

周期上行

——农林牧渔行业 2019 年投资策略

行业年度报告

◆回顾 2018：大势不利，缺乏热点

2018 年国内形势复杂，一方面经济增速下行、去杠杆带来的信用和融资收缩、同时大股东质押风险暴露等，国际形势严峻，中美贸易摩擦反复、美国加息，在国内外因素的共同作用下，A 股市场表现疲弱。上证综指 2018 年全年累计下跌 24.59%、沪深 300 下跌 25.31%，创业板下跌 28.65%。

◆展望 2019：看好周期向上行业

经济增长存在较大压力，诸多行业景气下行。我们仍然关注确定成长的机会，尤其是供需结构改善，产品价格迎来上涨的细分领域。我们重点推荐白羽肉鸡、生猪和海参领域。

◆禽：景气度延续

禽链价格如期创新高，引种持续低位，强制换羽依然受限，我们预计行业景气度将延续至 19 年。市场关注点从价格趋势转移至业绩兑现状况，禽链上市公司将迎来极好盈利时机。我们判断全产业链公司业绩兑现性强，重点推荐全产业链公司：仙坛股份、圣农发展。同时上游企业亦有较高弹性，重点推荐：益生股份、民和股份。

◆猪：非洲猪瘟推动周期提前见底

非洲猪瘟持续发酵，且短期难以消除，猪周期或提前见底：1) 无害化处理直接减少存栏；2) 禁止泔水喂养，加速散户退出；3) 屠宰受限，被迫育肥，母猪繁育能力下降；4) 禁运导致产区养殖户深度亏损，产能去化。近期禁运政策放松，预计受此影响地区差价将有所收窄，但不会改变猪周期逐步见底趋势，我们依然看好生猪板块。预计 19 年上半年大规模养殖厂开始实现盈亏平衡，下半年大幅盈利。我们重点推荐温氏股份。

◆海参：供给冲击，周期向上

海参行业调整已基本结束，即将迎来两到三年的上升周期：1) 回归大众消费，需求见底回升；2) 行业产能已经历过四、五年的调整；2) 北方连续两年高温，海参及参苗连续出现大面积死亡。结合海参苗种投放量、海参养殖周期来看。重点推荐海参养殖规模最大的上市公司好当家。

◆风险分析：自然灾害风险、原材料价格波动风险、政策波动风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
002299	圣农发展	16.54	0.25	1.04	1.26	65	16	13	买入
002746	仙坛股份	13.68	0.33	1.24	1.40	41	11	10	买入
002234	民和股份	11.45	-0.96	1.00	1.17	--	11	10	增持
002458	益生股份	14.35	-0.92	1.13	1.29	--	13	11	增持
300498	温氏股份	26.18	1.27	0.89	1.56	21	29	17	买入
600467	好当家	2.40	0.04	0.09	0.17	66	27	14	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

买入（维持）

分析师

刘 晓波 (执业证书编号：S0930512080003)
021-52523800
liuxb@ebsecn.com

王琦 (执业证书编号：S0930517120001)
021-52523836
wangqi16@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

疫情蔓延，周期或提前见底——非洲猪瘟对市场的影响及后市预判

..... 2018-11-15

供给冲击驱动业绩拐点——好当家 (600467.SH) 投资价值分析报告

..... 2018-11-07

引种持续偏紧，强制换羽弱化，看好新一轮周期——白羽肉鸡行业动态跟踪报告

..... 2018-05-03

投资聚焦

研究背景

2019 年经济增长依然存在较大压力，内外环境面临着诸多不确定性因素，但依然存在着诸多机遇。在此背景下，我们力图寻找到确定性较高的细分行业，同时从投资角度，寻找到业绩与估值存在较大提升空间的公司。我们从行业供需关系变化、量价波动等核心因素出发，精选出三个景气度向上的细分领域：白羽肉鸡、生猪、海参。

我们区别于市场的观点

农业是周期波动较为明显的行业，许多投资者担心其节奏不好把握。我们对三个细分领域的分析是从供需等中长期角度进行分析的，短期季节性变化只会形成扰动，而不能改变行业发展的趋势。

投资观点

1、白羽肉鸡：2018 年 11--12 月禽链景气度已经创了历史新高，当前价格出现季节性回落。但我们依然坚定看好，认为其高景气度将持续至 19 年，主要是引种、强制换羽等扰动因素依然受较大限制，支撑行业持续向好。

2、生猪：按照历史规律一般为 4-5 年为一个周期，但受非洲猪瘟推动，本轮周期或提前见底。生猪禁运监管政策放松，但防控将长期存在，地区差价或有缩窄，但不会消失。同时政策只会推迟或提前周期，但不会改变周期。非洲猪瘟仍是本轮周期第一推动力。

3、海参：海参已逐步回归大众消费。且其产能已经历了 4-5 年的长期去化，而北方夏季高温，造成海参大面积减产，则进一步推动了供给的收缩。我们认为海参产能调整充分，将迎来两到三年的向上周期。

目 录

1、 投资策略	6
1.1、 回顾 2018：市场疲弱，缺乏热点	6
1.2、 展望 2019：看好周期向上行业	7
2、 禽：景气延续	7
2.1、 价格不断创新高	7
2.2、 引种依然受限，存栏持续低位	8
2.3、 强制换羽依然受限	9
2.4、 从关注价格趋势到关注业绩兑现	9
2.5、 主要上市公司	10
3、 猪：非洲猪瘟推动提前见底	20
3.1、 疫情不断发酵	20
3.2、 疫情易反复，难根除	21
3.3、 防控不断升级，政策逐步优化	21
3.4、 短期影响：流通受阻，价格分化	23
3.5、 中长期影响：产能加速去化	25
3.6、 前景预测：周期或提前见底	28
3.7、 行业内主要上市公司	29
4、 海参：供给冲击，周期向上	34
4.1、 养殖周期长，一年两季捕捞	34
4.2、 供给端“三足鼎立”	35
4.3、 产能去化叠加气候影响，海参行业迎来周期拐点	36
4.4、 价格拐点显现，进入上行周期	38
4.5、 主要上市公司	39
5、 风险分析	40
5.1、 白羽肉鸡行业风险	40
5.2、 生猪板块风险	41
5.3、 海参板块风险	41

图表目录

图 1：18 年全年各板块指数表现.....	6
图 2：各板块指数估值（PE-TTM）情况（截止至 2018 年 12 月 28 日）（单位：倍）.....	6
图 3：2018 年各行业指数涨跌幅（中信一级）（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	7
图 4：鸡苗价格创历史新高（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	8
图 5：毛鸡价格位于历史高位（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	8
图 6：祖代鸡更新量.....	8
图 7：祖代存栏持续低位（截止至 2018 年 12 月 9 日）.....	9
图 8：监测企业父母代存栏（截止至 2018 年 12 月 9 日）.....	9
图 9：2018 年下半年股价和产品价格背离（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	10
图 10：白羽肉鸡行业主要上市公司核心优势环节.....	10
图 11：圣农发展营业收入及利润状况.....	11
图 12：圣农产业链示意图.....	11
图 13：圣农食品营业收入.....	12
图 14：圣农食品净利润.....	12
图 15：仙坛股份发展营业收入及利润状况.....	14
图 16：仙坛股份内部产能与自用匹配情况.....	14
图 17：公司产销量状况.....	16
图 18：公司营业收入构成.....	16
图 19：民和股份营业收入及利润状况.....	18
图 20：民和股份循环经济发展模式.....	19
图 21：我国非洲猪瘟疫情分布（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	20
图 22：非洲猪瘟前，全国生猪调运流向.....	23
图 23：2016 年各省猪肉产量.....	24
图 24：2016 年各省猪肉调运量.....	24
图 25：2018 年我国每周生猪跨省调运量.....	25
图 26：2016 年各省市能繁母猪存栏.....	26
图 27：监测地区淘汰母猪屠宰量（截止至 2018 年 10 月）.....	27
图 28：淘汰母猪平均每头屠宰体重 9 月、10 月明显回升.....	27
图 29：2015 年后东北地区生猪出栏量占比提升.....	28
图 30：生猪养殖 4-5 年一个周期（截止至 2018 年 12 月 28 日）.....	28
图 31：温氏股份利润及营收状况.....	30
图 32：温氏股份主营业务收入构成.....	30
图 33：2018 年 H1 温氏股份收入的区域分布.....	30
图 34：温氏股份生猪出栏稳步增长.....	31
图 35：近年公司肉鸡出栏量保持稳健.....	31
图 36：牧原股份营收及利润状况.....	33

图 37：牧原股份生猪销量.....	34
图 38：我国海参产量.....	35
图 39：我国海参养殖面积.....	35
图 40：2017 年我国海参产量产地分布.....	36
图 41：2017 年我国海参养殖面积分布.....	36
图 42：2007 年--2017 年海参苗种数量.....	37
图 43：福建海参产量快速增长.....	37
图 44：我国海参大宗价格（截止至 2018 年 12 月 20 日）.....	38
图 45：好当家业绩与海参价格高度相关.....	40
表 1：禽链相关上市公司盈利预测及估值.....	10
表 2：圣农股份业务拆分及预测.....	13
表 3：圣农发展业绩预测和估值指标.....	13
表 4：仙坛股份核心业务拆分及预测.....	15
表 5：仙坛股份业绩预测和估值指标.....	15
表 6：益生股份核心业务拆分及预测.....	17
表 7：益生股份业绩预测和估值指标.....	17
表 8：民和股份核心业务收入拆分及假设.....	19
表 9：民和股份业绩预测和估值指标.....	20
表 10：部分国家非洲猪瘟情况.....	21
表 11：生猪及其产品调运监管政策对比.....	22
表 12：部分地区关于“泔水喂猪”的规定.....	26
表 13：生猪养殖相关上市公司盈利预测及估值.....	29
表 14：温氏股份核心业务拆分及预测.....	32
表 15：生猪养殖相关上市公司盈利预测及估值.....	32
表 16：温氏股份业绩预测和估值指标.....	33
表 17：我国海参主要养殖方式.....	35
表 18：好当家业绩预测和估值指标.....	40

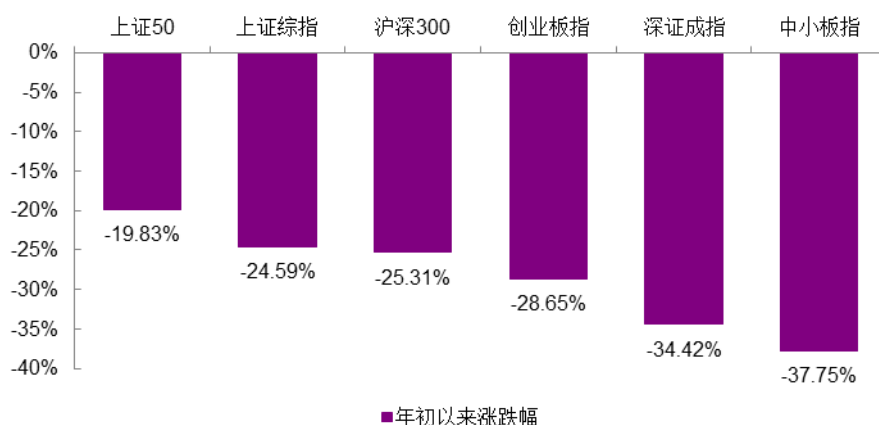
1、投资策略

1.1、回顾 2018：市场疲弱，缺乏热点

大势不利，市场调整。2018 年国内形势复杂，一方面经济增速下行、去杠杆带来的信用和融资收缩、同时大股东质押风险暴露等，国际形势严峻，中美贸易摩擦反复、美国加息，在国内外因素的共同作用下，A 股市场表现疲弱。

从板块表现来看：上证综指 18 年全年累计下跌 24.59%、沪深 300 下跌 25.31%，创业板下跌 28.65%。

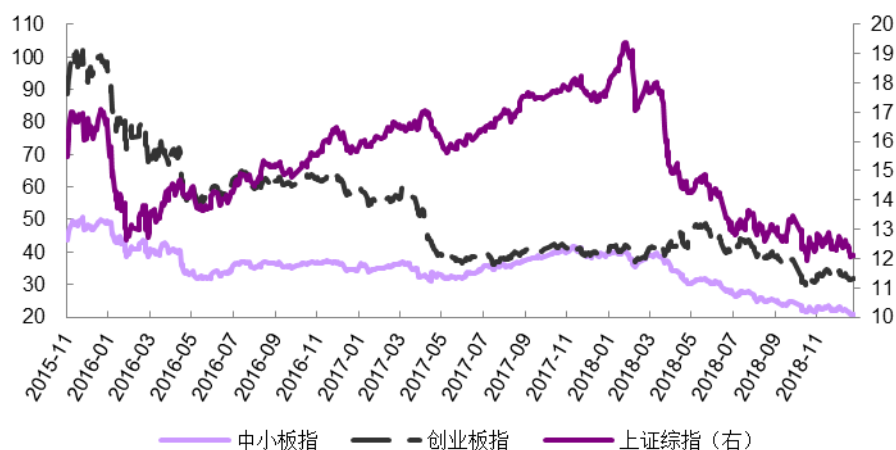
图 1：18 年全年各板块指数表现



资料来源：wind

估值 (PE-TTM) 方面：沪深 300 估值从年初的 15.9X 调整至 11.1X；上证综指估值从 17.8X 调整至 11.9X；创业板指数估值从 38.8X 调整至 30.9X；创业板与沪深 300 的估值比值 3.85。

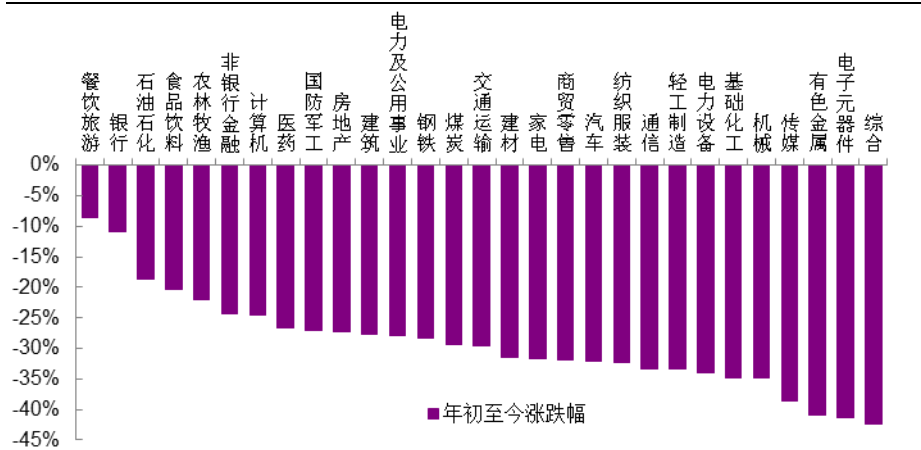
图 2：各板块指数估值 (PE-TTM) 情况 (截止至 2018 年 12 月 28 日) (单位：倍)



资料来源：wind

从行业角度看：各行业指数普跌。按中信一级行业分类方式划分，餐饮、银行、石油化工等行业跌幅较小。

图 3：2018 年各行业指数涨跌幅（中信一级）（截止至 2018 年 12 月 28 日）



资料来源：wind

1.2、展望 2019：看好周期向上行业

经济增长存在较大压力，诸多行业景气下行。我们仍然关注确定成长的机会，尤其是供需结构改善，产品价格迎来上涨的细分领域。我们重点推荐白羽肉鸡、生猪和海参领域。

1、禽：景气度延续

禽链价格如期创新高，同时引种持续低位，强制换羽依然受限，我们预计行业景气度将延续至明年。市场关注点从价格趋势转移至业绩兑现状况。我们判断全产业链公司将有更大的业绩增厚空间，其业绩兑现性强，重点推荐：仙坛股份、圣农发展。同时上游企业亦有较高弹性，重点推荐：益生股份、民和股份。

2、猪：非洲猪瘟推动周期提前见底

非洲猪瘟持续发酵，且短期难以消除，猪周期或提前见底：1) 无害化处理直接减少存栏；2) 禁止泔水喂养，加速散户退出；3) 屠宰受限，被迫育肥，母猪繁育能力已开始下降；4) 禁运导致产区养殖户深度亏损，产能去化。非洲猪瘟导致产销区隔离，我们判断区域差价将长期存在，同时预计 19 年上半年大规模养殖厂开始实现盈亏平衡，下半年大幅盈利可期。我们重点推荐温氏股份，同时建议关注产能迅速扩张的牧原股份。

3、海参：供给冲击，周期向上

海参行业调整已基本结束，即将迎来两到三年的上升周期：1) 回归大众消费，需求见底回升；2) 行业产能已经历过四、五年的调整；2) 北方连续两年高温，海参及参苗连续出现大面积死亡。结合海参苗种投放量、海参养殖周期来看。重点推荐海参养殖规模最大的上市公司好当家。

2、禽：景气延续

2.1、价格不断创新高

2018 年四季度白羽肉鸡行业景气度持续攀升，产品价格强势上涨，商品鸡苗、毛鸡和鸡肉售价均已超过三季度，尤其是商品鸡苗更是持续刷新历史新高。

鸡苗：在 2018 年 11 月 27、28 日创造历史最高点，山东烟台鸡苗价格达 8.2-8.7 元/羽。

毛鸡价格：受鸡苗价格带动，价格亦持续走高，至 2018 年 12 月 28 日烟台毛鸡价格为 4.93 元/斤，持续高位震荡。

鸡肉：旺季即将到来，叠加非洲猪瘟替代影响，鸡肉价格回升。截止至 2018 年 12 月 17 日，36 个城市鸡肉平均零售价为 11.86 元/斤。

图 4：鸡苗价格创历史新高（截止至 2018 年 12 月 28 日）



图 5：毛鸡价格位于历史高位（截止至 2018 年 12 月 28 日）



2.2、引种依然受限，存栏持续低位

17 年我国引种量仅 68.7 万套；18 年 1-11 月祖代种鸡更新量为 64.8 万套，其中 11 月更新量（含益生股份自产哈伯德祖代）为 10.7 万套。

目前我国仅对新西兰、波兰开放祖代鸡引种渠道，美国、法国等短期内复关无望。新西兰安伟捷品种可供种 3 万套/月，科宝可供种 2 万套/月。波兰可提供哈伯德曾祖代和祖代种鸡给益生股份，益生股份 1 月引种的哈伯德曾祖代在 18 年下半年逐渐提供祖代鸡。

图 6：祖代鸡更新量



存栏方面：根据中国畜牧业协会禽业分会数据，2018 年第 49 周(12 月 3 日-12 月 9 日)，全国白羽肉鸡祖代种鸡存栏量为 124.85 万套，其中在产

75.49 万套，后备 49.36 万套；协会监测父母代种鸡企业总存量 2404.68 万套，其中在产 1458.53 万套，后备 946.15 万套。

图 7：祖代存栏持续低位（截止至 2018 年 12 月 9 日）

图 8：监测企业父母代存栏（截止至 2018 年 12 月 9 日）



—— 祖代总存栏（后备+在产）（万套）



—— 监测企业父母代存栏量（后备+在产）（万套）

资料来源：wind

资料来源：wind

2.3、强制换羽依然受限

强制换羽可以延长产蛋周期，平滑行业供给周期，因而对行业供给形成较大扰动。以 2017 年为例，虽然我国引种量已连续低于行业均衡水平，但大量的换羽造成供给充足，产业陷入亏损。但我们认为，在本轮周期中，强制换羽的影响将大幅弱化，行业内换羽面积将大幅减少，主要原因如下：

(1) 引种量维持低位，可供换羽的祖代种鸡数量基数较低。2013 年的引种高峰，已经过 4-5 年的产能消化，2015 年后引种量持续低于均衡需求。尤其是在 2016、2017 年行业大面积换羽后，目前可换羽种鸡数量大幅减少。

(2) 种公鸡配比不足。2018 年以来，种鸡疾病严重，市场猜测与频繁强制换羽存在密不可分的关系。同时国外育种企业限制种公鸡的引种量，希望以此来限制国内换羽。种公鸡配比下调，导致配套不及时，可换羽种鸡数量萎缩。

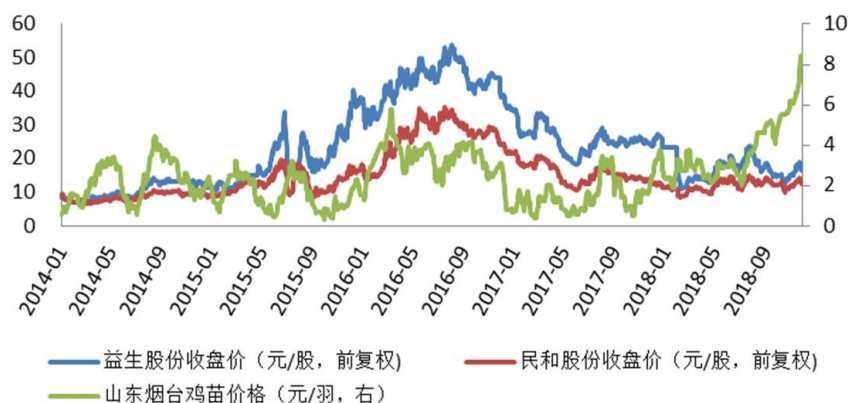
2.4、从关注价格趋势到关注业绩兑现

按照以往经验：禽具有典型的周期类行业特征。产品价格是驱动股价的最主要因素。尤其是鸡苗价格，产业链上的上市公司弹性很高，产品价格与股价高度相关。

18 年下半年来价格与股价形成背离，鸡苗价格一路突破历史新高，股价表现并不明显。主要原因是：1) 2016 年下半年鸡苗价格快速下跌、17 年市场预期的上升周期未能到来（受强制换羽影响）；投资者对行业的信心受到打击；2) 行业周期较短，对本轮行情的可持续性的担忧。

单纯的依靠产品价格炒作股价的时代已经过去，业绩和估值才是核心。从供给受限程度、周期来看，19 年行业将大概率维持高景气，上市公司的业绩将进一步兑现。

图 9：2018 年下半年股价和产品价格背离（截止至 2018 年 12 月 28 日）

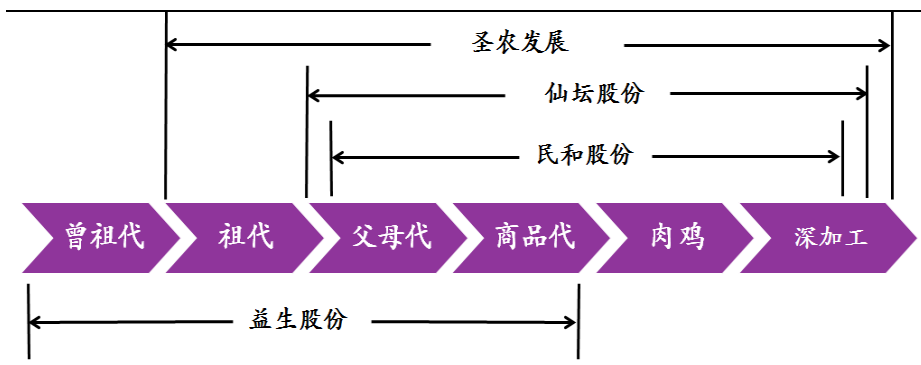


资料来源：wind，光大证券研究所整理

2.5、主要上市公司

当前 A 股禽养殖行业主要有四家上市公司：益生股份、圣农发展、民和股份和仙坛股份。四家公司的产业布局重点及优势环节有所区别。其中益生股份主要发展祖代、父母代，民和股份在商品代优势明显，圣农发展则在产业链上下游均有所布局，但主要侧重肉鸡环节。仙坛股份则在商品代和肉鸡环节有所布局。从趋势上来看，为了提高规模效益及生产效率，四家公司均积极向产业链上下游发展，努力实现全产业链覆盖。

图 10：白羽肉鸡行业主要上市公司核心优势环节



资料来源：各上市公司公告、光大证券研究所绘制

由于本轮景气周期自上而下贯穿行业每个环节，故全产业链公司将有更大的业绩增厚空间，重点推荐：仙坛股份、圣农发展。同时上游企业亦有较高弹性，重点推荐：益生股份、民和股份。

表 1：禽链相关上市公司盈利预测及估值

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
002299.SZ	圣农发展	205	16.54	0.25	1.04	1.26	65	16	13
002746.SZ	仙坛股份	42	13.68	0.33	1.24	1.40	41	11	10
002234.SZ	民和股份	35	11.45	-0.96	1.00	1.17	--	11	10
002458.SZ	益生股份	48	14.35	-0.92	1.13	1.29	--	13	11
平均							53	13	11

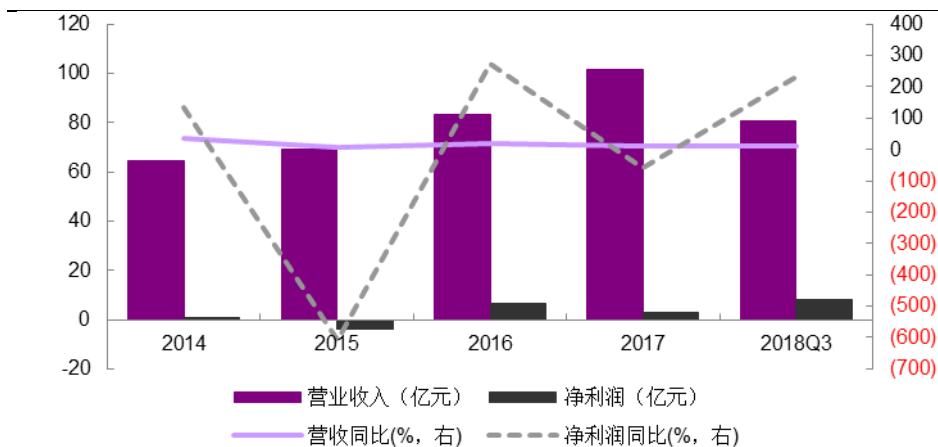
资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

注：以上公司 18、19 年 EPS 为光大证券研究所预测

2.5.1、圣农股份 (002299.SZ)：一体化白羽肉鸡龙头

圣农发展是集饲料加工、祖代与父母代种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、屠宰加工与销售、熟食加工与销售为一体的全国最大全产业链肉鸡饲养加工企业，也是国内商品代鸡产量最大企业。

图 11：圣农发展营业收入及利润状况



资料来源：wind

公司的主要的竞争优势是拥有自繁自养自宰一体化的产业链，公司的产业链从下游的熟食加工、肉鸡屠宰加工纵向延伸至上游祖代种鸡养殖，现代化程度高、产业链完整。一体化的产业链使公司在成本控制、疫病防控、产品“优质、可控、可靠、可追溯”、规模化经营、供货稳定等方面拥有明显的竞争优势。同时，基于特殊的地域环境约束、资金约束和人才约束、管理体系以及运营系统等多方面的原因，同行业其他公司难以简单模仿。

一体化经营模式、30 多年来的专业经营管理经验、良好的自然环境，保证了公司鸡肉产品的优良品质，赢得了众多优质客户的青睐。公司是肯德基、麦当劳的长期合作伙伴，是 2008 年北京奥林匹克运动会、2010 年上海世博会、2011 年深圳大运会、2015 年福州青运会、2016 年杭州 G20 峰会、2017 年厦门金砖会议的鸡肉原料供应商。

图 12：圣农产业链示意图



资料来源：公司官网

公司整合了“圣农鲜美味”及“圣农食品”，公司产业链延伸至下游消费终端：

1) 公司从2015年起开拓自有渠道“圣农鲜美味”，以轻资产（零投资）的形式向终端消费者直接销售冰鲜鸡肉产品。公司计划在长江以南的11个省，1000个县，以农村包围城市的形式，开设1400家“圣农鲜美味”旗舰店、20000家“圣农鲜美味”专营店，打通渠道最后一公里。

2) 2017年10月底圣农食品100%股权成功注入公司，推动其产业链从上游的养殖、屠宰延伸至肉制品深加工领域，丰富了产品品类。增强公司对上下游市场波动的抗风险能力，有效提升公司的盈利能力和综合竞争力。

圣农食品2017-2019年的业绩承诺分别为1.56、1.96和2.40亿元，其中17年业绩已超额完成（实际利润为2.2亿），预计18-19年业绩承诺大概率兑现。

圣农食品规模快速扩张。圣农食品原有5个生产基地，年设计产能约为16万吨。2017年底熟食品加工六厂竣工投产，圣农食品产能进一步提升至22万吨，该部分产能将从2018年开始陆续释放。

图 13：圣农食品营业收入



资料来源：wind

图 14：圣农食品净利润



资料来源：wind

行业景气度向上，全产业链公司业绩兑现性强，我们预计公司将迎来黄金上升期。

(1) 鸡肉业务方面：公司产能正在稳步扩张，预计公司18-20年屠宰量分别为4.6亿羽、5亿羽和5.3亿羽。同时由于上游供给收缩，禽链高景气度延续，我们预计公司鸡肉产品价格分别为9.3元/公斤、9.7元/公斤和9.4元/公斤。同时近年来由于精细化管理，公司养殖成本快速下降，目前已处于相对低位，预计短期内将维持当前水平。

(2) 肉制品方面：圣农食品新建产能逐步释放，同时积极开拓渠道。我们预计18-20年公司肉制品收入增速维持在20%左右。由于原材料成本上升可向下游消费端转移，故预计其毛利率亦维持在25%左右。

表 2：圣农股份业务拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
鸡肉					
屠宰量 (亿羽)	3.85	4.57	4.60	5.00	5.30
收入 (亿元)	79.89	75.62	84.70	96.03	98.64
毛利率(%)	11.95	6.49	16.67	20.10	17.55
肉制品					
收入 (亿元)		21.67	26.00	31.20	37.45
毛利率(%)		25.35	25.00	25.00	25.00
其他业务					
收入 (亿元)	3.51	4.30	4.95	5.69	6.54
毛利率(%)	25.47	15.23	15.00	15.00	15.00
合计					
收入 (亿元)	83.40	101.59	115.65	132.92	142.63
毛利率(%)	12.52	10.89	18.47	21.03	19.39

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入为 115.65 亿元、132.92 亿元和 142.63 亿元，同比增长 13.84%、14.93%和 7.30%，实现归母净利润分别为 12.94 亿元、15.62 亿元和 16.47 亿元，同比增速分别为 310.54%、20.74%和 5.45%。

肉鸡一体化养殖龙头，迎来黄金盈利期。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.04 元、1.26 元和 1.33 元，当前股价对应 19 年 PE 仅 13 倍。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能发展不及预期，产品价格上涨缓慢。

表 3：圣农发展业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,340	10,159	11,565	13,292	14,263
营业收入增长率	20.18%	21.80%	13.84%	14.93%	7.30%
净利润 (百万元)	679	315	1,294	1,562	1,647
净利润增长率	-275.03%	-53.58%	310.54%	20.74%	5.45%
EPS (元)	0.55	0.25	1.04	1.26	1.33
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.49%	5.04%	17.15%	17.92%	16.64%
P/E	30	65	16	13	12
P/B	3.5	3.3	2.7	2.4	2.1

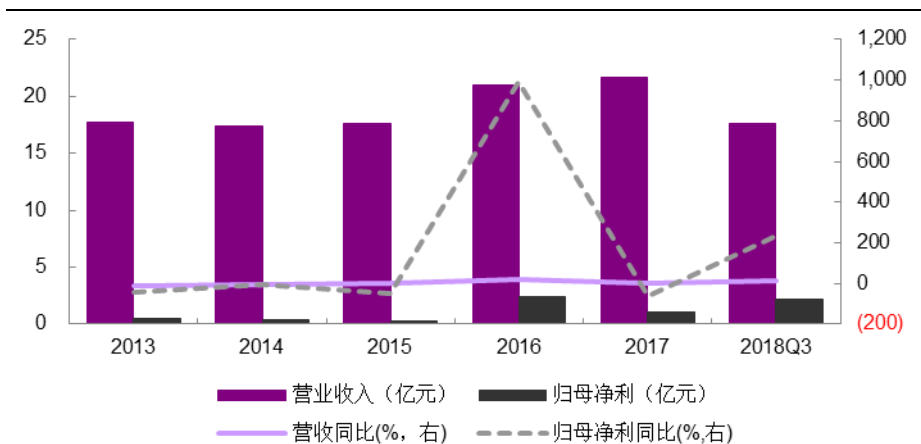
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

2.5.2、仙坛股份 (002746.SZ)：一体化养殖雏形已现

公司已形成涵盖父母代肉种鸡养殖、雏鸡孵化、饲料生产、商品代肉鸡养殖、肉鸡屠宰与加工的完整产业链模式。公司主要产品是商品代肉鸡及鸡肉产品，其中鸡肉产品主要以分割冻鸡肉产品的形式销售。

2013 年以来，公司营业收入大体上呈现增长趋势，由于行业的周期属性，利润率变化波动较大。2018 年前三季度，公司营业收入已达到 17.6 亿元，同比增长 12.42%，利润总额 2.3 亿元，同比增长 249.02%。

图 15: 仙坛股份发展营业收入及利润状况

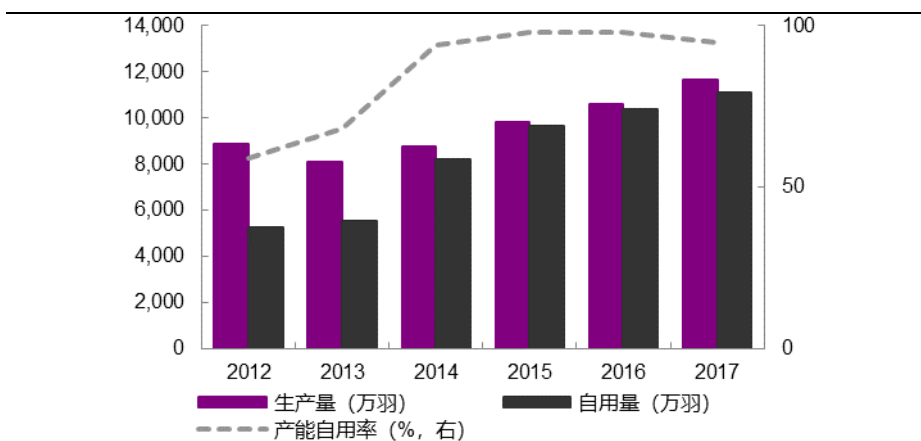


资料来源: wind

“九统一”管理下“公司+基地+农场”商品代肉鸡合作养殖模式。公司商品代肉鸡养殖业务由自有养殖场和合作养殖场两类养殖基地实施。公司自有养殖场和合作养殖场出栏商品代肉鸡大部分供应仙坛食品，经屠宰加工形成冻品鸡肉产品对外销售，剩余的少部分商品代肉鸡主要通过个人中间商或由公司直接销售给其他屠宰加工企业。

公司早期屠宰量较低，自用率较低，2014年3月公司IPO项目“生鸡屠宰加工厂建设项目”投产，自用量于当年实现突破性上升，屠宰产能和自用需求基本可以实现完全匹配。2014-2017年产能自用率一直持续在95%左右。2017年公司商品代肉鸡生产量为1.16亿羽，自用量为1.11亿羽，产能自用率达95%。

图 16: 仙坛股份内部产能与自用匹配情况



资料来源: 公司公告

向熟食市场发展，构建一体化。公司于2015年通过非公开发行项目向下游熟食市场发展。该项目计划于2018年年底完成，投产后将为公司新增年加工鸡类熟食制品4.2万吨。此次熟食加工项目将提高市场应对能力和风险抵御能力，稳固和提升公司优质肉鸡和高品质绿色鸡肉产品供应商的市场地位，增强公司盈利能力。

受益于行业景气度上行，及公司产能稳步拓展，公司产品有望实现量价齐升。我们预计公司2018-2020年的肉鸡出栏量分别为1.22亿羽、1.28亿

羽和 1.35 亿羽,其中自用率维持在 96%。价格方面,预计公司鸡肉产品 18-20 年的价格分别约为 9100 元/吨、9600 元/吨、9700 元/吨。

表 4: 仙坛股份核心业务拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
出栏量(万羽)	10,614	11,649	12,231	12,843	13,485
自用率(%)	97.76	95.13	96.00	96.00	96.00
鸡肉产品					
收入(亿元)	19.88	20.06	25.43	28.17	29.89
同比(%)	18.97	0.91	26.78	10.77	6.09
毛利率(%)	14.31	5.23	14.57	16.59	17.45
商品代肉鸡					
收入(亿元)	0.48	1.04	0.98	1.18	1.13
同比(%)	54.84	116.67	-5.91	20.75	-4.13
毛利率(%)	14.23	4.51	11.00	23.04	16.67
营业收入合计					
收入(亿元)	20.96	21.64	26.98	29.97	31.69
同比(%)	19.36	3.24	24.66	11.09	5.75
毛利率(%)	15.65	6.28	15.15	17.51	18.05

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

综合来看,我们预计公司 2018-2020 年营业收入分别为 26.98 亿元、29.97 亿元和 31.69 亿元,同比增速分别为 24.66%、11.09%和 5.75%; 2018-2020 年实现归母净利润分别为 3.84 亿元、4.34 亿元和 4.96 亿元,同比增速为 276.99%、12.95%、14.21%。

受益于行业景气度提升,公司盈利将大幅改善。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.24 元、1.40 元和 1.60 元,公司当前股价对应 19 年 PE 仅 10 倍。看好公司,首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示: 产品价格上涨不及预期,屠宰数量不及预期。

表 5: 仙坛股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,095	2,164	2,698	2,997	3,169
营业收入增长率	19.32%	3.29%	24.66%	11.09%	5.75%
净利润(百万元)	246	102	384	434	496
净利润增长率	988.41%	-58.47%	276.99%	12.95%	14.21%
EPS(元)	0.79	0.33	1.24	1.40	1.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.96%	4.81%	15.82%	15.79%	15.92%
P/E	17	41	11	10	9
P/B	2.1	2.0	1.7	1.5	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 12 月 28 日

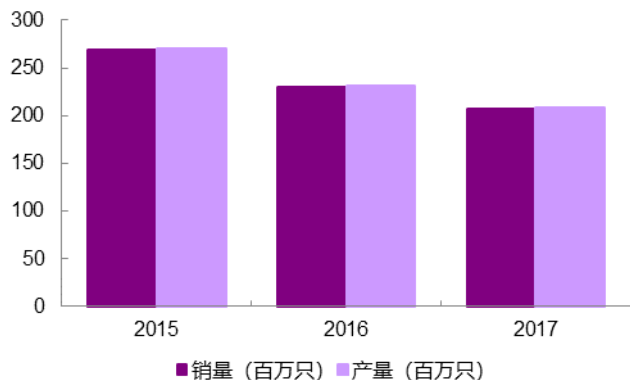
2.5.3、益生股份(002458.SZ):种鸡龙头企业

益生股份是中国最大的祖代白羽肉种鸡养殖企业,是唯一拥有曾祖代肉种鸡的企业。主营业务包括祖代种鸡的引进与饲养、父母代种雏鸡的生产与销售、商品肉雏鸡的生产与销售、饲料的生产、种猪和商品猪的饲养和销售、奶牛的饲养与牛奶销售、SPF 蛋的生产与销售及有机肥的生产与销售。

2015 年后由于行业产能过剩,公司开始自主调节产能,每年产量平稳下降,但产销率维持在 99%以上,产销量维持均衡。当前营业收入主要来源

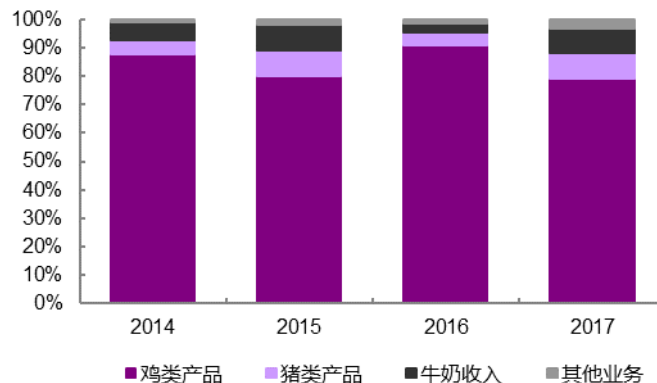
于鸡类产品，2014-2017 年占公司营业收入额分别为 87.80%、80.18%、91.09%、79.34%。由于 2017 年，种鸡价格大幅下跌，导致公司鸡类产品销售收入占比大幅下降。经过长达 3 年的产能调整，18 年行业逐步走进向上周期。2018 年以来白羽肉鸡价格呈快速上涨趋势，尤其是 2018 年四季度禽链价格不断创历史新高。预计公司 2018 年业绩预期有望进一步上修，同时 19 年行业继续维持高景气度，公司业绩有望维持高增长。

图 17: 公司产销量状况



资料来源: wind

图 18: 公司营业收入构成



资料来源: wind

公司是国内唯一拥有曾祖代白羽肉种鸡的企业，2016 年 11 月起，公司从法国哈伯德公司开始进口哈伯德曾祖代白羽肉种鸡，所产出的祖代白羽肉种鸡，现在已经实现达产。在市场祖代白羽肉种鸡紧缺的情况下，公司可以用自产祖代鸡的供应，并严格执行自养祖代肉种鸡和父母代肉种鸡不换羽程序，确保种源的净化和健康，使得产品供应量及质量得到双保障，对公司的主营产品父母代肉种鸡雏鸡和商品代肉雏鸡供应出现较大利好。

我们预计公司 18-20 年盈利将持续增长，具体业务拆分及假设如下：

- 1) 禽：受益于行业景气度提升，公司将迎来量价齐升。我们预计 2018-2020 年公司出栏父母代鸡苗 800 万套、1000 万套、1200 万套，出栏商品代鸡苗 2.8 亿羽、3 亿羽、3 亿羽。
- 2) 牛奶：该项业务规模较小，且发展稳定。我们预计公司 18-20 年收入同比增速均在 10% 左右，毛利率稳定在 32%。
- 3) 猪：业务体量较小，但受益于猪周期或提前见底，其收入和毛利率将有所提升。预计其 18-20 年的收入增速分别为 5%、10% 和 10%，毛利率分别为 10%、15%、15%。

表 6：益生股份核心业务拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
禽					
销量(万羽)	26,879.17	20,722.46	28,800.00	31,000.00	31,200.00
收入(亿元)	14.67	5.21	12.96	14.57	14.04
同比(%)	202.47	-64.49	148.75	12.42	-3.64
毛利率(%)	47.05		31.82	35.87	36.96
牛奶					
收入(亿元)	0.52	0.55	0.61	0.67	0.73
同比(%)	-5.45	5.77	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	31.79	32.11	32.00	32.00	32.00
猪					
收入(亿元)	0.67	0.59	0.62	0.68	0.75
同比(%)	26.42	-11.94	5.00	10.00	10.00
毛利率(%)	18.78	13.55	10.00	15.00	15.00
合计					
收入(亿元)	16.11	6.56	14.42	16.18	15.81
同比(%)	166.62	-59.26	119.75	12.18	-2.29
毛利率(%)	44.91	-12.50	32.22	35.39	32.94

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2018-2020 年可实现营业收入 14.42 亿元、16.18 亿元和 15.81 亿元，同比增长 119.75%、12.18%和-2.29%，实现归母净利润分别为 3.80 亿元、4.35 亿元和 4.03 亿元，同比增长-222.32%、14.49%和-7.24%。

种鸡养殖龙头企业，受益于行业景气度提升。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.13 元、1.29 元和 1.20 元，公司当前股价对应 19 年 PE 仅 12 倍。看好公司，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：引种数量不及预期，产品价格不及预期。

表 7：益生股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,611	656	1,442	1,618	1,581
营业收入增长率	166.62%	-59.26%	119.75%	12.18%	-2.29%
净利润(百万元)	562	-310	380	435	403
净利润增长率	-240.32%	-155.21%	-222.32%	14.49%	-7.24%
EPS(元)	1.67	-0.92	1.13	1.29	1.20
ROE(归属母公司)(摊薄)	38.20%	-25.60%	23.85%	21.45%	16.59%
P/E	9	-17	14	12	13
P/B	3.5	4.3	3.2	2.5	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

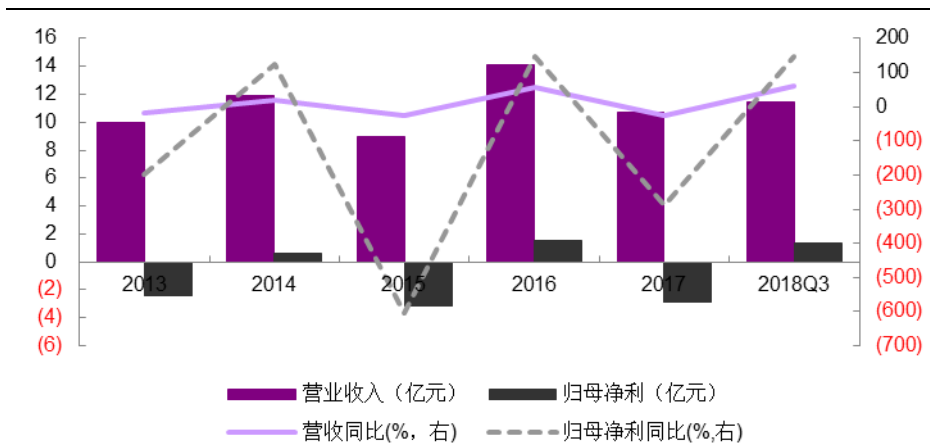
2.5.4、民和股份(002234.SZ)：父母代肉种鸡最大企业

公司是中国最大的父母代笼养种鸡养殖企业，30 多年来一直致力于父母代肉种鸡饲养和商品代肉鸡苗的生产，公司在肉鸡的繁育与推广方面具有行业领先的技术和成熟的经验。公司主要业务包括父母代肉种鸡的饲养、商品代肉鸡苗的生产与销售；商品代肉鸡的饲养与屠宰加工；饲料、鸡肉制品的生产与销售；利用鸡粪进行沼气发电，并利用沼气发电的副产品开展有机肥的生产与销售。公司已形成了以父母代肉种鸡饲养、商品代肉鸡苗生产销售、

肉鸡饲养、屠宰加工、饲料生产与禽畜养殖废弃物综合利用相结合的经营模式。形成了“鸡—肥—沼—电—生物质”的循环经济业务链。

2017 年公司实现营业收入 10.7 亿元，同比下降 24.22%；归属于上市公司股东的净利润-2.9 亿元，同比下降 288.93%。公司业绩亏损主要原因是，17 年鸡苗价格低迷，公司主营产品雏鸡售价大幅下降，收入减少，毛利下降。随着父母代鸡苗价格的触底反弹，公司业绩开始大幅好转，2018 年前三季度净利润同比增长 148.03%。

图 19：民和股份营业收入及利润状况



资料来源：wind

公司产能状况：目前，民和股份拥有 28 处种鸡养殖场、6 处商品代肉鸡饲养场、5 处孵化厂、1 处肉鸡加工厂（现代化肉鸡宰杀生产线 1 条）、1 处饲料生产基地、以及 1 处沼气发电厂；形成了父母代种鸡可存栏量 230 万套、鸡苗年产能 2 亿多只、商品代肉鸡年出栏 2000 多万只、年屠宰加工肉鸡 6 万多吨、年产饲料 40 万吨的生产能力。年粪污沼气发电 2000 多万度，年产固态生物有机肥 5 万吨、有机水溶肥 16 万吨（其中新壮态植物生长促进液 6 万吨，新壮态冲施肥 10 万吨）。

大力发展循环经济。公司具有民和特色的“鸡—肥—沼—电（气）—生物质”的循环经济发展模式，形成了以父母代肉种鸡饲养和商品代肉鸡苗生产销售为核心，肉鸡养殖、屠宰加工与生物科技相结合的较为完整的循环经济业务链；利用养殖产生的鸡粪经厌氧发酵处理产生的沼气发电或提纯压缩为生物燃气，可替代汽油等化石燃料，开发清洁能源、改善我国能源结构；利用发酵后产生的沼渣和沼液生产生物有机肥和有机液体营养液，改善土壤环境，创建了以生物产业为中心的新型工业化农业。

图 20：民和股份循环经济发展模式



资料来源：民和股份官网

积极延长产业链，向下游深加工领域发展。2018年6月，公司发布了非公开发行预案，拟募集5.3亿元，用于拓展食品加工能力。项目建设期为2年左右，建成后，将形成年生产熟食制品3万吨、年生产肉制品3万吨的生产能力。目前证监会已受理该项目。若募投项目完成，公司业务将进一步完善升级，一体化经营优势更加完善。

受益于行业景气度向上，公司迎来业绩拐点。

1) 雏鸡方面：我们预计公司2018-2020年出栏鸡苗数量分别为2.6亿羽、2.8亿羽和2.8亿羽，平均售价分别为3.8元/羽、4元/羽和3.8元/羽。

2) 鸡肉制品方面：公司制品业务发展稳健，我们预计公司2018-2020年该项业务收入增速维持在5%左右，毛利率分别为8%、8%和5%。

表 8：民和股份核心业务收入拆分及假设

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
雏鸡					
销量(万羽)	22000	24332	26000	28000	28000
收入(亿元)	7.51	3.97	9.88	11.20	10.64
同比(%)	158.08	-47.14	148.87	13.36	-5.00
毛利率(%)	48.07		53.42	55.75	53.42
鸡肉制品					
收入(亿元)	5.59	5.80	6.09	6.39	6.71
同比(%)	11.80	3.76	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	8.16	4.94	8.00	8.00	5.00
总收入					
收入(亿元)	14.09	10.67	16.92	18.60	18.40
同比(%)	56.38	-24.27	58.53	9.88	-1.03
毛利率(%)	30.87	-1.03	34.44	36.69	33.01

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综合来看，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 16.92 亿元、18.60 亿元和 18.40 亿元，同比增长分别为 58.53%、9.88%和-1.03%；实现归母净利润分别为：3.02 亿元、3.55 亿元和 3.32 亿元，同比增长分别为：-203.84%、17.54%和-6.30%。

受益于白羽肉鸡行业景气度提升，公司盈利将大幅改善。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.17 元和 1.10 元。看好公司发展前景，公司当前股价对应 19 年 PE 仅 10 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：鸡苗价格不及预期风险，定增进展不及预期风险。

表 9：民和股份业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,409	1,068	1,692	1,860	1,840
营业收入增长率	56.38%	-24.22%	58.53%	9.88%	-1.03%
净利润（百万元）	154	-291	302	355	332
净利润增长率	-148.74%	-288.93%	-203.84%	17.54%	-6.30%
EPS（元）	0.51	-0.96	1.00	1.17	1.10
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.92%	-39.27%	28.97%	25.40%	19.22%
P/E	23	-12	12	10	11
P/B	3.4	4.7	3.4	2.5	2.0

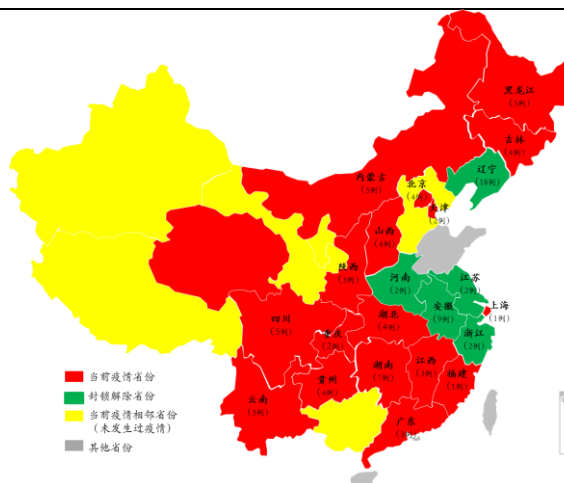
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

3、猪：非洲猪瘟推动提前见底

3.1、疫情不断发酵

截止至 2018 年 12 月 28 日，全国共发生 98 例（其中解封 60 例），感染省份达 19 省 4 市。

图 21：我国非洲猪瘟疫情分布（截止至 2018 年 12 月 28 日）



资料来源：农业农村部，光大证券研究所整理

从疫情传播情况来看，呈现以下几个特征：

- 1) 点状发展、中小养殖场为主：截止至 2018 年 12 月 28 日，全国共有 98 例非洲猪瘟发生，疫点分布较分散。但疫情主要发生在养殖规模在千头以下的中小养殖户，由于其防控体系较为薄弱。
- 2) 从产区向销区发展、从南向北传播。从第一起疫情从沈阳发生起，其迅速在全国蔓延。当前除山东外，其余主产区均已发生疫情，且逐步南下。

3) 部分地区已解禁，但形式依然严峻，且疫情容易反复。

3.2、疫情易反复，难根除

非洲猪瘟又称非洲猪瘟疫、疣猪病，是由非洲猪瘟病毒（ASFV）引起的猪的一种急性、热性、高度接触性传染病，所有品种和日龄的猪均可感染，家猪高度易感。非洲猪瘟的发病率通常在 40%-85%之间，死亡率因感染的毒株不同而有所差异。

各国与非洲猪瘟疫情之间的对抗已有近百年。目前非洲猪瘟主要集中在东欧、非洲和亚洲。截至 18 年 10 月 29 日，全球有 37 个国家和地区向 OIE 报告发生非洲猪瘟疫情，其中 13 个国家已经根除。2018 年新发生疫情的国家包括匈牙利（4 月）、保加利亚（8 月）、中国（8 月）、比利时（9 月）。

从全球经验来看，非洲猪瘟很难在短时间内扑灭，攻克 ASF 是一场持久战。巴西和海地各历经 6 年时间（1978-1985），葡萄牙（1960-1993）用了 33 年，西班牙（1960-1995）35 年才彻底根除 ASF。

尽管非洲猪瘟不是人畜共患病、不感染人，但该病的病死率可达 100%，而目前国际上还没有安全可靠的疫苗和预防用药。所以，世界动物卫生组织倡议“一旦发现疫情，扑杀并无害化处理以防止病原扩散是最有效的控制手段。”虽然已有 13 个国家根除了 ASF，但大部分付出了较大经济代价。

表 10：部分国家非洲猪瘟情况

	疫情开始时间	是否已根除	情况简介
巴西	1978 年	是（1984 年）	1978 年至 1979 年一共发生 224 起 ASF 疫情，屠宰 6.7 万只，所有 ASF 疫情都通过扑杀和焚烧消除。 1980 年，总统令发布了非洲猪瘟根除计划，首先开始的是南方区域，该区域面积 57.8 万平方米，生猪养殖户数量占巴西全国的 44.65%，大约存栏 1526 万只猪，占据了全国猪肉产量的 73%。其次是东南区域，最后是其他养殖区域。1984 年 12 月，巴西重新获得 OIE 无疫认证。
西班牙	1960 年	是（1995 年）	1985 年之前，西班牙仅采取扑杀阳性猪群和进行消毒处理等措施控制该病。之后，西班牙颁布了非洲猪瘟根除计划，通过及时准确的监测和严格有效的封锁、扑杀等措施，在根除计划颁布 10 年后成功根除了该病。
葡萄牙	1957 年	是（1993 年）	1957 年首次出现，并迅速得到控制。1960 年再次出现，并迅速传播，直至与西班牙共同实施根除计划，于 1993 年左右根除。
马耳他	1978 年	是（1980 年）	到 1979 年全国所有猪均被扑杀。1980 年才开始重新饲养。
海地	1979 年	是（1984 年）	1981 年开始实施非洲猪瘟(ASF)根除及补栏计划，当时全国喂养了约 120 万头猪，其中 80 万头猪由于感染病毒而死，剩余的 40 万头猪被扑杀。
俄罗斯	2007 年	否	俄罗斯联邦相关部门报告称，2007 年~2017 年，全国爆发过 1000 多次非洲猪瘟疫情，导致大约 80 万头猪死亡。庭院式家猪养殖的规模减少了一半，从 2007 年的 1119 吨猪肉下降到 2017 年的 608 吨。
罗马尼亚	2017 年	否	截止至 18 年 9 月初，境内 11 个县（省）的 190 个地方爆发非洲猪瘟 826 起，约有 16 万只猪感染被屠杀或被烧毁。

资料来源：《非洲猪瘟的流行历史与现状》（作者：张永强、吴晓东等）、《非洲猪瘟全球流行情况及传入我国的风险分析》（作者：李勇生、贺奋义等）、《全球非洲猪瘟流行情况及对我国的威胁》（作者：孙洪涛、彭程等）

3.3、防控不断升级，政策逐步优化

我国对非洲猪瘟早有预防。2012 年我国就已出台文件将 ASF 作为 13 种重点防范的外来动物疫病之一，并在 2015 年推出了具备实际操作意义的《非洲猪瘟防治技术规范（试行）》。非洲猪瘟发生后，农业部迅速启动应急响应，对疫区采取封锁、扑杀、无害化处理、消毒等处置措施，重点管控生猪调运环节，监管政策不断加码。

一、疫区/疫点防控：全面扑杀

1) 疫点：无害化处理疫点内所有猪只及其产品，并全面消毒。（全面扑杀）

2) 疫区：疫点边缘外延 3 公里为疫区。对生猪养殖场（户）等场所进行严格消毒，并根据检测和调查结果确定和实施扑杀。

对于疫点和疫区禁止易感动物出入和相关产品调出，对强制扑杀的生猪按照 800-1200 元/头补贴，6 周后验收合格后解除封锁，并至少空栏 6 个月。

二、流通领域防控：

分为两个阶段，逐渐走向合理化：

1) 初始阶段（2018 年 12 月 27 日前）：“一刀切式”的防控，疫区及相邻省份生猪跨省调运均禁止，全国生猪流通基本停滞。同时发生 2 例（非同一县/市）及以上的疫区，生猪产品调运亦受限。

2) 调整后阶段（2018 年 12 月 27 日后）：2018 年 12 月 27 日晚农业部发布《农业农村部关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》，根据最新政策疫区防控为重点，疫区所在的县（含县级市、区）暂停生猪及生猪产品调出本县，疫区所在的省（含自治区、直辖市）暂停生猪调出本省。取消疫区相邻省份等划分。同时猪肉产品、种猪及 30 公斤以下仔猪等禁运范围均大幅收窄。

表 11：生猪及其产品调运监管政策对比

	2018 年 12 月 27 日前	2018 年 12 月 27 日后
肥猪	1、疫区：发生疫情的县（市、区）、市（地）、省，暂停生猪调出本县、本市、本省，关闭省内所有生猪交易市场。有 2 个以上（含 2 个）县发生疫情的市，暂停该市所辖各县生猪调出本县。有 2 个以上（含 2 个）市发生疫情的省，暂停该省所辖各市生猪调出本市。 2、疫区相邻省份：暂停生猪跨省调运，暂时关闭省内所有生猪交易市场。暂停时间从任一相邻省份发生疫情至全部相邻省份疫情解除前。	1、疫区所在的县（含县级市、区）暂停生猪及生猪产品调出本县，疫区所在的省（含自治区、直辖市）暂停生猪调出本省。 2、疫区所在县内的生猪养殖企业符合条件的，可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运，具体办法由各省规定。 3、取消疫区相邻省份概念
生猪产品	有 1 起疫情的县，暂停该县生猪产品调出该县所在市，暂停该市所辖其余各县生猪产品调出本省；有 2 起以上（含 2 起）疫情的县，暂停该县生猪产品调出本县，暂停该县所在市所辖其余各县生猪产品调出本市。有 2 个以上（含 2 个）县发生疫情的市，暂停该市所辖县生猪产品调出本市。有 2 个以上（含 2 个）市发生疫情的省，暂停该省所辖市生猪产品调出本省。	疫区所在县符合条件的屠宰企业，其生猪产品经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可在本省范围内调运。
仔猪	同肥猪	疫区所在县的种猪、商品仔猪（重量在 30 公斤及 30 公斤以下且用于育肥的生猪）经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可在本省范围内调运。疫区所在县以外的种猪、商品仔猪经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可调出本省。
种猪	疫区所在省的种猪，经实验室非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，方可调出本省	

资料来源：光大证券研究所整理

自非洲猪瘟发生以来，以省为单位的禁运，地区隔离明显，但与此同时其不合理性逐渐暴露：一是产区生猪无法外运，造成主产区大猪持续压栏、并伴随不同程度的去产能，若禁运长期持续，可能会导致后续猪价快速失控以及养殖户持续亏损。二是禁运范围过大，相邻未发生疫情的市区等亦受影响，其影响被扩大。

此次政策放松后：1) 短期来看：有利于产区生猪出栏消化，区域间的供需矛盾有所缓和。北方主产区价格将稍微反弹，而南方主销区则小幅下跌，南北价差将缩小。2) 中长期看：预期后期政策会进一步优化，划区防疫可能是更优选择。政策只会推迟或提前周期，但不会改变周期。猪瘟仍是本轮周期第一推动力。

3.4、短期影响：流通受阻，价格分化

由于自然资源、气候等因素，我国生猪产能和消费分布并不完全匹配，省际间生猪调运是协调产销需求的主要方式。根据芝华数据，2016 年我国省际之间调运猪肉 1260 万吨，占全国产量的 24%，其中调出省份 13 个，主要集中于华中、华北和东北地区，调入省份 18 个，分布于华东、西南和华南地区。

图 22：非洲猪瘟前，全国生猪调运流向

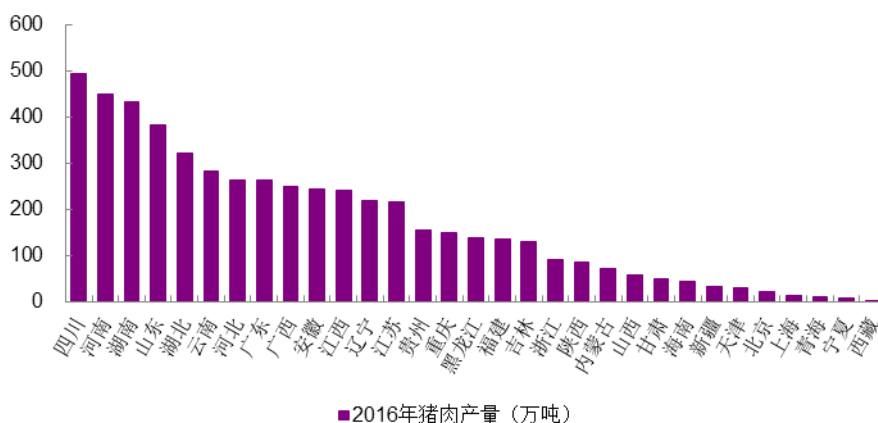


资料来源：芝华数据

生猪主要调出区与主产区分布重合度高。2016 年共有 13 个猪肉调出省份，分别为河南、山东、湖南、湖北、河北、江西、安徽、辽宁、广西、吉林、黑龙江、陕西、山西，该 13 个省总产量 3225 万吨，总调出量约为 1260 万吨。另川渝虽为养猪大省，调出量相对较小主要是因为其存栏量大的同时人口密度亦大，主要用于内部消耗。

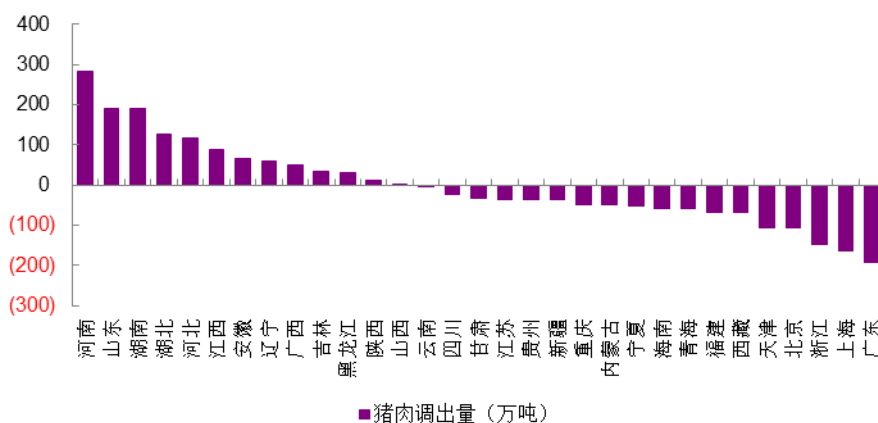
三大主销区：京津、长三角、珠三角等则存在较大供需缺口，是猪肉调入大省。2016 年这些经济圈有代表性省份的猪肉供需缺口量分别约为：上海 160 万吨、广东 190 万吨、浙江 150 万吨、北京 110 万吨。

图 23: 2016 年各省猪肉产量



资料来源: wind

图 24: 2016 年各省猪肉调运量

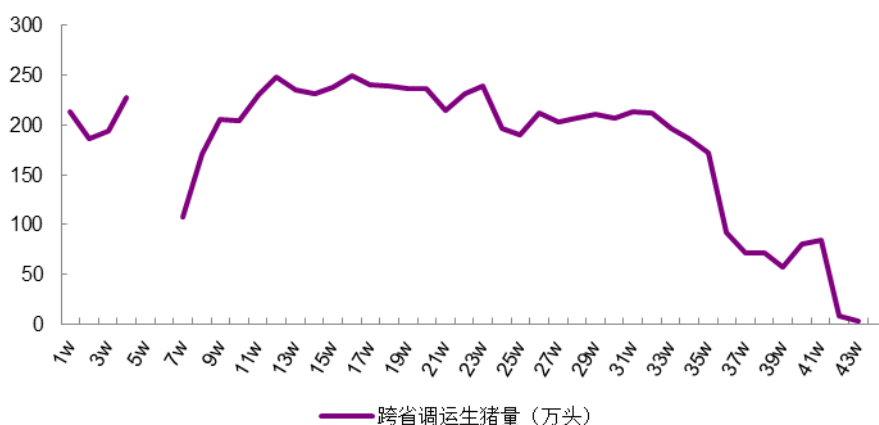


资料来源: 芝华数据

疫情发生后, 根据原有政策规定, 不但疫区所在省份停止生猪交易, 疫区相邻省份亦停止跨省调运, 而若疫区发生两例以上疫情, 则猪肉产品亦不能调运。目前 ASF 已传播至 19 省 4 市, 涉及东北、华北、华中、华东、西南地区。在政策调整前全国的活猪跨省调运已基本停止, 占据全国 92% 的产能均已禁止跨省调运, 仅剩山东、海南可跨省调运。政策变化后, 辽宁、河南、江苏、浙江、河北、安徽、云南、陕西、宁夏、新疆、西藏等省份恢复生猪跨省调运。

受原有禁止跨省调运政策影响, 生猪跨省调运大幅下降。农业农村部数据显示, 2018 年 9-11 月全国生猪跨省禁运环比分别为 -59.9%、-43.1% 和 -90.9%。随着禁运政策的放松, 预计后期生猪跨省调运量将有所回升。

图 25：2018 年我国每周生猪跨省调运量



资料来源：农业农村部

在疫情之前，猪肉由低价区调运至高价区，区域猪价差相对稳定。而非瘟发生后，活猪省际间流通基本停止，导致产区供给过剩，销区则供不应求，产销区区域价差快速拉大。以辽宁、浙江为例，2018 年 10 月下旬两地差价达 10 元/公斤。随着更多疫区的解封，生猪产品流通有所好转，大部分地区猪价逐渐趋稳。当前辽宁和浙江的差价已缩小至 7 元/公斤。

2018 年 12 月 28 日禁运政策放松后，有利于生猪的流通，尤其是猪产品流通的限制大幅放松，短期来看将有利于区域间价差缩小，北方产区对外调出增加，价格将有所回升，而南方主销区则供给增加，价格将有所回落。

当前来看，虽然我国对疫情防控较为及时，但短时间内根除难度较大，虽然现阶段政策有所优化，但严格防控依然任务艰巨，疫区防控将长期存在，故而区域间价格差将长期存在，只是较之前将有所缩小。

3.5、中长期影响：产能加速去化

3.5.1、产能加速去化：扑杀+禁止泔水喂养

虽然目前尚不清楚非洲猪瘟传入我国的原因，但根据国外经验及防控需求，泔水猪将是疫情传播的重要途径。用泔水喂养的猪发病率比正常饲养的猪高 30%到 50%，国外有专家对 2008 至 2012 年查明的 219 起非洲猪瘟疫情进行分析，发现 45.6%的疫情系饲喂餐厨剩余物引起。在我国发生的前 21 起非洲猪瘟疫情中，有 62%的疫情与饲喂餐厨剩余物有关。在疫情发生后，农业农村部发布的 64 号公告要求“已发生非洲猪瘟疫情的省份及其周边省份的养殖场（户），不得使用泔水饲喂生猪；其他省份的养殖场（户），不得使用未经高温处理的泔水饲喂生猪”。

表 12: 部分地区关于“泔水喂猪”的规定

省份	文件	内容
江苏	《江苏省餐厨废弃物管理办法》	使用未经无害化处理的餐厨废弃物喂养畜禽的,由县级以上地方人民政府农业主管部门责令停止违法行为;情节严重的,对单位处1万元以上3万元以下罚款;对个人处200元以上1000元以下罚款。
辽宁	《关于对加强泔水管理工作进行宣传 and 案件查处的通知》	要求辽宁全省各地、各有关部门加大泔水(含餐厨垃圾)管理工作宣传和案件查处力度,严禁养殖户用泔水饲养生猪行为。
安徽	《禁止泔水喂猪明白纸》	积极配合省防控非洲猪瘟等重大动物疫病指挥部开展的“环境清洁、消毒灭源和禁止泔水喂猪”大行动,坚决做到不用泔水喂猪。对不听劝阻,仍使用泔水喂猪,引发非洲猪瘟疫情或因此造成疫情传播蔓延的养殖场(户),将不享受扑杀补助、不享受产业支持政策,并依据《中华人民共和国动物防疫法》等法律法规进行处罚。

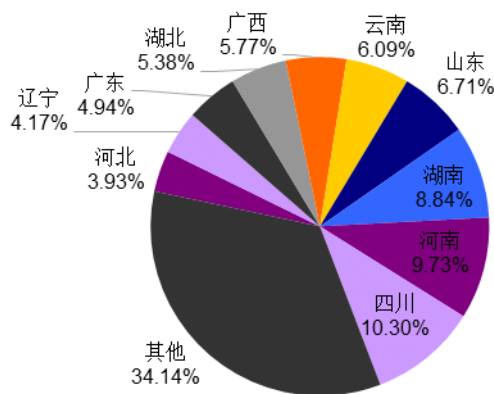
资料来源: 各省人民政府网站, 光大证券研究所整理

在我国用泔水喂猪主要存在与小养殖户和散户, 我们预计全国泔水猪比重至少在 5% 以上。全面禁止泔水喂猪, 则该部分产能将在短时间内退出, 下一年度猪肉供应将减少。同时近年来由于环保、价格低迷等因素, 散户养殖已处于不利状况, 预计其中较大部分产能为中长期退出, 短期内不再恢复生产, 从而影响行业中长期供给状况。

3.5.2、母猪: 被迫育肥, 繁育能力下降

主要母猪繁育区域均受到疫情影响。2016 年中国前十大母猪繁育省市的存栏占全国的 66% 左右, 但当前除山东尚可调运生猪外, 其余省份均受到疫情影响。其中河南、湖南、云南、湖北、辽宁占全国能繁母猪存栏 34% 的省份, 均已爆发疫情。

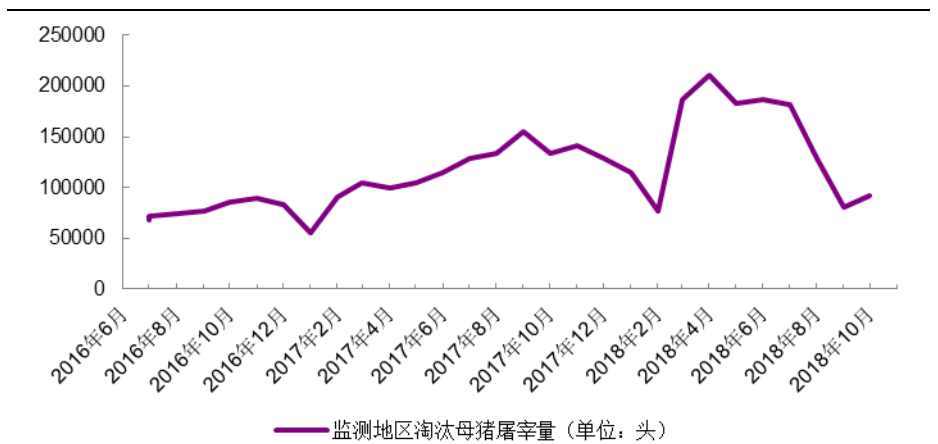
图 26: 2016 年各省市能繁母猪存栏



资料来源: 布瑞克农业数据库

疫情发生后, 疫情省的淘汰母猪屠宰场也受影响暂停屠宰, 淘汰母猪贸易活动受此影响也明显减少。2018 年 8 月非洲猪瘟发生以来, 母猪屠宰量快速下降。根据农业农村部数据, 山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭等 4 个淘汰母猪集中屠宰地屠宰量占全国的 80%。而四个地方均受疫情影响, 无法调运。2018 年 8、9 月份淘汰母猪屠宰量连续下降, 环比分别下降 28.7%、37.99%, 10 月则环比微增 15.7%, 依然处于低位。

图 27：监测地区淘汰母猪屠宰量（截止至 2018 年 10 月）

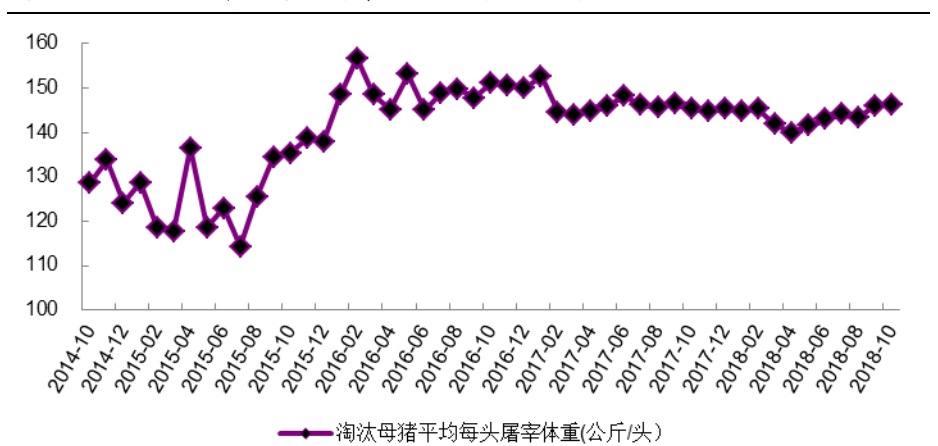


资料来源：农业农村部

注：监测范围为：山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭

屠宰受限，销售停滞，淘汰母猪被迫育肥。2018 年前 8 个月，淘汰母猪平均屠宰体重有所回升，2018 年 9 月、10 月则明显增重。

图 28：淘汰母猪平均每头屠宰体重 9 月、10 月明显回升

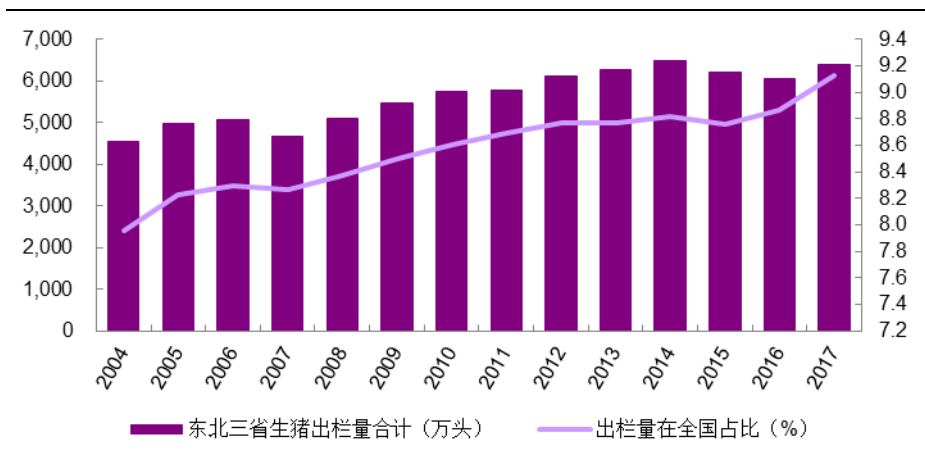


资料来源：IAED

3.5.3、“南猪北养”或放缓

南方是传统养猪的重点区域，但长期的养殖给环境带来很大破坏，生猪产能开始向北方转移。2015 年东北三省生猪出栏量占全国的 8.76%到 2017 年已提升至 9.13%，且扩张产能尚未到高峰期，根据温氏、牧原、正邦等上市公司的规划，仅这些上市公司到 2025 年在东北的出栏量就要超过 3000 万。

图 29：2015 年后东北地区生猪出栏量占比提升



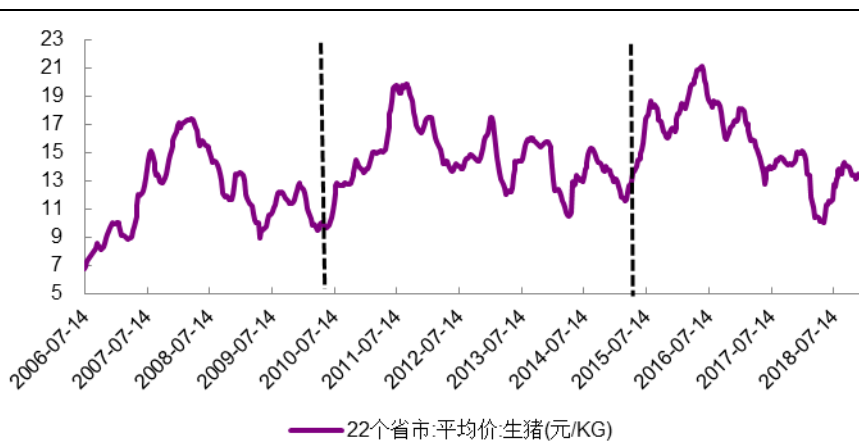
资料来源：wind

此次虽然疫情主要出现在小规模养殖厂或散户，但由于禁运，生猪无法运出，且省内生猪交易市场全部关闭，使得该区域内养殖企业面临着较大亏损。而东北为疫情最早爆发的地区，也是疫情最多的地区。按照国际经验，非洲猪瘟难以在短期内根除，若疫情延续，企业持续承压，其在北方的扩张计划必将受到影响。

3.6、前景预测：周期或提前见底

近年来随着规模化养殖程度的提高，虽然猪周期有所平滑，但依然存在明显的周期性特征。从历史上看，每轮周期的时间大约为 4-5 年，近十几年来，我们一共经历了两个完整的猪周期：2006 年-2010 年，2010 年-2015 年。2015 年及 2016 年为本轮周期的上涨期，从 2016 年下半年来进入下行期，2017 年、2018 年猪价持续低迷。

图 30：生猪养殖 4-5 年一个周期（截止至 2018 年 12 月 28 日）



资料来源：wind

按照产能调整节奏，若非此次发生重大疫情，我们原本预计 19 年生猪价格将持续低迷。但此次非洲猪瘟对行业供给产生较大影响，且从目前来看，疫情仍在高发期，短期内根除难度较大，其影响还将进一步扩大。我们预计猪周期或将提前见底，19 年生猪价格将好于原有预期。具体原因如下：

1、生猪供给减少。主要体现在两个方面：一是扑杀直接减少供给。根据政策，我国对疫点内的生猪实行全部无害化处理。截止当前，全国扑杀生

猪已超 60 万头。虽然当前扑杀数量较全国总存栏量比例较低，但是随着疫情的爆发，预计该数字还将继续上升，同时亦会影响生猪养殖的积极性。二是禁止泔水喂养，间接加速中小产能退出。

2、母猪亦受影响。屠宰受限，销售停滞，淘汰母猪被迫育肥，而同时能繁母猪无法补栏，产能无法更新，将影响后续生猪供给。

3、中长期看，产能扩张步伐或将放缓。此次虽然疫情主要出现在小规模养殖厂或散户，但由于禁运，生猪无法运出，且省内生猪交易市场全部关闭，使得该区域内养殖企业面临着较大亏损。而东北为疫情最早爆发的地区，也是疫情最多的地区，目前东北三省均已封锁，其状况尤为堪忧。按照国际经验，非洲猪瘟难以在短期内根除，若疫情延续，企业持续承压，其在北方的扩张计划必将受到影响。

非洲猪瘟或将导致行业供给进一步缩减。按照生长周期来看，18 年下半年生猪存栏将影响 19 年上半年猪肉的供给，母猪产能的去化的影响则将在 19 年下半年开始体现。我们预计 19 年上半年，大规模养殖厂开始实现盈亏平衡；19 年下半年每头生猪可盈利 150-250 元。

3.7、行业内主要上市公司

我们重点推荐温氏股份，同时建议关注产能迅速扩张的牧原股份。

表 13：生猪养殖相关上市公司盈利预测及估值

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300498.SZ	温氏股份	1,391	26.18	1.27	0.89	1.56	21	29	17
002714.SZ	牧原股份	600	28.75	1.13	0.48	0.92	25	60	31
平均							23	45	24

资料来源：wind，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

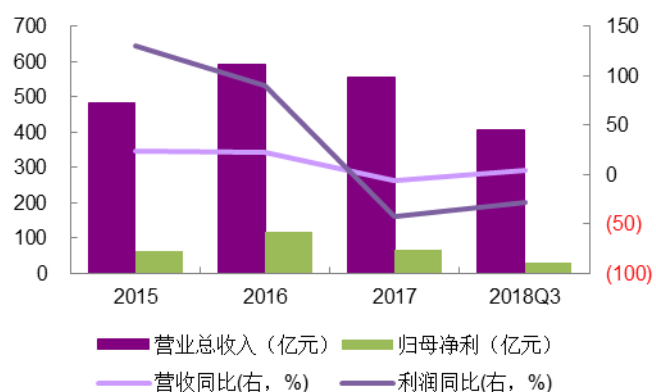
注：温氏股份 18-19 年 EPS 为光大证券研究所预测，牧原股份 18-19 年 EPS 为 wind 一致预期

3.7.1、温氏股份 (300498.SZ)：风险抵抗力强，业绩弹性高

公司目前是全国最大的肉鸡养殖、种猪育种和肉猪养殖上市企业，2017 年上市肉鸡 7.76 亿只、肉猪 1904.17 万头，目前公司已经建立了包括饲料生产、种鸡及种猪繁育、商品肉鸡以及肉猪养殖销售、疫病防治和技术研发在内的一体化经营模式，并覆盖乳业、动保及农牧设备、生鲜营销等产业，综合实力和竞争优势不断提升。

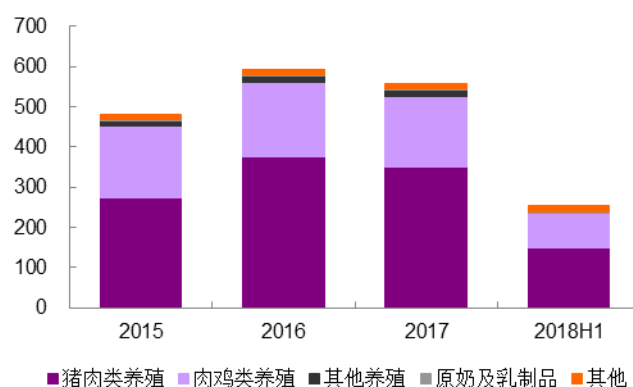
2018 年前三季度公司实现营业收入 408.39 亿元，同比增长 4.13%，实现归母净利润 29.0 亿元，同比下降 28.2%。前三季度业绩下滑，主要受上半年猪价低迷拖累；从三季度单季度看，业绩降幅已明显收窄。

图 31：温氏股份利润及营收状况



资料来源：wind

图 32：温氏股份主营业务收入构成



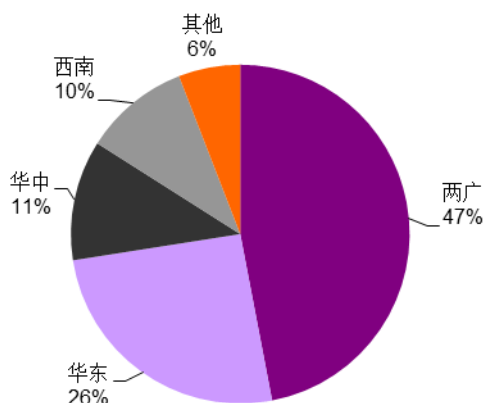
资料来源：wind

公司主要产品商品肉鸡、商品肉猪的生产采用“公司+农户”模式。公司承担源头育种、种苗提供、饲料生产、疾病防治等产业链配套与管理的关键环节；合作农户（或家庭农场）提供必要的资产、土地及劳动力等要素资源，承担肉鸡、肉猪的现场饲养管理。至 18 年 6 月 30 日，公司拥有 5.3 万户合作养殖农户（或家庭农场），其中养鸡户 3.07 万户、养猪户 2.07 万户。

产能集中在主销区，非洲猪瘟对公司或利大于弊。公司肉猪主要产区在两广区域，占公司商品肉猪总出栏量的 50% 左右。从省份来看，公司商品肉猪的生产基地主要集中在广东省、江苏省、湖北省、广西壮族自治区、湖南省、安徽省、江西省、四川省，上述省份产能占比 80% 以上。

非洲猪瘟对产业的最主要影响是产销区无法流通。温氏的产能主要集两广、华东等生猪调入区，即便这些省份受疫情影响无法从外地调入，但省内流通不受影响，公司依旧可以正常经营。且同时，由于主销区供不应求，价格上涨，而作为区域内的主要猪肉供给商，公司将受益。

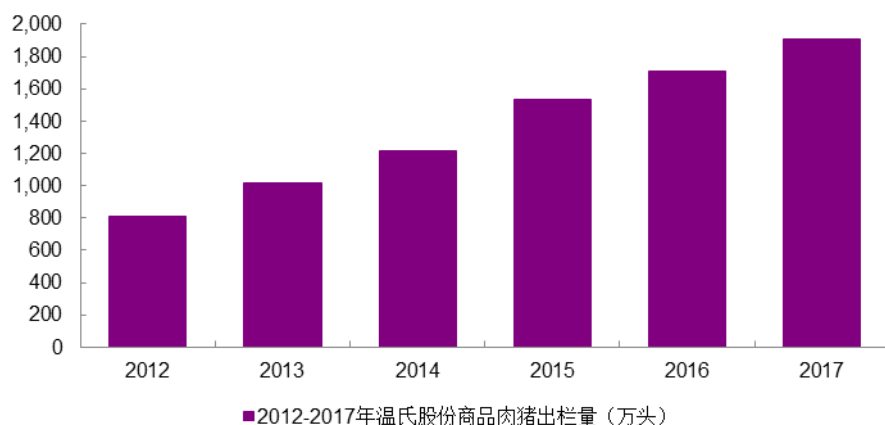
图 33：2018 年 H1 温氏股份收入的区域分布



资料来源：wind

生猪产能稳步扩张。2018 年 1 月公司出台首期员工持股计划，其中解锁条件为：2018 年、2019 年、2020 年商品肉猪销售头数较 2017 年的增长率分别不少于 12%、30%、55%，其对应的 2018-2020 年的出栏头数分别为 2132 万头、2475 万头和 2951 万头。而 2018 年 1-10 月公司生猪出栏头数已达 2020 万头，公司完成 2018 年目标无忧。

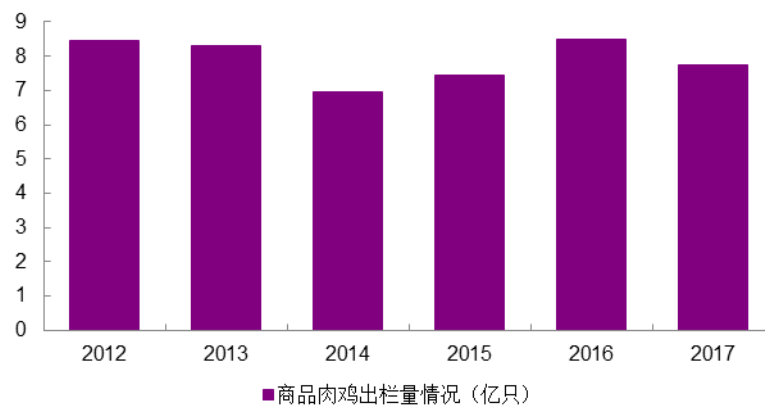
图 34：温氏股份生猪出栏稳步增长



资料来源：公司公告

公司以发展生猪养殖为核心，同时禽业发展稳定，提高公司风险抵抗能力。公司以禽业起家，目前是全国规模最大的肉鸡养殖上市公司，黄羽肉鸡产业化供应基地和国家肉鸡 HACCP 生产示范基地。18 年公司肉鸡出栏基本稳定在 8 亿只左右，养殖布局长三角、珠三角、京津冀等地区。短期来看，受益于禽业回暖，19 年公司禽业将有较好表现。但中长期看我们预计公司肉鸡仍将稳健发展，一方面，黄羽鸡供需情况较为稳定，另一方面，由于肉鸡生产周期较短，且整体盈利水平低于生猪，公司当前发展重点在生猪养殖，禽业发展规模保持稳定。

图 35：近年公司肉鸡出栏量保持稳健



资料来源：公司公告

我们认为未来两到三年，温氏股份将迎来较好盈利周期：

1、生猪养殖业务：公司产能稳步扩张，我们预计公司 2018-2020 年的生猪出栏量分别为 2200 万头、2500 万头和 3000 万头；同时在非洲猪瘟推动下，销区价格有望持续坚挺，而公司主要销售区域正是两广等销区，公司将显著受益。我们预计其 2018-2020 年的生猪平均销售价格为 12.8 元/公斤、14.0 元/公斤和 14.5 元/公斤。

2、肉鸡养殖业务：公司肉鸡产量稳定，我们预计其 2018-2020 年的出栏量分别为 8 亿羽、8.2 亿羽和 8.2 亿羽。价格方面则受益于行业景气度回

升，预计其 2018-2020 年的平均售价为 13 元/公斤、13.5 元/公斤和 13 元/公斤。

表 14：温氏股份核心业务拆分及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
生猪业务					
销量 (百万头)	17.1	19.0	22.0	25.0	30.0
出栏体重 (公斤/头)	115.0	116.0	118.0	118.0	118.0
平均猪价 (元/公斤)	19.1	15.0	12.8	14.0	14.5
平均成本 (元/公斤)	11.8	11.9	11.3	11.2	11.1
肉猪养殖总收入 (百万元)	37,643.1	35,049.5	33,228.8	41,300.0	51,330.0
毛利率 (%)	38.1%	24.8%	11.7%	20.0%	23.4%
黄羽肉鸡业务					
销量 (亿只)	8.2	7.8	8.0	8.2	8.20
出栏体重 (公斤/羽)	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
平均鸡价 (元/公斤)	11.6	11.7	13.0	13.5	13.0
平均成本 (元/公斤)	10.3	10.3	10.1	10.1	10.1
肉鸡养殖总收入 (百万元)	18,592.6	17,564.2	20,800.0	22,140.0	21,320.0
毛利率 (%)	11.0%	11.2%	22.3%	25.2%	22.3%
总收入					
收入 (百万元)	59,355	55,657	57,217	66,788	76,173
同比 (%)		-6.2%	2.8%	16.7%	14.1%
毛利率 (%)	27.8%	20.1%	15.6%	21.4%	22.6%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

综上所述，我们预计温氏股份 2018-2020 年的营业收入分别为 572 亿元、668 亿元和 762 亿元，同比增速分别为 2.8%、16.7%和 14.1%，公司 2018-2020 实现的归母净利预计为 47.30 亿元、83.16 亿元和 115.31 亿元，同比增速分别为-29.94%和 75.81%和 38.67%。

我们选取牧原股份、天邦股份、正邦科技为可比公司，其中行业 18、19 年平均 PE 分别为 70X、28X，而温氏股份 18 年、19 年估值仅分别为 29X、17X，明显低于其他可比公司。

表 15：生猪养殖相关上市公司盈利预测及估值

代码	公司	市值 (亿元)	收盘价	EPS (元/股)			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
300498.SZ	温氏股份	1,391	26.18	1.27	0.89	1.56	21	29	17
002714.SZ	牧原股份	600	28.75	1.13	0.48	0.92	25	60	31
002124.SZ	天邦股份	79	6.80	0.23	0.17	0.33	30	40	21
002157.SZ	正邦科技	126	5.31	0.22	0.04	0.13	24	150	42
平均							25	70	28

资料来源：wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

注：温氏股份 18、19 年 EPS 为光大证券研究所预测，其余公司 18、19 年 EPS 为 wind 一致预期

生猪养殖巨头，受益于行业周期见底。我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.89 元、1.56 元和 2.17 元，公司当前股价对应 19 年 PE 仅 17 倍。看好公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：生猪出栏量不及预期，生猪价格不及预期，肉鸡价格不及预期。

表 16：温氏股份业绩预测和估值指标

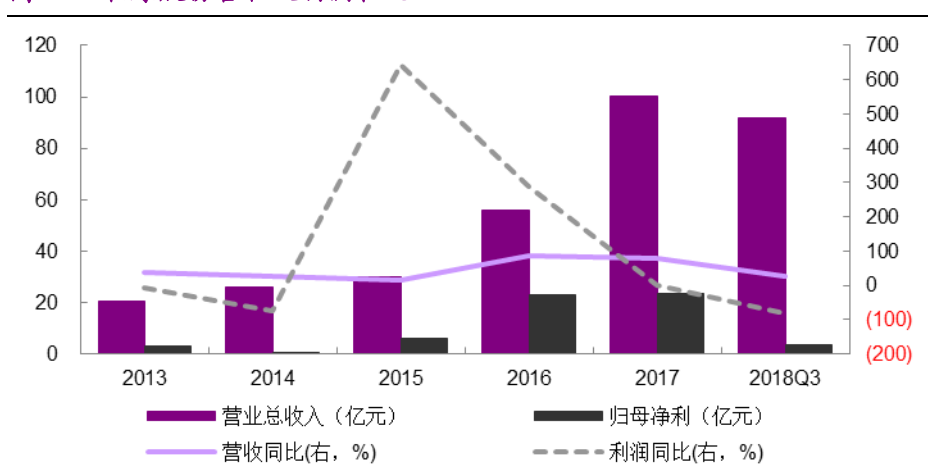
指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	59,355	55,657	57,217	66,788	76,173
营业收入增长率	23.05%	-6.23%	2.80%	16.73%	14.05%
净利润（百万元）	11,790	6,751	4,730	8,316	11,531
净利润增长率	89.99%	-42.74%	-29.94%	75.81%	38.67%
EPS（元）	2.22	1.27	0.89	1.56	2.17
ROE（归属母公司）（摊薄）	38.70%	20.70%	12.95%	19.18%	22.03%
P/E	12	21	29	17	12
P/B	4.6	4.3	3.8	3.2	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

3.7.2、牧原股份（002714.SZ）：成本控制强，产能快速提高

公司是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。2017 年公司共销售生猪 723.74 万头，同比增长 132.42%；其中商品猪 524.32 万头，仔猪 193.82 万头，种猪 5.60 万头。2018 年 1-10 月公司累计销售商品猪已达 875 万头，我们预计公司 2018 年生猪出栏量可达 1150 万头。

图 36：牧原股份营收及利润状况



资料来源：wind

成本管控力强。牧原股份的毛利率长期高于行业其他上市公司，2017 年平均成本低于行业水平。主要受益于以下两个原因：

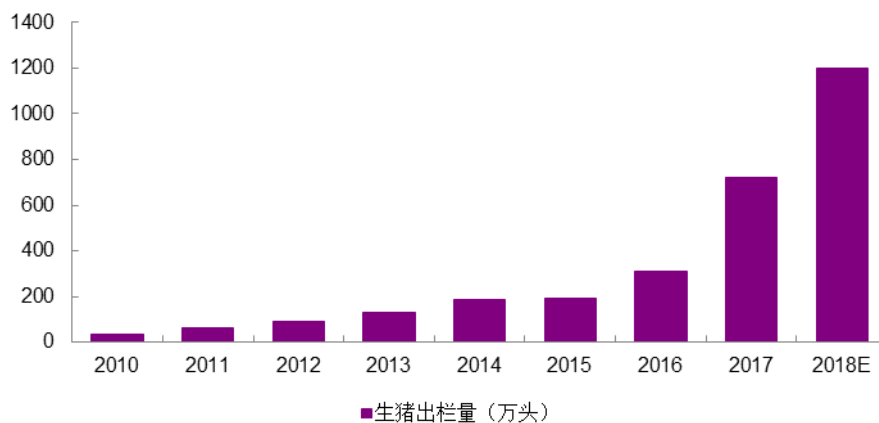
1、一体化养殖，成本管控透明。公司自建饲料厂和研究营养配方，生产饲料，供应各环节生猪饲养；自行设计猪舍和自动化设备；建立育种体系，自行选育优良品种；建立曾祖代-祖代-父母代-商品代的扩繁体系，自行繁殖种猪及商品猪；采取全程自养方式，使各养殖环节置于公司的严格控制之中。

2、技术优势明显。公司现代化猪舍实现了为生猪提供洁净、舒适、健康的生长环境，同时实现了减少劳动工人、提高劳动效率的目的。公司自行研制的自动化饲喂系统，大大提高了生产效率。同时针对不同品种、不同类型、不同生长阶段生猪，公司运用析因法建立对应的动态营养模型，制定精细化的饲料配方。在育肥阶段，公司 1 名饲养员可同时饲养 2700-3600 头生猪（根据猪舍条件），生产效率高于国内行业平均水平。

2、合理布局，地理优势突出。公司从粮食大省河南起家，逐步向玉米主产区东北、水网密集区苏皖发展，其在饲料、水资源等具有优势。

产能快速提升。15-17 年在建养殖场数量分别为 29、46、39。截止 2017 年底，养殖板块全资子公司数量已经达到 80 个，产能分布在十三个省区。

图 37：牧原股份生猪销量



资料来源：wind

我们预计此次非洲猪瘟将对公司将带来双面影响，

1、不利影响：公司以河南起步，目前正在积极拓展东北区域，2017 年公司在东北地区全资子公司从 8 个发展到 33 个。而受本次疫情影响最大的即为东北、河南等主产区，公司产能拓展计划或将受到影响。

2、有利影响：牧原有着严格的管理体系，其非洲猪瘟防控必将更加严格。且虽然公司目前布局区域受到疫情影响较大，但本次疫情也将推动这些地区中小养殖企业产能的退出，相关龙头公司将受益。

4、海参：供给冲击，周期向上

4.1、养殖周期长，一年两季捕捞

我国海参自然生长于环渤海沿岸；20 世纪 90 年代，山东和辽宁沿海地区出现了海参的规模化养殖；2011 年开始，海参养殖开始逐渐向福建和河北拓展，成为海参规模化养殖的新兴地区。

在我国，海参可以分为野生养殖、底播养殖、围堰养殖、池塘养殖和网箱养殖等五种养殖方式。其中，前四种养殖方式主要集中在北方地区，南方福建地区则普遍采用网箱养殖。目前市面上的大多数海参年份在 1 至 4 年左右，沿海圈养、池塘养殖等养殖方式需要 2 年，周期最长的底播养殖的周期一般要 4 年以上，最短的为南参北养其在南方养殖周期不足 1 年。

表 17：我国海参主要养殖方式

养殖方式	简介	主要养殖区域及占比
野生养殖	野生海参在深水海域中自然生长，从小承受深水压力（水深 18-40 米），受到风浪、洋流交汇冲击等考验。生长速度慢，通常 4-5 年才能成参。	占比极少
底播养殖	往自由海域投石头等人工造礁，再投入海参苗，不投饲料让其自然生长。底播养殖是所有海参养殖方式中最接近自然生产的方式，刺参的品质与野生海参品质最为接近。底播海参收获的周期通常需要 3-5 年。	主要集中在北方，约占全国总产量的 10% 左右
围堰养殖	海边围大坝，向海底播撒海参幼苗，利用大坝高度及潮汐实现围堰中海水与外海互换。该种养殖方式与底播养殖最为接近，海参生长周期为 2-3 年。	占全国产量的 70% 以上。北方地区 90% 左右的养殖方式为围堰养殖或池塘养殖。
池塘（大棚）养殖	将海参幼苗投入养殖池塘，通过闸门与外海实现海水互换。海参生长周期为 2 年左右。	
网箱（吊笼）养殖	将在北方圈养一年左右的半大海参在秋季移至南方水域，使用网箱（吊笼）进行人工喂养，一般在南方饲养半年左右。海参全部生长周期不超过 2 年。	目前占比约 10% 左右，主要集中在福建等南方地区，养殖规模正不断扩大。

资料来源：常忠岳.海参的几种养殖模式及技术要点[J].齐鲁渔业, 2003 (1) :23-23、水产养殖网、光大证券研究所整理

一年两季捕捞。海参有夏眠和冬眠两个时期，所以每年捕捞海参的季节都是在春、秋两季。海参春季捕捞一般是在 4-5 月份，清明后开始，5 月就进入了海参收获的旺季；秋季收获海参一般是在 10 月末-12 月的中旬，7 月开始一直到 9 月是刺参的夏眠期。其中秋季捕捞产量一般大于春季。

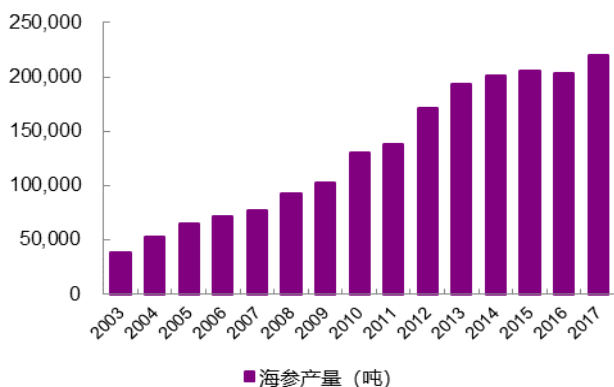
4.2、供给端“三足鼎立”

海参具有高蛋白、低脂肪、低胆固醇以及氨基酸、微量元素丰富等特征，具有丰富的营养价值，是我国重要的滋补食品和中医药膳。随着我国人均可支配收入的增长及海参产业的逐渐规范化，我国海参产业一直处于扩张态势。截止至 2017 年我国海参总产量到达 22.0 万吨、养殖面积达 21.9 万公顷。从发展节奏来看，我国海参产业可分为以下两个阶段：

(1) 快速成长时期（2003 年-2012 年）：因海参能提高人体免疫力而受到欢迎，海参消费快速提升。尤其是 2008-2012 年间，海参价格连续上涨，养殖规模迅速扩张。2003-2012 年我国海参产量年均复合增速达 17.9%，海参养殖面积复合增速达 16.1%。

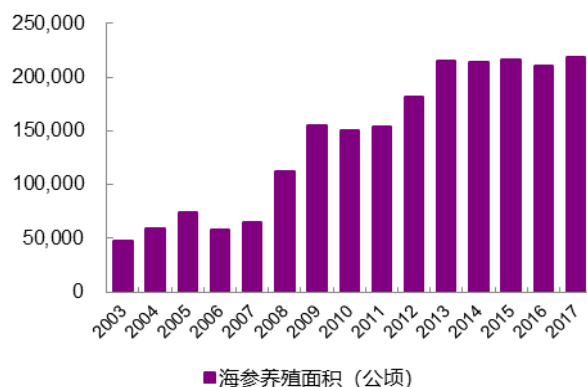
(2) 行业调整阶段（2013 年至今）：一方面由于三公消费受到抑制，另一方面由于前期不断扩张，海参供应充足，海参市场呈现供过于求的格局。13 年后我国海参产量增速开始放缓。

图 38：我国海参产量



资料来源：wind

图 39：我国海参养殖面积



资料来源：wind

从产业格局来看，我国海参养殖呈“三足鼎立”格局明显。我国海参主要养殖区域集中在黄海、渤海沿岸，传统养殖区域集中在北方的辽宁、山东

等省份。2011 年开始，在攻克气温、潮汐等养殖难题后，“北参南养”趋势开始兴起，海参养殖开始逐步向福建扩张，成为海参养殖的新兴地区。目前，全国海参养殖主要集中在辽宁的大连、盘锦、锦州、葫芦岛等，山东的烟台、青岛等，福建的海参则主要集中在霞浦。

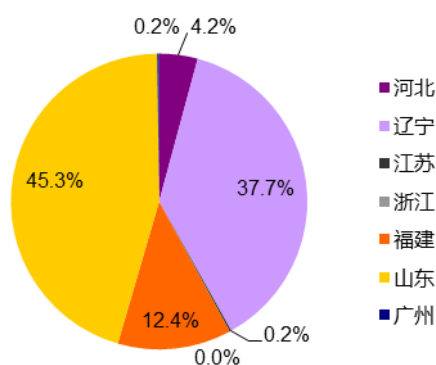
2017 年我国海参总产量达 22.0 万吨、养殖面积达 21.9 万公顷，其中辽宁、山东、福建占据绝大部分，三者产量占比分别为 37.7%、45.3%和 12.4%，养殖面积占比分别为 56.5%、38.7%和 0.8%。

1) 辽宁：海参行业领跑者。产品丰富、消费市场成熟，是我国最大的海参繁育、养殖、生产销售基地。大连周边产的海参是辽宁产区的主要构成。

2) 山东：辽宁海参的有利竞争者。主产区主要分布在烟台、青岛等。但其散户经营更为普遍，市场更为分散。同时其产品品质与“胶东刺参”、“辽参”等相比市场认可度不高。

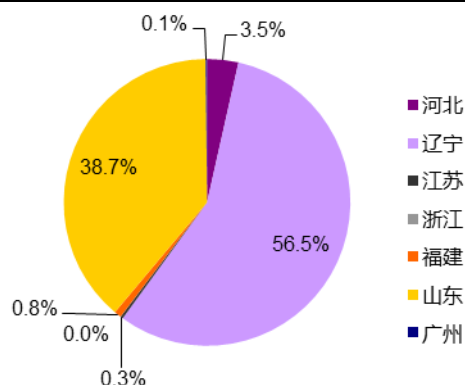
3) 福建：行业“新星”。随着“北参南移”养殖技术的突破，2011 年后福建海参养殖业发展迅速。但海参品质相对较差，价格相对低廉。

图 40：2017 年我国海参产量产地分布



资料来源：wind

图 41：2017 年我国海参养殖面积分布



资料来源：wind

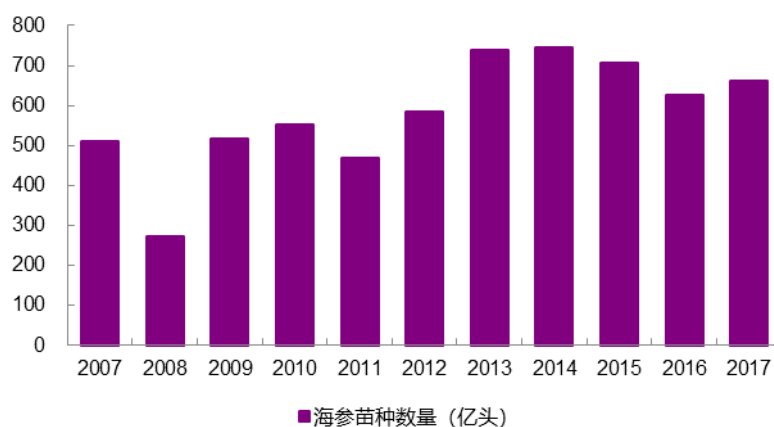
4.3、产能去化叠加气候影响，海参行业迎来周期拐点

4.3.1、供大于求，行业自主去产能

2003-2011 年前后海参价格一路上涨，苗种企业迅速扩张，至 2012 年后市场供大于求的格局初步显现。同时 2013 年后“三公”消费受到抑制，海参市场需求明显下滑，价格开始迅速下滑，行业开始陷入亏损。至此，行业开始了新一轮调整，产能开始去化。根据中国渔业统计年鉴数据，从 2014-2016 年我国海参育苗数量逐年下滑，从 2014 年的 746 亿头下滑至 2016 年的 631 亿头，17 年育苗数量小幅上升至 660 亿头，但依然处于相对低位。预计 18-19 海参去产能化加深，行业产能不足，海参价格将持续上涨。

以养殖大省辽宁为例，由于海参主要受海参市场销售疲软、价格低迷影响，2014 年辽宁海参育苗企业开始减少，2016 年春季辽宁育苗企业数量锐减。越来越多的育苗企业选择降低成本或放弃成本投入，越冬苗产量大降。

图 42：2007 年--2017 年海参苗种数量



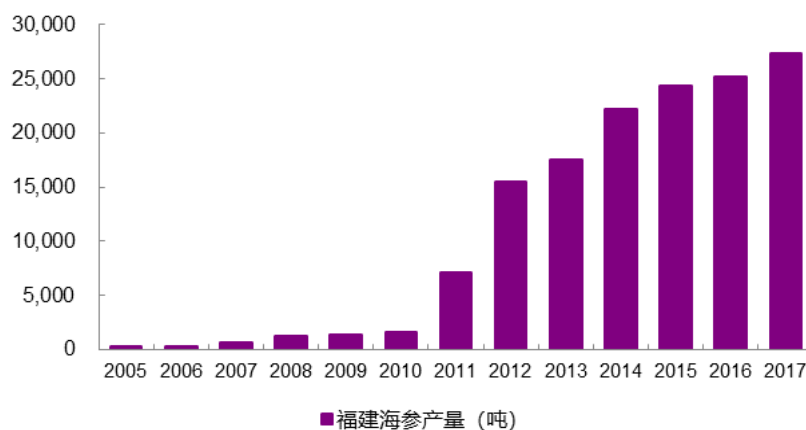
资料来源：中国渔业统计年鉴，光大证券研究所整理

4.3.2、“北参南养”趋于理性化

得益于“北参南养”的普及，海参养殖产量从 2011 年开始呈突破性增长，2017 年全国海参海水养殖产量达 22 万吨，其中福建产量高达 2.7 万吨，位列全国第三。2010 年到 2017 年福建海参的产量占比从 1.26% 提升至 12.4%。但是由于连年的养殖，对近海的生态系统造成了影响，饵料粪便严重超出生态系统的自净能力，病害增加，长势减慢。

同时南方养殖的刺参生长周期较短，产品品质与“胶东刺参”、“辽参”相比市场认可度不高。另外南方海参养殖起步较晚，销售渠道较为混乱，品牌化运营仍停留在初级阶段，尚未形成完整的产业链结构。因而南方养殖的海参价钱相对便宜，市场环境更加恶劣，尤其在海参行业陷入困境后，众多养殖户面临着极大困境。

图 43：福建海参产量快速增长



资料来源：wind

4.3.3、北方连续高温，减产严重

海参对温度要求极高，当水温持续超过 32℃ 时，海参就会出现化皮死亡的现象。但近两年来，我国北方夏季连续出现高温，而我国 90% 的育苗、80% 以上的成参养殖集中在北方，故而对行业产生极大影响：

1) 2017 年：胶东半岛的主要海参养殖地区连续 5 天晴天高温，很多参圈水温达到 33℃，表层水温更有超过 34℃ 的极端情况，海参养殖受到重创。

2) 2018 年：夏天我国北方持续高温，且台风登陆山东、辽宁等主要养参地区，海参养殖受到极大影响。辽宁养殖海参已出现缺氧、漂参、化皮甚至大面积死亡的情况。据辽宁水产协会统计，辽宁省海参养殖面积 184.4 万亩，其中池塘养殖面积 98.5 万亩；本次受灾损失面积达 95 万亩，几乎所有池养海参都受灾。而如我们前文所述，辽宁海参养殖面积占全国的 60% 左右，故此次仅辽宁省就有占全国 30% 的养殖面积受灾，且不包括山东、福建等其他主产区，此次减产将对行业供给形成重大冲击。

从高温影响程度来看，南方受影响程度大于北方，小企业受影响程度大于大企业。我国海参养殖的方式主要有底播海参、池养海参以及棚养海参。池养海参和棚养海参生长条件优越，但容易受到外界影响。而目前我国大部分散户养殖海参，都是通过池养海参和棚养海参的方式进行，故而在此次高温侵袭下，受损严重。另外我国南方参以吊笼的方式进行养殖，较底播式、围堰式气温变化更加大，南方受高温影响更加严重。

4.4、价格拐点显现，进入上行周期

海参价格呈现三个阶段：1) 2011 年前，“海参”受到市场追捧，且主打奢侈消费概念，海参价格一路攀升。最高曾在 2011 年 9 月达 250 元/KG；2) 2012 年至 2016 年，前期盲目扩张，导致行业公司过剩，且受限制“三公”消费影响，需求疲软，海参价格低迷。2016 年 5 月最低点曾达 90 元/斤，较 2011 年高点下降近 75%。3) 2017 年至今：海参回归大众消费，外加产能去化和连续高温影响，海参价格开始触底回升，截止至 2018 年 12 月 20 日，海参价格达 200 元/KG，为 2013 年以来的最高价，且在高位已持续近一个月。

图 44：我国海参大宗价格（截止至 2018 年 12 月 20 日）



资料来源：wind

行业或将迎来两到三年的景气周期：

- 1) 需求端来看，经过 3 年的行业调整，海参已从高端消费品回归至大众消费品，需求将保持平稳。
- 2) 供给端来看：行业自主去产能或已高一段落，但海参的生长周期一般至少要三年。一方面我国海参苗种量下降从 2015 年开始的，按照 2-4 年生长周

期推算，18、19年海参捕捞量将继续下降；另一方面17、18年高温，不但会导致成参的死亡，亦会导致苗种的大批量死亡，18、19年的市场供给将受极大影响。

我们预计海参价格将持续上涨，19年高景气度持续。

4.5、主要上市公司

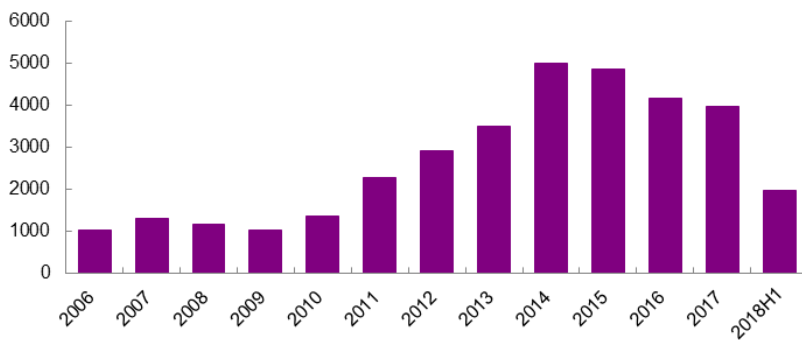
重点推荐海参养殖规模最大的上市公司好当家。

4.5.1、好当家（600467.SH）：供给冲击驱动业绩拐点

公司是国内第一家以海水养殖及加工为主营业务的上市公司，同时也是上市公司中海参养殖规模最大的企业。海参是公司的核心产品，并贡献公司绝大部分业绩。业绩方面，2018年前三季度营业收入达到9.04亿元，同比增长14.75%，净利润增长5159万元，同比增长16.08%；预计2018年至2019年公司营业收入及其增长率能够加速增长。

公司形成了“育苗-养成-加工-销售”一体化海参养殖体系，是公司的核心竞争力所在。苗种完全自给自足，成本控制好。海参苗种占总成本60%。公司目前拥有35万平方米的育苗养殖基地和30万个海上育苗网箱，可完全满足公司需求。公司海参育苗采用网箱育苗与车间育苗相结合的方式，在满足公司需求的基础上还可以对外销售。

图 17：好当家历年海参捕捞量



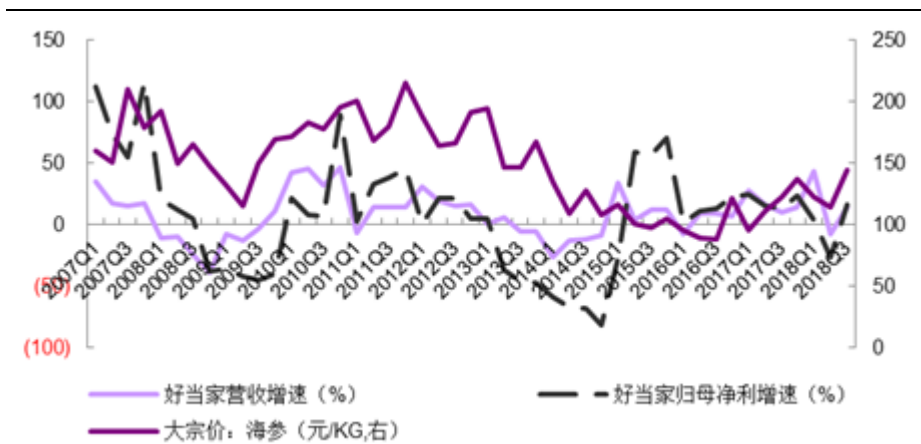
资料来源：公司公告

■好当家捕捞量(吨)

其次，公司短期海参产量稳定。公司拥有5万多亩海参围海养殖基地，每年理论捕捞鲜海参可达5000吨，15年后公司每年实际捕捞量维持在4000吨左右。海参产品种类较多、产品结构有一定梯度，满足不同的消费需求，产品多元化有利于提高公司市场竞争能力和抗风险能力。同时，市场销售力度加大，销售网络覆盖全国。2017年公司渠道建设取得显著进展。

随着海参价格的上涨，公司的业绩有望大幅增厚。公司受行业景气向上，收益将大幅增涨的原因主要有以下：1) 公司业绩由海参价格主导，如我们前文所述，海参是公司的核心业务，贡献公司绝大部分业绩，其对公司的业绩有决定性影响。2) 由于公司海参育苗全部自己自足，成本可控，捕捞量也每年基本维持稳定，故而影响公司业绩的核心因素为海参销售价格。

图 45：好当家业绩与海参价格高度相关



资料来源：wind，光大证券研究所整理

从历史上看，我们发现公司业绩和海参价格走势具有极高相关性。公司海参苗全部自己自足，成本可控。公司近年产量持续在 4000 吨左右，因此，价格是影响业绩的核心因素。我们预测 2019 年海参价格将维持高位，公司业绩有望高增长。

我们预计海参行业将迎来两到三年的上升周期，公司将显著受益于海参价格的上涨。另一方面，由于公司已实现苗种自给自足，成本控制能力强，预计随着海参价格的上涨，公司海参相关业务的毛利也将有所提升。我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.09 元、0.17 元和 0.21 元，看好公司的业绩成长性，维持“买入”评级。

风险提示：海参价格不及预期风险，公司捕捞量不足风险。

表 18：好当家业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,060	1,208	1,391	1,702	1,972
营业收入增长率	7.38%	13.97%	15.18%	22.33%	15.87%
净利润（百万元）	43	54	128	251	302
净利润增长率	22.51%	24.15%	139.59%	96.02%	20.05%
EPS（元）	0.03	0.04	0.09	0.17	0.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.46%	1.78%	4.12%	7.56%	8.50%
P/E	82	66	27	14	12
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 12 月 28 日

5、风险分析

5.1、白羽肉鸡行业风险

原材料供应及价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

疫病防治与控制风险：禽流感是影响肉鸡行业最为严重的禽病疫情，会对国内肉鸡产业造成严重冲击。若爆发疫情，一方面会影响下游需求，另一方面若行业内公司不能进行很好的预防、控制，将对公司造成损失。

5.2、生猪板块风险

疫情发展超预期影响：疫病的大规模发生与流行，易影响消费者心理，导致市场需求萎缩，产品价格下降，对生猪销售产生不利影响。

原材价格波动风险：小麦、玉米、次粉和豆粕等为饲料的主要原材料，上述大宗农产品价格波动将对行业的盈利状况产生重大影响。

5.3、海参板块风险

自然灾害风险：海参对环境要求较高，若夏季持续出现高温，则将受到重大影响。

海参价格上涨不及预期风险：若海参价格上涨幅度不及预期，行业盈利能力将受到极大影响。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebsecn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
鹿舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
黎晓宇		0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
张亦潇		0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	suy1@ebsecn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	国际业务	陶奕	021-52523546	18018609199
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
私募业务部	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebsecn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebsecn.com
		王涵洲		18601076781