



证券研究报告
(优于大市, 维持)

《农业行业及公司研究框架与方法》

丁 频 (农林牧渔行业首席分析师)

SAC 号码: S0850511050001

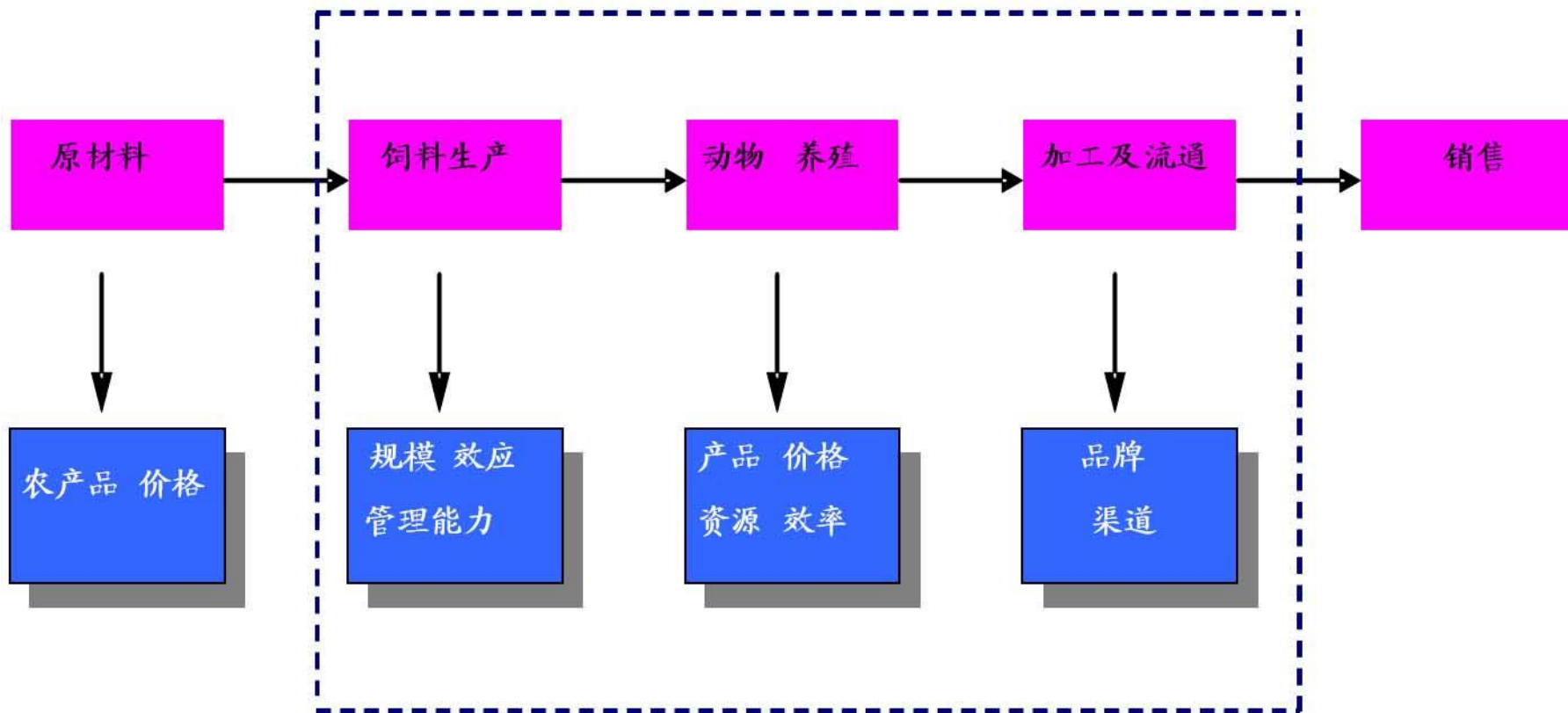
2018年7月17日

1. 农业行业的特点
2. 行业分析框架
3. 公司分析框架
4. 财务预测与估值

- 产业链长，细分子行业众多，且子行业表现不一致；
- 市值小，当前农业行业的总市值为**6752**亿元，占全市场的**1.26%**，流通市值**5217**亿元，占全市场**1.30%**（注：市值日期为7月13日）；
- 销售季节与会计年度不一致；
- 盈利波动大；
- 越来越受到机构投资者的关注；
- 是最有发展潜力的行业之一，未来的行业市值将不断增长。

1. 农业行业的特点

农业产业链及其不同关注点:



子行业众多：

- 饲料：水产料、畜禽料
- 养殖：畜养殖、禽养殖、水产养殖
- 种子：玉米种子、水稻种子、辣椒种子
- 果蔬饮料：番茄酱、苹果、葡萄干
- 一般农产品加工：棉花、白糖、粮油加工
- 捕捞：远洋捕捞

1. 农业行业的特点：盈利具有明显的周期性

表：农业上市公司盈利波动大（%）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
收入增速	11.4	8.0	3.4	3.9	10.9	11.5	8.8
营业利润增速	-38.7	-22.0	45.5	37.4	118.9	-16.2	7.4
净利润增速	-31.3	-23.6	34.3	44.6	116.1	-28.6	2.4
毛利率	12.4	12.0	13.0	14.8	19.1	17.4	17.0
销售费用率	3.6	3.9	4.0	4.1	4.0	4.1	4.0
管理费用率	4.4	4.6	4.8	5.3	5.5	5.5	5.5
财务费用率	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	1.2	1.3
期间费用率	9.2	9.7	10.0	10.6	10.5	10.9	10.8
营业利润率	3.2	2.3	3.2	4.2	8.4	6.3	7.3
净利润率	3.3	2.3	3.0	4.2	8.1	5.2	6.3

1. 农业行业的特点：总有子行业能赚钱

表：各个子板块在不同年份的超额收益状况（%）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
海通农业	31.84	-7.06	-8.46	13.20	-41.26	31.41	3.76	-15.04
畜禽养殖	35.09	-4.37	-6.75	2.19	-30.28	40.82	6.56	-13.93
——禽养殖	40.24	4.06	-28.07	-11.46	-27.50	77.59	12.02	-37.44
——畜养殖	31.37	-9.54	10.79	9.55	-31.54	30.61	5.60	-9.11
饲料	33.21	4.90	-1.65	19.89	-54.53	21.44	4.15	12.07
疫苗	30.98	-7.65	-8.26	45.30	-47.64	56.65	0.62	-9.71
种子	76.60	0.24	-16.16	18.99	-35.29	17.35	6.77	-17.95
林木及加工	12.30	-16.75	9.92	24.36	-35.50	47.27	10.75	-23.50
果蔬饮料	29.49	-32.20	-8.27	-14.02	11.86	96.22	-13.90	-50.94
农产品加工及流通	8.89	-27.17	-20.74	7.59	-17.88	35.56	4.26	-37.40
水产养殖	81.56	-3.23	-21.54	-7.25	-50.01	47.37	-5.67	-29.66
海洋捕捞	0.36	-10.45	23.48	-7.37	-26.34	18.72	8.14	-30.21
种植	5.30	-10.34	4.42	24.72	-50.52	-4.02	0.19	-34.92

资料来源：Wind，海通证券研究所；

注：计算超额收益的基准指数为上证指数

1. 农业行业的特点：一些独特的研究要素

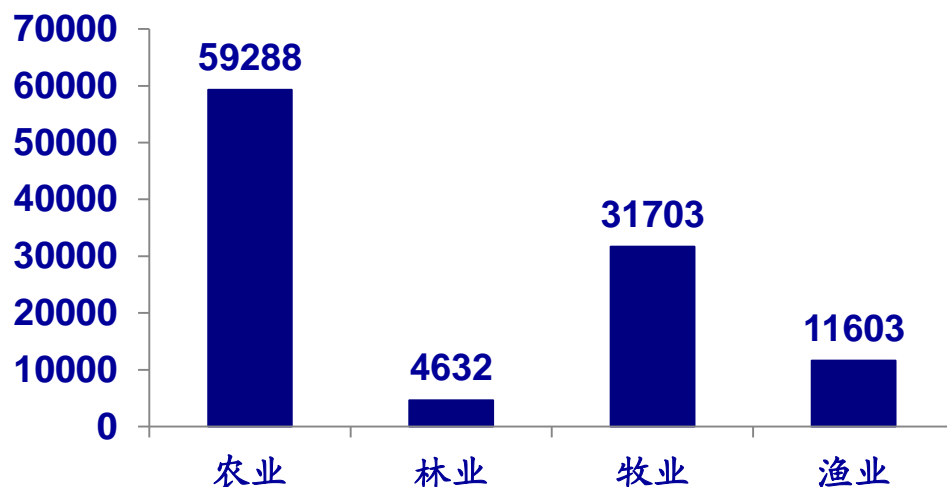
- 政策：一、四季度是政策出台的密集期。
- 农产品价格：国际、国内农产品价格最需要关注和跟踪。

2. 写在行业分析前：对各个子行业的全局把握

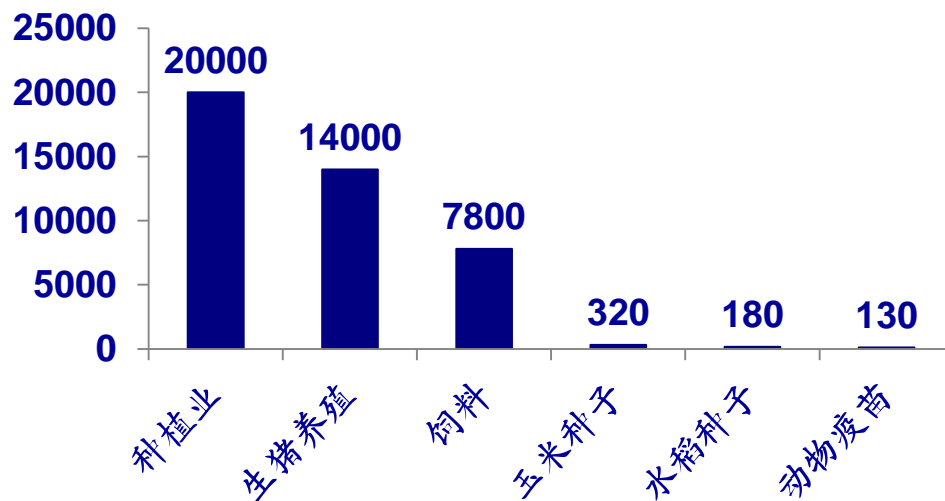


整体容量大的行业才容易出大市值的企业：

图：2016年农林牧渔业产值（亿元）

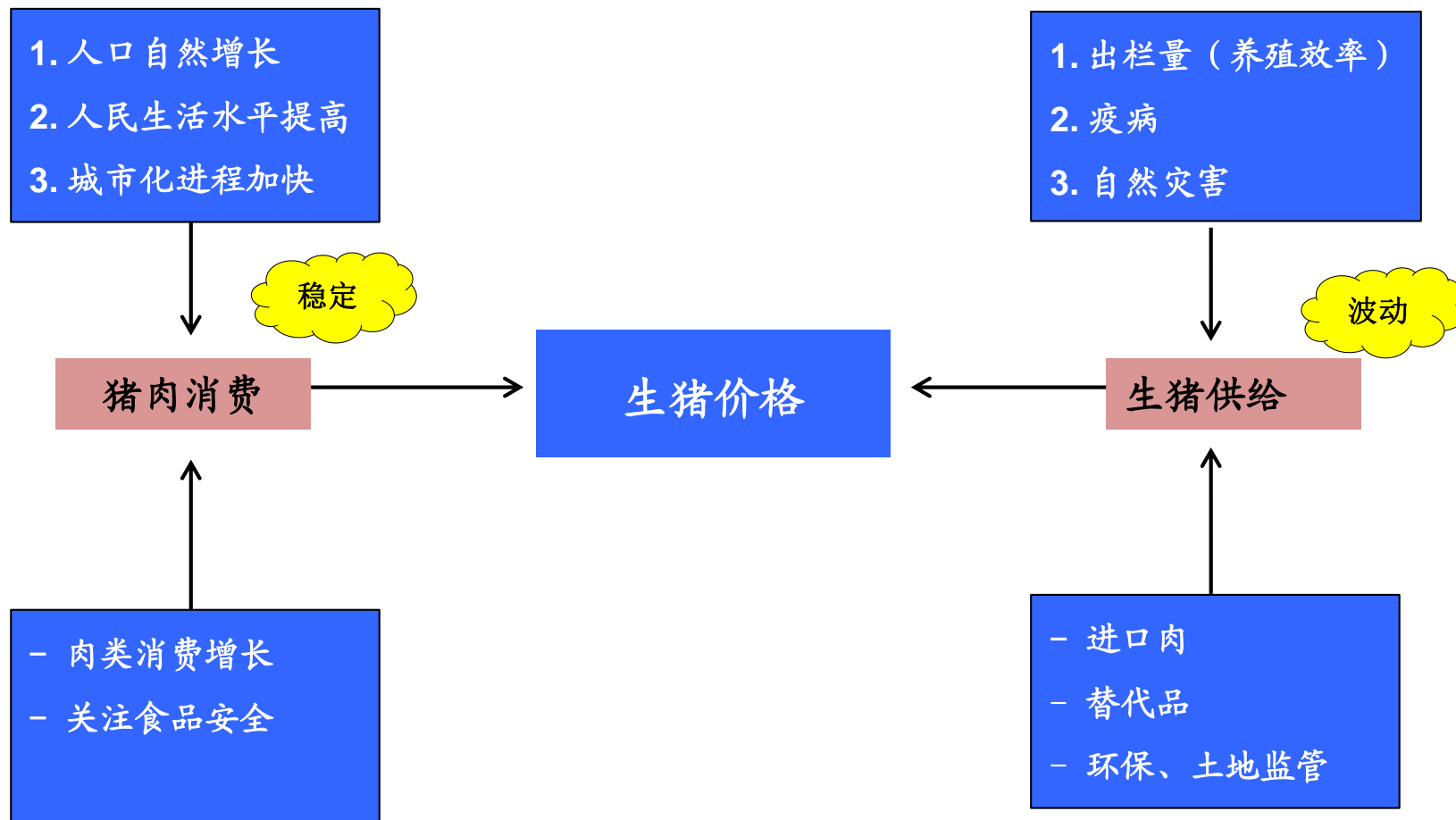


图：主要子板块现有市场规模测算（亿元）



2. 行业分析框架

典型周期性子行业分析：供给端更值得关注

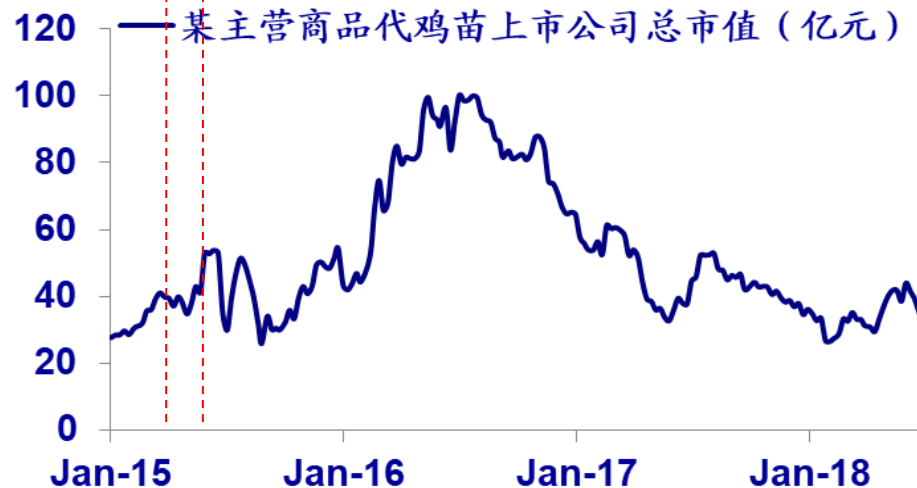
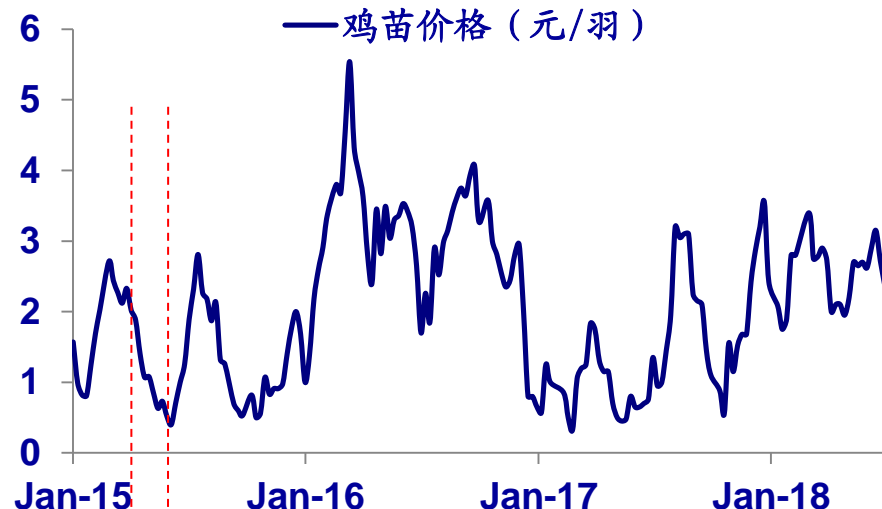
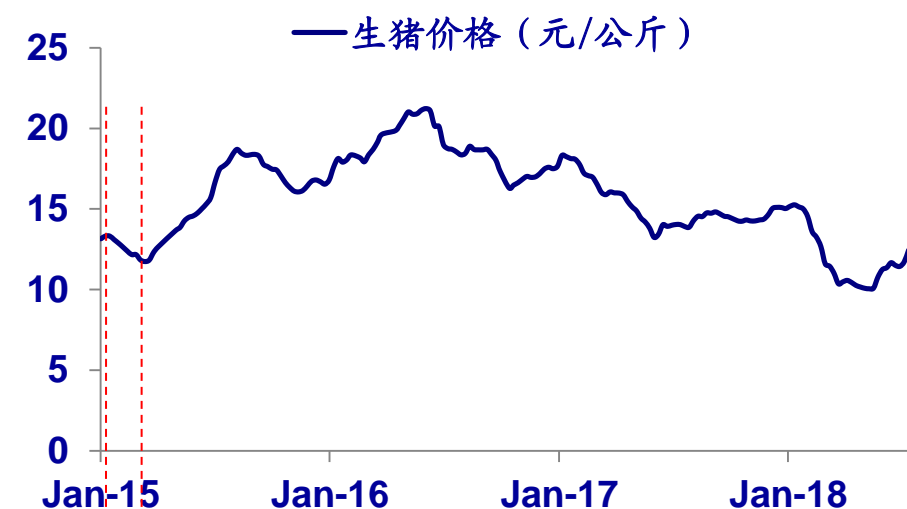


2. 行业分析框架：周期性个股的运行特点

- 股价走势与价格走势（猪价、鸡价、糖价）关联度高；
- 波动大；
- 周期反复；
- 投资的时点把握，有明显提前趋势。预期很重要！

2. 行业分析框架：周期性个股的运行特点

投资的时点把握，有明显的提前趋势



2. 行业分析框架：生猪养殖行业

农牧企业高速扩张养猪业务。以新希望、大北农为代表的饲料公司加大养猪业务投资力度，大型养殖公司实现产能爆发式增长。

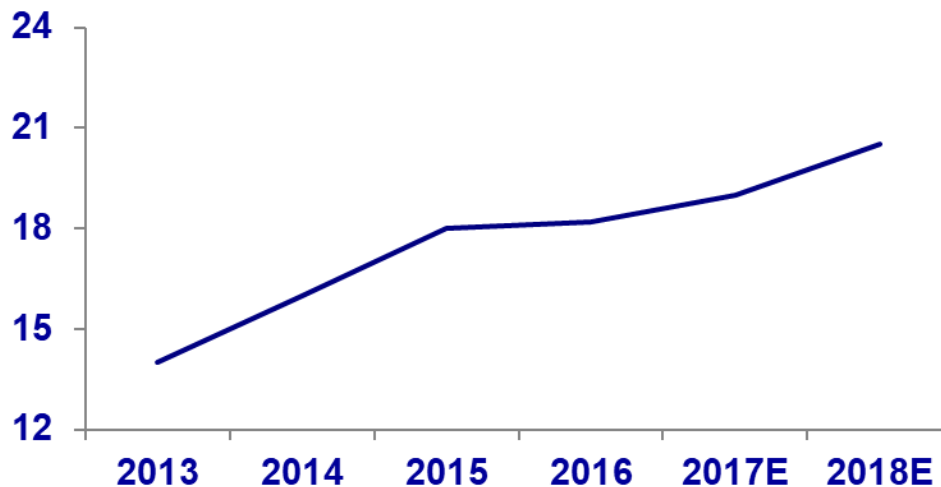
行业养殖效率提升加速。

龙头企业的空间巨大。国内最大的养猪企业温氏股份，市占率仅有3.4%。

表：2016-18年上市公司生猪出栏量（万头）

图：国内养猪行业MSY水平（头/年）

公司	2016	2017	2018E
温氏股份	1713	1904	2200
雏鹰农牧	247	251	250
正邦科技	226	342	580
大北农	40	70	120
新希望	117	240	300
天邦股份	58	101	250
金新农	35	37	31
唐人神	19	54	80
海大集团	32	46	60
天康生物	35	32	60
禾丰牧业	/	6	40
合计	2833	3807	5121
增速	/	34%	35%



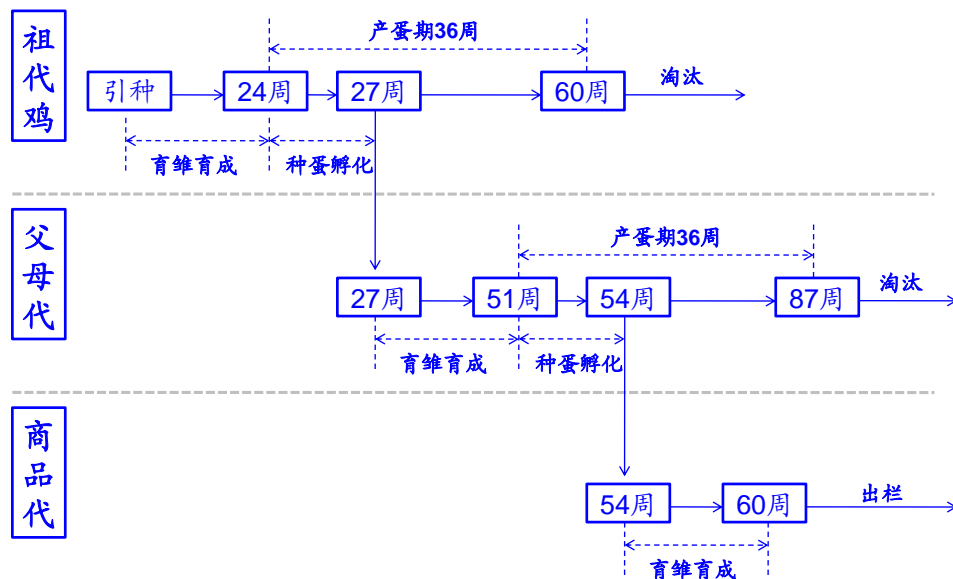
2. 行业分析框架：禽养殖行业

供给：紧盯引种量。理论上，我国每年需80-100万套的祖代白羽鸡。

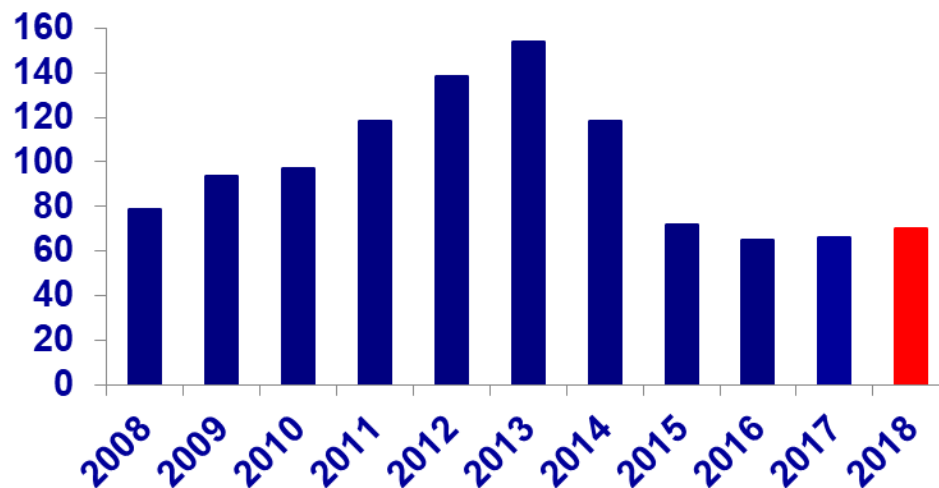
需求：受疫情和经济的影响大。白羽鸡的家庭消费占比小。

养殖周期短，行情变化快。

图：白羽鸡的繁育过程



图：祖代白羽鸡供应量（万套）



2. 行业分析框架：平稳增长的子行业

行业规模的测算（2016年）：

- 饲料：7800亿元
- 疫苗：130亿元
- 种子：1000亿元

不同行业的关注点不一样：

- 饲料：规模
- 种子/疫苗：研发

2. 行业分析框架：饲料行业

饲料企业步入全方位竞争能力比拼阶段。当前饲料行业的竞争要素，已经从早期的跑马圈地、快速上量，中期的特色经营、单点突破，逐步转变到今天的综合实力比拼。无论在生产、销售等经营环节，还是技术、采购、服务等专业能力上，以及管理、战略层面，都要求饲料企业不能出现短板。从集中度看，2016年巴西、美国、德国、英国市场的CR3均在25%-35%区间，而中国则不到15%，我们认为饲料行业CR3至少有3000万吨的增量空间。

表：不同品类饲料进入门槛与核心竞争要素

分类		行业进入门槛	核心竞争要素
禽料	鸡料、鸭料	低	成本控制
猪料	前端	高	配方、技术服务、制造工艺
	后端	低	成本控制
水产料	普通颗粒	中	配方、成本控制
	膨化料	中高	配方、制造工艺
	虾料、特水料	高	配方、技术服务、制造工艺

表：主要饲料上市公司核心竞争力比较

	采购管理	技术研发	运营效率	技术服务	高端产品布局	产业链延伸	海外市场
新希望	●	●	●	●	●	●	●
海大	●	●	●	●	●	●	●
大北农	●	●	●	●	●	●	○
唐人神	●	●	●	●	●	●	○
禾丰	●	●	●	●	●	●	●
金新农	●	●	●	●	●	●	○
通威	●	●	●	●	●	●	●

2. 行业分析框架：疫苗行业

我国动物疫苗的市场规模约为130亿元（2016年）。其中，口蹄疫和高致病性禽流感的市场规模分别为42亿元、20亿元；猪圆环疫苗15亿元左右。宠物疫苗是未来的大品类。

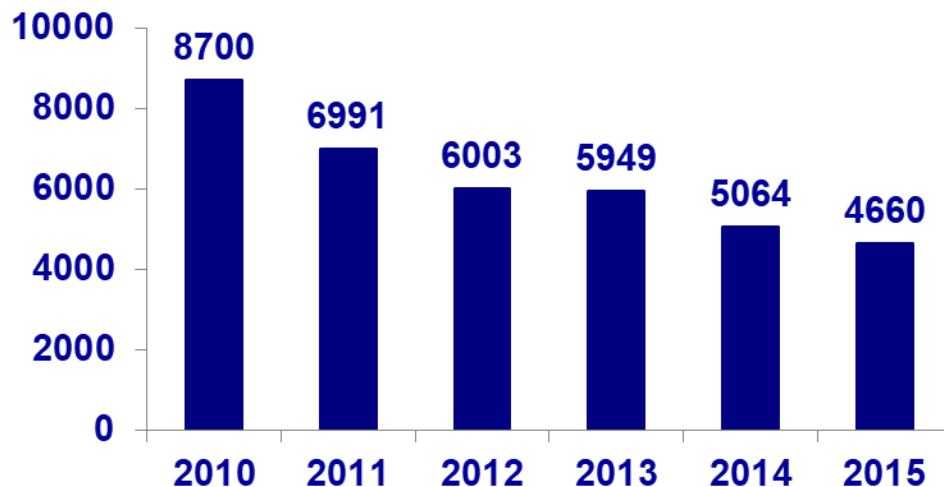
猪苗：招采政策边际影响已较小，养殖规模化助推龙头企业规模扩张。招采政策的变化造成2017年蓝耳、猪瘟市场规模下滑约70%，各家企业都在加紧培育市场化产品，我们认为2018年有望实现显著增长。此外，我们认为规模养殖企业扩张提速有望带动销售回暖。

禽苗：H7N9负面影响消除，2018年我们预计禽业复苏将促进禽苗销售增长。2018年随着禽养殖业需求回暖，有望带动全产业链盈利，禽苗需求也将显著提升，带动禽苗企业业绩增长。

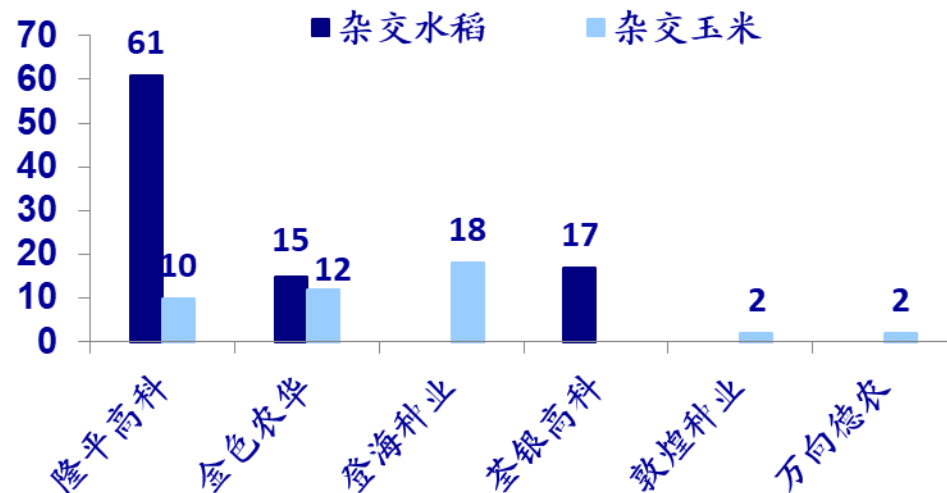
2. 行业分析框架：种子行业

行业正处于加速整合的高峰期，兼并收购的浪潮方兴未艾。商业化育种研发主体逐渐转为企业，龙头种企的竞争优势将越发明显；行业集中度较低，大型种企空间巨大；我们预计国家对龙头种企的扶持力度将会更大。

图：国内种子企业数量（家）



图：2017年各大种企通过国审品种数量（个）



2. 行业分析框架：未来行业发展展望

- 规模化、现代化趋势明确。
- 上游的企业依靠效率取胜。 **PSY 24 VS 16**
- 产业链一体化：更多的企业向下游延伸，寻求向消费端转型。

3. 写在公司分析前：实际控制人行不行？

农业行业的特性决定了人的重要性：

- 需求刚性
- 行业较少产生变革性技术
- 行业门槛依然较低，需要朝着正确的方向不断地努力

公司竞争力包括:

- 公司战略、成本、技术、效率、渠道等。
- 从公司所处的不同子行业确定公司成长的关键因素。比如种子行业重点关注研发能力，养殖企业最需要关注养殖效率。
- 管理团队。
- 财务分析：成本结构、盈利能力。

- 收入预测：大部分的公司是基于价格和量的假设。
- 对于量的预测是基于行业（行业竞争格局、市场容量）和公司（竞争对手状况等）的理解。
- 对于价格的预测是基于产品未来供需的判断。
- 对于成本的预测是基于对行业的理解和产品的熟悉。
- 费用的预测更关注公司历史数据和调研获得的公司变化信息。
- 将预测结果与竞争对手做对比，对于异常值进行分拆和解释，最后修改参数。非常重要！

4. 财务预测与估值：普遍采用的估值方法



P/E法

- 国内估值采用的主要方法
- 简单易行
- 易受主观可比样本及市场情绪影响

P/S法

- 对市场规模看重的企业
- 适用于偏终端的企业

P/B法

- 主要依据账面价值进行定价
- 缺点在于对盈利能力反映不足
- 主要用于熊市中

PE/G法

- 适用于快速且连续增长的企业

- 美国农业部：数据最全，重点关注每月供需报告
- 彭博数据：海外公司数据
- **WIND**：行业的产量和价格数据，公司数据非常好用

农产品价格大幅下滑；自然灾害。

分析师声明

丁 频

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

农林牧渔研究团队：

农林牧渔行业首席分析师

丁 频

SAC执业证书编号：S0850511050001

电 话：（86 21）23219405

Email: dingpin@htsec.com

农林牧渔行业分析师

陈雪丽

SAC执业证书编号：S0850516080004

电 话：（86 21）23219164

Email: cxl9730@htsec.com

农林牧渔行业分析师

陈 阳

SAC执业证书编号：S0850517020002

电 话：（86 10）50949923

Email: cy10867@htsec.com

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通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。