

逆市心有猛虎，成长细嗅蔷薇

看好（维持）

⑤ 2018 年农林牧渔业绩分化、估值下杀，略微跑赢大盘

2018 年前三季度，农林牧渔行业实现营业收入 3470.79 亿元，同比增长 5.06%；归母净利润 159.15 亿元，同比下降 15.91%。截至 2018 年 12 月 13 日收盘，沪深 300 指数全年累计下跌 20.12%，同期中信农林牧渔一级行业指数下跌 19.45%，略微跑赢沪深 300 指数 0.67 个百分点。

⑤ 心有猛虎：寻找政策利好与估值催化剂

一方面宏观政策与国内外环境共振，赚政策驱动与产业升级的钱。资源环境约束与政策规划驱动产业升级，最新农业政策方向是发展绿色环保、创新高效的集约模式，并进一步引导产业特别是作为上游基础的种业升级换代；同时国际宏观环境存在边际改善机会，目前欧盟已开始逐步放宽对我国多项农产品品类的出口配额。另一方面可自上而下分析供求关系与行业趋势，赚价值白马估值修复的钱。猪存栏或触底回升，高端饲料即将雨过天晴。猪瘟过后明年规模养殖场存栏量或将明显反弹，而目前饲料行业整体估值水平处于历史低位，推荐高端饲料龙头。

⑤ 细嗅蔷薇：挖掘细分市场业绩高弹性龙头

从确定性的角度，可自下而上挖掘个股机会，赚企业成长或业绩反转的钱。1、生猪养殖行业集中度不断提升，可挖掘量价齐升的高弹性个股。资产负债表中生产性生物资产这个关键性产能指标，可提前反映未来出栏潜力较大的成长股；2、国际原糖价格大涨、外围糖牛已提前启动，内外联动叠加供需缺口持续改善，纯正白糖股将首先受益，同时高标准农田建设利好国内制糖产业。

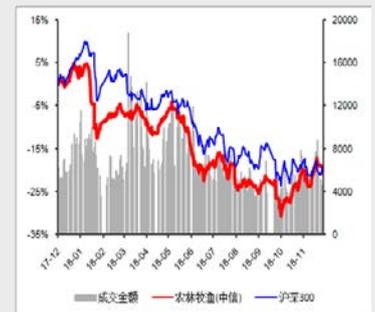
⑤ 投资策略

顺应宏观政策与内外部环境趋势，自上而下配置预期边际改善个股以及价值洼地估值修复的机会，自下而上挖掘细分板块高成长、业绩反转龙头。投资组合：给予隆平高科（000998）、圣农发展（002299）、大北农（002385）、天邦股份（002124）和南宁糖业（000911）“推荐”评级。

⑤ 风险提示

- 1、国际竞争加剧；
- 2、消费升级不达预期；
- 3、自然灾害；
- 4、疾病瘟疫；
- 5、食品安全事件等。

市场表现 截至 2018.12.28



分析师：袁晨
执业证书号：S1490516090003
电话：010-85556187
邮箱：yuanchen@hrsec.com.cn

目 录

一、农林牧渔板块市场表现.....	4
1、2018年农林牧渔业绩分化、估值下杀，略微跑赢大盘.....	4
2、农林牧渔上市公司业绩变化情况.....	5
3、农林牧渔上市公司个股表现情况.....	7
二、心有猛虎：寻找政策利好与估值催化剂.....	8
1、资源环境约束与政策规划驱动产业升级.....	8
2、国际宏观环境存在边际改善机会.....	12
3、猪存栏或触底回升，高端饲料即将雨过天晴.....	14
三、细嗅蔷薇：挖掘细分市场业绩高弹性龙头.....	16
1、生猪养殖集中度不断提升，可挖掘高弹性标的.....	16
2、供需缺口持续改善，糖产业新一轮周期开启在即.....	17
四、行业评级及投资组合.....	21
1、2019年展望：逆市心有猛虎，成长细嗅蔷薇.....	21
2、投资组合.....	22
(1) 隆平高科(000998)：主粮育种龙头，研发优势明显.....	22
(2) 圣农发展(002299)：借消费升级、外需改善东风，发力下游深加工.....	23
(3) 大北农(002385)：低估值高毛利，高端饲料产品充分受益存栏回升.....	24
(4) 天邦股份(002124)：规模化养殖新贵，出栏高增长首选.....	25
(5) 南宁糖业(000911)：上游制糖弹性标的，静待糖牛到来.....	26
五、风险提示.....	27
1、国际竞争加剧.....	27
2、消费升级不达预期.....	28
3、自然灾害.....	28
4、疾病瘟疫.....	28
5、食品安全事件.....	28

图表目录

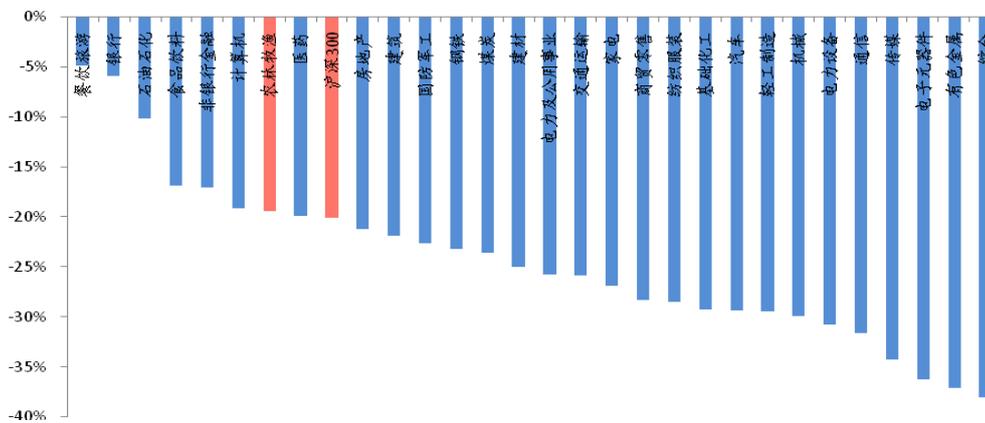
图表 1: 中信一级行业涨跌幅 (%)	4
图表 2: 2018.1-2018.12 农林牧渔行业相对 A 股和沪深 300 的 PE (除负值) 及溢价率 (%)	4
图表 3: 农林牧渔行业各子行业涨跌幅情况	5
图表 4: 2015-2018 年前三季度农林牧渔及各子行业营业收入同比增速情况 (%)	6
图表 5: 2015-2018 年前三季度农林牧渔及各子行业归属上市公司净利润同比增速情况 (%)	7
图表 6: 2018 年涨幅前 10 的个股 (%)	7
图表 7: 2018 年跌幅前 10 的个股 (%)	7
图表 8: 2017 与 2018 年农林牧渔板块上市公司涨跌幅前 10 的个股对比情况 (%)	8
图表 9: 随着城镇化率提升以及粮食连续增产, 资源环境约束日趋明显	9
图表 10: 近年我国农业政策围绕两大主线: 绿色环保与科技、品种创新	10
图表 11: 农业产业升级与发展路线图	11
图表 12: 近年来我国双多边贸易政策成效显著	12
图表 13: 历史上重大疫情或经济危机过后, 鸡肉出口增速均恢复明显	13
图表 14: 规模养殖场生猪产能走势与全国存栏持续相背	14
图表 15: 猪价、存栏结构与生猪实际供给水平的相互作用与推演分析	15
图表 16: 猪价超跌反弹, 养殖利润回升明显	16
图表 17: 生产性生物资产是预测来年生猪出栏量较好的先行指标	17
图表 18: 全球糖总供给增速再次接近 6% 峰值, 库存去化周期开启在即	18
图表 19: 全球供需缺口持续改善 (超过 2 年) 即能驱动国际原糖进入涨势	19
图表 20: 国际油价通过甘蔗制乙醇比例变化影响巴西糖产量	19
图表 21: 大部分农产品国内外价差有所收窄, 稻米、食糖回落幅度较大	20
图表 22: 重点公司盈利预测, 估值与投资评级 (价格以 12.27 收盘价计算)	27

一、农林牧渔板块市场表现

1、2018 年农林牧渔业绩分化、估值下杀，略微跑赢大盘

截至 2018 年 12 月 13 日收盘，沪深 300 指数全年累计下跌 20.12%，同期中信农林牧渔一级行业指数下跌 19.45%，跑赢沪深 300 指数 0.67 个百分点。2018 年农林牧渔行业在中信一级行业涨跌幅中位列第 7，各子板块分化明显。

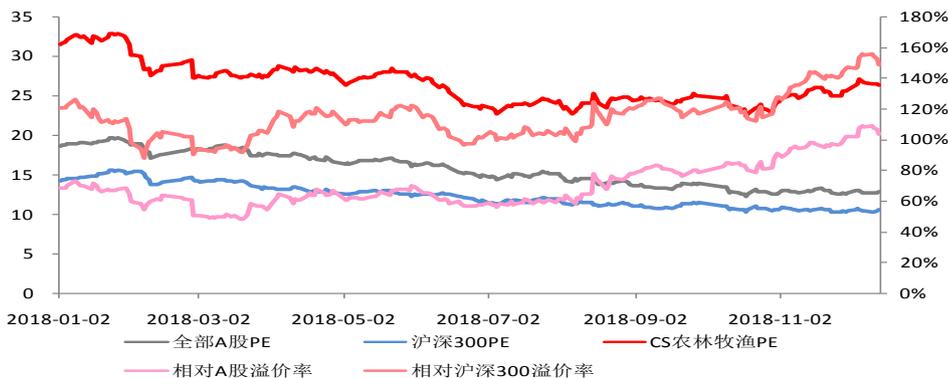
图表 1：中信一级行业涨跌幅（%）



数据来源：WIND，华融证券整理

目前农林牧渔行业 PE 为 26.32 倍，全部 A 股 PE 为 12.91 倍，相对 A 股溢价率为 103.80%；沪深 300 的 PE 为 10.57 倍，农林牧渔行业相对沪深 300 溢价率为 149.02%。8 月以来农业股相对沪深 300 及全部 A 股溢价率持续回升，估值绝对值水平虽然低于年初，但整体表现好于其他中小盘股票。

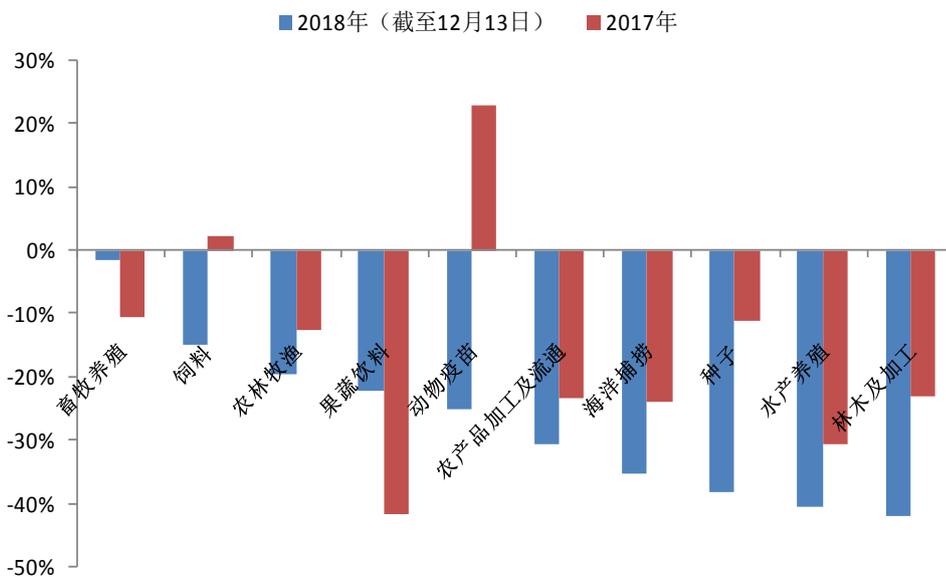
图表 2：2018.1-2018.12 农林牧渔行业相对 A 股和沪深 300 的 PE（除负值）及溢价率（%）



数据来源：WIND，华融证券整理

2018年农林牧渔细分子行业情况：仅畜牧养殖、饲料跑赢农林牧渔指数，其余子板块均跑输农林牧渔指数，小市值股票杀估值更为明显。将农林牧渔行业2018年和2017年表现进行对比分析，饲料板块在2017年和2018年均排第二，表现相对稳定，主要由于成本端粮食作物价格保持平稳，而上市龙头通过并购整合、调整产品结构能够实现销量的逆市增长。受养殖周期下行、竞争格局变化以及长生生物狂犬疫苗事件影响，动物疫苗板块表现波动较大，同比涨跌幅相差近50%。2018年7月开始的猪价反弹直接利好畜牧养殖板块，并带动整个农业产业链盈利改善。果蔬、流通、种子、林业等其他细分子板块则相对乏善可陈，主要是砍伐捕捞、农产品加工受资源环境承载力约束日益明显，同时传统初级农产品下游需求端持续低迷所致。过去依赖于政策补贴、资源禀赋、人口红利等宏观要素的粗放式经营模式难以为继，急需转型升级、形成新的产业竞争力。

图表 3：农林牧渔行业各子行业涨跌幅情况



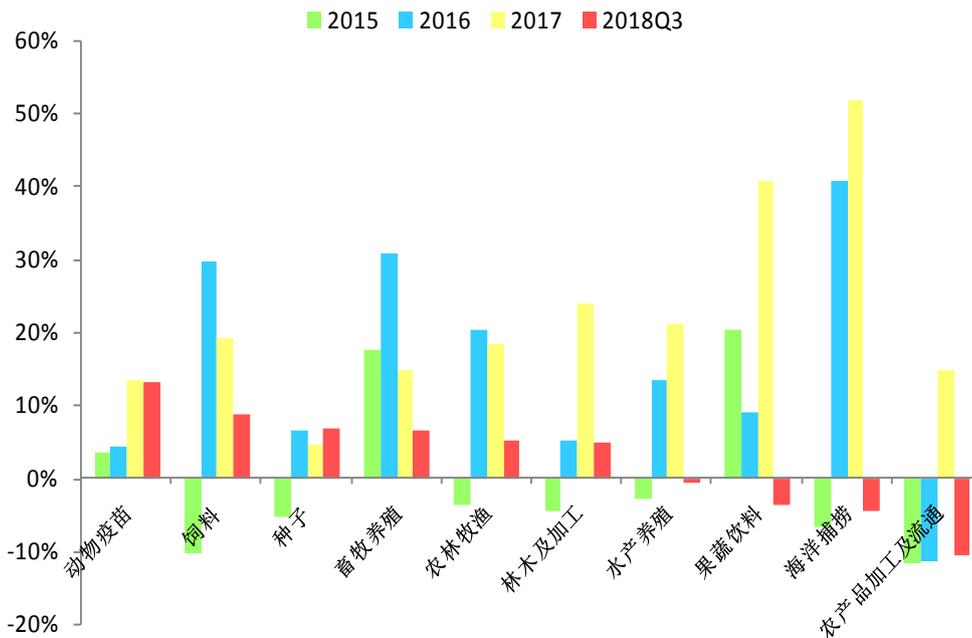
数据来源：WIND，华融证券整理

2、农林牧渔上市公司业绩变化情况

根据2015年至2018年前三季度农林牧渔上市公司营业收入同比增速变化情况可以看到，中信一级行业指数农林牧渔整体营业收入同比增速持续下滑，最大值为2016年前20.23%，较15年增速提高23.95个百分点，最小值为2015年的-3.72%。2018年前三季度营收同比增速为5.06%、处于历史低位，其中

增速保持相对平稳的仅有动物疫苗和种子两个板块，同比变化分别为-0.52%、和 2.23%，说明行业整体周期性较强、各子板块间业绩波动差异较大。果蔬饮料、海洋捕捞板块营收增长放缓较为明显，增速变动分别为-44.39%和-56.24%，主要受大宗商品价格下跌及环保政策变动影响，具体情况如下图所示：

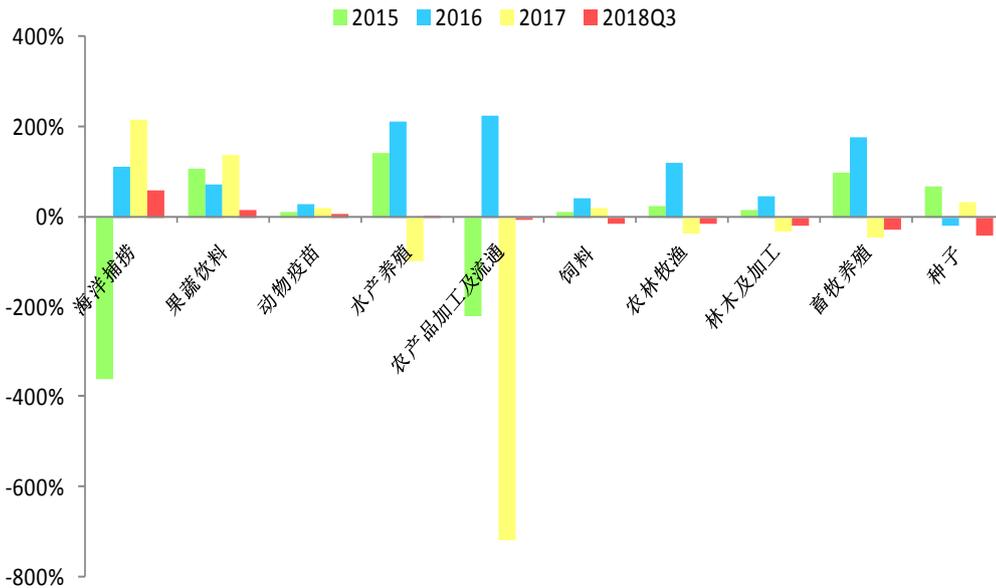
图4：2015-2018 年前三季度农林牧渔及各个子行业营业收入同比增速情况（%）



数据来源：WIND，华融证券整理

根据 2015 年至 2018 年前三季度农林牧渔上市公司归属上市公司净利润同比增速变化情况可以看出板块轮动速度较快，净利增速最快的为水产养殖、畜牧养殖、林木及加工三个板块。中信一级行业指数中农林牧渔归属上市公司净利润同比增速最大值为 2016 年的 119.91%，彼时处于猪周期高点、上下游行业景气度提升明显。各子板块中净利润增速连续三年为正的有海洋捕捞、果蔬饮料、动物疫苗，2018Q3 分别为 61.76%、17.00%、9.10%。除上述子板块外，仅水产养殖增速为正，其余净利润均出现负增长：

图表 5: 2015-2018 年前三季度农林牧渔及各个子行业归属上市公司净利润同比增速情况 (%)

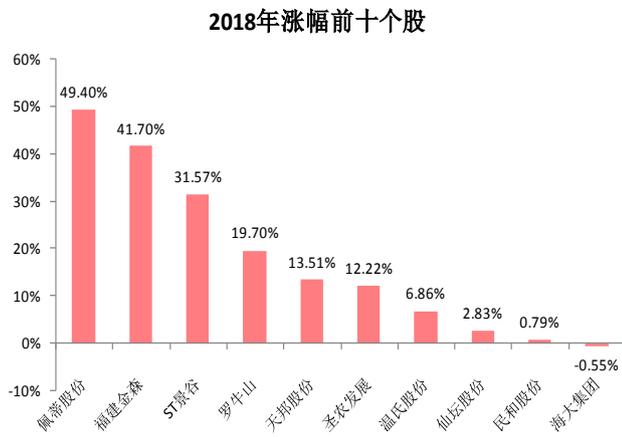


数据来源: WIND, 华融证券整理

3、农林牧渔上市公司个股表现情况

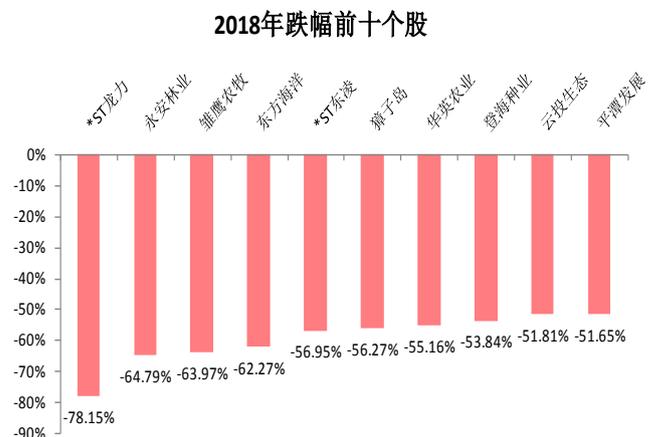
2018 年农林牧渔板块整体表现偏弱, 少数个股收益较为可观。其中涨幅 10% 以上的个股占比 6.82%, 涨幅在 -10% - 10% 的个股占比 13.64%。股价涨幅居前的个股主要为重组转型、养殖白马和新兴行业的龙头个股。股价跌幅居前的个股主要为出现股票质押风险、业绩变脸和财务造假的地雷股。

图表 6: 2018 年涨幅前 10 的个股 (%)



数据来源: WIND、华融证券整理

图表 7: 2018 年跌幅前 10 的个股 (%)



数据来源: Wind、华融证券整理

我们将 2018 年和 2017 年涨跌幅前 10 的个股进行对比发现，2018 年相对 2017 年最大的不同是：2018 年去杠杆进入深水区，杠杆率较高、缺乏业绩支撑的中小创再次遭遇杀估值，投资者对信用风险保持高度谨慎，即便是部分白马绩优标的估值也难获支撑；而 2017 年市场流动性相对充足、板块间配置水平较为均衡，市场对短期业绩不达预期的容忍度较高、行业整体估值偏高。2017 年涨幅居前的主要是行业龙头、融资融券概念股，跌幅居前的主要是壳资源重组、小市值高估值的绩差股，业绩与股价涨跌幅的匹配程度较高。而 2018 年大部分周期子行业已越过景气高点、进入业绩释放后期，股价表现不及公司业绩增速，除传统白马龙头由于缺乏估值催化剂而表现平庸，自下而上的机会大于自上而下的机会。2018 年农林牧渔行业涨幅前 10 强中，前三季度营业收入及净利润增速均为正的个股占比为 60%，较 2017 年增速加快的占比达到 50%，表现较好的主要为政策驱动、转型服务业的重组板块，具体如下图所示：

图表 8：2017 与 2018 年农林牧渔板块上市公司涨跌幅前 10 的个股对比情况 (%)

公司名称	2018 年 涨幅前 10	公司名称	2017 年 涨幅前 10	公司名称	2018 年 跌幅前 10	公司名称	2017 年 跌幅前 10
佩蒂股份	49.40%	傲农生物	139.42%	*ST 龙力	-78.15%	ST 昌鱼	-66.29%
福建金森	41.70%	牧原股份	132.44%	永安林业	-64.79%	香梨股份	-60.88%
ST 景谷	31.57%	通威股份	92.96%	雏鹰农牧	-63.97%	仙坛股份	-52.06%
罗牛山	19.70%	天马科技	84.18%	东方海洋	-62.27%	西部牧业	-51.35%
天邦股份	13.51%	海大集团	58.14%	*ST 东凌	-56.95%	农发种业	-51.29%
圣农发展	12.22%	生物股份	42.72%	獐子岛	-56.27%	国投中鲁	-50.07%
温氏股份	6.86%	佩蒂股份	38.20%	华英农业	-55.16%	正虹科技	-49.19%
仙坛股份	2.83%	威华股份	28.09%	登海种业	-53.84%	宏辉果蔬	-48.87%
民和股份	0.79%	隆平高科	20.77%	云投生态	-51.81%	南宁糖业	-47.74%
海大集团	-0.55%	华英农业	15.69%	平潭发展	-51.65%	华资实业	-47.36%

数据来源：wind，华融证券整理

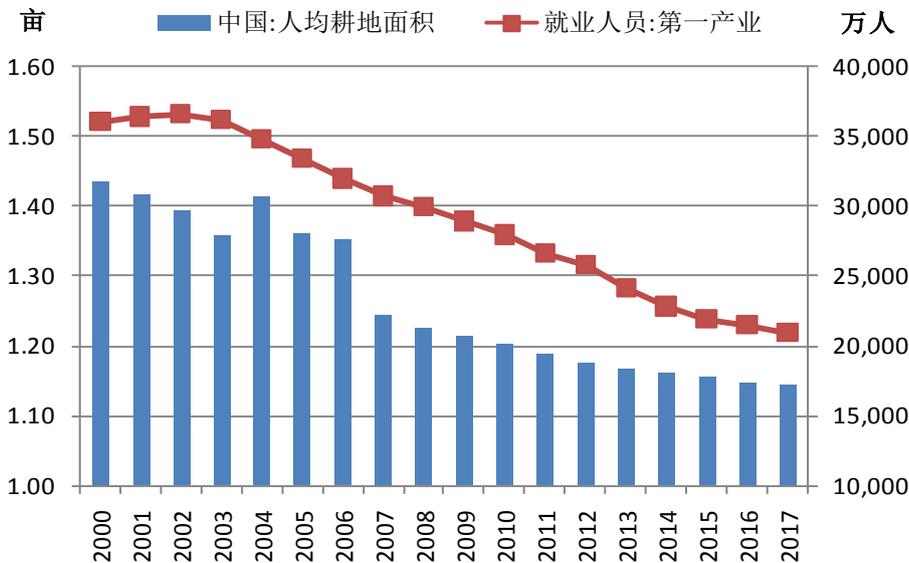
二、心有猛虎：寻找政策利好与估值催化剂

1、资源环境约束与政策规划驱动产业升级

近年来，随着我国城镇化率的提升以及粮食连续增产，资源环境约束日趋明显：首先是第一产业从业人口不断减少以及农村人口年龄结构偏老龄化；其次是人均耕地面积及水资源紧缺；再次是土地地力下降，农残及排放物污染日益严重。上述变化的出现已经开始逐步影响我国农业生产效率以及抗风险能力，并将最终对国家粮食及食品安全形成挑战。通过相关政策规划的出台，引

导产业升级与技术革命，推动行业健康可持续发展势在必行。

图表 9: 随着城镇化率提升以及粮食连续增产, 资源环境约束日趋明显



数据来源: 国家统计局、世界银行, 华融证券整理

一方面, 环保政策约束不断强化。2015 年农业部发布《关于打好农业面源污染防治攻坚战的意见》, 提出了到 2020 年实现农业用水总量控制、化肥农药使用量减少、畜禽粪便秸秆地膜基本资源化利用的“一控两减三基本”的目标任务; 2017 年我国水稻、玉米、小麦三大粮食作物化肥利用率为 37.8%, 农药利用率为 38.8%, 化肥农药零增长提前三年实现; 2018 年 6 月, 国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》, 明确要“减少化肥农药使用量, 增加有机肥使用量, 实现化肥农药使用量负增长”。

另一方面, 国家多次鼓励良种新品培育、强调新技术研发, 大力推动高效低耗农业的发展。2016 年国务院印发《“十三五”国家科技创新规划》, 其中深入实施国家科技重大专项中就包括鼓励多抗性高效能新品种培育: 加强作物抗虫、抗病、抗旱、抗寒基因技术研究, 加大转基因棉花、玉米、大豆研发力度, 推进新型抗虫棉、抗虫玉米、抗除草剂大豆等重大产品产业化。2018 年 7 月, 农业农村部发布《农业绿色发展技术导则(2018—2030 年)》, 重点提出选育和推广一批高效优质多抗的农作物、牧草和畜禽水产新品种, 显著提高农产品的生产效率和优质化率。从近年来中央发布的一系列政策来看, 发展绿色环保和高效农业的路径规划已经十分清晰。

图表 10: 近年我国农业政策围绕两大主线: 绿色环保与科技、品种创新

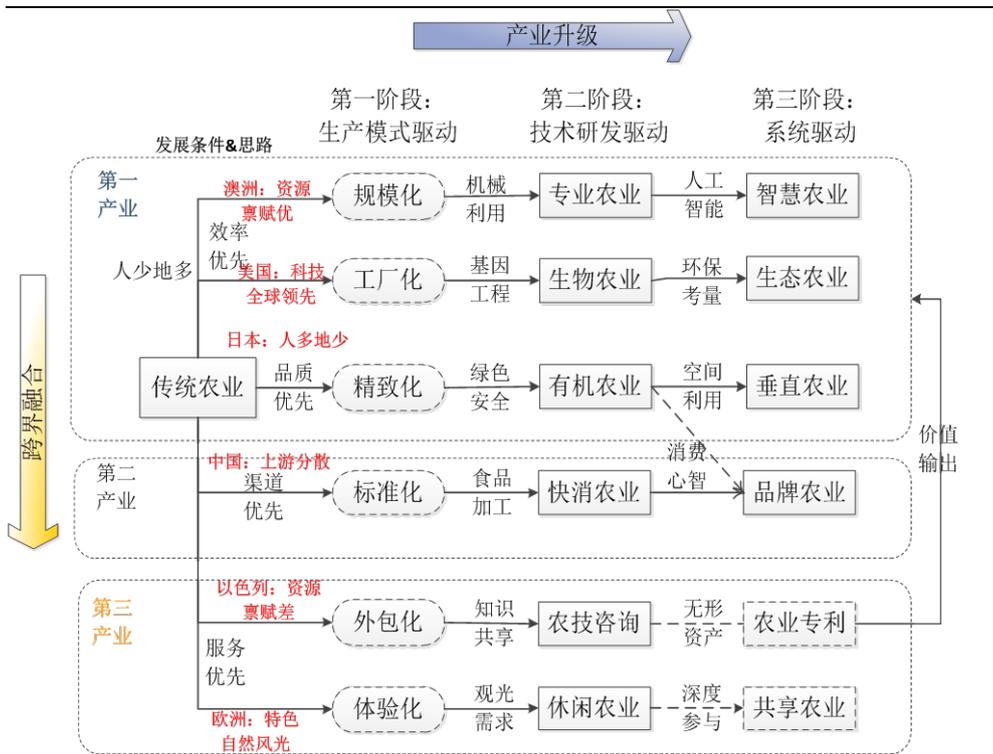
时间	事件	主要内容
2015 年 4 月 14 日	农业部关于打好农业面源污染防治攻坚战实施意见	明确打好农业面源污染防治攻坚战的工作目标。力争到 2020 年农业面源污染加剧的趋势得到有效遏制, 实现“一控两减三基本”。“一控”, 即严格控制农业用水总量; “两减”, 即减少化肥和农药使用量, 实施化肥、农药零增长行动; “三基本”, 即畜禽粪便、农作物秸秆、农膜基本资源化利用, 大力推进农业废弃物的回收利用。
2016 年 8 月 8 日	国务院印发《“十三五”国家科技创新规划》	深入实施国家科技重大专项。转基因生物新品种培育: 加强作物抗虫、抗病、抗旱、抗寒基因技术研究, 加大转基因棉花、玉米、大豆研发力度, 推进新型抗虫棉、抗虫玉米、抗除草剂大豆等重大产品产业化, 强化基因克隆、转基因操作、生物安全新技术研发, 在水稻、小麦等主粮作物中重点支持基于非胚乳特异性表达、基因编辑等新技术的性状改良研究, 使我国农业转基因生物研究整体水平跃居世界前列, 为保障国家粮食安全提供品种和技术储备。建成规范的生物安全性评价技术体系, 确保转基因产品安全。
2018 年 7 月 3 日	农业农村部发布《农业绿色发展技术导则(2018—2030 年)》	绿色投入品创制步伐加快。选育和推广一批高效优质多抗的农作物、牧草和畜禽水产新品种, 显著提高农产品的生产效率和优质化率。重点研发: 转基因技术、全基因组选择和多性状复合育种等高新技术; 资源高效利用、优质多抗、污染物低吸收、适宜轻简栽培和机械化的农作物和牧草新品种; 高效优质多抗专用畜禽水产品种等。
2018 年 7 月 17 日	农业农村部关于深入推进生态环境保护工作的意见	贯彻落实中办国办印发的《关于创新体制机制推进农业绿色发展的意见》, 构建农业绿色发展制度体系。落实农业功能区制度, 建立农业生产布局、耕地轮作休耕、节约高效的农业用水等制度, 建立农业产业准入负面清单制度, 因地制宜制定禁止和限制发展产业目录。推动建立工业和城镇污染向农业转移防控机制, 推进农业投入品减量化、生产清洁化、废弃物资源化、产业模式生态化, 加快补齐农业农村生态环境保护突出短板。健全以绿色生态为导向的农业补贴制度, 推动财政资金投入向农业农村生态环境领域倾斜, 完善生态补偿政策。
2018 年 11 月 21 日	农业农村部有关负责人就外商投资准入负面清单农作物种业有关措施答记者问	2018 年 6 月, 发改委和商务部发布《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018 年版)》, 大幅放宽外商投资农作物种业市场准入。有关种业内容与 17 年版对比如下: 在禁止领域, 两个负面清单规定完全相同。主要包括两项: 一是禁止投资中国稀有和特有的珍贵优良品种的研发、养殖、种植以及相关繁殖材料的生产(包括种植业、畜牧业、水产业的优良基因); 二是禁止投资农作物、种畜禽、水产苗种转基因品种选育及其转基因种子(苗)生产。种植业领域的稻、大豆现阶段仍属禁止外商投资领域。在限制领域, 两个负面清单对外商投资股比要求不同, 与 2017 年版相比, 此次负面清单进行了调整。“2018 全国版”将外商投资种业的作物限制范围由“农作物”缩减为“小麦、玉米”, 要求中方控股(中方持股比例不低于 51%)。“2018 自贸试验区版”将外商投资种业的作物限制范围由“农作物”缩减为“小麦、玉米”, 要求中方持股比例不低于 34%。

数据来源: 政府公开信息, 华融证券整理

政策驱动是最为确定的机会，可自上而下寻找未来产业升级的方向。农业作为传统意义上的第一产业，在工业化之前的几千年中，其生产方式都未发生实质性转变，这主要是由于过去农业对自然资源禀赋依赖程度高、属于劳动力密集型产业，同时技术研发投入水平较低、扩大生产的边际成本难以降低。近年来，国际粮食供给增速远高于需求增速，价格持续下跌。供给方面：（1）发达国家在全世界推广转基因作物，而转基因技术能够大幅提高单产；（2）发展中国家加大化肥、农药使用量，以牺牲土地地力为代价增加粮食产量；（3）跨国贸易商垄断流通渠道囤积的大宗农产品、国家储备粮等库存集中释放；需求方面：（1）发达国家人口陷入负增长，中国人口红利消失；（2）生活水平提高之后，基础农产品在食品消费结构中的占比减少。国内方面：（1）养殖集中度提升较快，农产品实现工厂化种类增多；（2）农业供给侧改革排头兵--玉米调结构、去库存初见成效；（3）环境环保方面的政策约束增强，粗放式经营模式难以持续；（4）土地流转推进速度低于预期。

展望未来国内外农业产业发展趋势：随着信息技术、生物科学的快速发展，以及全球化带来国际分工的变革，农业生产的痛点逐步得到解决，发展思路与产业升级方向出现新的契机。借鉴发达国家历史经验基础之上，结合本国国情与自身有利条件进行思路创新，对我国发展农业产业化、实现现代农业意义重大。

图表 11：农业产业升级与发展路线图

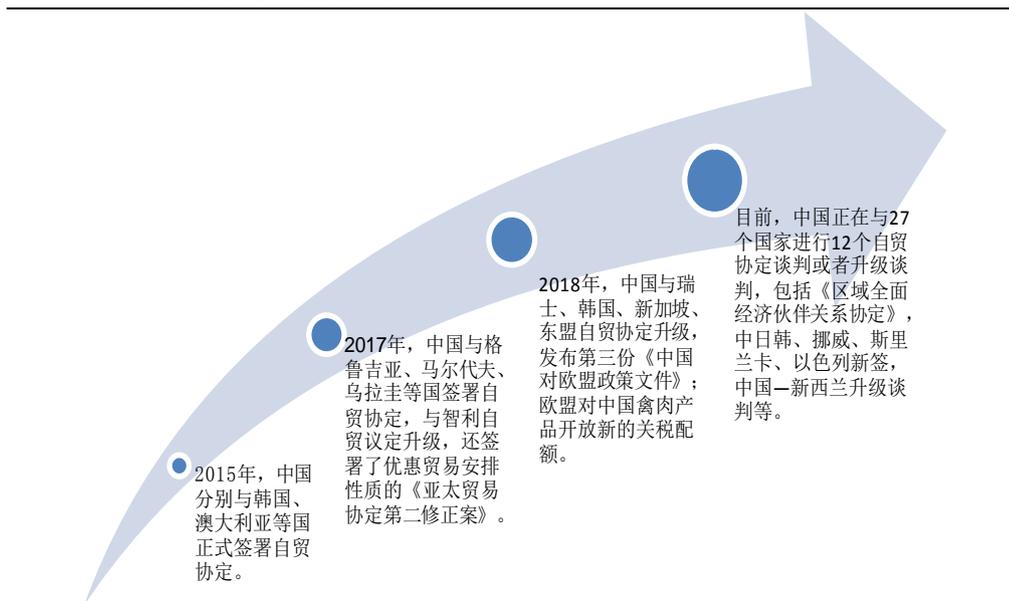


目前各种宏观约束包括但不限于：资源禀赋、环境约束、劳动力成本提升等瓶颈，传统劳动力及资金密集型、以扩充产能、提升产量为主要目标的生产模式正待升级。国内农业资源禀赋差异大、区域发展不均衡，故应发挥所在地区优势、取长补短，加大新品种研发投入、进行差异化布局。国家目前重点推进中的农业技术创新与试点项目还包括：新能源燃料乙醇、高标准农田建设、粮改饲、基因工程技术等，上述政策将助力国内第一产业的横向拓展与纵向升级，实现摆脱资源环境（石油、土地）依赖型的农业产业结构，完成从分散走向集约、从人工走向机械化、从看天吃饭走向智慧智能信息化的现代农业体系。具体到现代种业，种子价格短期看粮食价格，长期看种费比提升，与国外相比我国种费占农作物种植总成本比重较低。当前我国播种面积已经达到天花板，种业的不断发展升级将推动种费比提升。

2、国际宏观环境存在边际改善机会

中国与欧盟等国在贸易特别是农业领域上的合作空间还很大，国际宏观环境存在边际改善机会。近5年来，欧盟对中国出口的猪肉、乳制品等农产品总值翻倍，整体呈现平均3%的增速，目前欧盟对中国农产品贸易仍保持顺差，顺差额高达65亿欧元，其中猪肉、谷物、蔬菜、奶酪等产品贡献巨大。中国对欧盟出口方面也取得最新进展，2018年11月，中国与欧盟达成协议，欧盟同意对中国禽肉产品开放新的进口关税配额，包括6,600吨鸭肉国别配额和5,500吨鸡肉全球配额。对禽类生产带来利好的同时，欧盟逐步放宽对我国多项农产品品类贸易许可的政策趋势可期。

图表 12：近年来我国双多边贸易政策成效显著

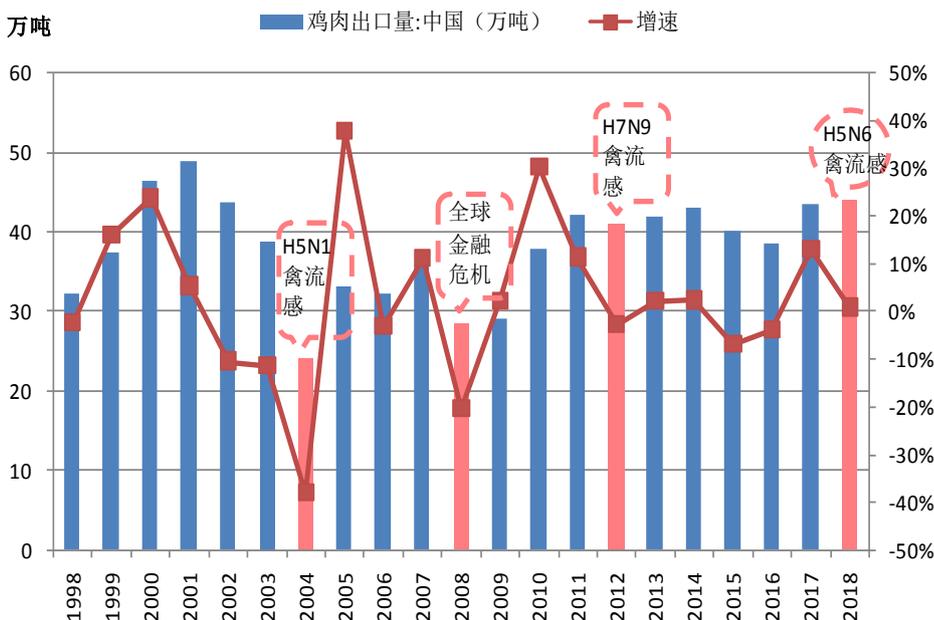


数据来源：WIND，华融证券整理

过去我国已与 24 个国家和地区签订了 16 个自由贸易协定，目前中国正在与 27 个国家进行 12 个自贸协定谈判或者升级谈判，包括《区域全面经济伙伴关系协定》。在货物贸易领域，我国已签署自贸协定平均零关税比例达到 90% 以上，自贸区布局逐步完善，自由化水平不断提高。

我国是世界第二大禽肉生产国，禽肉年产量超过 1,800 万吨，出口量占比约 10%。受环保政策及相关替代品涨价影响，叠加近几年行业亏损导致产能退出，预计此轮禽类产品价格回升有望持续到 2019 年。此外，欧美等主要祖代鸡供种国禽流感疫情余波影响之下，预计明年年底之前鸡苗和毛鸡供给仍然偏紧，猪肉消费承压利好替代品鸡肉消费。

图表 13: 历史上重大疫情或经济危机过后，鸡肉出口增速均恢复明显



数据来源：商务部，华融证券整理

2018 年 1 月至 10 月我国禽肉出口 42.8 万吨，其中对欧盟出口 2.8 万吨，占我国禽肉出口的 6.5%，出口金额 1 亿美元，占我国禽肉出口总额的 6.7%。之前鸭肉出口控制量，配额之外关税高达每吨 2,765 欧元，因此在国际市场无法与泰国竞争。根据此次与欧盟签署的协议，行业预测，鸡肉制品年出口将突破 2.5 万吨，增长 25%，鸭肉制品将突破 1.8 万吨，增长近 50%。

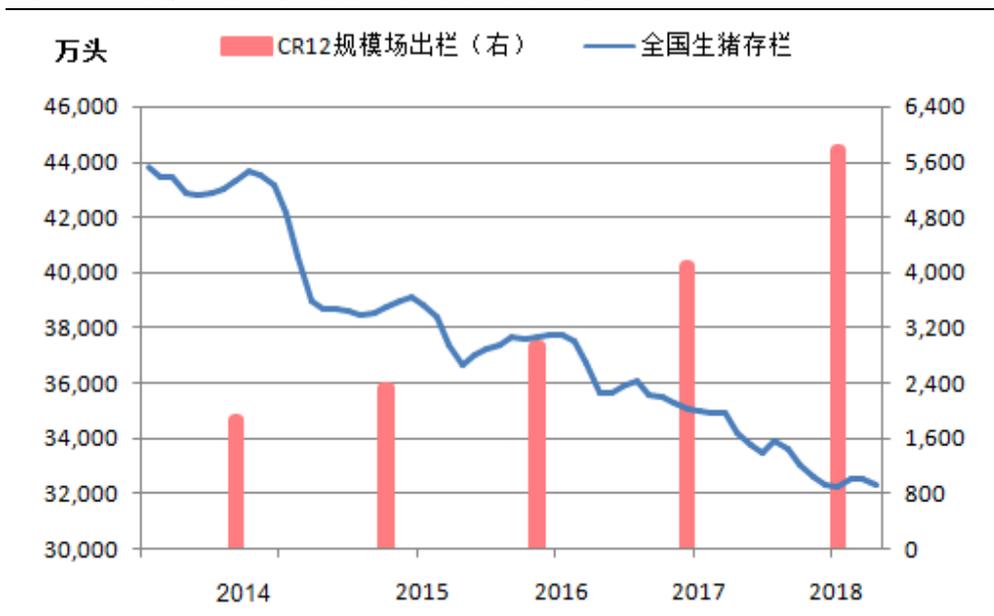
我国禽肉出口的核心优势是与国外消费习惯具有互补性，由于饮食文化与习惯存在天然差异，国内鸭消费偏好以鸭血、鸡鸭杂等副产品需求较大，而国外主要利用品则是禽肉与鹅肝，国内外市场需求的互补为禽类产品出口改善提供了有利的条件。全球鸡肉 10 大生产国中，美国、欧盟、巴西位列前三，中

国排在第 4 位；全球鸡肉出口 10 强中，中国位居第 5 位，年鸡肉出口量与土耳其相当，不及巴西年鸡肉出口量的 1/10；所以从统计数据来看，我国的家禽出口业潜力巨大，随着欧盟对我国家禽进口配额的不断扩大，我国家禽饲养业有望迎来发展的良好机遇。

3、猪存栏或触底回升，高端饲料即将雨过天晴

2014 年生猪养殖行业规模排名前 12 企业出栏量 (CR12) 合计约为 1,858 万头，占比全国生猪总出栏量的 2.48%。随着养猪工厂化、规模化趋势的逐步形成，行业集中度迅速提升，规模养殖场抵御周期波动能力不断增强。到 2018 年养猪 CR12 总出栏量达到约 5,754 万头，占比全国提升至 8.34%，与全行业相比规模养殖场生猪产能走势实现了连续的逆周期增长。

图表 14: 规模养殖场生猪产能走势与全国存栏持续相背



数据来源：海关总署、国家统计局，华融证券整理

2018 年下半年以来猪价超跌反弹，养殖利润回升明显。同时能繁母猪存栏下降速度快于生猪，上游繁育向规模户进一步集中。影响未来存栏及猪价的三大关键要素包括真实供给、猪瘟和进口。具体来看：(1) 如何理解能繁母猪存栏量下降伴随猪价下跌？一是 13 年行情好时大量补栏的母猪胎龄偏高、逐步进入集中淘汰期，同时后备母猪存栏数量上升。也即虽然能繁存栏下降，但 PSY、出栏均重和后备存栏是提升的，生猪实际供给水平有增无减；二是农业部统计口径以散养户为主，不包括上市公司存栏，而环保+猪瘟双重压力之下，散养加速退出、规模场占比增加，养殖效率快速提升；(2) 环保与猪瘟进一步

将造成（局部）供给紧缺，从而对猪价形成支撑；（3）猪肉进口量的变化对生猪价格影响不大，因为生猪的价格形成机制是从产业链自上而下进行传导。在下游需求不变的情况下，猪肉进口量增加将压低猪肉价格，从而降低屠宰利润。

图表 15: 猪价、存栏结构与生猪实际供给水平的相互作用与推演分析



阶段描述		①周期下行期，市场自然出清	②环保、猪瘟二次去产能	③规模户主导，养殖效率提升出现瓶颈	④实际供给下降，猪价重回上升通道
存栏结构变化	散养户	减产	被动退出	观望	现金流制约补栏
	规模场	扩栏	观望	猪价反弹带动补栏	存栏回升，但出栏不足
整体存栏量	母猪	下降	下降	走平	略微上升
	生猪	下降	震荡筑底	略微上升	走平
PSY		大幅提升	增速放缓	基本走平	持平
出栏均重		上升	下降	走平	下降
实际供给水平		上升	下降	略微上升	下降

数据来源：统计局，华融证券整理

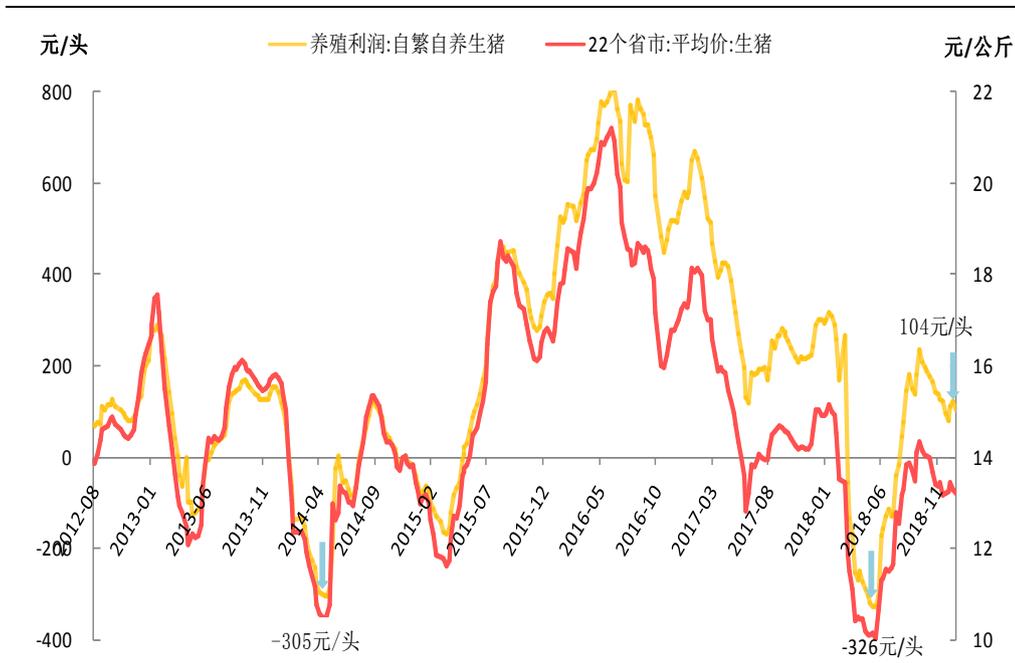
对未来存栏与猪价走势进行推演，从 2016 年 6 月上一轮猪价高点下来大致可以分为四个阶段，目前正处于第二个阶段的中后期。而在本轮猪周期反转将至的第三、四阶段，生猪、能繁母猪存栏将会出现反弹，这是由于规模养殖户主导之下的市场化主动补栏所致。2019 年猪存栏的恢复将有助于饲料龙头销量的提升，特别是对于面向大型养殖场的高端饲料产品而言即将雨过天晴。

三、细嗅蔷薇：挖掘细分市场业绩高弹性龙头

1、生猪养殖集中度不断提升，可挖掘高弹性标的

能繁母猪存栏量从2012年的5,000万头持续下降至2018年11月份最低3,058万头，贯穿了本轮猪周期的整个上升期与下行期，并未充分反应生猪实际供给水平的变化。随着近两年养殖规模化趋势的形成，以及环保、淘汰高龄母猪、长时间底部亏损带来养殖去散户化的加速，导致虽然能繁存栏下降，但繁殖效率PSY、出栏均重和后备存栏均出现大幅提升，生猪供给水平同步增加。目前猪价触底反弹的主要原因：（1）是猪瘟与环保政策趋严环境之下，散户退出速度超出预期、补栏意愿空前低迷；（2）是养殖效率的提升达到一个短期的瓶颈；（3）是上市公司等规模养殖户这两年建设的产能暂未充分释放，目前市场处于一个供需缺口相对扩大的空档期。

图表 16：猪价超跌反弹，养殖利润回升明显

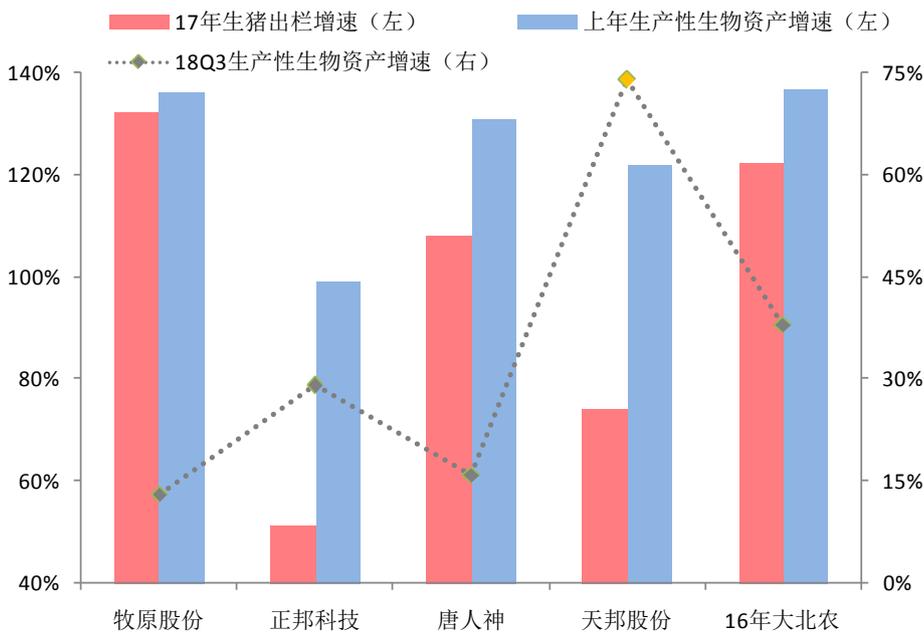


数据来源：农业部，华融证券整理

生猪价格何时反弹？未来走势判断。A、当养殖效率提升速度小于存栏去化速度时（首先上市公司的产能扩张规划放缓；其次低效散养户基本出清完毕，这样整体PSY将趋于稳定，猪价也逐步止跌）B、当养殖利润低至规模场资金链紧张、被动去产能时（如去杠杠下的雏鹰农牧），猪价才会进入下一轮上升周期。我们对猪价的整体判断是：目前属于筑底之后的第一轮反弹，预计猪价

后市将维持在 13-15 元之间震荡一段时间之后重回上涨，在 2019 年末至 2020 年初开启新一轮的上升周期；但由于生猪养殖市场正发生结构性变化（从散户为主升级为规模场为主），下一轮猪周期的高度可能会比这一轮低，波动幅度与频率也将趋缓。

图表 17: 生产性生物资产是预测来年生猪出栏量较好的先行指标



数据来源：公司定期报告，华融证券整理

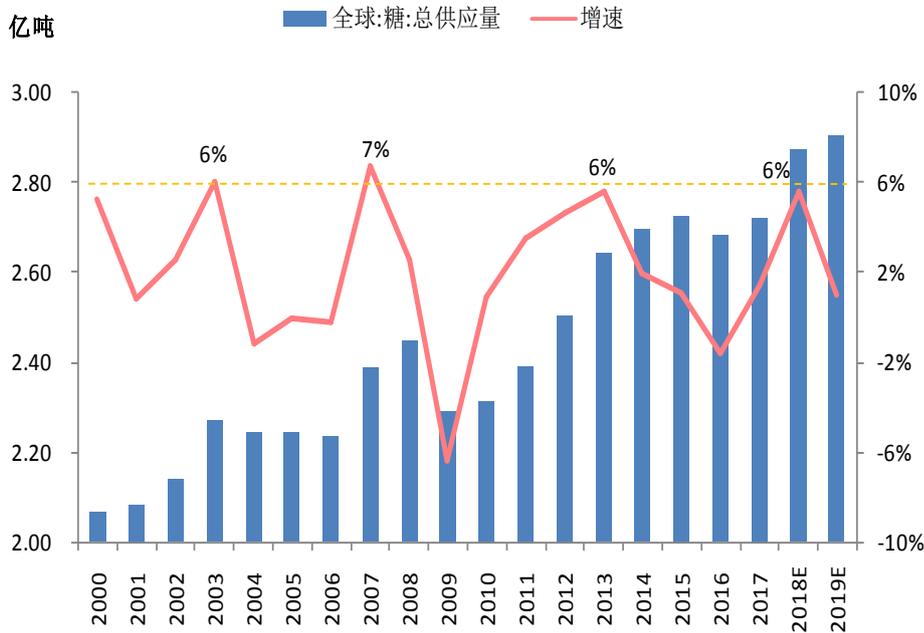
横向比较头部养猪企业 2018Q3 生产性生物资产发现，天邦股份产能增速达到 74%、位居行业第一，故预计其 2019 年出栏增速也将保持较高弹性。2018Q3 生产性生物资产同比增速在 30% 以上的养殖企业还有大北农和正邦科技。从养殖规模的扩张弹性来看，相对于禽类养殖，全国生猪养殖行业出栏集中度提升空间更大，未来各猪产业链企业业绩与猪价的相关性将更强。目前的非洲猪瘟处于爆发中后期，局部地区跨省调度已有放松迹象，天邦股份依托江浙地区庞大的生猪调入量与需求市场、以及日益增长的产能规模，将不受疫情影响，同时尽享销区高猪价。

2、供需缺口持续改善，糖产业新一轮周期开启在即

由于各大需求国人口增速放缓、逐步进入老龄化社会，近 10 年来白糖消费基本保持稳定，国际糖价走势主要取决于供给端。全球前五大产糖国（地区）分别为巴西、印度、欧盟、泰国和中国，其中巴西由于内需增长稳定、产糖量远大于国内需求量，因此出口量在 2010-2013 年期间一度占到全球的近一半的

比例，是全球糖业最大的供应仓库；印度仍然是最大消费国和第二大产糖国，欧盟各国产需基本平衡；作为第四大产糖国的泰国国内消费也远不及产量，其出口量也很大程度上影响到国际供给边际变化。

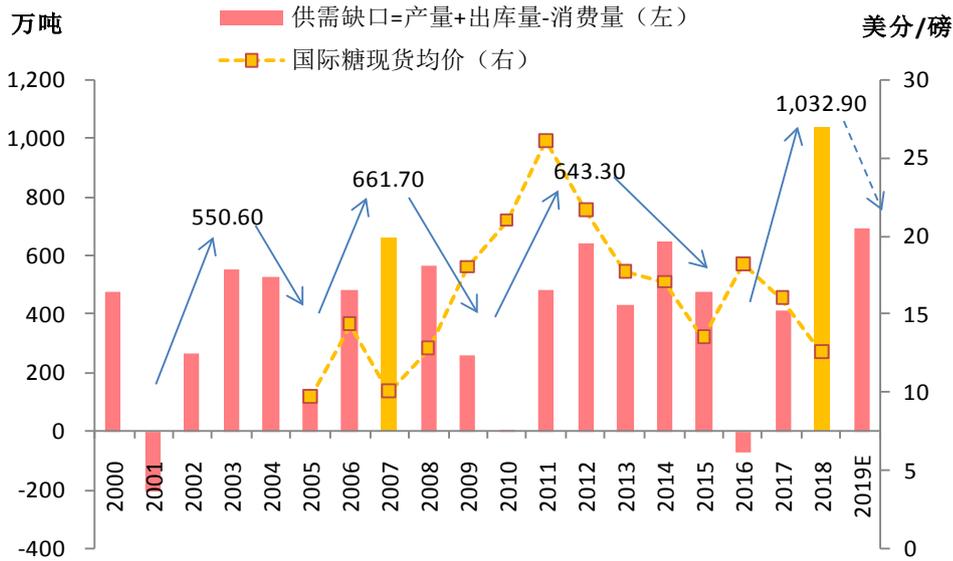
图表 18: 全球糖总供 增速再次接近 6% 峰值，库存去化周期开启在即



数据来源：USDA，华融证券整理

根据 USDA 统计数据，2017/2018 榨季全球白糖总供应量为 2.90 亿吨，继 2003、2007、2013 年之后再次接近 6% 的增速峰值，其中主要出口国巴西、印度和泰国总供应量分别为 3,972 万吨、4,203 万吨和 2,033 万吨，精制糖出口量分别为 564 万吨（食糖出口合计 2116 万吨）、160 万吨和 450 万吨；预计 2018/2019 年总供应量为 2.88 亿吨，其中巴西、印度和泰国总供应量分别为 3,152 万吨、4,960 万吨和 2,100 万吨，精制糖出口量分别为 392 万吨（食糖出口合计 1,505 万吨）、200 万吨和 500 万吨。虽然目前总供给水平仍较为充裕，但增速放缓迹象明显，下个榨季之后有望开启新一轮的库存去化周期。

图表 19: 全球供需缺口持续改善 (超过 2 年) 即能驱动国际原糖进入涨势



数据来源: USDA、农业部, 华融证券整理

历史数据表明: 全球供需缺口持续缩小 (超过 2 年) 即能驱动国际原糖进入涨势。从最新全球供需总缺口差来看: 目前仍处于供给过剩的阶段, 但供需差已从 2018 年的 1,033 万吨收窄至 2019 年 690 万吨, 边际上存在较大改善、接近于历史平均水平。2018 年全球白糖总产量为 1.95 亿吨, 预计 2019 年为 1.86 亿吨, 若 2020 年产量预期能继续减少, 则国际糖价走牛的概率较高。

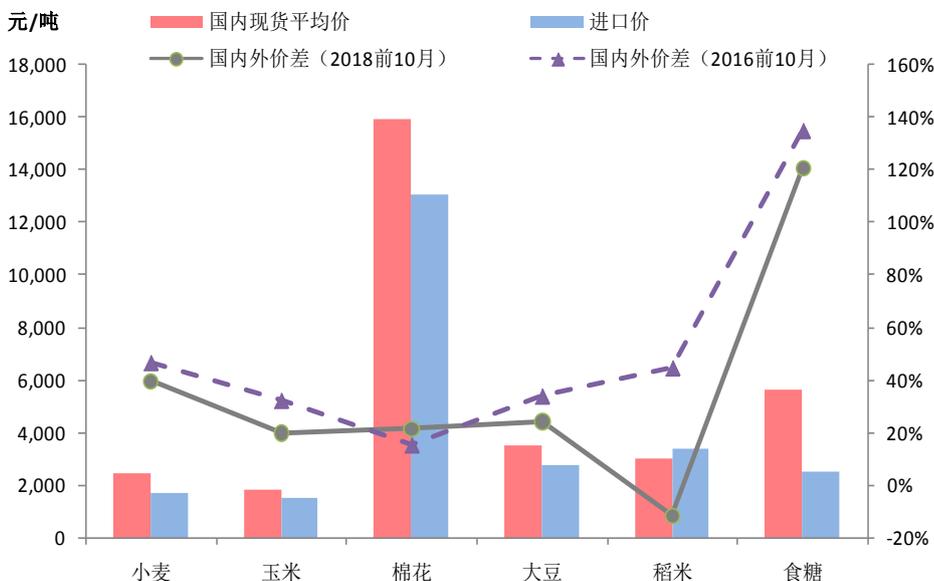
图表 20: 国际油价通过甘蔗制乙醇比例变化影响巴西糖产量



数据来源: 农业部、OPEC, 华融证券整理

巴西是中国最大的食糖进口国，2016、2017 和 2018 前三季度进口量分别为 199 万吨、79 万吨和 21.32 万吨，占每年中国总进口糖约 50%，而影响巴西产量的因素有：（1）种植面积变化：由于其他竞争性作物外需增加，如 18 年中美贸易战导致中国自巴西进口大豆量激增、农户砍甘蔗改种大豆，主要影响 18 年种植面积以及 19 年产量；（2）单产变化：厄尔尼诺发生概率增加，极端天气影响甘蔗生长情况及出糖率，从而导致减产；（3）制糖比变化：巴西甘蔗既可以用来生产糖，也可以生产乙醇，一般甘蔗生产乙醇比例 50%-60% 之间，而作为生物能源的燃料乙醇与原油互为替代。巴西原油开采成本约为 49 美元/桶，历史上低于该价位的运行持续时间均较短。2018 年 12 月末 OPEC 一揽子原油最新价格为 53.92 美元/桶，国际原油开采业即将进入深度亏损区间，根据各主产国成本，原油价格在 45 美元附近可能获得较强支撑，同时也将明确乙醇价格的底部区间。预计 2018/2019 榨季甘蔗制乙醇比例调整幅度有限，制糖比的反弹不会大幅提升巴西糖产量。

图表 21：大部分农产品国内外价差有所收窄，稻米、食糖回落幅度较大



数据来源：农业部、海关总署，华融证券整理

国内糖供给主要由国内自产和进口构成，合计占比 90% 以上。而内外价差是除关税变化之外，影响进口量（以及走私量）的主要因素。2018 年大部分农产品国内外价差有所收窄，稻米、食糖回落幅度较大，这将很大程度上缓解过去低价进口产品对国内市场造成的冲击。根据农业农村部供需报告，2017/18 榨季全国食糖产量 1,031.04 万吨，2018/19 榨季预计增产 40-70 万吨，至 1,070-1,100 万吨，仍然存在 420-450 万吨的产消缺口。往年产消缺口基本通过进口来弥补，但是自 2014 年底开始，我国食糖进口政策管控持续加强，特别是 18 下半年起对于配额外进口食糖，全面实行 90% 的关税税率。2017/18

榨季进口糖 243 万吨，同比增长 13 万吨，但仍少于 2012/13-2015/16 任何一个榨季的进口量。2018 年 1-10 月累计进口食糖 229 万吨，全年进口量预估在 250 万吨，我国食糖进口量难有较大规模改变。

展望后市，由于全球总供给增速已见顶、供需格局逐步改善，国际原糖价格可能率先开启一轮牛市。而由于 2019 年巴西减产确定性较高，内外联动之下通过进口渠道进入国内的巴西糖数量相应减少，同时受政策保护及制糖成本限制、国内产量及总进口量的增长也将十分有限，上游制糖龙头将充分受益于国内白糖周期回暖。

四、行业评级及投资组合

1、2019 年展望：逆市心有猛虎，成长细嗅蔷薇

2018 年农林牧渔行业表现弱于 2017 年，原因多方面，主要是环保、猪瘟导致猪周期底部拉长，叠加宏观去杠杆大环境之下中小企业现金流持续紧张。规模化养殖业绩尚未充分兑现，中美贸易战给外需及投资带来更多不确定性。随着去杠杆进入深水区，未来大股东质押率较高、高负债扩张、缺乏业绩支撑的中小创压力仍较大。

通过国家队救市、社保基金抄底、贸易谈判偏鸽派等迹象来看，市场目前已至政策底，从市盈率、市净率和市值/产能等多项指标来看，农业股估值已处于历史绝对低位水平。从基本面来看，加息周期外围环境恶化，债务违约风险较大，上游投资与下游内需消费不足之下，行业整体业绩仍处于下行期。虽然周期下行之下系统性机会较小，但也成为挖掘优质个股的最佳时期，特别是对于估值合理、业绩稳健的公司，安全边际逐步显现，顺应宏观政策与内外部环境趋势，自上而下配置预期边际改善与价值洼地估值修复的机会，自下而上挖掘细分板块高成长、业绩反转龙头。

展望 2019 年，对农业板块后市判断：自上而下进行行业供求分析，判断猪、糖、橡胶等品种存在周期反转机会；自下而上通过观察先行指标与公司调研，可关注产品竞争优势明显、产能扩张弹性大的标的。具体投资主线包括：（1）政策驱动型机会，资源环境约束与政策规划路径驱动现代种业等核心产业升级。近年来，随着我国城镇化率的提升以及粮食连续增产，资源环境约束日趋明显；而从近年来中央发布的一系列政策来看，发展绿色环保和高效农业的路径规划已经十分清晰。国家目前重点推进中的农业技术创新与试点项目还包括：新能源燃料乙醇、高标准农田建设、粮改饲、基因工程技术等；（2）价值股与行业龙头估值修复机会，特别是对于估值处于洼地、现金流稳定的高端饲料与禽全

产业链龙头；（3）农产品涨价预期与公司业绩量价齐升的机会，可自下而上挖掘基本面优秀或大幅改善的成长型公司，看好产能增长潜力较大的生猪养殖与制糖弹性标的。

2、投资组合

（1）隆平高科（000998）：主粮育种龙头，研发优势明显

公司 1-9 月份实现营业收入 14.57 亿元，同比增长 15.71%；扣非后的归母净利润为-0.03 亿元，同比下降-101.92%；每股收益 0.06 元。2018 前三季度利润同比下降的主要原因系种子业务的增长不能覆盖农业服务业务的下降、财务费用较大幅度增加、巴西隆平投后整合的短期损益共同影响。2018 年半年报显示，公司海外投资平台公司 AMAZON AGRI 净利润约-1.46 亿元，拖累公司短期业绩。

公司制定了“种业运营+农业服务、国内市场+国际市场”四轮驱动，“内生发展+外延并购”双动力增长的发展战略。国内市场方面，玉米和水稻分别为前两大品种，公司 2018 上半年制种产量为 2,190 万公斤，相比 2017 年上半年增长 63.68%。其中水稻为存量业务，近两年受国家稻谷去库存、调低最低收购价及种植面积影响，2018 年水稻种子销售量增价跌、业绩低于预期；玉米为增量业务，播种面积在国家粮食收储制度改革及农业供改引导下逐年下滑，累计调减面积已达到 5,000 万亩，接近于达成去库存目标。2019 年随着下游饲料需求的逐步改善，预计未来继续调减的空间相对有限。而从国内商业化率的提升、海外市场空间的拓展与新品研发储备来看，玉米种子业务的空间更大。

国际市场方面，公司近两年加速南美布局，增量目标市场包括巴西玉米研发及后期适宜区推广、东南亚水稻及农服等。收购的巴西陶氏益农资产包含完整的玉米种质资源库，该种质库能够孕育适合热带和亚热带气候的种子品种，可在国内西南区直接推广使用，在黄淮海地区也可以找到本土化的亲本融合。巴西隆平在巴西本土市占率位居第三，具备先进的转基因玉米技术，其中包含抗草胺膦和草甘膦的耐药性基因以及多种抗虫基因；而且巴西隆平在传统转基因（获得先正达授权）的基础上，将推出下一代的优质转基因玉米品种，新品种有望在 2018 年四季度推出，2019 年开始放量销售。

公司不断加大研发投入，并且通过外延并购获取新品。2017 年研发支出达到 3.23 亿元，占比营收 10.14%。2018 年公司收购自带多个优质玉米品种的黄渤海地区制种黑马联创种业，联创出具利润承诺，2018 年、2019 年和 2020 年其可实现的归属于母公司股东的净利润分别不低 1.38 亿元、1.54 亿元和 1.64 亿元。

盈利预测及投资建议：公司已成长为由国家控股、具备主粮研发优势的国际化种业龙头。面对国内农业供给侧改革带来的短期业绩压力，公司适时调整业务方向与打法，战术上研发并购新品种、获取优质种质资源，战略上布局海外市场、打通跨国市场渠道，未来借助资本及技术储备，可对接广阔的亚热带适宜市场，进一步扩大商业化优势。我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.65、0.78、0.90 元，给予推荐的评级。

风险提示：产业政策变化、极端天气与自然灾害、新品研发及推广风险

（2）圣农发展（002299）：借消费升级、外需改善东风，发力下游深加工

公司 1-9 月份实现营业收入 80.56 亿元，同比增长 9.29%；扣非后归母净利润为 7.76 亿元，同比增加 1546.85%；每股收益 0.65 元。

公司是国内白羽肉鸡行业全产业链龙头，业务涵盖种鸡养殖-鸡苗孵化-商品代饲养-肉鸡屠宰与加工，目前拥有祖代鸡 20 万套、父母代 500 万套，18 年产能全面达产后，公司肉鸡出栏量达到 5 亿羽。2017 年鸡肉销量 90.6 万吨，销售额 75.62 亿元。得益于多年的品牌积累与自繁自养自宰一体化经营模式，与下游客户建立了长期而稳定的合作关系，目前订单占比 KFC 总采购量的 45-51%，麦当劳的 70%，公司后续将通过并购扩大市场份额与产业链定价权。

2018 年，白羽肉鸡行业供给急剧收缩，产品价格稳步上涨，行业明显复苏，景气度持续上行。白羽肉鸡祖代数量、父母代在产量持续维持历史较低水平，且后补乏力。预计全年引种量在 60 万套左右，行业供给短缺明显。白羽肉鸡供给的持续减少推动鸡肉产品价格回升，在大客户订单量不断增加的基础上，公司直销终端渠道进一步扩展，销售规模进一步扩大。

虽然随着行业景气度高企与业绩的充分释放，2019 年鸡肉价格存在震荡回调的可能，但公司具备能够穿越周期的长期竞争优势：一是专注于白羽肉鸡主业不动摇，大力实施农业养殖 4.0 体系，生产效率不断提升；二是实现了从育种、养殖到屠宰加工全产业链的规模与成本优势；三是地理位置天然环保，产品质量控制得力；四是稳定的品牌与供应已获得下游大客户支持，同时发力下游食品与零售业务，终端市场能力进一步增强。

与发达国家相比，我国下游消费端鸡肉与猪肉比值仍有提升空间，2018 年底公司通过圣农食品浦城项目发力食品深加工与熟食产业，可新增加工年产能 7.92 万吨，新增销售额 12.8 亿元，预计新项目将于 2020 年 5 月完成投产。此外，公司还将充分受益于欧盟对中国开放的新增禽肉进口配额。未来 5-10

年，公司将继续发挥一体化全产业链的优势，完成农业养殖 4.0 体系建设，产能翻倍达到 10 亿羽，发力终端打通餐桌最后一公里，成为世界级的食品企业。

盈利预测与投资建议：从公司业务的发展趋势来看：1、白羽鸡全产业链发展战略执行到位，下一步产品从冻鸡拓展至冰鲜鸡、熟食、餐饮等高附加值产品或服务，业务抗风险能力不断增强；2、祖代鸡引种持续不足叠加环保政策推动淘汰落后产能，预计 19 年禽链价格仍将维持高位；3、新并购公司、投资项目逐步投产，圣农食品、鲜美味项目开始稳定贡献利润。未来公司业绩将继续改善、长期发展趋势向好。预计 2018-2020 年每股收益分别为 0.81 元、0.90 元和 1.06 元，给予“推荐”评级。

风险提示：食品安全事件；禽类产品价格下跌；冰鲜鸡推广不及预期。

(3) 大北农 (002385)：低估值高毛利，高端饲料产品充分受益存栏回升

公司前三季度实现营业收入 142.18 亿元，同比上升 6.22%；归属上市公司净利润为 4.41 亿元，同比下降-47.52%，其中转让农信互联 6.62% 股权确认投资收益 2.81 亿元。前三季度每股收益为 0.11 元。

公司是国内规模最大的预混合饲料企业，业务板块主要包括饲料、生猪养殖、种子、动保、植保及供应链金融等。公司主营业务收入主要来源于饲料业务，2018 上半年营收构成中，饲料、生猪、种子和动保业务占比分别为 87.49%、5.43%、3.15%和 1.93%。传统饲料业务方面公司顺应行业趋势转型，提升高端产品及直销渠道占比，近年来饲料销量增速趋缓，但饲料毛利率提升显著。一是产品结构持续优化，猪料业务量利齐增；二是水产饲料重新定位，业绩有望逐步好转。2018 年公司饲料毛利率保持行业领先水平。

饲料行业整体产能趋于过剩，核心竞争力在于拼研发与食品安全，而后纵向整合产业链上下游。2014 年起公司战略定位重心由高端饲料企业向下游养殖及金融板块拓展，业务结构更加多元化，市值增长逻辑发生转变。养殖板块推动新型养猪生态圈，而本轮生猪价格反弹开启，将成为公司又一利润增长点。农业互联网板块，子公司农信互联打造“数据+电商+金融”三大核心平台。从整体业绩上来看，大北农各项盈利数据稳健增长。在收入端：养殖以及供应链金融业务的逐步放量有效对冲了传统饲料业务增速放缓带来的业绩下滑压力。短期内经营净现金流有所减少，但未来公司通过供应链金融业务将大部分对下游客户的应收账款转化为贷款，在提高资金周转效率低的同时，获取的利息收入可进一步增厚公司利润。

公司业务所处行业的周期性决定了其股价在行业景气高点、业绩已充分兑现时的风险最大（例如 2013 年），其中饲料板块业绩的整体波动较养殖行业呈现出“后周期性”，即饲料业务的周期拐点要滞后于养殖业务。而每一次饲料业务的周期低点（高点）将分别对应股票的最佳买点（卖点）。目前公司饲料业务所处阶段为从周期底部向周期高点（饲料销量增速最快）运动的向好趋势过程之中，因此股价下行的整体风险不大。

盈利预测及投资建议：公司是国内高端饲料龙头，同时布局产业互联网、转基因种子领域，属于传统价值白马。最新市盈率 16 倍，大幅低于历史平均水平。饲料行业目前处于周期底部，未来生猪存栏反弹尤其是规模场产能扩张存在超预期的可能，看好公司在规模养猪场客户中优势地位稳固，高端猪料销量及生猪养殖规模的业绩弹性将逐步显现。而明年业绩企稳反弹之后，估值也将逐步得到修复。预测公司 2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.18、0.26 元，给予推荐的评级。

风险提示：生猪存栏反弹不达预期、下游养殖及金融板块现金流紧张

（4）天邦股份（002124）：规模化养殖新贵，出栏高增长首选

公司 1-9 月份实现营业收入 31.79 亿元，同比增长 40.42%；归属上市公司净利润为 1.21 亿元，同比减少 45.07%；每股收益 0.11 元。

公司传统业务以水产饲料作为主打产品，还包括食品疫苗等板块、业务布局较为分散。2017 年起公司集中发力生猪养殖业务，扩大母猪种群规模，2018 年中报养殖及食品加工业务主营贡献达到 65%。2018 年 3 月至 6 月猪价超跌，导致养殖利润下滑。此外由于一季度公司有 4.3 万头母猪投产，导致 6-9 月份养殖成本阶段性上升。公司育肥猪完全成本 12.27 元/公斤，鉴于巴西增产、国内高库存，预计玉米豆粕等饲料原料价格将保持低位；四季度猪价反弹并运行于成本线之上，养殖业务利润率将大幅改善。出栏量方面，前三季度公司总出栏 143.85 万头，同比大增 99.85%，同时公司三季末生产性生物资产同比增幅超过 70%、远超同行，也预示着明年公司生猪出栏的高弹性。

从本轮猪周期产能变化来看，能繁母猪存栏量持续下跌，并未充分反应生猪实际供给水平的变化。随着近两年养殖规模化趋势的形成，以及环保、淘汰高龄母猪、长时间底部亏损带来养殖去散户化的加速，导致虽然能繁存栏下降，但繁殖效率 PSY、出栏均重和后备存栏均出现大幅提升，判断未来猪价走势将逐步摆脱猪瘟疫情影响。2019 年随着全国规模化产能的释放、市场上生猪的整体供应依然较为充足，预计猪价后市将维持在 13-15 元之间震荡一段时间，之后重新开启新一轮的上升周期。

明年猪价关键点在于养殖效率与存栏的变化，即养殖效率提升的空间何时到顶，以及规模场的产能扩张节奏合适趋缓，彼时再配合全国母猪存栏的去化，方有可能开启一波生猪价格大的上升周期。从9、10月份的数据来看，生猪存栏出现了年初以来的首次反弹，而能繁母猪存栏仍延续下降。中期受存栏释放影响，明年年中的猪价可能会有一波调整，但从大的趋势来看，由于本轮散户的补栏积极性受到多重利空因素的叠加影响，2019年底到2020年初可能会有一波大的行情。

盈利预测及投资建议：公司传统水产饲料业务差异化优势明显、现金流良好，而2019年生猪养殖业务具备全行业最好的弹性。随着生猪价格的逐步上移以及规模化养殖趋势的形成，公司业绩将形成量价齐升的局面、具备优秀的成长性，浙农发溢价收购也从侧面印证公司黑马价值，预测2019、2020年EPS分别为0.25、0.32元，给予推荐的评级。

风险提示：出栏量不达预期；三项费用拖累业绩等。

(5) 南宁糖业(000911)：上游制糖弹性标的，静待糖牛到来

公司1-9月份实现营业收入28.46亿元，同比增长68.77%；归属上市公司净利润为-6.48亿元，同比下降-548.31%；每股收益-2.00元。

公司作为老牌国企、账面资金充足，通过收购可获取稀缺榨区资源。2018年三季度末公司流动资金余额10亿元、存货10.36亿元，两者相加已超过最新市值18.1亿元，足见市场对偿债压力等负面因素的预期可能过于悲观。公司自16年确定了“百亿南糖”的发展目标。在坚持制糖主业的前提下，制糖产能必须扩大。广西政府已停止审批新增榨区，受蔗田划片的限制，产能扩张只能依靠外延式并购。公司收购主要是为了获取稀缺榨区资源，从而为产能的扩张提供保障。随着拥有甘蔗种植面积的提升，公司白糖产量有望实现突破。

公司业务单纯，将充分受益于未来糖价上涨。公司以机制糖为主业，日榨甘蔗能力4.84万吨，2017年产糖48.43万吨，远高于同行平均水平。通过发债与定增获取了充足的低成本资金，三季报财务状况良好，具备并购能力。未来将继续扩大产能，抢占行业制高点，通过并购积极实施“双百”发展战略，从而充分受益于糖价上涨。

白糖供求关系边际改善迹象已较为明显。首先从全球供需总缺口差来看：目前仍处于供给过剩的阶段，但供需差持续缩小、库存得到不断消耗。若2020年产量预期能继续减少，则国际糖价走牛的概率较高。其次是中美贸易战引导巴西蔗农改种大豆、同时受厄尔尼诺极端天气影响，明年巴西蔗糖减产及出口量大幅下降已经十分确定。虽然国际油价下行可能给甘蔗制糖比带来一些扰

动,但预计 2018/2019 榨季甘蔗制乙醇比例调整幅度有限,制糖比的反弹不会大幅提升巴西糖产量。其次是国内方面,蔗糖种植作为西南地区支柱产业受政策保护趋势不改,高配额外关税叠加严打走势,我国食糖进口量难有较大规模改变。其他催化剂可能还包括国家加速广西地区高标准农田建设、东南亚一带一路带来的产销量超预期。

盈利预测及投资建议: 展望甘蔗制糖产业后市,全球总供给增速已见顶、供需格局逐步改善,国际原糖价格可能率先开启一轮牛市。而由于 2019 年巴西减产确定性较高,内外联动之下通过进口渠道进入国内的巴西糖数量相应减少,同时受政策保护及制糖成本限制、国内产量及总进口量的增长也将十分有限,上游制糖龙头将充分受益于国内白糖周期回暖。看好公司在困境反转之后的业绩弹性,预测 2019、2020 年 EPS 分别为 0.18、0.35 元,给予推荐的评级。

风险提示: 糖价反复震荡;收购或项目建设不达预期等。

图表 22: 重点公司盈利预测,估值与投资评级(价格以 12.27 收盘价计算)

股票简称	股价	EPS			PE			PB	评级
		17	18E	19E	17	18E	19E		
隆平高科	14.89	0.61	0.65	0.78	24.41	22.91	19.09	2.9	推荐
圣农发展	16.3	0.26	0.81	0.9	62.69	20.12	18.11	1.1	推荐
大北农	3.19	0.31	0.18	0.26	10.29	17.72	12.27	1.3	推荐
天邦股份	6.91	0.34	0.15	0.25	20.32	46.07	27.64	2.6	推荐
南宁糖业	5.6	-0.6	-1.73	0.18	-9.33	-3.24	31.11	2.4	推荐

数据来源: Wind, 华融证券整理

五、风险提示

1、国际竞争加剧

2018 年随着“一带一路”战略的实施深入以及跨国资本流动加剧,无论是保持国内现有市场份额还是走出去打开新市场,我国农企都将面临不小的国际竞争压力。这种“竞争-并购-研发-抢占市场”的螺旋式上升是国际化资源整合的大趋势,倒逼我国企业从生产成本控制、科技研发创新方面寻求突破,以取得产品价格与质量方面的竞争优势。市场化竞争是一个优胜劣汰的过程,农产

品的需求方不关心企业股东构成、国家是否扶持、产能与规模大小，影响购买决定的刚性因素始终都是产品的质量与价格。

2、消费升级不达预期

中国经济结构处于转型期，改善居民生活质量、提高居民消费水平是政府工作重点，未来经济增长动力将来自消费领域。然而消费升级并非是一蹴而就的过程，受到宏观经济、城镇化进度、政策补贴、物流配套和居民购买习惯等因素影响。农产品消费升级是由刚性需求过渡到弹性需求的转变，先行国家食品消费结构的变化往往耗费十余年甚至更长的时间。无论是冷链物流还是食品安全都是长期以来困扰我国生鲜农产品行业发展的大问题，对于企业而言也需要逐步打造值得消费者信赖的优质品牌，未来的发展速度存在一定不确定性。

3、自然灾害

2017年“拉尼娜”强度超过预期，在我国已经出现了较为严重的“南涝北旱”现象。2018年厄尔尼诺接棒，春寒导致苹果价格暴涨。2019年极端天气大概率仍将延续，相关农作物产量也将受到影响，从而引发上下游价格波动。养殖方面，因为自然灾害而导致信任危机、长期不被市场看好的公司长期存在，典型的如“獐子岛扇贝消失”事件。由于自然灾害具有突发性强、持续时间较长等特点，建议投资者选择管理层诚信度高、产品抗风险能力强的投资标的。

4、疾病瘟疫

每年春秋时节是动物疫病的高发期，对养殖板块造成不小影响。特别是对于规模化企业而言，随着产能的不断扩张，一旦出现疫情必须进行及时有效的控制，必要防疫成本增加。异常气候环境引发各类疫病发病率提高，带动动物疫苗需求量增加。对于兽药疫苗板块形成利好，但对养殖行业下游消费需求的抑制作用明显，从价格上表现为生猪价格快速上涨而猪肉价格始终滞涨。如果产品价格带动产量增速过快，而需求端持续萎缩，容易造成产能过剩，从而带来销售量与利润率的大幅波动。

5、食品安全事件

民以食为天，食品安全关乎性命，无论大小都会引发关注，大的食品安全事件如“三鹿毒奶粉”甚至会引发全社会的讨论，而控制食品安全的源头即为

农产品的生产与加工环节。虽然我国相继颁发了《食品安全法》、《消费者权益保护法》等相关法律法规，但食品安全事件仍然时有发生。一方面是因为采用劣质原料的获利空间巨大，为利益所趋而不惜铤而走险；另一方面是因为违法成本相对较低且由于基数大渗透率高等原因，绝大多数的食品安全隐患尚未浮出水面。食品安全事件对于某个细分子行业的冲击巨大，譬如 2014 年麦当劳曝出转基因鸡肉事件，导致禽蛋类消费需求与价格持续低迷，时间超过一年。在投资时远离食品安全事件多发品种，对保障资金安全至关重要。

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

袁晨，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层

传真：010-85556187

网址：www.hrsec.com.cn