块和进口依赖度相对较高的行业表现相对较好。在农林牧渔板块内，因行业产能过剩、环保趋严、粮价市场化改革等影响，其他细分行业均呈现不同程度下跌，表现一般。

图 3: 2018 年年初以来，申万一级行业走势对比



资料来源: wind、国元证券研究中心

图 4: 2018 年年初以来，农林牧渔个细分子行业均呈现下跌

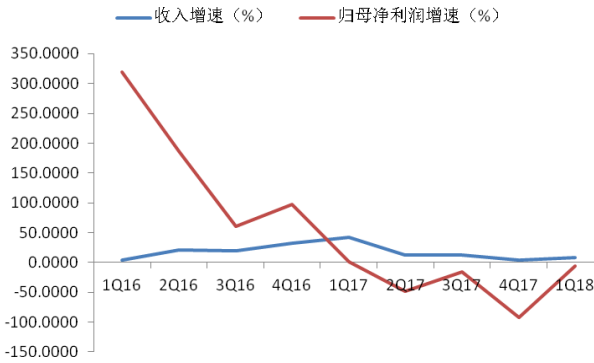


资料来源: wind、国元证券研究中心

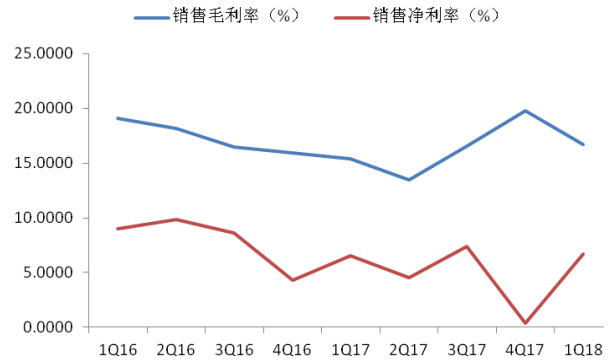
从行业基本面来看，年初以来，农林牧渔行业基本面保持稳定态势，2018 年一季度收入增速保持个位数增长且呈现平稳态势，净利润下降速度趋缓。从盈利能力来看，2018 年一季度，农林牧业板块毛利率有所下降，但净利率呈现触底反弹。

图 5: 行业收入平稳，净利下滑趋势放缓

图 6 行业整体盈利水平相对平稳



数据来源：国家统计局、wind、国元证券研究中心



数据来源：wind、国元证券研究中心

从行业估值水平来看，随着市场持续下滑，农林牧渔行业整体估值水平持续回落，当前行业动态 PE 估值已回落到 35 倍左右，过去 10 年，农林牧渔板块的平均 PE 估值维持在 57 倍左右，可见当前板块估值已回落到相对低点，投资价值有望逐步显现。另一方面，从估值溢价角度来看，自 2015 年以来，农林牧渔行业相对于全部 A 股的估值溢价持续下降，当前农林牧渔行业相对于全部 A 股的估值溢价维持在近 10 年相对底部。在环保趋严、粮价市场化改革以及行业处于产业结构调整等众多因素叠加下，行业难有景气提升预期，未来股价上升的推动因素很大部分来源于业绩增长。因此寻找具有确定性的业绩增长为行业下半年主要投资方向。

图 7: 农林牧渔相对于全部 A 股的估值溢价处于相对底部



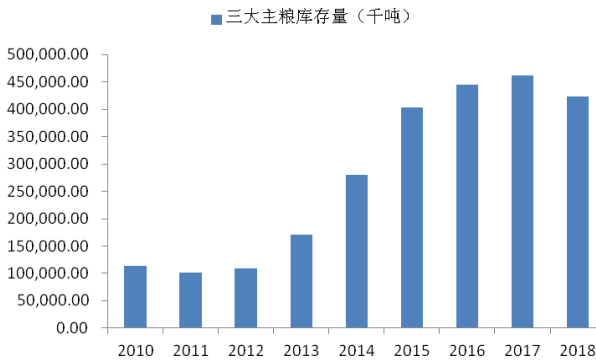
资料来源：wind、国元证券研究中心

供需矛盾显现，结构调整势在必行

在“乡村振兴”战略总的基调下，我国农业行业正处于产业调整阶段，政策主导和市场倒逼是农业产业结构调整的主要驱动力。当前，中国特色社会主义新时代社会的主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，产业结构调整是解决农业领域矛盾的必然选择，也是未来农业行业主要的投资主线之一。

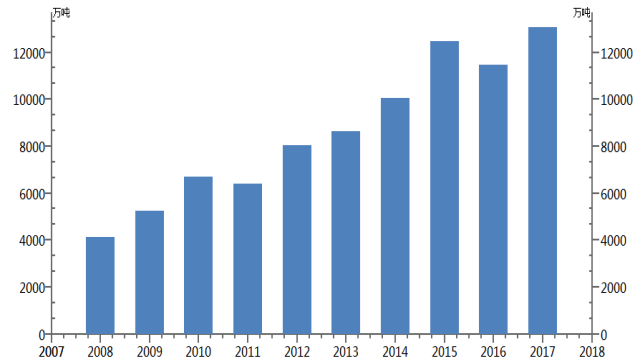
在产业政策扶持和粮价托市收购等利好推动下，我国粮食年年增收，但全球贸易一体化带来国际低价粮食大量进入国内，造成国内粮食高库存，品种间供过于求和供给不足并存，特别是个别粮食品种库存压力凸显，因此结构调整势在必行。未来农业产业结构怎么调？我们认为：农业结构调整的方向是市场需求，根据市场需求调整产业布局，而当前我国市场需要的是高品质的农产品，如何提升农产品品质将成为我国农业结构调整的主要方向，生产出高品质农产品是最终目标。

图 8：三大主粮库存逐年上升



数据来源：wind、国元证券研究中心

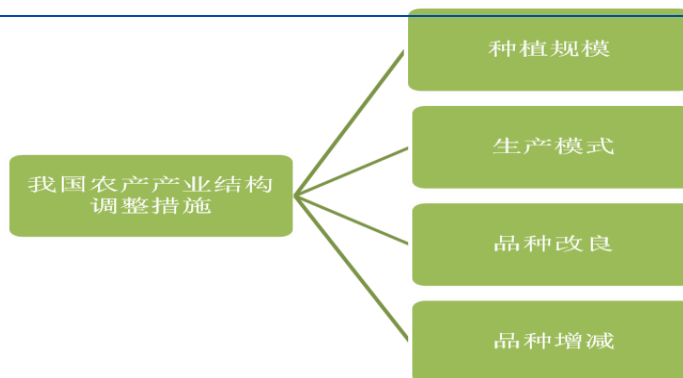
图 9 我国粮食进口持续上升



数据来源：wind、国元证券研究中心

在明确我国农业产业结构调整以市场导向为基础后，需要解决的就是调什么的问题。我们认为，当前我国农业结构调整主要从种植规模、生产模式、品种改良和品种增减几方面展开：1) 种植规模。从小农业向农业规模化转变，规模化是农业产业结构调整的基础，规模化是农业标准化的基础，是我国农业提升国际竞争力的基础；2) 生产模式。从高投入、高污染、低效率向低投入，低污染、高效率转变。众所周知，我国农业生产存在农药、化肥过量使用等问题，未来的农业生产必须要在农药、化肥上低投入，如何实现低投入、高产量将成为农资行业未来的面临的主要问题，特别是我国土地肥力下降较快以及病虫害耐药性逐年增强，如何实现绿色、高效农业生产是提升农业品品质的关键因素；3) 品种改良。同质化、低质化是我国农产品面临的主要问题，提升农产品品质源头在于品种，如何培育兼具高产和高品质的品种是市场最稀缺且也是未来主流方向；4) 品种增减。我们认为，我国粮食结构总体不会大动，只会围绕库存和进口进行微调，其中三大主粮应围绕库存高低进行微调，而大豆、高粱等高进口依赖度的农产品未来会增加种植面积，而且在贸易战刺激下，进口依赖农产品国内种植规模未来增加的速度会加快。

图 10：我国农业产业结构调整的具体措施

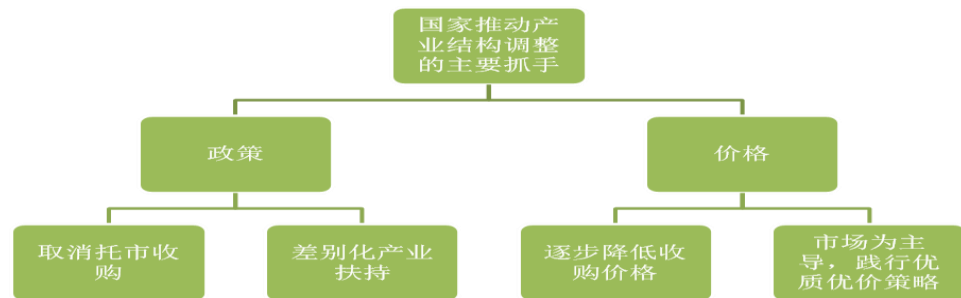


资料来源：国元证券研究中心整理

国家如何调整农业产业结构，我们认为可以从政策和价格两个方面来认识。首先，政策层面，随着国家主要粮食托市收购政策的逐步推出，国家不再为农民手中的粮食兜底，粮食收购价格也逐年下调，导致农民种植效益逐年下滑，在这种背景下，唯有规模化才能有望实现盈利，而土地流转实现了土地的规模化。另一方面，国家对农业的补贴也呈现出差异化，政策扶持更加倾向于符合产业政策导向、规模化种植领域，政策倒逼产业结构调整，要实现农业的盈利只能要规模、要品牌和要产业链融合。其次，粮食价格层面，国家逐步下调主要粮食最低收购价格，而市场价格很多时候都是低于国家收购价的，大宗农产品价格持续低迷；而另一方面，高品质的农产品价格却逆势增长。国家主导粮

食优质优价，通过市场价格引导产业结构调整，可以预见，在优质优价粮食收购价格体系下，未来我国农业产业的发展导向有望从追求产量向追求质量转变。

图 11：政策差异化、价格市场化推动我国农业产业结构调整



资料来源：国元证券研究中心整理

农业产业结构调整对行业的影响深远，我们认为存在下面几个投资机会：1)机械对人工的替代。农业的规模化带来成本的降低，从整个农业的成本构成来看，以前所有需要人工去完成的环节未来都将被机械替代，而机器的效率将远远大于人工，在收入端下降的背景下，只有在成本端大幅下降的情况下才能实现整体的盈利。在规模化种植的趋势下，通过规模效应逐步降低成本，最终实现盈利是现代农业的主要盈利手段，因此农业机械行业是农业产业结构调整受益之一。2) 高品质农产品生产所需的品种、肥料、农药。我们认为，品种是产品品质提升的基础，唯有好的品种才能从根本上提升产品品质，因此品种在提升产品品质中的作用重大。其次，在好的品种的基础上，高效、环保的肥、药是生产高品质农产品的必不可少的要素，唯有好的品种加上好的肥、药才能真正生产出高品质农产品，因此种业、化肥和农药等农资行业也是农业结构调整收益板块，其中种业是起至关重要的作用，是农业产业结构调整过程中我们重点看好的细分行业。

“贸易战”突如其来，行业面临重新审视

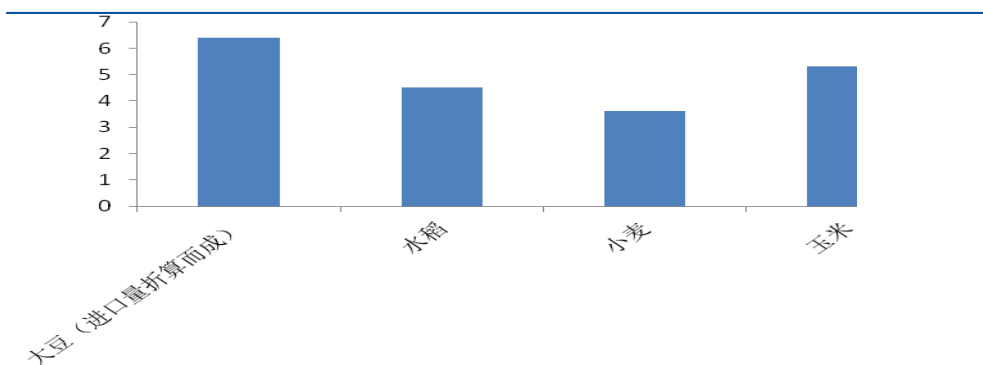
2018年，中美“贸易战”爆发，波及全国众多行业，农业行业虽然不是贸易战爆发的重点领域，但同样面临受制于人的困境。虽然此次“贸易战”是偶发事件，但在中美“贸易战”首开先河以及全球经济不景气大趋势下，全球“贸易战”有望成为一种新常态，因此，站在“贸易战”背景下，我国的农业行业面临新的审视和新的发展导向，这也是农业行业未来的投资主线之一。

虽然美国对中国开启贸易战的“主角”不是农产品，但该事件对其他行业都起到警示作用，也让我们明白，产业受制于人是不可靠的，只有掌握产业链的主导权才能真正保持产业长青。近年来，我国农产品进口呈现持续增长态势，其中主要以大豆、玉米和高粱为主，虽然进口对我国粮食安全影响不大，但个别品种已完全取代了国内市场，个别品种是不安全的。以大豆为例，中国大豆的进口量持续增长，其中主要来源于美国、巴西等，中美贸易战爆发后，中国虽可以不进口美国大豆，但必须从巴西、阿根廷等其它一些国家进口。我们认为，随着全球经济的不景气，贸易战未来有望成为常态，贸易战存在蔓延的可能，因此如果出口国限制本国粮食出口，中国怎么办？中国大豆能够自给吗？

如果中国大豆实现自给，那么会不会影响其他粮食的生产，进而影响全国的粮食安全？

以大豆为例，大豆为我国食用油和动物饲料的主要来源，2017 年我国进口大豆 9554 万吨，按照当前亩产 150 公斤计算，要生产 9554 万吨的大豆就需要耕地约 6.4 亿亩，远高于我国任何一种主粮种植面积（而 2017 年我国三大粮食播种面积为 13.4 亿亩，其中水稻 4.5 亿亩，小麦 3.6 亿亩、玉米 5.3 亿亩）。由此可见，一旦因贸易战造成大豆进口受阻，而国内自给又需要大量挤占其它农作物种植面积，对我国粮食安全势必造成威胁，因此中美贸易战的开启给我们各行各业敲响了警钟，站在中美贸易战以及未来全球贸易战存在进一步蔓延的预期背景下，我们需要对农业行业进行重新审视和战略定位。

图 12：要实现大豆自给存在较大的难度和风险（单位：亿亩）



资料来源：国元证券研究中心整理

中美贸易战对农业行业的影响，我们的认识如下：1)对国内农业行业都起到了警示作用，进一步提升了国家对粮食安全的重视。2) 长期来看，大量进口粮食的策略存在较大的风险，未来努力加大国内供给将成为大势所趋；3) 进口依赖度较高的品种有望得到政策大力扶持，未来具有较快的增长。综合上述，我们认为，从产业的长期、健康、稳定发展角度来看，中美贸易战揭开了产业受制于人的风险，进口依赖度较高的行业未来存在大力发展的诉求，农业行业同样也存在这一问题，实现粮食自给将给我国农业行业未来提供了增量市场。

夯实产业链制高点，种业迎来发展新机遇

种业为我国农业产业链制高点，也是保障我国粮食安全的核心要素。我们认为，当前如何顺利完成我国农业产业结构调整、如何破解中美贸易壁垒，最主要的还是要提升我国种业水平，通过提升种业水平来优化产业结构，保障粮食安全。我们看好种业，主要原因如下：1) 中美贸易战暴露出农业产业面临的产业链风险，国家势必进一步保障粮食安全，而种业在粮食安全中起到至关重要的作用；2) 行业经过多年的调整，龙头企业已呈现触底回升态势；3) 种业为产业结构调整主要抓手，优质优价的粮食价格体系进一步促进了种业发展；4) 行业空间大，行业集中度低且处于整合加速器。

行业空间巨大，集中度提升加速

国家统计局公布的全国粮食生产数据显示:2017年全国粮食总产量 12358 亿斤,比 2016 年增加 33 亿斤,增长 0.3%。粮食生产再获丰收,属历史上第二高产年。落实到种植面积上,2017年,全国谷物播种面积 13.94 亿亩(其中玉米 5.32 亿亩,稻谷 4.53 亿亩,小麦 3.60 亿亩)豆类播种面积 1.55 亿亩(大豆播种面积 1.17 亿亩),薯类播种面积 1.34 亿亩。此外,2016 年我国蔬菜播种面积达到 3.35 亿亩,油类作物种子面积达 1.41 亿亩,棉花种植面积为 0.50 亿亩。

我们用农产品平均每亩种子投入费用为测算行业市场容量的依据,据 wind 资讯统计显示,2016 年我国三大粮食(水稻、玉米、小麦)、蔬菜、豆类、薯类、油料、棉花亩种子投入费用分别为 60.73 元(水稻: 57.47 元,玉米: 56.56 元,小麦: 68.16 元)、197.59 元、36.76 元(这里选取大豆)、398.6 元(选取马铃薯) 97.56 元(选取的是油菜和花生)和 54.50 元。整个行业市场容量测试如下:

表 1: 我国种子行业市场达到千亿级别

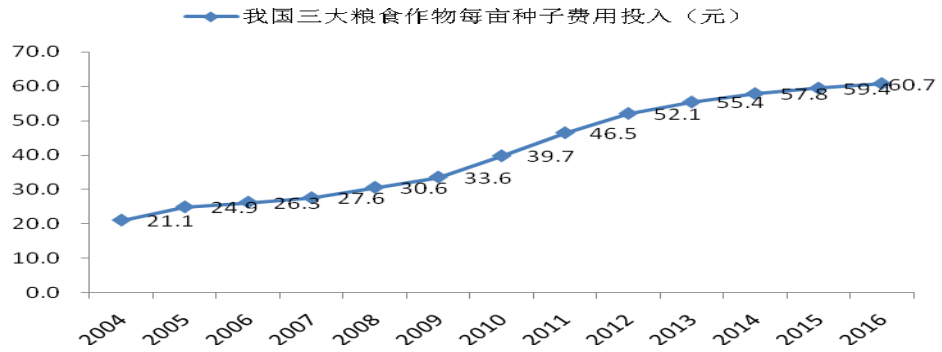
	水稻	玉米	小麦	蔬菜	豆类	薯类	油类	棉花
播种面积 (亿亩)	4.53	5.32	3.60	3.35	1.55	1.34	2.12	0.50
亩种子投入 (元/亩)	57.47	56.66	68.16	197.59	36.76	398.60	97.56	54.50
总投入 (亿元)	260.34	301.43	245.38	661.92	56.98	534.12	206.83	27.25
合计	2294.25							

数据来源: wind、国元证券研究中心

另一方面,据农民日报资讯,2015 年全国主要农作物种子市值合计 840.26 亿元。根据业内专家估算,花生、瓜类、蔬菜、花卉类作物的市值约 280 亿元,其他类种子市值(杂粮、甘蔗、水果苗木等)约 50 亿元,全国种子市场总规模约 1170.26 亿元。

长期来看,由于我国耕地面积呈现小幅下降趋势,那么支持种子市场逐步变大的因素主要是种子价格的提升。统计显示,2004-2016 年我国三大粮食作物每亩种子费用投入从 21.1 元增长到 60.7 元,增幅达 202%,年均提价幅度为 15.6%。

图 13: 种子价格一路上涨,年均提价幅度为 15.6%

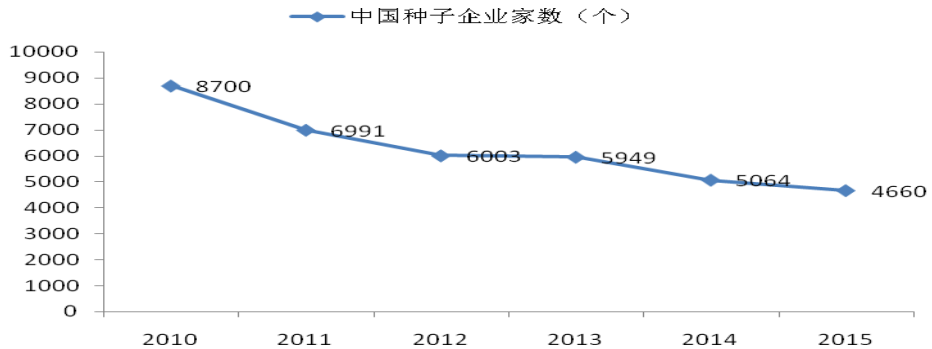


数据来源: wind、国元证券研究中心

未来种子商品化率和种粮比价的提高是推动行业增长的驱动因素。统计显示: 1) 美国主要粮食作物种子和粮食价格比为 30:1, 而我国为 3:1; 美国种子成本占种植业产值比重为 6%, 而我国仅为 1.5% (中国产业信息网)。2) 我国良种商品化率未来提升空间有限 (农业部数据显示我国良种覆盖率超过 96%), 但品种更新换代带来的替换空间巨大 (特别是品种审定绿色通道带来新品种大量涌现)。

随着种子产业门槛的不断提高, 我国种子企业的数量在加速下滑, 持证企业数量由 2010 年 8700 家下降到 2015 年底的 4660 家, 降幅达到 46.4%。据数据显示, 2016 年, 我国种企净资产 1 亿元以上的企业数量达到 341 家, 较 2012 年增加一倍多, 其中净资产 10 亿元以上的企业由 2012 年的 7 家增加到 2016 年的 15 家。由此可见, 我国种子行业呈现市场集中度不断提升、强者恒强竞争格局不断显现的特征, 但行业竞争主体家数仍较多, 未来行业集中度仍具有较大的提升空间。

图 14: 产能过剩+门槛提高造成经营主体逐步下降



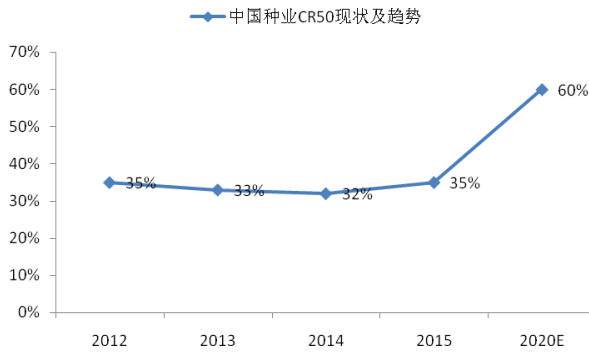
数据来源: wind、国元证券研究中心

行业集中度方面, 2015 年我国种业 CR10 和 CR50 市场份额分别为 18% 和 35%, 比 2011 年分别提高 3 个百分点和 5 个百分点。根据农业部规划, 2020 年我国种业 CR50 市场份额将提升到 60%。全球来看, 2014 年全球 CR4 市场占有率为 50% 左右, 显著高于国内水平。由此可见, 不管是从农业部的规划指标或者国际成熟市场的数据, 我国种子行业当前的市场集中度均具有较大的提升空间。

当前, 我国农业处于产业结构调整期, 我们认为当前的种业环境将促使行业集中度提升加速: 1) 政策扶持差异化。政策扶持将更多倾向于符合产业政策导向、规模优势明显的龙头企业, 在市场不景气的背景下, 强者恒强的格局将更加明显; 2) 粮价市场化改革。在粮价市场化改革背景下, 大众化产品面临降价或者淘汰, 品牌产品却迎来涨价, 未来粮价的差距将进一步扩大, 品质提升是产品赢得市场的核心要素, 而品质提升是建立在

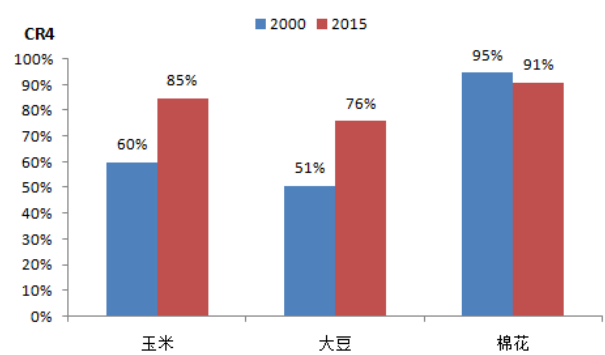
强大的研发基础之上，龙头企业在研发能力、品牌效应和市场推广方面具有一定的优势，未来有望持续提升市场集中度。

图 15：我国种子行业集中度具有较大的提升空间



数据来源：国家统计局、wind、国元证券研究中心

图 16 美国主要农产品种子行业 CR4 在 80%左右



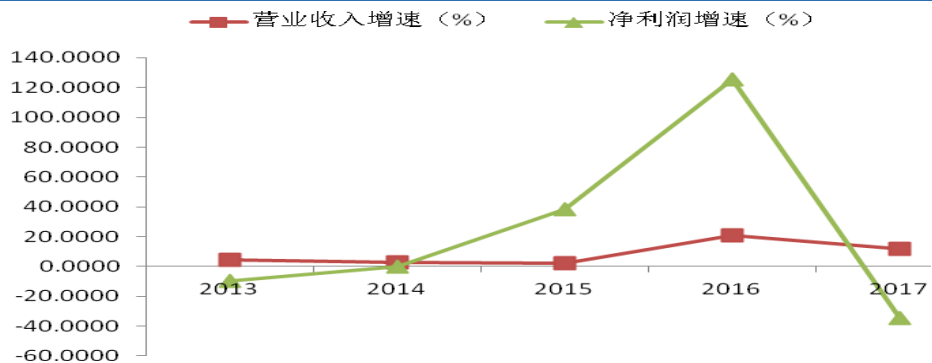
数据来源：USDA、国元证券研究中心

行业持续调整，业绩分化加剧

2004 年以来，我国加大对农业的扶持力度，粮价施行最低收购政策，在利好推动下，农业行业迎来快速发展周期。但是随着我国粮食年年丰产、进口不断加大以及消费升级持续推进，我国农业结构性过程矛盾逐步显现。

为解决我国农业面临的困境，“乡村振兴”战略为我国农业发展指明了方向，而产业结构调整是解决我国农业困境的有效手段。在调结构和粮价市场化改革持续推进影响下，我国农业行业面临较大的经营压力，反应到收入和利润层面均表现不佳，行业仍处于调整周期。另一方面，从 2017 年年报来看，虽然行业整体业绩表现不佳，但行业内个别龙头企业业绩出现了触底反弹。我们认为，在农业产业市场化改革的趋势下，行业的竞争门槛不断提高，如何快速调整以适应我国农业市场化改革潮流是决定企业未来发展的关键因素，未来企业的竞争将在多元化层面进行，龙头企业有望实现逆势增长。

图 17：行业处于调整周期，业绩承压



数据来源：wind、国元证券研究中心

投资策略

结合十九大“乡村振兴”战略对我国三农的战略定位以及行业未来的发展方向。我们认为，我国农业未来的机会在于产业结构调整，这种调整主要通过品种结构调整、产品品质提升、种植规模化以及行业集中度提升等实现，产业结构调整将进一步提高行业的竞争门槛，看好具备适应产业结构调整的企业。另一方面，中美“贸易战”爆发，国内大量进口粮食的风险隐患被暴露，从国家粮食安全角度来看，农业行业面临新的审视和战略定位。看好具备适应并引领行业产业结构调整的相关公司，建议重点关注的标的公司有：隆平高科（000998）、温氏股份（300498）

表 2： 重点关注公司盈利预测

公司名称	收盘价	最新股本	总市值 亿元	EPS（最新股本摊薄）			PE		
	2018-7-9	亿股		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
温氏股份	22.98	53.14	1221	1.29	1.17	1.29	17.8	19.6	17.8
隆平高科	18.00	12.56	226	0.61	0.88	1.09	29.5	20.5	16.5

数据来源：wind、国元证券研究中心

注：上述盈利预测数据采用 wind 一致预期

风险提示：

- 自然灾害风险；

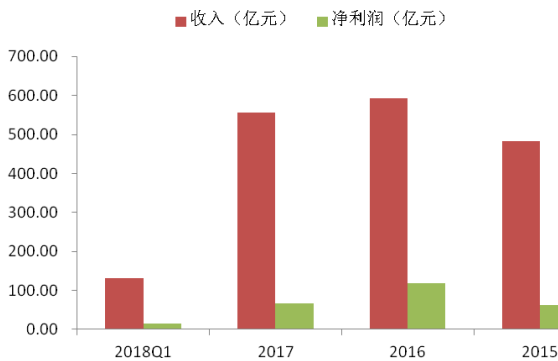
- 行业政策发生重大改变的风险；
- 企业投资项目进展不及预期的风险；

重点公司分析

温氏股份（300498）

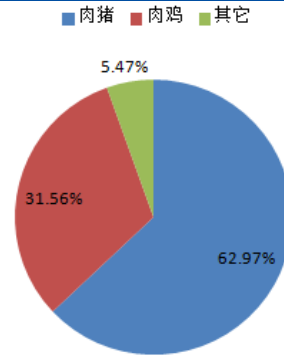
- 行业空间巨大，产品品质和行业集中度均具有较大的提升空间。我国畜禽养殖业占农业产值占比较低，未来存在较大提升空间。与欧美发达国家相比，我国畜禽养殖业产值占整个农业的比例仍然较低，未来提升空间巨大，畜禽养殖的规模化带来的规模效应正在加速显现；
- 行业处于景气低谷，抗风险能力成为最核心竞争力。当前生猪养殖行业处于历史低点，行业进一步下探空间有限，行业处于低景气的时间周期是公司面临的最大风险点也蕴藏巨大的机会。温氏股份为行业绝对龙头企业，规模优势在行业低谷期将更加凸显，同时公司畜禽养殖产业链更加完整，家禽和生猪行业景气错位能够稀释生猪养殖业的亏损。另一方面，公司延伸了生猪养殖产业链，在生鲜零售业务方面已具有一定的规模，在行业弱势格局下，通过零食端可以进一步降低公司风险。我们认为，在当前生猪养殖业的环境中，成本控制是公司最核心的，看好公司低成本带来的长期抗风险能力。
- 养猪行业的门槛逐步提高，产能逐步向龙头企业转移。一方面，国家产业政策扶持的差异性，产业政策加大对中大型企业的扶持力度，我国畜禽养殖规模化提升加速推进；另一方面，环保趋严加速淘汰中小落后产能，这部分淘汰产能将被中大型企业承接；最后，我国畜禽养殖业最后比拼的还是资本和抗风险的实力，谁的资本实力雄厚，谁的抗风险能力强，谁将最终赢得市场，龙头企业在这方面具有明显的优势。

图 18：温氏股份经营状况（近三年一期）



数据来源：公司公告、wind、国元证券研究中心

图 19：2017 年温氏股份主营业务构成



数据来源：公司公告、wind、国元证券研究中心

表 3：温氏股份盈利预测表

科目	2016	2017	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	59355.2	55657.2	50060.0	67475.3
yoy	23.1%	-6.2%	7.91%	12.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	11789.9	6751.1	6229.8	6834.9
yoy	89.9%	-42.7%	-7.7%	9.7%
EPS (元/股)	2.71	1.29	1.17	1.29
ROE(%)	38.7	20.7	16.5	15.8
PE	13.0	18.4	19.6	17.8

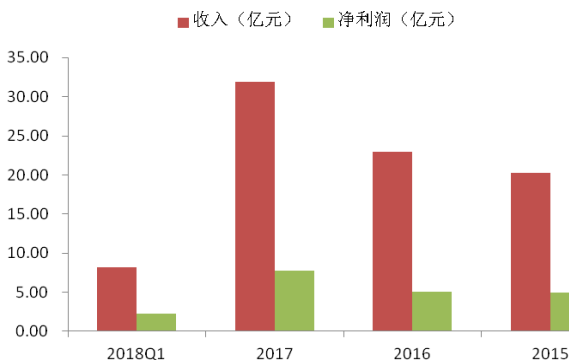
数据来源：wind、国元证券研究中心

注：表中盈利预测数据采用 wind 一致预期

隆平高科 (000998)

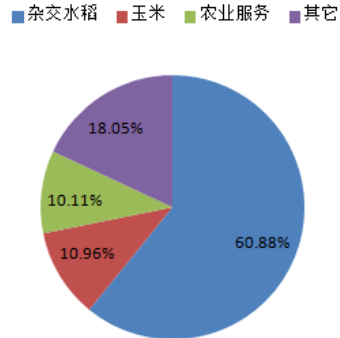
- 政策主导种业巨头诞生。我国种业与国际巨头存在较大的差距，基于国家粮食安全考虑，国家意在扶持具有国际竞争力的大型种业巨头，这为国内种子行业龙头企业提供了良好的发展环境。同是，种业与政策的关联性较强，股东背景对种业公司的发展起到较大的作用。2015 年，中信入主隆平高科，成为其实际控制人，股权变更后隆平高科的最终控制人为国家财政部，这为隆平高科未来的外延式拓展乃至全球化竞争奠定了基础，也为实现民族种业巨头奠定了基础。
- 强大的科研+市场化的薪酬机制是公司核心竞争力。在国内种业内，隆平高科虽然是财政部控制，但公司的经营和人员薪酬都是市场化的，特别是高管都有大额股权在手，这在人员薪酬相对较低，工作环境比较艰苦的农业领域是吸引并留住人才最大的吸引力。另一方面，隆平高科本身在我国杂交水稻育种领域处于行业龙头，特别是 2015 年以来，国家允许种子科研院所走出来，这为隆平高科储备种子资源提供了良好的机遇，同时公司市场化机制极大的吸引了全国科研院所的资源储备，这为公司未来发展奠定了强大的资源基础，也是公司近几年来新品种井喷的关键因素。
- 新型经营主体改变了行业竞争格局，品种为王时代来临。2015 年以来，品种审定绿色通道实施带来了新品种的井喷，企业比拼的是种质资源的储备和研发团队强弱。另一方面，新型经营主体逐步取代原有的一家一户经营主体，对农资企业的诚信和实力更加重视，对新品种的诉求更加强烈，大企业更受青睐，品种更换周期越来越短。同是，互联网技术的应用也使得新型经营主体由之前彼此不联系变成彼此相互联系，品种的市场表现也会很快的在新型经营主体间传播，市场化选择品种的时代来临，品种为王的时代来临。
- 农资一体化是大势所趋，种子处于产业链整合关键环节。农资服务始于种子，终于高品质产品，因此种子有望成为我国农资产业链未来整合的引擎，通过种子销售增加用户粘性，种子捆绑化肥、农药等后续农资产品以及相关农业服务，最终成为农业生产者综合服务商。需要强调的是，我国转基因育种正在稳步推进，种子的转基因育种技术有望改变我国农资产业链节点式现状，未来以种子企业为核心进行农资产业链整合预期较强。
- 2017 年，公司实现营业总收入 31.9 亿元，实现归属于母公司净利润达 7.7 亿元；未来业绩增长来源于外延式拓展和产业链一体化发展预期。

图 20：隆平高科经营状况（近三年一期）



数据来源：公司公告、wind、国元证券研究中心

图 21：2017 年隆平高科主营业务构成



数据来源：公司公告、wind、国元证券研究中心

表 4：隆平高科盈利预测表

科目	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,299.41	3,190.02	4,048.93	4,960.38
Yoy(%)	13.50	38.73	26.93	22.51
归属母公司股东净利润（百万元）	501.16	771.77	1,108.53	1,388.63
Yoy(%)	2.05	54.00	43.63	25.27
EPS（元/股）	0.40	0.61	0.88	1.09
ROE(%)	8.88	13.02	15.48	16.44
PE	53.72	41.86	20.40	16.28

数据来源：wind、国元证券研究中心

注：表中盈利预测数据采用 wind 一致预期

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn