



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

农业行业2019年投资策略

食用菌或迎整合机遇
养殖动保浪潮再临

西南证券研究发展中心
农业研究团队
2018年11月

核心观点

2019年农业投资策略方向：

食用菌行业：行业将告别过去野蛮增长状况。农民菇目前占比仅为5%-10%，行业洗牌阶段逐渐过去。未来行业有望迎来整合，集中度快速提升，下游餐饮年均10%左右稳定增长，火锅类餐饮增速明显，建议超配食用菌行业，推荐雪榕生物（300511）。

养殖行业：2018上半年中大型养殖企业仍在快速扩产，已建产能较去年同比增长明显。下半年受非洲猪瘟疫病影响，全国实施禁调政策，北方养殖户补栏意愿有所下降。若非洲猪瘟在国内持续产生影响，有望带来行业提前产能出清。建议对板块保持关注，推荐关注温氏股份（300498）。

动保行业：未来养殖企业将呈“杠铃式”发展模式，即两头多，中间少。过去中大型养殖企业都将逐渐扩张成大型养殖企业。规模化养殖企业增长将直接拉动对市场苗的需求。推荐中牧股份和生物股份。

2019年农业行业选股思路：

- 食用菌行业告别野蛮增长时代，行业迎来整合机遇。重点推荐标的：雪榕生物（300511）。
- 环保政策实行下动保有有望脱离后周期属性，走出独立行情。重点推荐标的：生物股份（600201）、中牧股份（600195）。
- 风险提示：大宗商品价格波动、天气变化、疫病、政策变化等风险。

目 录

◆ **2018年行业回顾：各个子板块均呈不同幅度下跌**

◆ **食用菌行业或迎整合机遇**

◆ **养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性**

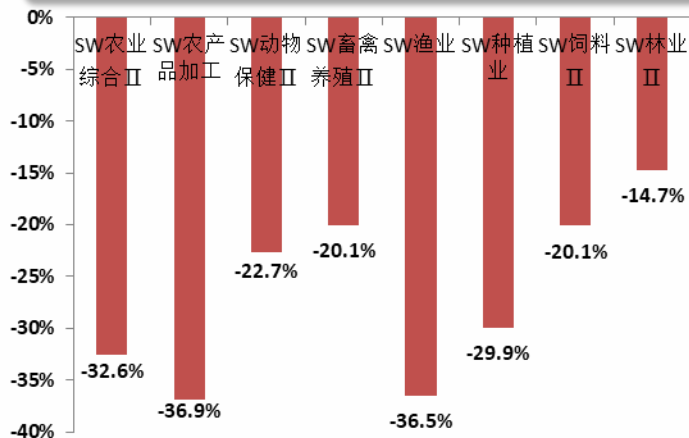
◆ **重点推荐投资标的**

2018年行业回顾：各个子板块均呈不同幅度下跌

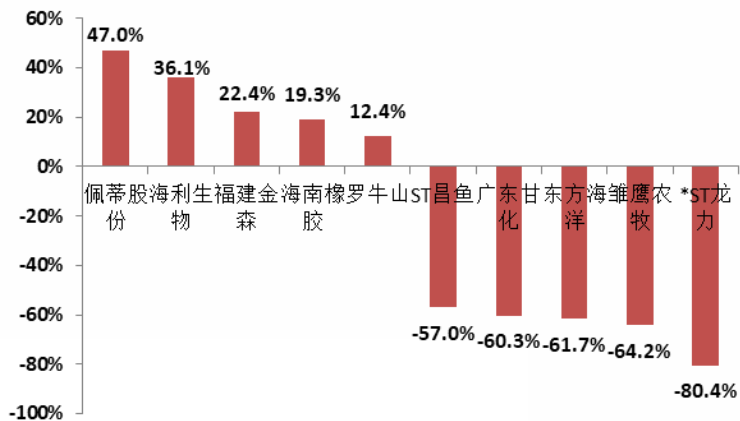
农业指数相对沪深300走势



农业子行业二级市场涨跌幅



农业行业涨跌幅前五个股

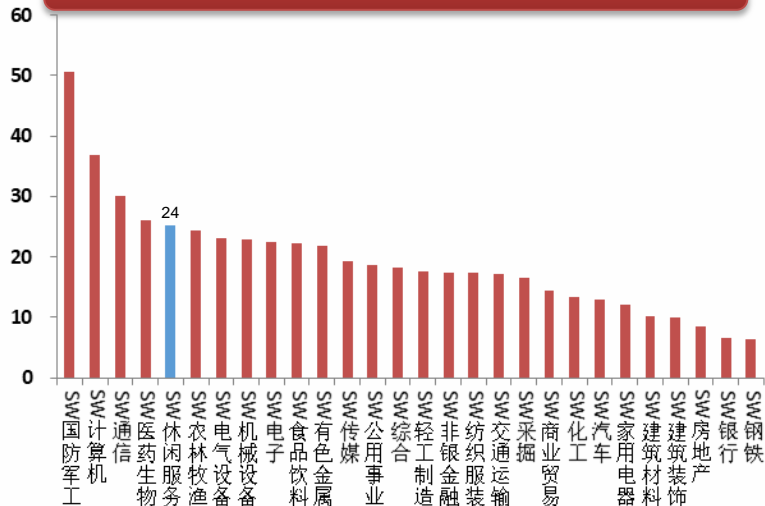


数据来源: Wind, 西南证券整理

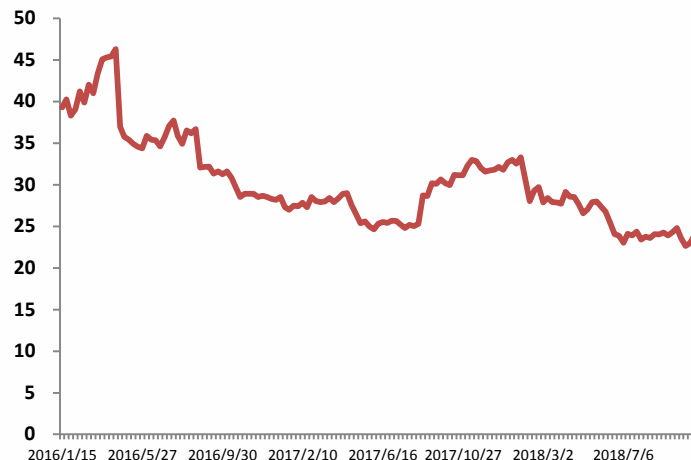
- 2018年初截至11月7日申万农业指数下跌23.9%，跑输沪深300指数约4个百分点。
- 2018年初截至11月7日农业各个子版块都呈现下跌趋势，养殖、动保和饲料板块表现相对较好。
- 不考虑2018年上市次新股，期间板块内涨幅最大的为佩蒂股份（+47%）、海利生物（+36%）；跌幅最大的为ST龙力（-80.4%）、雏鹰农牧（-64.2%）。

2018年行业回顾：各个子板块均呈不同幅度下跌

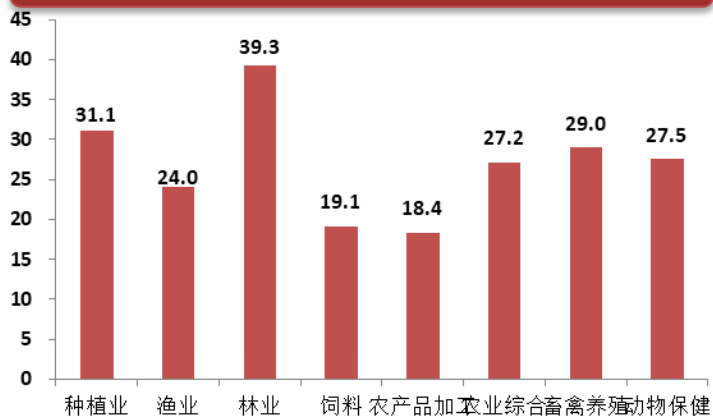
申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



申万农业市盈率



申万医药子行业市盈率 (TTM整体法)



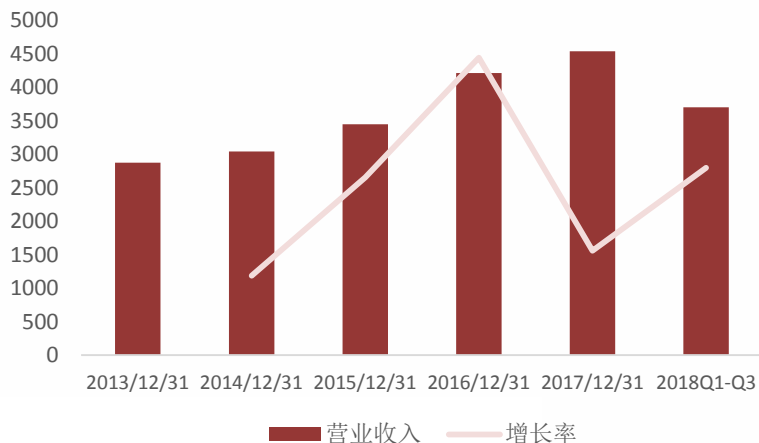
- 横向看：农业行业PE(TTM)为24倍，在申万行业中处于中高位数水平。
- 纵向看：农业行业估值处于过去2年的最低点。
- 从子行业来看，林业（39倍）和种植业（31倍）的市盈率最高，农产品加工（18倍）和饲料（19倍）的市盈率最低。

数据来源：Wind，西南证券整理

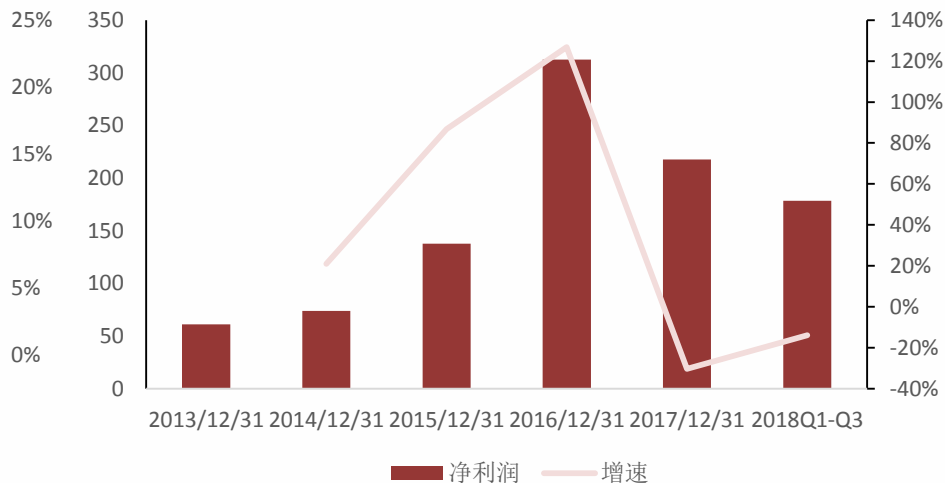
2018年行业回顾：各个子板块均呈不同幅度下跌

- 2018年前三季度农业行业实现主营业务收入3700亿元，同比增长14%；实现净利润178.5亿元，同比下降14%。
- 这主要是由于以养殖业为代表的子板块在近两年内快速扩张，出栏量的增长带来猪价的不不断下跌，导致各养殖企业利润率下降。而作为后周期的饲料及动保板块随着猪价下跌而有所压制，利润率同样呈现下滑态势。

农业行业主营收入及增长率（亿元）



农业行业净利润总额及增长率（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

◆ **2018年行业回顾：各个子板块均呈不同幅度下跌**

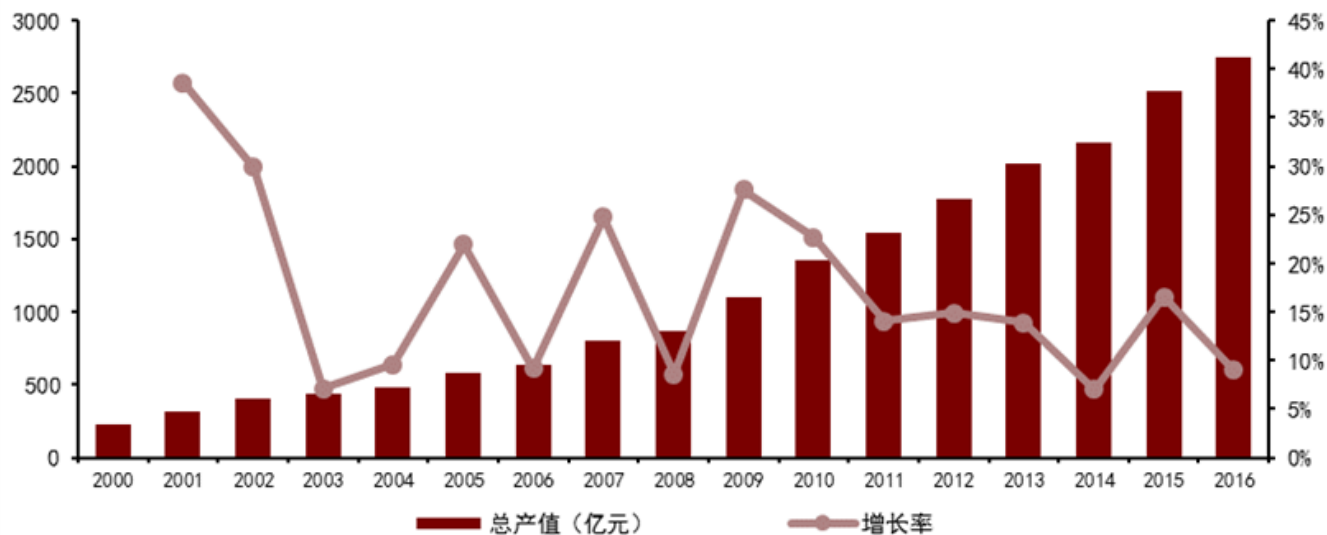
◆ **食用菌行业或迎整合机遇**

◆ **养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性**

◆ **重点推荐投资标的**

行业基本面：食用菌行业或迎整合机遇

1978-2016年中国食用菌总产量及其年复合增长率

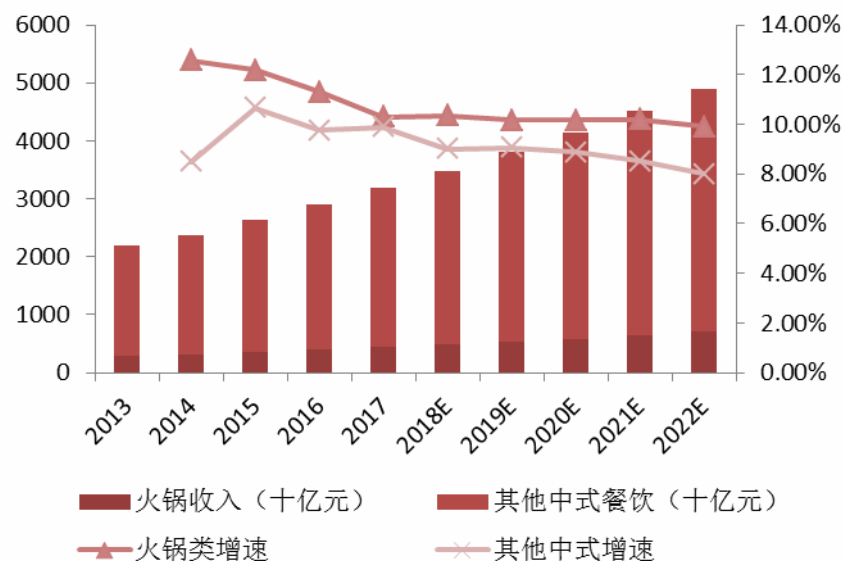
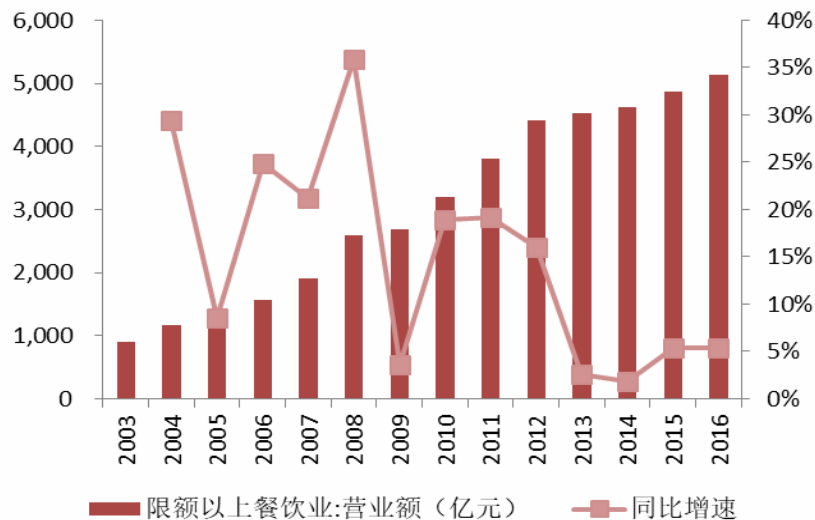


数据来源：雪榕生物招股说明书，西南证券整理

- 国内食用菌市场基本保持稳定，2011年起至今每年约10%增长率。
- 自2014年至今行业经历了两次半洗牌。第一次由于金针菇工厂化发展迅速，农民菇数量快速减少。2015、2016年农民菇数量同比减少23%、33%。第二次自2016年开始，小型工厂由于利润被压缩而逐渐退出市场，主要由于行业产能过剩，企业利润被压缩，售价击穿成本较高的小厂。
- 目前行业已处于低利润率多年，配合龙头企业的逐步扩张，行业或将引来整合机遇。

行业基本面：食用菌行业或迎整合机遇

- 下游餐饮行业需求及食用菌行业集中度快速提升。

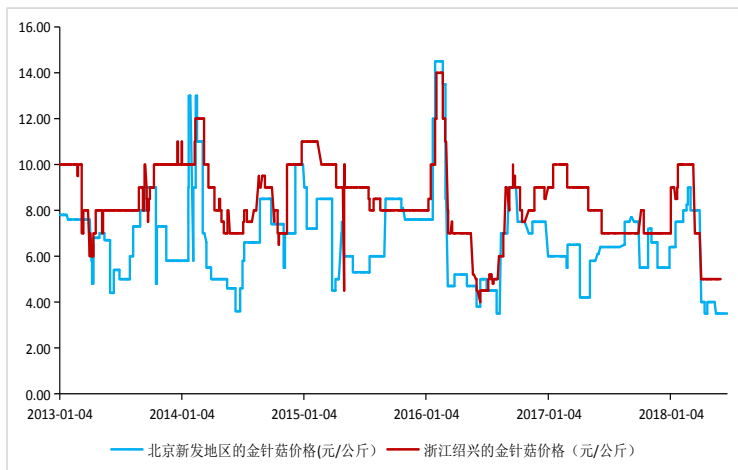


数据来源：海底捞招股说明书，西南证券整理

- 下游餐饮行业持续稳定增长，而其中作为食用菌主要消费的火锅类餐饮在2013-2017年复合年增长率为11.6%，明显高于其他中式餐饮类型。据沙利文预测，火锅类餐饮在2018-2020年年复合增长率预计为10.2%，仍高于其他餐饮1.5%。
- 我们判断未来餐饮行业的持续扩张，尤其是火锅类餐饮的快速增长将带来对工厂化食用菌产品需求将快速提升。

行业基本面：食用菌行业或迎整合机遇

2013-2018年北京新发与浙江绍兴金针菇价格走势



序号	企业名称	日产能 (吨)	种类		
			金针菇	双孢菇	真姬菇
1	上海雪榕生物科技股份有限公司	1060	900		130
2	天水众兴菌业科技股份有限公司	575	515	60	
3	如意情集团股份有限公司	293	293		
4	江苏华绿生物科技发展有限公司	177	168.3		8.7
5	上海光明森源生物科技股份有限公司	240			

数据来源: Wind, 西南证券整理

□ 由于食用菌价格受制约因素较多，因此导致行业出现以下几点特征：

- 1、行业集中度非常分散。
- 2、价格不稳定。
- 3、除雪榕生物外，其他企业全部是地方性企业，向外扩张成本压力较大，导致行业形成一定壁垒，中小型企业完全无法扩张。

行业基本面：食用菌行业或迎整合机遇

企业名称	项目名称	投产时间
雪榕生物	贵州威宁日产138.6吨金针菇工厂化生产车间项目	2017年已建成投产
	山东德州日产138.6吨金针菇工厂化生产车间项目	2017年已建成投产
	广东惠州日产170吨金针菇工厂化生产车间项目	2017年底已部分投产
	甘肃省临洮县日产180吨生产基地项目	2018年下半年建成投产
众兴菌业	年产10,000吨食用菌（双孢蘑菇）工厂化种植项目（江苏众兴二期）	2017年已建成投产
	年产30,000吨金针菇生产线建设项目（河南新乡一期）	2017年已建成投产
	年产10,800吨金针菇生产线建设项目（甘肃天水四期）	2017年已建成投产
	年产32400吨金针菇工厂化循环经济产业链建设项目（武威众兴）	2018年上半年投产
	年产2万吨双孢蘑菇及11万吨堆肥工厂化生产项目（安阳众兴）	2018年上半年投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

- 2018年一季度行业就已经将扩张的产能释放，一季度日产能增长约500吨，占行业总产量的10%左右，但价格稳中有升，说明今年一季度产销持平。
- 2018年二季度价格突然下跌是由于农民菇此时集中出货，农民菇占金针菇总量约5%-10%，连同行业新增产能，二季度供给环比增长超过20%。短期供过于求，金针菇价格迅速下降。二季度过后至11月份国内整体价格较去年上升10%-20%。
- 在经历了2017年至今的价格低谷后，此时小型工厂会加速退出步伐，且金针菇行业前期投入较大，回本较慢，尽管三季度价格回暖，小型工厂也不太可能会再回到行业内。我们认为未来价格中枢将逐渐走高。

行业基本面：食用菌行业或迎整合机遇

雪榕生物营销分布图

雪榕生物营销分布图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

雪榕生物是目前行业内唯一一家全国销售渠道布局企业，全国共有6大生产基地，拥有绝对龙头先发优势。未来在喊个有整合过程中迎来量价齐升，成长空间巨大，推荐关注，给予“买入”评级。

行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性

根据草根调研数据反馈，我们认为国内中大型养殖企业在近两年内呈快速扩张态势。

1.大型养殖企业

累计销量（万头）						
累计销量	雏鹰农牧	牧原股份	温氏股份	天邦股份	正邦科技	天康生物
2018年1-2月	27.11	121.8	301.65	23.67	66.89	11.34
2018年1-3月	56.77	221.5	498.36	42.62	106.22	15.85
2018年1-4月	76.24	309.1	692.73	57.35	152.43	22.07
2018年1-5月	95.21	392.9	874.25	72.71	208.02	27.38
累计销量yoy	0.93%	81.1%	17.3%	118.2%	166.7%	133.4%

2.中型养殖企业（草根调研）

部分中型养殖企业出栏量（万头）						
出栏量	武汉金龙	兴盛牧业	加华牧业	雨润集团	湖南湘大	新大牧业
2017年A	40	1.2	24	65	110	80
2018年E	120	1.6	50	70	200	43
yoy	200%	33.3%	108.3%	7.7%	81.8%	102.3%

数据来源：草根调研数据，西南证券整理

行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性

从数据看，中型养殖企业在这两年将会以去同于第一养殖集团扩张幅度的速度扩张。根据草根调研，我们认为中大型养殖集团在这两年将在大环境影响下呈现必须快速扩张的态势，原因如下：

- 这部分养殖企业深耕行业多年，对周期低点不敏感。
- 环保政策强烈利好规模化养殖企业扩张，这部分养殖企业成本平均在12-12.5元/公斤，相比部分上市养殖企业优很大优势。
- 在环保政策影响下，产能扩张遇到最大难题将会是土地使用权。我们认为未来企业产能扩张主要通过收购小型养殖企业改造设备实现，因此导致不扩张未来就有可能被吞并。

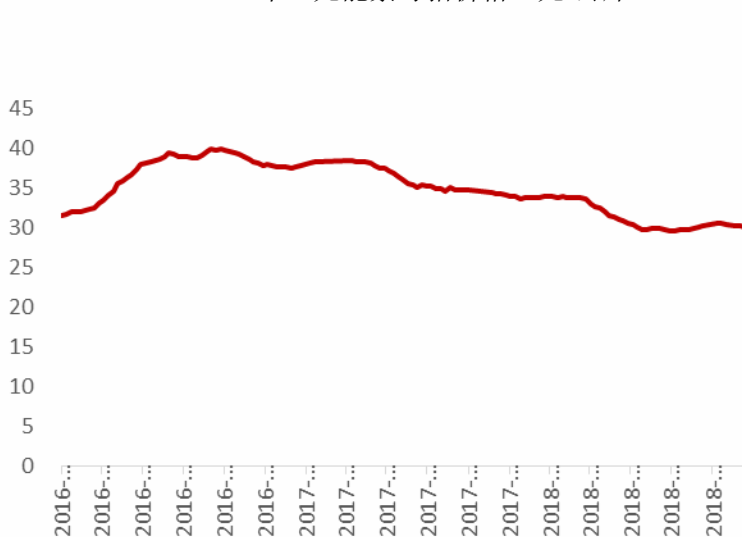
3.散户及小户

国家执行环保政策时基本是以补贴的形式进行拆除工作（补贴力度100元/平方米）。在执行初期的强大力度后，后续未有后续补贴资金跟进，导致各地政府执行难度加大，散户小户推出数量不及预期。

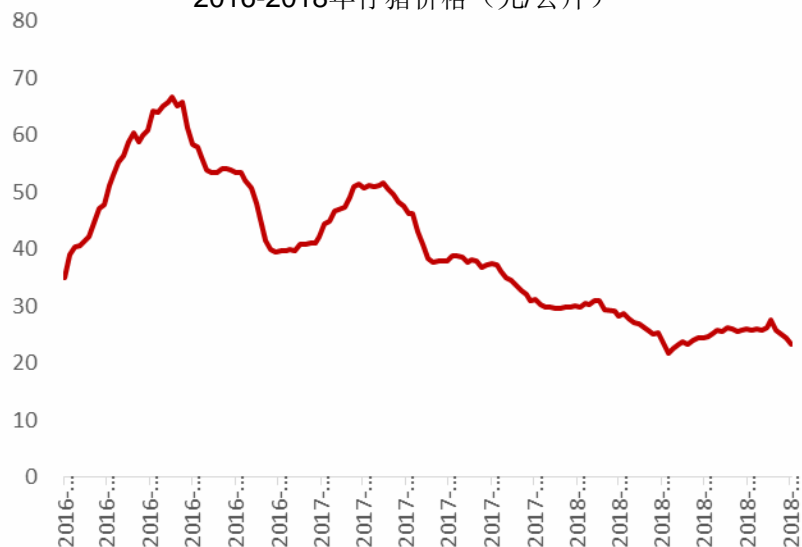
行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性

- 另外，从生猪定点屠宰企业屠宰量来看，2018年前9月生猪定点屠宰企业屠宰量18005.9万头，同比增长13%，增速较上半年有所回落但仍处于相对高位，表明目前生猪供给量仍然相对充足，拐点位置还未到来。

2016-2018年二元能繁母猪价格（元/公斤）



2016-2018年仔猪价格（元/公斤）



- 而二元母猪价格和仔猪价格分别反应了规模养殖户和散户的补栏意愿，目前国内整体价格仍处于低位，补栏意愿不强，拐点到来仍需时间。

数据来源：Wind，西南证券整理

行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性

非瘟疫情分布示意图



数据来源：搜猪网，西南证券整理

- 2018年下半年在国内爆发多起非洲猪瘟疫病，对国内生猪养殖产生巨大影响，造成南北方价差明显。
- 虽然国内整体仔猪价格仍处于相对底部，但南方地区进入8月份以后仔猪价格已有明显回升迹象。
- 若非洲猪瘟在国内影响持续演化，有望带来生猪养殖产能提前出清，建议关注温氏股份、牧原股份。

行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性

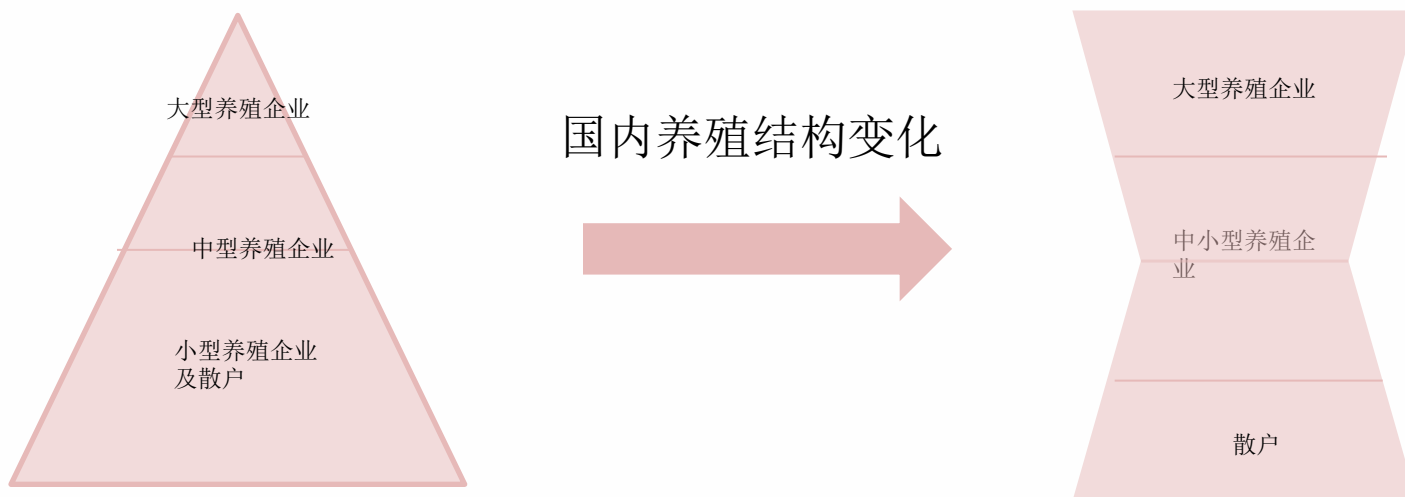
□ 从动保行业情况来看，国内对重大动物疫病有着严格的生产审核制度：

公司名称	主要疫苗品种	疫苗培养方式	口蹄疫产能
生物股份	口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗；口蹄疫O型、亚洲I型双价灭活疫苗等	悬浮细胞培养	新产业区建成达产后增至42亿毫升（21亿头份）
中农威特	口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗；口蹄疫O型、亚洲I型双价灭活疫苗等	悬浮细胞培养	30亿毫升（15亿头份）
中牧股份	口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗；口蹄疫O型、亚洲I型双价灭活疫苗等	悬浮细胞培养	募投项目达产增至32亿毫升（16亿头份）
海利生物	猪口蹄疫O型灭活疫苗；口蹄疫O型、A型、亚洲I型三价灭活疫苗等	全自动化全封闭大容量罐体培养	8亿毫升（4亿头份）
天康生物	口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗；口蹄疫O型、亚洲I型双价灭活疫苗等	悬浮细胞培养	18亿毫升（9亿头份）
必威安泰	口蹄疫O型、亚洲I型、A型三价灭活疫苗；口蹄疫O型、亚洲I型双价灭活疫苗等	悬浮细胞培养	8亿毫升（4亿头份）
申联生物	猪口蹄疫O型合成肽疫苗	转瓶培养	募投项目达产后增至13亿毫升（6.5亿头苗）

数据来源：中国兽药协会，西南证券整理

- 由于动保行业有着较强的政策壁垒和技术壁垒，竞争格局比较良好。
- 2018年上半年由于春节后猪价迅速超跌导致中小型养殖户产生恐慌情绪进而减少口蹄疫市场苗的采购量，以及叠加淡季因素和中小户采购不具有持续性等因素，动保板块收到一定影响。
- 但我们认为全年来看，随着下半年冬天来临、第一、第二集团的大幅度扩张，以及受到6月份国内三地受到牛口蹄疫病情爆发的影响，行业仍将保持25%以上高增长。短期由猪价所带来的影响将不足以改变行业结构化改变所带来的大趋势。

行业基本面：养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性



- 由于对于动物疫苗的主要需求方为国内大中型养殖企业，在过去几年环保政策推行的过程中，我们认为国内的养殖结果在逐渐发生变化。
- 国内养殖结果将有过去的金字塔分布逐渐想杠铃式结构发展。
- 而动保板块则有望在一定程度上脱离过去后周期的强周期性，走出独立行情。推荐高质量新产品逐渐受到认可的中牧股份，和老牌口蹄疫市场苗龙头生物股份。

目 录

◆ **2018年行业回顾：各个子板块呈不同幅度下跌**

◆ **食用菌行业或迎整合机遇**

◆ **养殖产能有望提前出清，动保或可脱离后周期属性**

◆ **重点推荐投资标的**

雪榕生物（300511）：行业告别野蛮时代，龙头优势迎机遇

□ 公司简介：

国内最大食用菌生产企业。

投资逻辑：

1、下游火锅类餐饮需求每年10%的稳步增长速度；2、行业来看，企业集中度极度分散，每年价格波动大，小型企业扩产可能性低；3、公司为行业唯一全国销售渠道布局企业，龙头优势明显。

业绩预测与投资建议：

业绩预测与投资建议：预计2018-2019年净利润分别为2.6亿、3.1亿，对应PE分别为12倍、10倍，“买入”评级。

风险提示：

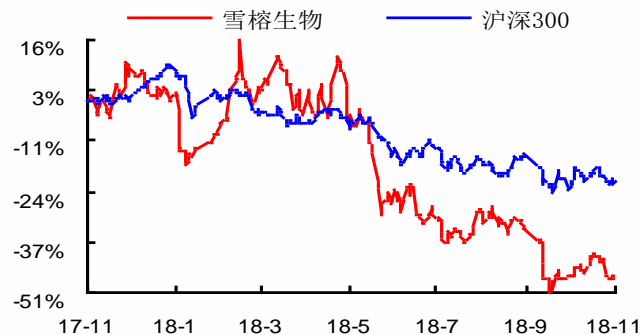
食用菌价格大幅波动的风险；定增计划推进、募投项目进度及达产或不及预期的风险；香菇业务减亏程度或不及预期的风险。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1330.28	1798.12	2287.71
营业收入增长率	33.20%	35.17%	27.23%
净利润（百万元）	122.41	263.77	313.82
净利润增长率	16.79%	115.49%	18.98%
EPS（元）	0.28	0.61	0.72
P/E	22	12	10

数据来源：Wind，西南证券

www.swsc.com.cn

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

生物股份（600201）：下游高端养殖集中，猪OA带动公司业绩上升

□ 公司简介：

口蹄疫疫苗龙头企业，农业部批准的7家口蹄疫疫苗定点生产企业之一。

□ 投资逻辑：

1、公司优势新品猪用OA二价苗推出有望拉动公司业绩，下半年经营情况好转；2、收购辽宁益康，获H5+H7禽流感疫苗生产资质，享受行业壁垒；3、猪圆环是公司首创基因工程亚单位疫苗，有望成为强势品种。

□ 业绩预测与投资建议：

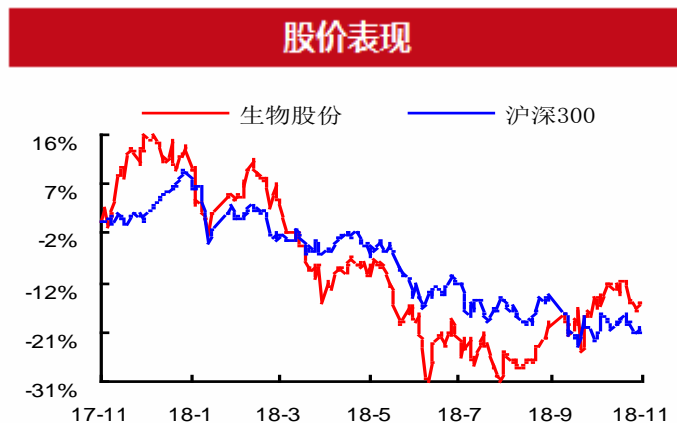
预计2018-2019年净利润分别为10亿、12.3亿，对应PE分别为20倍、16倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

市场苗销售或低于预期，新品推出或低于预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1901.01	2218.68	2763.73
营业收入增长率	25.31%	16.71%	24.57%
净利润（百万元）	870.09	1001.76	1237.37
净利润增长率	34.99%	15.13%	23.52%
EPS（元）	0.74	0.86	1.06
P/E	23	20	16

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

中牧股份（600195）：口蹄疫新品效用优秀，未来成长可期

□ 公司简介：

老牌动保劲旅，国内最大的动物保健品生产企业。

□ 投资逻辑：

1、口蹄疫疫苗方面：规模化养殖+“先打后补”推动口蹄疫市场扩容，公司口蹄疫疫苗产能释放；2、禽流感疫苗方面：获H5+H7禽流感疫苗生产资质，享受行业壁垒；3、新管理层逐步到位，未来发展前景值得看好。

□ 业绩预测与投资建议：

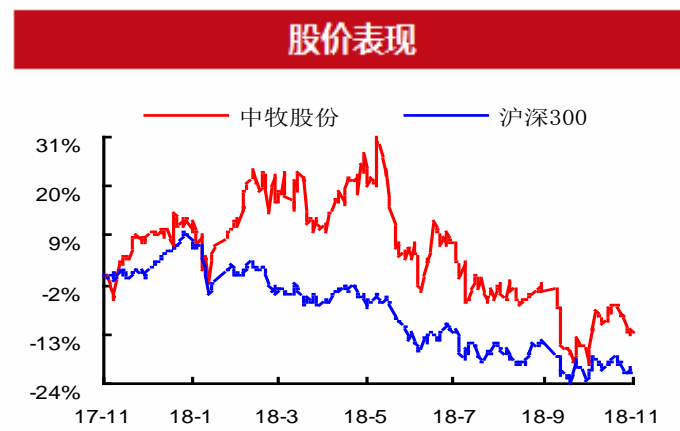
预计2018-2019年净利润分别为4.6亿、6.2亿，对应PE分别为13倍、10倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

新品推广或不达预期，国企改革或不达预期。

业绩预测和估值指标			
指标	2017A	2018E	2019E
营业收入（百万元）	4069.73	4492.95	5239.65
营业收入增长率	2.41%	10.40%	16.62%
净利润（百万元）	399.87	464.09	618.96
净利润增长率	19.57%	16.06%	33.37%
EPS（元）	0.66	0.77	1.03
P/E	15	13	10

数据来源：Wind，西南证券



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价	EPS			PE			投资评级
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
300511	雪榕生物	6.88	0.61	0.72	0.95	12	10	8	买入
600201	生物股份	18.12	0.86	1.06	1.30	20	16	13	买入
600195	中牧股份	11.80	0.77	1.03	1.30	13	10	8	买入
002714	牧原股份	25.21	0.47	0.56	2.27	54	46	11	增持
002891	中宠股份	31.05	0.60	0.88	1.26	44	30	21	增持

数据来源：Wind，西南证券（截止2018/11/7）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：朱会振

执业证号：S1250513110001

电话：023-63786049

邮箱：zhz@swsc.com.cn

联系人：徐卿

电话：021-68415832

邮箱：xuq@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦B座16楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	机构销售	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn