

农林牧渔

证券研究报告

2018年07月25日

农林牧渔行业 2018 年中期策略：把握禽链景气右侧，底部布局养猪，拥抱宠物产业机会！
投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者
吴立 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517010002
 wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517070002
 liuzheming@tfzq.com

魏振亚 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517080004
 weizhenya@tfzq.com

杨钊 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517070003
 yangzhao@tfzq.com

行业走势图


资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2018 年第 29 周周报：禽链价格继续上涨，景气延续，坚定推荐！》 2018-07-22
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2018 年第 28 周周报：近期重点推荐养殖！高景气禽链+底部布局养猪！》 2018-07-15
- 3 《农林牧渔-行业专题研究:当前如何看待生猪养殖板块？底部布局！》 2018-07-14

一、把握右侧，坚定持有景气周期向上确定性机会：禽链+水产料

1、禽链养殖板块：盈利趋势性好转，景气有望贯穿 2019 年。上市公司一季报和半年报预告已经说明板块盈利趋势性拐点已现，景气将持续向上。1) **祖代更新量不足的预期保持不变**，2018 年预计在 60-70 万套；换羽“三降”-能力下降、意愿下降、性能下降，限制中短期供给增加可能性。行业景气度有望持续至 2019 年。2) **三季度补库存周期开启，价格加速上涨**，在产父母代存栏下降、商品代鸡苗销量下降，均有力支撑行业三季度季节性上涨。截止 7 月中旬，毛鸡价格、鸡肉综合售价均创两年新高，鸡苗价格亦开启上涨通道。而鸡苗价格是股价的同步指标。推荐标的：弹性标的：**益生股份、民和股份**，业绩稳健性：**圣农发展、仙坛股份**；以及**华英农业**（白羽肉鸭景气+国企改革）。

2、水产板块：环保高压叠加 2016 年洪灾影响，水产养殖景气，水产料景气延续。2017 年环境政策高压去产能，加之 2016 年洪灾影响，水产品价格维持高位。水产料“量利齐升”，单吨盈利有望维持高位，高毛利的一般膨化料销（能够加快生长速度）需求旺盛，推动销售结构改善。重点推荐**海大集团**（卓越产品力，行业标杆）。

二、猪价已到大周期底部，年度反弹开启，底部布局正当时！

1) 养殖规模化的快速发展，预计国内生猪养殖结构将从当前的“纺锤型”逐步向“哑铃型”演化，理论上，新一轮猪周期预计最早 2019 年二季度启动。2) 产能去化进程已迈出第一步。3 月份以来，产业补栏意愿出现逆转，扩产虽在继续，但大幅放缓，并且通过淘汰高龄母猪优化种群结构。出栏体重从 5 月以来持续下行，短期库存去化进程开始。本轮亏损期虽然还未结束，但现金流流失速度远超以往。当前产业盈利情况有些类似于 2014 年。若三季度猪价反弹延续此前的疲软局面，**不排除新一轮猪周期提前到来的可能**。3) 养殖投资除了 β 还有 α 。企业的 α 收益主要来自于短期错杀之后的估值修复、新增产能定价以及成本下降带来的估值提升。4) **投资建议**：从未来涨幅空间出发，首选**天邦股份**（成本快速下降+出栏高成长+头均市值低）、**正邦科技**（出栏高增长+头均市值低）；经营稳健性出发，首选养殖高成长龙头**牧原股份**（成本控制力强+出栏高增长）、**温氏股份**（资产负债率低+养殖航母）

三、产业升级相关标的

1、动保板块：养殖产业结构变迁催生动物疫苗市场化红利。1) 从动保需求结构来看，目前大型养殖企业才是高品质动物市场疫苗的主要驱动力。我们预计我国生猪养殖百强企业未来 3-5 年出栏量占有率将由 10%提升至 30%规模效应与品牌溢价将提升品牌集中度，这将推升**高品质疫苗需求，招标采购市场化是大势所趋**。2) **规模效应与品牌溢价是行业竞争重心，优秀企业应该给予更高估值**。重点推荐：**生物股份**（中国版硕腾）、**中牧股份**（口蹄疫市场苗放量+低估值+国企改革落地）、**普莱柯**（研发实力强）。

2、宠物板块：我国宠物产业仍处于蓬勃发展期。2017 年我国宠物市场规模达到 1340 亿元，千亿市场但仍存在巨大发展空间，未来有望保持高速增长：1) 我国宠物数量远未饱和，户均宠物 0.24 只不足美国的 1/6；2) 人均收入持续增长，消费能力提升；3) 宠物文化兴起，老龄化、家庭小型化的趋势增强宠物主消费意愿。**宠物食品作为养宠刚需最先受益**。借鉴美国宠物行业发展的经验，我们认为“**渠道布局+多品牌扩张**”是国产宠物公司做大做强关键。我们认为国内龙头公司通过加大投入抢占市场份额并最终脱颖而出。重点推荐：**佩蒂股份+中宠股份**。

3、高端水产板块：消费升级，高端水产蛋白需求增长带动相关板块增长。1) 全球高品质水产资源稀缺性显现，拥有进口渠道和加工能力的水产加工企业，是链接生产端和消费端的必要一环；2) 高端特种水产需求增长，促进特种水产养殖增长，再加上饲料渗透率不足 20%，特种水产料行业有望 3-5 年翻一倍。重点推荐：**国联水产**（水产消费升级+打造新零售）、**天马科技**（特种水产细分龙头）。

风险提示：农产品价格上涨不达预期；疫病风险；政策变化；销售节奏不达预期

内容目录

1. 2018 年上半年农业板块走势回顾：禽链+宠物领涨！	6
2. 大宗农产品价格研判	8
2.1. 玉米：基本平稳，下半年存上涨潜力	8
2.2. 大豆：贸易战带来不确定性	10
2.3. 稻谷：稻谷最低收购价下调，稻米差价扩大	12
2.4. 棉花：国储补库存，推动价格上涨	13
2.5. 苹果：减产预期已反映，未来重点关注减产幅度	14
3. 2018 年下半年板块投资策略	15
3.1. 禽板块：供给收缩终实现，盈利反转趋势已确立	15
3.2. 生猪板块：底部布局正当时	23
3.3. 饲料板块：品类分化，水产料景气延续	33
3.4. 动保板块：花开三朵，各表一枝	36
3.5. 宠物板块：千亿蓝海，价值成长	39
3.6. 种植服务板块：农化服务新风口，种业需待时机	42
4. 十大金股	48
4.1. 益生股份：白鸡行业景气+哈伯德重塑产业格局	48
4.2. 圣农发展：中国小泰森+长期 ROE 有望提升	49
4.3. 牧原股份：自繁自养龙头出栏高增长+优秀成本控制力	50
4.4. 温氏股份：养殖航母+黄羽肉鸡景气	51
4.5. 天邦股份：成本持续下降+出栏高增长	52
4.6. 海大集团：水产料行业景气+卓越产品力	52
4.7. 生物股份：口蹄疫龙头+新兴增长点可期	54
4.8. 隆平高科：种业航母内生外延+估值安全	55
4.9. 新洋丰：开启农化服务商新模式+估值低	55
4.10. 佩蒂股份：宠物蓝海+咬胶龙头高增长	56

图表目录

图 1：2018 年农业子版块（申万）涨跌幅排名（%）	7
图 2：2018 年农业板块涨幅 top10 个股（%）	7
图 3：2018 年农业板块跌幅 top10（%）	8
图 4：我国玉米播种面积与单位面积产量	9
图 5：我国玉米产量	9
图 6：我国玉米总消费量（万吨）与增长率（右轴）	9
图 7：2016 年 10 月-2017 年 9 月我国玉米主要消费用途占比	9
图 8：我国玉米港口现货价（元/吨）	10
图 9：美豆与我国进口大豆结算价格 6 月继续下滑	12

图 10 豆粕期货结算价格 (元/吨)	12
图 11: 以黑龙江地区粳米粳稻为例, 稻米差价扩大 元/吨	13
图 12: 早籼稻、晚籼稻、粳稻的稻米差价扩大	13
图 13: 郑商所棉花期货结算价 (元/吨)	14
图 14: 苹果批发价与期货结算价 (元/吨)	14
图 15: 祖代引种规模持续下降	15
图 16: 在产祖代存栏持续下降	16
图 17: 父母代鸡苗价格维持高位	16
图 18: 父母代存栏总量持续下行 (万套)	16
图 19: 父母代鸡苗销量环比下行 (万套)	16
图 20: 民和股份上市以来盈利情况	17
图 21: 产品价格走势 (单位: 元/公斤, 元/羽)	17
图 22: 2018 年上半年供给能力同比变化率	17
图 23: 禽链生长周期	18
图 24: 2018-2019 年, 3 年累积引种下产能基数低 (万套)	19
图 25: 鸡肉进口规模相对稳定	19
图 26: 进口鸡肉产品结构	19
图 27: 鸡肉进口国及其占比	19
图 28: 各品种从巴西进口量占进口总量比例	19
图 29: 鸡苗价格的季节性特征明显 元/羽	20
图 30: 屠宰场库容率及开工率	21
图 31: 主产区肉鸡养殖和市场屠宰盈利走势	21
图 32: 2007 年生猪养殖结构呈金字塔结构	24
图 33: 2015 年生猪养殖结构呈纺锤型结构	24
图 34: 预计未来生猪养殖结构呈哑铃型结构	25
图 35: 1970-2018 年美国猪肉价格走势	26
图 36: 2000-2018 年, 中美两国生猪价格走势	26
图 37: 自繁自养生猪盈利情况	28
图 38: 累积亏损额对比 (单位: 元)	28
图 39: 玉米、豆粕价格上涨 100 元/吨对养殖成本的影响 (元/公斤)	28
图 40: 母猪补栏积极性从 18 年 3 月起下降	29
图 41: 母猪补栏积极性从 18 年 3 月起下降	29
图 42: 监测样本母猪屠宰数量	29
图 43: 5 月起出栏体重高位回落	30
图 44: 屠宰体重高位徘徊	30
图 45: 养殖集团之间的成本差异在缩小 (单位: 元/公斤)	33
图 46: 天邦股份生猪养殖成本持续下降 (单位: 元/公斤)	33
图 47: 最新月度分品种饲料销量情况	33
图 48: 网箱淡水养殖产量上升	35
图 49: 2017 年传统家鱼价格上涨明显 (元/公斤)	35
图 50: 传统家鱼产量占比逐渐降低	35

图 51: 特种鱼产量增速远高于传统家鱼	36
图 52: 2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率	38
图 53: 2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率	38
图 54: 品牌溢价的构成	38
图 55: 美国宠物行业市场规模及增速	39
图 56: 2017 年美国宠物食品公司份额	39
图 57: 中国宠物市场细分情况 (2016)	40
图 58: 2017 年天猫/淘宝犬主粮市场份额	40
图 59: 2017 年天猫/淘宝猫主粮市场份额	40
图 60: 2017 年天猫/淘宝犬零食市场份额	40
图 61: 2017 年天猫/淘宝猫零食市场份额	40
图 62: 宠物主粮购买考虑因素 (%) —— 品牌知名度尚未形成	41
图 63: 中国宠物食品渠道占比	41
图 64: 中宠股份国内业务占比逐年提升	41
图 65: 佩蒂股份国内收入增长情况	41
图 66: 2016 年全国种子市场规模 1229.6 亿元 (单位: 亿元)	42
图 67: 三大主粮播种面积从 2016 年起回落 (万公顷)	42
图 68: 主要作物商品化率提升空间有限	42
图 69: 每亩用种量长期呈下降趋势 (kg/亩)	42
图 70: 2017 年五大作物各渠道参试数量增至 7893 个	43
图 71: 水稻各渠道品种审定数量激增 (个)	43
图 72: 2017 年五大作物各渠道审定数量增至 1373 个	43
图 73: 玉米各渠道品种审定数量激增 (个)	43
图 74: 全国种子企业数量逐年下降	44
图 75: 2014 年全球种业市场份额	44
图 76: 孟山都估值	44
图 77: 先锋种业历史估值	44
图 78: 先正达历史估值	44
图 79: 我国家庭土地流转面积持续增长, 近两年开始趋缓 (亿亩)	45
图 80: 家庭承包耕地流转去向 (亿亩)	45
图 81: 助力乡村产业发展的三要素	47
图 82: 公司全方位布局, 打造现代农业产业解决方案提供商	47
图 83: 新洋丰商业模式	48
表 1: 2018 年上半年申万一级板块涨跌幅排名 (截至 6 月 30 日)	6
表 2: 农业及子行业 (申万指数) 与大盘相对走势情况 (%)	8
表 3: 我国玉米供需平衡表 (万吨)	10
表 4: 全球大豆供需平衡表 (百万吨)	11
表 5: 我国大豆供需平衡表 (万吨)	11
表 6: 我国稻谷供需平衡表 (万吨)	12
表 7: 我国棉花供需平衡表 (万吨)	13

表 8: 禽流感开封关情况.....	15
表 9: 年度产品均价对比.....	18
表 10: 巴西进口和我国自产鸡产品价格对比.....	20
表 11: 2011 年产业链价格涨幅.....	21
表 12: 2015-2016 年产业链价格涨幅.....	21
表 13: 各季度白羽肉鸡产业链价格（截止 6 月中下旬）.....	21
表 14: 白羽鸡板块盈利情景假设（为情景假设下估算，非盈利预测）.....	22
表 15: 畜禽养殖相关政策频出.....	23
表 16: 2000 年以来，美国生猪价格振幅并无显著小于中国.....	27
表 17: 猪价周期分析.....	27
表 18: 生猪养殖企业 ROE 水平.....	30
表 19: 上市公司募投项目预案.....	31
表 20: 生猪养殖企业估值对比.....	31
表 21: 上市生猪养殖企业保持较快产能扩张速度（单位：万头）.....	32
表 22: 各省退渔还湖、网箱拆除情况.....	34
表 23: 口蹄疫市场苗市场空间预测.....	37
表 24: 近两年我国土地流转政策.....	46
表 25: 益生股份财务数据和估值.....	49
表 26: 圣农发展财务数据和估值.....	50
表 27: 牧原股份财务数据和估值.....	51
表 28: 温氏股份财务数据和估值.....	51
表 29: 天邦股份财务数据和估值.....	52
表 30: 海大集团财务数据和估值.....	53
表 31: 生物股份财务数据和估值.....	54
表 32: 隆平高科财务数据和估值.....	55
表 33: 新洋丰财务数据和估值.....	56
表 34: 佩蒂股份财务数据和估值.....	57

1. 2018 年上半年农业板块走势回顾：禽链+宠物领涨！

2018 年上半年（2018 年 1 月 1 日-2018 年 6 月 30 日），农林牧渔行业指数下跌 17.74%，沪深 300 指数同期下跌 12.90%，农林牧渔板块表现整体跑输沪深 300，按照申万一级分类，农林牧渔板块在 28 个板块中排名第 12。

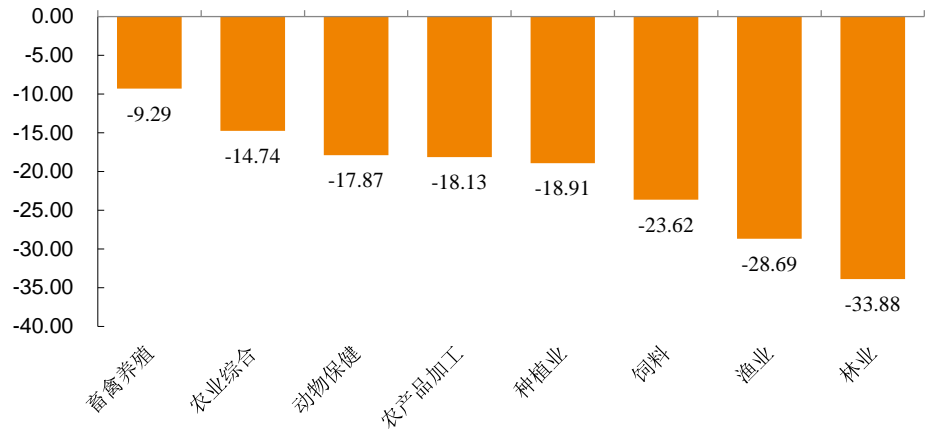
表 1：2018 年上半年申万一级板块涨跌幅排名（截至 6 月 30 日）

排名	板块	2018 年上半年涨跌幅（%）
	沪深 300	-12.90
1	休闲服务	8.98
2	医药生物	3.11
3	食品饮料	0.14
4	计算机	-5.46
5	家用电器	-6.44
6	化工	-13.11
7	银行	-13.39
8	钢铁	-14.96
9	纺织服装	-15.09
10	交通运输	-15.78
11	商业贸易	-16.45
12	农林牧渔	-17.74
13	汽车	-17.82
14	轻工制造	-18.48
15	建筑材料	-18.64
16	房地产	-18.85
17	采掘	-19.79
18	非银金融	-20.42
19	公用事业	-20.52
20	电子	-21.00
21	传媒	-21.20
22	国防军工	-21.85
23	建筑装饰	-22.69
24	有色金属	-22.77
25	机械设备	-22.98
26	电气设备	-24.88
27	通信	-27.14
28	综合	-31.17

资料来源：Wind，天风证券研究所

在农林牧渔子行业中（按照申万二级行业分类），2018 年上半年（2018 年 1 月 1 日—2018 年 6 月 30 日），受益肉禽板块景气，畜禽养殖行业整体下跌幅度较小，畜禽养殖板块整体下跌 9.29%；其他子板块中，农业综合下跌 14.74%；动物保健下跌 17.87%；农产品加工下跌 18.13%；种植业下跌 18.91%，饲料下跌 23.62%，渔业下跌 28.69%，林业下跌 33.88%。

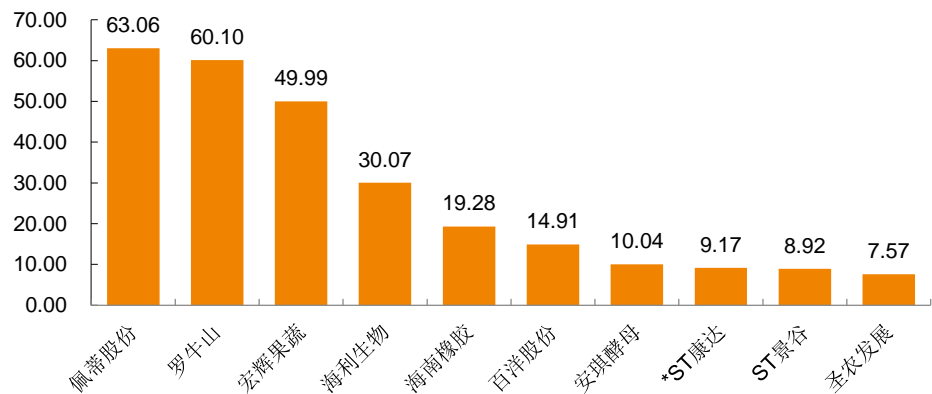
图 1：2018 年农业子版块（申万）涨跌幅排名（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

个股方面，肉禽个股和宠物个股涨幅靠前。上半年涨幅前十的个股为：佩蒂股份(+63.06%)、罗牛山(+60.10%)、宏辉果蔬(+49.99%)、海利生物(+30.07%)、海南橡胶(+19.28%)、百洋股份(+14.91%)、安琪酵母(+10.04%)、*ST 康达(+9.17%)、ST 景谷(+8.92%)、圣农发展(+7.57%)。

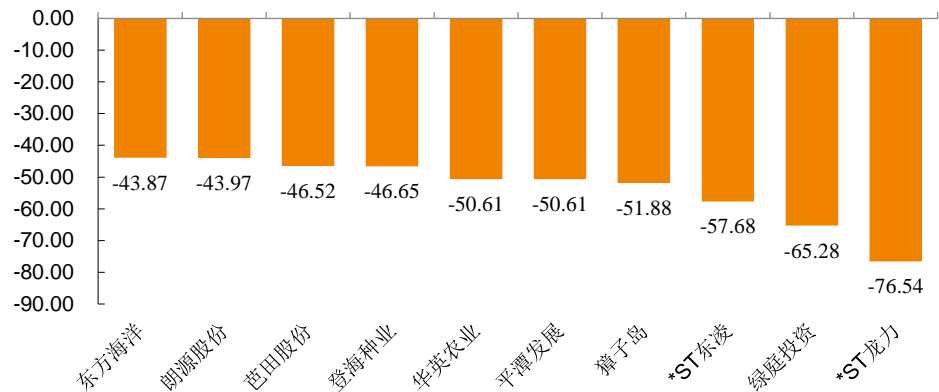
图 2：2018 年农业板块涨幅 top10 个股（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

上半年跌幅前十的个股为：东方海洋(-43.87%)、朗源股份(-43.97%)、芭田股份(-46.52%)、登海种业(-46.65%)、华英农业(-50.61%)、平潭发展(-50.61%)、獐子岛(-51.88%)、*ST 东凌(-57.68%)、绿庭投资(-65.28%)、*ST 龙力(-76.54%)。（注：绿庭投资主营业务已非农业）

图 3：2018 年农业板块跌幅 top10（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：农业及子行业（申万指数）与大盘相对走势情况（%）

板块	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
上证综指	-1.5	-8.8	-9.9	-13.9	-10.7
深证成指	-0.3	-9.4	-12.8	-15.0	-10.8
沪深 300	-2.7	-7.7	-9.8	-12.9	-4.3
农林牧渔	-1.2	-12.9	-11.0	-17.7	-15.0
畜禽养殖	-1.2	-10.0	2.3	-9.3	-2.5
农业综合	2.6	-6.3	-18.7	-14.7	-31.7
动物保健	-1.6	-10.2	-11.5	-17.9	-13.2
农产品加工	0.0	-12.3	-15.0	-18.1	-21.0
种植业	1.4	-11.2	-17.5	-18.9	-17.8
饲料	-3.6	-19.4	-18.4	-23.6	-14.5
渔业	-6.0	-19.8	-20.3	-28.7	-34.8
林业	6.8	-14.7	-17.7	-33.9	-37.2

资料来源：Wind，天风证券研究所 注：截至 2018 年 6 月 30 日

2. 大宗农产品价格研判

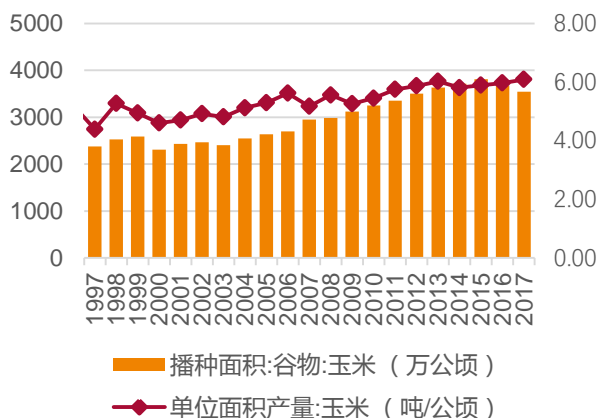
2.1. 玉米：基本平稳，下半年存上涨潜力

一、供给端：紧缩概率较大

1) 我国玉米播种面积 2015 年开始进入下降通道：2015 年，农业部提出玉米调减面积方案，计划到 2020 年调减玉米种植面积 5000 万亩（约合 333 万公顷）以上，玉米播种面积随之开始下降。2016 年，我国玉米种植面积降为 3677 万公顷，同比下降 1.4%，2017 年玉米种植面积为 3544 万公顷，同比下降 2.0%。2018 年，国家继续推进玉米调减，但由于 18 年玉米种植经济效益整体较好，调减面积可能不及预期。

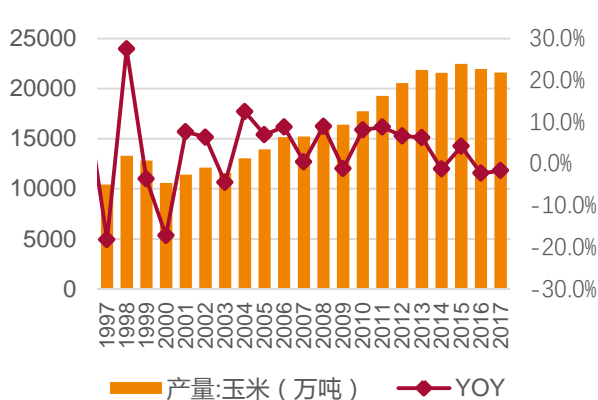
2) 受旱情影响，18 年玉米单产预计下降：今年 4 月至 6 月吉林西部、辽宁西北部、黑龙江松嫩平原西南部等春播玉米产区出现了降水少，温度高的旱情，春耕春播受阻，出苗率下降。同时，6 月东北降雨偏少，第三季度存在继续发酵干旱天气的可能。受旱情影响预计 18 年我国单位面积产量将相对 17 年有所下滑。

图 4：我国玉米播种面积与单位面积产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：我国玉米产量



资料来源：Wind，天风证券研究所

3) 种植成本上升：根据中粮粮油中心研究，2018 年东北三省地租提高 50%-70%之间，玉米种植成本大涨超过三成。

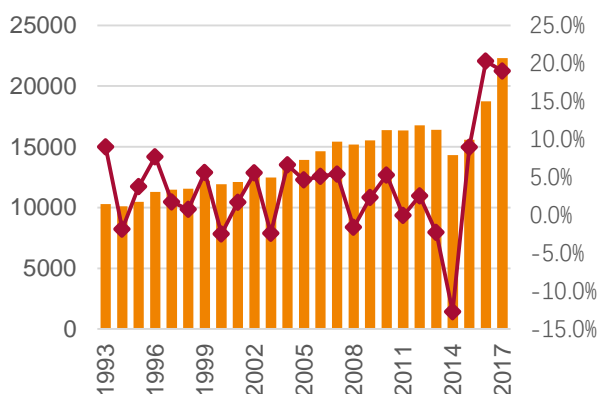
总体来说，面积调减、单产下降推动玉米产量下降；玉米种植成本上升；18 年下半年玉米供给端紧缩概率较大。

二、需求：18 年继续增长，玉米价格有支撑

2014 年起，我国玉米消费量持续上升：2017 年达到 2.2 亿吨，同比增长 19%，根据国家粮油信息中心统计，2016 年 10 月-2017 年 9 月，饲料消费占 60.82%，是最主要的消费用途，其次为工业（30.91%）、食用（8.32%）、制种（0.63%）及出口（0.03%）。

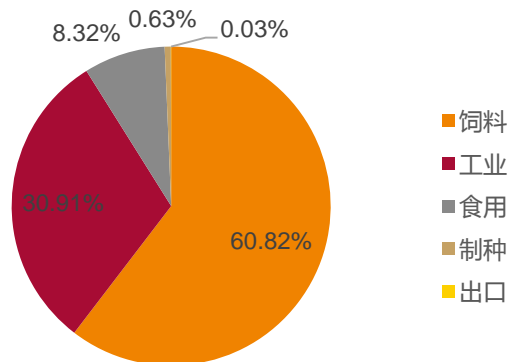
由于畜禽出栏量稳定，饲料消费增长趋向缓和，预计 18 年饲料消费增速保持在 3-4%，而随着东北玉米深加工产能不断投放，工业用玉米将增加 12%左右；国家粮油信息中心统计预测 2017-18 年玉米工业消费增加 1000 万吨，达到 7800 万吨，2018-19 年增加 1000 万吨达到 8800 万吨。

图 6：我国玉米总消费量（万吨）与增长率（右轴）



资料来源：中国汇易，国家粮油信息中心，天风证券研究所

图 7：2016 年 10 月-2017 年 9 月我国玉米主要消费用途占比



资料来源：中国汇易，国家粮油信息中心，天风证券研究所

三、库存：去库存阶段对价格压制，库存结束后玉米或将进入长期牛市

2016 年，我国玉米库存达到 2.66 亿吨的历史高位，库存消费比也达到了 141.94%。受国家玉米临储去库存和面积调减政策影响，2017 年，我国玉米库存首次出现下降，降至 2.43 亿吨，库存消费比达 109%，预计到 2018 年年底，我国玉米库存消费比也将达 85%左右。

在去库存的主题下，临储拍卖将会继续是玉米价格的重要影响因素，2018年4月12日玉米临储拍卖开始，玉米价格随之下滑，截止2018年6月，临储玉米累积投放5270万吨，实际成交3585万吨。2018年8月以前玉米价格将继续承受一定压力。临储拍卖后，玉米价格存在上涨潜力。

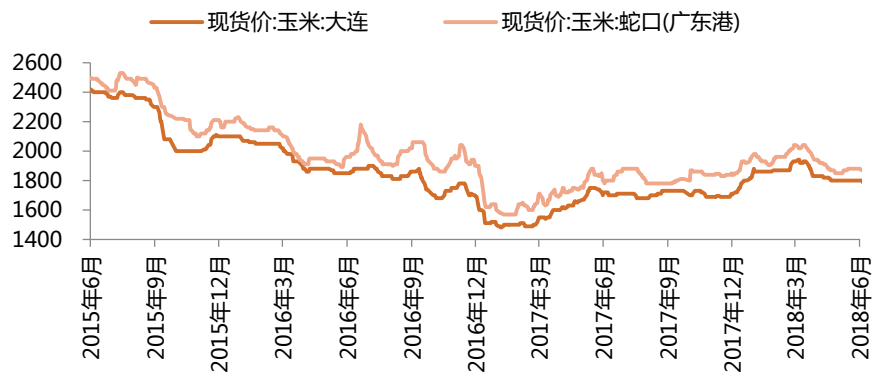
长期来看：我们认为，随着库存去化进程的展开，玉米呈震荡上行态势。

表 3：我国玉米供需平衡表（万吨）

	产量	进口量	国内消费量	期末库存	玉米:年末库存/消费量
2012	20561	270	16765	4224.5	25.19%
2013	21849	328	16389	8468.9	51.67%
2014	21565	552	14307	16607.2	116.07%
2015	22463	317	15587	24404.3	156.56%
2016	21955	246	18740	26610.3	141.94%
2017	21589	665	22259	24251.1	108.70%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：我国玉米港口现货价（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 大豆：贸易战带来不确定性

全球大豆供给或收紧：2018年3月、4月，阿根廷大豆主产区发生较为严重的旱灾，USDA相应下调了阿根廷的产量预测为3900万吨，较去年5700万吨大幅减少。南美大豆减产已成定局。同时，17/18年度美国整体气候情况较为良好，优良率整体较高，但下半年可能受中美贸易争端影响，美农种植大豆的实际面积可能低于之前的意向值。如果美农种植大豆面积减少较多，全球大豆供给或收紧。

表 4: 全球大豆供需平衡表 (百万吨)

时间	国家/地区	供给		需求			期末库存	
		期初库存	产量	进口	总消费	压榨		出口
18/19 年度	全球	92.16	35154	159.54	351.72	313.34	161.82	86.7
	美国	14.43	116.48	0.68	51.98	5130	62.32	11.29
	巴西	22.87	117	0.4	46.77	43.2	12.3	21.2
	阿根廷	28.78	56	1.85	48.94	44	8	29.69
	巴拉圭	0.28	9.8	0.01	103	3.95	5.9	0.15
17/18 年度	全球	96.39	336.7	152.63	342.29	29139	151.26	92.16
	美国	8.21	119.52	0.68	5178	54.16	56.2	14.43
	巴西	25.47	117	0.2	46.5	43	13.3	21.87
	阿根廷	36.22	39	3.1	45.35	40.73	120	28.78
	巴拉圭	0.3	10	0.01	3.78	3.7	6.25	0.28

资料来源: USDA2018 年 6 月报告, 天风证券研究所

表 5: 我国大豆供需平衡表 (万吨)

	进口量	产量	国内消费量	期末库存	年末库存/消费量
2012	5984	1181	7458.9	529.1	7.1%
2013	7035	1275	7953.4	870.7	10.9%
2014	7835	1385	8891.7	1183	13.3%
2015	8322	1051	9346	1192	12.7%
2016	9350	1185	11016	701	6.4%
2017	9600	1530	11196	613	5.5%
2018E	10500	1580	11672	998	8.5%

资料来源: 中国汇易, 天风证券研究所

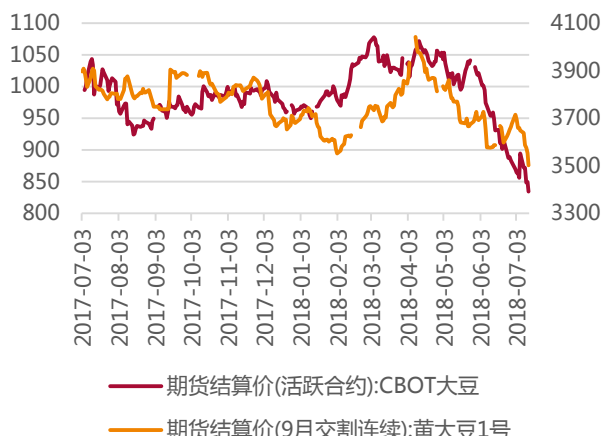
贸易战带来较大的不确定性: 我国大豆进口依存度将持续维持在高水平, 大豆进口量逐年增长, 2017 年进口约 9554 万吨, 其中巴西约占 57%, 美国约占 31%。中美贸易战将较大影响我国的大豆供给。

从我国大豆价格来看, 贸易战加征美豆关税 25%, 则美豆到岸成本将增加 700 元/吨左右, 目前, 我国国产大豆价格仍然高于进口大豆成本。

6 月份起, 随着对美大豆加征 25% 关税时间点的临近, 对美国大豆采购订单大量取消, 美盘大豆价格快速下滑, 我国豆粕结算价有所上涨。但 18 年前三季度我国加大从南美进口的大豆, 将维持较为充足的库存, 预计 1-9 月国内进口大豆 7152 万吨, 同比去年同期增加 0.07%, 我们认为, 对美大豆进口下降将在 4 季度反应出来, 如果我国饲料中豆粕占比未发生较大的调整。大豆、豆粕存在较大的上涨可能性。

贸易战或带来全球大豆贸易流向的重塑: 短期来看, 贸易战推动美豆库存高企, 价格下跌, 长期来看, 提高对美大豆关税最终结果可能是贸易流向的重新分配与平衡, 导致阿根廷等国对北美大豆的进口上升, 从而形成对美豆的支撑。

图 9：美豆与我国进口大豆结算价格 6 月继续下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10 豆粕期货结算价格（元/吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 稻谷：稻谷最低收购价下调，稻米差价扩大

稻谷仍处于库存高点：2017 年，我国稻谷产量 17734 万吨，总消费（国内消费+出口）16469 万吨，期末库存达到 14214 万吨，库存消费比达到 86.3%，库存率处于高点，将直接压制价格。

表 6：我国稻谷供需平衡表（万吨）

	产量	进口量	出口量	国内消费量	期末库存	年末库存/消费量
2012	17809.6	350	57.8	17284	3861.8	22.30%
2013	17788.9	356	48	16687	5271.7	31.50%
2014	18472.7	342	63	16734.5	7288.9	43.40%
2015	18928.6	530	42.5	16188.5	10516.5	64.80%
2016	17907	564.3	148.6	16388.5	12450.7	75.30%
2017	17733.6	499	67	16402	14214.3	86.30%

资料来源：中国汇易，天风证券研究所

库存高点的压制下，国家继续下调稻谷最低收购价以去库存：2018 年 2 月 9 日，国家发改委发布关于公布 2018 年稻谷最低收购价格的通知，表示 2018 年生产的早籼稻（三等，下同）、中晚籼稻和粳稻最低收购价格分别为每斤 1.2 元、1.26 元和 1.3 元，比 2017 年分别下调 0.10 元、0.10 元和 0.20 元。这也是我国继 2017 年再次下调稻谷最低收购价。

稻谷价格继续承压，稻米价差已扩大：我国稻谷价格主要受最低收购价影响，最低收购价下调导致稻谷价格下跌，7-11 月份我国稻谷陆续上市，稻谷价格将继续承压。同时，由于大米价格相对刚性，上半年稻谷和米的差价由此扩大，稻谷加工利润空间扩大。

图 11: 以黑龙江地区粳米粳稻为例, 稻米差价扩大 元/吨

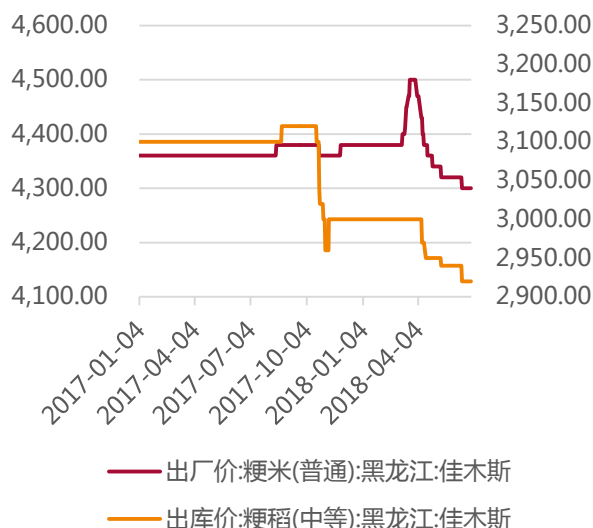
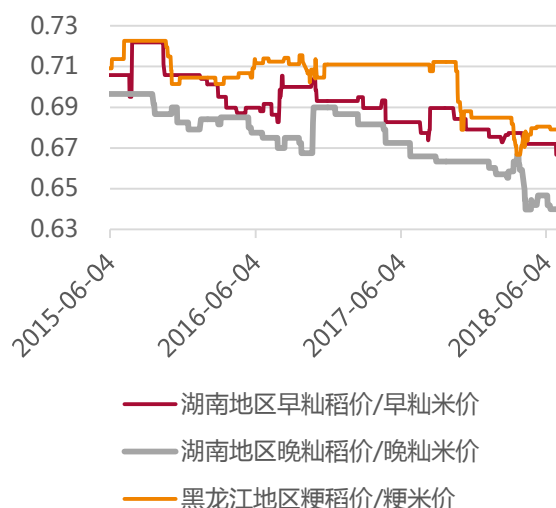


图 12: 早籼稻、晚籼稻、粳稻的稻米差价扩大



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.4. 棉花: 国储补库存, 推动价格上涨

全球棉花库存较为稳定: 棉花产量在 2016 年、2017 年连续增长, 2018 年预计产量略有下降, 由 2016 年、2017 年的供需缺口扭转为 2017 年的略有过剩, 总体而言, 全球库销比自 2014 年开始下降, 2018 年预计仍保持在相对较高的水平线上。

我国棉花库存持续下降: 2014 年起我国棉花消费持续小幅攀升, 而进口和产量则在波动中下滑, 导致我国库存水平和库存消费比从 2014 年开始逐步下降, 目前, 总体库存不足 70%。在库存中, 随着国储的不断抛出, 国储期末库存大幅度减少, 而社会库存在库存的占比不断提高。2017 年, 国储期末库存已经下降到 241 万吨。

补库存和灾情推动棉花上涨: 我们认为, 国储补库存是棉花上涨的最大动力, 同时, 2018 年 5 月新疆个别棉花区域受灾大风, 进一步推动棉花平均价的上涨。

表 7: 我国棉花供需平衡表 (万吨)

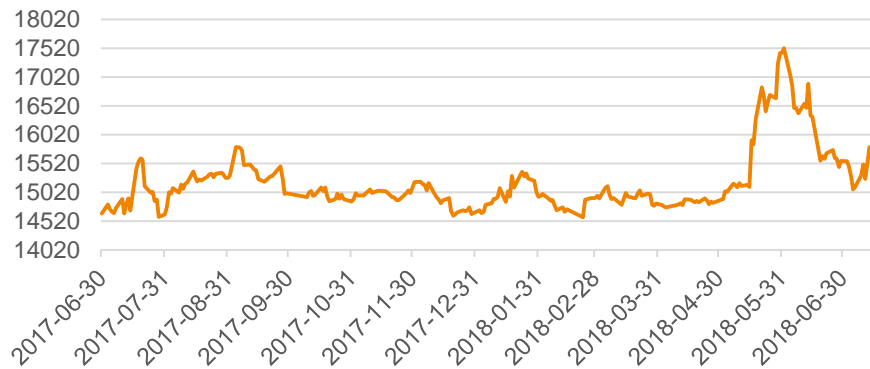
	2012/2013	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019	2019/2020F
期末库存	569	935	1202	1270	1042	786	603	390
产量	757	692	629	453	469	577	537	537
进口量	440	300	167	96	111	110	140	200
总供给	1766	1927	1998	1819	1622	1473	1280	1127
消费量	805	724	728	777	836	870	890	917
出口量	1	1	3	2	1	1	1	1
期末库存	935	1201	1270	1042	786	603	390	209
库存消费比 R1	116.15%	165.88%	174.45%	134.11%	94.02%	69.31%	43.82%	22.83%
国储期末库存	700	1095	1089	885	557	241	0	0
期末库存 (除国储)	235	106	181	157	229	362	390	209
库存消费比 R2	29.19%	14.64%	24.86%	20.21%	27.39%	41.61%	43.82%	22.83%

资料来源: 棉花信息网, 天风证券研究所

中美贸易战是影响棉花消费的较大不确定因素: 受 6 月中美贸易战, 美国或加征关税影响纺织品出口的预期影响, 郑商所棉花期货结算价 6 月起快速下跌, 由前期高点 17500 元/吨回落至 15000 元/吨左右, 但随着 7 月 6 月美国公布 2000 亿加关税清单靴子落地, 清单中包括大量纺织品, 但不包括出口占比最大的服装成品, 棉花期货结算价由此反弹。此外, 我国减少美棉进口, 助棉花期货结算价格在 7 月初开始反弹。

总体来看，补库存是中长期棉花上涨的推动力，贸易战则是可能较大改变棉花供需与价格的变数。

图 13: 郑商所棉花期货结算价 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

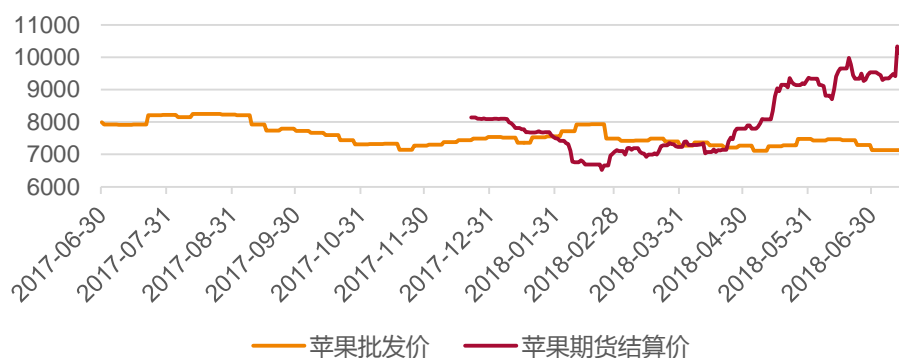
2.5. 苹果: 减产预期已反映, 未来重点关注减产幅度

2017 年 12 月 22 日苹果期货上市交易, 但并未立刻成为交易所的明星品种。

灾情推动苹果期货价格上涨: 2018 年 4 月 6 日-7 日, 寒流侵袭我国华北、西北苹果产区, 苹果花受灾情况较为严重, 受灾情影响, 市场出现了我国苹果产量将会大幅下降的判断, 在苹果供给紧张的预期之下, 苹果期货价格不断抬升。已超越 10000 元/吨。

后续走势需观察实际减产幅度: 我们认为, 今年, 苹果替代品 (桃子、鸭梨) 等由于产区、花期与苹果接近, 同样受灾较为严重, 因此苹果减产对价格有较大影响。同时, 由于苹果实际减产幅度暂无全国权威性的统计与预测, 苹果价格的后期走势将由实际苹果产量是否兑现前期预期所决定。

图 14: 苹果批发价与期货结算价 (元/吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

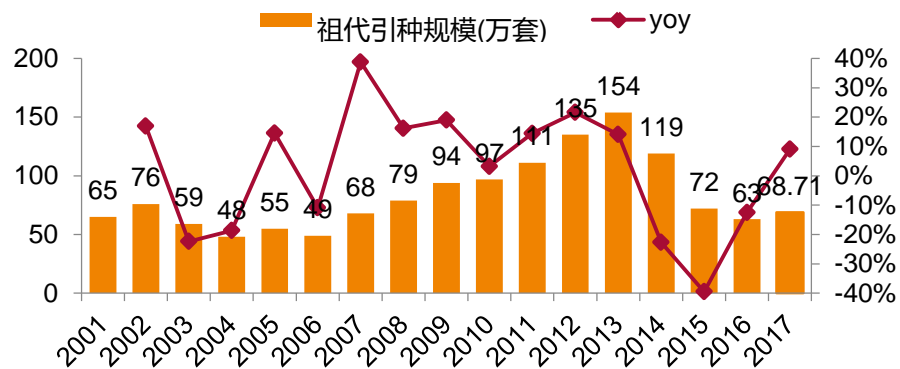
3. 2018 年下半年板块投资策略

3.1. 禽板块：供给收缩终实现，盈利反转趋势已确立

3.1.1. 引种不足，供给收缩终成现实

祖代引种是产业供给的源头。2010、2011 年白羽肉鸡行业景气，带来祖代鸡引种的快速上涨，2011 年-2013 年引种继续增长，产能严重过剩。为规范行业发展，2014 年，益生股份、民和股份、圣农发展等业内企业共同成立白羽肉鸡联盟，对祖代鸡引种的数量进行上限规定，抑制行业的不健康膨胀。随着 2015 年起，海外禽流感疫情的爆发，国内引种进一步受限，2015-2017 年，白羽鸡祖代鸡引种量大幅下滑。从 2012 年高峰期的 154 万套，下降到 2016 年低谷的 63 万套，降幅达到 59%。

图 15：祖代引种规模持续下降



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

从海外国家的禽流感产能情况来看，预计 2018 年国内引种规模保持平稳。从 OIE 披露的各国禽流感报告来看，法国、英国、荷兰、美国禽流感尚未得到有效控制，复关无望。

表 8：禽流感开关情况

国家	是否封关	禽流感类型	最后报告日期	情况
英国	是	H5N6	2018 年 4 月 4 日	尚未得到控制
法国	是	H5N3 (低致病性)	2018 年 4 月 23 日	尚未得到控制
荷兰	是	H5N6 (家禽)	2018 年 4 月 25 日	尚未得到控制
美国	是	H7N9	2018 年 5 月 17 日	尚未得到控制
波兰	否	H5N8, H5N5	2017 年 4 月 20 日	已得到有效控制
西班牙	是	H5N8	2017 年 5 月 30 日	已得到有效控制

资料来源：OIE、天风证券研究所

目前，新西兰及波兰是国内唯二的祖代引种国。根据白羽肉鸡协会数据，2018 年上半年，国内累积引种及更新 24.35 万套，其中，从新西兰引种 22 万套，波兰哈伯德引种 4.2 万套（含 3 万只曾祖代），国内自繁约 1 万套。从上半年新西兰的供种能力来看，预计下半年新西兰月供种能力不超过 2 万套，而国内预计可繁育 20 万套。两者合计，预计全年引种规模在 60-70 万套，仍低于 80 万套的行业均衡水平。

更为重要的是，当前国内在祖代白羽鸡引种上，实行的是国家在引种总额上引导，并对引种企业实施许可证的管理，白羽肉鸡联盟进行自律规定。而从当前的政策动向来看，以 2014 年白羽肉鸡联盟成立为标准，政府对祖代引种采取的是合理控制，有序引种的政策目标。即适当控制引种规模，为国内相关企业创造良好的盈利环境，尤其是在此前多年连续亏损行业急需休养生息恢复元气的背景之下。一个可供参考的佐证就是对西班牙引种复关的态度上。西班牙仅比波兰晚 40 天实现对禽流感的有效控制，但波兰已经复关近 8 个月，而西班牙还处于封关状态。因此，在行业引种趋于有序的产业趋势下，预计 2019 年引种或更新规模仍将维持平衡略紧的格局。

按照 1 套祖代鸡提供 5000 只商品鸡来测算，年 40 亿羽白羽鸡消费就意味着至少需要 80 万套祖代。而当前，由于祖代引种规模的持续下降，在产祖代鸡存栏数量也已经降到 80 万套以下，祖代产能处于不足的状态。

祖代引种不足的状态向下传递的结果之一就是父母代鸡苗销量的下降以及价格的上涨。

图 16：在产祖代存栏持续下降



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

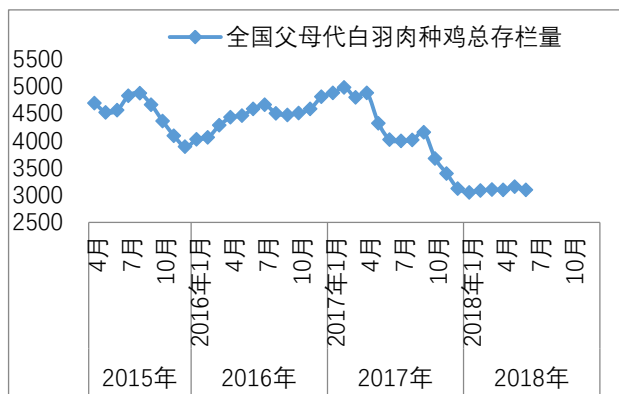
图 17：父母代鸡苗价格维持高位



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

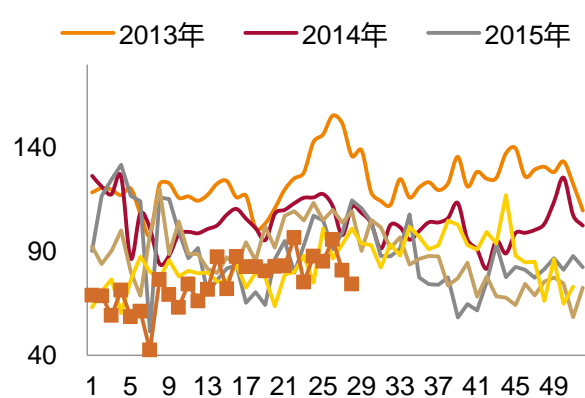
根据中国畜牧业协会数据，2018 年 1-6 月，父母代鸡苗产销量累计为 1,938.44 万套，同比下降 3.06%。从近十年数据分析，父母代鸡苗供应在上下半年分布均衡，基本上各占 50%，下半年略多。因此，预计 2018 全年父母代鸡苗供应约 4100 万套，同比降幅在 5%-8% 之间。供应减少之下，父母代鸡苗价格则实现高位温和上行。

图 18：父母代存栏总量持续下行 (万套)



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

图 19：父母代鸡苗销量环比下行 (万套)



资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

此前投资者主要的逻辑在于祖代引种下降带来的供给不足。目前，一方面是引种规模整体仍略有不足，另一方面是引种量逐步恢复，因此，我们认为，短期行业供给端的核心矛盾是从引种规模向换羽规模过渡。即换羽强度决定了行业的供求局面。

3.1.2. 2018 换羽规模有限

换羽能力是产能供给的补充，但是，从换羽意愿及换羽能力来看，2018 年换羽规模整体有限，行业供给紧张格局难以改变。

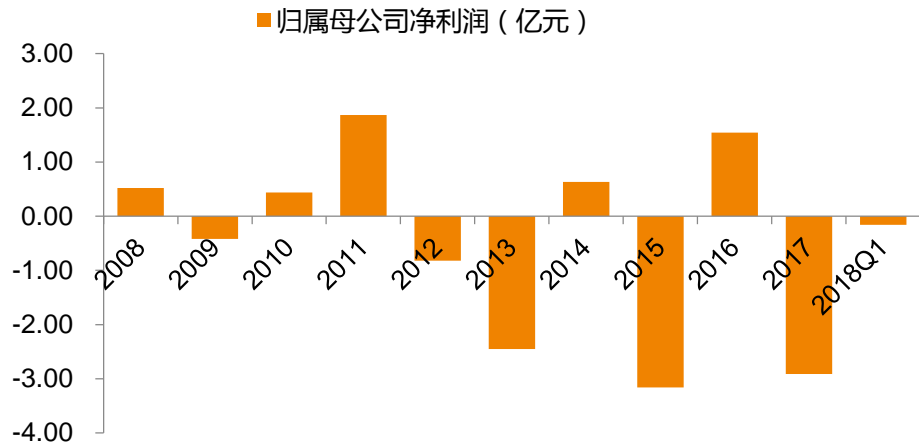
1、对后市偏谨慎的预期以及紧张的资金状况限制了换羽意愿。

换羽意愿主要受养殖场的价格预期决定。由于 2016 年下半年以来对于行情的误判，产业从业人员普遍对于 2018 年的行情保持谨慎乐观。

而且，从 2012 年以来行业的持续低迷，业内企业普遍资金链偏紧。以民和股份为例，2012-2017 年，民和股份累积实现归母净利润为-7.17 亿元，2008 年上市到 2017 年以来

的累计净利润为-4.76 亿元。连上市公司的经营都如此艰难，其他中小种鸡场的情况可见一斑。紧张的现金流状态，使得产业内企业不得不保持谨慎。紧张的资金状况使得养殖场也没有足够的资本再去通过换羽来对赌行情。低迷的换羽意愿意味着大规模换羽难以出现。

图 20：民和股份上市以来盈利情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

2、大规模换羽后遗症的出现限制了换羽能力。

换羽的本质是通过激发甚至透支本该淘汰的种鸡的生产潜能来增加产量，这将不可避免地带来后代质量的下降，由此将导致养殖疫病发生率提高、养殖难度加大等问题出现，使得养殖成本上升，养殖效益下降。

换羽带来的生产性能下降，包括肝破裂和支原体等，对养殖效率造成极大影响。根据博亚和讯反馈，当前出现问题的换羽鸡主要是 2017 年四季度祖代鸡场供应的父母代鸡，这部分父母代产能占比约 15%；且随着时间发展，换羽鸡占比后续会继续提升，换羽鸡带来的影响也将持续。

目前，发病父母代场主要在东北地区，且主要集中在几个祖代鸡场供应的父母代鸡苗，而山东地区也存在购买这类父母代鸡苗的情况，未来其他地区的发病有可能会陆续显现。根据博亚和讯，换羽鸡育成期父母代种鸡死淘率增加 5-7%，肉鸡死淘率提升 3-5%；根据卓创资讯反馈情况，换羽鸡产蛋率下降明显；换羽后健康问题带来的产能下降，影响较大。

总之，换羽造成的生产性能的下降，将进一步限制行业供给的增加。

3.1.3. 产业景气有望延续至 2019 年

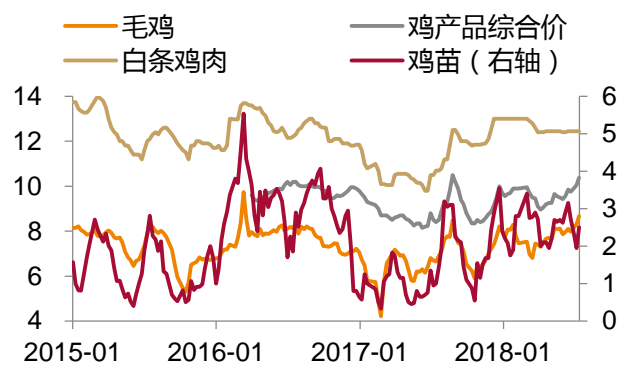
由于行业供给的缺口可以通过换羽在进行弥补，但换羽的意愿和能力却又不强，这种矛盾结构的结果很可能是产品价格迎来一轮相对温和与长期的上涨，这也给了产业以修养生息的机会，反而是一个更好的盈利格局。

中国畜牧业协会统计数据显示，2018 年上半年，供应量下降带来产品价格的上升以及行业盈利能力的全面好转：

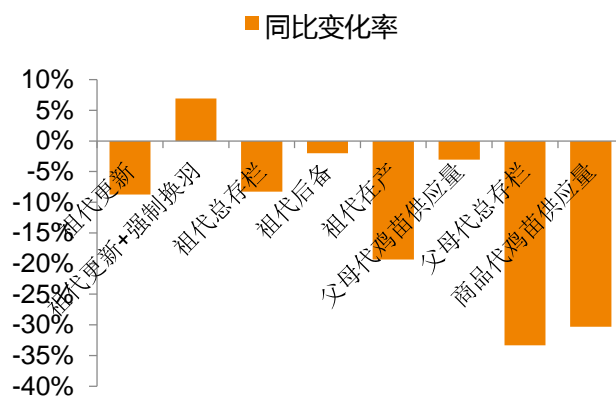
- 父母代鸡苗：高点达 39.36 元/套，均价 34.5 元/套，套均盈利约 19 元；
- 商品代鸡苗：高点达 3.4 元/羽，均价 2.5 元/羽，单羽净利润约 0.3 元；
- 商品代毛鸡：高点达 8.28 元/公斤，均价 7.8 元/公斤，商品代养殖盈利约 0.7 元/羽；
- 鸡肉综合价：高点达 10.05 元/公斤，均价 9.6 元/公斤，商品代屠宰亏损约 0.35 元/羽；

图 21：产品价格走势（单位：元/公斤，元/羽）

图 22：2018 年上半年供给能力同比变化率



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: 中国畜牧业协会、天风证券研究所

表 9: 年度产品均价对比

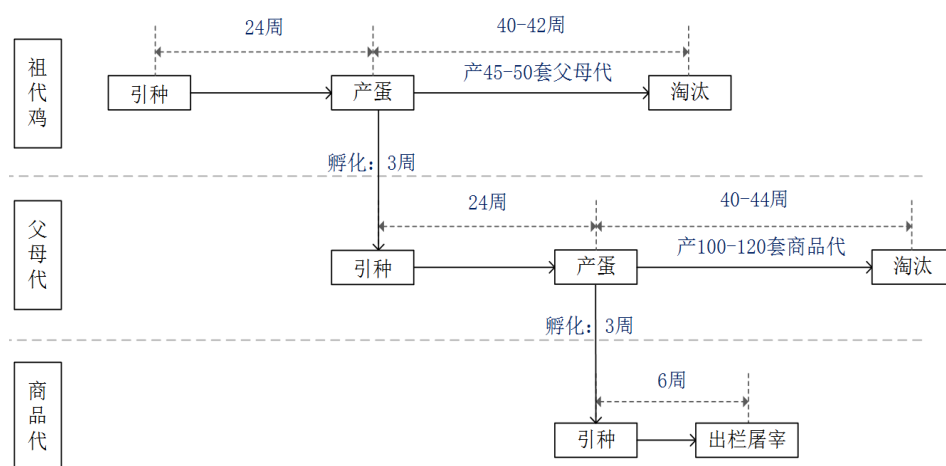
	父母代鸡苗 (元/套)	鸡肉综合售价 (元/公斤)	毛鸡 (元/公斤)	商品代鸡苗 (元/羽)
2014	9.64	11	8.78	1.94
2015	9.97	9.6	7.39	1.39
2016	42.98	9.9	7.72	2.95
2017	24.05	8.9	6.73	1.58
2018H1	34.5	9.6	7.8	2.5

资料来源: wind、天风证券研究所

总之，随着供给收缩的兑现，行业的盈利能力迎来反转。而且，这种反转有望持续至 2019 年。

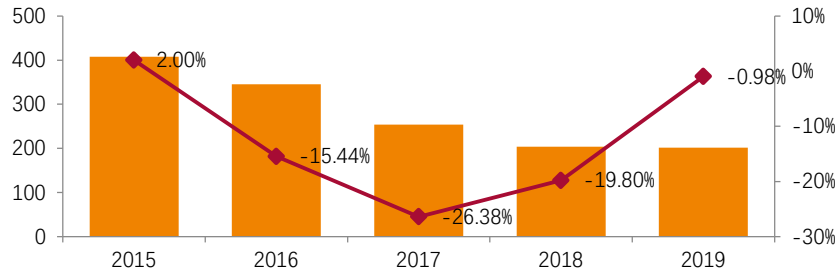
引种是供给的源头。从白羽鸡生长周期看，祖代引种传导到商品代，最快需要 15-16 个月时间。加上产能消耗时间约 10 个月时间，引种对于供应的显著影响需要约 26-28 个月的时间才能显现。从祖代产能影响周期来看，2019 年的商品代供应，对应于 2016-2018 年的祖代引种产能，为近年来最低点。

图 23: 禽链生长周期



资料来源: 天风证券研究所整理

图 24：2018-2019 年，3 年累积引种下产能基数低（万套）

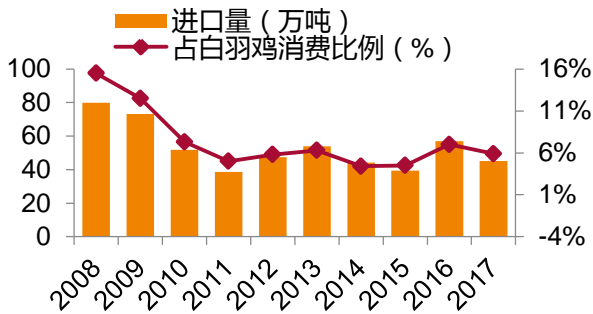


资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所 注：2018 及 2019 为预计值

除了国内自身产能供应受限以外，从 2018 年下半年开始，外部供应能力，即进口规模预计也将减弱。

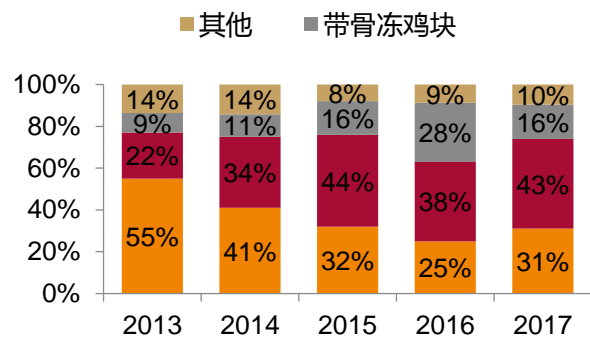
海关数据显示，过去 5 年，国内鸡肉进口规模相对稳定，在 40-50 万吨左右。2017 年鸡肉进口量达到 45.05 万吨，占国内鸡肉消费的 5.9%。但内部结构在改变。

图 25：鸡肉进口规模相对稳定



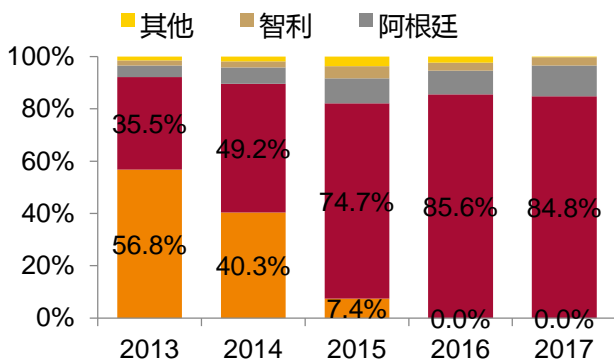
资料来源：商务部、天风证券研究所

图 26：进口鸡肉产品结构



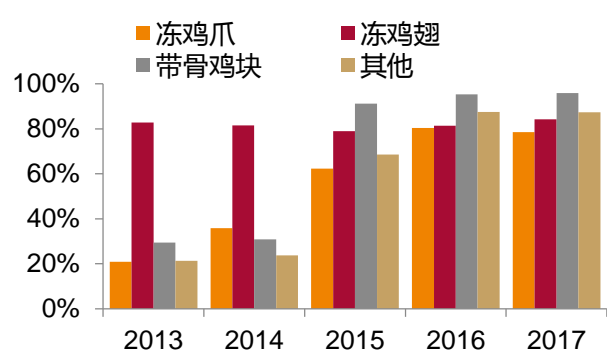
资料来源：商务部、天风证券研究所

图 27：鸡肉进口国及其占比



资料来源：商务部、天风证券研究所

图 28：各品种从巴西进口量占进口总量比例



资料来源：商务部、天风证券研究所

品类上，鸡翅进口规模在增加，鸡爪在下降。2017 年，国内进口鸡肉产品中鸡翅占比已达 43%，而 2013 年仅为 22%；鸡爪占比则从 2013 年的 55% 下降到 31%。

国别上，美国进口量下降，巴西进口量上升。2017 年，巴西鸡肉产品占我国鸡肉进口总量的比例已从 2013 年的 22% 提升至 84.8%，约 38.2 万吨。其中，进口自巴西的带骨鸡块（鸡腿）规模更是占国内带骨鸡块总进口规模的 95.87%，鸡翅进口也占到 84.24% 的份额。

巴西鸡肉进口的崛起，主要源于国内市场对美国的关闭，让巴西迅速抢占了美国退出的市场。

➢ 2010 年起对原产于美国的进口白羽肉鸡产品征收反倾销税（49.5%-73.8%）和反补贴税

(4.0%-4.2%)——双反税已于 2018 年取消。

➤ 2015 年 1 月起由于禽流感原因禁止从美国进口一切禽肉及禽蛋制品——仍在执行

但是，随着巴西进口鸡肉产品的增多，2018 年 6 月 9 日起，商务部宣布对原产于巴西的进口白羽肉鸡产品征收 18.8%-38.4%不等的反倾销保证金。从产品价差上看，虽然对巴西反倾销税率不及当初对美反倾销力度，但已经足够削弱其价格优势。

表 10: 巴西进口和我国自产鸡产品价格对比

	带骨鸡块 (元/吨)			鸡翅 (元/吨)			鸡爪 (元/吨)			不带骨肉 (鸡胸) (元/吨)		
	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差	进口价	自产价	价差
2013 年	11715	12432	717	20160	22088	1928	13090	14577	1487	14379	12391	-1988
2014 年	10521	12048	1527	19806	22400	2594	13379	14358	979	14591	11756	-2835
2015 年	9989	11591	1602	20311	22669	2358	13986	14499	513	15483	9179	-6304
2016 年	9626	11233	1607	21755	23808	2053	15195	15770	575	12499	10684	-1815
2017 年 1-3 月	9702	10642	940	22943	23349	406	15947	16473	526	12166	10724	-1442

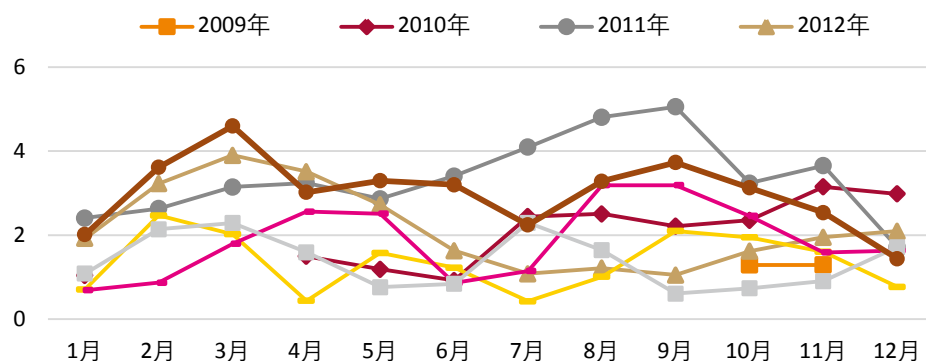
资料来源：商务部、天风证券研究所

因此，对巴鸡肉双反，将利于国内鸡肉，尤其是鸡腿、鸡翅价格的上涨，同时也将带来国内鸡肉进口格局的改变。

3.1.4. 短期价格上涨有动力

禽类产品价格具有季节性，年内一般有两轮上涨。对于鸡苗而言，一般是 1、2 月份启动，持续 2-3 个月左右；6-7 月启动，持续 2-3 个月左右。当前时点，正是鸡苗价格进入季节性上涨的时期。随着鸡苗价格的启动，毛鸡价格也将随之上行。

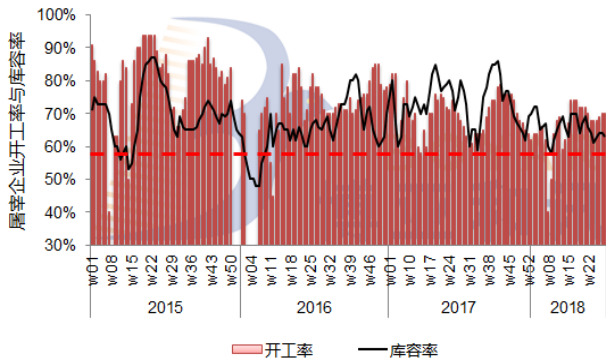
图 29: 鸡苗价格的季节性特征明显 元/羽



资料来源：wind、天风证券研究所

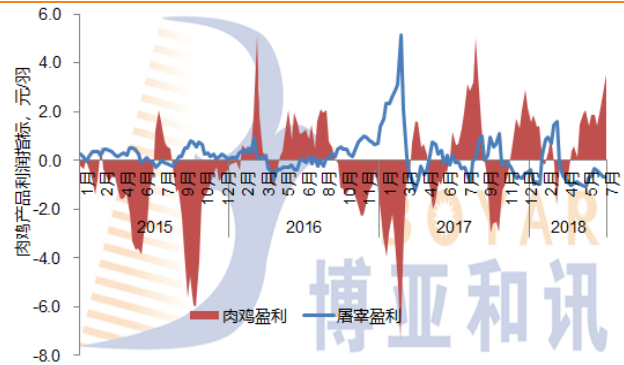
库存方面，博亚和讯数据显示，截止至 7 月 13 日，屠宰场库容率仅为 64%，开工率稳于 70%。这个库存及开工率水平，与 2016 年同期大体相等，但大幅低于 2017 年水平。更为重要的是，随着供给不足带来的产业议价能力向上游转移，屠宰厂当前处于亏损水平，即鸡肉价格低于屠宰场的收鸡保本价。目前，屠宰场亏损达 0.67 元/羽。在这种亏损行情下，屠宰场的开工率开始保持在 70%左右，反映出下游渠道商惜售待涨情绪。

图 30：屠宰场库容率及开工率



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

图 31：主产区肉鸡养殖和市场屠宰盈利走势



资料来源：博亚和讯、天风证券研究所

与最近两轮上涨相比，2011 年是需求驱动的产业景气，2016 年是引种下降供给短缺预期推动的产业景气。当前阶段，需求既没有启动，而祖代供种能力整体在恢复，在换羽这个硬约束下，价格涨幅大概率将低于前两轮。而根据博亚和讯的数据，即使 2017 年的行业低迷期，在季节性旺季到来之时，毛鸡价格也能突破 8 元/公斤，鸡苗价格也能冲到 3.8 元/羽，因此，今年的景气高位，价格大概率要比 2017 年的价格高。我们预计，下半年，商品代鸡苗均价 3.2-3.5 元/羽，高点有望达到 4.5-5 元/羽。毛鸡均价预计在 8-8.5 元/公斤，高点有望达到 9-9.5 元/公斤。

表 11：2011 年产业链价格涨幅

	波谷价格	波峰价格	波幅
父母代鸡苗(元/套)	6.24	31.45	404%
商品代鸡苗(元/羽)	0.79	5.1	546%
商品肉毛鸡(元/公斤)	5.5	11.1	102%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 12：2015-2016 年产业链价格涨幅

	波谷价格	波峰价格	波幅
父母代鸡苗(元/套)	5.89	76.96	1206.62%
商品代鸡苗(元/羽)	0.35	5.54	1482.86%
商品肉毛鸡(元/公斤)	5.29	9.74	84.12%
鸡肉(元/公斤)	11.2	13.7	22.32%

资料来源：wind、天风证券研究所

表 13：各季度白羽肉鸡产业链价格（截止 6 月中下旬）

	父母代鸡苗 (元/套)	商品代鸡苗 (元/羽)	毛鸡 (元/公斤)	鸡肉综合售价 (元/公斤)
2016Q1	15.80	3.40	7.64	9.97
2016Q2	45.34	3.33	7.98	9.77
2016Q3	44.83	3.27	8.05	10.00
2016Q4	64.33	2.61	7.24	9.71
2017Q1	49.07	1.10	6.04	9.10
2017Q2	13.22	0.96	6.45	8.43
2017Q3	13.07	2.06	7.35	9.32
2017Q4	24.34	1.81	6.92	8.97
2018Q1	33.19	2.56	7.59	9.70
2018Q2	35.08	2.47	7.76	9.38

资料来源：白羽肉鸡协会，博亚和讯，天风证券研究所

3.1.5. 投资建议

商品代鸡苗价格是股价的同步指标。行情的启动及衰退都是基于预期的变化。对产业长期价格的预期决定了每次股价拐点的上涨或下跌幅度。也就是说，**随着鸡苗价格的启动，板块股价将得到进一步的催化。**而当下，多方验证，鸡价启动在即。

养禽股受益白羽肉禽行业景气，2018上半年业绩高增长，已公告业绩上修预告的包括，仙坛股份由盈利0.42-0.6亿上修至盈利0.82-0.92亿元、民和股份由盈利0.05-0.15亿上修至盈利0.15-0.2亿元。短期，白羽鸡板块风险基本释放完毕。而接下来却又有鸡价启动在即等诸多利好催化。**板块实质上处于后续有利好且不可证伪阶段。**这一阶段，市场预期差显著，也是超额收益的来源。

估值尚未出现泡沫化。保守假设基于为产品价格未能上涨，中性假设基于我们上文的价格假设，乐观情景基于预期年内价格高点时的年化利润。可以看出，**当前白羽鸡板块的估值还未出现泡沫化。**

表 14：白羽鸡板块盈利情景假设（为情景假设下估算，非盈利预测）

	保守	中性	乐观	
父母代：				
出栏量（万套）	750	750	750	
销售均价（元/套）	25	32	40	
成本（元/套）	15	15	15	
净利润(亿元)	0.8	1.3	1.9	
商品代：				
益生股份	出栏量（亿羽）	3	3	3
	销售均价（元/羽）	2.7	3.2	4.8
	成本（元/羽）	2.4	2.4	2.4
	净利润（亿元）	0.90	2.4	7.2
合计：				
	单羽净利润（元/羽）	0.30	0.8	2.4
	净利润	1.65	3.68	9.08
	市盈率	47	21	8
民和股份				
	出栏量（亿羽）	2.5	2.5	2.5
	销售均价（元/羽）	2.7	3.2	4.8
	成本（元/羽）	2.4	2.4	2.4
	净利润（亿元）	0.75	2	6.00
	单羽净利润（元/羽）	0.3	0.8	2.40
	市盈率	58	22	7
圣农发展				
	商品代：屠宰量（亿羽）	5	5	5
	鸡肉销售均价（元/公斤）	9.80	10.40	11.40
	成本（元/公斤）	9.30	9.30	9.20
	净利润（亿元）	7.60	13.60	24.80
	单羽净利润（元/羽）	0.92	2.12	4.36
	市盈率	29	16	9
仙坛股份				
	商品代：屠宰量（亿羽）	1.3	1.3	1.3
	鸡肉销售均价（元/公斤）	9.7	9.9	10.9

成本（元/公斤）	9.00	8.90	8.90
净利润（亿元）	1.82	2.60	5.20
单羽净利润（元/羽）	1.40	2.00	4.00
市盈率	26	18	9

资料来源：wind、天风证券研究所

注：市盈率计算选取 2018 年 7 月 16 日收盘价

从鸡价反转带来的盈利弹性出发，首推**益生股份、民和股份**。从盈利稳定性出发，重点推荐具备估值优势的**圣农发展、仙坛股份**。

3.2. 生猪板块：底部布局正当时

3.2.1. 产业结构如何变迁？

3.2.1.1. 机会成本及环保收紧助力养殖规模化快速发展

我们在此前深度报告《生猪分析框架之三：产业结构如何变迁》中就曾指出，推动规模化养殖发展的原动力在于人口结构的变化以及技术的进步。随着城镇化的发展，农业人口的逐渐减少，人力成本迅速提升，这就意味着养殖户只能通过扩大养殖规模，才能获取足够的经济效益来抵消放弃对外打工的机会成本，例如，假设外出打工年收入为 4 万元，按生猪头均 200 元净利计算，需年出栏 200 头以上才能弥补打工的机会成本。若外出打工年收入达到 8 万元，则低于 400 头的年出栏规模，在经济上是不划算的。养殖机会成本的上升，是推动养殖规模化的直接动力。

环保之风，让这场养殖规模化进程加速。在**养殖规模化发展趋势不可逆的前提下，相比于过去几轮猪周期，环保是这轮猪周期中最鲜明的外部因素。**

表 15：畜禽养殖相关政策频出

时间	部门	政策规章	主要内容
2015.4.2	国务院	水污染防治行动计划通知	2017 年底前关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。
2015.11.26	农业部	关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见	明确南方四大水网地区生猪养殖的不同发展任务
2016.4.20	农业部	全国生猪生产发展规划（2016-2020）	将全国划分为限制发展区、潜力发展区、重点发展区、适度发展区，并明确不同地区的发展任务
2016.10.24	环保部、农业部	畜禽养殖禁养区划定技术指南	确定畜禽养殖禁养区的划分依据
2016.11.24	国务院	十三五生态环境保护规划	2017 年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。大力支持畜禽规模养殖场（小区）标准化改造和建设。
2017.6.12	国务院	国务院办公厅关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见	严格落实畜禽规模养殖环评制度，完善污染监督制度，并将建立畜禽养殖废弃物资源化利用绩效评价考核制度，纳入地方政府绩效评价考核体系。提出构建种养循环发展机制。
2017.7.10	农业部	畜禽粪污资源化利用行动方案（2017—2020 年）	贯彻国务院相关意见，目标是全面推进畜禽养殖废弃物资源化利用，加快构建种养结合、农牧循环的可持续发展新格局。
2017.8.10	农业部	农业部关于加快东北粮食主产区现代畜牧业发展的指导意见	以种养结合绿色发展为路径，以规模化、一体化、绿色化、品牌化、产业化为方向，大力推进东北地区畜牧业结构调整和转型发展
2017.9.30	中共中央办公厅、国务院	关于创新体制机制推进农业绿色发展的意见	以土地消纳粪污能力确定养殖规模，引导畜牧业生产向环境容量大的地区转移，科学合理划定禁养区，适度调减南方水网地区养殖总量。

资料来源：国务院、农业部、天风证券研究所

畜禽养殖产业的环保政策从 2015 年开始收紧，2016 年开始在全国，尤其是南方水网地区

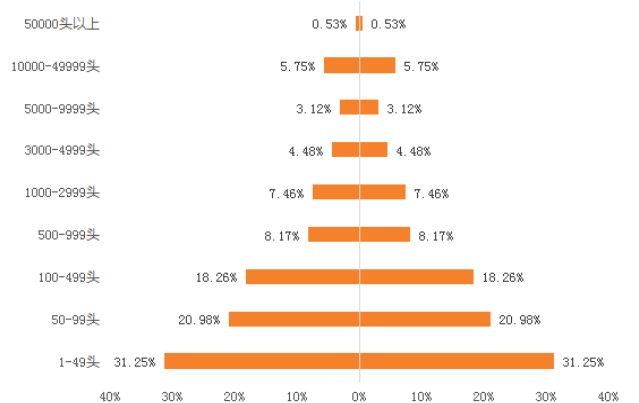
的沿海省份陆续展开。随着 2017 年环保督查的进行，对于禁养区内的畜禽养殖场和专业养殖户的关闭或搬迁进入高潮期，部分地区甚至出现矫枉过正的情况。随着 2017 年关停期限的过去，环保对于养殖场（养殖小区）的关停压力似乎有所缓解。但是，从实际情况来看，进入 2018 年，环保政策并没有显著放松的迹象。2018 年 1 月 1 日，环保税法施行；2018 年近期在全国多省出现“环保回头看”的督查现象，也间接说明了此次环保的力度和持续性。如果说，2017 年，环保政策的收紧，更多的是加速供给的退出，影响最大的是行业的减量。而 2018 年起，环保政策更多的是抬高行业进入门槛，影响更大的是行业的增量。在这样的政策环境下，具有更高环保控制和处理能力的大型养殖集团，将会面临更少的产能去化，且在未来扩张上更具优势。

3.2.1.2. 过去 10 年，国内生猪养殖结构从金字塔型向纺锤型发展

我们根据畜牧兽医年鉴公布的不同出栏规模下的养殖场（户）数和统计局公布的全国年出栏量，对国内生猪养殖结构做了简单的推算。从数据上看，2007-2015 年，生猪养殖结构逐步由“金字塔型”向“纺锤型”演进。表现为以下价格特征：

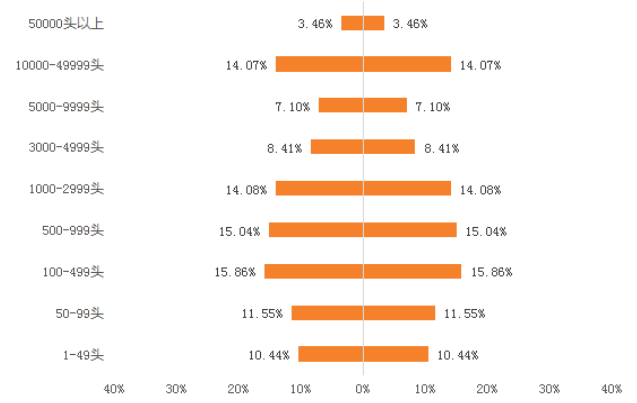
- 1、散养户大量退出市场。年出栏 49 头及以下的散养户从 8010.4 万户下降到 4406.59 万户，降幅达 45%。年出栏 99 头及以下的散养户出栏比例从占主导地位的 52% 下降到占比只有约 23%。
- 2、规模化养殖场占比迅速提高。以需要雇工的年均 500 头以上生猪出栏为基准，规模化养殖场的占比快速增加，场户数从 122,788 户增加到 259,931，增长 112%；出栏比例则从 2007 年的 28% 提高到 56.13%。其中，增速最快的是年出栏 5 万头以上的超大型规模化养殖场，从 2007 年的 50 家增加到了 2015 年的 261 家，增长 422%！
- 3、家庭养殖主体规模扩大。散养户占比的下降，除了退出以外，还有很大一部分是向专业化养殖户转化。同样是以家庭为基本生产单位，散养户数量快速下降，但专业化养殖户的数量不仅没有下降，反而有所提升。年出栏 100-499 头养殖户的数量从 2007 年的 54.2 万户增加到 75.8 万户，增长了 40%。

图 32：2007 年生猪养殖结构呈金字塔结构



资料来源：中国畜牧兽医年鉴、天风证券研究所

图 33：2015 年生猪养殖结构呈纺锤型结构



资料来源：中国畜牧兽医年鉴、天风证券研究所

3.2.1.3. 成本差异将驱动未来生猪养殖结构向“哑铃型”演进

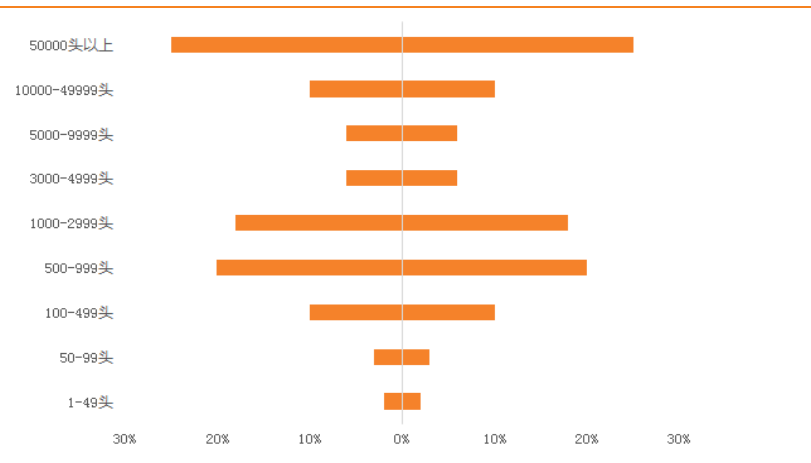
由于单个养殖企业对于生猪价格缺乏定价能力，只能被动接受市场价格，因此，在猪价的周期波动中，成本管理能力尤为重要。成本水平以及资源获取能力决定了未来的产业结构。基于不同存栏结构的成本及资源获取能力分析，国内目前养殖成本按养殖规模划分，呈现“两头低、中间高”的结构，即家庭农场及大型养殖集团的养殖成本低，而中等规模养殖场养殖成本高。

对于大型规模养殖集团，比如温氏、牧原、正邦等，其具有成本控制力强、拿地能力强、融资能力强等优势，而家庭农场相对于中等规模养殖场而言，其成本优势主要体现在：固定资产折旧摊销成本低、养殖效率高、人工成本低、环保设备投入少等优势。两种模式所具备的中等规模养殖场不具备的成本控制能力。基于此，我们认为，未来国内生猪养殖结构将进一步从当前的“纺锤型”演进为“哑铃型”结构。

值得强调的是，在养殖规模化发展过程中，自繁自养和“公司+农户”是国内最主要的两个养殖模式。两种模式各有优劣，主要取决于养殖企业以及养殖区域的实际情况。但从全行业来看，“公司+家庭农场”有望成为行业的主流。首先，该模式符合种养结合的政策引导方向以及鼓励以家庭农户经营为基础的新型农业经营主体的政策方向。其次，符合规模化养殖场快速扩张的商业需求。最后，已被国际养殖龙头企业证明其可行性。

但是，“公司+农户（家庭农场）”管理难度较大，且在同等劳动付出下育肥阶段生产成本高于自繁自养模式，因此，行业最优解在于引入社会资本，将合作家庭农场的规模将进一步的升级成规模化养殖场，成为“公司+规模养殖场”的模式。目前，这种产业趋势在牧原、温氏、正邦、天邦等上市龙头企业的发展中已现端倪。

图 34：预计未来生猪养殖结构呈哑铃型结构



资料来源：天风证券研究所测算

3.2.2. 猪价何时能见底？

3.2.2.1. 养殖规模化拉长猪价波动周期

我们在此前报告《生猪养殖分析框架之二：如何判断猪价走势》中曾详细阐述了我们对于猪价长、中、短期变化的分析框架。以此为基础，再来讨论产业变迁下猪价周期波动的特征。

首先，规模化将使得猪周期拉长，并呈现不规律化。传统猪价 3-4 年周期的形成，是基于散户为主体的产业结构，由生猪的生长周期决定的。其前提是以散户为主的产业结构中，农户进入与退出极为方便。但规模化养殖场与散户最大的不同在于投资成本高，进入与退出成本高。因此，一方面，当猪价上行时，规模化养殖场在补栏之前还需要经过至少 1 年的猪场建设投资，补栏速度要慢于散户；另一方面，当猪价下行时，规模化养殖场由于沉没成本高、融资能力强，在资金流耗尽之前，是很难直接退出市场的。而这种由企业资金流所决定的进入与退出进程，跟生猪的生长规律就无直接的关系，因此，规模化的发展将使得企业现金流取代生猪生长周期成为决定猪价波动周期的核心因素。猪价波动周期依然存在，但是周期将被拉长，且变得不规律化。

根据美国农业部的数据，美国猪肉价格波动周期可以分为三个阶段：

1970s-1980s：美国猪肉价格呈现较为明显的约 3-4 年的波动周期，但每轮周期时间均有所延长，价格振幅整体上有所缩窄。尤其是 1975 年以后，80 年代的猪价振幅要明显小于 70 年代。这一阶段，正是美国生猪养殖规模化起步阶段，小规模养殖户逐步退出，而规模化养殖场开始壮大。

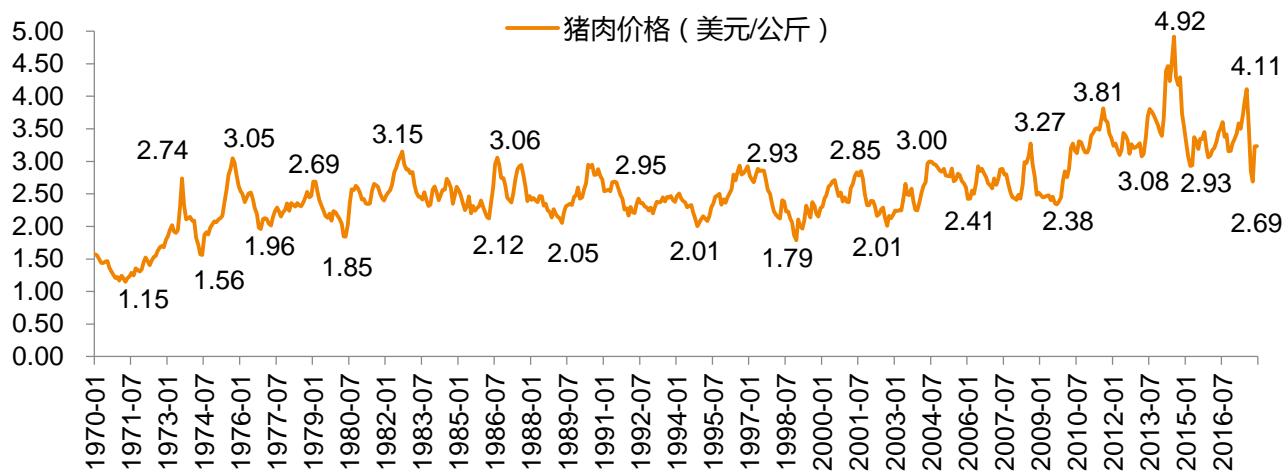
1990s-2000s：进入 90 年代，猪价波动周期则被显著拉长。1990 年 5 月-1996 年 8 月、1996 年 9 月-2001 年 8 月，这两轮周期经历了约 5-6 年时间。在此期间，从极值价格来看，振幅略有扩大，但猪肉价格在接近 20 年的时间内一直未能突破 80 年代初的高位。这一阶段，属于美国规模化养殖场的快速发展期，中大型养殖场的市场份额占比在快速提升。

2001 年以来：进入 21 世纪以来，美国的猪肉价格大体上呈现 3 年左右一周期的特征。但

是，价格振幅的绝对额却显著地扩大了。尤其是 2010 年以来，美国国内的疫病——仔猪腹泻病——流行，更是对猪价上涨起到了推波助澜的作用。这一阶段，美国生猪养殖规模化已经基本完成，规模化速度放缓，行业进入整合并购期。

综合而言，随着规模化发展，美国猪肉价格依然存在波动周期，但并未表现出统一的时间规律。而且其价格振幅却在逐步扩大过程之中。

图 35：1970-2018 年美国猪肉价格走势

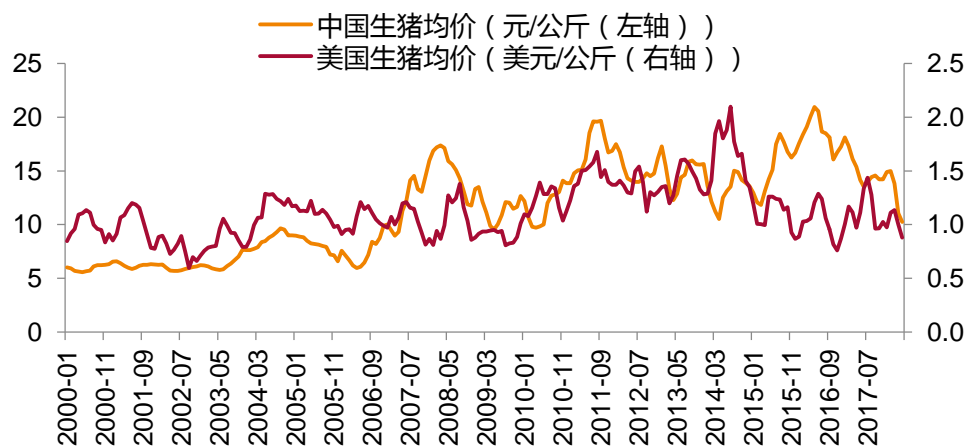


资料来源：USDA、天风证券研究所

其次，拉长时间维度，若不考虑疫病等偶发因素冲击，规模化并不一定意味着猪价波动幅度的减弱，甚至有可能使得猪价波动幅度加大。市场通行的看法是规模化将平滑猪价波动幅度。但是，通过考察 1970-2018 年美国的猪肉价格走势，我们发现，规模化发展并不是一定意味着猪价波动幅度的缩窄。在规模化发展中前期，猪肉波动幅度确实有所平缓，但随着养殖规模化的深入，猪价的波动幅度却将进一步扩大。

进入 21 世纪，美国生猪养殖规模化已经基本宣告完成，而国内正处于发展初期。对比 2000 年以来中美两国的猪价走势，两国产业结构存在巨大差异，但猪价的波动幅度却未能显现出明显的差异，尤其是涨幅方面。

图 36：2000-2018 年，中美两国生猪价格走势



资料来源：wind、USDA、天风证券研究所

表 16：2000 年以来，美国生猪价格振幅并无显著小于中国

	中国			美国		
	时间	涨跌 (元/公斤)	涨跌幅	时间	涨跌 (美元/公斤)	涨跌幅
上涨	2003.06-2004.09	3.83	65.69%	2002.09-2004.05	0.7	118.64%
	2006.05-2008.03	11.42	191.61%	2007.11-2008.08	0.57	70.37%
	2010.04-2011.09	10.15	106.51%	2009.08-2011.08	0.87	107.41%
	2014.04-2016.05	10.45	99.33%	2012.09-2014.07	0.98	87.50%
下跌	2001.02-2003.06	-0.75	-11.40%	2001.06-2002.09	-0.61	-50.83%
	2004.09-2006.05	-3.7	-38.30%	2004.05-2007.11	-0.48	-37.21%
	2008.03-2010.04	-7.85	-45.17%	2008.08-2009.08	-0.57	-41.30%
	2011.09-2014.04	-9.16	-46.54%	2011.08-2012.09	-0.56	-33.33%

资料来源：wind、USDA、天风证券研究所

国内从 1992 年至今的几轮猪价周期，也完美地证明了这两点。

2006 年以前，国内猪周期是典型的 3 年一周期。但 2006 年之后的完整的两轮猪周期，却延长到 4 年。更重要的是，猪周期虽然整体拉长了，但延长更多的却是猪价下跌期。因此，我们认为，本轮猪价下跌周期，从理论上来说，有可能超过上一轮猪周期。而上一轮猪周期中，猪价从 2011 年 9 月的绝对高点到 2014 年 4 月绝对低点，经历了 31 个月时间，猪价从 2011 年 9 月的绝对高点到 2015 年 3 月新一轮猪周期启动经历了 42 个月时间。因此，理论上，本轮周期低点，最早在 2019 年 4、5 月份到来，正常逻辑推演的拐点将出现在 2019 年下半年甚至 2020 年。但实际情况需持续跟踪养殖企业的现金流情况、补栏意愿、行业疫病防控情况等。

表 17：猪价周期分析

周期起始时间	周期阶段	期间	月数	价格 (元/公斤)		波动价差 (元/公斤)	波动幅度
				min	max		
1993.04-1996.04	上涨期	1993.04-1994.12	21	2.8	9.2	6.4	228.57%
	下跌期	1994.12-1996.04	16	6	9.2	-3.2	-34.78%
1996.04-1999.06	上涨期	1996.04-1997.09	17	6	9	3	50.00%
	下跌期	1997.09-1999.06	21	4.2	9	-4.8	-53.33%
1999.06-2003.06	上涨期	1999.06-2001.02	20	4.2	6.58	2.38	56.67%
	下跌期	2001.02-2003.06	28	5.83	6.58	-0.75	-11.40%
2003.06-2006.05	上涨期	2003.06-2004.09	15	5.83	9.66	3.83	65.69%
	下跌期	2004.09-2006.05	20	5.96	9.66	-3.7	-38.30%
2006.05-2010.04	上涨期	2006.05-2008.03	22	5.96	17.38	11.42	191.61%
	下跌期	2008.03-2010.04	25	9.53	17.38	-7.85	-45.17%
2010.04-2014.04	上涨期	2010.04-2011.09	17	9.53	19.68	10.15	106.51%
	下跌期	2011.09-2014.04	31	10.52	19.68	-9.16	-46.54%
2014.04-至今	上涨期	2014.04-2016.05	25	10.52	20.97	10.45	99.33%
	下跌期	2016.05-至今	?	?	20.97	?	?

资料来源：wind、新希望六和、天风证券研究所整理

而且，由于 2016 年以来饲料等玉米成本价格持续下降，当前养殖成本低于 2014 年上轮周期底部时的养殖成本，因此，预计本轮周期的底部价格要低于以往。即以全国周度均价衡量，猪价底部大概率要在 9-10 元/公斤区间。

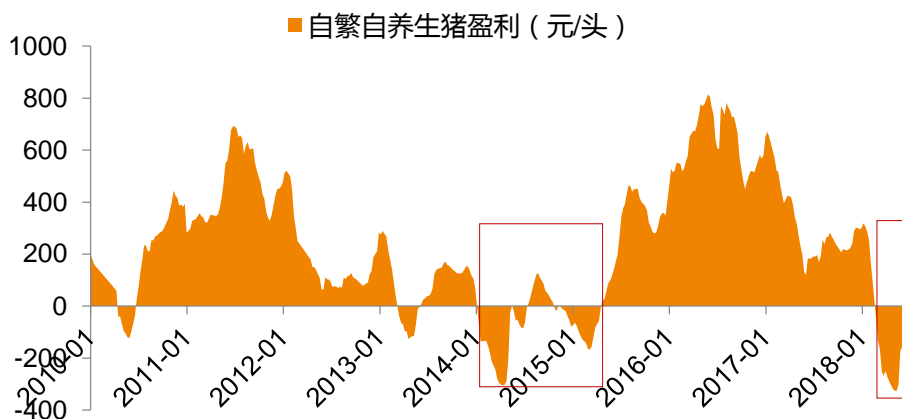
3.2.3. 去产能进程如何跟踪？

我们构建了以养殖盈利、母猪产能（后备母猪补栏、能繁母猪淘汰）、生猪库存（出栏体重）三个维度的产能去化体系。

3.2.3.1. 盈利：现金流流失速度远超以往

如前文所述，企业资金流才是决定产能进入与退出进程的核心因素。行业的产能去化依赖于现金流的消耗。现金流除了用于产能扩张以外持续的亏损是对现金流最大的消耗。

图 37：自繁自养生猪盈利情况

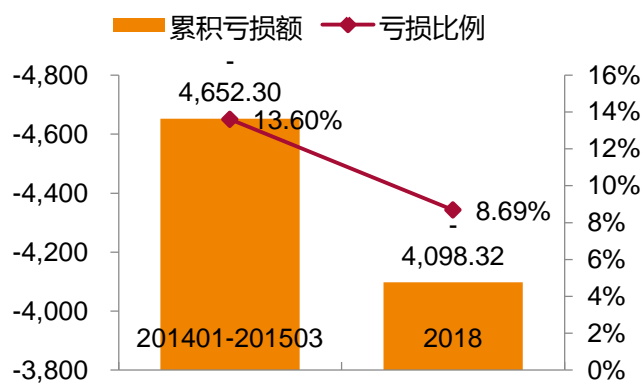


资料来源：wind、天风证券研究所

本轮猪价下跌周期中，虽然行业从 2018 年的 3 月份才出现亏损，至今只持续了 4 个月的时间，但是，从亏损幅度来看，最大亏损额已经超过 2014 年行业底部的 305 元/头，达到 326.3 元/头。而且累积亏损额目前也已经超过 2014 年全年亏损幅度。也就是说，本轮猪价下跌期内，虽然企业由于此前的长期盈利现金流相对充沛，但其现金流的流失速度也远超上轮周期。

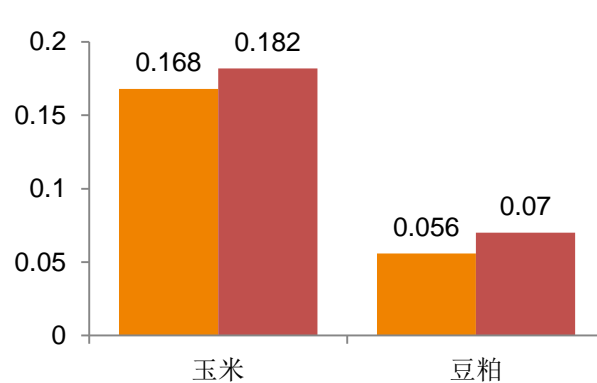
2014 年-2015 年 4 月是自繁自养生猪出栏的持续亏损去产能阶段。假设平均出栏，则整个亏损阶段累积亏损达到 4652 元（原数据按出栏体重 100kg 测算，若换算成与 2018 年一致的 115kg，则累积亏损额达到 5350 元），占 2011 年-2013 年累积盈利的 13.6% 左右。2018 年 3 月以来的累积亏损虽然已经达到 4098 元，占 2016-2017 年累积盈利仅 8.7%。

图 38：累积亏损额对比（单位：元）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 39：玉米、豆粕价格上涨 100 元/吨对养殖成本的影响（元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所整理

再往后看，随着中美贸易战的爆发，投资者开始担忧玉米、豆粕等饲料原料成本上涨对于养殖企业的盈利影响。在典型饲料配方中，玉米占比 60-65%，豆粕占比 20-25%，也就是说，1 公斤饲料中有 0.6-0.65 公斤玉米，0.2-0.25 公斤豆粕。按 2.8:1 的料肉比计算，生产 1 公斤猪肉需要消耗 1.68-1.82 公斤玉米，以及 0.56-0.7 公斤豆粕。因此，若玉米、豆粕价格每吨上涨 100 元，则养殖成本将分别增加 0.17-0.18 元/公斤、0.06-0.07 元/公斤。

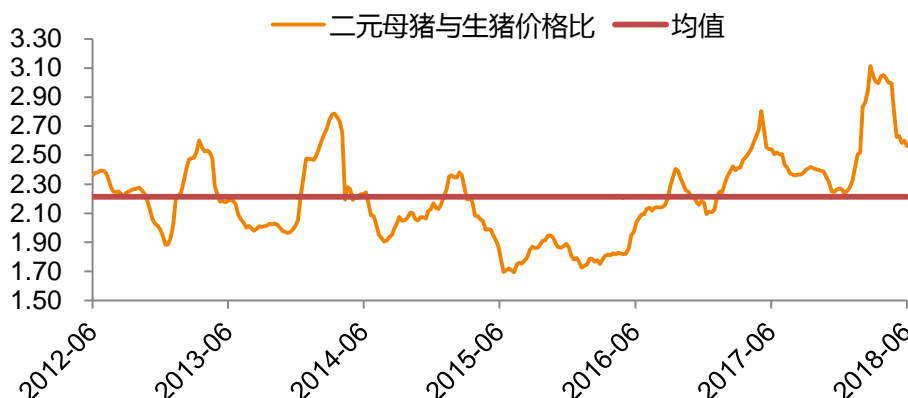
从盈利角度考察，当前产业盈利情况有点类似于 2014 年。若三季度猪价反弹延续此前的疲软局面，则不排除新一轮猪周期提前到来的可能。

3.2.3.2. 产能：补栏放缓，种群优化，迈出产能去化第一步

能繁母猪存栏是后备母猪补栏以及能繁母猪淘汰两者合力的结果，两者代表了行业的补栏及淘汰积极性。

补栏方面，后备母猪补栏大幅放缓。通过二元母猪价格与生猪价格的比价关系来观察行业的补栏行为。从二者比价来看，2015年8月开始，二元母猪与生猪的价格比开始回升，反应出产业进入产能扩张进程。尤其是2016年6月-2017年5月，二元母猪价格下跌之际，与生猪的比价却持续上升，意味着行业仍在进行大规模产能扩张。最近一轮补栏高潮是出现在2018年1月-3月。但很快，3月份以来，由于生猪价格快速下跌，二者比价开始快速回落，补栏大幅放缓，但仍高于行业历史平均水平。因此，综合而言，**当前产业后备母猪补栏进程仍在进行中，但补栏意愿及速度开始放缓。**

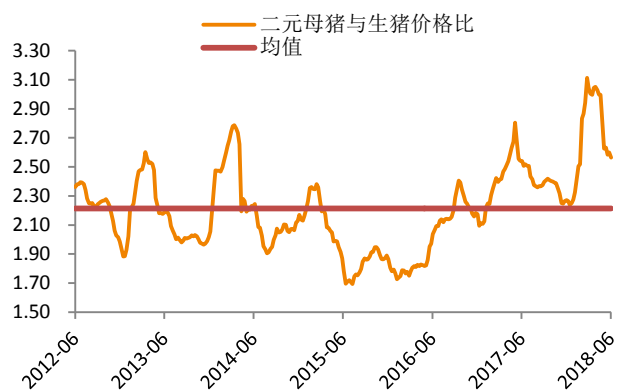
图 40：母猪补栏积极性从 18 年 3 月起下降



资料来源：wind、天风证券研究所

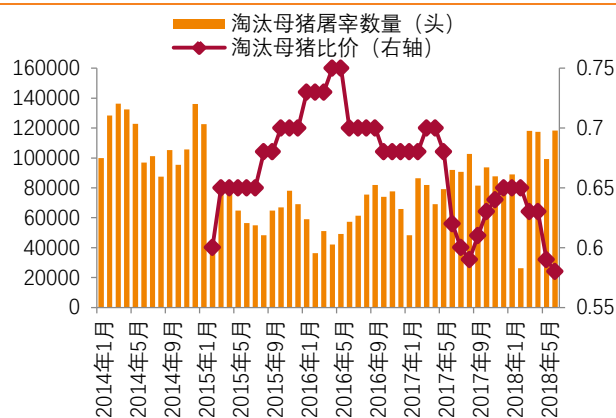
淘汰方面，二季度开始母猪淘汰出现小高峰。从淘汰母猪来看，根据青松咨询跟踪的国内最大母猪屠宰基地数据，2018年3月以来，母猪淘汰规模快速上升，月均屠宰量达到11.33万头，其中，6月母猪屠宰规模更是达到11.83万头。从价格来看，淘汰母猪与生猪比价仅有0.58，为2015年以来的新低。这意味着3-5月，能繁母猪淘汰出现一轮小高峰。

图 41：母猪补栏积极性从 18 年 3 月起下降



资料来源：wind、天风证券研究所

图 42：监测样本母猪屠宰数量



资料来源：青松咨询、天风证券研究所

在猪价下行阶段，第一轮淘汰小高峰，一般均是出于优化种群结构考虑。通过提高留种标准，淘汰生产性能相对较差或者高胎龄的能繁母猪，例如，在2016-2017年养殖高盈利阶段，保留产能能繁母猪就是保留盈利，因此，彼时能繁母猪达到7-8胎龄并非不可能，窝仔数只有7头的也可以保留。但是当猪价进入亏损期，这类生产性能较低的能繁母猪就是最早的淘汰对象。

但是，这种母猪淘汰更多的是以提高生产效率降低生产成本为目标的主动淘汰，代表产能的能繁母猪存栏虽然下降了，但是生产性能的提升意味着最后的生猪产量不一定会下降。

只有养殖场在现金流断裂下的被动淘汰母猪，才是产能开始逐步出清的标志。另外，在这种主动淘汰下，随着种群结构优化的完成，下半年的淘汰规模不可避免地将出现一轮下降。

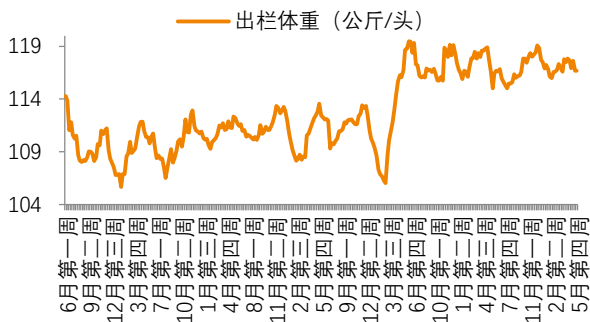
而且,对比2014年的月均13.6万头以上的月均母猪屠宰量,当前的淘汰规模还未达到2014年让产能彻底出清的地步。

综合以上分析,我们认为,生猪养殖产业当前已经开启产能去化的第一阶段,即放缓补栏进度,淘汰高胎龄种群,优化能繁及后备母猪结构。

3.2.3.3. 库存：体重高位回落，任重而道远

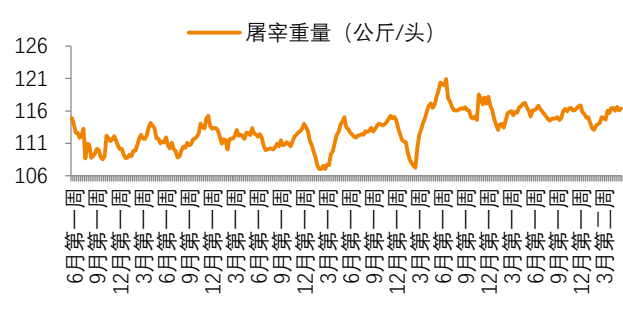
出栏体重代表的社会库存，也是供给的重要组成部分。此前报告曾经说过，出栏体重长期是由养殖效率决定，短期由养殖户的价格预期决定。对养殖盈利预期高时，养殖户倾向于加大出栏体重，对养殖盈利预期低时，则降低出栏体重。很明显，2018年1-4月份猪价价的快速回落，除了与出栏量的增长相关以外，出栏体重的攀升，即库存的增加也是重要推手。

图 43：5 月起出栏体重高位回落



资料来源：青松咨询、天风证券研究所

图 44：屠宰体重高位徘徊



资料来源：青松咨询、天风证券研究所

截至 18 年年 6 月底，根据青松咨询数据，养殖端的出栏体重从 5 月初即开始回落，5 月平均出栏体重 116.98 公斤/头，较 4 月 117.7 公斤/头下降 0.7 公斤/头。屠宰端的屠宰体重则仍在高位震荡，5 月中旬开始有下降苗头。体重的下降意味着库存去化的开始。

3.2.4. 买养猪股，买的是什么？除了 β ，还有 α

前面我们已经论述产能及库存去化的程度，并探讨猪周期底部何时到来，新一轮猪价上涨周期将带来板块盈利能力的根本性改善。这是行业周期性带来的 β 收益。除此以外，细化到个股，不同企业的 α 收益各不相同。总的来说，我们认为，生猪养殖企业的 α 收益来自于以下三个方面：

3.2.4.1. 超跌之后的估值修复

我们在此前的报告中曾经指出，过去 10 年，生猪养殖行业为高利润行业。从长期看，虽然规模化的快速发展会使得行业盈利中枢下移，但是在可预见的 10 年内，生猪养殖行业依然是高盈利行业。

表 18：生猪养殖企业 ROE 水平

公司	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	平均
牧原股份			33.88%	24.97%	62.79%	37.61%	26.60%	5.00%	21.79%	50.57%	32.90%
雏鹰农牧	19.79%	42.18%	31.96%	12.67%	24.36%	14.88%	3.58%	-7.95%	6.24%	18.24%	16.60%
温氏股份	60.86%	24.16%	19.42%	34.22%	54.75%	22.92%	4.33%	19.89%	33.71%	44.72%	31.90%
平均	40.33%	33.17%	28.42%	23.95%	47.30%	25.14%	11.51%	5.65%	20.58%	37.84%	27.39%

资料来源：wind、天风证券研究所

行业既然未来仍然是高盈利行业，那么，重置成本就应该是企业的价值底线。根据上市公司此前披露的募投项目预案，目前，单头生猪出栏的固定资产投资在 1100-1300 元/头。

表 19：上市公司募投项目预案

公司	项目	年出栏 (万头)	总投资 (万元)	投资额 (元/头)
正邦科技	游城 1.5 万头生猪繁殖场建设项目	30	25,155.95	838.53
	古县渡镇 1 万头生猪自繁自养场建设项目	20	27,753.80	1387.69
	临武汾市 10,000 头自繁自养场	20	28,197.12	1409.86
	临武茶场 5,000 头自繁自养场	10	17,323.16	1732.32
	红安永佳河寒塘村 2,400 头自繁自养场	4.8	9,054.67	1886.39
	合计	84.8	107484.7	1267.51
温氏股份	赤峰市松山区生猪养殖一体化一期项目	42	44,100.86	1050.02
	永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	40	44,000.00	1100
	亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50	50,000.00	1000
	江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	50	51,000.00	1020
合计	182	189,100.86	1039.02	
2016 年定增募投项目	河南通许牧原第一期 52 万头生猪产业化项目	52	61,319.40	1179.22
	河南商水牧原第一期 45 万头生猪产业化项目	45	49,763.65	1105.86
	河南西华牧原第一期 27.5 万头生猪产业化项目	27.5	30,254.53	1100.16
	河南太康牧原第一期 25 万头生猪产业化项目	25	19,584.81	783.39
	山西闻喜牧原第一期 20 万头产业化项目	20	18,100.00	905
	河南扶沟牧原第一期 20 万头生猪产业化项目	20	20,965.95	1048.3
	河南正阳牧原第一期 18 万头产业化项目	18	25,150.03	1397.22
合计	207.5	225,138.37	1085	
2017 年优先股募投项目	内蒙古翁牛特牧原农牧 70 万头生猪养殖建设项目	70	100,628.94	1437.56
	内蒙古开鲁牧原农牧 60 万头生猪养殖建设项目	60	80,216.24	1336.94
	辽宁建平牧原农牧 40 万头生猪养殖建设项目	40	64,845.00	1621.13
	黑龙江兰西牧原农牧 20 万头生猪养殖建设项目	20	27,190.46	1359.52
	吉林农安牧原农牧 20 万头生猪养殖建设项目	20	38,744.82	1937.24
合计	210	311,625.46	1483.93	
天邦股份	黄花岗循环农业产业园建设项目	37.5	36,000.00	960.00
	黄徐庄现代化生猪养殖产业化项目	30	29,540.00	984.67
	中套现代化生猪养殖产业化项目	30	29,770.00	992.33
	安徽无为县现代化生猪养殖产业化项目	15.5	14,208.75	916.69
	广西岑溪市现代化生猪养殖产业化项目	30	29,612.50	987.08
	安徽繁昌县现代化生猪养殖产业化项目	15.5	15,056.25	971.37
合计	158.5	154,187.50	972.79	

资料来源：公司公告、天风证券研究所

因此，在短期市场连续杀跌之际，部分公司的生猪养殖业务估值已经跌破重置成本线，在短期猪价反弹上涨之际，有向上修复的需求

表 20：生猪养殖企业估值对比

公司	2018 年预计出栏 (万头)	养殖业务市值 (亿元)	头均市值 (元/头)
牧原股份	1200	529	4408
温氏股份	2200	925	4205
正邦科技	600	58.45	974
天邦股份	250	18.94	758

资料来源：wind、天风证券研究所

注：市值计算截止至 2017 年 7 月 12 日收盘。隐含假设条件为非生猪养殖业务，按 A 股同类业务可比公司进行估值。则非生猪养殖业务的市值，温氏股份为 300 亿，正邦科技为 30 亿、天邦股份为 30 亿元。

3.2.4.2. 新增产能定价

如上所述，由于生猪养殖行业是高盈利行业，因此，从产业投资角度考虑，新增产能是能够贡献未来收益的资产，通过在行业下行期增加经营杠杆和财务杠杆，将极大的增强企业在行业景气上行期的盈利弹性。因此，对于养殖企业的新增产能就需要给予市场化定价。

而当前阶段，正是上市公司大踏步进行快速产能扩张的时候。虽然由于各家基数不同，每年的产能增速差异较大，但从新增产能的绝对额来看，我们预计，未来两年，各生猪养殖上市公司的年新增生猪出栏规模约为 300-400 万头。对应于企业产能的增加，其市值也应该有相应的提升。

表 21：上市生猪养殖企业保持较快产能扩张速度（单位：万头）

	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
温氏股份	1218.27	1535.06	1712.74	1904.17	2200	2500	2800
yoy	20.24%	26.00%	11.57%	11.18%	15.54%	13.64%	12.00%
牧原股份	186	192	311	723.5	1200	1700	2000
yoy	42.26%	3.23%	62.06%	132.64%	65.86%	41.67%	17.65%
正邦科技	145.95	157.94	226.45	342.35	600	850	1000
yoy	26.94%	8.22%	43.38%	51.18%	75.26%	41.67%	17.65%
天邦股份	45.97	38.51	57.7	101.42	250	550	850
yoy		-16.23%	49.83%	75.77%	146.50%	120.00%	54.55%

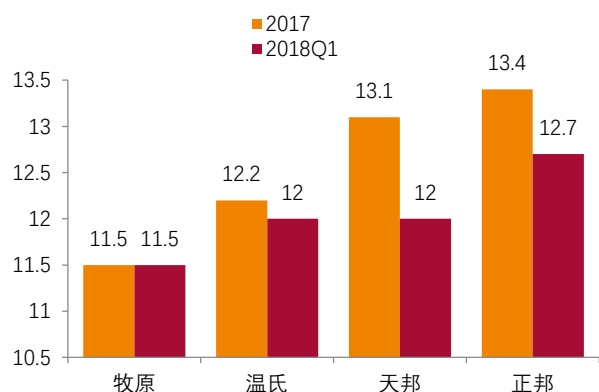
资料来源：公司公告、天风证券研究所整理

3.2.4.3. 成本相对下降带来的估值提升

成本控制力生猪养殖企业的核心竞争力，也是猪价下行阶段的企业最重要的保护。**成本越低，抗风险能力越强，市场愿意给予越高的溢价，即头均市值越高。**背后逻辑在于，从产业投资角度出发，企业价值的高低，考察的是其平滑周期波动之后的盈利能力，即完整周期下的盈利水平。而头均市值=完整周期下的头均盈利×市盈率。按照目前产业内对猪场建设投资要求的 7%-10%的资金回报率来计算，理论上，对应合理市盈率区间约为 10-14 倍。实际过程中可能会因为市场情绪、风险偏好等因素，再给予一定的溢价或折价。这是由行业的周期属性所决定的。那么，完整周期下的头均盈利，则很大程度上取决于企业的成本控制力。企业成本控制力强，例如牧原股份、温氏股份，根据公告，在过去两轮完整周期其头均盈利在 300-350 元，按照 10-14 倍市盈率，则其合理的头均市值区间在 3000-5000 元/头。而成本控制能力弱的企业，其完整全周期的头均盈利可能只有 200 元，那么，其合理市值区间就为 2000-2800 元/头。成本控制力通过影响头均盈利，再通过市盈率的放大来最终影响企业的头均市值。

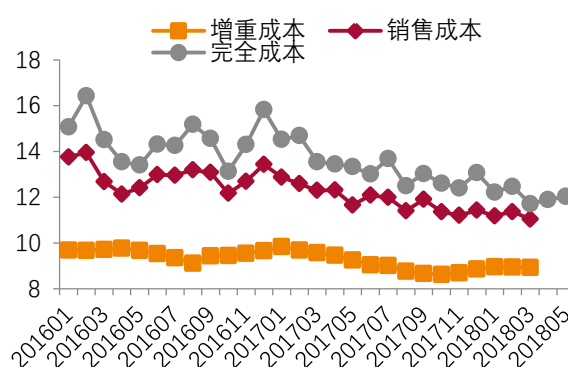
我们在此前报告《生猪养殖分析框架之三：产业结构如何变迁》中提到，对于大型养殖集团而言，在猪场设计、自动化设备、养殖技术、防控体系等方面其实彼此之间并无根本性差异，达到 6-6.5 元/斤的养殖成本难度并不大。但在此基础上能否进一步压缩成本提高效率，则因企而异，需要依赖于企业的精细管理水平能否提升。从实际经营情况来看，随着产能的逐步达产，上市生猪养殖企业之间的成本差距在缩小。例如，我们预计，2017 年温氏股份养殖成本约为 12 元/公斤，牧原股份为 11.5 元/公斤。而天邦股份，根据公告，其 2017 养殖成本为 13.1 元/公斤，到 2018 年 Q1 已经下降至 12.03 元/公斤。我们预计，2017 年-2018 年 Q1，正邦科技的养殖成本分别为 13.4 元/公斤、12.7 元/公斤，2018 年下半年甚至有望能够达到 12.3 元/公斤。

图 45：养殖集团之间的成本差异在缩小（单位：元/公斤）



资料来源：天风证券研究所测算

图 46：天邦股份生猪养殖成本持续下降（单位：元/公斤）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

投资建议：在产业结构大变迁的背景下，生猪养殖产业兼具周期特性与成长特性。周期思维下，目前行业产能去化的第一步已经迈出，猪价已经达到长周期的底部区域。而成长思维下，产能的快速扩张将推动公司估值底部的抬升。目前一些养殖企业估值已经低于合理价值，甚至达到或接近重置价值水平，具备了长期投资的价值。

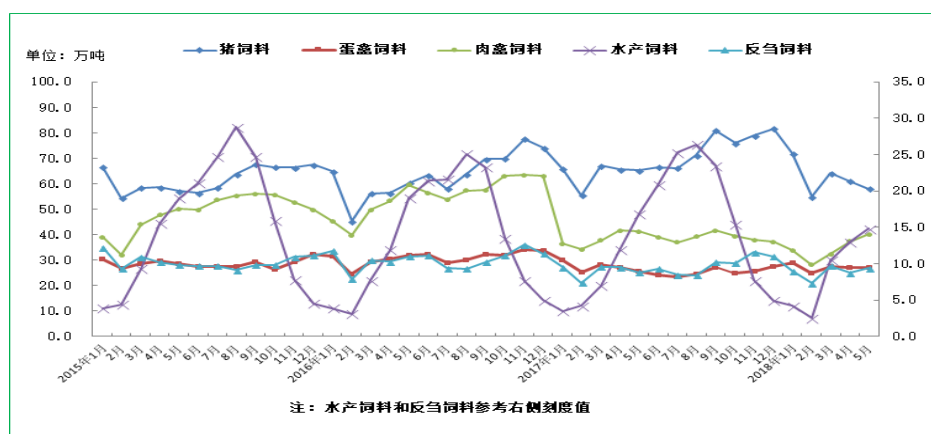
标的选择上，从股价弹性出发，首选正邦科技、天邦股份；盈利稳定性和公司质地方面首选养殖龙头牧原股份、温氏股份。

3.3. 饲料板块：品类分化，水产料景气延续

3.3.1. 猪饲料：景气高点已过

从猪饲料的景气演变来看，2017 年是行业量利齐升的景气高点。随着养殖进入亏损，猪饲料景气高点已过。

图 47：最新月度分品种饲料销量情况



资料来源：饲料工业协会，天风证券研究所

3.3.2. 水产料：景气延续

3.3.2.1. 环保推高鱼价，推动销量增长及结构改善

近年环保治理力度持续加大，2017 年环境保护部办公厅发布了“关于印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》的通知，提出优化水产养殖空间布局，以饮用水水源、水质较好湖库等敏感区域为重点，科学划定养殖区，明确限养区和禁养区，拆除超过养殖容量的网箱围网设施。

表 22: 各省退渔还湖、网箱拆除情况

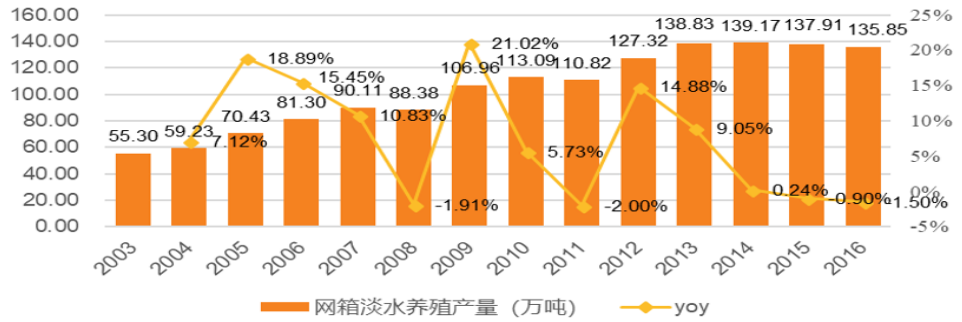
网箱拆除情况	
贵州省	在 6 个库区 10 个县(市、区)均开展网箱养殖,涉及网箱养殖户 2742 户(珠江流域 1914 户,清水江流域 828 户),网箱养殖面积达 17981.7 亩(约 1.8 万亩)。到 2017 年底,珠江、清水江各库区网箱养殖面积减少至 6361.9 亩以内,其中不投饵生态网箱面积 4996.6 亩,投饵网箱养殖面积 1365.3 亩。同时在乌江干流库区,拟拆除 446 户、72.3 万平方米的网箱,以保证库区安全。
湖北省	全省 122 万亩围栏网箱拆除工作已完成 96.2%, 27.45 万亩投肥(粪)养殖已全部取缔; 4.5 万亩珍珠养殖已全部取缔。全省 7 个省级以上保护区对照问题清单积极推进整改。目前,水生生物保护区禁捕工作已经全面部署。
湖南省	部署启动对全省涉及 18 个县(市、区)的 10 座大型水库养殖污染的治理攻坚,治理重点为岸上畜禽规模养殖场(户)退养和水库人工投饵网箱、人工投饵围栏退养。列入“退养”的大型水库,包括 3 座饮用水源水库,分别是水府庙、铁山、官庄水库; 7 座非饮用水源水库,分别是柘溪、五强溪、皂市、蟒塘溪、托口、江垭、黄石水库。饮用水源水库禁止水产人工养殖,非饮用水源水库科学规划养殖。据测算,全省大型水库需退养畜禽规模养殖面积 53.2 万平方米、拦网 86.9 万平方米、网箱 98 万平方米。
四川省	省人民政府办公厅表示,到 2020 年,全省水产养殖区域布局更加优化,养殖面积达到 25 万公顷,稻渔综合种养面积达到 20 万公顷,水产品总产量达到 180 万吨。全省渔业经济总产值达到 560 亿元,产业结构进一步调整,涉渔一二三产业比例调整为 6:1:3。全省农民人均渔业收入达到 840 元以上;渔民人均纯收入达到 21550 元,比 2010 年翻一番以上。省、市(州)、县(市、区)质检体系更加健全,水产品产地抽检合格率稳定在 98%以上。建立 2 个省级水生生物自然保护区;力争创建 7 个国家级水产种质资源保护区,建立 4 个省级水产种质资源保护区。建设增殖放流站和驯养救护中心 10 个,年均增殖放流苗种 1 亿尾以上。建设内陆渔港 5 个,捕捞渔船数控制在 1.15 万艘以内,总功率不超过 4.9 万千瓦。
广东省	《东莞市东江流域供水通道敏感区域禁止养殖区和限制养殖区划定方案》对东江流域划定了水产养殖禁养区范围和水产养殖限养区范围。将东江流域饮用水源一级水源保护区范围(包括水域和陆域)划定为水产养殖禁养区范围,将东江流域饮用水源二级水源保护区和准保护区范围(包括水域和陆域)划定为水产养殖限养区范围。水产养殖禁养区水域范围内的水产养殖活动,应当于 2017 年 12 月 31 日前停止养殖活动或拆除设施。
海南省	海口近岸为保护水质、落实海岸带陆域水产养殖行业环保措施。市生态环保局组织部署全市开展水产养殖面源污染整治工作,对 67 个有环保手续不完善等问题的海水养殖项目下达《限期改正通知书》。
广西壮族自治区	拆除上林县河流及水库、江州区、南宁凤亭河水库、南宁市良庆区等水域网箱近两万口。
福建省	拆除明溪县水口库区、罗源县、闽湖水库、万安水库库区、白沙水库库区网箱养殖面积 290 亩
江苏省	将拆除围网列入“263”环境专项整治行动,要求溧水、高淳两区两年内全部拆除围网,列入“263”整治任务的 6555 亩围网均已拆除,博望区在石臼湖上的 2.8 万余亩围网已于 2017 年 12 月 14 日全部拆除

资料来源:各省政府网整理、天风证券研究所

在政策高压下,各地沿海、湖面的网箱养殖面积被压缩,养殖量持续减少,养殖产能短期内难以恢复。加之 2016 年华中地区的洪灾影响,2017 年以来的鱼价景气有望在 2018 年延续,传统家鱼价格上涨明显。以草鱼为例,根据农业部草鱼大宗价数据,在 2017 年 6 月达到高点 16 元/公斤左右,年同比上涨 18%左右,虽然后续有所回落但整体仍处于高位。

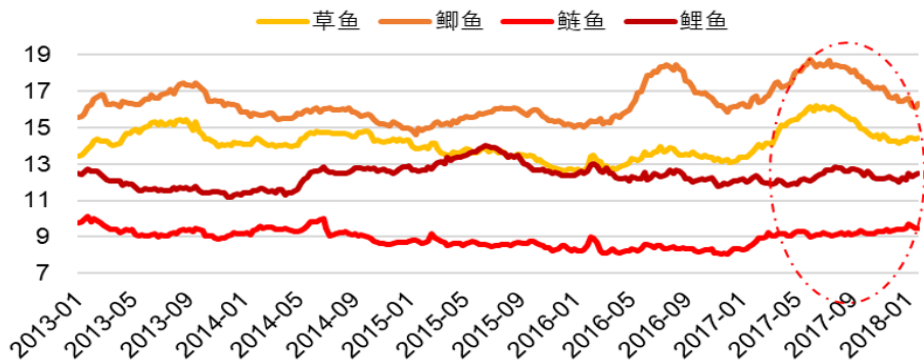
相对景气的鱼价,意味着养殖利润的上升。一方面,将推动农户增加饲料投喂量,助推水产饲料销量提升。另一方面,高鱼价不仅使得颗粒料毛利可维持,而且能够使得加快生长速度的普通膨化料的需求进一步提升,带动水产饲料销量结构的改善。

图 48：网箱淡水养殖产量上升



资料来源：中国渔业统计年鉴、天风证券研究所

图 49：2017 年传统家鱼价格上涨明显（元/公斤）



资料来源：商务部、天风证券研究所

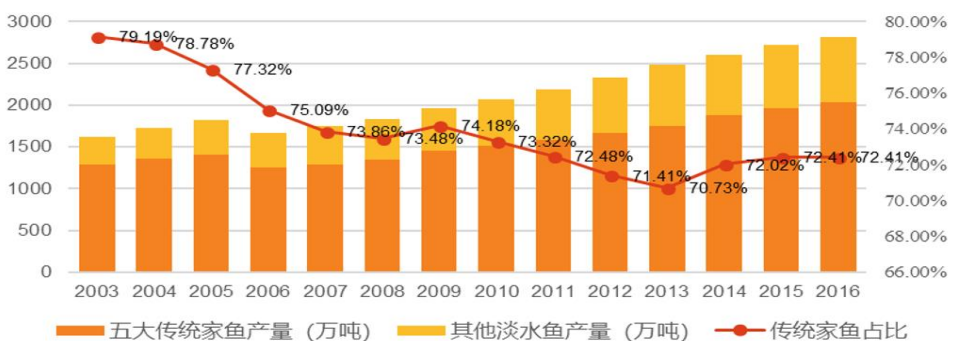
3.3.2.2. 消费升级推动特种水产料需求增长

特种水产市场潜力巨大。消费升级趋势下，对营养价值高的特种水产品和高档水产品的需求不断上升，促使传统家鱼的比重逐年下降，其他淡水鱼类的占比逐年上升，特种水产饲料增速高于行业平均水平。

特种水产饲料逐渐替代冰鲜杂鱼，市场份额提高。特种鱼原有饲料原料以海洋捕捞的冰鲜杂鱼为主，但随着禁捕期延长，冰鲜杂鱼供应不稳定。以高端膨化料为代表的特种鱼饲料需求快速增长。

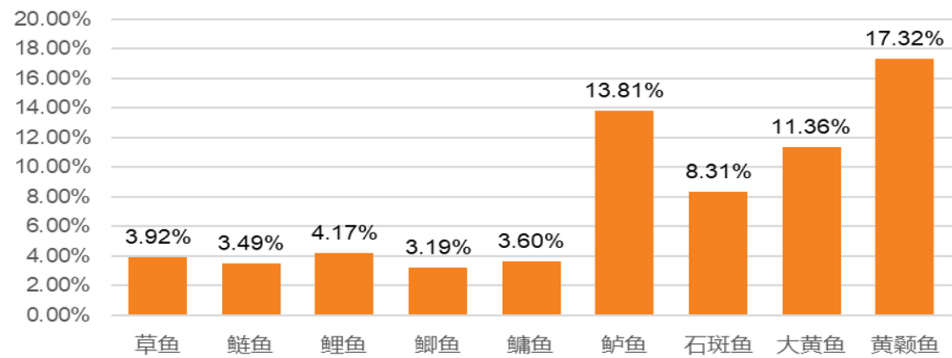
行业目前以小企业为主，且集中度高

图 50：传统家鱼产量占比逐渐降低



资料来源：中国渔业统计年鉴、天风证券研究所

图 51：特种鱼产量增速远高于传统家鱼



资料来源：中国渔业统计年鉴、天风证券研究所

3.3.3. 投资建议

重点推荐海大集团：卓越的产品力是公司的核心竞争力，也是公司 ROE 高于同行的主要原因。公司战略清晰，2018 年水产料高盈利延续（环保撑鱼价带动淡水鱼料销售+消费升级下高端鱼料市场开拓）、猪料开始发力（销量快速增长）、禽料恢复性增长（单吨盈利回升），将推动公司业绩持续增长。

我们预计，2018-2019 年，公司净利润分别为 15.77 亿、19.64 亿元，同比增长 30.66%、24.54%，公司核心竞争力突出，给予 2018 年 30 倍市盈率，目标价 30 元。维持“买入”评级。

重点关注天马科技：消费升级+环保收紧，特种水产饲料行业迎高速增长期。“十个品种全国市占率第一”战略顺利推进。公司募投项目已于 2017 年下半年投产，可转债项目也在持续推进，产能持续扩张。2017 年全年公司实现饲料销售总量 10 万吨，同比增长近 20%。预计 2018 年销量有望实现 30-40% 增长。推进股权激励计划，考核与业绩挂钩，彰显对公司未来信心。

我们预计，公司 2018-2020 年实现归母净利润 1.22/1.58/2.08 亿元，增速 35%、29%、31%。目前股价对应 2018 年业绩 27 倍估值，仍有提升空间，目标价 13 元，给予“增持”评级。

3.4. 动保板块：花开三朵，各表一枝

3.4.1. 养殖产业结构变迁催生动物疫苗市场化红利

从动保需求结构来看，目前大型养殖企业才是高品质动物市场疫苗的主要驱动力。国内养殖产业结构正发生剧烈变迁，大型养殖企业占比将加速提升。

根据产业链上下游供需判断，我们预计我国生猪养殖百强企业未来 3-5 年出栏量占有率将由 10% 提升至 30%，其中，大型养殖集团如温氏、牧原、正邦、天邦等未来 3 年均处于高速扩张期，大型养殖企业更加注重疫苗防疫效果，对高品质疫苗需求随之将加速增长。

表 23：口蹄疫市场苗市场空间预测

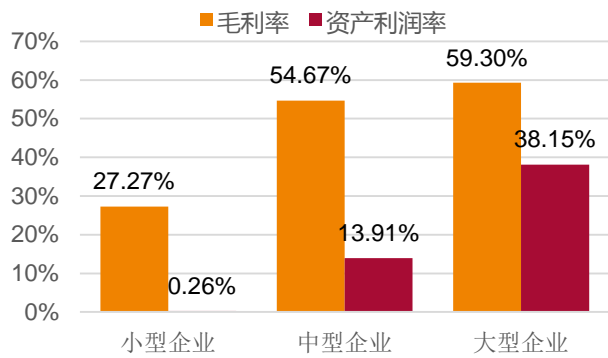
公司生物 性资产（万 元）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
温氏股份	188387	199559	225437	254355	309109	320549		
牧原股份	20274	20000	23284	41745	98323	140187.5		
正邦科技	11709	21451	21519	25353	50383	97966.17		
新希望	32493	34370	35809	32740	46224	47844.51		
天邦股份	0	7674	6467	8266	18352	35956.56		
雏鹰农牧	17784	16526	22006	23359	21935	41595.18		
大康农业	4678	3710	3636	6606	9398	25188.6		
唐人神	1533	4481	2664	2752	6360	12631.9		
金新农	473	307	22	0	8322	2883.384		
大北农	585	1880	4371	10345	8223	13759.93		
罗牛山	3589	2262	1157	1434	3263	3541.222		
新五丰	1499	1906	2392	2911	3711	4098.143		
天康生物	710	668	624	6071	5266	6748.052		
预计生物 性资产合 计（亿元）	28	31	35	42	59	73	100	135
yoy		11%	11%	19%	42%	24%	36%	35%
预计生猪出栏量合计（万头）					2853	4000	5780	7490
yoy						40%	45%	30%
预计百强猪场出栏合计（万头）					6000	8500	12000	16000
yoy						42%	41%	33%
预计百强猪场母猪存栏合计（万头）					330	450	600	800
yoy						36%	33%	33%
预计百强猪场口蹄疫市场苗合计（万元）					58608	82720	116160	154880
yoy						41%	40%	33%
预计非百强猪场口蹄疫市场苗合计（万元）					111392	133670	160404	192485
yoy						20%	20%	20%
预计口蹄疫市场苗合计（万元）					170000	216390	276564	347365
yoy						27%	28%	26%

资料来源：公司财报、博亚和讯、天风证券研究所

3.4.2. 规模效应与品牌溢价将提升品牌集中度

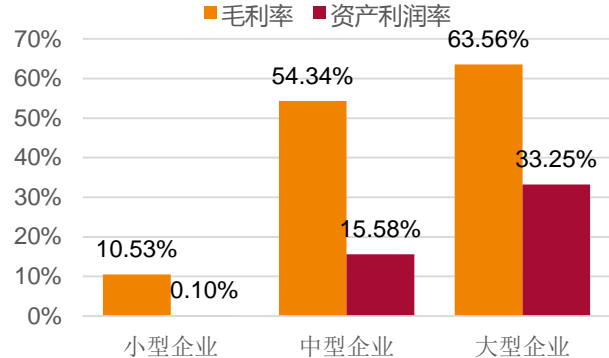
规模效应与品牌溢价是行业竞争重心。在国内，由细胞培养方式升级带来的规模效应大幅降低了疫苗生产成本，由疫苗效价提升带来的养殖经济效益提高产生了品牌溢价，两者共同决定了行业未来高利润率的基本属性。纵观国内动保行业发展历程，企业运营成本近年在显著提升，被出清或被并购是大多业内企业难逃的命运，这决定了行业未来高集中度的必然趋势，通过对国内动保行业发展趋势的演绎，我们认为产业将沿着从行业价值创造到资源配置优化最后到政企职能再划分和国际化，这是从产业竞争格局角度，可以给优秀企业更高估值的理由

图 52: 2014 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告、天风证券研究所

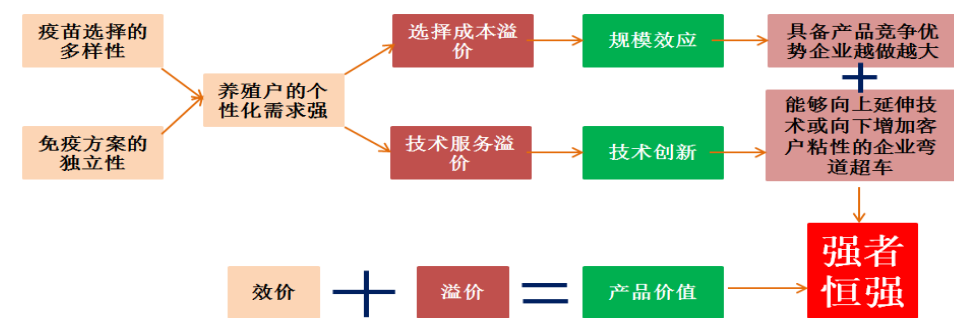
图 53: 2015 年不同规模生药企业毛利率和资产利润率



资料来源：兽药产业发展报告、天风证券研究所

效价提升带来的经济效益提高产生了品牌溢价。猪场疫情差异性较大，抗体整齐度不一，对服务的需求转嫁到对疫苗的依赖。不同猪场不同疫病阳性率不同，潜在免疫难度加大，养殖户个性化免疫程序的需求转嫁成对高端疫苗的依赖和品牌溢价。

图 54: 品牌溢价的构成



资料来源：天风证券研究所整理

3.4.3. 资源配置优化驱动企业成长主线

从产业链动态发展长期趋势来看，动保行业未来市场化和国际化是必然趋势。政府在产业链扮演的角色将由疫苗招标者转向优质优价疫苗监督者，资源配置将优先趋向三类企业：鼓励拥有明星产品的行业龙头企业横向发展成为未来养殖大客户的产品直供商；鼓励有潜力成为行业龙头的企业通过国际化发展向上延伸产业链提高研发实力；鼓励创新型企业借助政府通过资源优化配置充分释放监督职能达到增进客户粘性。

3.4.4. 投资建议

养殖规模化发展，推升高品质疫苗需求，招标采购市场化是大势所趋。推荐生物股份、中牧股份、普莱柯；

生物股份：中国版硕腾， 口蹄疫市场苗下半年开始有望加速，圆环疫苗进口替代效果明显，伪狂犬疫苗有望成为下一个增长点。禽流感疫苗技改市场两手抓，宠物疫苗有望最先布局，我们预计，18-20 年公司归母净利润 10.7/13.3/17.5 亿元，对应 EPS0.91/1.14/1.49 元，三年复合增速 26%。公司历史市盈率在 30 倍以上，我们给予公司 30 倍市盈率，目标市值 320 亿。给予“买入”评级。

中牧股份：口蹄疫市场苗放量+低估值+国企改革落地； 我们预计，18-20 年公司实现归属于母公司净利润 5.0/5.9/6.9 亿元，对应 EPS0.83/0.99/1.15 元，主业贡献净利润 2.7/3.5/4.4 亿元，三年复合增速 33%。目标市值 110 亿。给予“买入”评级。

普莱柯：研发型公司进入收获期！ 研发驱动公司产品创新进入收获期，后续产品梯队丰富。我们预计公司 18/19/20 年业绩预期 2.3/3.3/4.3 亿元，因研发核心竞争力突出，给予公司 6

个月目标市值 87 亿，目标价 27 元。给予“买入”评级。

3.5. 宠物板块：千亿蓝海，价值成长

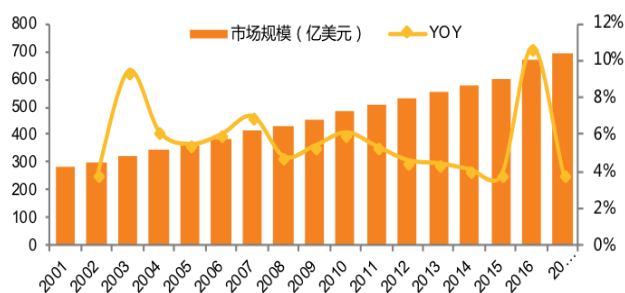
3.5.1. 国外市场经验值得借鉴

以美国为例，**美国拥有世界上最大、最发达的宠物经济**。据 APPA 数据，2017 年全美 68% 的家庭至少饲养了一只宠物，约有 1.84 亿只宠物犬/猫，其中猫、犬数量分别为 8970 万和 9420 万，平均每个养宠家庭饲养 2 只宠物猫/1.49 只宠物犬。2017 年全美宠物消费支出达到 695.1 亿美元，同比增长 4.13%，预计 2018 年这一金额将达到 721.3 亿美元。此外，美国宠物消费支出较高，宠物主平均为犬支出的年费用超过 1500 美元；为猫支出超过 900 美元。

从市场竞争格局来看，**经过多年的并购整合，美国宠物食品行业已呈现寡头垄断市场格局**。作为宠物产业最大的细分市场，美国宠物食品市场规模约为 290 亿元，其中雀巢和玛氏两大巨头垄断了近一半的份额。

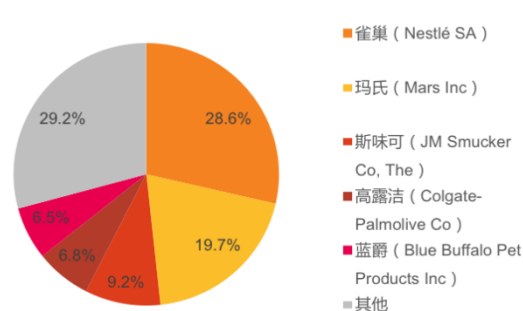
快消巨头主要通过多品牌策略占领市场份额。仅从品牌分布来看，美国宠物食品格局较分散，50% 的份额由 16 个品牌占据，排名第一的 BlueBuffalo 仅有 6.5% 的市场份额。但是大多数品牌均属于两大快消巨头——雀巢和玛氏。2017 年雀巢及玛氏占据了美国宠物食品市场半壁江山，其中雀巢占比 30%，玛氏占比 20%，份额前五的五家公司占比已高达 71%。

图 55：美国宠物行业市场规模及增速



资料来源：APPA、天风证券研究所

图 56：2017 年美国宠物食品公司份额



资料来源：Euromonitor、天风证券研究所

3.5.2. 国内宠物食品市场规模大、格局散

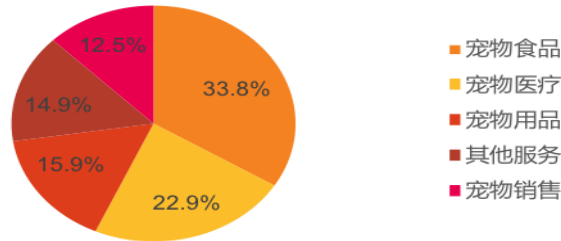
我国宠物产业仍处于蓬勃发展期、潜力大，宠物食品作为养宠刚需在行业中占据重要位置。根据 APPA 的统计，2016 年中国各个宠物细分市场中，宠物食品所占的份额最高，达到 33.80%。结合《2017 年中国宠物行业白皮书》的数据，2017 年我国宠物市场规模达到 1340 亿元，粗略估计我国宠物食品市场规模超过 400 亿元。

在众多宠物食品品牌中，**玛氏等国外品牌最早进入国内市场，主要占据了商超渠道，市场份额相对领先**，但是随着电商的崛起，电商渠道成为中国宠物食品销售的主渠道，很多本土宠物公司趁势而起，同时也出现了众多低端杂牌粮，导致**电商渠道中市场格局分散**。目前外国公司（玛氏、雀巢）市场份额依旧领先，但是其占据的市场份额已出现大幅下降。在电商渠道，进口品牌的优势更不明显。

在宠物主食方面，2017 年淘宝/天猫犬主粮销售额 67.36 亿元，猫主粮 30.80 亿元，犬主粮 CR10 占比约 23%，猫主粮 CR10 占比约 25%。皇家领先明显，在犬猫主粮分别占比 4.4% 和 12.2%，均为品牌第一。

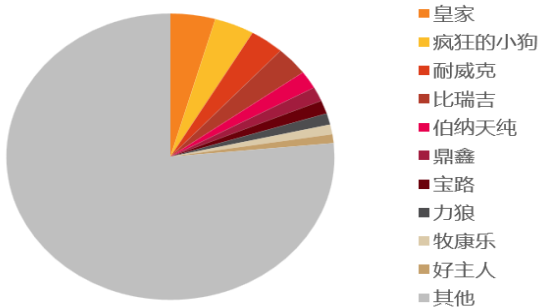
在宠物零食方面，相比主食，零食市场规模小，且国外品牌不存在成本优势，因此市场上国产品牌竞争激烈，没有哪一家份额领先。2017 年淘宝/天猫宠物犬零食 13.32 亿元，猫零食 10.02 亿元。麦富迪在犬零食中占比第一，但领先微弱；猫零食品牌极度分散，前 10 品牌占比不到 3%。

图 57：中国宠物市场细分情况（2016）



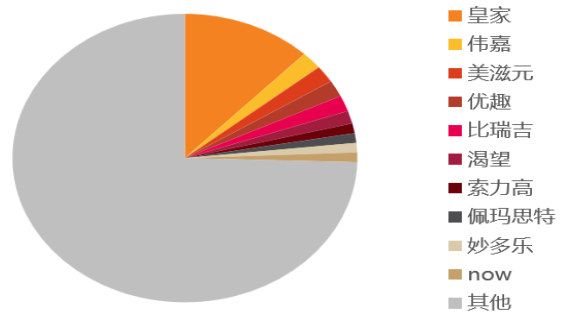
资料来源：APPA，天风证券研究所

图 58：2017 年天猫/淘宝犬主粮市场份额



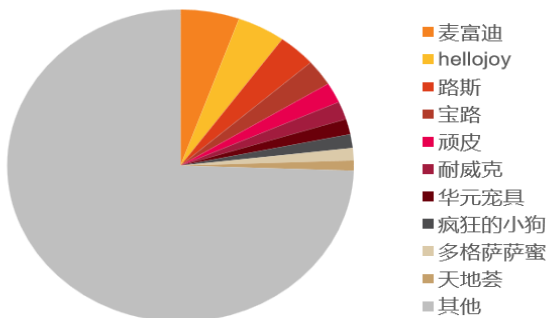
资料来源：瑞驰传媒、天风证券研究所

图 59：2017 年天猫/淘宝猫主粮市场份额



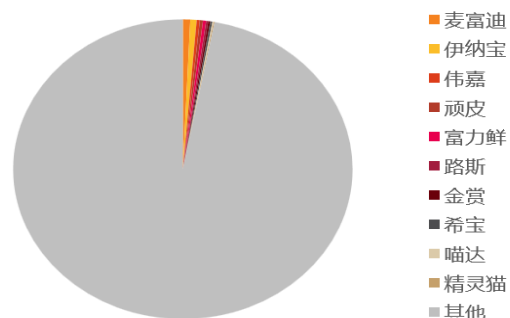
资料来源：瑞驰传媒、天风证券研究所

图 60：2017 年天猫/淘宝犬零食市场份额



资料来源：瑞驰传媒、天风证券研究所

图 61：2017 年天猫/淘宝猫零食市场份额



资料来源：瑞驰传媒、天风证券研究所

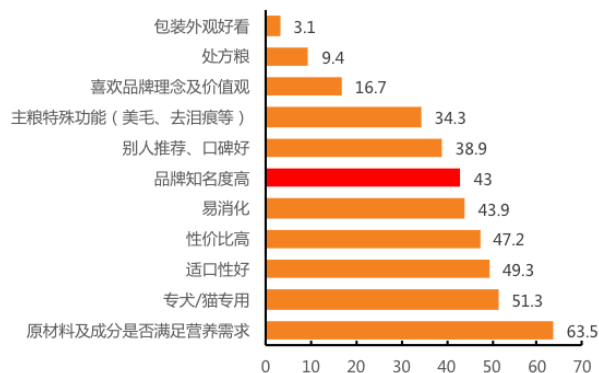
3.5.3. 国内品牌有望实现反超

品牌忠诚度尚未形成，国产品牌建设正当时。尽管进口品牌在我国宠物食品市场，特别是主粮市场中居于垄断地位，但是品牌优势并不突出。根据《2017 年中国宠物行业白皮书》的数据，“品牌知名度高”并非宠物主购买宠物食品优先考虑的因素，宠物主更关注营养成分、性价比、适口性等因素。在这一背景下，国产品牌拥有了建立品牌知名度的机会，品牌建设应当成为国内公司的重心。

电商渠道大发展，国产品牌有望弯道超车。玛氏、雀巢等进入中国市场时间较早，在商超渠道中占据优势。伴随着我国电商的迅猛发展，近几年电商渠道一跃成为我国宠物食品销售的最主要渠道，2017 年电商渠道占比 42.2%，相比之下专业渠道下降到 37.6%，一般零

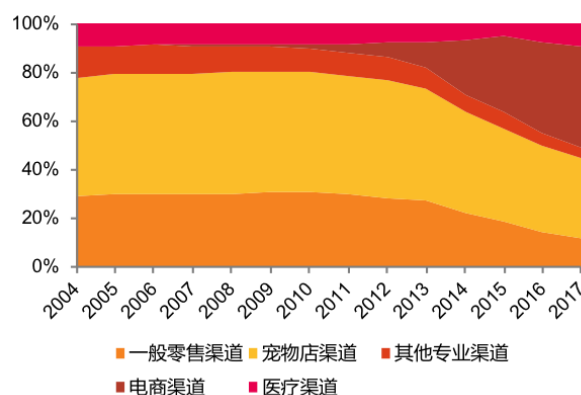
售渠道下降到 11.5%。互联网电商的迅速发展给国产宠物食品品牌以崛起机会，中国网购消费者群体庞大，大多宠物主也习惯在网上进行产品购买。互联网提供了更丰富的品牌营销方式。在宠物消费较为小众、受众较为明确单一的阶段，国产品牌有望通过电商渠道实现弯道超车。

图 62：宠物主粮购买考虑因素（%）——品牌知名度尚未形成



资料来源：《2017 年中国宠物行业白皮书》、天风证券研究所

图 63：中国宠物食品渠道占比



资料来源：Euromonitor、天风证券研究所

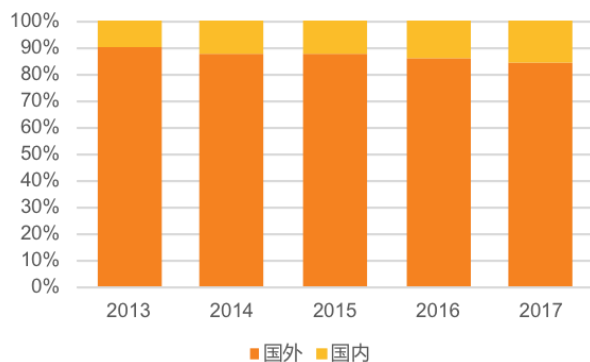
我国对于进口狗粮、猫粮等动物性饲料严格的监管程序有利于龙头公司的发展。根据《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》，境外企业首次向中国出口饲料、饲料添加剂，需向农业部申请进口登记，审查合格的，方可取得“饲料、饲料添加剂进口登记证”。另外根据国家质检总局动植物检疫监管司的规定，只有进入《允许进口饲料原料、宠物食品及配合饲料国家（地区）产品名单》该准入名单的境外国家和企业才允许向中国出口产品。根据该名单，截至 2018 年 3 月 1 日，共有 17 个国家和地区的企业可以向中国出口宠物食品或宠物食品生产用原料。因此，进口粮短期之内都不会大规模进入国内市场，为国产品牌的发展留下了时间窗口。

从前我国大多宠物食品公司以代工出口为主，通过 OEM/ODM 模式面向 B 端客户提供产品。以中宠和佩蒂为例，2013 年中宠股份国外业务营收占比超 90%，佩蒂超 97%。代工企业生产能力较强，但是品牌、渠道、营销等方面是短板。

而现在，国内宠物市场的蓬勃兴起让宠物食品上市公司开始大力开拓国内市场，深耕渠道，发掘新的增长空间。

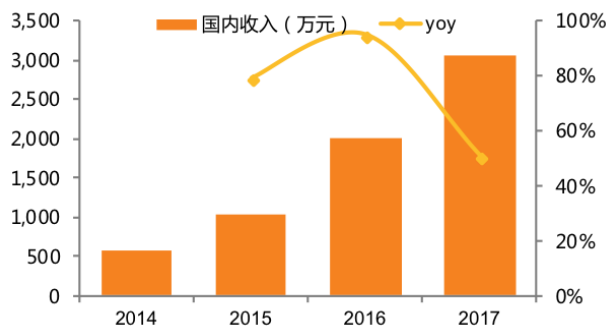
中宠股份重点聚焦电商渠道和专业渠道，增强自主品牌影响力。除了进入沃尔玛、家乐福等众多大型连锁超市等传统渠道，还通过参股宠物医院等布局专业渠道，线下渠道开拓迅速。佩蒂股份入股宠物电商平台，同时开拓线下渠道，国内收入 2014-2017 年复合增速达到 74.3%。2017 年中宠股份国内业务占比上升至 15.47%，佩蒂股份国内业务占比上升至 4.75%。

图 64：中宠股份国内业务占比逐年提升



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 65：佩蒂股份国内收入增长情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

3.5.4. 投资建议

对比美国，看好中国宠物行业：对比美国市场，我国宠物数量和宠物主的支出都有很大的提升空间。在我国人均收入提升、宠物功能向“陪伴和慰藉”转变、老龄化加重和家庭小型化趋势等多重利好条件叠加下，国内宠物行业市场潜力极大。

国内宠物食品行业空间大、增速快、格局散，国内公司有机会：宠物食品作为养宠刚性需求最先从宠物行业的蓬勃发展中收益。国外公司如玛氏和雀巢虽然有先发优势，占据商超等渠道，但是目前市场格局依旧分散，国产品牌借助电商等新渠道红利有望脱颖而出。

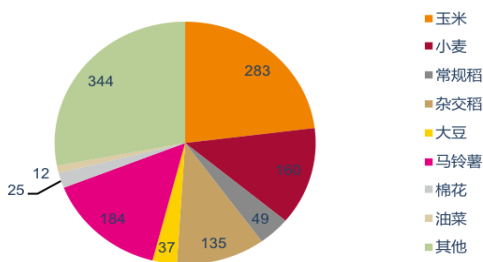
建议关注宠物食品领域率先上市的**佩蒂股份、中宠股份**：生产能力强，产品认可度高：佩蒂股份和中宠股份在宠物食品行业深耕多年，其 ODM/OEM 模式成熟，产品受到国外市场的认可。自主品牌建设领先：大多宠物食品出口企业以代工为主，品牌建设是短板，但是中宠和佩蒂拥有自主品牌，且知名度较高。率先上市，具有先发优势：佩蒂和中宠作为宠物食品公司率先上市，借力资本市场有望实现快速扩张，加强国内布局，从国内分散的市场格局中率先脱颖而出，成为国内宠物食品龙头。

3.6. 种植服务板块：农化服务新风口，种业需待时机

3.6.1. 种业：短期面临增长瓶颈，待四季度催化

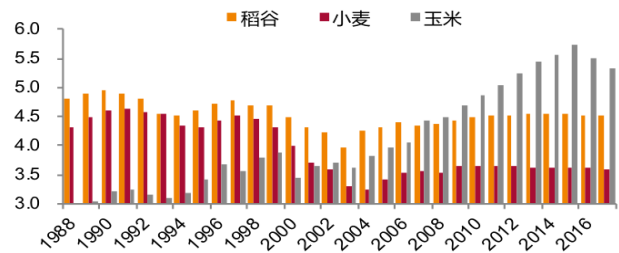
一般来说，**种子市场规模 = (播种面积 × 单位用种量) × 商品化率 × 种子价格**：1) 从播种面积来看，短期在农业供给侧改革思路下难有增长，长期则受制于耕地面积总量，亦有瓶颈。根据全国农技推广中心，稻谷/小麦/玉米三大主粮，特别是玉米的播种面积自 2016 年明显回落；2) 单位用种量则随着播种技术进步（如玉米单粒的播推广）以及种子质量提高而略有下降；3) 主要农作物品种种子商品化率已经很高，后续提升空间有限，杂交玉米和杂交水稻的商品化率更是高达 100%；4) 国内种子价格虽然仍有提升空间，但是当前种子品种喷发、供给过剩的格局，制约了种子价格的提升。

图 66：2016 年全国种子市场规模 1229.6 亿元（单位：亿元）



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 67：三大主粮播种面积从 2016 年起回落（万公顷）



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 68：主要作物商品化率提升空间有限

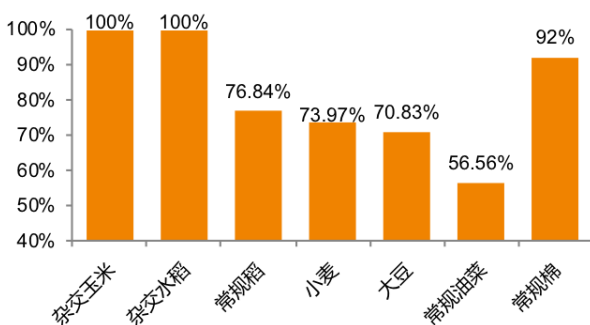
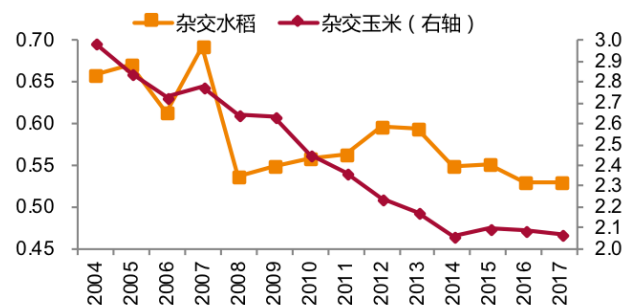


图 69：每亩用种量长期呈下降趋势（kg/亩）



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

资料来源：全国农技推广中心、统计局、天风证券研究所

水稻恶化玉米好转：

杂交水稻种子供求格局进一步恶化。根据全国农技推广中心数据，2017 年杂交水稻制种面积较 2016 年增加 5 万亩至 167 万亩，单产也有提高，较 2016 年提升 8 公斤/亩至 181 公斤/亩。制种面积和制种单产的提升，带来杂交水稻制种量增长至 3.03 亿公斤，库存消费比超过 70%。

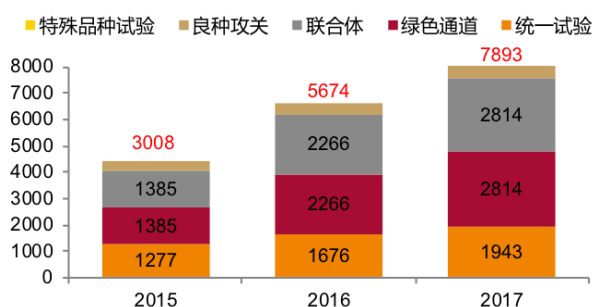
杂交玉米种子供求格局好转。根据全国农技推广中心数据，2017 年杂交玉米制种面积较 2016 年下降 110 万亩至 295 万亩，单产也有所下降，较 2016 年下降 30 公斤/亩至 340 公斤/亩。制种面积和制种单产的下降，带来杂交水稻制种量下降 4.7 亿公斤至 10 亿公斤，库存消费比约 68%。

3.6.1.1. 审定渠道放开，品种激增

从 2014 年开始，品种审定渠道放开，国内进入品种喷发期，将进一步强化具备品种自主研发能力的种企的市场竞争力，也使得种企根据一地的气候、土壤等自然条件进行精细化品种开发成为可能，**品种集中度向公司集中度转变**，有利于推动市场份额向龙头企业集中。

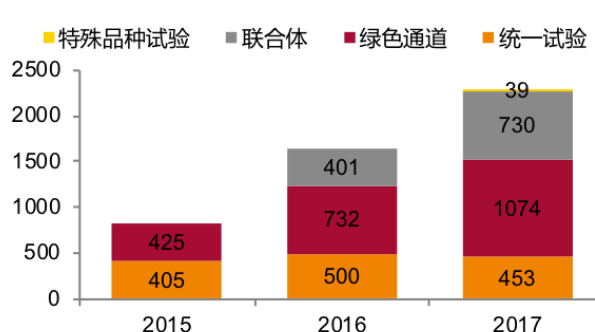
审定渠道的开放也是推动品种次代更替加速的重要动力。根据全国农技推广中心数据来看，2017 年五大作物各渠道参试数量增至 7893 个，五大作物各渠道审定数量增至 1373 个；玉米水稻各个渠道审定数据快速增长。

图 70：2017 年五大作物各渠道参试数量增至 7893 个



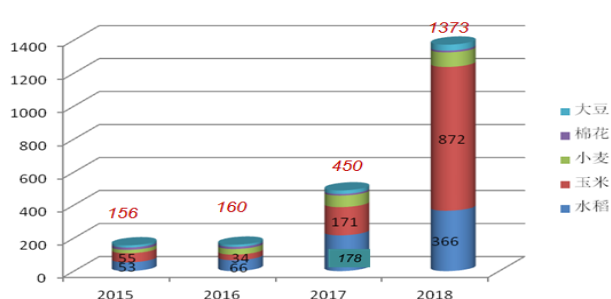
资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 71：水稻各渠道品种审定数量激增（个）



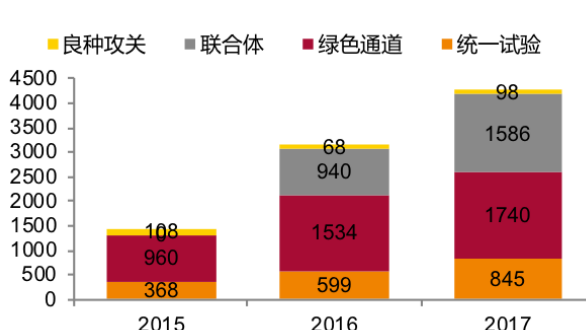
资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 72：2017 年五大作物各渠道审定数量增至 1373 个



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 73：玉米各渠道品种审定数量激增（个）



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

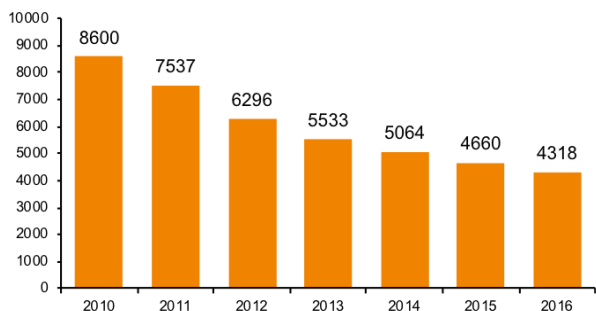
3.6.1.2. 产业进入并购整合期

从产业阶段来看，国内种业也进入了并购整合期。目前中国正类似于美国 60-80 年代时候的情况，即将进入第一轮并购浪潮期。表现在：1) 种企企业数量多，但是体量都不大，行业集中度不高；2) 种子行业平均利润较高，市场前景广阔；3) 市场监管趋严，种子行

业准入门槛提高；4) 作物方向的生物科技公司和研究机构大量出现(SMEs)，并逐步被种企并购（国内的表现为公益性研究所“事企脱钩”）。

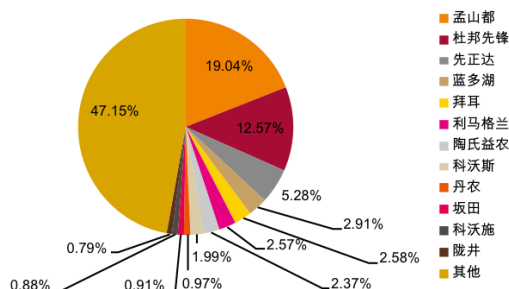
国内种业的高度分散化，为并购整合提供了可能。全球种业市场集中度较高，而我国种子企业数量较多，市场集中度较低，但数量正逐年下降，并购整合空间较大。

图 74：全国种子企业数量逐年下降



资料来源：全国农技推广中心、天风证券研究所

图 75：2014 年全球种业市场份额



资料来源：彭博、天风证券研究所

3.6.1.3. 种业高估值具备合理性

技术壁垒是高估值的根源。从国际种业的技术投入来看，品种权保护是技术壁垒的基石。长期的资金、人才投入是种业构建壁垒保证。企业通过不断技术沉淀来强化自身核心竞争力。在这种技术垄断优势下，除非革命性育种技术的出现，否则，龙头企业的地位就将难以撼动。

种业研发高风险高回报意味着高估值，国际种子企业估值也验证了这一观点。爆款带来业绩的快速增长性，反之，研发路线失误，则错过发展期。

国际种子企业大部分在上市时就已经进入成熟期。例如，孟山都 2000 年上市时，其收入规模已经达到 16.08 亿美元。即使这样，在他们业绩相对高增长长期，也都经历了一轮 30-40 倍以上的高估值阶段。

图 76：孟山都估值



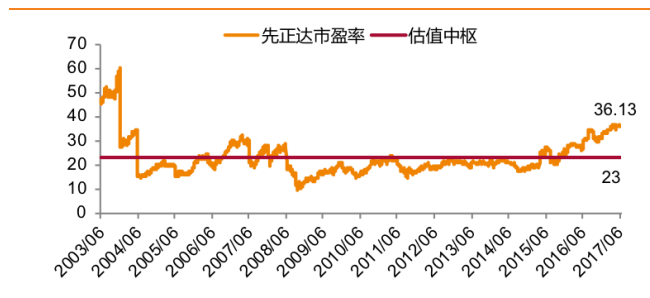
资料来源：彭博、天风证券研究所

图 77：先锋种业历史估值

图 78：先正达历史估值



资料来源：彭博、天风证券研究所



资料来源：彭博、天风证券研究所

3.6.1.4. 投资建议

当前产业处于低迷期，行业进入结构性增长阶段。只有具备持续并购资金储备、品种梯队储备以及优异营销运作能力的企业方能在改阶段获得成长。预计三季度是业绩空窗期，四季度预收款预期、政策炒作预期是股价的催化剂。

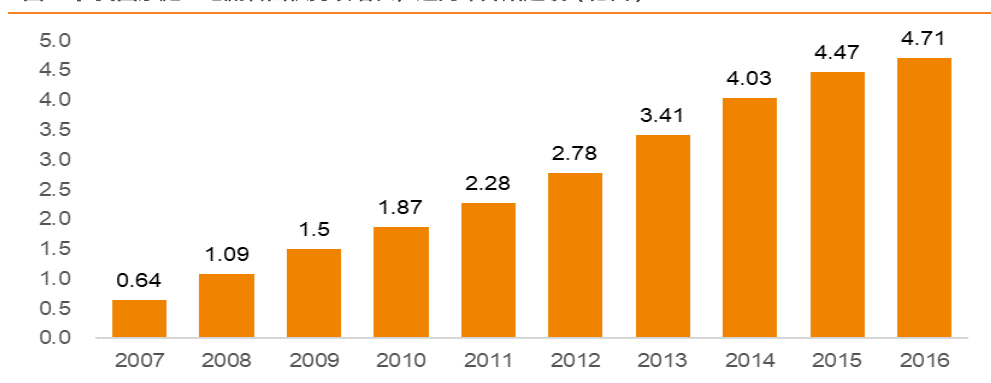
重点推荐隆平高科（估值低；盈利承诺打底业绩增速；）。我们预计，2018-2020年，公司归母净利润分别为11.04、14.86亿、20.19亿元，EPS0.88、1.18、1.61元，同比增长43.17%、34.47%、35.94%。公司作为国内种业龙头，理应享有估值溢价，给予2018年35倍市盈率，目标价31元。

3.6.2. 农化服务板块：规模化促进种植服务业快速发展

3.6.2.1. 国家大力推进土地流转，促进农业规模化经营

我国土地流转规模已经从2007年的6400万亩增加到2016年的4.71亿亩，2016年的流转面积占比也已经达到了35.1%。从近两年看，我国土地流转面积增速开始放缓。

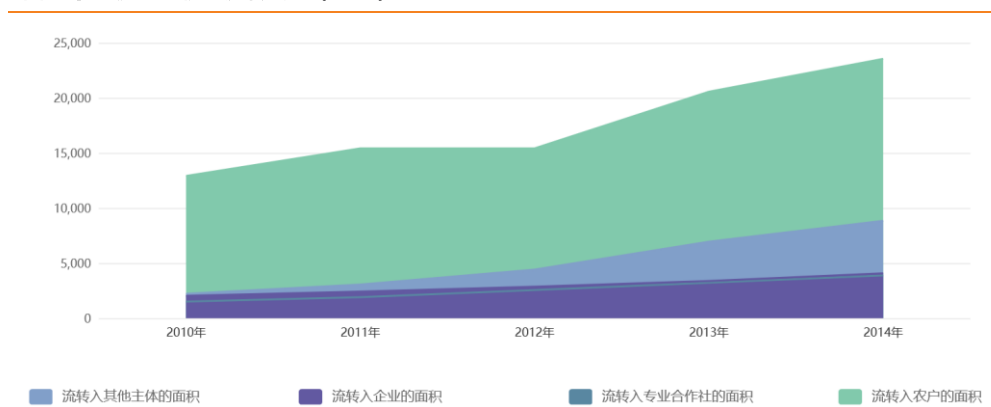
图 79：我国家庭土地流转面积持续增长，近两年开始趋缓（亿亩）



资料来源：农业部 天风证券研究所

从土地流转的去向来看，流入农户的面积最大，增速较快的是合作社，其中企业流转的土地增长较慢，长期以来保持10%左右的比例。

图 80：家庭承包耕地流转去向（亿亩）



资料来源：土流网 天风证券研究所

可见，尽管国家一直鼓励企业和资本参与到农业产业化的进程之中，但是从土地流转的进程来看，企业的参与意愿并不是很强，我们认为这主要是有三个方面的因素决定的：首先农村土地权属不清晰；其次，交易市场不活跃，流动性差；第三，流通过程不规范，流转成本高企。

2017年，全国土地确权基本完成，2018年全国农村确权结束。我们认为，下一步，我国土地流转改革的重点就是要解决制约企业参与土地流转的因素，加大企业在土地流转中的作用，并以此为基础为我国农业发展引入资本、管理和技术，推进我国农业现代化的发展。

我们认为，我国土地流转改革有望加速深化，在权属明细、流转程序规范、交易机制和定价机制建立等多方面实现落地，在促进企业参与到土地流转的同时为现有的农垦及其他土地流转的企业带来发展机遇！

表 24：近两年我国土地流转政策

时间	文件	主要内容
2016/5	《农村集体经营性建设用地使用权抵押贷款管理暂行办法》	从贷款的目的、依据和总体要求，贷款业务开展的范围、贷款的全流程管理、贷款的风险保障机制、监管部门的职责等方面对开展农村集体经营性建设用地使用权抵押贷款业务进行了详细的规定。
2016/6	《农村土地经营权流转交易市场运行规范（试行）》	明确了市场交易的主体、条件和品种，规范了交易的具体事项，更加注重保护农民的权益，防止基层干部谋取私利、侵犯农民利益。
2016/10	《关于完善农村土地所有权承包经营权分置办法的意见》	将土地承包经营权分为承包权和经营权，实行所有权、承包权、经营权分置并行，着力推进农业现代化，是继家庭联产承包责任制后农村改革又一重大制度创新。
2016/11	《中共中央国务院关于完善产权保护制度依法保护产权的意见》	就完善产权保护制度、依法保护产权提出意见。《意见》明确了产权保护的十大任务并重点提到了通过司法行政制度完善，完善农村集体产权并规范农村产权流转。

资料来源：公司公告 天风证券研究所

我们认为，随着我国土地流转改革的不断深化，企业参与到土地流转的量也会快速增加，并带动相应的投资机会：

首先，土地价值重估。土地价值重估主要从两个方面来强化：一是土地的流动性增强；二是土地的金融属性彰显。

其次，土地经营规模扩大。随着土地流转政策的不断落地，农垦及参与土地流转的企业将有机会通过不断地扩大土地经营规模，实现业务的持续扩张，并推动业绩增长！

最后，土地集约带来的种植产业链服务崛起。随着土地集约化程度提升，为种植上游农资服务开拓新模式提供可能。市场上单一的农资服务商逐步转变为综合的种植产业链服务商，提供技术、信息、金融等增值服务。

3.6.2.2. “乡村振兴”战略开启种植业发展新时代

2017年12月29日中央农村经济工作会议明确实施乡村振兴战略的目标任务：

- 到2020年，乡村振兴取得重要进展，制度框架和政策体系基本形成；
- 到2035年，乡村振兴取得决定性进展，农业农村现代化基本实现；
- 到2050年，乡村全面振兴，农业强、农村美、农民富全面实现

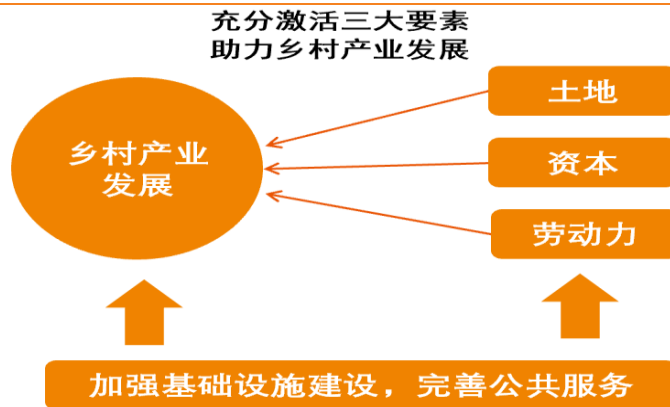
未来3年内，将是国内农村改革的顶层设计关键时期！改革将侧重于健全乡村经济发展体制，以及给予乡村振兴以重点财政支持。

而产业发展是乡村振兴的核心！

- 在农业方面，需要进一步发展农业适度规模化、产业化经营，提高农业生产效率，提升产业竞争力。延长产业链，提升价值链，增加农业产业附加值，也为**种植产业链服务商**提供了巨大机会，而传统的**农资龙头企业**凭借其资本和**农资服务渠道优势**，将更能发挥其优势，助力产业发展。

- 另一方面，则需要引入非农产业，增强农村产业基础。我们看到近年来，一二线城市的中低端制造业加速向三四线城市乃至村镇转移，相应也带来了本地化就业机会。

图 81：助力乡村产业发展的三要素



资料来源：天风证券研究所

3.6.2.3. 投资建议：重点推荐果蔬种植服务商新洋丰！

新洋丰在做大做强主业的基础上，通过战略投资和资源整合，以内生发展和外延式扩张相结合的方式，向现代农业方向延伸，特别是在农业设施、装备、可信任优质农产品的生产、种植和流通领域提供解决方案，努力向现代农业产业解决方案提供商转型。

2016 年 1 月，公司设立北京新洋丰现代农业并购投资有限公司，致力于开展智慧农业（农业大数据、物联网、农业电商及金融）、高端现代农机装备制造及农化服务等现代化农业领域股权投资。

2016 年 3 月，公司设立湖北新洋丰现代农业发展有限公司，以之为载体开展新型农业投入品及农业技术的研发、集成、孵化及市场推广，农业综合服务、农产品现代化种植、收购及销售等农业相关业务。

并购投资公司和现代农业发展公司的设立标志着公司已经完成了现代农业业务布局的上层建设，下一步就是通过内生和外延的方式加大业务布局。2016/2017 年，公司在现代农业方面积极拓张，先后参股江苏绿港、象辑知源，设立洛川果业，收购 Kendorwal 农场。

图 82：公司全方位布局，打造现代农业产业解决方案提供商

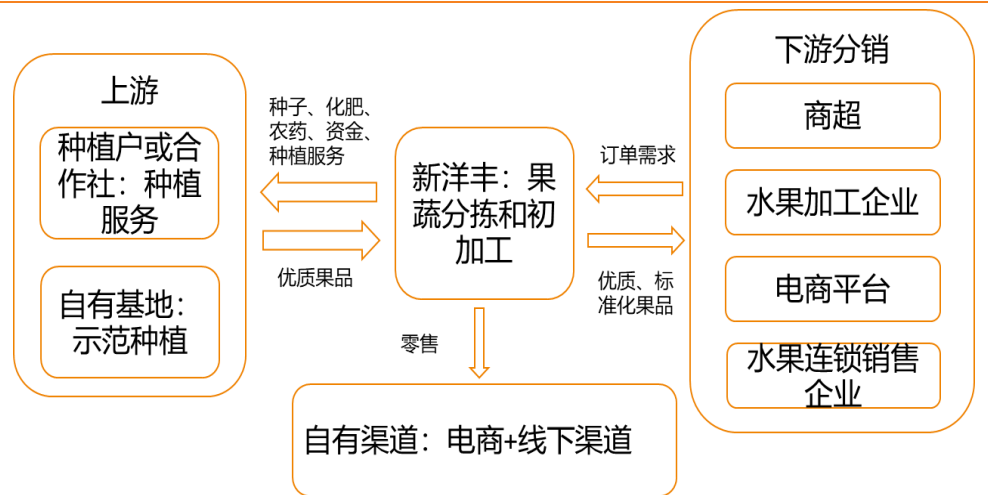


资料来源：公司公告 天风证券研究所

我们认为，新洋丰的优势在于农资和种植服务，因此，立足于生产是公司进行果蔬种植服务商模式升级的根基。立足于生产要点有二：1) 立足于生产提供农资产品，尤其是公司自身复合肥产品的开发和销售；2) 立足于生产打造优质的标准化的适合市场需求的水果产品。

融入果蔬供应链并服务于供应链是公司进行果蔬种植服务商模式升级的必然选择。1) 服务于供应链，与下游优质果蔬销售和加工企业深度合作，实现订单生产，能够保障公司产品的销售，迅速做大规模；2) 通过服务下游供应链企业，公司能够积累果蔬产业链运作经验，并以此为依托做大零售，打造自己的品牌，打造出新的利润增长点。

图 83：新洋丰商业模式



资料来源：天风证券研究所

4. 十大金股

4.1. 益生股份：白鸡行业景气+哈伯德重塑产业格局

(1) 引种曾祖代，仅此一家！

根据公告，公司是国内最大的祖代白羽鸡养殖企业。2016年11月，公司从法国哈伯德公司引入曾祖代，成为国内唯一一家拥有白羽鸡曾祖代的养殖企业，打破了国内祖代引种完全依赖于进口的局面。

(2) 哈伯德已在国内落地生根

哈伯德目前正迅速成为国内最重要的白羽肉种鸡品种之一，预计2018年其祖代鸡更新量占比有望达到35%-40%，考虑到其他品系换羽，哈伯德父母代占比有望达到30%-35%。Agristat等研究数据显示，哈伯德品种具备生产成本优势，而且国内祖代种源不足以及换羽鸡质量问题使得传统品种受到严重冲击，为哈伯德提供了最好的市场推广良机。

哈伯德的份额不会因复关而改变。在政策引导有序引种的背景下，一方面，在进口种源依旧紧张的卖方市场下，产业竞争强度低，格局难有大改变。另一方面，也给了公司足够的时间去引导养殖户建立适应哈伯德品种的养殖体系，通过建立养殖习惯培育客户粘性，稳固市场地位。而且，由于哈伯德已成为安伟捷的子公司，与罗斯、AA+不再构成直接竞争关系，而且还可以通过育种资源的协同互补实现品种性能的进一步改进与优化，反过来进一步增强公司的竞争力。

(3) 借力哈伯德，重塑产业新格局

引种哈伯德曾祖代，在新增引种渠道外，更重要的意义在于引发产业格局的改变。2015

年以来的引种危机所导致的大规模换羽以及随后的鸡病频发，对于中小祖代场的产品信誉是极大的伤害，甚至将被客户所摒弃。而公司依靠引种曾祖代保证了产能供应，并严格执行不换羽程序。两相对比之下，是实现公司市占率提升的根本原因。更进一步，市场集中度的提高，将增强行业的盈利能力及盈利稳健性，带来长期 ROE 的提升。

育种是产业的战略制高点，引种曾祖代，将为公司积累原种养殖经验，若未来公司能借此在育种上获得突破，则将带来企业的转型升级。

(4) 白羽鸡产业景气有望贯穿 2019 年

2018 年白羽鸡行业进入盈利反转年，产业景气有望贯穿 2019 年。公司也将随着供给收缩下产业链议价能力增强而充分受益于行业的景气提升。

(5) 投资建议：公司盈利能力将充分受益于供给收缩下行业景气度的提升。哈伯德品种在国内的落地生根，强化了公司的市场竞争地位。我们预计，2018-2019 年，公司净利润分别为 3.38 亿、4.04 亿元，对应 EPS1、1.2 元，维持“买入”评级。

表 25：益生股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,611.13	656.40	993.51	1,144.62	1,102.78
增长率(%)	166.62	(59.26)	51.36	15.21	(3.66)
EBITDA(百万元)	671.52	(219.24)	439.55	494.99	448.72
净利润(百万元)	562.16	(310.37)	337.82	404.36	360.73
增长率(%)	(240.32)	(155.21)	(208.84)	19.70	(10.79)
EPS(元/股)	1.67	(0.92)	1.00	1.20	1.07
市盈率(P/E)	13.77	(24.95)	22.92	19.15	21.46
市净率(P/B)	5.26	6.39	5.24	4.41	3.83
市销率(P/S)	4.81	11.80	7.79	6.76	7.02
EV/EBITDA	17.04	(37.40)	17.60	15.11	15.38

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.2. 圣农发展：中国小泰森+长期 ROE 有望提升

(1) 供需格局改善，2018 年白羽肉鸡产业趋势性好转！

在海外禽流感未能平息以及政府的刻意保护之下，2018 年白羽鸡引种预计仍将维持在 60-70 万套左右，低于 80 万套的均衡水平。在此背景下，产业供给核心矛盾从引种规模向换羽规模转移。换羽意愿的低迷以及换羽能力的受限，使得 2018 年行业供给收缩终成现实。需求方面，禽肉需求结构性增长，而消费升级给行业消费带来新活力。而屠宰厂低库容率为后续价格上涨打开空间。总之，2018 年白羽鸡行业进入盈利反转年，产业景气有望贯穿 2019 年。公司作为白羽肉鸡一体化龙头，将受益行业景气带来的估值提升和盈利改善。

(2) 中国小泰森，做强一体化的食品公司！

美国泰森农业的发展轨迹说明，农牧企业要摆脱普遍的低毛利率、高业绩波动，成为营收稳定的高市值上市公司，往往需要经历两个步骤：1) 全产业链布局，降成本、稳供应、保安全；2) 进入消费品领域，由提供粗级产品的农牧企业走向综合性的食品企业。

(3) 全产业链经营，长期 ROE 有望提升。

自繁自养的全产业链经营，是公司产品品质的根本保障，也为公司带来了客户优势，并使得公司在鸡肉这一同质化产品中实现了品牌溢价。此外，

一方面，公司在效率提升的基础上积极寻求产能扩张。公司通过优化内部管理，推动生产

成本大幅下降。在此基础上，积极寻求产能的进一步扩张。国内分散的产业结构以及国外巨头 JBS 全球 35 亿羽屠宰规模以及巴西市场 35% 的市占率都表明，公司还有广阔的成长空间。在管理层完成换班以及前期自建产能完成的前提下，不排除公司后续通过并购实现产能快速扩张的可能。

另一方面，通过收购圣农食品，公司将产业链延伸至高毛利的食品加工领域。通过产业协同，圣农食品实现了高盈利率及高增长。而这也将进一步增强公司的盈利能力及稳健性，推动公司长期 ROE 的提升。目前，与上游种鸡销售企业相比，公司 ROE 已经出现企稳抬升的迹象。

(4) 投资建议：我们预计公司 2018-2020 年实现归母净利润 12.50/15.36/16.13 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.24/1.30 元。公司消费品转型持续深化，产能扩张空间大，龙头地位有望加强，继续给予“买入”评级。

表 26：圣农发展财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,340.42	10,158.79	11,964.64	13,575.57	14,789.63
增长率(%)	20.18	21.80	17.78	13.46	8.94
EBITDA(百万元)	1,429.42	1,319.37	2,350.88	2,749.78	2,947.23
净利润(百万元)	678.73	315.10	1,249.90	1,536.09	1,612.63
增长率(%)	(275.03)	(53.58)	296.67	22.90	4.98
EPS(元/股)	0.55	0.25	1.01	1.24	1.30
市盈率(P/E)	32.62	70.26	17.71	14.41	13.73
市净率(P/B)	3.75	3.54	2.51	2.46	2.42
市销率(P/S)	2.65	2.18	1.85	1.63	1.50
EV/EBITDA	18.56	16.74	10.07	8.55	7.74

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.3. 牧原股份：自繁自养龙头出栏高增长+优秀成本控制力

(1) 猪价底部，三季度预计反弹，养猪龙头有望受益

长期来看，本轮周期有望逐步见底，短期来看，季节性供需格局改善将促使猪价反弹。当前猪价较低，养殖产业处于亏损状态，生猪存栏将进一步去化。公司作为产业龙头，依靠内生资本积累，实现产能稳步扩张，预计 2018-2019 年出栏规模分别为 1200 万头、1700 万头。

(2) 产能储备充足，生猪出栏高增长

公司是国内领先的自繁自养一体化生猪养殖龙头企业。上市之后，公司加快产能建设即储备，进入出栏规模快速增长阶段。根据公司一季报预告及销售月报公告，预计一季度出栏 221.4 万头，同比增长 78%。出栏规模高增长！上市以来，公司多方募集资金，大幅扩建自身产能，目前，公司已经在十余省区成立子公司建设养殖产能，为公司后续存栏的快速增长奠定基础。截止 2017 年年底，公司生产性生物资产 14.02 亿元，同比增长 43%，种猪数量持续增加。预计约有 60 多万头种猪。以此为基础，我们预计，2018 年-2020 年，公司生猪出栏规模 1200、1700、2100 万头。

(3) 成本控制能力优异

1) 饲料方面，灵活调整饲料配方以及接近玉米原料产地，是公司最主要的优势。公司可以根据原材料的性价比及时调整饲料配方中的主要材料，有效降低饲料成本，从而形成了较强的成本优势。2) 人工成本方面，公司自行研制的自动化饲喂系统，提高了生产效率。在育肥阶段，公司 1 名饲养员可同时饲养 2,700-3,600 头生猪（根据猪舍条件），生产效率高于国内行业平均水平。我们预计，公司商品肉猪的完全成本预计在 11.5 元/公斤，饲料原材料成本仍然占全成本 50% 以上。严格的成本控制以及低成本优势，是公司抵御猪价下

行风险的最佳保证。

(4) 投资建议：预计 2018/2019/2020 年净利润 12.3/13.5/78.3 亿元，则 2018-2020 年净利润同增 -48%/10.4%/479%，对应 EPS 分别为 0.59/0.65/3.76 元。

表 27：牧原股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,605.91	10,042.42	15,100.82	21,039.23	32,323.25
增长率(%)	86.65	79.14	50.37	39.33	53.63
EBITDA(百万元)	2,867.35	3,393.88	2,317.33	3,116.98	10,092.88
净利润(百万元)	2,321.90	2,365.53	1,225.31	1,352.90	7,833.70
增长率(%)	289.68	1.88	(48.20)	10.41	479.03
EPS(元/股)	1.11	1.13	0.59	0.65	3.76
市盈率(P/E)	21.31	20.92	40.38	36.58	6.32
市净率(P/B)	8.74	3.89	3.9	3.63	2.63
市销率(P/S)	8.83	4.93	3.28	2.35	1.53
EV/EBITDA	9.61	18.41	24.95	20.39	6.17

资料来源：Wind、天风证券研究所

4.4. 温氏股份：养殖航母+黄羽肉鸡景气

(1) 猪价底部，三季度反弹，养猪龙头有望受益

长期来看，本轮周期有望在 2019 年见底，短期来看，季节性供需格局改善将促使猪价反弹。当前猪价较低，养殖产业处于亏损状态，生猪存栏将进一步去化。公司作为产业龙头，依靠内生资本积累，实现产能稳步扩张，预计 2018-2020 年出栏规模分别为 2300 万头、2700 万头、3000 万头。其次，公司抗风险能力高。截至 2018 年 1 季报，公司资产负债率仅为 30%，为生猪养殖上市公司中最低。

(2) 肉鸡市场景气，提供额外盈利来源

产能的去化以及禽流感影响的消除，2018 年上半年，黄羽鸡业务同比去年同期大幅好转。根据公司公告，商品肉鸡销售均价同比上涨 58.16%，预计报告期内单羽盈利 3-3.5 元，黄羽肉鸡出栏 3-3.5 亿羽，贡献业绩 10-12 亿元。肉鸡板块业务改善有望在猪下行周期提供其他养猪股不具备的盈利来源。

(3) 投资建议：我们预计，2018-2020 年净利润 30.86/34.97/137.5 亿元，对应 EPS 0.58/0.66/2.59 元。

表 28：温氏股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	59,355.24	55,657.16	55,859.89	63,893.73	82,708.08
增长率(%)	23.05	(6.23)	0.36	14.38	29.45
EBITDA(百万元)	14,003.49	9,066.38	6,022.35	7,181.28	18,239.10
净利润(百万元)	11,789.88	6,751.12	3,085.74	3,497.40	13,749.84
增长率(%)	89.99	(42.74)	(54.29)	13.34	293.14
EPS(元/股)	2.26	1.29	0.58	0.66	2.59

市盈率(P/E)	9.41	16.43	39.81	35.13	8.94
市净率(P/B)	3.64	3.40	3.74	3.46	2.77
市销率(P/S)	1.87	1.99	2.20	1.92	1.49
EV/EBITDA	10.58	13.67	20.50	17.33	6.38

资料来源: Wind、天风证券研究所

4.5. 天邦股份：成本持续下降+出栏高增长

(1) 养殖成本持续下降，规模快速扩张

长期来看，本轮周期有望在 2019 年见底，短期来看，季节性供需格局改善将促使猪价反弹。当前猪价较低，养殖产业处于亏损状态，生猪存栏将进一步去化。

公司养殖起点高，推崇技术主导，开启技术养殖阶段，具备养殖后发优势。作为唯一一家披露养殖成本的上市公司，随着产能的达产以及技术的积累，2018 年一季度，其养殖成本已下降至 12 元/公斤，与温氏股份相近。

出栏规模保持高增长。预计 2018-2019 年，生猪出栏规模达 240 万头、500 万头。此外，公司还多方筹备发展资金。截止至 2018 年一季度，资产负债率为 40%，在上市公司中仅次于温氏股份。通过引入社会合作资本等方式，多重措施并举，为产能扩张筹备资金。

(2) 水产料和疫苗稳定增长，为公司保驾护航

水产饲料及疫苗业务稳步发展，为公司整体发展保驾护航。

疫苗方面:1、公司生猪放量将带动疫苗业务增长;2、公司新品推出和市场化苗拓展带动疫苗业务增长;公司疫苗业务仍将保持持续高增长。

水产料方面,公司收购 PRIMO 并与海茂合作带来渠道和客户共享,叠加今年鱼价高景气带来的水产料行业景气延续,预计公司水产料也将保持持续的高增长。

(3) 投资建议: 我们预计, 2018-2020 年, 公司归母净利润分别为 2.73/2.36/34.39 亿元, EPS 为 0.24/0.20/2.97 元。

表 29: 天邦股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,370.46	3,061.06	5104.60	8976.50	17023.00
增长率(%)	10.70	29.13	66.76	75.85	89.64
EBITDA(百万元)	505.82	442.32	639.97	963.30	4507.65
净利润(百万元)	372.89	262.14	273.46	235.74	3439.28
增长率(%)	238.18	(29.70)	4.32	(13.79)	1358.92
EPS(元/股)	0.32	0.34	0.24	0.20	2.97
市盈率(P/E)	12.44	17.69	16.96	19.68	1.35
市净率(P/B)	3.30	1.53	1.42	1.35	0.8
市销率(P/S)	1.96	1.52	0.91	0.52	0.27
EV/EBITDA	15.82	14.16	11.69	10.52	2.37

资料来源: Wind、天风证券研究所

4.6. 海大集团：水产料行业景气+卓越产品力

(1) 普通水产饲料：消费升级与环保齐下，水产料景气延续

2017 年环境政策高压下，各地沿海、湖面的网箱养殖面积被压缩，所以养殖量持续减少，加之 2016 年洪灾影响，2017 年水产品价格维持高位，传统家鱼价格上涨明显。

鱼价的景气意味着：水产料单吨盈利有望维持高位高毛利的一般膨化料销（能够加快生长速度）需求旺盛，推动销售结构改善我们预计，2018 年，公司水产料销量将达 250 万吨、300 万吨，实现净利润约 8.46 亿、10.54 亿元。

（2）高端特种水产料：行业景气高增长

消费升级趋势下，对营养价值高的特种水产品和高档水产品的需求不断上升，促使传统家鱼的比重逐年下降，其他淡水鱼类的占比逐年上升。特种鱼原有饲料原料以海洋捕捞的冰鲜鱼（肉食性）为主，但随着禁捕期延长，冰鲜鱼供应不稳定。以高端膨化料为代表的特种鱼饲料需求快速增长。

特种鱼饲料目前产业空间约 300 多万吨，且增速高于行业平均水平。行业目前以小企业为主，且集中度高，单一特种鱼饲料品种由 2-4 家企业垄断。相较于行业现有玩家，公司体系化竞争优势显著。目前，公司针对特种鱼市场的高端膨化料以生鱼、鲈鱼为主，辅以白鲢鱼、桂花鱼，包括桂鱼、大黄鱼、加州鲈等品种将是下一步发展重点。

（3）公司具有卓越的产品力

公司通过动物营养和原料利用的研发能力、饲料产品的配方技术能力、原材料价值采购能力、高效的内部运营能力等各项专业能力和“四位一体”快速联动机制共同打造了公司卓越的产品力。将种苗、动保、服务结合起来，转型养殖方案解决商，以“产品力提升”抢占市场的模式取代以往的“服务带动销售”模式。公司产品核心竞争力强，带动公司 ROE 高于同行。

（4）其他饲料：猪料进入发力期、禽料稳中求进

随着猪饲料产业，尤其是高端猪饲料产业进入市场集中度快速提高期，公司将猪饲料业务列为未来 3-5 年的发展重点，目标是实现 800 万吨销量。预计 2018 年，公司猪饲料销量分别为 265 万吨，贡献净利润约为 1.88 亿元。

2017 年，受鸡蛋价格低迷、山东环保督查影响，公司禽料增速放缓。我们预计，单吨盈利从此前的 50-60 元/吨大幅下滑至 20 元/吨，利润贡献约 1 亿元左右。2018 年，随着去年的不利因素也基本消除，预计单吨净利有望回到 40 元/吨，饲料销量稳步增加至 500 万吨，则利润贡献预计达 2 亿元。

（5）投资建议：

卓越的产品力是公司的核心竞争力，也是公司 ROE 高于同行的主要原因。公司战略清晰，目标明确，2018 年水产料高盈利延续（环保撑鱼价带动淡水鱼料销售+消费升级下高端鱼料市场开拓）、猪料开始发力（销量快速增长）、禽料恢复性增长（单吨盈利回升），将推动公司业绩持续增长。

我们预计，2018-2019 年，公司实现净利润 15.77 亿、19.64 亿元，同比增长 31%、25%，对应 EPS 1、1.24 元。公司核心竞争力突出，给予 2018 年 30 倍市盈率，目标价 30 元。维持“买入”评级。

表 30：海大集团财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	27,185.31	32,556.63	39,626.25	48,883.04	54,255.10
增长率(%)	6.33	19.76	21.71	23.36	10.99
EBITDA(百万元)	1,470.93	1,902.19	2,236.36	2,745.53	3,360.20
净利润(百万元)	855.81	1,207.23	1,577.32	1,964.43	2,422.64
增长率(%)	9.72	41.06	30.66	24.54	23.33

EPS(元/股)	0.54	0.76	1.00	1.24	1.53
市盈率(P/E)	44.92	31.85	24.37	19.57	15.87
市净率(P/B)	6.81	5.94	5.08	4.60	4.12
市销率(P/S)	1.41	1.18	0.97	0.79	0.71
EV/EBITDA	15.35	19.53	16.46	13.86	10.87

资料来源: Wind、天风证券研究所

4.7. 生物股份: 口蹄疫龙头+新兴增长点可期

(1) 新品上市, 抢先占领市场

农业部批准予公司全资子公司金宇保灵生产猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗 (Re-O/MYA98/JSCZ/2013 株+Re-A/WH/09 株);公司执行力强,大幅缩短与竞品上市的时间差。公司生产批文仅晚于原研发单位 4 个月左右时间,预计与中农威特产品量产的时间差将再次缩短至 3 个月之内,而这 3 个月刚好是防疫淡季,同时预计至少领先其它落后竞争对手 1 年时间。

公司与其他单位联合申报的猪繁殖与呼吸综合征嵌合病毒活疫苗(PC 株)经审批为新兽药。当前蓝耳病是困扰猪场的第一大病,研发疫苗的重点在于有效性和安全性,目前全球尚未由理想的疫苗应对,其潜在市场需求超过口蹄疫,预计市场空间 40 亿以上。预计公司蓝耳产品在下半年可贡献收入。

(2) 寻求新兴增长点, 产品多样化

伪狂犬疫苗有望成为下一个增长点:根据新牧网报道,3 月公司新产品上市,试验期产量不多,产品效价很高,我们认为公司产能将逐步提高,考虑到 7 月前后是大型养殖集团试验尾声窗口期,我们预计上半年订单数量在 500 万头份左右,预计 18 年收入 4000 万,19 年收入有望达 1 亿。

禽流感疫苗技改和市场两手同时抓:目前禽流感市场还是以政采为主,公司与益康之间的销售渠道整合已经实现,根据政府采购网,18 年春防益康新增 5 个前期空白省份的招采目录。未来公司有望通过技术输出,实现对益康禽流感市场苗效价的升级。我们预计 18 年益康收入 2 亿元以上。

宠物疫苗有望最先布局,战略进军全球动保前列:相对于经济动物疫苗而言,宠物疫苗给予品牌的溢价能力更多。目前国内市场主要被进口产品占据。公司已经通过收购辽宁益康获得部分宠物疫苗批文,我们预计未来有望通过国际间企业的强强联合在国内率先实现在宠物疫苗的突破。

(3) 投资建议

从长期看来,公司在研发、工艺、渠道和产品力上较国内企业优势明显,未来畜、禽、宠物的单苗及联苗等产品梯队丰富,随着今年新工业园区的陆续投产,公司率先完成生产线 P3 标准升级转化,并向平台型企业的转变再进一步,从而有望实现为猪场提供整体疫病防疫方案,6 月 20 日公司公告董监高增持,进一步彰显了管理层对公司内在价值的认可、发展前景及战略规划的长期认同与信心。

预计公司 18-20 年归母净利润 10.7/13.3/17.5 亿元,对应 EPS 0.91/1.14/1.49 元,三年复合增速 26%。

表 31: 生物股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,517.02	1,901.01	2,413.25	2,992.43	3,867.47
增长率(%)	21.7	25.31	26.95	24	29.24
EBITDA(百万元)	801.23	1,050.02	1,317.35	1,628.79	2,133.43

净利润(百万元)	644.54	870.09	1,070.40	1,333.30	1,746.31
增长率(%)	34.36	34.99	23.02	24.56	30.98
EPS(元/股)	0.55	0.74	0.91	1.14	1.49
市盈率(P/E)	27.59	20.44	16.61	13.34	10.18
市净率(P/B)	4.74	3.98	2.93	2.49	2.08
市销率(P/S)	11.71	9.35	7.37	5.94	4.6
EV/EBITDA	21.06	24.56	10.05	7.62	5.17

资料来源: Wind、天风证券研究所

4.8. 隆平高科: 种业航母内生外延+估值安全

(1) 依托大型资本, 复制种业巨头成功之路。

参考种业巨头发展战略, 在中信入主之后, 公司制定了 2020 年战略目标: “种业运营+农业服务, 国内市场+国外市场”的四轮驱动, “内生发展+外延并购”双动力增长, 实现业绩“双 2 番”, 进入世界种业前 8 强。

(2) 水稻种子: 优势显著, 品种换代推动逆势增长

公司新品种隆两优、晶两优系列与原来 Y 系列品种的最大差别在于不育系的改进。杂交水稻育种技术从野败不育系的发现开始, 从三系育种发展到了现在的两系育种。两系法相对三系法的优势是配组自由, 几乎所有品种都可以作为两系恢复系配组, 使质源得到扩充。预计 2017-2018 年, 公司杂交水稻种子贡献净利润分别为 5.55 亿、7.2 亿元。

(3) 国际化战略正稳步推进

公司拟在未来三年内投资 7.37 亿元, 推行国际化战略。国际化战略的核心在于品种研发的当地化。目前, 预计从 17/18 销售季年开始, 公司在菲律宾就将有三个品种可以销售, 18/19 销售季则有望在印度推出新品种。国际化正在稳步推进。

(4) 估值具备安全性

以预测当年净利润为基准衡量的市盈率中, 公司的历史估值中枢在 52 倍。2012 年至今, 公司估值中枢在 39 倍。公司历史最低估值为 26 倍市盈率。中信集团的入主开启了公司发展新阶段。公司当前处于最好的发展期, 短中长期成长路径明确。

(5) 投资建议: 2018-2020 年净利润预计 11.04、14.86 亿、20.19 亿元, EPS 0.88、1.18、1.61 元, 同比增长 43.17%、34.47%、35.94%, 公司作为国内种业龙头, 理应享有估值溢价, 给予 2018 年 35 倍市盈率, 目标价 31 元, 维持“买入”评级。

表 32: 隆平高科财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,299.41	3,190.02	4,392.18	5,456.42	6,283.89
增长率(%)	13.50	38.73	37.69	24.23	15.17
EBITDA(百万元)	646.67	1,069.76	1,523.46	1,972.58	2,449.42
净利润(百万元)	501.16	771.77	1,104.94	1,485.78	2,019.73
增长率(%)	2.05	54.00	43.17	34.47	35.94
EPS(元/股)	0.40	0.61	0.88	1.18	1.61
市盈率(P/E)	57.38	37.26	26.02	19.35	14.24
市净率(P/B)	5.10	4.85	4.24	3.62	2.99
市销率(P/S)	12.51	9.01	6.55	5.27	4.58
EV/EBITDA	41.24	33.71	20.78	15.20	11.58

资料来源: Wind、天风证券研究所

4.9. 新洋丰: 开启农化服务商新模式+估值低

(1) 行业层面：环保从严和供给侧改革推动行业景气度走高，产品盈利改善！

受环保从严、供给侧持续改革影响，2017 年三季度以来，磷酸一铵价格和复合肥的价格持续走高，盈利能力不断增强。根据 wind 数据，湖北洋丰磷酸一铵(58%粉状)出厂价格由 2017 年三季度 1900 元左右/吨，上涨至 2017 年底最高的 2600 元/吨，18 年上半年一直维持较高水平，上半年均价预计在 2400-2500 元/吨左右，而去年同期的价格在 2000 元/吨左右，产品价格的上涨推动公司磷酸一铵盈利大幅提升！此外，公司复合肥价格也大幅提升，根据 wind 数据，公司复合肥(45%S(15-15-15))上半年均价约 2450-2500 元/吨，去年同期仅 2100 元/吨左右。

往未来看，预计环保和供给侧改革的压力将持续存在，预计随着 8-10 月份磷肥需求旺季的到来，公司产品价格（尤其是磷酸一铵）有望继续上涨，并推动公司盈利继续提升！

(2) 公司层面：渠道细化，产品升级，复合肥龙头重回增长快车道！

我们认为公司层面驱动业绩增长动力有二：一是渠道细化，扩大市场占有率；二是产品升级，新型肥料高增长。2017 年 10 月 11 日，公司披露与欧洲最大的特种肥料公司康朴专家在中国区授权经销以及新品开发方面达成战略合作，能够大大提升公司新型复合肥料研发实力，提升产品品质和品牌影响力，不仅在高端复合肥领域打开空间，而且可以带动公司原有产品的销售量。2017 年，公司新型肥料毛利率达到 25.82%，较传统肥料高 4.7 个百分点，盈利能力强。2018 年上半年，公司渠道创新充分激发终端市场活力，叠加扎实的技术研发及服务推广，新型肥料市场拓展与收入持续乐观，新型肥料销售保持高速增长，成为公司业绩增长的重要因素。

(3) 产业延伸：向下游现代农业综合服务商业务延伸打开公司长期成长空间。

2016 年至今，公司先后参股江苏绿港、象辑知源，设立洛川果业和雷波果业并打造沛瑞品牌，收购 Kendorwal 农场，通过一系列的资本运作，公司正依托其在农业生产领域的优势稳步转型为“领先的现代农业产业解决方案提供商”。公司的转型意义有二：一方面，通过下游的布局反过来扩大公司复合肥产品的影响力，促进公司复合肥的销售增长；另一方面借助公司的种植优势，把握住我国现代农业产业发展机遇，打造出新的业绩增长点。

(4) 投资建议：预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润分别为 8.71/11.07/13.66 亿元，对应 EPS 为 0.67/0.85/1.05 元，同增 28.10%/27.06%/23.33%。对应 2018 年业绩仅 13 倍估值，维持“买入”评级，目标价 14 元！

表 33：新洋丰财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,276.34	9,032.40	9,906.25	11,108.00	12,442.50
增长率(%)	(13.96)	9.14	9.67	12.13	12.01
EBITDA(百万元)	981.05	1,138.63	1,268.21	1,591.81	1,926.74
净利润(百万元)	563.09	680.15	871.38	1,107.21	1,365.57
增长率(%)	(24.68)	20.79	28.12	27.06	23.33
EPS(元/股)	0.43	0.52	0.67	0.85	1.05
市盈率(P/E)	19.74	16.34	12.76	10.04	8.14
市净率(P/B)	2.14	1.96	1.80	1.63	1.45
市销率(P/S)	1.34	1.23	1.12	1.00	0.89
EV/EBITDA	14.49	10.31	7.71	6.00	4.59

资料来源：wind，天风证券研究所

4.10. 佩蒂股份：宠物蓝海+咬胶龙头高增长

(1) 宠物产业蓝海，处于高速增长

2017 年我国宠物市场规模达到 1340 亿元，尽管市场规模已达千亿，但是对比美国我国宠物市场潜力依旧巨大：1) 我国宠物数量远未饱和，户均宠物 0.24 只不足美国的 1/6；2) 人均收入持续增长，消费能力提升；3) 宠物文化兴起，老龄化、家庭小型化的趋势增强宠物主消费意愿。

从细分市场来看，宠物食品作为养宠刚需最先受益。尽管海外品牌有先发优势，但是市场格局仍然分散，国产品牌借助电商等新渠道红利有望脱颖而出。借鉴美国宠物行业发展的经验，我们认为“渠道布局+消费者教育+多品牌扩张”是国产宠物公司做大做强的关键。我们看好国内龙头公司通过加大投入抢占市场份额并最终脱颖而出。

(2) 宠物咬胶龙头

宠物咬胶龙头，产品、研发优势突出。产能陆续投放、市场拓展顺利，高毛利新品进入红利期。研发创新能力卓越，有产品力。公司以畜皮和植物咬胶为主。通过不断研发创新，推动了产品由“纯皮”、“皮+肉”到“植物”和“动植物混合”的迭代升级。其中植物咬胶凭借容易消化、营养丰富等特性迅速被市场接受，现在已经成为公司收入及毛利主要来源。

海外市场，凭借独特 ODM 模式与客户高度绑定：一种专利产品只提供给一个客户，避免了客户间同质产品竞争，毛利率较高。公司咬胶专利产品进入品谱和 Petmatrix 的供应链，受益于下游客户对优质产品的大力推广，加上不同代际产品的红利期叠加，公司业绩快速稳步增长。

(3) 布局渠道，占领国内市场

国内市场开拓，新西兰主粮+零食定位高端，以品质取胜：公司加强国内布局，入股电商平台企业、杭州设立子公司，渠道和营销布局实现实质性进展。公司在新西兰收购零食公司、自建主粮工厂，以高端主粮+零食切入国内市场，有望凭借原料差异化优势脱颖而出，进一步打开增长空间。主粮的顺利推广将使公司国内收入进一步提速，未来几年增速有望超过 100%!

(4) 投资建议：我们预计，2018-2020 年，公司归母净利润 1.44/2.03/2.81 亿元，同比增长 34.73%/41.02%/38.28%；考虑到产业及公司的高成长性（复合增速 40%以上）以及标的稀缺性，给予 19 年 35 倍估值，目标价 59.15 元。

表 34：佩蒂股份财务数据和估值

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	550.57	632.00	891.75	1,254.85	1,672.15
增长率(%)	10.69	14.79	41.10	40.72	33.25
EBITDA(百万元)	93.60	150.02	182.87	243.73	335.48
净利润(百万元)	80.37	106.76	143.84	202.85	280.50
增长率(%)	38.05	32.84	34.73	41.02	38.28
EPS(元/股)	0.67	0.89	1.20	1.69	2.34
市盈率(P/E)	69.48	52.30	38.82	27.53	19.91
市净率(P/B)	14.31	6.57	3.81	3.35	2.87
市销率(P/S)	10.14	8.83	6.26	4.45	3.34
EV/EBITDA	0.00	22.15	24.54	18.06	12.29

资料来源：Wind、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com