

# 猪价拐点起，饲料市占增， 宠食内销拓

**生猪养殖：猪价整体表现为4年一周期，我们判断自2018年5月猪价进入本轮周期的底部区间。**能繁母猪存栏量、二元能繁母猪价格当前趋势均反映后期供需或面临紧平衡状态。**我们认为，未来疫情影响不确定性仍在，降风险是企业首选，考虑年底回笼资金需求，母猪淘汰量继续增加，我们预计11-12月份能繁母猪存栏量继续下降。**同时，近2年猪价波动下滑，以及17年以来主要猪饲料原料玉米、豆粕价格的波动性走高，使得猪粮比波动下滑，养殖效益下降加速散养户退出。另外，2018年8月我国发现非洲猪瘟疫情，中期会由于散养户供给减少以及泔水猪数量减少而价格进入上升周期，同时考虑到市场禁运政策，产区与销区价格短期会出现明显分化。

**白羽肉鸡：我国为鸡肉消费大国，当前供需紧平衡。**国内鸡肉消费量连续增长之后，2013年开始略有下降。**目前国内鸡肉产量略小于“国内消费量+出口量”。**通常我们将在产祖代鸡存栏量视为长期供给先行指标，在产父母代存栏量为中短期供给观察指标。2013年开始国内在产祖代鸡存栏量开始逐年下降。祖代种鸡产能的收缩与扩张在扩繁系数的作用下，对14个月商品鸡行业供给影响较大。**我们认为，从长周期的角度来分析，国内祖代鸡存栏量逐渐下降，在不考虑人工换羽的影响之下，行业供给将逐步收缩。**短周期来看，在产父母代种鸡存栏数量是影响商品鸡供给的直接因素。当前时点来看，2018年在产父母代种鸡存栏数量表现为小幅上升的趋势。

**饲料：**我国是世界第一大饲料生产国，2017年饲料总产量2.22亿吨，同比增长5.94%，工业总产值8393.5亿元，同比增长4.74%。受中美贸易摩擦、猪瘟、环保等影响，小企业生存状态恶化，饲料产业集中度加快。**下游需求以猪、禽、水产三大需求为主。**2017年全国猪料、禽料、水产料分别占饲料产量的44.27%、40.37%、9.38%，猪料需求提升由生猪规模化养殖驱动，禽链景气度回升短期提振禽料需求，目前规模化生产趋势明显，禽畜养殖规模化进程加快，当前规模化比率达58%。受益消费升级，水产饲料靠中高端水产品养殖驱动。

**宠物食品：**2017年中国宠物市场规模达到1340亿，同比增长9.84%，宠物食品市场在宠物行业中占比较高，2017年中国宠物食品市场规模为500亿元，同比增长46.20%。2017年宠物市场消费中主食、零食、用品消费占比分别为49.4%、21.6%和9.1%。目前国内企业业务以出口为主，各企业主要与海外大型零售超市建立合作关系，外销渠道、销售稳定。对于内销业务，目前国内宠物市场竞争激烈，但是市场集中度仍处于较低水平。内销渠道方面，我国大型零售超市的宠物食品市场份额较低，电商和专业渠道是布局重点。

**玉米：**目前决定玉米供给量的主要因素有种植玉米产量、进口玉米量以及临储拍卖三个因素。我国玉米以自产自销为主，2015年以来临储收购价下调及取消后，国内玉米种植面积于2016、2017年持续下滑，2015-2017年玉米播种面积分别为3811.9、3676.8、3544.5万公顷。整体供给停止增长，供需缺口放大，库存由2015年的11077万吨下降到2017年的7955万吨。玉米价格波动上升。期间，国家临储玉米向市场投放进行供给端的调节，保障了供给稳定和价格的窄幅上行。

**投资建议：猪板块：温氏股份等**（主销区价格高位，业绩拐点体现）；**鸡板块：圣农发展等**（禽养殖景气度较高）；**饲料板块：新希望**（生猪养殖快速布局，匹配猪价上涨周期）、**海大集团等**（饲料效益行业领先，生猪养殖放量）；**宠物食品类：佩蒂股份**（海外持续布局，国内成立宠物产业基金）、**中宠股份等**（内销品牌、渠道优势逐步体现）。

**风险因素：猪价反弹低于预期，鸡价大幅调整，贸易战持续。**

## 农林牧渔

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

研究助理：罗乾生

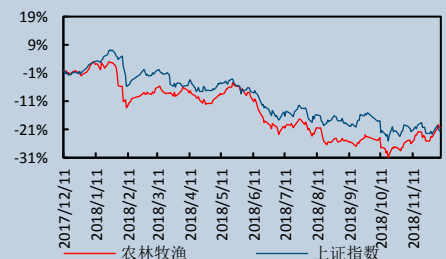
luoqiansheng@csc.com.cn

研究助理：王泽选

wangzexuan@csc.com.cn

发布日期：2018年12月10日

### 市场表现



### 相关研究报告

- 18.10.22 农林牧渔行业：猪价拐点将至，鸡价景气延续-
- 18.10.15 圣农发展深度报告：肉鸡养殖龙头，一体化模式领先
- 18.10.08 温氏股份深度报告：生猪养殖航母，猪价底部，静待拐点
- 18.09.28 农林牧渔行业深度报告：猪价底部，期待拐点

## 目录

一、生猪养殖：疫情严峻，猪价底部，等待 2019 年拐点.....	1
（一）猪价进入周期底部，期待拐点 .....	1
（二）疫情形势严峻，加速行业去产能 .....	3
（三）个股推荐：温氏股份等 .....	6
二、白羽肉鸡：供需紧平衡，长周期供给收缩 .....	7
（一）我国为鸡肉消费大国，当前供需紧平衡.....	7
（二）长周期供给收缩，短周期父母代存栏量小幅上升.....	9
（三）个股推荐：圣农发展等 .....	11
三、饲料：行业增长放缓、整合加速，生猪规模化养殖、禽链景气度回升提振饲料需求.....	12
（一）我国饲料基本自产自销，行业增长放缓、整合加速.....	12
（二）生猪规模化养殖、禽链景气度回升提振饲料需求，水产饲料看中高端.....	14
（三）个股推荐：海大集团、新希望等 .....	17
四、宠物食品：成长空间大，品牌、渠道奠定内销龙头.....	17
（一）行业：成长空间较大，细分市场成竞争重点.....	17
（二）外销渠道稳定，内销积累品牌与渠道，国内市场份额有望提升.....	19
（三）个股推荐：佩蒂股份、中宠股份等 .....	20
五、玉米：去库存到底部，2019 稳中上涨 .....	21
（一）供需情况：全球库销比连续下滑，国内产量影响供给.....	21
（二）国内价格走势：出现供需缺口，价格稳中上涨.....	23
六、风险因素 .....	25

## 图表目录

图表 1：生猪价格波动周期约为 4 年（单位：元/千克） .....	1
图表 2：能繁母猪存栏量及其同比、环比 .....	2
图表 3：生猪存栏量及其同比、环比 .....	2
图表 4：2018 年二元母猪价格（元/千克） .....	2
图表 5：2018 年生猪价格（元/千克） .....	2
图表 6：2018 年猪粮比、猪料比 .....	3
图表 7：玉米、豆粕价格走势（元/千克） .....	3
图表 8：历史疫情与猪价走势（元/千克） .....	3
图表 9：2018 年 11 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头） .....	4
图表 10：2018 年 10 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头） .....	4
图表 11：2018 年 9 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头） .....	5
图表 12：2018 年 8 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头） .....	6
图表 13：生猪疫情死亡数及扑杀数（头） .....	6
图表 14：中国鸡肉产量、消费量（单位：万吨） .....	7
图表 15：国内鸡肉供需数据（单位：万吨） .....	8
图表 16：主要国家鸡肉产量（单位：万吨） .....	9



图表 17: 主要国家鸡肉消费量 (单位: 万吨)	9
图表 18: 国内生猪屠宰量以及鸡肉消费类	9
图表 19: 主产区白羽肉鸡价格及 22 省市猪肉价格	9
图表 20: 在产祖代鸡存栏量 (单位: 万套)	10
图表 21: 后备、在产祖代鸡存栏 (单位: 万套)	10
图表 22: 父母代鸡苗销售量 (单位: 万套)	10
图表 23: 父母代鸡苗价格 (单位: 元/套)	10
图表 24: 在产父母代种鸡 (单位: 万套)	11
图表 25: 主产区白羽肉鸡均价 (单位: 元/公斤)	11
图表 26: 饲料产业链	12
图表 27: 2017 年全球饲料产量排名	12
图表 28: 我国动物饲料进出口情况	13
图表 29: 我国饲料工业产量、产值及同比增速	13
图表 30: 全国饲料企业数量	13
图表 31: 饲料按喂养动物分类	14
图表 32: 我国饲料按喂养动物分产量结构	14
图表 33: 饲料按加工工艺分类	15
图表 34: 我国饲料按加工工艺分产量结构	15
图表 35: 2008-2016 年我国生猪养殖规模场/户数 (单位: 千)	16
图表 36: 国内白羽肉鸡价格走势	16
图表 37: 国内鸡蛋价格走势	16
图表 38: 四大家鱼价格走势	17
图表 39: 宠物市场规模及增速	18
图表 40: 宠物食品市场规模及增速	18
图表 41: 2017 宠物市场商品消费类占比 (%)	18
图表 42: 各企业零食业务收入(亿元)及占比	18
图表 43: 各企业出口营业收入(亿元)及出口比例	19
图表 44: 各企业内销收入及市场占有率	19
图表 45: 各企业自有品牌对比	19
图表 46: 线上购买渠道 (%)	20
图表 47: 线下购买渠道 (%)	20
图表 48: 各企业国内销售渠道对比	20
图表 49: 玉米分析框架	21
图表 50: 2017 全球玉米产量占比 (单位: 百万吨)	21
图表 51: 2017 全球玉米消费量占比 (单位: 百万吨)	21
图表 52: 全球玉米供需平衡表 (单位: 百万短吨)	22
图表 53: 中国玉米供需平衡表 (单位: 百万吨)	22
图表 54: 2008-2014 年玉米临储收购价 (元/公斤)	23
图表 55: 2009-2012 年农业生产成本走高	23
图表 56: 全国玉米均价	23
图表 57: 2012-2015 年玉米产量、库存及进口量情况 (单位: 百万吨)	24

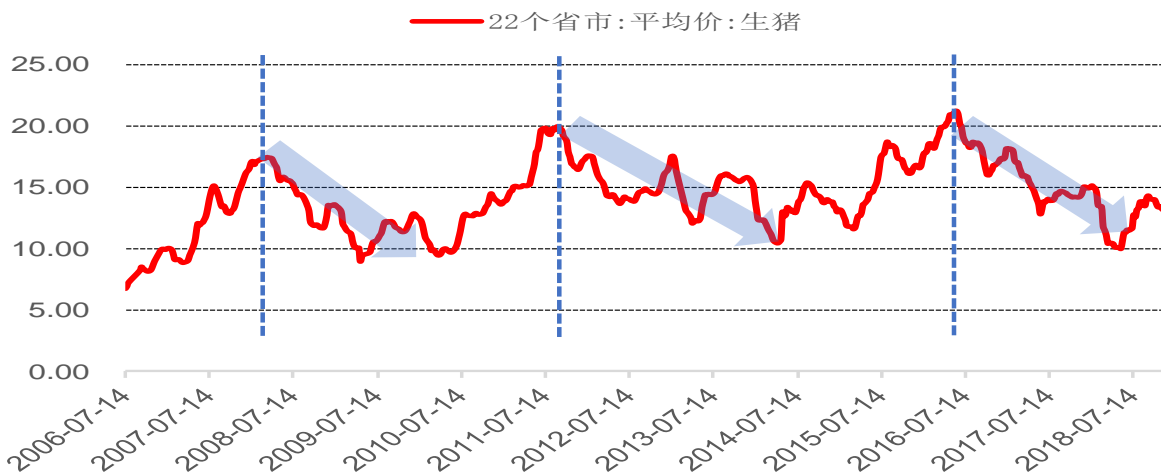
图表 58: 2015-2017 年玉米价格波动下滑 .....	24
图表 59: 2017-2018 年玉米价格窄幅上行 .....	25
图表 60: 农业板块目前重点推荐公司估值 (单位: 亿元) .....	25

## 一、生猪养殖：疫情严峻，猪价底部，等待 2019 年拐点

### （一）猪价进入周期底部，期待拐点

猪价表现 4 年一周期，2015 年猪价进入底部区间。从历史数据来看，生猪价格波动表现为 4 年一周期。2006 年至今猪价经历了 3 次完整周期：2006-2009 年、2009-2014 年、2014-2018 年。过去 10 年中，生猪均价分别于 2008 年 4 月、2011 年 9 月、2016 年 6 月达到历史高点。2017 年猪价处于下行周期，价格由年初 18 元/千克跌至年中最低点约 13 元/千克，下降幅度约为 27.78%。从过去 10 年间两轮完整的猪价周期来看，从价格高点到价格低点经历的时间约为 1-2.5 年，本轮周期中，2018 年 5 月份达到的价格低点距前期高点为 2 年，我们判断，自 2018 年 5 月猪价已进入本轮周期的底部区间。

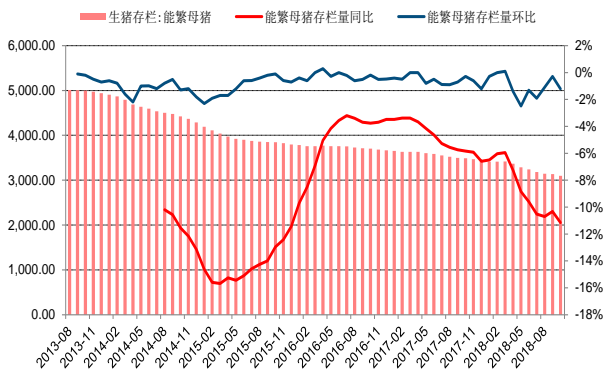
图表 1：生猪价格波动周期约为 4 年（单位：元/千克）



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

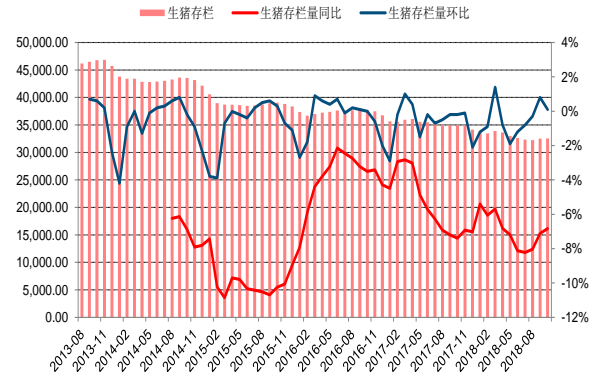
能繁母猪存栏与生猪存栏量均连续下滑，MSY 逐年提高。能繁母猪存栏量、二元能繁母猪价格数据领先行业供给，当前趋势均反映后期供需或面临紧平衡状态。猪肉供给由能繁母猪存栏量（产能）、MSY（生产效率；平均每头母猪年提供肥猪数）、生猪平均出栏体重决定。我国 MSY 在 2012-2017 年间由 13.4 头提高到 16 头，行业整体生产效率提高，但我国能繁母猪存栏量自 2013 年 9 月以来持续下滑，2018 年 7、8、9、10 月同比降幅持续扩大，分别为-10.52%、-10.70%、-10.32 和-11.16%。我国生猪存栏量自 2013 年 12 月以来也表现为持续下滑，2018 年 8、9、10 月同比增速分别为-8.04%、-7.12%和-6.84%。我们认为，未来疫情影响不确定性仍在，降风险是企业首选，考虑年底回笼资金需求，母猪淘汰量继续增加，我们预计 11-12 月份能繁母猪存栏量继续下降。

图表 2：能繁母猪存栏量及其同比、环比



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

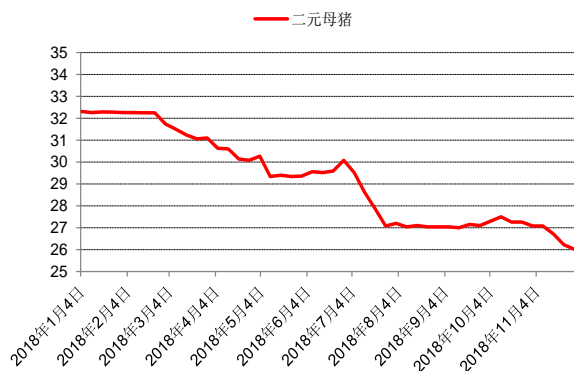
图表 3：生猪存栏量及其同比、环比



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

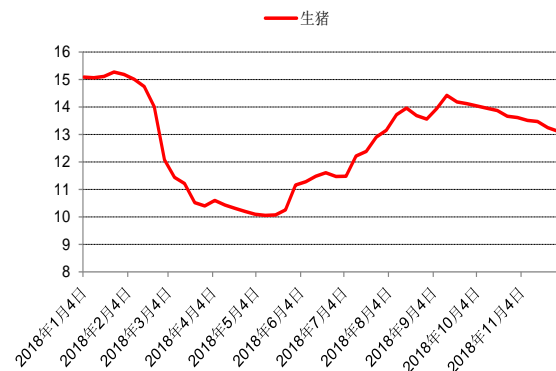
**能繁母猪补栏积极性降低。**二元能繁母猪价格反映了能繁母猪补栏的积极性，自 2016 年 10 月以来，母猪价格波动下滑，2018 年进一步下滑，目前已接近历史底部 26-28 元/千克的价格。考虑猪肉供应相对母猪存栏量滞后约 11 个月左右，预计中期供需面临紧张平衡状态。

图表 4：2018 年二元母猪价格（元/千克）



资料来源: 博亚和讯 中信建投证券研究发展部

图表 5：2018 年生猪价格（元/千克）

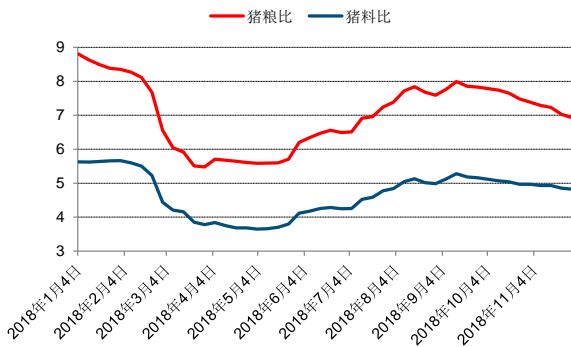


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

**猪粮比下行，加速行业散养户推出。**猪粮比价可以有效衡量养殖效益水平，近年波动下滑加速散养户退出。从养殖成本来看，以玉米等为原材料的饲料占比最高，约为 60%，大宗农产品和饲料价格波动对生猪养殖效益影响较大。近 2 年猪价波动下滑，以及 17 年以来主要猪饲料原料玉米、豆粕价格的波动性走高，使得猪粮比波动下滑，养殖效益下降加速散养户退出。

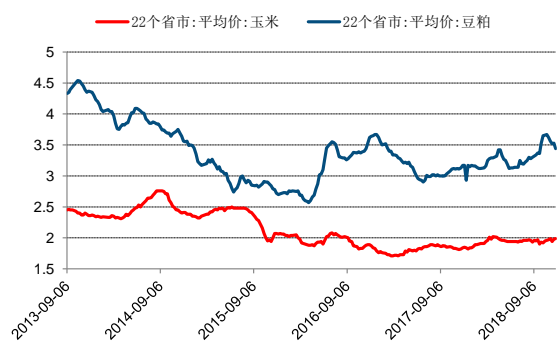


图表 6：2018 年猪粮比、猪料比



资料来源：博亚和讯 中信建投证券研究发展部

图表 7：玉米、豆粕价格走势（元/千克）



资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

## （二）疫情形势严峻，加速行业去产能

从历史生猪疫情和猪价走势来看，全国性大规模疫情往往可以加速猪价快速上涨或者催化猪价触底反弹。例如：

2006 年，蓝耳病第二次在国内发生，此次为高致病性蓝耳病。从 2006 年 5 月底以来，全国 19 个省份发生高致病性猪蓝耳病疫情；2007 年 1~5 月份，全国有 22 个省份发生高致病性猪蓝耳病疫情。2006-2007 年猪价处于上升通道，疫情发生导致猪价持续涨至 2008 年。

2009 年冬季开始有人反映当地猪场发生口蹄疫，2010 年春季之后，国内猪感染口蹄疫的消息增多。2010 年 3 月，农业部新闻办公室发布，广州市白云区发生一起口蹄疫疫情，病发猪 1474 头以及同群猪 8382 头全部扑杀，随后多地发生口蹄疫疫情。2009-2010 年猪价处于底部徘徊，此次疫情发生之后猪价加速触底，随后进入上升通道。

图表 8：历史疫情与猪价走势（元/千克）



资料来源：Wind 互联网 中信建投证券研究发展部

2018年8月3日，农业农村部发布疫情信息，辽宁省沈阳市沈北新区发生一起非洲猪瘟疫情。据了解，这是我国首次发生非洲猪瘟疫情。

自8月3日以来，截至11月26日，我国已陆续发现77起非洲猪瘟疫情，区域涵盖辽宁、江苏、浙江、安徽、黑龙江、河南、吉林、内蒙古、湖北、湖南、四川等地区。

**图表 9：2018年11月国内非洲猪瘟疫情（单位：头）**

省份	时间	发生地区	存栏	发病	死亡
天津	11月26日	宁河区	361	-	67
湖北	11月26日	黄石市阳新县	63	9	5
内蒙古	11月23日	包头市昆都仑区	88	69	53
北京	11月23日	琉璃河镇	429	-	37
北京	11月23日	房山区青龙湖镇	1325	-	49
湖南	11月20日	怀化市鹤城区	73	61	55
黑龙江	11月19日	哈尔滨市道外区	900	269	269
上海市	11月17日	金山区	314	50	11
四川	11月17日	成都市新津县	110	27	13
云南	11月17日	昆明市呈贡区	348	-	-
江西	11月17日	上饶市鄱阳县	150	10	10
云南	11月16日	昭通市威信县	1	1	1
吉林	11月16日	山市浑江区	1	1	1
四川	11月16日	宜宾市高县	40	16	10
湖北	11月15日	黄冈市浠水县	636	24	13
湖北	11月13日	黄冈市武穴市	147	7	66
安徽	11月10日	池州市青阳县	8339	96	47
附件	11月8日	莆田市城厢区	4521	85	85
吉林	11月8日	延边朝鲜族自治州龙井市	930	144	144
江西	11月8日	上饶市万年县	154	49	49
湖南	11月8日	娄底市涟源市	9	4	1
湖北	11月7日	黄冈市罗田县	821	22	4
湖南	11月5日	湘西土家族苗族自治州保靖县	119	11	4
重庆	11月4日	丰都县兴义镇	309	3	3
山西	11月3日	太原市阳曲县西凌井乡	47	25	7

资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

**图表 10：2018年10月国内非洲猪瘟疫情（单位：头）**

省份	时间	发生地区	存栏	发病	死亡
云南	10月30日	普洱市思茅区	36	5	1
湖南	10月30日	怀化市沅陵县	144	25	22
山西	10月30日	省太原市阳曲县	210	75	47
湖南	10月28日	湖南省常德市桃源县	7684	106	99
贵州	10月26日	毕节市七星关区某村	49	25	25



贵州	10月25日	毕节市赫章县	10	8	8
湖南	10月23日	常德市桃源县	268	208	31
湖南	10月23日	益阳市桃江县	546	44	17
浙江	10月22日	台州市三门县	2280	56	56
云南	10月22日	昭通市镇雄县母享镇	353	247	247
云南	10月22日	昭通市镇雄县牛场镇	804	298	298
山西	10月17日	大同市左云县	15	7	4
辽宁	10月17日	盘锦市大洼区西安镇	161	43	43
辽宁	10月16日	盘锦市大洼区王家街道	3223	31	20
辽宁	10月16日	盘锦市大洼区清水镇	4323	1030	1030
辽宁	10月16日	铁岭市开原市庆云堡镇	6640	50	12
辽宁	10月15日	盘锦市大洼区王家街道王家村	270	129	129
辽宁	10月15日	盘锦市大洼区王家街道曙光村	1571	109	109
辽宁	10月15日	锦州市北镇市	19938	221	221
辽宁	10月14日	鞍山市台安县桑林镇	180	14	14
天津	10月12日	蓟州区侯家营镇	639	292	189
辽宁	10月12日	鞍山市台安县新台镇	120	88	72
辽宁	10月11日	大连市普兰店区	1353	20	11
辽宁	10月9日	鞍山市台安县	460	160	160
辽宁	10月8日	营口市大石桥市、老边区	3358	334	93

资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

**图表 11：2018 年 9 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头）**

省份	时间	发生地区	存栏	发病	死亡
辽宁	9月30日	营口市大石桥市、老边区	378	-	102
吉林	9月28日	松原市长岭县	44	8	3
内蒙古	9月24日	内蒙古自治区呼和浩特市	388	4	2
内蒙古	9月21日	内蒙古自治区科尔沁右翼中旗	138	23	22
吉林省	9月21日	吉林省公主岭市南崴子镇	484	56	56
内蒙古	9月17日	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	159	14	8
内蒙古	9月14日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗	-	16	16
河南省	9月14日	河南省新乡市获嘉县	-	148	64
安徽省	9月10日	安徽省铜陵市义安区	219	63	23
安徽省	9月6日	安徽省芜湖市南陵县许镇镇	30	13	4
安徽省	9月6日	安徽省宣城市宣州区天湖接洽办事处	52	15	15
黑龙江	9月6日	黑龙江省佳木斯市向阳区	203	26	10
安徽省	9月6日	安徽省滁州市凤阳县	886	62	22
江苏省	9月3日	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9
安徽省	9月3日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83

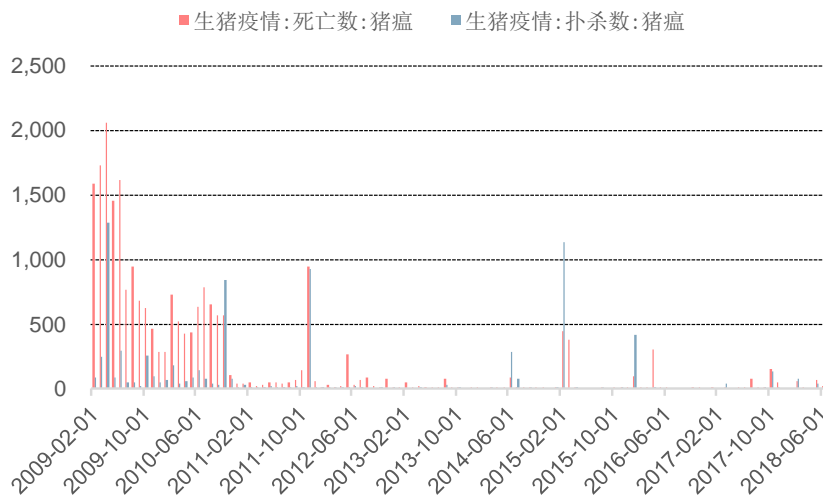
资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

**图表 12：2018 年 8 月国内非洲猪瘟疫情（单位：头）**

省份	时间	发生地区	存栏	发病	死亡
安徽省	8 月 30 日	安徽省芜湖市南陵县	-	185	80
浙江省	8 月 22 日	浙江省温州市乐清市	-	430	340
江苏省	8 月 19 日	江苏省连云港市海州区	-	615	88
辽宁省	8 月 3 日	辽宁省沈阳市沈北新区	383	47	47

资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

8 月 3 日至今，由于非洲猪瘟疫情国内生猪发病数量累计已达 6497 头，死亡数量已达 4889 头，死亡数量从历史数据来看处于较高位置。

**图表 13：生猪疫情死亡数及扑杀数（头）**


资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

我们认为，非洲猪瘟的发生，短期可能会由于提前出栏，从而增加市场供给，短期引起市场价格下降，中期会由于散养户供给减少以及泔水猪数量减少而价格进入上升周期，同时考虑到市场禁运政策，产区与销区价格短期会出现分化。

### （三）个股推荐：温氏股份等

**温氏股份：**公司销量持续稳健增长，均价下跌幅度最小。公司 11 月份销售商品肉猪 211.67 万头，收入 32.69 亿元，均价 13.59 元/公斤，环比变动 11.55%、7.71%、-4.70%，同比变动 21.22%、9.92%、-4.43%。根据博亚和讯数据，目前温氏占比较高的两广区域猪价在国内较高，约为 13.6-16.7 元/公斤，而北方如辽宁猪价仅为 10.3 元/公斤，因此在 11 月生猪销售均价普跌之下，温氏相对其他生猪养殖企业均价下跌幅度最小。我们预计 2018-2019 年温氏股份归母净利润为 49.25、66.28 亿元，同比增-27.06%、34.59%；EPS 为 0.93、1.25 元/股，PE 为 28.4x 和 21.1x，维持“买入”评级。

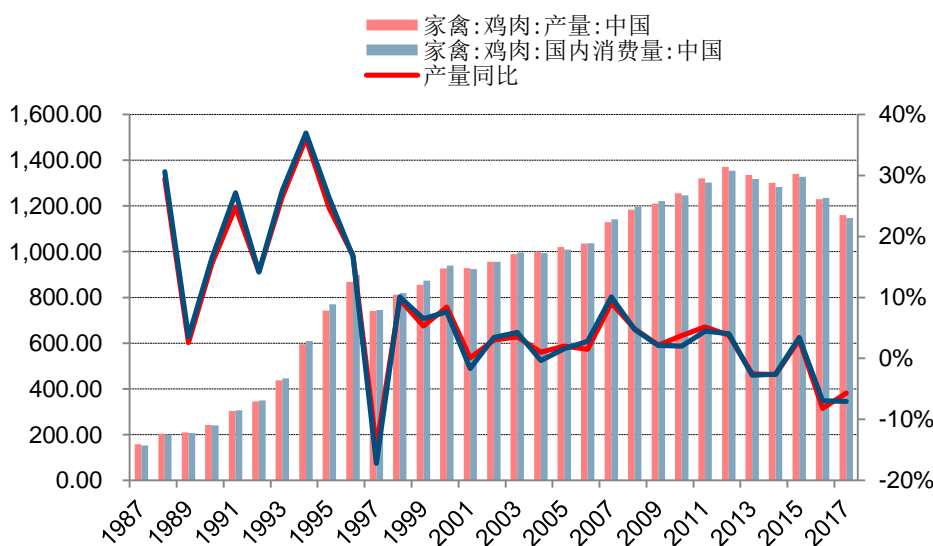
## 二、白羽肉鸡：供需紧平衡，长周期供给收缩

### （一）我国为鸡肉消费大国，当前供需紧平衡

国内鸡肉消费量连续增长之后，2013 年开始略有下降。我国鸡肉消费量以 2013 年为分水岭，在此之前基本呈现为逐年增长的趋势，2012 年消费量达到 1354.3 万吨，2013 年开始消费量表现为下降趋势。近 3 年的数据显示，2015-2017 年我国鸡肉消费量分别为 1326.7 万吨、1234.4 万吨和 1147.5 万吨，同比增速分别为 3.41%、-6.96%和-7.04%。

供给方面，我国鸡肉产销处于紧平衡状态。我国鸡肉供给随着消费量的大幅增长以及企业投入的增加而不断增长，与消费量保持相对平衡，目前国内鸡肉产量略小于“国内消费量+出口量”。近 3 年产量数据显示，2015-2017 年我国鸡肉产量分别为 1340.0 万吨、1230.0 万吨和 1160.0 万吨，同比增速分别为 3.08%、-8.21%和-5.69%。

图表 14：中国鸡肉产量、消费量（单位：万吨）



数据来源：USDA 中信建投证券研究发展部

我国鸡肉行业以“自产自销”为主。每年我国鸡肉产品存在一定数量的进口与出口，规模大致为 30-40 万吨左右，与国内鸡肉 1200-1300 万吨的产销量差距较大。2015-2017 年，我国鸡肉出口量分别为 40.1 万吨、38.6 万吨和 43.6 万吨，进口量分别为 26.8 万吨、43.0 万吨和 31.1 万吨。

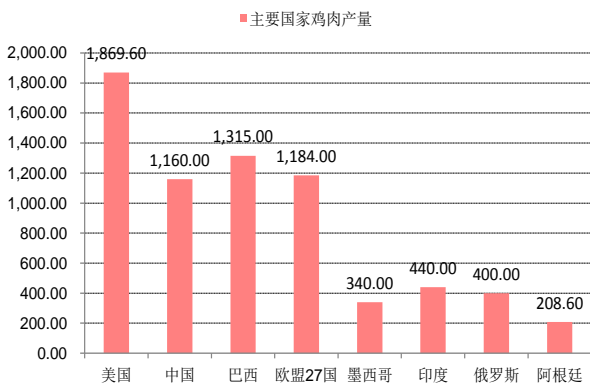
**图表 15：国内鸡肉供需数据（单位：万吨）**

指标名称	鸡肉:总供应量	鸡肉:产量	鸡肉:进口量	鸡肉:总消费量	鸡肉:国内消费量	鸡肉:出口量
1987	158.20	158.20	0.00	158.20	152.80	5.40
1988	207.00	204.80	2.20	207.00	199.60	7.40
1989	215.00	210.10	4.90	215.00	206.70	8.30
1990	249.20	242.70	6.50	249.20	240.60	8.60
1991	315.20	302.90	12.30	315.20	305.90	9.30
1992	362.50	346.00	16.50	362.50	349.30	13.20
1993	460.00	437.60	22.40	460.00	445.50	14.50
1994	627.70	595.40	32.30	627.70	610.00	17.70
1995	796.60	741.90	54.70	796.60	770.30	26.30
1996	930.60	867.30	63.30	930.60	898.80	31.80
1997	777.30	740.60	36.70	777.30	744.20	33.10
1998	851.70	812.00	39.70	851.70	819.40	32.30
1999	910.50	855.00	55.50	910.50	873.00	37.50
2000	985.70	926.90	58.80	985.70	939.30	46.40
2001	972.60	927.80	44.80	972.60	923.70	48.90
2002	999.40	955.80	43.60	999.40	955.60	43.80
2003	1,035.10	989.80	45.30	1,035.10	996.30	38.80
2004	1,017.20	999.80	17.40	1,017.20	993.10	24.10
2005	1,041.90	1,020.00	21.90	1,041.90	1,008.70	33.20
2006	1,069.30	1,035.00	34.30	1,069.30	1,037.10	32.20
2007	1,177.30	1,129.10	48.20	1,177.30	1,141.50	35.80
2008	1,223.90	1,184.00	39.90	1,223.90	1,195.40	28.50
2009	1,250.10	1,210.00	40.10	1,250.10	1,221.00	29.10
2010	1,283.60	1,255.00	28.60	1,283.60	1,245.70	37.90
2011	1,343.80	1,320.00	23.80	1,343.80	1,301.60	42.20
2012	1,395.40	1,370.00	25.40	1,395.40	1,354.30	41.10
2013	1,359.40	1,335.00	24.40	1,359.40	1,317.40	42.00
2014	1,326.00	1,300.00	26.00	1,326.00	1,283.00	43.00
2015	1,366.80	1,340.00	26.80	1,366.80	1,326.70	40.10
2016	1,273.00	1,230.00	43.00	1,273.00	1,234.40	38.60
2017	1,191.10	1,160.00	31.10	1,191.10	1,147.50	43.60

资料来源: USDA 中信建投证券研究发展部

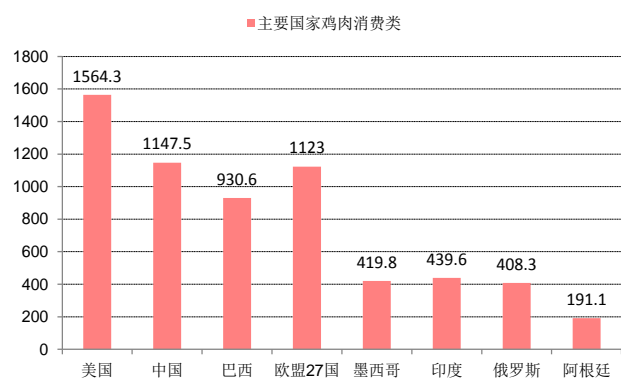
中国为全球第 4 大鸡肉生产区域，第 2 大消费区域。从海外主要国家鸡肉产销量数据来看，我国是全球第 4 大鸡肉生产国家，位于美国、巴西、欧盟之后，2017 年鸡肉生产量为 1160 万吨；我国是全球第 2 大鸡肉消费国家，仅位于美国之后，2017 年鸡肉消费量为 1147.5 万吨。

图表 16: 主要国家鸡肉产量 (单位: 万吨)



数据来源: USDA 中信建投证券研究发展部

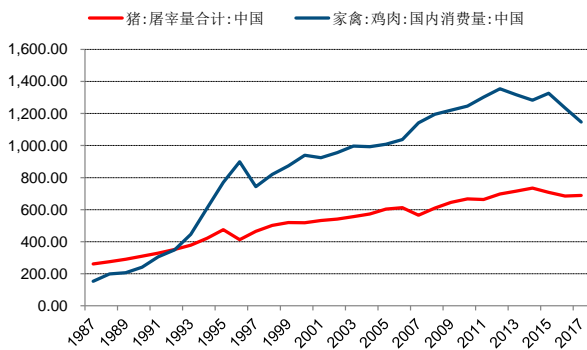
图表 17: 主要国家鸡肉消费量 (单位: 万吨)



数据来源: USDA 中信建投证券研究发展部

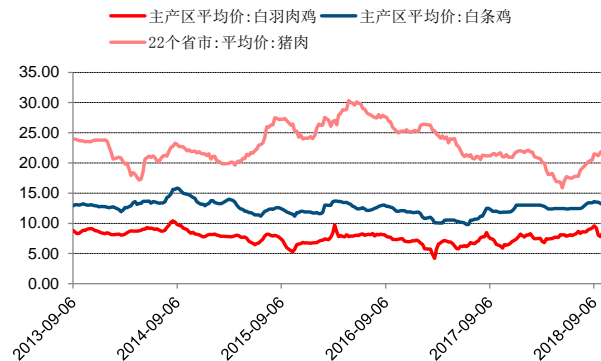
考虑猪肉与鸡肉是国内消费最为普遍的肉类品种, 我们从二者历史消费数据来看, 猪肉、鸡肉消费增长趋势基本一致, 猪肉消费相对更加稳定, 鸡肉整体也是增长趋势, 但更加容易受禽流感等疫病影响扰动国内消费。

图表 18: 国内生猪屠宰量以及鸡肉消费类



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部 (单位: 百万头, 万吨)

图表 19: 主产区白羽肉鸡价格及 22 省市猪肉价格



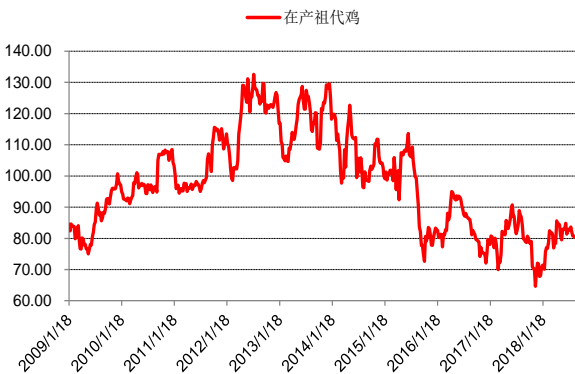
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## (二) 长周期供给收缩, 短周期父母代存栏量小幅上升

目前我国肉鸡养殖企业已经基本拥有“曾祖代-祖代-父母代-商品代-屠宰分割”产业链, 其中多数企业以“祖代-父母代-商品代-屠宰分割”或“父母代-商品代-屠宰分割”为主。通常企业通过进口得到祖代种鸡后, 经过 23-24 周可以进入其生产期从而获得父母代鸡苗, 父母代鸡苗一般经过 23-24 周可进入其生产期获得商品代鸡苗, 后面还要再经历 8-9 周的育肥。通常我们将在产祖代鸡存栏量视为长期供给先行指标, 在产父母代存栏量为中短期供给观察指标。

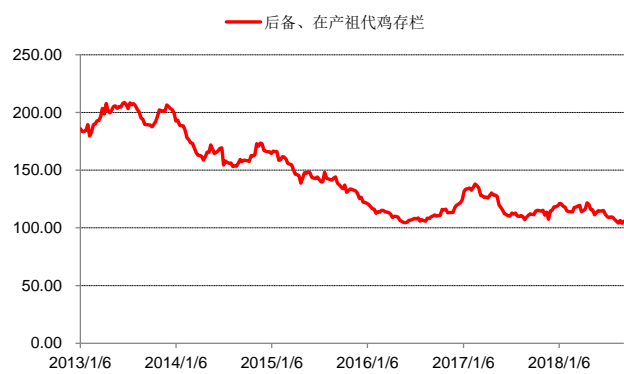
2013 年开始国内在产祖代鸡存栏量开始逐年下降。一般一套祖代种鸡可以繁殖 45-50 套父母代，一套父母代种鸡可以繁殖 100 只商品代，扩繁系数大致为 4500-5000。祖代种鸡产能的收缩与扩张在扩繁系数的作用下，对 14 个月商品鸡行业供给影响较大。我们认为，从长周期的角度来分析，国内祖代鸡存栏量逐渐下降，在不考虑人工换羽的影响之下，行业供给将逐步收缩。

**图表 20：在产祖代鸡存栏量（单位：万套）**



数据来源：中国畜牧业协会 中信建投证券研究发展部

**图表 21：后备、在产祖代鸡存栏（单位：万套）**



数据来源：中国畜牧业协会 中信建投证券研究发展部

在产祖代鸡存栏是父母代鸡苗销售量直接领先指标。从历史数据来看，两者走势基本一致。可以看到，2015 年在产祖代鸡存栏量出现大幅下滑，同期父母代鸡苗销售量亦跟随向下，随后父母代鸡苗价格迎来一轮大幅上涨。

**图表 22：父母代鸡苗销售量（单位：万套）**



数据来源：中国畜牧业协会 中信建投证券研究发展部

**图表 23：父母代鸡苗价格（单位：元/套）**



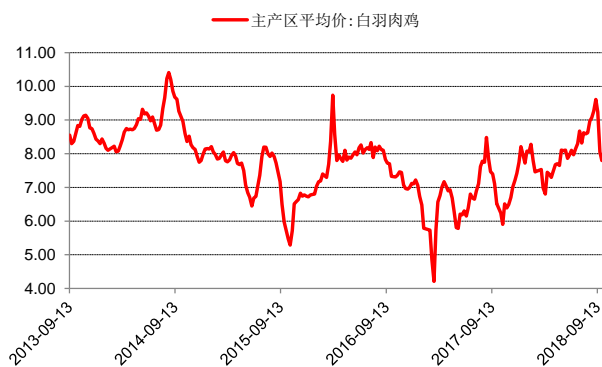
数据来源：中国畜牧业协会 中信建投证券研究发展部

短周期来看，在产父母代种鸡存栏数量是影响商品鸡供给的直接因素。2015 年在产父母代种鸡数量曾出现下滑，同期市场商品鸡价格出现大幅上涨。当前时点来看，2018 年在产父母代种鸡存栏数量表现为小幅上升的趋势，商品代短期价格进一步大涨存在一定压力。



**图表 24：在产父母代种鸡（单位：万套）**


数据来源：中国畜牧业协会 中信建投证券研究发展部

**图表 25：主产区白羽肉鸡平均价（单位：元/公斤）**


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

### （三）个股推荐：圣农发展等

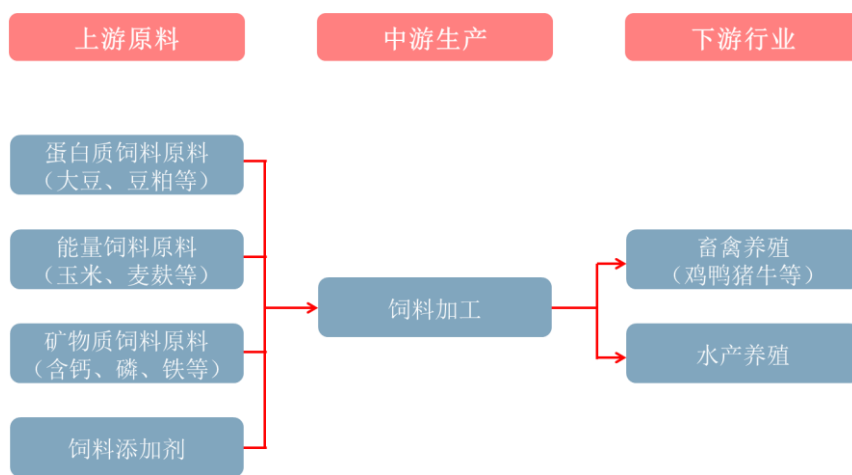
**圣农发展：**公司是国内白羽鸡行业养殖规模最大、屠宰量最高的企业。产业链一体化模式构筑公司核心竞争力，业务覆盖了饲料加工、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养以及肉鸡屠宰加工等产业链环节。自繁自养自宰的产业链一体化经营模式，使得从育种到肉鸡制成品的所有环节都能够实现有效监控，成为公司核心竞争力。同时，公司收购圣农食品，业务进一步向下游食品深加工领域扩展，产业链进一步延伸。基于鸡产品的价格趋势，我们预计 2018-2019 年公司营业收入分别为 115.00 亿元和 128.67 亿元，同比增长分别为 13.20% 和 11.89%；净利润分别为 10.19 亿元和 11.75 亿元，同比增长分别为 223.36% 和 15.32%，EPS 分别为 0.82 元/股和 0.95 元/股，对应的 P/E 分别为 20.7x 和 17.9x。

### 三、饲料：行业增长放缓、整合加速，生猪规模化养殖、禽链景气度回升提振饲料需求

#### （一）我国饲料基本自产自销，行业增长放缓、整合加速

饲料是经工业化加工、制作的供动物食用的产品。在行业层面，饲料行业连接着上游大宗饲料原料和下游养殖业，是农业产业链中的重要环节。在上游，大宗饲料原料主要分为蛋白质饲料原料、能量饲料原料、矿物质饲料原料、饲料添加剂等。下游养殖业主要是猪、鸡、牛等畜禽养殖和鱼、虾等水产养殖。

图表 26：饲料产业链



资料来源：中商产业研究院 中信建投证券研究发展部

我国是世界第一大饲料生产国，以自产自销为主。从全球来看，从 2012 年起，中国超越美国成为世界第一大饲料生产国。根据美国奥特奇生物公司的统计，2017 年中国、美国、巴西、俄罗斯、墨西哥、印度、西班牙的饲料产量位列世界前 7 名，合计占 2017 年世界饲料总产量的 53%。在过去 7 年间，我国饲料持续呈现净出口格局，但进出口量较小，每年动物饲料净出口量仅占国内总产量的 0.5% 左右。

图表 27：2017 年全球饲料产量排名

	占 2017 年世界饲料产量比例
中国	17.47%
美国	16.17%
巴西	6.53%
俄罗斯	3.51%
墨西哥	3.21%
印度	3.20%
西班牙	3.08%
其他	46.82%

资料来源：Alltech Bio Technology 中信建投证券研究发展部

**图表 28：我国动物饲料进出口情况**

	进口（万吨）	同比	出口（万吨）	同比	净出口（万吨）	同比	净出口与国内产量比例
2017	16.73	17.09%	122.17	7.95%	105.44	6.63%	0.48%
2016	14.29	12.26%	113.17	18.60%	98.88	19.58%	0.47%
2015	12.73	2.36%	95.42	-17.78%	82.69	-20.20%	0.41%
2014	12.44	6.82%	116.06	9.90%	103.62	10.29%	0.53%
2013	11.64	0.46%	105.60	-0.53%	93.96	-0.65%	0.49%
2012	11.59	-1.77%	106.17	24.50%	94.58	28.72%	0.49%
2011	11.80	15.60%	85.27	14.10%	73.47	13.86%	0.41%
2010	10.21	-	74.74	-	64.53	-	0.40%

资料来源：海关总署 中信建投证券研究发展部

我国饲料市场规模增长存波动，但整体速度放缓。我国的饲料工业起步于上世纪 80 年代。根据中国饲料工业协会的数据，2017 年全国饲料总产量达到 2.22 亿吨，同比增长 5.94%，饲料工业总产值 8393.5 亿元，同比增长 4.74%。

**图表 29：我国饲料工业产量、产值及同比增速**

	饲料总产量（万吨）	同比	饲料工业总产值（亿元）	同比
2017	22161	5.94%	8393.5	4.74%
2016	20918	4.54%	8014	2.61%
2015	20009	1.40%	7810	2.70%
2014	19732	2.03%	7605	3.03%
2013	19340	-0.56%	7381	4.35%
2012	19449	7.69%	7073	11.42%
2011	18061	11.47%	6348	17.34%
2010	16202	9.38%	5410	14.79%
2009	14813	8.39%	4713	10.69%
2008	13667	10.83%	4258	6.21%
2007	12331	-	4009	-

资料来源：中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

我国饲料行业规模化发展趋势明显，集中度逐步提高。全国饲料企业总数不断下降，2017 年为 6469 家，相比 2011 年下降 58%，而大中型饲料企业的生产贡献则越来越高，2017 年全国年产 10 万吨以上的饲料企业（单厂）达到 548 家，比 2011 年增长 52%，占全国饲料总产量的比例达到 46%，比 2011 年增长 12pct。2017 年全国年产 100 万吨以上集团 35 家，市场份额占比为 62%，仅一年内份额增长 5pct。未来，大型企业凭借规模、资本、技术等多维优势，通过兼并、新增产能及产业链延伸发挥协同效应，综合产品和服务能力不断增强，市场份额将持续增加。

**图表 30：全国饲料企业数量**

企业数量（家）	企业数量同比	年产 10 万吨以上饲料企业数量（家）	年产 10 万吨以上企业数量	年产 10 万吨以上企业占总	年产 100 万吨以上饲料集团数量	年产 10 万吨以上集团占总产
---------	--------	---------------------	----------------	----------------	-------------------	-----------------

				同比	产量比例	(家)	量比例
2017	6469	-39.68%	548	7.66%	46%	35	62%
2016	10724	-18.98%	509	3.67%	41%	34	57%
2015	13236	-5.99%	491	-1.80%	42.5%	-	-
2013	14079	-8.02%	460	8.75%	42%	25	-
2012	15307	-0.31%	423	17.50%	37%	20	-
2011	15354	1.95%	360	27.21%	34%	18	-

资料来源：中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

## （二）生猪规模化养殖、禽链景气度回升提振饲料需求，水产饲料看中高端

下游消费结构以猪、禽料、水产料为主。按照喂养的动物分类，饲料可分为猪饲料、禽饲料、反刍科饲料、水产科饲料、特种动物饲料。我国作为猪和禽类养殖大国，猪料和禽料是最主要的饲料品种，2017年分别占饲料总产量的44.27%、40.37%，第三大类水产饲料占比为9.38%。从趋势上看，近10年来猪料在饲料中的占比提升最为明显。

图表 31：饲料按喂养动物分类

饲料分类	涵盖范围
猪饲料	乳猪料（断奶-断奶后两周）、仔猪料（15-30公斤）、生长育肥料（30-100公斤）、妊娠母猪料（配种-配种后100天）等
禽饲料	蛋鸡料、肉鸡料、鸭料等
反刍科饲料	产奶牛料、犊牛料、生长牛料、肉牛料、羊料等
水产科饲料	淡水鱼料、海水鱼料、虾蟹料等
特种动物饲料	茸鹿饲料、毛皮兽饲料、珍禽饲料等

资料来源：中商产业研究院 中信建投证券研究发展部

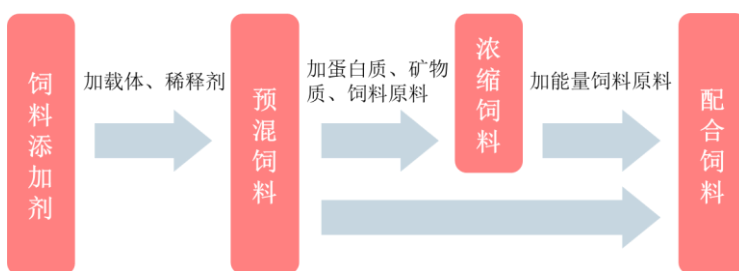
图表 32：我国饲料按喂养动物分产量结构

	猪饲料			禽饲料			水产饲料			反刍动物饲料			其他饲料		
	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比
2017	9810	12.42%	44.27%	8946	-0.78%	40.37%	2080	7.76%	9.38%	923	4.84%	4.16%	403	10.22%	1.82%
2016	8726	4.58%	41.72%	9016	5.64%	43.10%	1930	1.95%	9.23%	880	-0.45%	4.21%	366	3.39%	1.75%
2015	8344	-3.20%	41.70%	8535	7.57%	42.66%	1893	-0.53%	9.46%	884	0.80%	4.42%	354	-11.06%	1.77%
2014	8620	2.48%	43.69%	7934	-0.60%	40.21%	1903	2.09%	9.64%	877	10.31%	4.44%	398	38.19%	2.02%
2013	8411	8.92%	43.49%	7982	-8.70%	41.27%	1864	-1.48%	9.64%	795	2.58%	4.11%	288	-9.15%	1.49%
2012	7722	13.06%	39.70%	8743	3.39%	44.95%	1892	12.35%	9.73%	775	0.00%	3.98%	317	0.32%	1.63%
2011	6830	14.85%	37.82%	8456	9.21%	46.82%	1684	12.12%	9.32%	775	6.46%	4.29%	316	12.06%	1.75%
2010	5947	13.43%	36.71%	7743	6.96%	47.79%	1502	2.60%	9.27%	728	23.18%	4.49%	282	2.17%	1.74%
2009	5243	14.55%	35.39%	7239	5.25%	48.87%	1464	9.34%	9.88%	591	3.50%	3.99%	276	-8.91%	1.86%
2008	4577	14.40%	33.49%	6878	11.31%	50.33%	1339	0.98%	9.80%	571	0.53%	4.18%	303	18.36%	2.22%
2007	4001		32.45%	6179		50.11%	1326		10.75%	568		4.61%	256		2.08%

资料来源：中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

**配合料随养殖业规模化提升，需求稳健增长。**按照加工工艺分类，饲料可分为预混料、浓缩料和配合料，其中预混料是饲料的核心部分，也是初级加工品，浓缩料和配合料由预混料添加其他饲料原料得到，是饲料加工的高级形式。配合料由于营养物质最为全面，可直接用于喂养，是大型养殖企业的首选饲料，其占比在过去10年间不断上升，2017年占饲料总产量的88.53%，相比2007年提升10pct。随着下游养殖业的规模化，配合料在饲料中的占比将进一步提升。

图表 33：饲料按加工工艺分类



资料来源：中商产业研究院 中信建投证券研究发展部

图表 34：我国饲料按加工工艺分产量结构

	预混饲料			浓缩饲料			配合饲料		
	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比	产量 (万吨)	同比	占比
2017	689	-0.30%	3.11%	1854	1.18%	8.36%	19619	6.65%	88.53%
2016	691	5.82%	3.30%	1832	-6.58%	8.76%	18395	5.74%	87.94%
2015	653	1.87%	3.26%	1961	-8.88%	9.80%	17396	2.70%	86.94%
2014	641	1.10%	3.25%	2152	-10.26%	10.91%	16939	3.87%	85.85%
2013	634	2.42%	3.28%	2398	-2.80%	12.40%	16308	-0.34%	84.32%
2012	619	2.31%	3.18%	2467	-2.99%	12.68%	16363	9.72%	84.13%
2011	605	4.49%	3.35%	2543	-3.97%	14.08%	14913	14.95%	82.57%
2010	579	-2.20%	3.57%	2648	-1.41%	16.34%	12974	12.48%	80.08%
2009	592	8.42%	4.00%	2686	6.12%	18.13%	11535	8.92%	77.87%
2008	546	4.80%	4.00%	2531	1.61%	18.52%	10590	13.64%	77.49%
2007	521		4.23%	2491		20.20%	9319		75.57%

资料来源：中国饲料工业协会 中信建投证券研究发展部

### 1、规模化生猪养殖场数量占比提升，驱动猪配合饲料产量增长

2008-2016年，我国生猪散养户（出栏量100头以下）数量从7158万户下降到4163万户，减少41.84%，

大规模养殖户（出栏量 50000 头以上）数量达到了 311 家，增长率为 350.72%。散养户更多使用猪草、粮食、泔水或购买预混料、浓缩料后自行添加蛋白、能量饲料，而大型养殖场更多采用营养均衡的配合饲料。未来散养户的逐步退出、大型养殖场占比的持续提升，将驱动配合饲料需求的稳健增长。

**图表 35：2008-2016 年我国生猪养殖规模场/户数（单位：千）**

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
1-99 头	71,584	66,253	60,772	56,854	53,625	51,022	48,461	45,536	41,634
100-499 头	634	690	742	782	817	827	810	759	719
500-999 头	109	129	145	157	168	176	175	174	167
1000-2999 头	40	46	54	58	64	65	66	65	64
3000-4999 头	9	10	12	12	13	13	14	13	13
5000-9999 头	4.17	5.12	5.92	6.32	6.86	7.14	7.30	7.28	7.08
10000-49999 头	2.43	3.08	3.56	3.94	4.36	4.57	4.53	4.39	4.26
50000 头以上	0.07	0.10	0.12	0.16	0.19	0.20	0.23	0.26	0.31
总计	72,382	67,137	61,735	57,874	54,689	52,116	49,539	46,559	42,609

资料来源：中国畜牧兽医年鉴 Wind 中信建投证券研究发展部

## 2、禽链景气度回升，提振饲料需求

我国禽类的养殖已高度工业化。农业部《全国饲料工业“十三五”发展规划》显示，2017 年我国禽类工业饲料的普及率已超过 90%。受 2017 年下半年环保政策影响及对春节后 H7N9 疫情的担忧，今年上半年肉禽、蛋禽养殖存栏水平较低，饲料需求较去年下降。下半年疫情期过后，随着肉、蛋价格上涨，肉、蛋禽补栏量回升，禽料需求也随之好转。

**图表 36：国内白羽肉鸡价格走势**


资料来源：博亚和讯 中信建投证券研究发展部

**图表 37：国内鸡蛋价格走势**

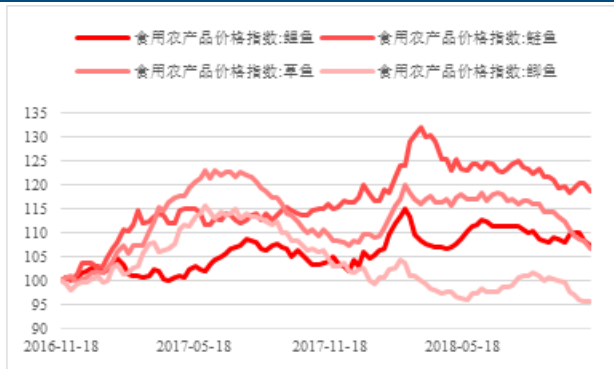

资料来源：国家发改委 中信建投证券研究发展部

## 3、居民消费升级背景下，中高档水产品养殖提振水产饲料需求



与猪料和禽料相比，目前我国水产料的规模较小，但随着我国人均收入的提高和消费升级加快，水产养殖规模将逐步扩大，带动水产饲料需求增长。其中，普通水产品养殖规模与市场价格密切相关，波动较大。今年5月起，鲤鱼、鲢鱼、草鱼、鲫鱼四大家鱼价格停止从去年起的上涨，一路走低，养殖户养殖热情转冷，普通水产饲料需求大幅下降。而中高档水产品需求由于居民消费升级而价格稳定，养殖利润可观，对应饲料需求也稳定强劲。

图表 38：四大家鱼价格走势



资料来源：商务部 中信建投证券研究发展部

### (三) 个股推荐：海大集团、新希望等

**海大集团：**公司饲料主业经销效益行业领先，多品类经营抵抗周期波动。公司在销售端溢价能力强，同时公司是最早进行原材料集采的企业，采购经验丰富，成本端控制能力强。综合优势下海大饲料毛利率接近 12%，盈利能力在行业中处优势地位。公司种苗+动保研发成果稳步落地，产业链乘数效应逐步发挥。经过多年研发积累，种苗和动保产品深得养殖户认可，品牌影响力强，毛利率高达 50%，有望成为公司新利润增长点。生猪养殖放量，有望受益猪周期。2015 年起公司布局生猪养殖，现已成为饲料业务的有力支撑，2019 年底随公司母猪场建成，仔猪可基本完全内供，产能释放叠加猪价步入上行周期，养猪业务利润弹性可期。我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 381.28 亿和 444.83 亿元，同比增速为 17.11% 和 16.67%；归母净利润为 13.62 亿和 15.69 亿，同比增长 12.83% 和 15.18%；EPS 为 0.86 元/股和 0.99 元/股，PE 为 27.1x 和 23.5x。

**新希望：**公司生猪养殖业务确定能开工土地可支持 1500 万头生猪出栏，2018-2020 预计外销 250、350-400、800-1000 万头，增长迅速。猪价自 2016 年以来波动下行，叠加当前非洲猪瘟疫情持续发酵加速行业产能出清，预计猪价拐点加速到来。饲料销量持续行业领先，2018 年上半年饲料业务逆势增长，销量同比增长 7.04%，毛利率同比增 0.23pct；禽产业板块在今年行情景气度提升背景下，2018H1 实现扭亏为盈；同时公司于 7 月发布增持计划，11 月 30 日公告回购计划，彰显公司发展信心。我们预计 2018-2019 年新希望营业收入分别为 688.99 亿和 757.96 亿元，同比增长 10.12% 和 10.01%；归母净利润为 17.06、27.29 亿元，同比增长-25.18%、60.02%；EPS 为 0.40 元/股和 0.65 元/股，PE 为 18.1x 和 11.3x。

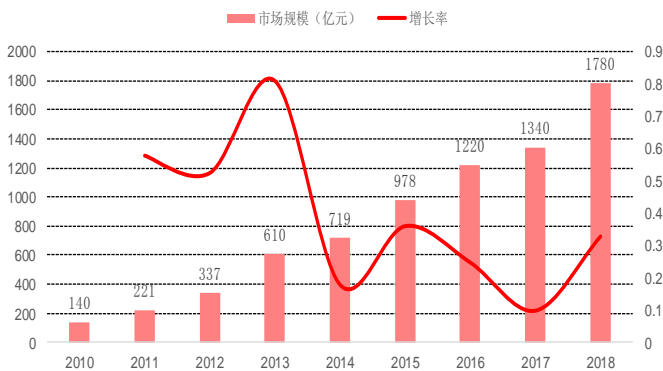
## 四、宠物食品：成长空间大，品牌、渠道奠定内销龙头

### (一) 行业：成长空间较大，细分市场成竞争重点

随着中国经济的发展，宠物数量快速增长，宠物食品需求大幅增加，宠物食品行业也成为中国消费品市场增长较快的行业之一。2012-2017年期间，我国宠物食品市场规模复合增长率超过30%，是全球增长最快的地区之一。2017年中国宠物市场规模达到1340亿，同比增长9.84%，预计2018年将达到1780亿元，同比增长32.84%

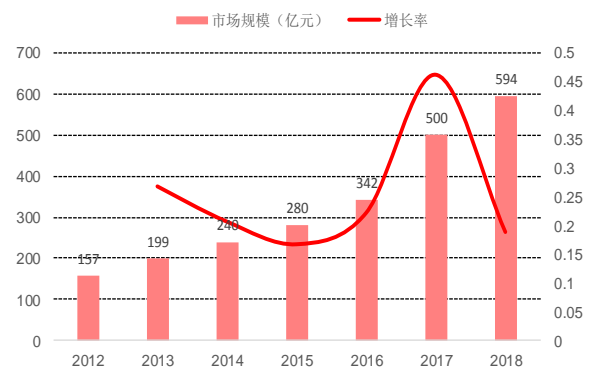
宠物食品市场在宠物行业中占比最大，增速也较快。2017年宠物食品市场规模占宠物行业的比例达到33.8%。2017年中国宠物食品市场规模为500亿元，同比增长46.20%，2012-2017年复合增长率达到25%以上。

**图表 39：宠物市场规模及增速**



资料来源：中国宠物行业白皮书 中信建投证券研究发展部

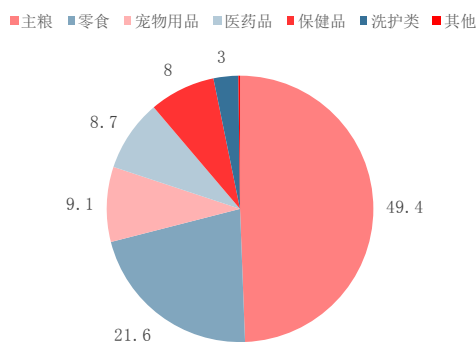
**图表 40：宠物食品市场规模及增速**



资料来源：中国宠物行业白皮书 中信建投证券研究发展部

宠物食品可以分为宠物主食、宠物零食、宠物保健品和处方类食品等。主食市场可以细分为干粮和湿粮，零食市场可以细分为咬胶、肉质零食和消臭饼干等。从市场发展角度来看，宠物主食发展时间较长，市场接受度较高。而宠物零食市场近些年开始繁荣，消费者接受度逐步提高，宠物零食市场正逐渐发展成为较大规模的独立市场。截至2017年，宠物市场商品消费中主食、零食、用品消费占比分别为49.4%、21.6%和9.1%。

**图表 41：2017 宠物市场商品消费类占比 (%)**



资料来源：《2017年中国宠物行业白皮书》 中信建投证券研究发展部

相对宠物主食市场，宠物零食市场集中度较低，市场进入空间更大。随着消费升级，宠物主人对宠物的投入更大，更关注宠物的娱乐与营养需求，宠物零食市场获得了更高的增长率。

**图表 42：各企业零食业务收入(亿元)及占比**

		2013	2014	2015	2016	2017
中宠股份	零食业务	4.33	3.89	5.32	6.49	8.37
	占总营收比例	85.42%	79.19%	82.10%	82.11%	82.39%
佩蒂股份	零食业务	3.84	3.97	4.97	5.50	6.32
	占总营收比例	99.02%	99.77%	99.89%	99.87%	100.00%

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

## (二) 外销渠道稳定, 内销积累品牌与渠道, 国内市场份额有望提升

目前国内企业业务以出口为主, 对于外销业务, 各企业主要与海外大型零售超市建立合作关系, 外销渠道、销售稳定。

**图表 43: 各企业出口营业收入(亿元)及出口比例**

		2013	2014	2015	2016	2017
中宠股份	出口营收	4.59	4.3	5.66	6.82	8.58
	出口比例	90.64%	87.46%	87.31%	86.25%	84.54%
佩蒂股份	出口营收	3.78	3.91	4.97	5.51	6.32
	出口比例	97.51%	98.32%	97.81%	96.21%	95.18%

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

对于内销业务, 目前国内宠物市场竞争激烈, 但是市场集中度仍处于较低水平, 尚未有龙头企业占据较高市场份额。如 2017 年, 中宠股份、佩蒂股份内销营收分别实现 1.48 亿元和 0.30 亿元, 市场占有率仅为 0.30% 和 0.06%。

**图表 44: 各企业内销收入及市场占有率**

		2013	2014	2015	2016	2017
中宠股份	内销营收	0.43	0.55	0.79	1.03	1.48
	市场占有率	0.22%	0.23%	0.28%	0.30%	0.30%
佩蒂股份	内销营收	0.06	0.06	0.10	0.20	0.30
	市场占有率	0.03%	0.03%	0.04%	0.06%	0.06%

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

目前国内宠物零食市场方兴未艾, 国内企业大多尚未建立起知名度较高的自主品牌, 仅有少数企业如中宠股份的“顽皮”和路斯股份的“路斯”已具有较高的知名度, 但是市占率仍有增长空间。

**图表 45: 各企业自有品牌对比**

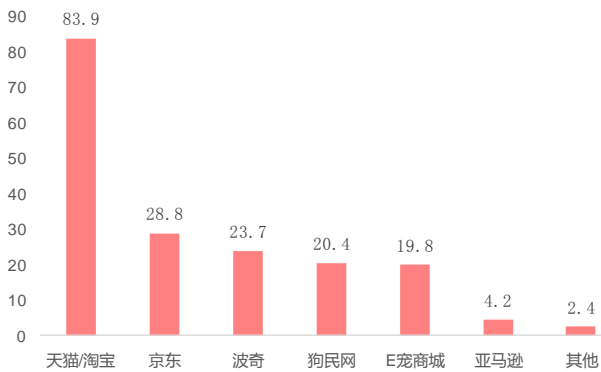
中宠股份	"Wanpy"、"Natural Farm"、"Dr.Hao"、"Jerky Time"、"爱宠私厨"、"脆脆香"以及"Happy100"等
佩蒂股份	"CPET"、"MEATWAY"、“禾仕嘉”、“贝家”等
路斯股份	路斯
天地荟	多格萨萨蜜、Pet Cuisine、
疯狂小狗	疯狂小狗

资料来源: 公司年报 中信建投证券研究发展部

内销渠道方面, 我国大型零售超市的宠物食品市场份额较低, 电商和专业渠道是布局重点。2017 年天猫/淘宝宠物行业(包含水族)的销售额为 306.49 亿元, 不含水族部分 239.66 亿元, 较 2016 年的 175.41 亿元增长

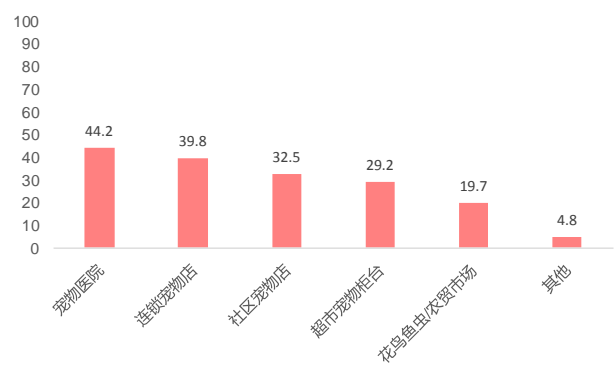
37%。专业渠道包括宠物医院、宠物美容院等，主要为宠物提供一站式服务，其拥有的专业能力能增强客户信赖度，提高客户黏度。专业渠道数量近年增长较快，成为宠物食品企业线下布局的重点。

图表 46：线上购买渠道（%）



资料来源：中国宠物行业白皮书 中信建投证券研究发展部

图表 47：线下购买渠道（%）



资料来源：中国宠物行业白皮书 中信建投证券研究发展部

图表 48：各企业国内销售渠道对比

<b>中宠股份</b>	公司直销的主要销售渠道是京东、天猫开设的网络直营店及烟台工厂店；经销的主要销售渠道包括：电商渠道、商超渠道、专业渠道（占比 40% 左右）；电商渠道在国内销售的收入中占比达到 50% 左右；线下渠道主要为宠物店、宠物医院、商超渠道以及特殊渠道，覆盖全国 100 多个城市，每个城市设置 1 至 2 家经销商，布局以一、二线城市为主。
<b>佩蒂股份</b>	国内以公司自有品牌销售为主，以宠物产品代理商、专营店及电商平台等渠道销售。
<b>路斯股份</b>	国内市场的销售主要集中在深圳、北京、上海、成都、郑州等国内大城市的大型商超和分销商以及网络销售渠道等。网络销售方面，公司自营天猫商城路斯宠物用品专营店，还通过与京东商城、1 号店、亚马逊等大型电商平台合作，销售、推广自身产品。
<b>华亨股份</b>	与国内同行业上市公司进行深度合作，并采取经销和直销相结合的模式，开启电子商务直销，分别在淘宝、天猫、京东注册了网上销售平台，建立了线上线下多渠道营销网络
<b>天地荟</b>	与亚马逊合作做跨境电商，旗下品牌多格萨萨蜜主要通过线上渠道（淘宝、京东）销售，是 2017 狗零食行业线上销售 TOP10 的品牌
<b>疯狂小狗</b>	互联网平台起家，历经三年的快速发展，目前公司旗下“疯狂小狗”狗粮品牌全面覆盖天猫、淘宝、京东等各网络销售平台及线下宠物医院、宠物门店等，已成为互联网全网狗粮销量领导者。2016 年销售额过亿元大关，2017 年 618 销售额达 900 万，预计年销售额过 3.5 亿元大关，年均增长速度达 300%

资料来源：公司公告 公司官网 中信建投证券研究发展部

### （三）个股推荐：佩蒂股份、中宠股份等

**佩蒂股份：**公司业绩表现优异，收购越南德信深化海外产能布局，国内市场全面展开营销网络建设，加强国内市场产品、渠道和营销布局，与渤海华美签署框架协议，联合发起宠物产业并购基金，对国内外优质宠物行业目标企业进行投资。我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 8.83 亿和 11.49 亿元，同比增速分别为 39.77% 和 30.11%；归母净利润分别为 1.63 亿和 2.14 亿元，同比增速分别为 52.89% 和 31.23%；EPS 分别为 1.34 元/股和 1.75 元/股，对应 PE 为 32.5x 和 24.7x。

**中宠股份：**公司国内自主品牌业务依托多个品牌全面发展，品牌宣传、渠道投入逐渐加大，线上渠道与苏宁、天猫合作，持续布局，线下渠道布局积累近 20 年，产能持续扩充，海外布局推进。我们预计公司 2018-2019 年营业收入分别为 13.95 亿元和 18.26 亿元，同比增速分别为 37.43%和 30.87%；归母净利润分别为 0.61 亿元和 0.81 亿元，同比增速分别为-17.57%和 32.79%；EPS 分别为 0.61 元/股和 0.81 元/股，对应 PE 为 54.4x 和 41.0x，维持“增持”评级。

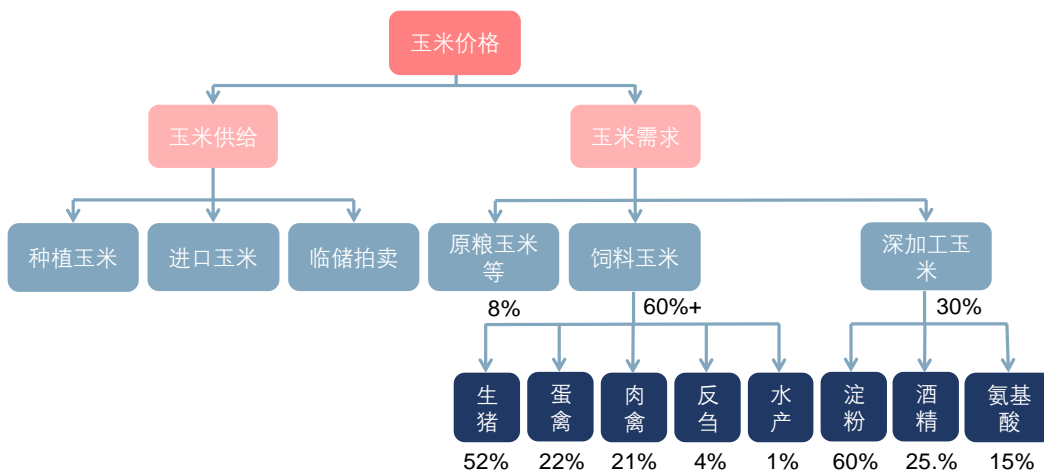
## 五、玉米：去库存到底部，2019 稳中上涨

### （一）供需情况：全球库销比连续下滑，国内产量影响供给

农产品价格更多受市场供给影响。目前，决定玉米供给量的主要因素有种植玉米产量、进口玉米量以及临储拍卖三个因素。种植产量由单产和收割面积决定，受技术、天气以及价格的影响。随着全球种植技术的进步，近年来全球玉米产量基本保持持续增长趋势。

从全球玉米消费的结构来看，玉米主要用于饲料、深加工以及原粮等方面。玉米富含多种牲畜、家禽生长必须的营养物质，是最重要的饲料原粮饲料。玉米消费中饲料占比 60%以上。生猪、肉禽、蛋禽是主要的饲料需求行业，其中，生猪饲养行业占整体玉米饲料需求的 52%，因此禽畜的存栏量、粮食比价等因素也影响着玉米需求量的波动。除此之外，深加工玉米消费占比约 30%，原粮玉米占比 8%左右。玉米供给和需求匹配的结果最终表现为库销比，也决定了玉米价格的变化水平。

图表 49：玉米分析框架

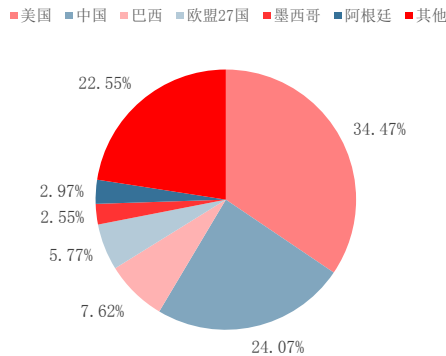


资料来源：公开信息整理 中信建投证券研究发展部

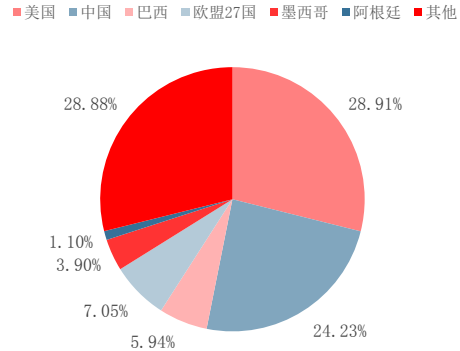
根据 USDA 供需报告，2017 年全球玉米产量为 1076.23 百万吨，其中美国、中国、巴西是最大的产量国。2017 年分别占全球玉米产量的 34.47%，24.07%和 7.62%。从全球消费来看，美国、中国和欧盟（27 国）是玉米的最大需求国，2017 年分别占全球消费量的 28.91%，24.23%和 7.05%。

图表 50：2017 全球玉米产量占比（单位：百万吨）

图表 51：2017 全球玉米消费量占比（单位：百万吨）

**图表 50：2017 全球玉米产量占比（单位：百万吨）**


数据来源：USDA 中信建投证券研究发展部

**图表 51：2017 全球玉米消费量占比（单位：百万吨）**


数据来源：USDA 中信建投证券研究发展部

从全球进出口需求来看，2017 年全球共出口玉米 146.8 百万吨，其中美国、阿根廷、巴西是最大的玉米出口国，2017 年三国合计占全球总出口量的 72.85%，主导全球玉米出口。从 2014 年开始，全球玉米库销比连续四年下降，根据 USDA 预测，2018/2019 年全球玉米库销比将跌至 14.39%，去库存到了相对底部水平，2019 年玉米价格可能呈现稳中上涨的趋势。

**图表 52：全球玉米供需平衡表（单位：百万短吨）**

年份	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019 (预测)
期初库存	133.41	174.8	209.73	209.99	227.79	198.21
产量	990.47	1016.03	972.21	1078.31	1034.23	1068.31
总供给	1123.88	1190.83	1181.94	1288.3	1262.02	1266.52
饲用量	571.08	584.7	601.58	633.13	649.36	676.92
总消费	948.85	981.01	968.01	1060.51	1063.81	1107.17
进口	123.95	125.17	139.23	135.56	148.64	154.83
出口	131.1	142.2	119.74	160.05	147.13	162.97
转结库存	175.03	209.82	213.93	227.79	198.21	159.35
库存消费比	18.45%	21.39%	22.10%	21.48%	18.63%	14.39%

资料来源：USDA 中信建投证券研究发展部

我国玉米以自产自销为主，2017 年全国玉米产量 25907 万吨。在供给侧改革政策和临储政策取消之后，我国玉米面积和产量连续两年下降，2017 年玉米种植面积 53167.8 万亩，同比下降 1971.8 万亩，降幅 3.58%，库存规模也较为明显地下降，2017 年首次出现了供给缺口。需求方面，2017 年全国玉米消费量 26300 万吨，饲料占比约 70%，为主要需求端。随着猪价拐点临近，对玉米饲料的需求将进一步提升，进一步拉动玉米消费。

**图表 53：中国玉米供需平衡表（单位：百万吨）**

年份	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019 (预测)
期初库存	67.57	81.32	100.47	110.77	100.71	79.55
产量	218.49	215.65	224.63	219.55	215.89	225.00



进口	3.28	5.52	3.17	2.46	4.00	5.00
饲料消费	150.00	140.00	153.50	162.00	167.00	174.00
国内消费总计	208.00	202.00	217.50	232.00	241.00	251.00
出口	0.02	0.01	0.00	0.08	0.05	0.05
期末库存	81.32	100.47	110.77	100.71	79.55	58.50
库存消费比	39.10%	49.74%	50.93%	43.41%	33.01%	23.31%

资料来源: USDA 中信建投证券研究发展部

## (二) 国内价格走势: 出现供需缺口, 价格稳中上涨

2008-2018 十年期间, 我国玉米价格波动主要经历了以下三个阶段:

### 1、2008-2015.09: 玉米价格整体趋势随国家收储价格波动上行

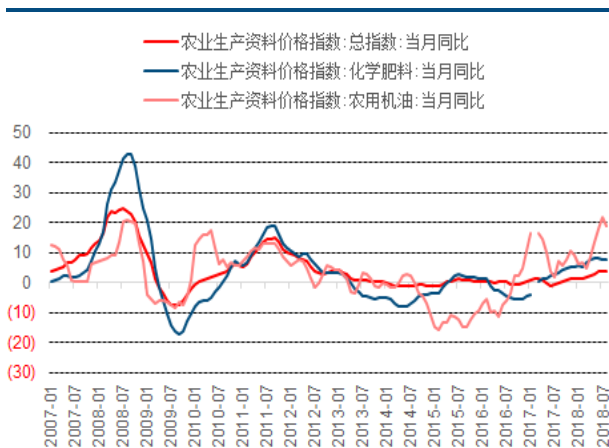
针对 2008 年金融危机后我国玉米价格下跌、难卖等现象, 国家适时推出玉米临时收储政策, 保护种粮农民利益, 促进粮食生产稳定发展, 保障粮食安全。从此直至 2014 年, 随国家临储收购价逐年提高 (农业种植成本亦提高), 玉米价格波动性走高。

图表 54: 2008-2014 年玉米临储收购价 (元/公斤)

年份	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
公布时间	10 月	11 月	1 月	12 月	11 月	7 月	11 月
内蒙古&辽宁	1.52	1.52	1.82	2	2.14	2.26	2.26
吉林	1.5	1.5	1.8	1.98	2.12	2.24	2.24
黑龙江	1.48	1.48	1.78	1.96	2.1	2.22	2.22

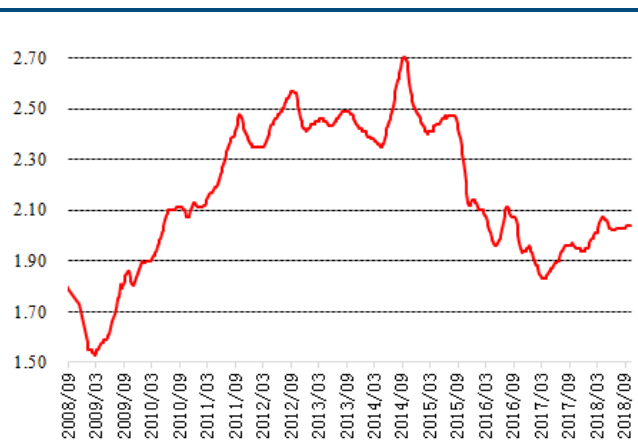
资料来源: 农业农村部 中信建投证券研究发展部

图表 55: 2009-2012 年农业生产成本走高



数据来源: 农业农村部 中信建投证券研究发展部

图表 56: 全国玉米平均价



数据来源: 农业农村部 中信建投证券研究发展部

## 2、2015.09-2017.03：临储价下调及取消，玉米价格波动下滑

2015年9月，国家首次将玉米临储收购价下调至2元/公斤。原因有：（1）库存居高不下：产量、临储收购量、库存快速增长，国家面临收不进、储不下局面。（2）内外价差倒逼：国际粮价下跌背景下，国内玉米收储价格持续上涨，内外价差使得进口量快速增长，进口玉米及替代品挤占国内玉米销售空间。（3）财政负担加重：高收储费用和高库存带来高保管费用，财政压力增大，仓储风险增高。

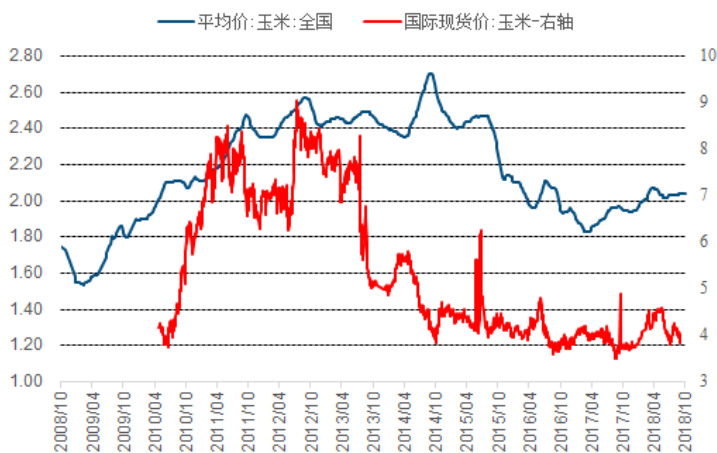
**图表 57：2012-2015 年玉米产量、库存及进口量情况（单位：百万吨）**

年份	玉米产量	期末库存	进口量
2012	205.61	67.57	2.70
2013	218.49	81.32	3.28
2014	215.65	100.47	5.52
2015	215.65	110.77	3.17

数据来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

2016年3月，玉米临储政策退出历史舞台，国家将东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。玉米价格由市场形成，玉米生产者获得补贴保障种植收益。

**图表 58：2015-2017 年玉米价格波动下滑**

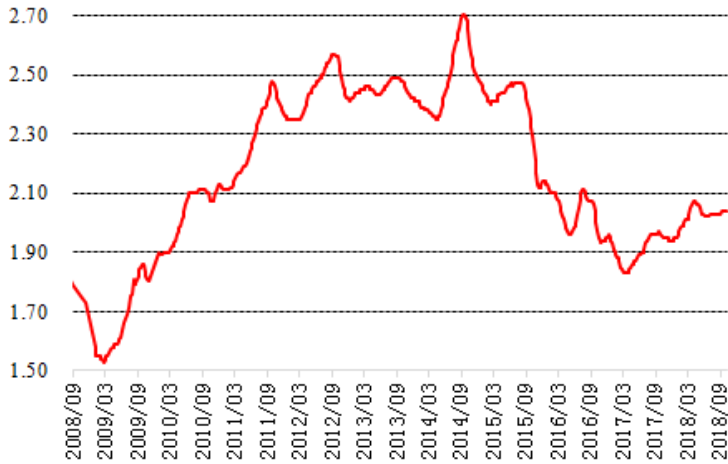


资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

## 3、2017.03-2018.10：供需缺口、临储粮投放，共同影响价格

临储收购价下调及取消后，国内玉米种植面积受农业供给侧改革于2016、2017年持续下滑，2015-2017年玉米播种面积分别为3811.9、3676.8、3544.5万公顷。整体供给停止增长，供需缺口放大，库存由2015年的11077万吨下降到2017年的7955万吨。玉米价格波动上升。期间，国家临储玉米向市场投放进行供给端的调节，保障了供给稳定和价格的窄幅上行。

图表 59：2017-2018 年玉米价格窄幅上行



资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

## 六、风险因素

猪价反弹低于预期，鸡价大幅调整，贸易战持续。

图表 60：农业板块目前重点推荐公司估值（单位：亿元）

细分板块	股票代码	公司名称	营业收入		净利润		EPS		PE	
			2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
生猪养殖	300498.SZ	温氏股份	566.07	611.27	49.25	66.28	0.93	1.25	28.4	21.1
饲料	000876.SZ	新希望	688.99	757.96	17.06	27.29	0.40	0.65	18.1	11.3
	002311.SZ	海大集团	381.28	444.83	13.62	15.69	0.86	0.99	27.1	23.5
白羽肉鸡	002299.SZ	圣农发展	115	128.67	10.19	11.75	0.82	0.95	20.7	17.9
宠物食品	002891.SZ	中宠股份	13.95	18.26	0.61	0.81	0.61	0.81	54.4	41.0
	300673.SZ	佩蒂股份	8.83	11.49	1.63	2.14	1.34	1.75	32.5	24.7

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

## 分析师介绍

**花小伟：**中信建投研究发展部大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

**孙金琦：**金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事 轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

**研究助理 罗乾生：**中国人民大学管理学硕士，2016 年加入中信建投。

**研究助理 王泽选：**中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座  
12 层

邮编：100010

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券  
大厦北塔 22 楼 2201 室

邮编：200120

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中  
心 B 座 22 层

邮编：518035

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859