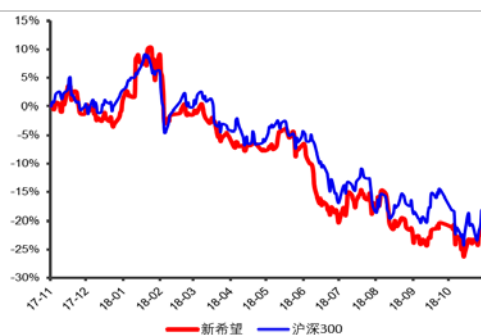


农林牧渔

## 新希望：生猪养殖后起之秀，冉冉新星蓄势待发

走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股): 4216.02/4175.42  
总市值/流通(百万元): 26054.97/25804.12  
12月最高/最低(元): 8.62/5.59

相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

## 报告摘要

**1、生猪价格：未来两年供需略偏紧，行情向好。**综合农业农村部、畜牧业协会的监测数据，最近两月规模场的生猪总存栏呈负增长，能繁母猪存栏量增长停滞。2016~2017年，规模场扩张狂飙猛进，产能快速上升；但在2018年上半年“环保回头看”和下半年非洲猪瘟疫情的影响下，规模场放缓了扩张速度，加速母猪淘汰。本轮产能去化的拐点已现，并将逐步传导到终端生猪供给；我们判断，未来两年生猪供给偏紧、猪价行情向好是大概率事件；2019年春节后将迎来新一轮猪价上行周期。

**2、新希望：冉冉升起的新星，市值被严重低估。**作为后起之秀，新希望大胆进行养殖模式创新和激励机制改革，大量引入和培养以大学生为主体力量的人才团队；围绕环渤海、长三角和京津冀，依托山东片区、陕西本香、川渝片区等传统优势区域，综合运用自繁自养、公司加农户、外购仔猪放养等三种模式，因地制宜探索出一条独特的生猪养殖发展路径。重金投入建设高标准猪舍，引入现代化管理，在养殖规模快速扩张的同时，凭借在资本、土地、人才和技术等方面的竞争优势，养殖成本快速降低，黑马潜质尽显。预计公司2018年生猪出栏300万头左右，2019年出栏600万~700万头，2020年出栏量有望突破1000万头，生猪养殖的冉冉新星蓄势待发。

**3、他山之石看牧原：高ROE高成长，规模化浪潮下最耀眼的明星。**国内生猪养殖行业空间高达1.4万亿，CR10不到10%，典型的“大行业小公司”。在承担猪价周期波动风险的同时，养殖企业享有极高的利润率和ROE，龙头企业受益于低成本享有超额收益。以牧原为例，2009~2017年，除了2014年猪周期低谷以外，其加权平均ROE均在20%以上，在周期顶峰甚至高达50%~60%。

在环保重压和劳动力成本上升的双重压力下，大量中小散户永久性退出，生猪养殖规模化浪潮势不可挡，高速成长的牧原成为最耀眼的明星。2016年牧原生猪出栏量311.4万头，同比增长62.27%；2017年出栏723.7万头，同比增长132.4%，连续两年实现跨越式发展。同时，受益于效率提升和粮价下跌，养殖成本显著下降；量价齐升带来戴维斯双击，其市值从2017年6月开始持续上涨，在2017年12月21日达到全年最高636亿，在2018年1月23日达到720.80亿，短短6~7个月涨幅高达110%~140%。

### 盈利预测

给予买入评级。公司生猪出栏量高速增长、成本快速下降，预计2020年可实现1000万头生猪出栏；肉禽板块持续高景气，饲料产销量稳定在1500万吨左右。展望2020年，给予农牧业务600亿市值+民生银行股权100亿市值，目标市值为700亿元，相较于现价的上漲空间高达180%。

### 风险提示

- 1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；
- 2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。
- 3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

### 盈利预测和财务指标：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	62566.85	70406.48	82220.68	102323.64
(+/-)	2.77%	12.53%	16.78%	24.45%
净利润(百万元)	2280	2078.45	2510.35	3222.79
(+/-)	-7.66%	-8.84%	20.78%	28.38%
摊薄每股收益(元)	0.54	0.49	0.60	0.76
市盈率(PE)	13.78	12.54	10.38	8.08

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、生猪价格：未来两年供需略偏紧，行情向好 .....	5
二、新希望：冉冉升起的新星，市值被严重低估 .....	7
(一) 业务梳理 .....	7
1、生猪业务 .....	7
2、肉禽业务 .....	9
3、饲料业务 .....	10
(二) 市值展望：农牧业务 600 亿，银行板块 100 亿 .....	11
1、饲料业务：估值 100 亿 .....	11
2、肉猪业务：估值 400 亿 .....	12
3、肉禽业务：估值 100 亿 .....	12
三、风险提示 .....	13
附录：他山之石看牧原，大浪淘沙出枭雄 .....	13
(一) 大行业小公司，周期中的成长股 .....	13
1、土地和资金 .....	14
2、人才和技术 .....	15
(二) 最前瞻最坚定的卖方，领先全市场持续推荐 .....	15

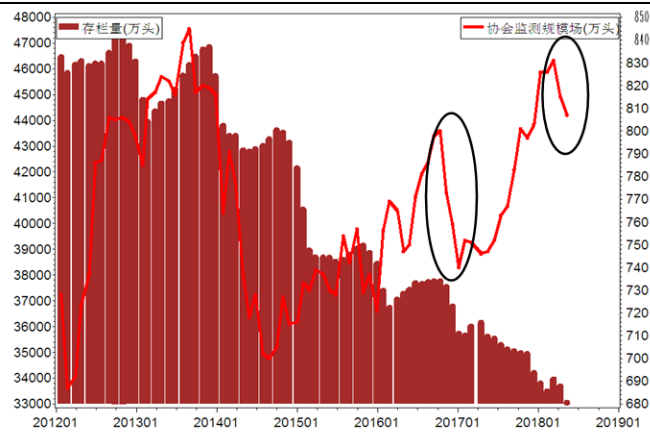
## 图表目录

图表 1 农业部和协会监测的生猪存栏量 .....	5
图表 3 协会监测的 2015 年至今的规模场能繁母猪存栏量 .....	5
图表 4 二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化 .....	6
图表 5 5 家养殖公司资产负债率 (%) .....	7
图表 6 新希望投资净收益 (亿) .....	7
图表 7 2019 年新希望生猪出栏分布 .....	8
图表 8 两种养殖模式优劣势对比 .....	8
图表 9 新希望夏津猪场技术指标 .....	9
图表 10 新希望本科及以上学历员工人数 .....	9
图表 11 公司肉禽出栏量 .....	10
图表 12 公司饲料产量 (万吨) .....	10
图表 13 公司饲料构成 .....	10
图表 14 新希望禽料产量 (万吨) 及 YOY .....	11
图表 15 新希望猪料产量 (万吨) 及 YOY .....	11
图表 16 新希望水产料产量 (万吨) 及 YOY .....	11
图表 17 新希望饲料毛利率 (%) .....	11
图表 18 可比饲料公司 PE .....	12
图表 18 生猪养殖头均市值 .....	12
图表 19 牧原净加权资产收益率 (%) .....	14
图表 20 牧原销售净利率 .....	14
图表 21 2014 年至今牧原历次融资 .....	14
图表 22 养殖成本拆分 (2017 年报数据) .....	15
图表 23 发表报告时点与牧原市值变动情况 .....	16
图表 24 本人《猪!猪!猪!》系列行业报告阅读量 .....	17
图表 25 本人牧原股份公司报告阅读量 .....	17
图表 26 本人微信公众号粉丝数量变化 .....	18

## 一、生猪价格：未来两年供需略偏紧，行情向好

规模场生猪存栏量和全国总存栏量均有下降。从农业农村部的数据监测看，生猪的总存栏直线下降，但是猪价却并未随之上涨。从协会监测的规模场数据看，其生猪存栏量从2015年至今整体呈上行趋势；期间仅有两次明显下降，第一次是2016年环保拆迁，再一次是2018年二季度环保回头看和8月开始的非洲猪瘟疫情导致存栏回调。

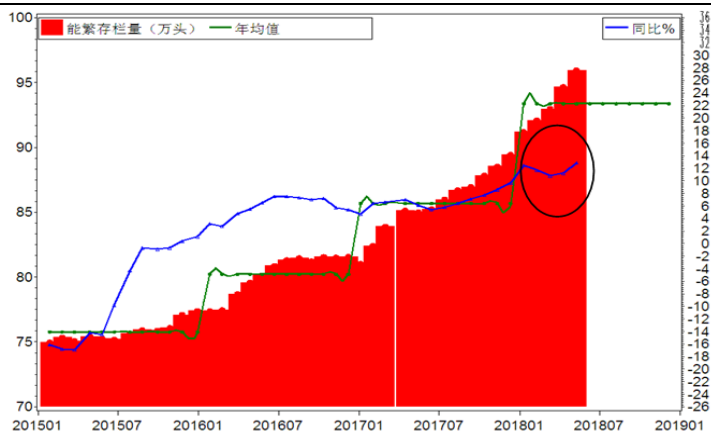
图表1 农业部和协会监测的生猪存栏量



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

规模场能繁母猪存栏增速放缓。协会监测的数据显示，2017年7月至今规模场能繁母猪存栏量快速增长，2018Q2同比增速放缓，2018Q3环比增速由正转负，意味着规模场的产能拐点已现，扩张基本停滞甚至有收缩的迹象。

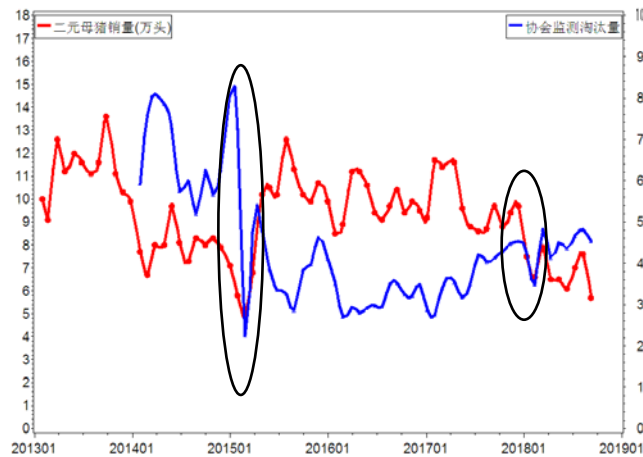
图表2 协会监测的2015年至今的规模场能繁母猪存栏量



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

产能加速去化，周期拐点已现。从二元母猪销量和能繁母猪淘汰量来判断产能去化的进度和周期拐点，二元母猪销量和能繁母猪淘汰量交汇处即为产能拐点，猪价拐点滞后产能拐点约一年左右。由下图可见，上一轮能繁母猪产能低点为 2015 年 4 月，猪价于 2016 年 6 月见顶，大约滞后能繁母猪存栏低点一年左右。价格高点之所以出现在 6 月而不是 4 月，主要因为 2017 年底 18 年初气温较低，导致仔猪腹泻严重，进而影响 6 月的生猪出栏量。从 2015 年 4 月到 2018 年初，二元母猪销量始终高于淘汰量，意味着产能在持续增长，直到 2018 年 3 月才出现拐点；此时二元母猪销量等于淘汰量，意味着能繁母猪存栏量见顶，随后由增长转为下降，对应的猪价拐点将在一年后出现，也就是 2019 年春节后将开启新一轮猪价上行周期。

图表 3 二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

2018 年 8 月非洲猪瘟爆发，产能去化加速。一方面，二元母猪销量快速下降，9 月同比下滑 25%，环比下滑 40%；此外，真实的能繁母猪淘汰量有可能比监测数据更大。因为能繁母猪体重大，需要运送到全国仅有的几个定点屠宰场进行屠宰；当前的生猪限运政策使能繁母猪无法运送到定点屠宰场，实际的能繁母猪淘汰量可能远超预期。

综合农业部、畜牧业协会的监测数据，最近两月规模场的生猪总存栏呈负增长，能繁母猪存栏量增长停滞。2016~2017 年，规模场扩张狂飙猛进，但进入 2018 年后，在环保回头看和非洲猪瘟疫情的双重影响下，规模场放缓了扩张步伐，并加速母猪淘汰。我们认为，本轮产能去化的拐点已现，并将逐步传导到终端生猪供给；未来两年，供给偏紧、行情向好是大概率事件，2019 年春节后将迎来新一轮猪价上行周期。

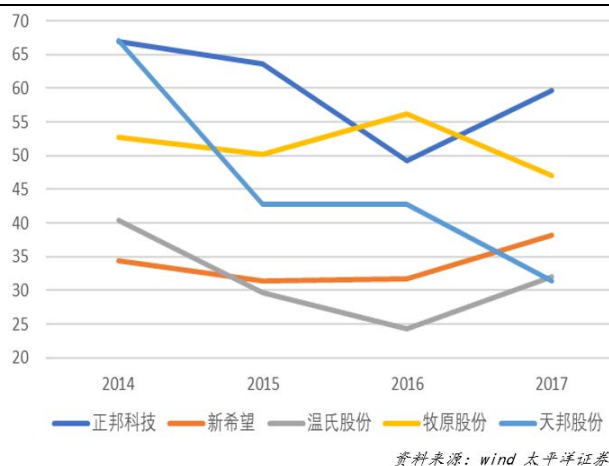
## 二、新希望：冉冉升起的新星，市值被严重低估

### (一) 业务梳理

#### 1、生猪业务

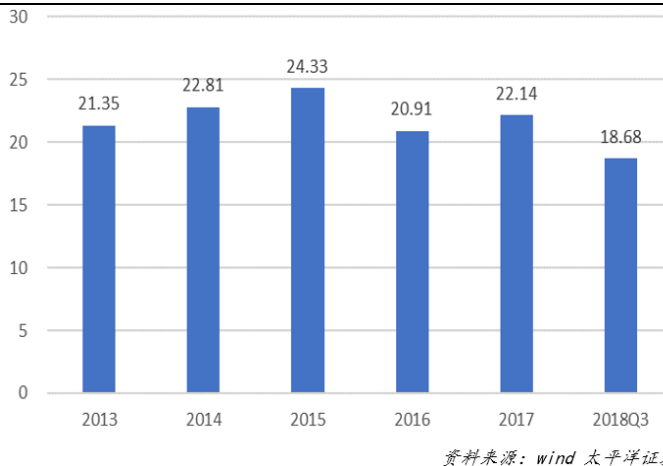
1) 资金：充足的资本金、较低的资产负债率和良好稳定的现金流。2013年至2017年，公司现金流充沛，有充足的资本金用于扩张。同时公司的资产负债率处于行业较低水平，债务负担较小，融资能力强。

图表4 五家生猪养殖上市公司资产负债率(%)



此外，公司每年从民生银行获取高额投资收益，每年稳定在20亿元以上。同时，饲料、肉禽、食品等业务板块与生猪养殖形成良好互补，有助于平抑周期波动的不利影响。

图表5 新希望投资净收益(亿)



**2) 土地及产能储备：**土地储备充足，足以支撑出栏量高增长。公司未雨绸缪，已抢先一步在全国范围内（尤其是环渤海、长三角、珠三角等销区）储备大量可用于生猪养殖的土地。2018 半年报提出，2018 上半年已完成约 2000 万头产能布局，其中已投产产能达 400 万头，在建产能达 400 万头，预计到 2018 年底可投产产能将达 700 万头。

公司对生猪产能布局规划了四大核心区域：环渤海区域（主要对应京津市场消费区）；鲁南、苏北、皖北区域（主要对应长三角消费区）；广西和广东西部（主要对应珠三角消费区）；川渝地区。在此之外还有陕西区域，以杨凌本香为基础辐射西北区域。

图表 6 预计 2019 年新希望生猪出栏区域分布

地区	出栏分布（万头）
陕西（依托杨凌本香）	60
山东（依托六和集团）	180
河北	100
四川/重庆（依托总部）	120
广西/广东	90
辽宁	120
安徽	70
合计	740

资料来源：公司公告 太平洋证券 注：部分数据为子公司营收测算和调研信息结合

**3) 养殖屠宰配套，生猪销路有保障。**公司于 2006~2007 年收购千喜鹤的屠宰场，分布在辽宁沈阳、河北南宫、北京平谷等地。辽宁沈阳的屠宰场和公司在当地的养殖产能匹配，河北南宫和北京平谷的屠宰场分别与公司在河北和山东的养殖产能匹配；在产能布局上已经基本实现屠宰与养殖的区域对接。从规模上来看，当前的年屠宰产能在 400 万~500 万头之间，基本与现有养殖产能匹配。

**4) 养殖模式创新的后发优势。**新希望作为生猪养殖的新生力量，在充分吸取前人的经验教训基础上，具备创新和后发优势。在养殖模式上，自繁自养、“公司+农户”和外购仔猪放养等三种模式并举，因地制宜探寻出一条最适合自己的发展路子。自繁自养对标牧原，“公司+农户”对标温氏；依托公司的饲料业务、发展外购仔猪放养的“新六”模式助力各饲料业务单元向养殖转型。

图表 7 两种养殖模式优劣势对比

模式	优势	劣势
公司+农户	轻资产模式、现金流充沛，抗风险能力强；管理难度相对较低。	优质农户稀缺，竞争激烈推升代养费；单体规模小，效率低下。
自繁自养	只要内部管理得当，可复制性强，成长速度快。	重资产模式，资金耗用量大；饲养工人管理难度大；环保和疫病风险大。

资料来源：公司公告 太平洋证券



5) 养殖技术和成本优势。2018H1 自繁自养和“公司+农户”的成本约为 12.20~12.30 元/公斤，由于 2017 年底仔猪价格较高，导致 2018 上半年外购仔猪放养模式出栏肥猪的成本较高，约为 12.6 元/公斤。公司整体的养殖成本位于行业领先水平，尤其是代表国内生猪养殖最高水准的新希望夏津猪场，技术和成本不仅国内领先，甚至具有国际竞争力。由于目前公司的区域发展不均衡，其他各地的生产成绩和养殖成本均在快速进步，争取向夏津看齐。

图表 8 新希望夏津猪场技术指标

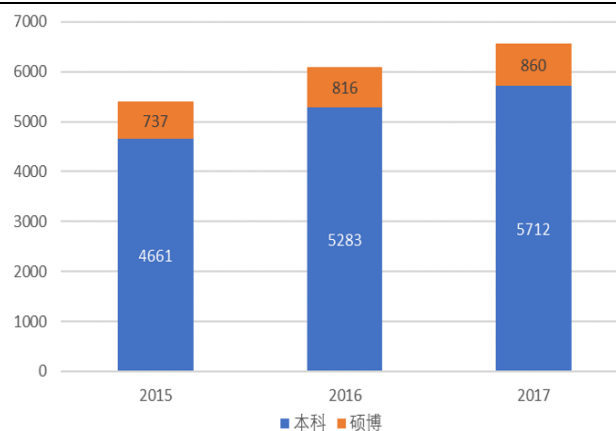
分娩率	窝均总仔数	窝均活仔数	窝均断奶数	PSY	非生产天数
93.6%	13.8	12.8	12.4	30.7	21.3

资料来源：公司公告 太平洋证券

#### 6) 人才储备充足

2018 年，新希望开始实施“百千万人才战略”，旨在三年内吸引 100 名优秀的 MBA 和博士成为事业合伙人，1000 名硕士及以上的管理培训生成为高级管理人才以及上万名应届大学毕业生成为职业能手，“百千万人才战略”是支撑集团未来 3-5 年宏伟发展蓝图的人才战略。2017 年公司本科及以上学历的员工有 6572 人，占公司员工总数的 10.72%。

图表 9 新希望本科及以上学历的员工人数



资料来源：公司公告 太平洋证券

## 2、肉禽业务

公司拥有较为完整的肉禽产业链，其中养殖 7.8 亿羽（商品代养殖环节有待加强），屠宰 8 亿羽，以每只肉禽出肉 2 公斤计，2017 年深加工和禽肉制品共 160 万吨。

### 1) 养殖

2017年7.8亿羽出栏（4亿多只肉鸭，3亿多只白羽肉鸡），2021年预计养殖量达到9亿羽左右。

图表 10 公司肉禽出栏量

万只	2015	2016	2017	2018H1
鸡苗、鸭苗	-	45859	60601	25144
自养商品鸡和委托代养商品鸭	-	2699	20272	13458
禽类合计	49731	48558	80873	38602

资料来源：公司公告 太平洋证券

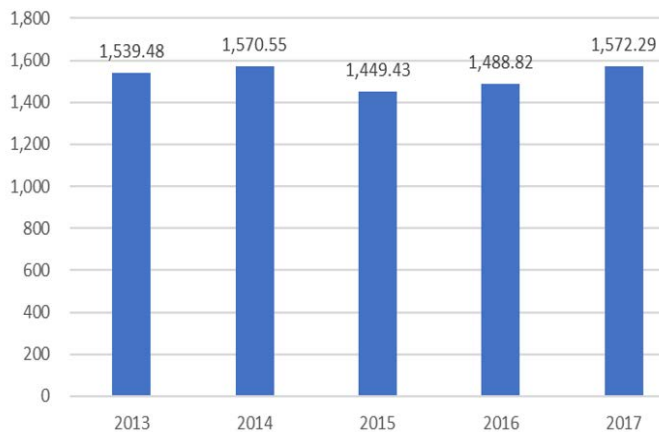
### 2) 屠宰与肉制品

肉禽屠宰8亿只，产量约160万吨。

### 3、饲料业务

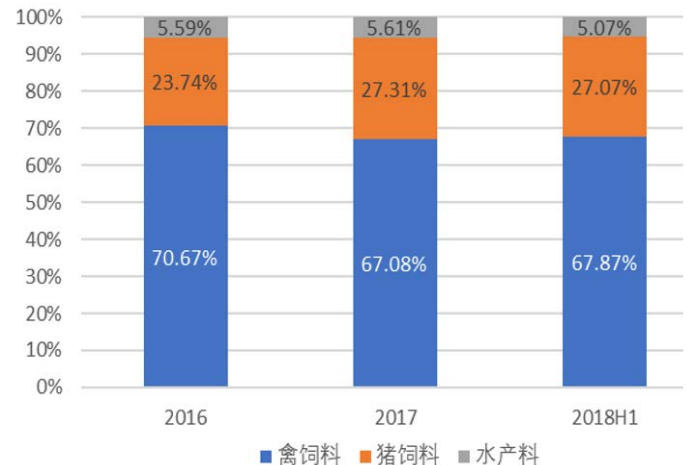
近些年饲料产量基本稳定在1500万吨左右。各饲料种类占比基本保持鸡：猪：水产=7:2.5:1。

图表 11 公司饲料产量（万吨）



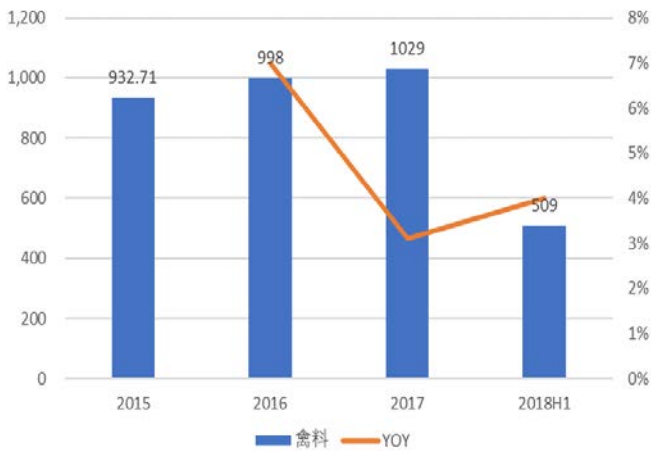
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 12 公司饲料构成



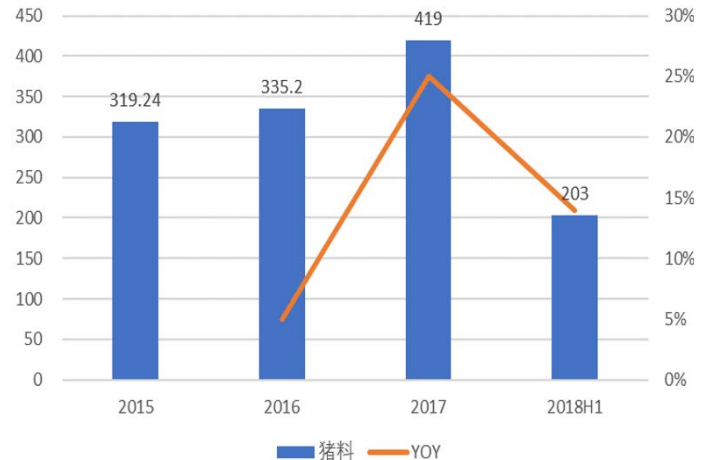
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 13 新希望禽料产量（万吨）及 YOY



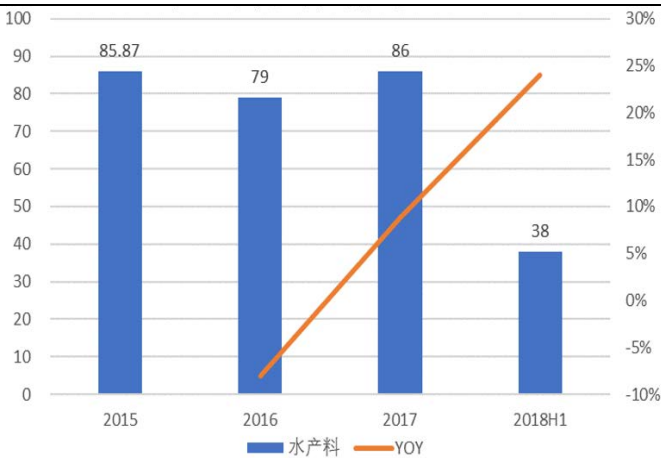
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 14 新希望猪料产量（万吨）及 YOY



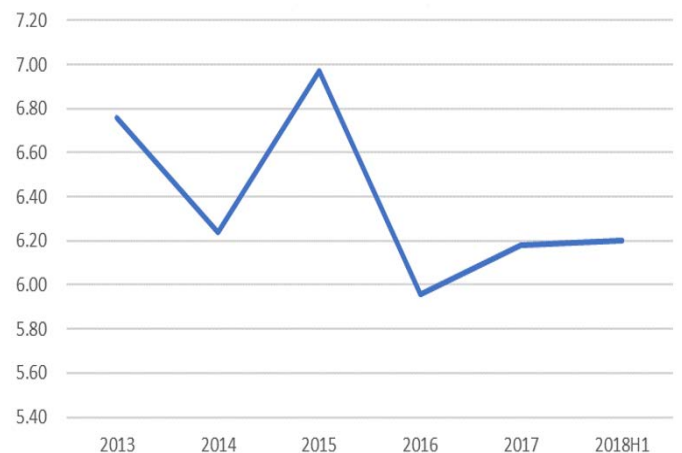
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15 新希望水产料产量（万吨）及 YOY



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 16 新希望饲料毛利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## （二）市值展望：农牧业务 600 亿，银行板块 100 亿

### 1、饲料业务：估值 100 亿

饲料销量多年来稳定在 1500 万吨左右，以 2017 年饲料业务约 6.7 亿净利润，给予 15 倍 PE 对应市值为 100 亿元。

**图表 17 可比饲料公司 PE**

公司	PE (TTM)
大北农	17
禾丰牧业	10.48
通威股份	12.73
新希望	14.38

资料来源：wind 太平洋证券

2017 年肉禽饲料 1029 万吨，猪饲料 419 万吨，水产料 86 万吨。饲料行业发展成熟，普遍估值不高，给 15 倍 PE， $15 \times 6.7 \text{ 亿} = 100.5 \text{ 亿}$ 。

## 2、肉猪业务：估值 400 亿

若公司生猪出栏量在 2020 年达到 1000 万头，则对应市值约  $1000 \text{ 万} \times 4272 = 427.2 \text{ 亿}$ 。

**图表 18 生猪养殖头均市值**

	11 月 5 日市值 (亿)	生猪板块市值 (亿)	2018 年出栏量 (万)	当前头均市值 (元/头)	14 年最低点头 均市值	2018H1 生猪亏 损状况
温氏股份	1323	1000	2200	4545	-	亏 2.8 亿
牧原股份	480	480	1200	4000	3984	亏 7900 万
均值				4272		

资料来源：wind 太平洋证券

- 养殖：2017 年出栏 239.96 万，预计 2018 年出栏 300 万头左右，当前的土地储备可支撑 2000 万头出栏。

- 屠宰及肉制品：2017 年猪肉制品产量 30 万吨，总屠宰产能约 400 万~500 万头。

## 3、肉禽业务：估值 100 亿

肉禽板块可比公司为圣农发展，圣农 2017 年鸡肉销售量 90.56 万吨，新希望比圣农多 70 万吨肉鸭销售量，但是缺少商品代养殖环节。当前圣农 200 亿市值，我们保守给予新希望肉禽板块 100 亿市值。

- 养殖：2017 年出栏肉禽 7.8 亿只，其中 4 亿多肉鸭，3 亿多肉鸡；预计 2021 年肉禽养殖量为 9 亿羽。

- 屠宰及肉制品：2017 年屠宰肉禽约 8 亿羽，肉禽制品产量约 160 万吨。

我们认为在 2020 年，新希望的生猪出栏量突破 1000 万头是大概率事件，给予 400 亿市值，饲料和肉禽业务各给予 100 亿，农牧业务市值将达到 600 亿，再加上民生银行股权对应的市值 100 亿，公司合理的总市值为 700 亿元，相较于现价的上漲空间高

达 180%。

### 三、风险提示

1、饲料原料供给和价格风险，原料价格上涨可能会对公司饲料板块经营业绩产生不利影响；

2、养殖业中出现的非洲猪瘟、蓝耳病等疫情，对生猪养殖板块影响较大。若本公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对本公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。

3、猪价异常波动将对公司生猪板块盈利影响较大，生猪出栏量和板块盈利可能不达预期。

## 附录：他山之石看牧原，大浪淘沙出枭雄

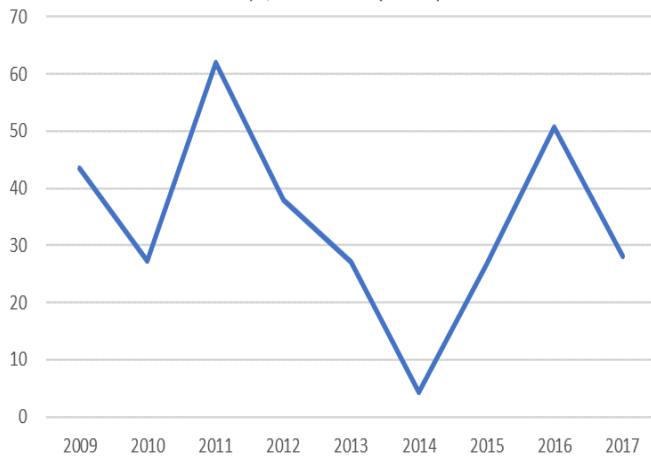
### （一）大行业小公司，周期中的成长股

大行业小公司，成长空间巨大。国内生猪养殖行业空间 1.4 万亿，CR10 不到 10%，2015 年 500 头以下年出栏的猪场数量占比 90% 以上，生猪出栏占比高达 55% 以上。在环保重压和劳动力成本上升的双重压力下，大量中小散户永久性退出，生猪养殖规模化浪潮势不可挡。

大浪淘沙出牧原，周期起伏中成长。2016 年环保拆迁，2018 年环保回头看，无数中小散户被迫永久性退出市场，规模化场趁机大幅扩张，高速成长的牧原成为其中最耀眼的新星。2016 年牧原生猪出栏量 311.4 万头，同比增长 62.27%；2017 年出栏 723.7 万头，同比增长 132.4%，连续两年实现跨越式发展。在出栏量高速增长的同时，受益于养殖效率提升和原料价格下跌，养殖完全成本持续下降，牧原得以享受远高于行业平均净利率的超额收益。

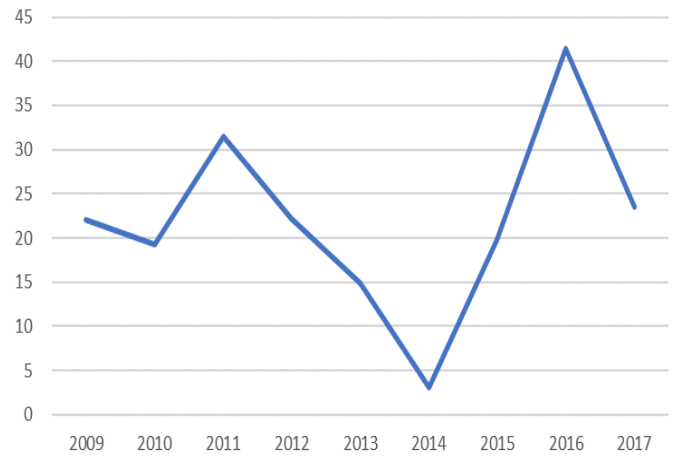
2009~2017 年，除了 2014 年猪周期低谷以外，牧原的加权平均 ROE 均在 20% 以上，在周期顶峰高达 50%~60%。独特的全程自繁自养一体化饲喂模式保证公司拥有最低的种猪繁育、饲料加工、育肥管理等综合成本。同时，凭借出色的生物育种、动物营养、疫病防疫等技术和优势，使得 PSY、料肉比、存活率等关键生长指标处于行业领先水平。

图表 19 牧原净加权资产收益率 (%)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 20 牧原销售净利率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

解决三大问题，构建高行业壁垒。牧原的高速扩张原因无他，只解决了三大问题：土地、资金、人才。

## 1、土地和资金

1) 土地：公司当前土地储备充足，足以支撑未来的扩张计划。公司目前储备土地约十几万亩，全程自繁自养一体化模式下每十万头育肥猪的占地面积在 500 亩左右，我们估计牧原现有的土地储备可以轻松支撑 2000 万头以上的新增产能。

2) 资金：公司上市前依靠自身利润滚动发展，上市后凭借融资便利加速扩张。公司 2018 年密集进行债权融资，足以支撑 2018 年出栏 1200 万头生猪的目标。

图表 21 2014 年至今牧原历次融资

时间	方案	募集总额	融资类型
2014 年 1 月	IPO	7.22	股权融资
2015 年 12 月	第一期员工持股	9.99	股权融资
2016 年 8 月	中期票据	10	债权融资
2017 年 1 月	第二期员工持股	30.77	股权融资
2017 年 3 月	超短期融资券	5	债权融资
2017 年 4 月	2017 年第一期中期票据	4	债权融资
2017 年 5 月	扶贫中期票据	8	债权融资
2017 年 8 月	2017 年第二期中期票据	6	债权融资
2017 年 8 月	第三期员工持股	8	股权融资
2017 年 8 月	中期票据	20	债权融资
2017 年 8 月	境外债券	5 亿美金	债权融资
2017 年 8 月	第三期超短期融资券	2	债权融资
2017 年 11 月	第四期超短期融资券	5	债权融资

2017年12月	第五期超短期融资券	9	债权融资
2018年1月	非公开发行优先股	24.76	股权融资
2018年3月	发行公司债	不超30亿	债权融资
2018年3月	第一期超短期融资券	5	债权融资
2018年4月	第二期超短期融资券	4	债权融资
2018年5月	永续中期票据	不超过25亿	债权融资
2018年7月	第三期超短期融资券	5	债权融资
2018年8月	第四期超短期融资券	6	债权融资
2018年8月	第一期中期票据	10	债权融资
2018年10月	第五期超短期融资券	5	债权融资

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、人才和技术

提高养殖技术的最终目的是构建低成本的竞争优势。提高养殖技术离不开几个方面：人才和管理制度。

1) 人才：上市以后三期员工持股计划，第一期覆盖200多人，第二期覆盖400多人，第三期覆盖人数合计不超过5000人。除人才激励外，公司大力培养新人，2017年末员工共27000余人，远超上市之初的5000人，人才储备为公司的快速扩张提供强有力支撑。

2) 管理制度：从2013年开始加大了信息化系统的建设，现代化管理水平上了一个台阶；内部实行师徒制和军事化管理，公司对员工的约束力强，管理效率高。

在充足的人才储备和高效的管理制度下，公司的成本控制能力稳步抬升。目前牧原的完全成本为11.2~11.6元/kg，温氏约12元/kg，其他上市公司约12-13元/kg，散养户约13-15元/kg。

图表 22 养殖成本拆分（2017 年报数据）

类型	占比	下行空间
原材料	58.14%	通过营养替代技术和全球化采购控制饲料成本
折旧	9.37%	向轻资产转型
职工薪酬	6.76%	自动化程度提升
药物疫苗	10.84%	加强生物安全防控
其他	14.89%	信息化水平提升摊薄管理费用

资料来源：公司公告 太平洋证券

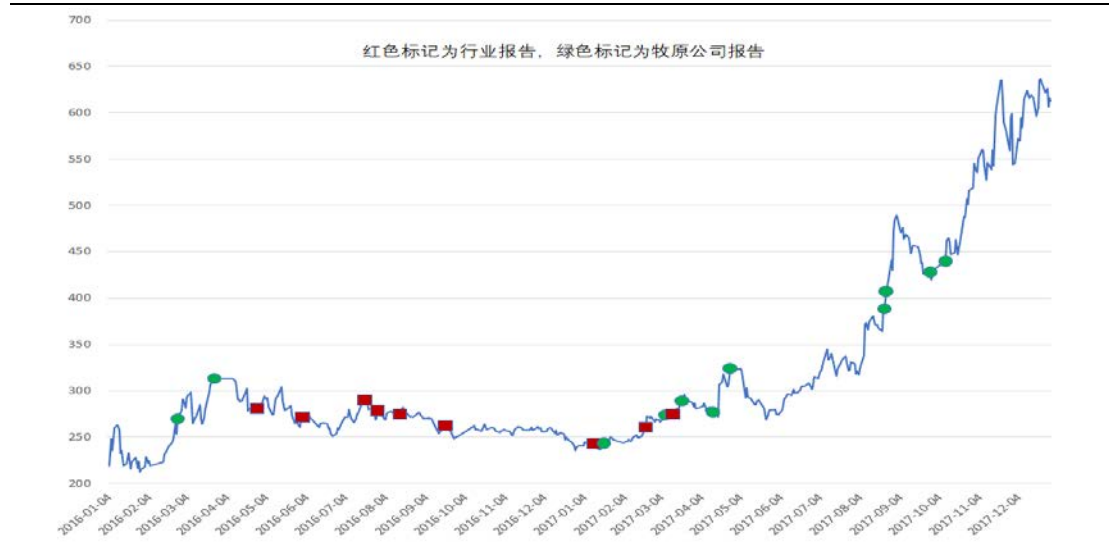
## （二）最前瞻最坚定的卖方，领先全市场持续推荐

早在2016年初，生猪养殖被普遍认为是一个纯粹的周期性行业时，我就率先看到了它的成长性，并用一系列的行业和公司报告来表明观点、发出声音。在标的推荐上，我挑选了出栏量增速最高、业绩弹性最大的牧原作为首推标的。苦苦推荐了一年半后，2017年8

月牧原终于爆发了，并引发市场重新审视整个生猪养殖行业。

2016~2017年，我多次去牧原股份实地调研，共发布行业报告11篇，其中深度报告10篇（《“猪猪猪”生猪养殖系列报告一~五》在行业中引起广泛而深远的影响）、点评报告1篇；发布牧原股份的公司报告13篇（由于牧原是招商证券的投行项目，发布公司报告受限），其中点评报告3篇、深度报告10篇。研究报告的输出与牧原市值的增长相伴相行。

图表 23 发表报告时点与牧原市值变动情况



资料来源：微信公众号 太平洋证券

从报告的分布时点看，在2017年1月股价低位高管集体增持时发布点评报告强烈看好，3~5月股价徘徊不前期间密集发布6篇报告强烈推荐，2017年5~7月由于工作变动，发布研报受限；8月初在股价上涨前夕发布报告再次推荐，随后连续发布5篇报告助推股价上涨，在短短两个月内股价上涨近一倍后仍然坚定看好，并分别于9月底和10月初发布2篇报告助推股价在年末继续上涨，9月28日发布报告时收盘价至年末股价上涨了46%，10月8日报告发布至年末股价上涨44%。

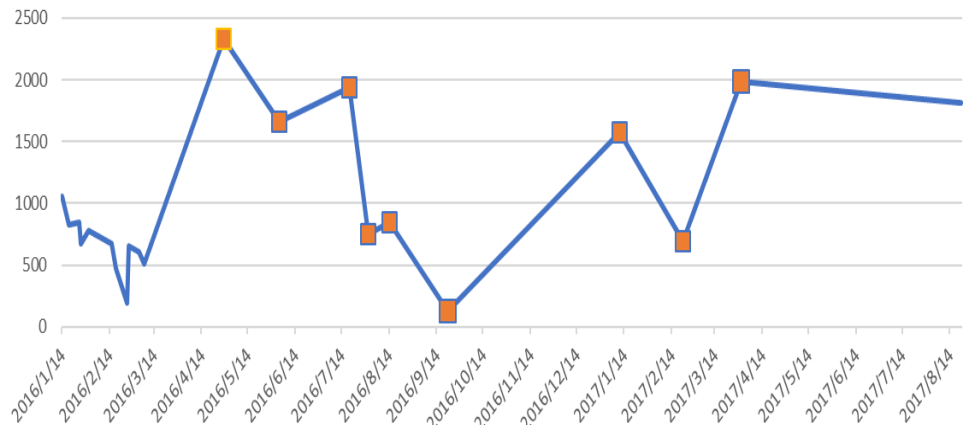
报告中大胆给出了全市场最高出栏量预测和最高目标价，早在2017年4月就预测全年生猪出栏640万头，超出市场一致预期30%。最后2017年实际出栏量更是超出我们预期，达到723万头。8月23日，在牧原市值为390亿时，我们发表题为《牧原股份有望冲击720亿市值》的报告，引发全市场高度关注。2018年1月23日，牧原市值达到720亿，印证了我的前瞻性预判。

与此同时，我的个人公众号“巴菲特”粉丝数量快速上升，尤其是“猪猪猪”系列报告阅



阅读量暴涨。下图中标注的分别是“猪猪猪系列一~九”的阅读量，2016年4月发表的《猪！猪！猪！系列报告一：超长猪周期，让暴利飞！》极大提升公众号知名度。

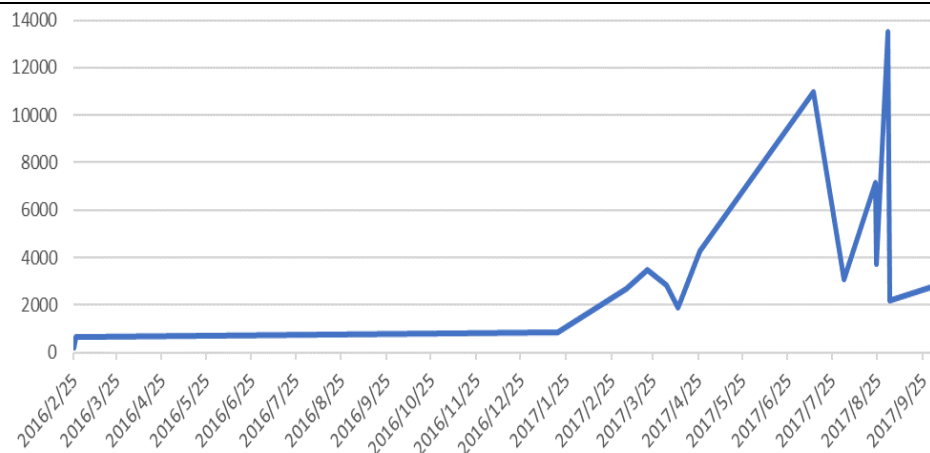
图表 24 “巴菲莎”微信公众号中“猪猪猪”系列报告阅读量



资料来源：微信公众号 太平洋证券

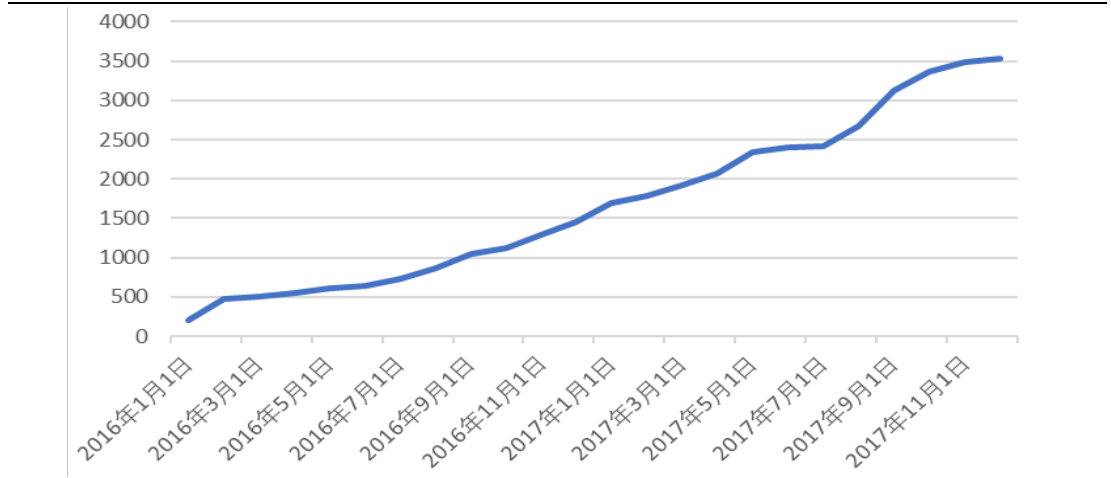
牧原的报告在公众号中发表后，引发行业内人士的高度关注，《站在 500 亿市值看牧原，1000 亿指日可待》阅读量 13490，《论牧原之崛起：中国的牧原，时代的宠儿！》阅读量 10994，公众号粉丝量呈指数级别快速上升。

图表 25 “巴菲莎”微信公众号中牧原股份公司报告阅读量



资料来源：微信公众号 太平洋证券

图表 26 “巴菲莎”微信公众号粉丝数量变化



资料来源：微信公众号 太平洋证券

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。