

好风凭天阔，送猪上云端

——农林牧渔行业 2019 年度策略报告

2018 年 12 月 14 日

看好/维持

农林牧渔 专题报告

投资摘要：

行业集中度持续提升，强者恒强是必然趋势。伴随环保税法在 2018 年初开始实施，未来环保趋严将成为新常态。规模化家庭农场和大型养殖集团在成本端和持续经营及扩大生产能力方面相比中等养殖户具备独特优势。叠加非洲猪瘟禁运对中小散户的加速淘汰，预计我国生猪养殖业将呈现大型养殖集团强者恒强与家庭农场占比提升并存的局面，规模化养殖比重将进一步提升。

猪价反转大概率出现在明年。我们通过分析能繁母猪的补栏及淘汰数据发现，从今年 7 月份开始，行业补栏意愿和能力受到价格因素和区域禁运的严重抑制，而 4 月份开始的产能加速出清预计将在明年春节后开始影响生猪出栏，而后续预期的产能集中出清有望出现在 19 年 1 季度。一进一出作用叠加将显著收紧明年下半年的生猪供应量。综合来看，我们判断生猪出栏的拐点会在明年下半年出现，叠加三四季度消费旺季，猪价有望同步反转。

把握投资节奏，优选弹性标的。在周期上涨阶段，猪周期猪价的走势基本决定了生猪养殖企业的股价，同时带动生猪养殖产业链相关的动保、饲料板块股价一同抬升。股价的上涨主要可以分为猪价拐点之前基于行业反转预期的涨幅，以及猪价反转之后基于业绩大幅改善的涨幅。股价行情会在反弹前的猪价大跌后开启，而当猪价见顶之后，板块的超额收益仍将持续 3-4 个月。因此我们预计股价行情将有望在明年 Q2 反转，而最大的一波上涨将在猪价拐点确定性到来之后开启。因此明年对生猪板块的投资是先看预期提升，再看业绩确定性改善。建议重点关注明年一二季度可能到来的猪价超跌，择机布局。

我们认为公司未来扩栏的速度代表了公司的成长性，而现有出栏数和养殖综合成本决定了企业的 EPS。从公司基本面和弹性角度分析，我们首推生猪养殖龙头标的：温氏股份、牧原股份，其次推荐弹性标的：天邦股份、正邦科技、唐人神和海大集团，然后推荐天康生物、中牧股份。

除此之外，我们长期看好宠物食品行业的发展机遇，并且认为制糖行业有望在 2020/2021 年反转出现新的减产周期，推荐关注相关行业机会。

风险提示：生猪产能去化不及预期，畜禽价格波动风险，疫病风险等。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
温氏股份	1.29	0.86	0.75	19.34	28.97	33.53	3.66	强烈推荐
牧原股份	2.12	0.40	0.87	10.93	58.44	26.62	4.10	强烈推荐
天邦股份	0.34	0.18	0.34	24.54	35.51	18.87	2.03	推荐
正邦科技	0.23	0.05	0.15	22.61	104	34.67	1.52	推荐
海大集团	0.78	0.91	1.17	26.47	22.75	17.64	4.35	强烈推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：孟维肖

010-66554040

Mengweixiao520@sina.com

执业证书编号：

S1480518070002

研究助理：程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

细分行业

细分行业	评级	动态
畜禽养殖	看好	维持
饲料加工	看好	维持
动物保健	看好	维持
宠物食品	看好	维持

行业基本资料

行业基本资料	占比%
股票家数	87 2.45%
重点公司家数	- -
行业市值	7163.04 亿元 1.39%
流通市值	5766.12 亿元 1.56%
行业平均市盈率	33.78 /
市场平均市盈率	13.92 /

行业指数走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《农林牧渔行业周报-2018 年 9 月第 3 周：生猪调运持续受阻，价格分化延续》2018-09-17
- 2、《2018 半年报综述：养殖分化明显，关注农产品涨价的主题性机会》2018-09-03
- 3、《农林牧渔行业周报-2018 年 8 月第 3 周：非洲猪瘟再度来袭，禽链景气持续》2018-08-20
- 4、《农林牧渔事件点评：非洲猪瘟致猪价短空长多 猪价承压 8、9 月 CPI 有望下行》2018-08-17

目 录

1. 猪年配猪股，先买预期再享业绩	4
1.1 行业集中度持续提升，强者恒强是必然趋势	4
1.2 猪价反转大概率出现在明年	6
1.2.1 周期时长角度：周期犹存，拐点渐近	7
1.2.2 产能供应角度：产能出清，明年见底	8
1.2.3 生猪供应现状：近似 13-14，反转可期	9
1.2.4 偶发扰动因素：疫情犹存，出清加速	10
1.3 把握投资节奏，优选弹性标的	16
1.3.1 把握投资节奏，先买预期后买业绩	16
1.3.2 优选高成长性、高弹性标的	17
2. 除了猪，还有呢	20
2.1 宠物消费刚性需求，步入蓬勃发展黄金期	20
2.2 制糖行业有望在 2020/2021 年反转出现新的减产周期	23
3. 风险提示	25

表格目录

表 1: 养殖环保政策密集出台	4
表 2: 2008 年与 2015 年生猪养殖结构对比	5
表 3: 不同规模养殖主体成本及扩产能力	6
表 4: 猪周期阶段分析及预测	8
表 5: 非洲猪瘟疫情统计	10
表 6: 生猪养殖企业出栏规划	17

插图目录

图 1: 我国生猪规模化养殖占比（年出栏 500 头以上）	4
图 2: 生猪养殖场数量持续减少	5
图 3: 不同规模养殖场出栏占比估算	5
图 4: 猪价分析框架	7
图 5: 生猪繁育周期	7
图 6: 二元母猪价格持续下行	8
图 7: 农业部监测点母猪淘汰屠宰量	9
图 8: 畜牧业协会二元母猪销售量及淘汰量	9
图 9: 生猪定点屠宰企业屠宰量	9

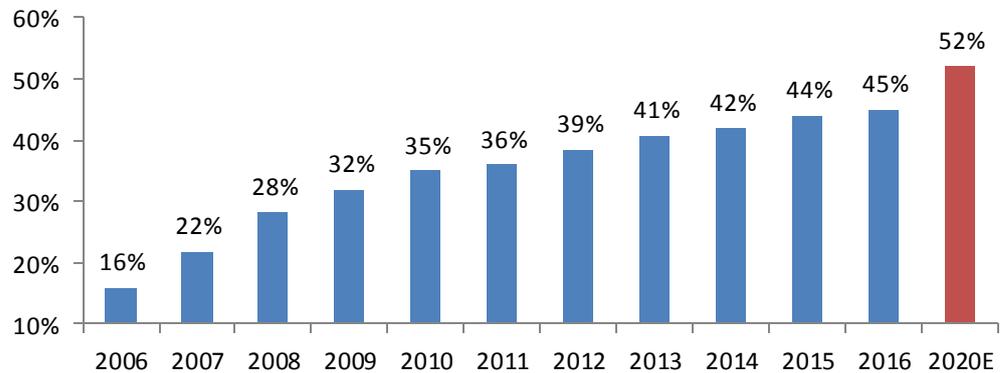
图 10: 饲料产量 (万吨)	10
图 11: 省份间禁运情况	13
图 12: 主产区生猪价格分化 (元/千克)	14
图 13: 主产区仔猪价格分化 (元/千克)	14
图 14: 猪肉消费需求细分	15
图 15: 猪肉替代消费抬头	15
图 16: 生猪板块平均相对收益与猪价走势	16
图 17: 在建工程 (亿元)	17
图 18: 生产性生物资产 (亿元)	17
图 19: 养殖企业完全成本对比	18
图 20: 养殖企业相关性分析	18
图 21: 动保企业相关性分析	19
图 22: 饲料企业相关性分析	20
图 23: 中国宠物市场蓬勃发展	21
图 24: 美国宠物市场发展与人均 GDP	21
图 25: 国内产量呈现 3 年增减的规律 (万吨)	23
图 26: 广西甘蔗收购价格 (元/吨)	24
图 27: 食糖供需平衡表	24
图 28: 粤桂股份糖业板块应收与毛利率 (亿元)	25

1. 猪年配猪股，先买预期再享业绩

1.1 行业集中度持续提升，强者恒强是必然趋势

受我国传统的小农经济影响，我国生猪养殖行业存在大量的散养户，规模化养殖程度相对较低。2007年农业部为了规范生猪养殖行业，鼓励生猪养殖行业向规模化、标准化的方向发展，出台了《关于促进生猪生产发展和稳定市场供应的意见》。以此为标志，我国生猪养殖行业进入了规模化、集中度快速提升的阶段。我国将年出栏500头以上的养殖规模定义为规模化养殖，我国生猪规模化养殖占比由2007年的21.8%提升到了2016年的45%，预计到2020年这一比例将提升至52%。但相比生猪养殖市场已经趋于成熟的美国，我国的规模化程度还有很大的提升空间。2010年，美国年出栏5000头以上的养殖主体的出栏占比已经达到了61%，年出栏50000头以上的养殖主体的出栏占比也达到了51%。

图 1：我国生猪规模化养殖占比（年出栏 500 头以上）



资料来源：猪e网，饲料行业信息网，农业部畜牧业司，生猪生产十三五规划，畜牧业十三五规划，东兴证券研究所

2014年以来，我国养殖环保政策陆续出台，特别是2016、2017年对禁养、限养区的划定以及随后展开的环保改革行动对大量不能满足政策要求的落后产能集中进行了出清，使行业的集中度进一步快速提升。我们判断，伴随环保税法在2018年初开始实施，未来环保趋严将成为新常态，养殖行业进入壁垒提升，集中度提升进一步加快是必然趋势。

表 1：养殖环保政策密集出台

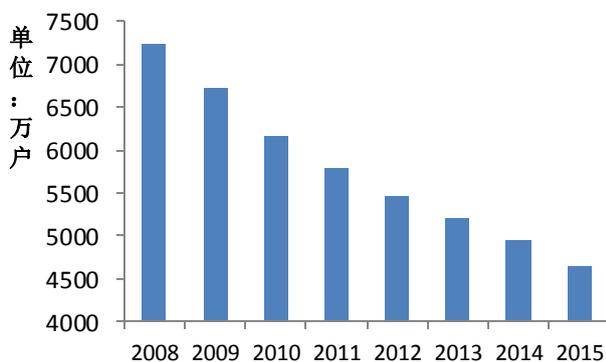
出台/施行时间	政策法规名称
2014/01	《畜禽规模养殖污染防治条例》
2015/01	新《环保法》
2015/04	“水十条”
2015/11	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》
2016/05	“土十条”
2016/11	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》
2016/12	《“十三五”生态环境保护规划》

2017/06	《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》
2017/06	《环保税法》
2017/06	新《中华人民共和国水污染防治法》
2017/12	《关于统筹做好畜牧业发展和畜禽粪污治理工作的通知》
2018/01	《畜禽规模养殖场粪污资源化利用设施建设规范(试行)》
2018/01	《畜禽粪污土地承载力测算技术指南》

资料来源：中国畜牧网，搜猪网，东兴证券研究所

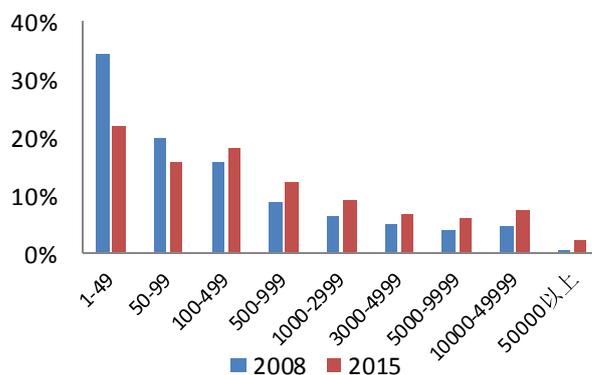
在规模化程度提升的过程中，规模化养殖两端的家庭农场和大型养殖集团占比将进一步提升，特别是大型养殖集团将会是规模化程度提升的最大受益群体。观察 2008 年以来的养殖规模结构，行业集中度已经表现出了这一趋势。从 2008 年到 2015 年，我国生猪养殖场的数量持续减少，特别是年出栏 50 头以下的散养户退出明显。从出栏占比的角度来看，规模化的家庭农场群体和大型养殖集团出栏占比提升已明显。

图 2：生猪养殖场数量持续减少



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3：不同规模养殖场出栏占比估算



资料来源：中国畜牧业年鉴，东兴证券研究所

表 2：2008 年与 2015 年生猪养殖结构对比

养殖规模 (头)	2008 年			2015 年		
	养殖场个数 (个)	养殖场数量占比	年出栏占比 (E)	养殖场个数 (个)	养殖场数量占比 (%)	年出栏占比 (E)
1-49	69,960,452	96.65472%	34.40%	44,055,927	94.62394%	21.78%
50-99	1,623,484	2.24294%	19.96%	1,479,624	3.17796%	15.67%
100-499	633,791	0.87562%	15.58%	758,834	1.62983%	18.22%
500-999	108,676	0.15014%	8.91%	174,075	0.37388%	12.29%
1000-2999	40,010	0.05528%	6.56%	65,171	0.13998%	9.20%
3000-4999	8,744	0.01208%	5.02%	13,404	0.02879%	6.63%
5000-9999	4,172	0.00576%	4.10%	7,281	0.01564%	6.17%
10000-49999	2,432	0.00336%	4.78%	4,388	0.00942%	7.44%
50000 以上	69	0.00010%	0.68%	261	0.00056%	2.21%

资料来源：中国畜牧业年鉴，东兴证券研究所

造成这种变化的原因主要是由于家庭农场和大型养殖集团在成本端和持续经营及扩大生产能力方面相比中等养殖户具备独特优势。

- ◆ 家庭农场在成本端具备一定的优势，家庭农场养殖不考虑用工折价问题，设备成本和栏舍折旧方面成本较低，同时这类家庭农场多为经验丰富的夫妻共同经营，养殖效率较高。但由于资金能力的掣肘和土地资源获取能力较差，规模扩展仍受限。
- ◆ 规模化养殖在饲料成本、养殖效率、资金实力以及后续持续发展壮大的土地资源方面都具备绝对优势，尤其是大型养殖集团优势明显。

预计我国生猪养殖业将呈现大型养殖集团强者恒强与家庭农场占比提升并存的局面。

表 3：不同规模养殖主体成本及扩产能力

	家庭农场	中等规模养殖场	大型养殖集团	
成本端	饲料成本	自配料/外购饲料：高	自配料/外购饲料/代工：高	配套饲料厂，大宗原料采购：低
	人力成本	家庭用工折价不计入成本：低	需要雇工，年工资 3-4 万：较高	企业员工需支付工资：高
	环保设备成本	基础设备及维护：低	中型设备及维护：较高	大型设备及维护：高
	折旧摊销	原有栏舍/简易设备：低	部分新建栏舍/现代化设备：高	部分新建栏舍/现代化设备：高
持续经营及扩大生产能力	拿地能力	农业用地和耕地红线限制：弱	农业用地和耕地红线限制：弱	政策支持，获取资源能力强：强
	资金能力	流动资金少，融资能力弱	流动资金较少，融资能力较弱	流动资金充裕，融资能力强
	养殖效率	个人资产，经验丰富：较高	雇工水平参差不齐：低	精细化管理：高

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2 猪价反转大概率出现在明年

影响猪价波动的因素较多，我们按照时间长短将影响因素划分为长期趋势性、中期周期性、短期季节性和偶发性因素四个类别，从而构建了对猪价波动的基本分析框架。此处我们将主要针对周期性因素以及短期因素的扰动，对本轮猪价拐点进行预测。我们认为，目前行业已经进入了去产能阶段，供应量和价格的拐点大概率会在明年下半年出现。

图 4：猪价分析框架

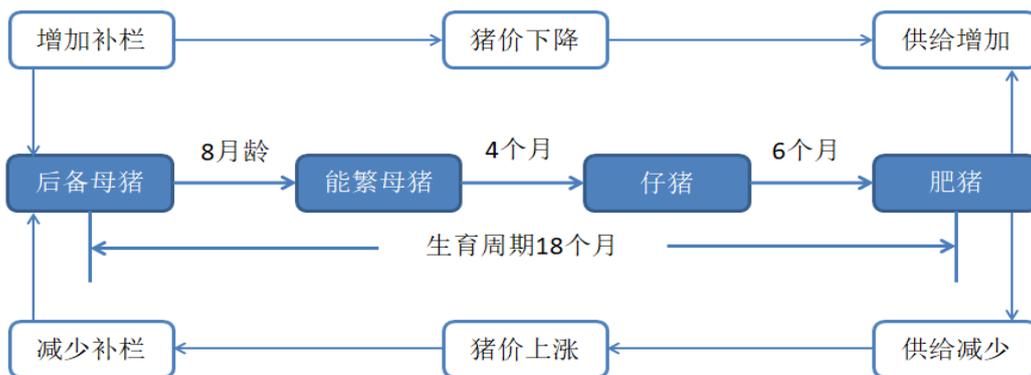


资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

1.2.1 周期时长角度：周期犹存，拐点渐近

猪肉产品作为我国生活中的基础消费品，其消费受经济大周期的波动影响较小。但是猪价作为影响行业内企业盈利情况的重要指标，存在着 3-5 年的波动周期。2006 年以来，猪价经历了完整的两轮周期，分别是 2006 年 4 月-2010 年 4 月和 2010 年 4 月到 2014 年 4 月，每轮周期在 4 年左右。猪周期的形成主要是行业内养殖户根据价格波动和盈利状况主动被动扩张或削减产能，造成的市场供需不平衡。通过美国的猪价波动可以看出，行业规模化程度的提升并不会消除周期，我国生猪市场在未来很长时间依然会呈现价格周期波动的状态。

图 5：生猪繁育周期



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

观察过去两轮周期波动，周期持续时间都在4年左右，但本轮猪周期受到环保被动去产能的影响，被显著拉长，下跌周期至今已经持续30个月。环保政策影响最大的阶段是从2016年中到2017年底，我们保守估计本轮周期将拉长一年半，照此推算，本轮周期将在2019年10月见底。

表 4: 猪周期阶段分析及预测

周期	阶段	起止月份	持续时长 (月)	价格低点 (元/kg)	价格高点 (元/kg)	价差 (元/kg)	振幅
2006.04-2010.04	上涨期	2006.04-2008.03	23	5.96	17.38	11.42	191.61%
	下跌期	2008.03-2010.04	25	9.7	17.38	-7.68	-44.19%
2010.04-2014.04	上涨期	2010.04-2011.09	17	9.7	19.68	9.98	102.89%
	下跌期	2011.09-2014.04	31	10.52	19.68	-9.16	-46.54%
2014.04-2019.10 (E)	上涨期	2014.04-2016.05	25	10.52	20.96	10.44	99.24%
	下跌期	2016.05-2019.10 (E)	41	10	20.96	-10.96	52.29%

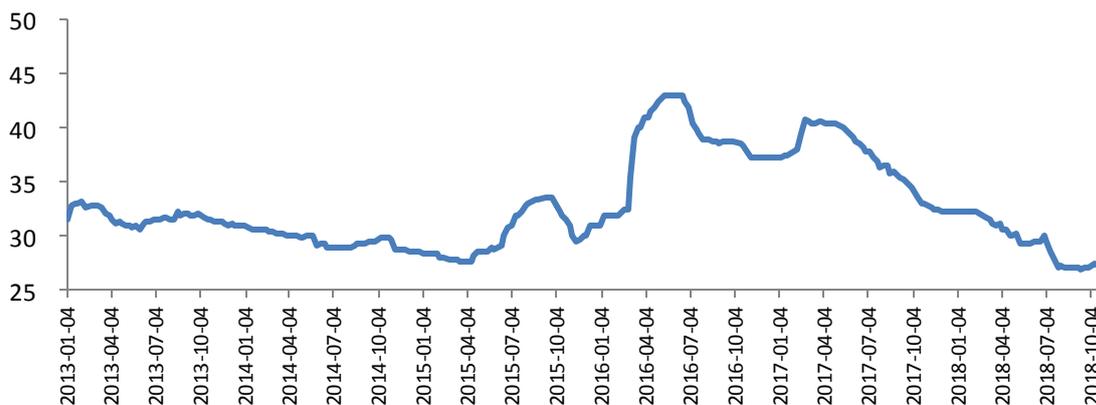
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2.2 产能供应角度：产能出清，明年见底

生猪存栏情况决定了6个月内的生猪出栏情况，能繁母猪存栏决定了10个月之后的生猪出栏情况，叠加MSY与出栏体重的影响，共同决定了猪肉的产量。而其中最重要的能繁母猪存栏则由补栏与淘汰的一进一出来决定。

今年以来，二元母猪价格持续下跌，特别是7月份价格再次经历了断崖式下跌，反映养殖户持续下行的补栏积极性，截止10月26日，二元母猪价格下跌至27.26元/公斤，相比年初下降15.58%。畜牧业协会二元母猪销售数据印证了同期低迷的补栏情况。二元母猪作为后备母猪，将影响14个月之后的生猪出栏，以此推断，今年整体下滑的补栏量将显著影响明年生猪的出栏量，特别是8月非洲猪瘟疫情爆发后被极度遏制的补栏意愿和补栏能力，将使明年下半年的生猪供应偏紧，助推价格反转。

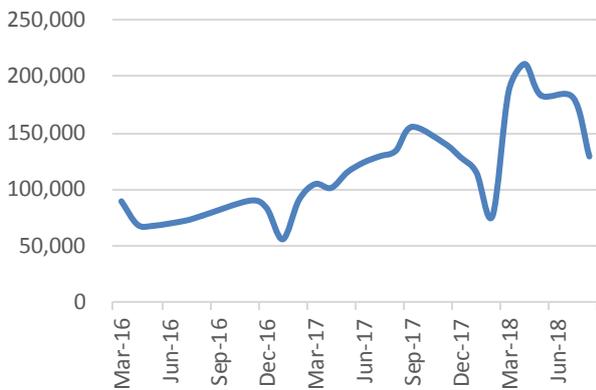
图 6: 二元母猪价格持续下行



资料来源：Wind，东兴证券研究所

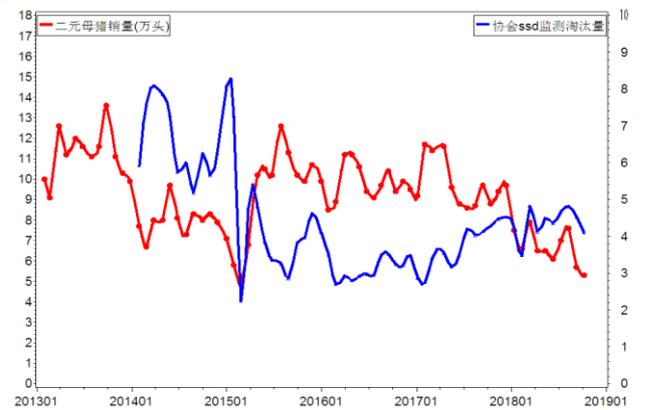
母猪淘汰屠宰量在今年4月达到峰值后维持高位，在8月份出现回落。对此我们认为，8月份之前的数据反映的是正常周期的母猪淘汰量，8月数据则由于非洲猪瘟疫情的扰动，生猪价格出现了区域分化，造成疫区省份禁运滞后淘汰与非疫区价格上涨滞后淘汰并存的局面。我们认为，即使短期内非洲猪瘟无法消除，国家政策的引导方向也一定是平衡供给，缩小价差，而当供需局面改善，价差缩小之后，前期末淘汰产能将迎来一波集中淘汰。**能繁母猪淘汰将影响10个月后的生猪出栏，4月份开始的产能加速出清预计将在明年春节后开始影响生猪出栏，而后续预期的产能集中出清有望出现在19年1季度，从而显著收紧明年下半年的生猪供应量。**

图 7：农业部监测点母猪淘汰屠宰量



资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

图 8：畜牧业协会二元母猪销售量及淘汰量



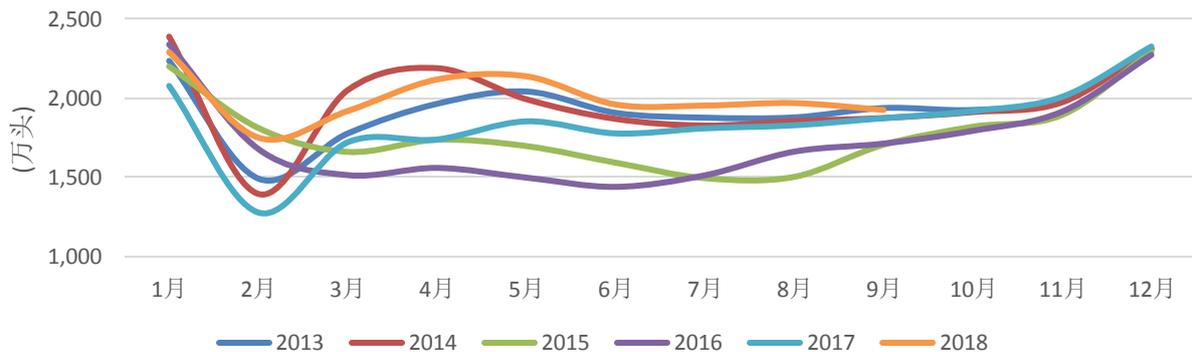
资料来源：中国畜牧业协会，东兴证券研究所

综合能繁母猪的补栏与淘汰数据来看，我们判断生猪出栏的拐点会在明年下半年出现，而考虑到母猪胎龄结构和饲料原料价格高位，预计 MSY 与出栏体重维持相对稳定。叠加三四季度消费旺季，猪价有望同步反转。

1.2.3 生猪供应现状：近似 13-14，反转可期

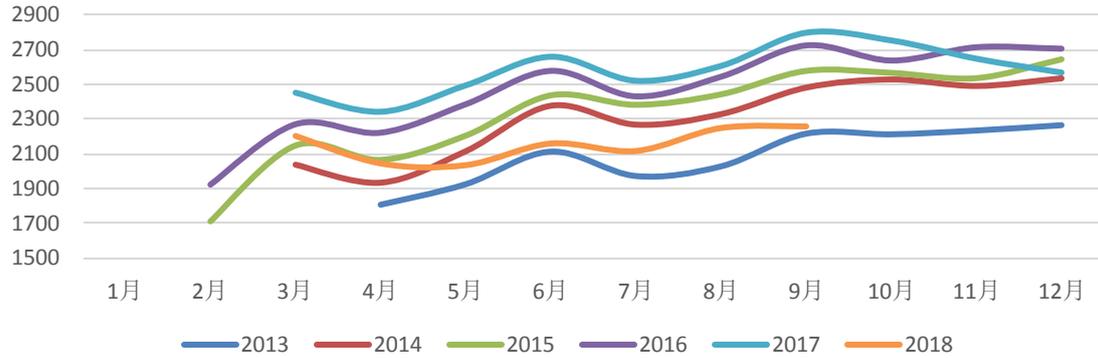
生猪定点屠宰量和饲料产量作为生猪存出栏量的同步指标，其走势与 13-14 年有相似之处，参考上轮周期低点出现在 2014 年，预计本轮低点大概率出现在明年。

图 9：生猪定点屠宰企业屠宰量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10: 饲料产量 (万吨)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2.4 偶发扰动因素：疫情犹存，出清加速

非洲猪瘟是本轮猪周期的最大扰动因素，由于全球范围尚无有效疫苗，参考其他国家经验，预计疫情短期无法根除。

疫情对供给的影响主要体现在间接影响上，因非洲猪瘟死亡与扑杀的生猪在总量中占比较小，对总体生猪供应量影响不大。但是由于防控政策对生猪及制品调运的控制，造成了区域间价格分化，养殖户补栏能力及意愿受到较大影响。而对于消费的遏制是短期效应，预计主要影响半年内的消费需求，后期需求恢复会对明年猪价形成支撑。

表 5: 非洲猪瘟疫情统计

省份	地级市	县区	爆发时间	(预计)解封时间	存栏数	发病数	死亡数
安徽	芜湖市	南陵县	8月29日	10月18日	459	185	80
安徽	宣城市	宣州区古泉镇	9月2日	10月17日	285	-	40
安徽	宣城市	宣州区五星乡	9月2日	10月17日	440	-	94
安徽	宣城市	宣州区金坝办事处	9月3日	10月17日	308	152	83
安徽	宣城市	宣州区太湖街道办事处	9月6日	10月20日	52	15	15
安徽	芜湖市	南陵县许镇镇	9月6日	10月20日	30	13	4
安徽	滁州市	凤阳县	9月6日	10月20日	886	62	22
安徽	铜陵市	义安区	9月10日	10月24日	219	63	23
安徽	池州市	青阳县	11月10日	12月24日	8339	96	47
北京	房山区	青龙湖镇	11月23日	1月6日	1325	-	49
北京	房山区	琉璃河镇	11月23日	1月6日	429	-	37
北京	顺义区	-	12月5日	1月18日	2461	53	26
北京	通州区	-	12月7日	1月20日	9835	85	17
福建	莆田市	城厢区	11月8日	12月22日	4521	85	85
贵州	毕节市	赫章县	10月25日	12月8日	10	8	8
贵州	毕节市	七星关区	10月26日	12月9日	49	25	25

河南	郑州市	经济开发区	8月14日	10月1日	260	30	30
河南	新乡市	获嘉县	9月12日	10月31日	2087	148	64
黑龙江	佳木斯市	郊区	9月5日	11月12日	87	39	12
黑龙江	佳木斯市	向阳区	9月6日	11月12日	203	26	10
黑龙江	哈尔滨市	道外区	11月19日	1月2日	900	269	269
黑龙江	农垦总局	北安管理局野猪养殖场	12月2日	1月15日	375	-	77
湖北	黄冈市	罗田县	11月7日	12月21日	821	22	4
湖北	武穴市	-	11月13日	12月27日	147	7	6
湖北	黄冈市	浠水县	11月15日	12月29日	636	24	13
湖北	黄石市	阳新县	11月25日	1月8日	63	9	5
湖南	益阳市	桃江县	10月22日	12月5日	546	44	17
湖南	常德市	桃源县	10月22日	12月5日	268	208	31
湖南	常德市	桃源县	10月27日	12月10日	7684	106	99
湖南	怀化市	沅陵县	10月30日	12月13日	144	25	22
湖南	湘西土家族苗族自治州	保靖县	11月5日	12月19日	119	11	4
湖南	娄底市	涟源市	11月8日	12月22日	9	4	1
湖南	怀化市	鹤城区	11月20日	1月3日	73	61	55
吉林	公主岭市	南崴子街道	9月17日	11月1日	484	56	56
吉林	松原市	长岭县	9月28日	11月9日	44	8	3
吉林	延边朝鲜族自治州	龙井市	11月8日	12月22日	930	144	144
吉林	白山市	浑江区	11月16日	-			
江苏	连云港市	海州区	8月15日	10月4日	4626	615	88
江苏	无锡市	宜兴市	9月3日	10月17日	97	12	9
江西	上饶市	万年县	11月7日	12月21日	154	49	49
江西	上饶市	鄱阳县	11月17日	12月31日	150	10	10
江西	九江市	柴桑区	11月30日	1月13日	159	16	4
辽宁	沈阳	沈北新区	8月1日	9月29日	383	47	47
辽宁	营口	大石桥市、老边区	9月28日	11月22日	378	102	102
辽宁	营口	大石桥市、老边区	10月7日	11月22日	3358	334	93
辽宁	鞍山市	台安县	10月8日	11月27日	460	160	160
辽宁	大连市	普兰店区	10月11日	11月25日	1353	20	11
辽宁	鞍山市	台安县新台镇	10月12日	11月27日	120	88	72
辽宁	盘锦市	大洼区王家街道曙光村	10月14日	12月3日	1571	109	109
辽宁	盘锦市	大洼区王家街道王家村	10月14日	12月3日	270	129	129
辽宁	鞍山市	台安县桑林镇	10月14日	11月27日	180	14	14
辽宁	锦州市	北镇市	10月14日	12月4日	19938	221	221
辽宁	盘锦市	大洼区王家街道	10月15日	12月3日	3223	31	21
辽宁	盘锦市	大洼区清水镇	10月15日	12月3日	4323	1030	1030
辽宁	铁岭市	开原市庆堡镇	10月15日	11月29日	6640	50	14

辽宁	盘锦市	大洼区西安镇	10月16日	12月3日	161	43	43
内蒙古	锡林郭勒盟	阿巴嘎旗	9月12日	10月26日	237	16	16
内蒙古	锡林郭勒盟	正蓝旗	9月15日	10月29日	159	14	8
内蒙古	兴安盟	科右中旗	9月17日	10月31日	138	23	22
内蒙古	呼和浩特市	-	9月22日	11月5日	388	4	2
内蒙古	包头市	昆都仑区	11月23日	1月6日	88	69	53
山西	大同市	左云县	10月17日	11月28日	15	7	4
山西	太原市	阳曲县	10月30日	12月13日	210	75	47
山西	太原市	阳曲县	11月3日	12月17日	47	25	7
山西	临汾市	尧都区	12月6日	1月19日	91	45	35
陕西	西安市	长安区	12月5日	1月18日	245	85	64
陕西	西安市	鄠邑区	12月7日	1月20日	245	205	79
上海	金山区	-	11月17日	12月31日	314	50	11
四川	宜宾市	高县	11月16日	12月30日	40	16	10
四川	成都市	新津县	11月17日	12月31日	110	27	13
四川	泸州市	合江县	12月5日	1月18日	165	68	68
天津	蓟州区	侯家营镇	10月12日	11月25日	639	292	169
天津	宁河区	-	11月29日	1月12日	361	-	67
云南	昭通市	镇雄县牛场镇	10月20日	12月3日	804	298	298
云南	昭通市	镇雄县母享镇	10月20日	12月3日	353	247	247
云南	普洱市	思茅区	10月30日	12月13日	36	5	1
云南	昭通市	威信县	11月16日	12月30日	1	1	1
云南	昆明市	呈贡区	11月17日	12月31日	348	-	-
浙江	温州市	乐清	8月17日	10月10日	1864	430	340
浙江	台州市	三门县	10月21日	12月4日	2280	56	56
重庆	丰都县	兴义镇	11月4日	12月18日	309	3	3

资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

图 11: 非洲猪瘟疫情分布

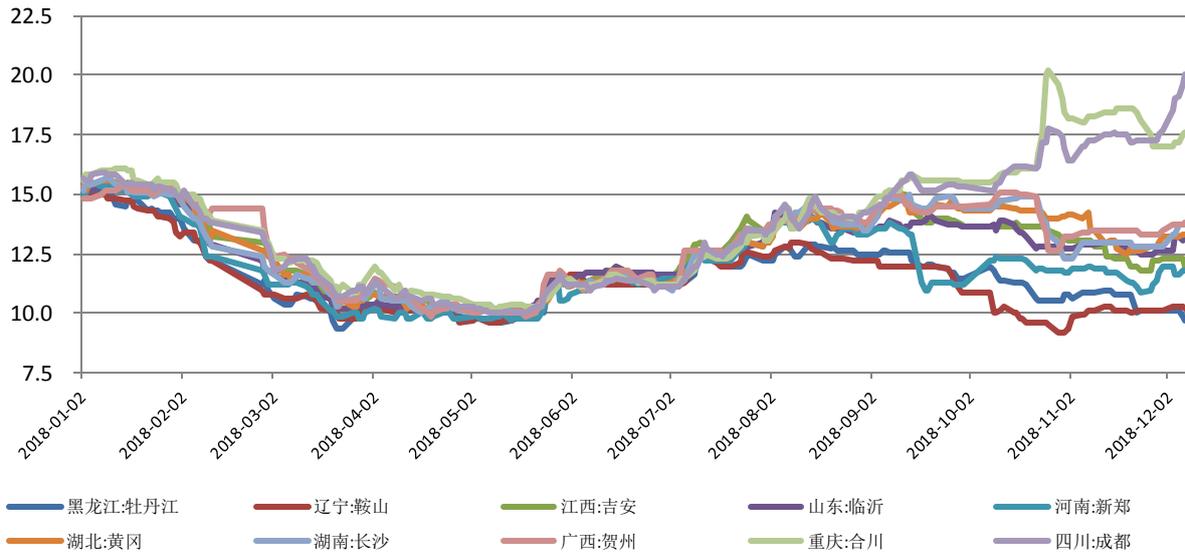


资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

供给端：主动被动抑制补栏

非洲猪瘟使得生猪及猪肉跨省调运受阻，区域间价格分化极大。我们选取了2017年生猪出栏量前10的省份，其中作为疫区及主产区的黑龙江、辽宁、河南等地价格长期低于行业完全成本线，当地养殖户长期陷入亏损，补栏意愿低迷，产能去化较为明显。

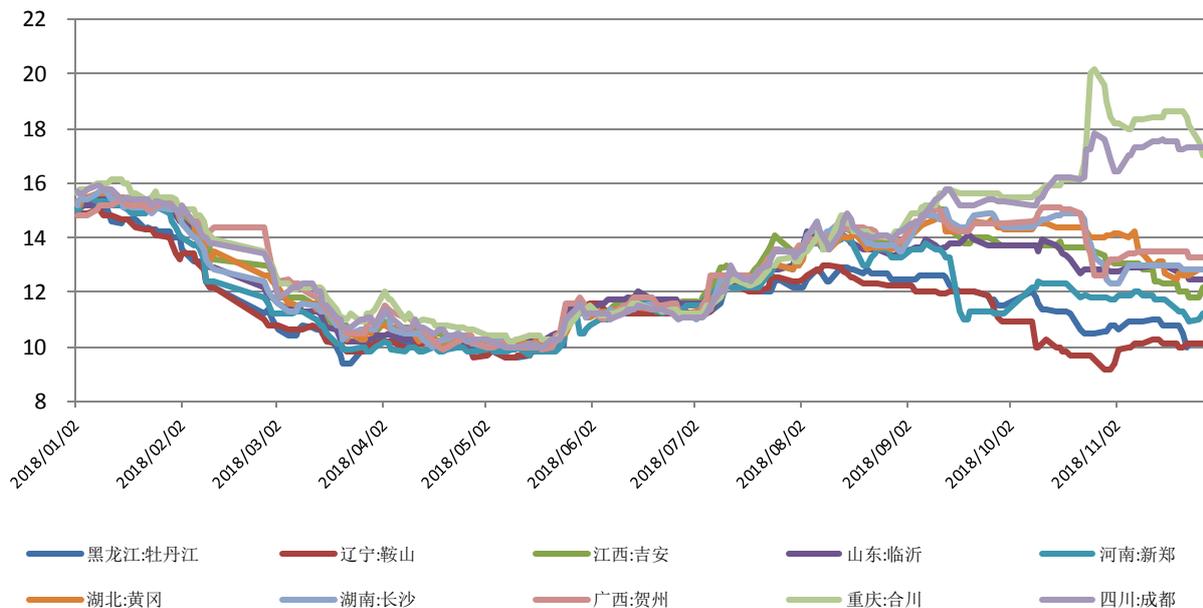
图 12: 主产区生猪价格分化 (元/千克)



资料来源：东兴证券研究所

而目前价格较高的川渝地区的补栏需求增加难改主产区补栏意愿的整体下降，从主产区仔猪价格变动可以看出，除川渝地区之外，其他主产区仔猪价格全面下调。而其他主销区一方面受制于种猪和仔猪调运受阻，补栏需求无法满足；另一方面也受制于当地环保政策和环境承载能力的限制，无法进行大规模产能扩张。因此我们判断，非洲猪瘟造成的调运受阻和区域分化间接加速了主产区产能去化的节奏。

图 13: 主产区仔猪价格分化 (元/千克)

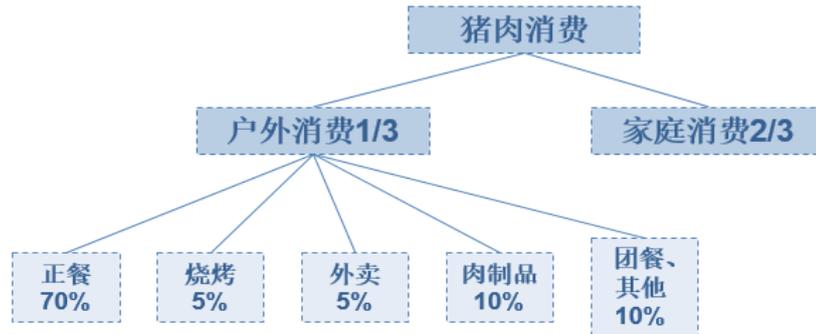


资料来源：东兴证券研究所

需求端：短期抑制消费

消费也是影响猪周期非常重要的因素，随着我国人口结构的改变，消费观念的转变以及工业增长值增速的不断放缓，猪肉消费每年有 0.5% 点以上的萎缩。而非洲猪瘟对消费的影响更多是短期暂时性影响，主要和疫情舆论的发酵程度有关。直观而言，非洲猪瘟对一二线城市消费需求和部分团膳需求短期内有一定遏制。

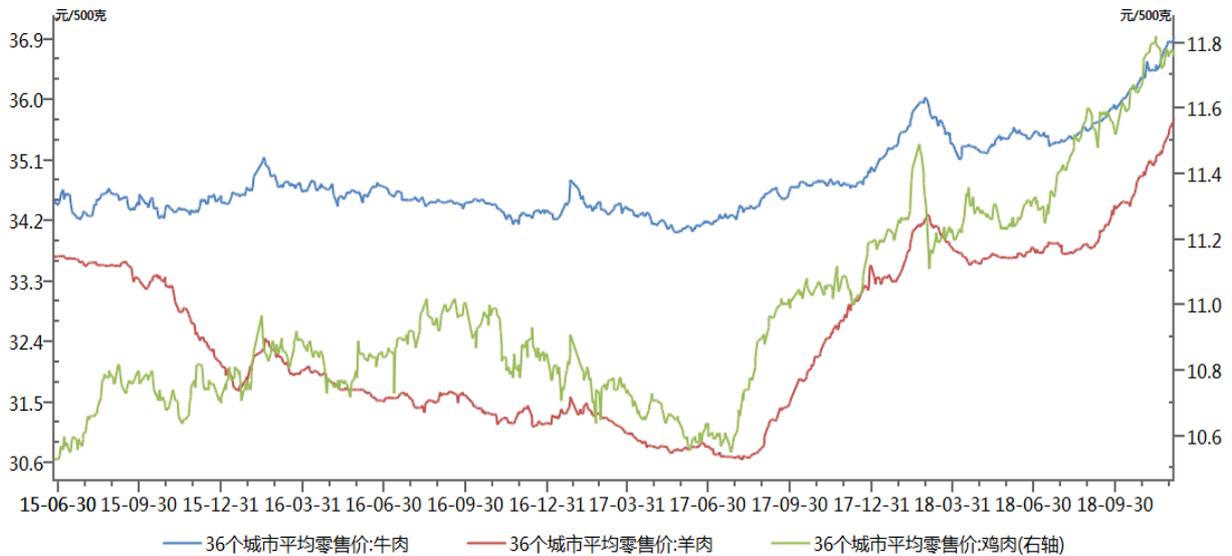
图 14：猪肉消费需求细分



资料来源：东兴证券研究所

非洲猪瘟疫情发生以来，作为替代消费的牛肉、羊肉和鸡肉价格均出现了大幅上涨。不过我们认为，伴随疫情防控的逐步严格以及正确的舆论导向，猪肉需求有望在半年后逐步恢复，需求回补也将对明年猪肉价格形成一定支撑。

图 15：猪肉替代消费抬头



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.3 把握投资节奏，优选弹性标的

1.3.1 把握投资节奏，先买预期后买业绩

在周期上涨阶段，猪周期猪价走势基本决定了生猪养殖企业的股价，同时带动生猪养殖产业链相关的动保、饲料板块股价一同抬升。

考虑到上轮上涨周期贯穿 2015 年股灾前后，我们采用 2013 年年初为基期，计算了生猪板块相对于全 A 的相对收益率，作为生猪板块走势的指标，与同期猪价走势进行对比。我们观察到股价与猪周期呈现出了较强的正相关，且上涨阶段要长于价格上涨周期。即使在股灾期间出现超跌，仅一个月后就实现了行情修复，上涨周期行业平均实现 120% 的超额收益。

股价的上涨主要可以分为猪价拐点之前基于行业反转预期的涨幅，以及猪价反转之后基于业绩大幅改善的涨幅。股价行情会在反弹前的猪价大跌后开启，此时大家对于价格拐点的预期强烈且趋于一致，正如上轮周期中 2014 年年初的上涨行情。而当猪价见顶之后，板块的相对收益达到最高位后回落，但板块的超额收益仍将持续 3-4 个月，此时市场对于价格是否见顶存在不一致预期，正如 2016 年 5 月猪价见顶后，板块相对正收益持续到 9 月份。

图 16: 生猪板块平均相对收益与猪价走势



资料来源：Wind，东兴证券研究所

因此基于我们此前对猪价将于明年下半年开启反弹行情的基本判断，预计股价行情将提前 3 个月左右到来，有望在明年 Q2 迎来反弹行情。而最大的一波上涨将在猪价拐点确定性到来之后开启。因此明年对生猪板块的投资是先看预期提升，再看业绩确定性改善。建议重点关注明年一二季度可能到来的猪价超跌，择机布局。

1.3.2 优选高成长性、高弹性标的

本轮周期在环保政策和非洲猪瘟的双重作用下，落后产能大量清退，行业集中度进一步提升，规模企业在走出行业低谷后竞争力进一步加强。在非洲猪瘟影响下，由于养殖产能与屠宰产能的不匹配，主产区中小养殖户出现大量压栏情况。“点对点”调运以及日后预期放松的种猪及仔猪调运对规模企业有政策倾斜，政策严查泔水喂猪，部分地区进一步清退 500 头以下小场，中小散户在下行周期中内外交困。

在猪价上行阶段，具备高成长性的高弹性标的更具投资价值。我们认为公司未来扩栏的速度代表了公司的成长性，而现有出栏数和养殖综合成本决定了企业的 EPS，同时不同公司的“轻资产”和“重资产”扩张模式决定了成本护城河和扩张速度。

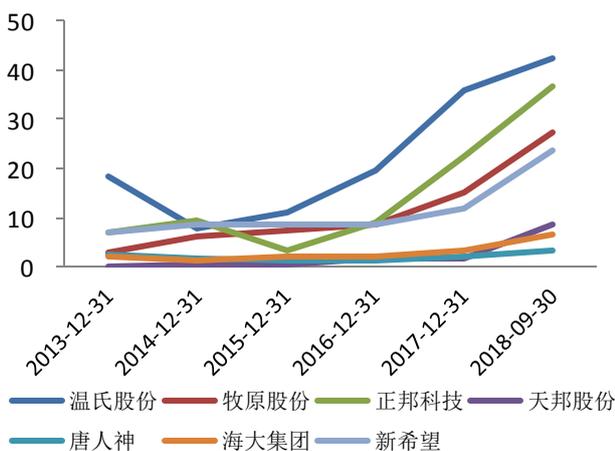
从出栏规划角度看，千万头以上的温氏股份和牧原股份由于体量较大，增速比较稳健，但绝对增速依然可观；其他百万头级别的公司明年预计出栏增速都在 50% 以上。这在公司的在建工程与生产性生物资产变化中也可看出。

表 6：生猪养殖企业出栏规划

出栏量（万头）	2017	2018E	2019E	2020E
温氏股份	1904.17	2200	2500	2900
牧原股份	723.74	1100	1500	2000
正邦科技	342.25	550	900	1200
天邦股份	101.42	210	400	600
新希望(外销)	-	250	350-400	800-1000
唐人神	54.4	80	160	300
海大集团	46	70	100-120	300-400

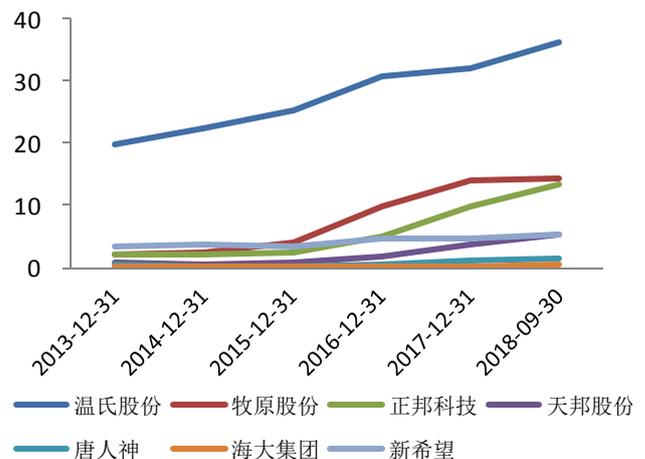
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 17：在建工程（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

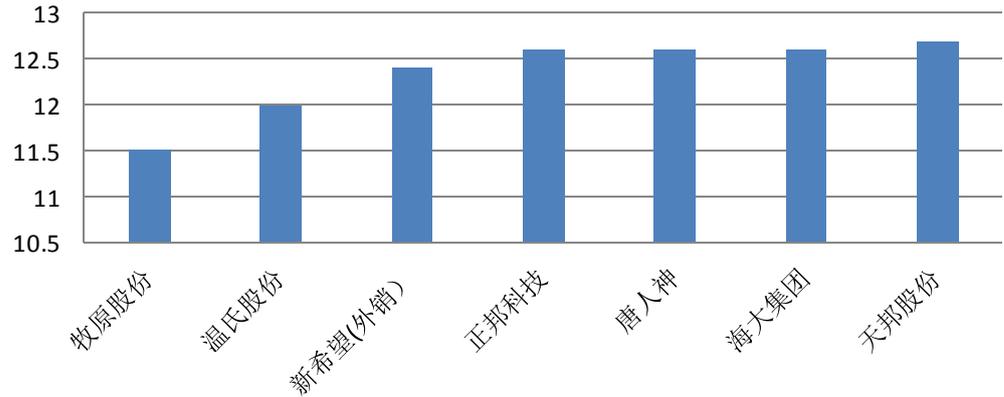
图 18：生产性生物资产（亿元）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

从养殖成本的角度看，千万头以上的牧原股份和温氏股份成本优势明显，百万头企业成本基本持平，随着前期投建项目逐步投产，成本有进一步下降的空间。

图 19: 养殖企业完全成本对比



资料来源：公司公告，公司调研，东兴证券研究所

从股价对猪价弹性的角度，我们发现，生猪养殖、饲料和动保板块股价和业绩与猪周期均呈现较强的正相关性。从养殖企业的股价弹性看，天邦股份和正邦科技与猪价弹性最强。

图 20: 养殖企业相关性分析

Correlation P-value	猪肉价格	温氏	牧原	天邦	雏鹰	正邦	大北农	正虹	康达	罗牛山	龙大
猪肉价格	1.0000										
温氏	0.4312	1.0000									
牧原	0.4387	0.5773	1.0000								
天邦	0.6950	0.3048	0.4070	1.0000							
雏鹰	0.5296	0.0388	0.1237	0.2436	1.0000						
正邦	0.7133	0.2432	0.2690	0.8364	0.3979	1.0000					
大北农	0.5154	-0.019	0.1045	0.2415	0.8205	0.4234	1.0000				
正虹	-0.293	0.1824	0.1171	0.0814	0.1474	0.1159	0.1959	1.0000			
康达	0.0761	0.4346	0.3536	0.0634	0.0085	0.0563	0.0415	0.5428	1.0000		
罗牛山	0.0995	0.2292	0.3562	0.2129	0.1543	0.1944	0.2001	0.5457	0.5617	1.0000	
龙大	0.4435	0.5881	0.8405	0.3535	0.0891	0.2247	0.0845	0.1773	0.3419	0.2718	1.0000

Sample: 2000M01 2018M10+ Included observations: 226

资料来源：Wind，东兴证券研究所

从动保的逻辑来讲，养殖业绩的改善可以带来疫苗、动保产品覆盖率的短期上升，同时规模化的提升和行业集中度的提升，有助于动保产品市占率的重构，一些小养殖户被养殖上市公司吸收加入新的农户+公司的体系，动保产品采购从原始的区域覆盖转变为，公司配给制度，这对动保公司产品以前的区域割据带来了突破的机会，我们认

为 17 年出现的市场苗替换招采苗是一个极为缓慢的过程，在猪周期上行的时候可能会有一个加速的市场份额分化出现，龙头公司的市场份额有望出现变化。从股价弹性看，中牧股份、天康生物弹性最好。

图 21: 动保企业相关性分析

Correlation P-value	猪肉价格	生物股份	中牧股份	瑞普生物	普莱柯	海利生物	天康生物	金河生物
猪肉价格	1.0000							

生物股份	0.3821	1.0000						
	0.0000	-----						
中牧股份	0.6100	0.3634	1.0000					
	0.0000	0.0000	-----					
瑞普生物	0.5466	0.2562	0.4095	1.0000				
	0.0000	0.0001	0.0000	-----				
普莱柯	0.4531	0.6621	0.2677	0.1958	1.0000			
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0031	-----			
海利生物	0.4376	0.6158	0.2164	0.1887	0.9706	1.0000		
	0.0000	0.0000	0.0011	0.0044	0.0000	-----		
天康生物	0.5722	0.1285	0.7577	0.4096	0.0756	0.0707	1.0000	
	0.0000	0.0538	0.0000	0.0000	0.2578	0.2899	-----	
金河生物	0.5086	0.5938	0.1353	0.3744	0.4415	0.4412	0.1548	1.0000
	0.0000	0.0000	0.0421	0.0000	0.0000	0.0000	0.0199	-----
Sample: 2000M01 2018M10; Included observations: 226								

资料来源：Wind，东兴证券研究所

从饲料端看，猪周期的上升阶段是饲料企业表现业绩最好的阶段，EPS 和 PE 市场都会改善。明年饲料企业将进入猪周期的热身阶段，表现为单吨盈利上升，销量结构性增长。猪价上涨一段时间后将进入启动释放核心的盈利阶段，表现为单吨盈利提升和销量的快速增长。同时中美领导近期释放出了明显的贸易战回暖信号，我国未来将加大美国农产品进口，预计大豆和豆粕将成为增加进口的重要品种。我们认为这将缓解我国大豆的供需缺口，有望在上行猪周期中调整市场对于饲料公司基本面的预期差。从股价弹性看，唐人神、海大集团弹性最好，这两家公司同时也涉及养殖业务。

图 22: 饲料企业相关性分析

Correlation P-value	猪肉价格	唐人神	海大集团	通威股份	禾丰牧业	新希望
猪肉价格	1.0000					

唐人神	0.6891	1.0000				
	0.0000	-----				
海大集团	0.5699	0.5426	1.0000			
	0.0000	0.0000	-----			
通威股份	0.4472	0.0396	0.1962	1.0000		
	0.0000	0.5540	0.0031	-----		
禾丰牧业	0.4687	0.3872	0.3720	0.1535	1.0000	
	0.0000	0.0000	0.0000	0.0210	-----	
新希望	0.0843	0.2366	0.1111	-0.1151	-0.0843	1.0000
	0.2069	0.0003	0.0957	0.0844	0.2067	-----
Sample: 2000M01 2018M10; Included observations: 226						

资料来源：Wind，东兴证券研究所

经行业基本面分析，我们判断产能的去化已经开始，受非洲猪瘟影响淘汰有可能加速进行，预期明年下半年猪价见底，而基于猪价反转的股价行情或在明年二季度开启，2019年整个生猪养殖板块有望迎来预期提升与业绩改善的双重利好。从公司基本面和弹性角度分析，我们首推生猪养殖龙头标的：温氏股份、牧原股份，其次推荐生猪养殖弹性标的：天邦股份、正邦科技、唐人神和海大集团，然后推荐天康生物、中牧股份。

2. 除了猪，还有呢

2.1 宠物消费刚性需求，步入蓬勃发展黄金期

我国宠物市场蓬勃发展，据中国宠物行业白皮书统计，2018年我国宠物市场规模预计达到1740亿元，同比增长27.5%，我们预计2020年这一数字有望突破2500亿元。其中宠物食品作为刚需产品，将持续占据30-40%的市场份额，市场规模近千亿元。目前国内企业正处于品牌建设和渠道拓展的关键阶段，具备品牌力、营销力和产品力的企业市占率将持续提升。

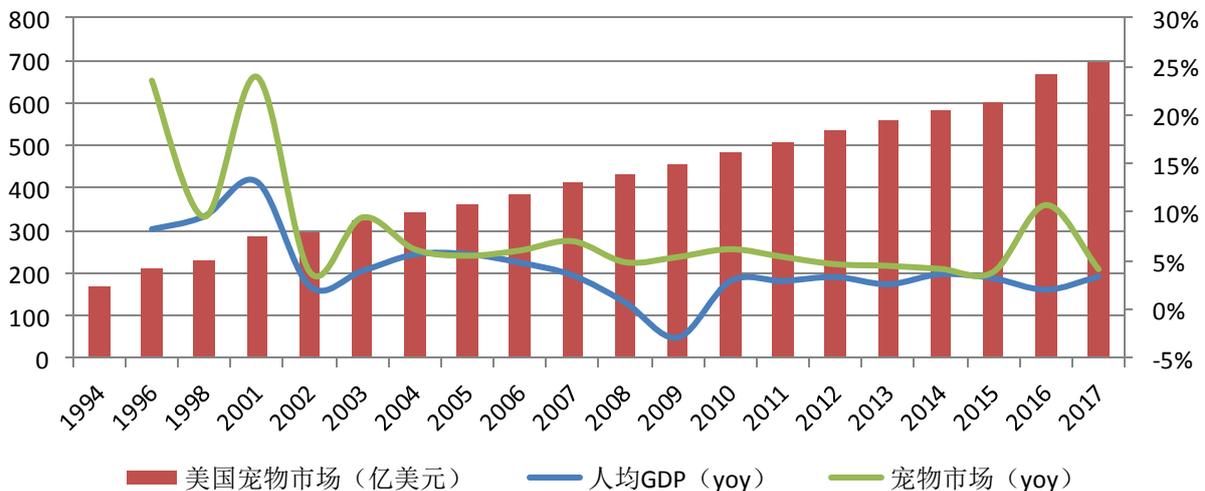
图 23: 中国宠物市场蓬勃发展



资料来源：《中国宠物行业白皮书》，东兴证券研究所

并且从成熟市场的发展经验来看，宠物消费需求属于刚性需求，受经济波动的影响较小。以美国市场为例，宠物消费支出维持了5%左右的年均增长，即使是2008年经济危机也并未影响其增长趋势。因此我们长期看好我国宠物市场的发展，特别是能抓住国内市场发展机遇，从竞争中突围的企业。

图 24: 美国宠物市场发展与人均 GDP



资料来源：Wind, APPA, 东兴证券研究所

中宠股份：

销售规模扩张，营收快速增长。公司2018前三季度实现营收10.10亿元，同比增长39.07%。营收持续快速增长主要得益于国际国内双轮驱动。我们预计公司海外收入受益于人民币贬值和订单量增长，增速维持在30%-40%，国内业务拓展成效显著，

预计增速保持在 60% 以上。4 季度购物节与传统节日较多，是公司的销售旺季，预计海外市场订单稳定，国内市场新品牌也将着重发力，全年销售持续高增可期。

费用率有所提升，利润明年预期改善。公司在国内市场正处于团队建设及市场拓展的关键时期，管理费用和销售费用有一定增长，并且预计在未来一段时间还将处于较高水平。但是我们相信，费用的投入代表了公司发力国内市场的决心和信心，目前公司国内市场销售的高速增长正是前期投入的持续兑现。今年公司原料价格处于高位，导致公司利润承压，预计明年情况将有所改善。

内生与外延共同发展提升竞争力。内生方面，公司自建产能陆续投产，转债过会未来将带来产能补充。产品线不断丰富，主粮用品上市销售情况良好。外延方面，公司收购新西兰高端宠物品牌真挚 Zeal 顺利落地，进一步完善产品结构，实现差异化竞争。渠道端与苏宁达成深度合作意向，未来三年在苏宁平台力争达到累计销售额 5 亿元，阿里平台累计销售额 17.5 亿元。

我们看好公司所处的宠物食品行业以及公司在国内市场持续快速发展的潜力。我们预计公司 18-20 年净利润分别为 0.60 亿、0.92 亿和 1.32 亿元，EPS 分别为 0.60、0.92、1.32，对应 PE 分别为 55X、36X 和 25X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：国内市场拓展不及预期，海外销售不及预期，贸易摩擦风险等。

佩蒂股份：

营收净利高速增长，国内费用端有提升。受益于新产能的释放和新产品的推广，公司 2018 年前三季度销售收入同比增长 44.11%，新产品销售提升了公司整体毛利水平。公司前三季度销售费用率提升 0.44 个百分点，管理及研发费用提升 0.97 个百分点，财务费用降低 2.49 个百分点，公司业绩增速保持了高于营收的快速增长。

全球化布局持续完善，抵御风险能力增强。目前公司已经形成国内、越南、新西兰的产能布局。公司全资子公司北岛小镇已完成了对新西兰 BOP INDUSTRIES LIMITED 100% 股份的收购，带来了更为丰富的产品线和利润的增厚；越南好嚼收购收购山东德信持有的德信皮业 100% 股权，补充公司现有越南产能的原料供应，进一步完善公司在越南当地的产业链。全球化的产能布局有利于公司满足不同客户的需求，分散汇率波动风险，抵御贸易摩擦风险。

完善公司治理，产品渠道全发力。公司今年完成了 2018 年限制性股票激励计划首次授予，绑定了中高层管理人员的利益，为发力国内市场奠定良好基础。公司今年聘请专业管理人员，组建专业内销团队，未来目标是以差异化产品竞争获取国内市场，新西兰天然原料配方的自主品牌将在明年投放国内市场。配合明年公司在国内的宣传活动和布局，公司明年国内市场收入有望翻番。

我们看好公司全年订单高增与业绩释放，同时看好公司作为国内宠物食品龙头的高成长性。我们预测公司 18-20 归母净利润分别为 1.52/2.06/2.83 亿元，EPS 分别为 1.25/1.69/2.32 元，对应 PE 分别为 37/28/20 倍，维持“强烈推荐”评级。

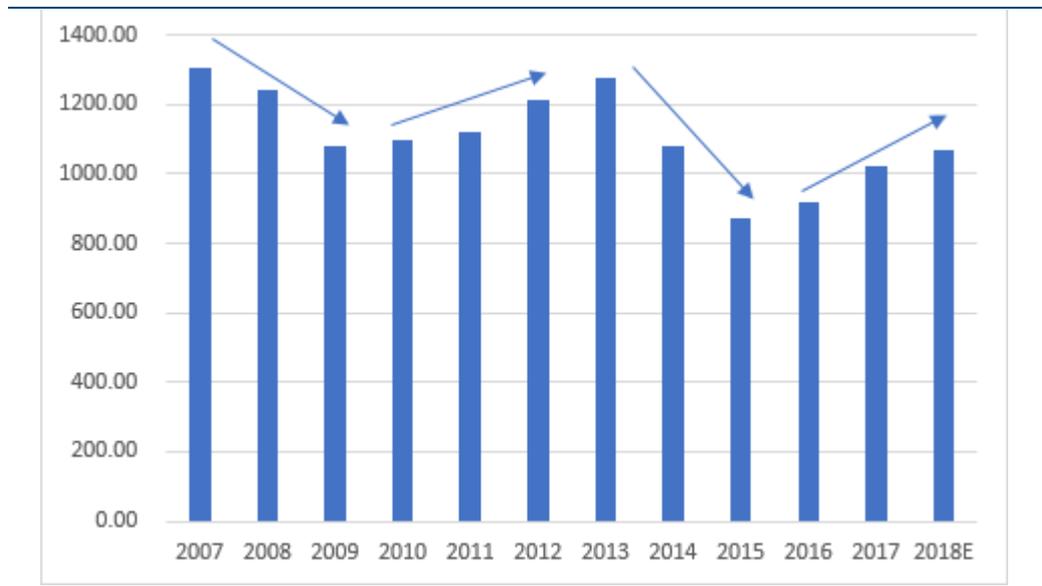
风险提示：国内市场拓展不及预期，海外销售不及预期，原料价格波动风险等。

2.2 制糖行业有望在 2020/2021 年反转出现新的减产周期

据中国糖业协会统计 2017/2018 榨季广西于 11 月 15 日开榨至 4 月 26 日收榨，累计开榨 91 家糖厂，同比持平，日榨产能 63 万吨；累计入榨甘蔗 5080 万吨，同比增加 772 万吨，增幅 17.92%；产混合糖 604 万吨，同比增加 74.5 万吨，增幅 14.07%；产糖率 11.89%，同比下跌 0.4%；截至 4 月 20 日广西累计销糖 258 万吨，同比增加 12 万吨；产销率 42.72%，同比下降 4.63%；白砂糖平均销售价格 6025 元/吨，同比下降 778 元/吨；完成蔗款兑付 86%，同比下降 5%。

2018/2019 榨季种植情况：广西计划种植面积 1060 万亩，同比增加 20 万亩，涨幅 1.75%，双高基地建设和 1150 万亩的糖料种植保护区也在全力推进。

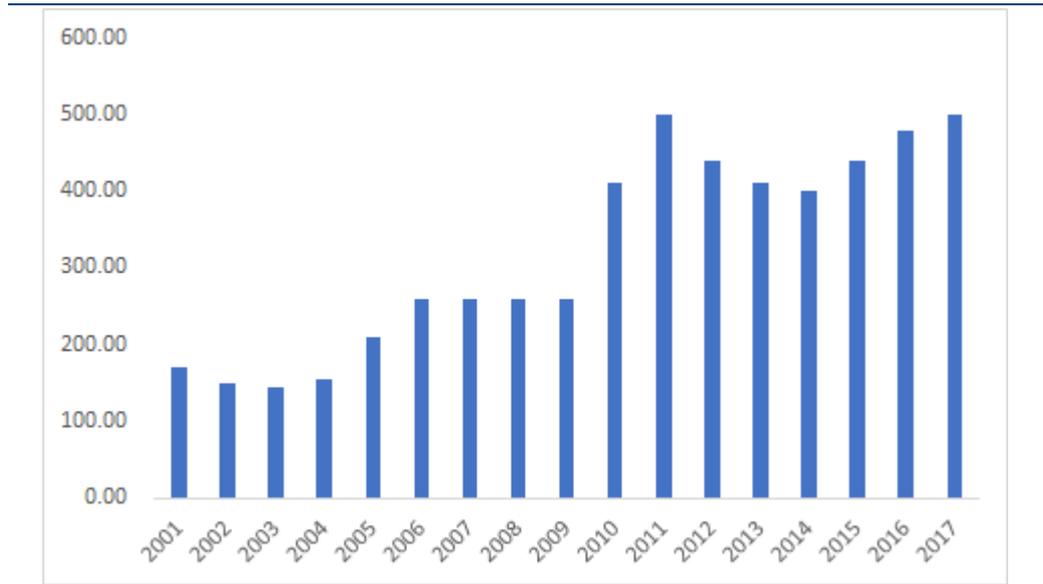
图 25：国内产量呈现 3 年增减的规律（万吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2017/2018 榨季，广西壮族自治区继续执行全区统一的普通糖料蔗收购首付价政策，糖料蔗收购首付价定为 500 元/吨，于每吨一级白砂糖平均含税销售价格超过 6800 元时启动挂钩联动，挂钩联运价系数维持 6%（即食糖平均销售价格上涨 100 元/吨，则甘蔗收购价格相应上涨 6 元/吨。），于二次结算时支付给蔗农。故 15、16、17 榨季甘蔗收购成本分别为 450、500、500 元，对应年份白砂糖基销价格分别为 5967、6800、6800 元。

图 26: 广西甘蔗收购价格（元/吨）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

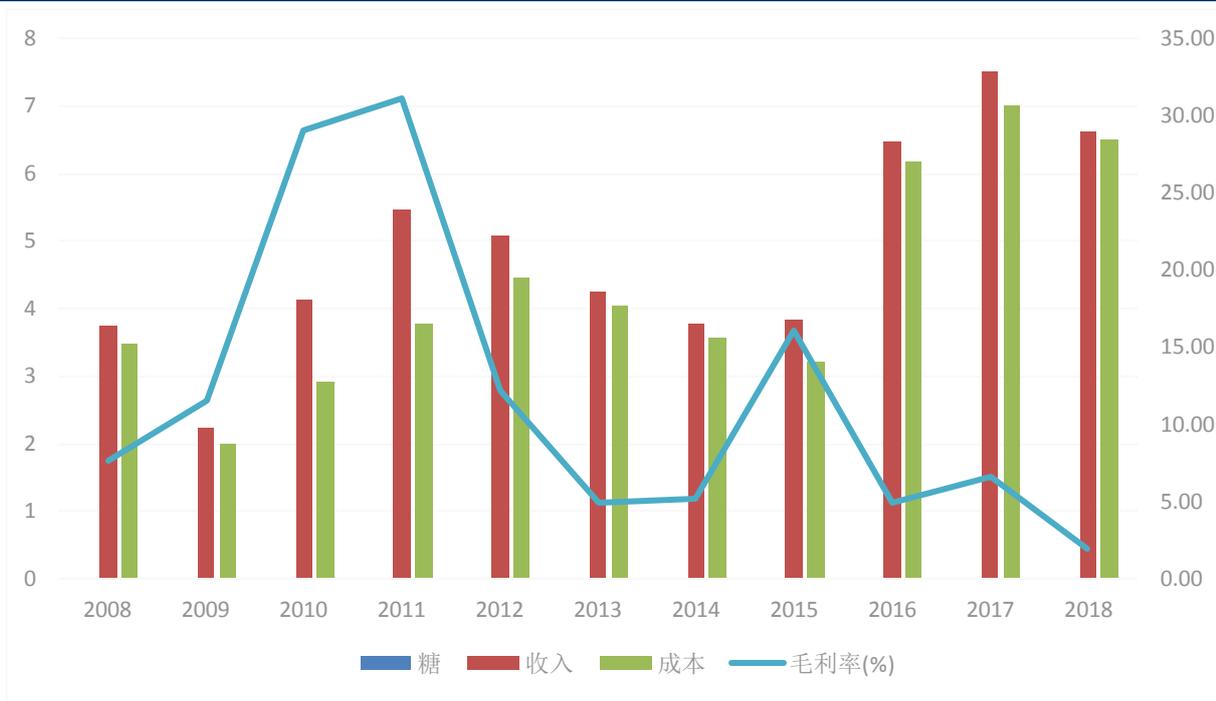
预计 2018/19 榨季中国糖料种植面积 2276 万亩，连续第二年扩大，较 2017/18 榨季增加约 4%。其中，甘蔗种植面积 1925 万亩，甜菜种植面积 351 万亩。糖料种植面积增加的主要原因是主产区糖料收购价格较高。

图 27: 食糖供需平衡表

国内食糖供需平衡表												
万吨	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
期初库存	473.80	615.50	557.20	335.60	188.10	448.30	698.70	977.90	1000.50	715.10	441.90	253.10
产量	1305.00	1242.00	1079.00	1100.00	1118.00	1212.00	1275.00	1080.00	870.00	920.00	1025.00	1073.00
进口量	128.00	102.00	139.00	210.00	430.00	366.10	402.40	481.20	372.80	228.80	268.00	320.00
总供给量	1433.00	1344.00	1218.00	1310.00	1548.00	1578.10	1677.40	1561.20	1242.80	1148.80	1293.00	1393.00
国内消费量	1291.30	1402.30	1439.60	1457.50	1287.80	1327.70	1398.20	1538.90	1528.20	1422.00	1481.80	1497.50
出口量	5.70	5.20	6.40	7.10	4.80	4.60	5.00	5.90	15.40	12.00	14.50	15.00
总需求量	1297.00	1407.50	1446.00	1464.60	1292.60	1332.30	1403.20	1544.80	1543.60	1434.00	1496.30	1512.50
供需缺口	136.00	-63.50	-228.00	-154.60	255.40	245.80	274.20	16.40	-300.80	-285.20	-203.30	-119.50
期末库存	609.80	552.00	329.20	181.00	443.50	694.10	972.90	994.30	699.70	429.90	238.60	133.60
产销比	47.22%	39.36%	22.87%	12.42%	34.44%	52.28%	69.58%	64.61%	45.79%	30.23%	16.10%	8.92%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

食糖产量方面，预计 2018/2019 榨季中国食糖产量 1073 万吨，较 2017/18 榨季增加 48 万吨，增幅 4.6%。2018 年多数糖业上市公司业绩下滑，主要是食糖价格由 2017/2018 年榨季初的每吨 7,032 元下跌至 2018 年 6 月份的每吨 5,905 元，跌幅 19.09%。随着甘蔗种植不断扩大，18 年糖业板块持续亏损。

图 28: 粤桂股份糖业板块应收与毛利率 (亿元)


资料来源：广西物价局，广西糖网，东兴证券研究所

每年榨季前广西政府会根据当年 4-10 月份的非榨季糖价来制定下一年的甘蔗指导收购价格，我们认为今年受石油过山车行情扰动，外糖价格波动较大，政府制定的甘蔗收购价格比预期高，同时因甘蔗收购价格提升导致的农民播种面积可能增多，2019/2020 榨季的种植面积将出现增加，国内出现新一轮糖的减产周期时间将延后一年，我们建议 19 年榨季关注白糖上市公司。

3. 风险提示

生猪产能去化不及预期，畜禽价格波动风险，疫病风险，产品销售情况不及预期等。

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

研究助理简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。