



浙商证券

ZHESHANG SECURITIES

通胀风起，涨价逻辑大行其道

——2019年农林牧渔行业投资策略



- 宏观层面，CPI上行期农业板块均有不俗表现，借明年通胀预期抬升东风，农业投资或有明显超额收益。同时，2018年上半年低谷过后，三季度板块业绩同比小幅增长5.5%，环比大幅改善，板块盈利边际向好趋势已现，2019年涨价逻辑或将是推升行业投资收益的核心因素。
- **生猪养殖：非洲猪瘟疫情及产业政策形成合力，散养户加速退出势在必行。**受疫情影响，生猪禁调常态化，产区散养户生猪销路不畅且不能无限期压栏，产能被迫出清；政策层面，泔水猪的全面禁养及养殖屠宰一体化的布局挤压散养户生存空间。我们预计2019年疫情扑杀+政策禁养+亏损淘汰将使生猪供应量减少5%，下半年猪价或开启趋势性上涨行情，全年均价上涨13.9%，高点或突破16元/公斤。
- **禽养殖：2019年鸡价有望保持景气。**连续3年的低引种使行业供给严重短缺，在产祖代及父母代存栏均处于低位，商品代鸡苗周均销量同减12%，肝病等问题限制强制换羽，产能快速提升受限。整体上，预计2019年鸡肉供给仍旧偏紧，鸡价全年依旧处于景气上行通道。
- **农产品：玉米价格看涨，糖价或迎反转。**玉米库存去化超预期及燃料乙醇需求增加扭转行业供给宽松格局，2019年价格涨势确立；三大主产区糖产量超预期减产，预计巴西、印度、泰国2018/19榨季糖产量分别减少21.8%、7.7%、8.2%，促行业供给过剩量大幅收窄，关注今冬厄尔尼诺及明年油价、汇率，预计下半年迎来价格拐点。
- **其他细分行业：关注子行业龙头。**疫苗行业，生物股份0A二价苗上市推动公司业绩见底回升，预计2018年全年口蹄疫市场苗销售收入13亿元，业绩增长15%，2019年业绩继续保持增长；种子行业，在明年玉米涨价预期及公司国内外种子资源整合预期下，隆平高科玉米种子业务值得期待，预计2019年净利润重回增长。
- **标的：涨价逻辑下的温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份、圣农发展、益生股份、民和股份、中粮糖业；具备成长性的细分行业龙头生物股份、隆平高科。**

表：重点公司业绩预测

股票简称	股价	EPS			PE		
		2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
温氏股份	25.11	1.29	0.99	1.57	19.47	25.36	15.99
牧原股份	27.99	2.04	0.29	1.25	13.72	96.52	22.39
正邦科技	5.14	0.23	0.09	0.43	22.35	57.11	11.95
天邦股份	6.35	0.34	0.12	0.64	18.68	52.92	9.92
圣农发展	16.43	0.26	1.13	1.61	63.19	14.54	10.20
益生股份	15.24	-0.92	1.29	1.63	-16.57	11.81	9.35
民和股份	11.5	-0.96	1.3	1.41	-11.98	8.85	8.16
中粮糖业	7.12	0.36	0.49	0.64	20	14.53	11
生物股份	18.13	0.74	0.85	1.06	24.50	21.33	17.10
隆平高科	14.26	0.61	0.55	0.67	23.38	25.93	21.28

资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：股价为12月14日收盘价，EPS按用最新股本计算

目录

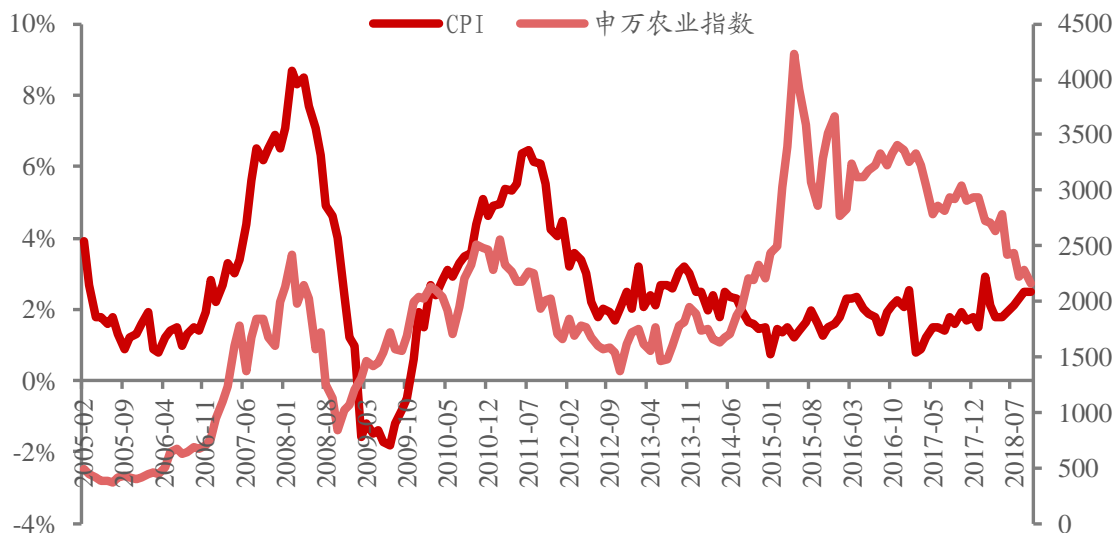
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转
5. 其他：关注细分子行业白马龙头



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 整体上，农业板块走势与CPI呈正相关关系。2006年2月-2008年2月和2009年7月-2011年7月的CPI上行阶段，农业板块涨幅分别达423%和78.2%。2015年1月-2016年4月，CPI上行，期间农业板块涨幅为28.1%，相对沪深300的平均超额收益为3.8%。2018年4月-10月，CPI上行阶段农业板块走势偏弱，我们判断主要原因在于期间猪肉项对CPI的贡献为负，预计2019年猪肉对CPI贡献转正，在整体通胀预期抬升背景下，农业板块或有可观超额收益。

图：农业板块走势与CPI相关性



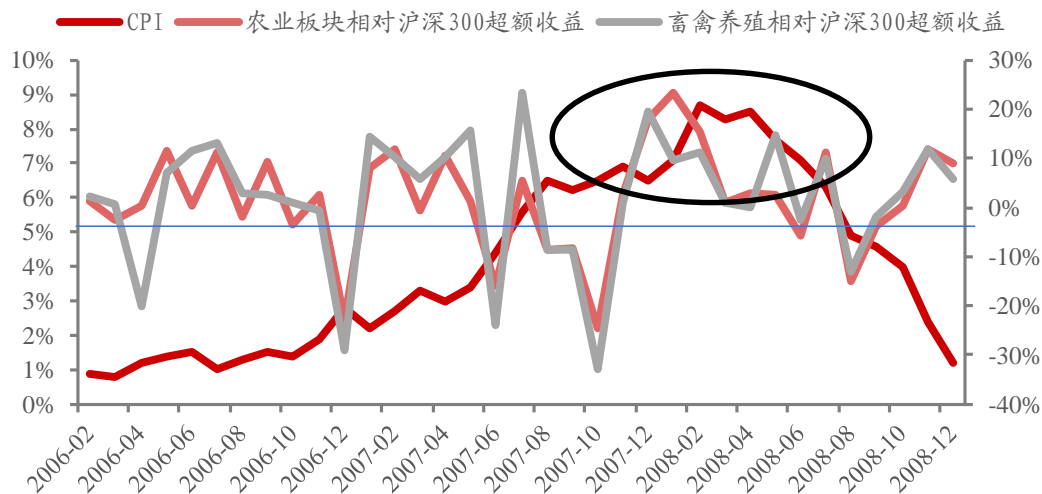
资料来源：Wind，浙商证券研究所



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。2006年2月到2008年12月，CPI由0.9%上升到2008年2月的高点8.7%，2008年12月回落至1.2%。期间农业板块相对沪深300的超额收益最高达23.2%。2007年11月到2008年7月间，CPI维持高位（6%以上），农业板块相对沪深300（除08年6月外）始终保持正的超额收益。其中养殖板块出现超额收益的月份最多，且最高超额收益达23.4%，整个板块出现超额收益的时间期间与农业板块的时间段最为吻合，是贡献最大的板块。

图：2006-2008年农业、畜禽养殖板块超额收益与CPI走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

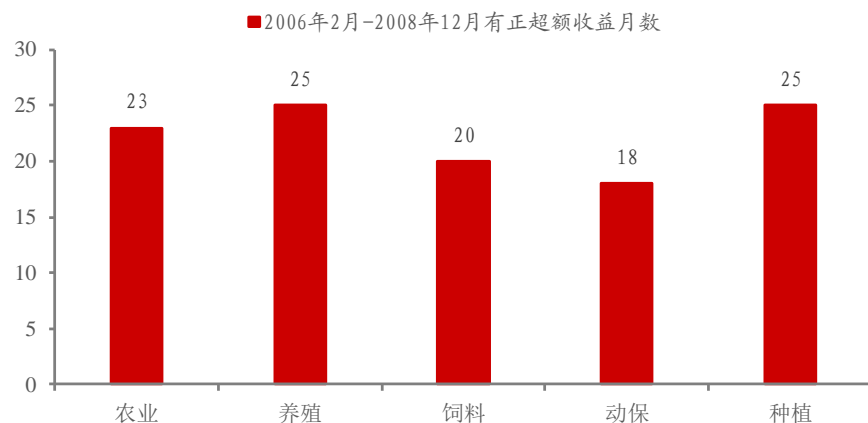
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

● 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。

表：2007.11-2008.7 CPI高位运行期间农业及畜禽养殖板块超额收益显著

	2007-11	2007-12	2008-1	2008-2	2008-3	2008-4	2008-5	2008-6	2008-7
CPI	6.90%	6.50%	7.10%	8.70%	8.30%	8.50%	7.70%	7.10%	6.30%
农业板块相对沪深300超额收益	2.51%	18.09%	23.23%	15.41%	1.10%	2.98%	2.44%	-5.63%	11.09%
畜禽养殖相对沪深300超额收益	1.16%	19.57%	9.70%	11.34%	1.14%	0.05%	14.82%	-2.49%	9.97%

图：2006-2008年畜禽养殖板块有超额收益的月份最多



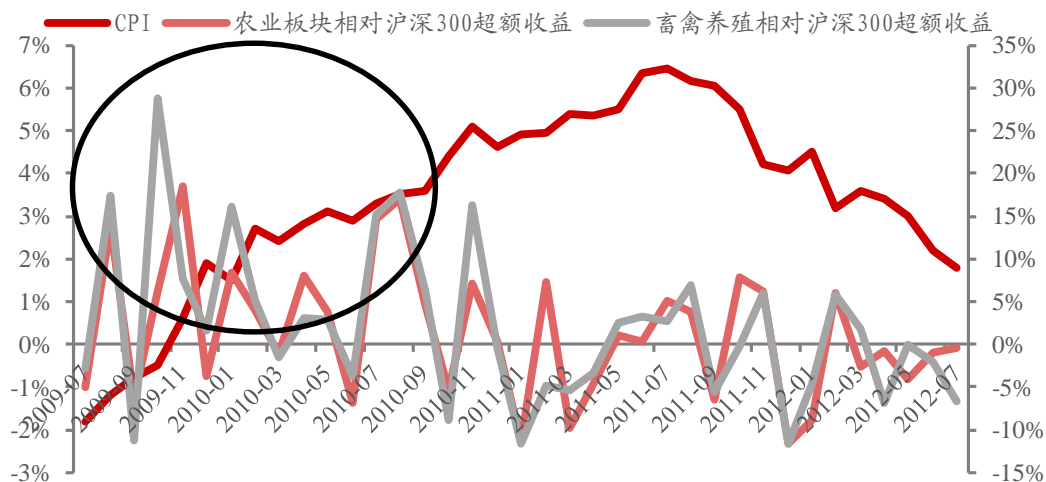
资料来源：Wind，浙商证券研究所



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。2009年7月到2012年7月，CPI由-1.8%上升到2011年7月的高点6.45%，到2012年7月，回落至1.8%。期间整个农业板块相对沪深300的超额收益率最高达18.4%。2009年7月到2010年8月是CPI上涨前半程（由-1.8%上升到3.5%），农业板块相对沪深300超额收益的最高值18.4%和次高值17%均在的阶段出现。其中养殖板块最高和次高超额收益间与农业板块最吻合，且最高收益达28.9%，是带动农业板块收益提升的主因。

图：2009-2012年农业、畜禽养殖板块超额收益与CPI走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

● 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。

表：2009.7-2010.8 CPI上涨前半程农业及畜禽养殖板块超额收益显著

	2009-7	2009-8	2009-9	2009-10	2009-11	2009-12	2010-1	2010-2	2010-3	2010-4	2010-5	2010-6	2010-7	2010-8
CPI	-1.80%	-1.20%	-0.80%	-0.50%	0.60%	1.90%	1.50%	2.70%	2.40%	2.80%	3.10%	2.90%	3.30%	3.50%
农业板块 超额收益	-5.10%	13.82%	-6.29%	6.19%	18.43%	-3.76%	8.41%	3.99%	-1.21%	8.08%	3.83%	-6.83%	14.66%	16.99%
畜禽养殖 超额收益	-2.81%	17.36%	-11.26%	28.87%	7.74%	1.52%	16.19%	5.05%	-1.62%	3.02%	2.94%	-3.76%	15.15%	17.81%

表：畜禽养殖与农业板块最高、次高超额收益出现时间最吻合

板块	最高超额收益出现时间	次高超额收益出现时间
农业	2009-11	2010-8
养殖	2009-10	2010-8
饲料	2009-11	2010-7
动保	2010-1	2012-7
种植	2009-8	2010-8

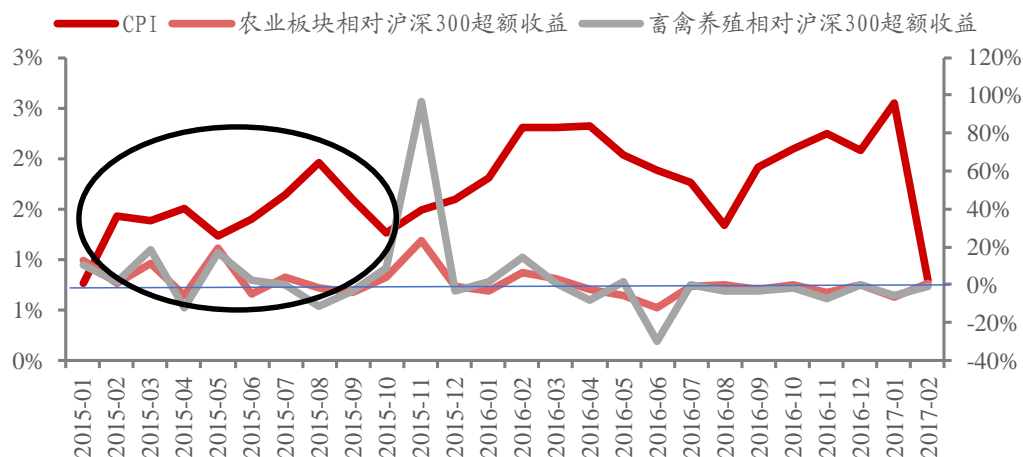
资料来源：Wind，浙商证券研究所



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。2015年1月到2016年4月，CPI由0.76%上升到2.33%，2008年12月回落至1.2%。期间农业板块相对沪深300的超额收益最高达23.2%。2016年5月到2017年2月，CPI整体上是下行趋势，2017年2月的CPI仅有0.8%，期间各月（除17年2月外）农业板块相对沪深300均未获得超额收益。其中畜禽养殖板块的最大超额收益为96.5%，且出现时点与农业板块相同，依然是贡献最大的子版块。

图：2015-2017年农业、畜禽养殖板块超额收益与CPI走势



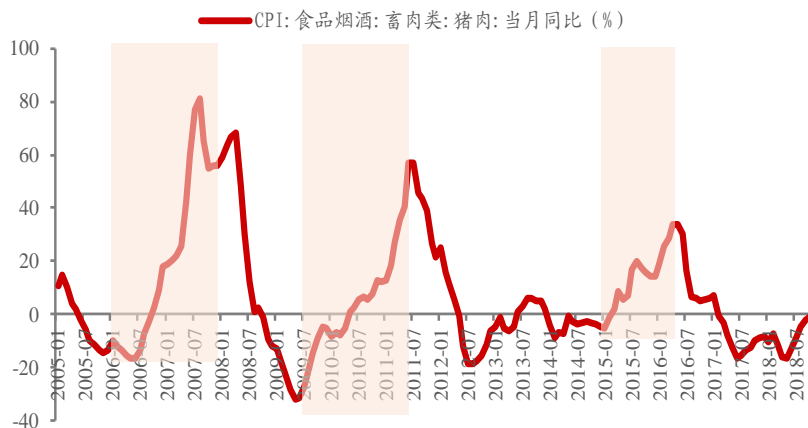
资料来源：Wind，浙商证券研究所



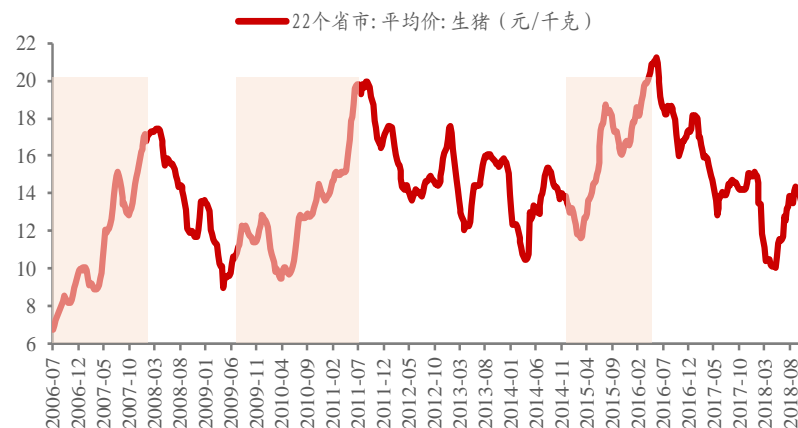
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.1 回顾历史，农业板块伴CPI共涨。2018年4月-10月，CPI步入上升通道，由1.8%攀升至2.5%，期间仅有5月和10月农业板块相对沪深300有超额收益，我们判断主要原因在于期间猪价低迷，猪肉对CPI的贡献为负。CPI上涨能否为农业板块带来超额收益更多需要关注猪价的走势，2006年2月-2008年2月、2009年7月-2011年7月、2015年1月-2016年4月CPI抬升的同时猪价亦处于上升通道，猪肉对CPI的同比贡献为正或由负转正，农业板块因此获得超额收益。

图：CPI中猪肉同比



图：猪价走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.2 展望未来，预计2019年猪肉对CPI贡献转正，畜禽价格上涨推高CPI，农业板块或有超额收益。我们判断，因非洲猪瘟持续发酵，散养户被迫退出，行业产能去化或将加速，预计今年11月-12月猪肉对CPI贡献分别为-0.02%和-0.01%，负贡献收窄。

表：2018年主要农产品价格对CPI的影响测算（元/公斤）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月E	
猪肉	生猪价格	15	13.82	11.07	10.25	10.22	11.45	12.54	13.63	14.14	13.77	13.3	13.83
	猪肉价格	25.88	26.48	24.12	22.31	21.02	21.02	21.70	23.19	24.32	24.39	24.28	24.96
	17年对应猪肉价格	28.95	28.57	27.41	26.59	25.23	24.1	24	24.38	24.92	24.71	24.55	25.11
	同比	-10.6%	-7.3%	-12.0%	-16.1%	-16.7%	-12.8%	-9.6%	-4.9%	-2.4%	-1.3%	-1.1%	-0.6%
	猪肉价格对应CPI权重	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%
	猪价变动对应CPI同比	-0.24%	-0.17%	-0.28%	-0.37%	-0.39%	-0.30%	-0.22%	-0.11%	-0.06%	-0.03%	-0.03%	-0.01%
禽肉	白条鸡价格	19.31	19.64	19	18.59	18.4	18.42	18.56	19.01	19.47	19.7	19.98	20.19
	17年对应白条鸡价格	18.97	18.54	17.31	17.17	16.85	16.74	16.97	17.76	18.51	18.56	18.71	19.07
	同比	1.8%	5.9%	9.8%	8.3%	9.2%	10.0%	9.4%	7.0%	5.2%	6.1%	6.8%	5.9%
	禽肉价格对应CPI权重	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
	禽价变动对应CPI同比	0.01%	0.03%	0.05%	0.04%	0.05%	0.05%	0.05%	0.04%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
蔬菜	寿光蔬菜价格指数	133.6	155.29	125.68	118.11	106.06	97.51	99.73	134.26	151.31	116.71	88.61	104.75
	17年对应指数	153.22	135.6	114.86	104.72	82.18	80.19	99.68	118.28	108.95	102.87	100.25	108.86
	同比	-12.8%	14.5%	9.4%	12.8%	29.1%	21.6%	0.1%	13.5%	38.9%	13.5%	-11.6%	-3.8%
	蔬菜价格对应CPI权重	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
菜价变动对应CPI同比	-0.32%	0.36%	0.23%	0.32%	0.72%	0.54%	0.00%	0.34%	0.96%	0.33%	-0.29%	-0.09%	
总计	农产品价格对CPI同比贡献	-0.55%	0.22%	0.01%	-0.01%	0.38%	0.29%	-0.17%	0.26%	0.93%	0.33%	-0.28%	-0.08%

资料来源：Wind，浙商证券研究所



1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益

- 1.2 展望未来，预计2019年猪肉对CPI贡献转正，畜禽价格上涨推高CPI，农业板块或有超额收益。预计2019年生猪均价14.5元/公斤，较2018年增长13.9%，考虑季节性因素，预计二季度起猪肉对CPI同比贡献将转正。在通胀抬升的预期下，涨价逻辑均可关注，2019年农业板块或有超额收益，其中畜禽养殖或最为受益。

表：2019年主要农产品价格对CPI的影响推算（元/公斤）

	1月E	2月E	3月E	4月E	5月E	6月E	7月E	8月E	9月E	10月E	11月E	12月E	
猪肉	生猪价格	14	14.5	14.2	13.8	13.2	13.8	14	14.5	14.8	15.2	16	16.3
	猪肉价格	23.55	24.25	23.83	23.27	22.43	23.27	23.55	24.25	24.66	25.22	26.34	26.76
	18年对应猪肉价格	25.88	26.48	24.12	22.31	21.02	21.02	21.70	23.19	24.32	24.39	24.38	24.96
	同比	-9.0%	-8.5%	-1.2%	4.3%	6.7%	10.7%	8.5%	4.6%	1.4%	3.4%	8.0%	7.2%
	猪肉价格对应CPI权重	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%	2.31%
	猪价变动对应CPI同比	-0.21%	-0.20%	-0.03%	0.10%	0.16%	0.25%	0.20%	0.11%	0.03%	0.08%	0.19%	0.17%
禽肉	白条鸡价格	19.70	19.88	19.57	19.33	19.32	19.34	19.45	19.87	20.05	19.74	19.85	19.79
	18年对应白条鸡价格	19.31	19.64	19.00	18.59	18.40	18.42	18.56	19.01	19.47	19.70	19.95	20.19
	同比	2.0%	1.2%	3.0%	4.0%	5.0%	5.0%	4.8%	4.5%	3.0%	0.2%	-0.5%	-2.0%
	禽肉价格对应CPI权重	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
	禽价变动对应CPI同比	0.01%	0.01%	0.02%	0.02%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%	0.02%	0.001%	-0.003%	-0.01%
蔬菜	寿光蔬菜价格指数	146.96	163.05	144.53	127.56	111.36	101.41	107.71	147.69	161.90	126.05	106.52	125.70
	18年对应指数	133.6	155.29	125.68	118.11	106.06	97.51	99.73	134.26	151.31	116.71	88.77	104.75
	同比	10.0%	5.0%	15.0%	8.0%	5.0%	4.0%	8.0%	10.0%	7.0%	8.0%	20.0%	20.0%
	蔬菜价格对应CPI权重	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%	2.48%
	菜价变动对应CPI同比	0.25%	0.12%	0.37%	0.20%	0.12%	0.10%	0.20%	0.25%	0.17%	0.20%	0.50%	0.50%
总计	农产品价格对CPI同比贡献	0.05%	-0.07%	0.36%	0.29%	0.24%	0.25%	0.35%	0.31%	0.19%	0.23%	0.57%	0.55%

资料来源：Wind，浙商证券研究所



目录

1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益
- 2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价**
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转
5. 其他：关注细分子行业白马龙头



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.1 非洲猪瘟频发，蔓延至全国已成定局。2018年8月3日至今，超过20个省市共发生80余例非洲猪瘟疫情，累计扑杀生猪60万头。路径方面，人员与车辆带毒传播是最主要方式，占比46%，泔水养猪及生猪跨省调运分别占比34%和20%。从其他国家非洲猪瘟爆发情况来看，预计本次疫情将持续1年以上，受政策及资金面影响，散户加速退出是大概率事件。

表：非洲猪瘟爆发情况（截至12月3日）

省份	该省生猪出栏量占全国比例	序号	确诊时间	解封时间	发生地区	存栏(头)	发病(头)	死亡(头)		
辽宁	3.74%	1	8月3日	9月29日	辽宁沈阳沈北新区	38	47	47		
		2	9月30日	11月22日	辽宁营口大石桥市、老边区的5户养殖户	378	-	102		
		3-7	10月7日	11月22日	辽宁营口大石桥市高坎镇草家村、旗口镇东村、王围村、新兴村和老边区路南镇新立村、边城镇北于杨村	3358	334	93		
		8	10月8日		辽宁鞍山市台安县	460	160	160		
		9	10月11日	11月25日	辽宁大连市普兰店区	1353	20	11		
		10	10月12日	11月27日	辽宁鞍山市台安县新台镇	120	88	72		
		11	10月14日	11月27日	辽宁鞍山市台安县森林镇	180	14	14		
		12	10月14日		辽宁锦州市北镇市	19938	221	221		
		13	10月14日		辽宁盘锦市大洼区王家街道曙光村	1571	109	109		
		14	10月14日		辽宁盘锦市大洼区王家街道王家村	270	129	129		
		15	10月15日	11月29日	辽宁铁岭市开原市庆云堡镇	6640	50	14		
		16	10月15日		辽宁盘锦市大洼区清水镇	4323	1030	1030		
		17	10月15日		辽宁盘锦市大洼区王家街道	3223	31	20		
		18	10月16日		辽宁盘锦市大洼区西安镇	161	43	43		
		河南	8.86%	19	8月16日	10月1日	河南省郑州市经济开发区	260	30	30
				20	9月14日	10月26日	河南省新乡市获嘉县	-	148	64
		江苏	4.00%	21	8月19日	10月4日	江苏省连云港市海州区	-	615	88
				22	9月3日	10月17日	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9
浙江	1.46%	23	8月22日	10月10日	浙江省温州市乐清市	-	430	340		
		24	10月21日		浙江台州市三门县	2280	56	56		
黑龙江	2.98%	25	9月5日	11月12日	黑龙江省佳木斯市郊区长青乡	87	39	12		
		26	9月6日	11月12日	黑龙江省佳木斯市向阳区	203	26	10		
		27	11月19日		黑龙江省哈尔滨市道外区(2个养殖户)	900	269	269		
		28	8月30日	10月18日	安徽省芜湖市南陵县	459	185	80		
安徽	4.03%	29	9月2日	10月17日	安徽省宣城市宣州区古泉镇	285	-	40		
		30	9月2日	10月17日	安徽省宣城市宣州区五星乡	440	-	94		
		31	9月3日	10月17日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83		
		32	9月6日	10月19日	安徽省滁州市凤阳县	886	62	22		
		33	9月6日	10月19日	安徽省芜湖市南陵县许村镇	30	13	4		
		34	9月6日	10月19日	安徽省宣城市宣州区天湖街道办事处	52	15	15		
		35	9月10日	10月22日	安徽省铜陵市义安区	219	63	23		
		36	11月9日		安徽省青阳县	8339	96	47		
		37	9月14日	10月26日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗	-	16	16		
		38	9月17日		内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	159	14	8		
内蒙古	1.31%	39	9月21日		内蒙古兴安盟科尔沁右翼中旗	138	23	22		
		40	9月24日		内蒙古呼和浩特市回民区	388	4	2		
		41	11月23日		内蒙古自治区包头市昆都仑区	88	69	53		
		42	9月21日	11月1日	吉林省公主岭南崴子街道	484	56	56		
吉林	2.41%	43	9月28日	11月9日	吉林松原长岭县	44	8	3		
		44	11月8日		吉林省延边朝鲜族自治州龙井市	930	144	144		
		45	11月16日		吉林省白山市浑江区(野猪)	-	-	-		
天津	0.55%	46	10月12日		天津市蓟州区侯家营镇	639	292	189		
		47	10月17日	11月28日	山西大同市左云县	15	7	4		
山西	1.17%	48	10月30日		山西太原市阳曲县	210	75	47		
		49	11月3日		山西省太原市阳曲县西凌井乡	47	25	7		
云南	5.41%	50	10月20日		云南昭通市镇雄县牛场镇	804	298	247		
		51	10月20日		云南昭通市镇雄县母享镇	353	247	247		
		52	10月30日		云南普洱市思茅区	36	5	1		
		53	11月16日		云南省昭通市威信县	1	1	1		
		54	11月17日		云南省昆明市呈贡区(屠宰场)	348	-	-		
		55	10月22日		湖南岳阳桃江县	546	44	17		
湖南	8.71%	56	10月22日		湖南常德桃源县	268	208	31		
		57	10月27日		湖南常德桃源县	7684	106	99		
		58	10月30日		湖南怀化沅陵县	144	25	22		
		59	11月5日		湖南省湘西土家族苗族自治州保靖县	119	11	4		
贵州	2.60%	60	11月8日		湖南省娄底市涟源市	9	4	1		
		61	11月20日		湖南省怀化市鹤城区	73	61	55		
		62	10月25日		贵州省毕节市赫章县	10	8	8		
重庆	2.49%	63	10月26日		贵州省毕节市七星关区(3个养殖户)	49	25	25		
		64	11月4日		重庆市丰都县兴义镇	309	3	3		
湖北	6.34%	65	11月7日		湖北省罗田县	821	22	4		
		66	11月12日		湖北省武穴市	147	7	6		
		67	11月15日		湖北省潜江市	636	24	13		
		68	11月25日		湖北省阳新县	63	9	5		
江西	4.53%	69	11月8日		江西省上饶市万年县	154	49	49		
		70	11月17日		江西省上饶市鄱阳县	150	10	10		
福建	2.29%	71	11月8日		福建省莆田市城厢区	4521	85	85		
		72	11月15日		四川省宜宾市高县	40	16	10		
四川	9.37%	73	11月17日		四川省成都市新津县	110	27	13		
		74	11月17日		上海市金山区	314	50	11		
上海	0.27%	75	11月23日		北京市房山区	1325	49	49		
北京	0.40%	76	11月23日		北京市房山区	429	37	37		
合计	72.92%				79463	6565	4945			

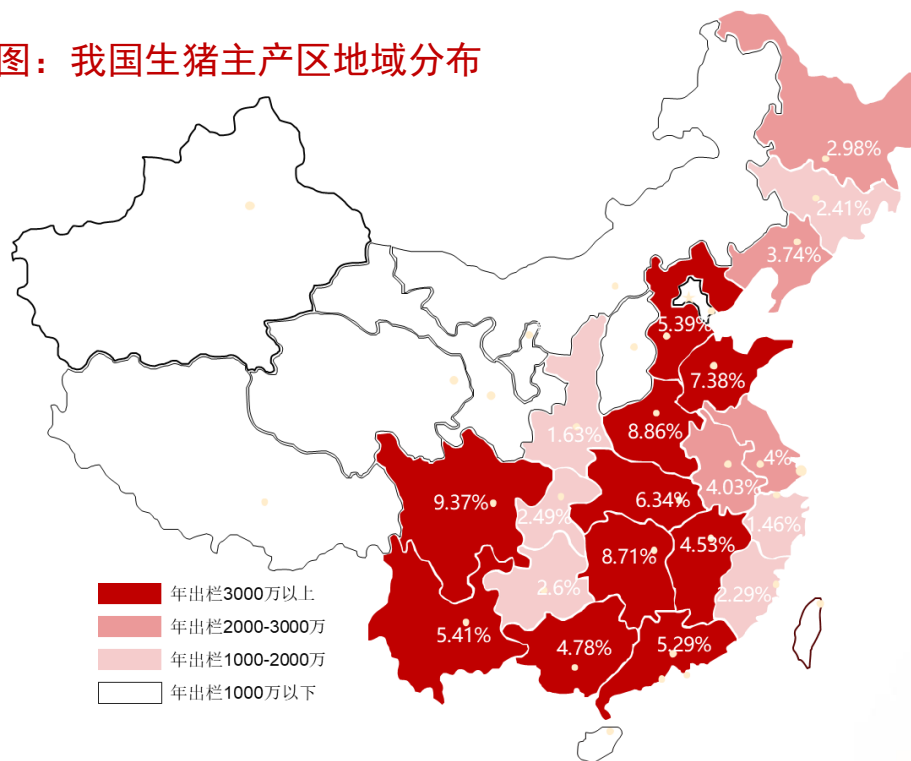
资料来源：农业部，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.2 产销区猪价分化，散养户加速退出势在必行。生猪主产区位于华北、华中及长江流域，四川、河南、湖南、山东等为养殖大省。2017年生猪出栏排名前3的省份分别为四川、河南、湖南，占比分别为9.37%、8.86%和8.71%，是主要调出省。2016年猪肉产量前10省份合计生产猪肉3398万吨，省内消化2580万吨，剩下24%需外调，河南、山东、湖南外调量排名前3，分别为288万吨、194万吨、193万吨，占其省内消费量的比重分别为178%、102%、80%。

图：我国生猪主产区地域分布

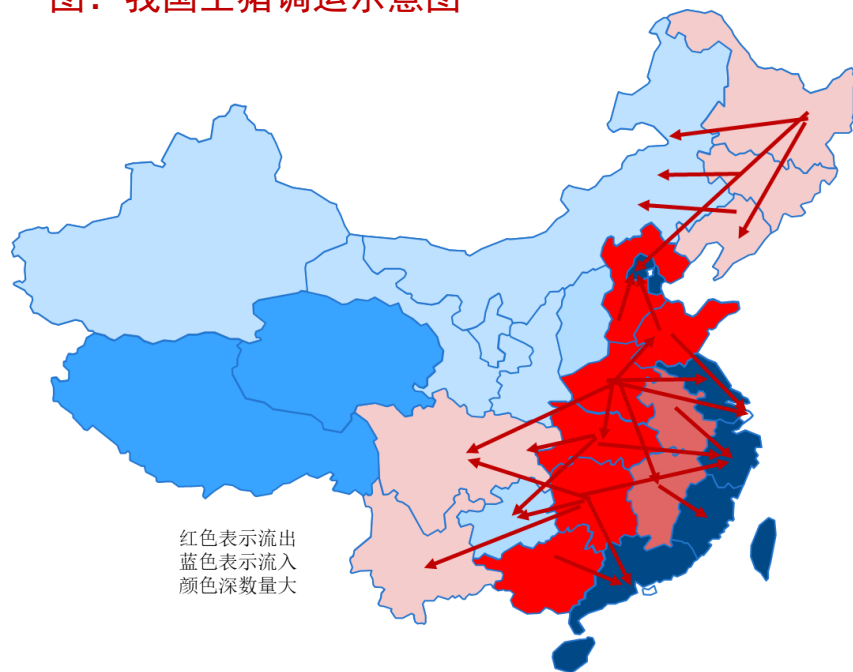


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.2 产销区猪价分化，散养户加速退出势在必行。长三角、珠三角及环渤海地区是生猪主要销区，广东、上海、浙江等省市猪肉调入量居前。大体上，产销区供给存在对应关系，浙江、上海等长三角地区的供给主要源于河南、湖北等省份，南方珠三角的生猪供给主要源于四川、两广、湖南等地，环渤海生猪供给多来自于河北、山东等省。2016年广东、上海、浙江、北京猪肉供给缺口分别达195、168、148、113万吨，猪肉调运量近一半供应上述省市，上海、北京的对外依存度均超过80%。非洲猪瘟爆发后，部分产销区间实行猪肉的点对点供应。

图：我国生猪调运示意图



资料来源：浙商证券研究所

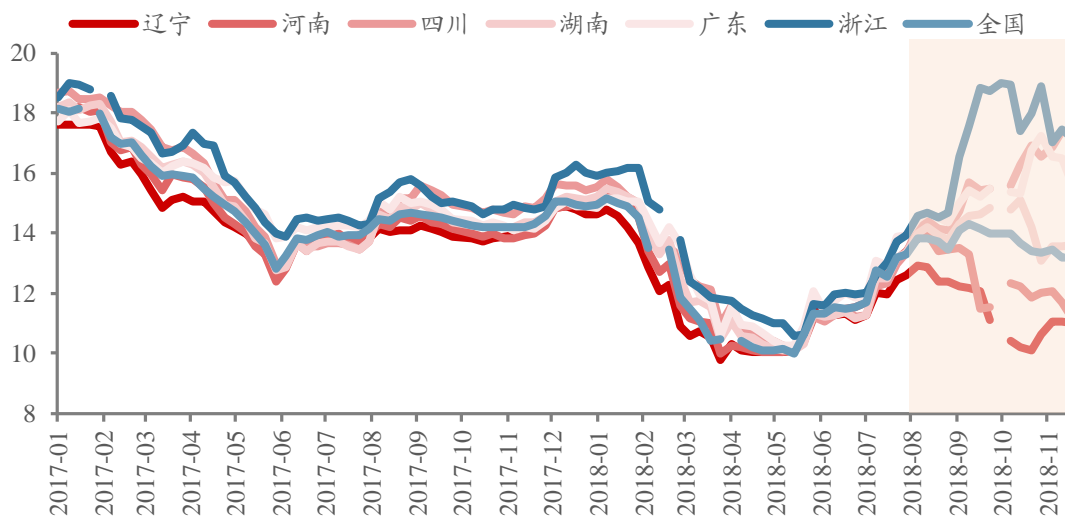
表：非洲猪瘟爆发后定点调运情况

省份	定点调运情况
山东	9月20日与浙江达成每天供应600吨生猪产品的对接
	10月20日与浙江达成每月供应1000吨生猪产品的对接
河南	11月1日与上海达成每天供应1000吨猪肉产品的对接
	11月26日与重庆达成每月供应180000多吨生猪产品的对接
吉林	10月19日农业部同意吉林实施“点对点”生猪调运
黑龙江	11月14日与广东开展生猪产品产销对接
	11月26-28日与西藏开展生猪产品产销对接
青海	11月19-20日暂定河南漯河双汇、商丘贵友实业、新乡高金食品、开封福润肉类食品、陕西渭南生秦肉类加工、咸阳双汇食品等6家大型生猪定点屠宰企业为猪肉产品有限入青企业

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.2 产销区猪价分化，散养户加速退出势在必行。非洲猪瘟的持续发酵使全国生猪调运基本中断，浙江生猪价格最高突破20元/公斤，而东北地区价格最低仅10元/公斤。河南、湖南等主产区生猪禁调后，价格下探，目前在12元/公斤的盈亏平衡线附近。

图：2018年8月后南生猪北价差快速扩大（元/公斤）

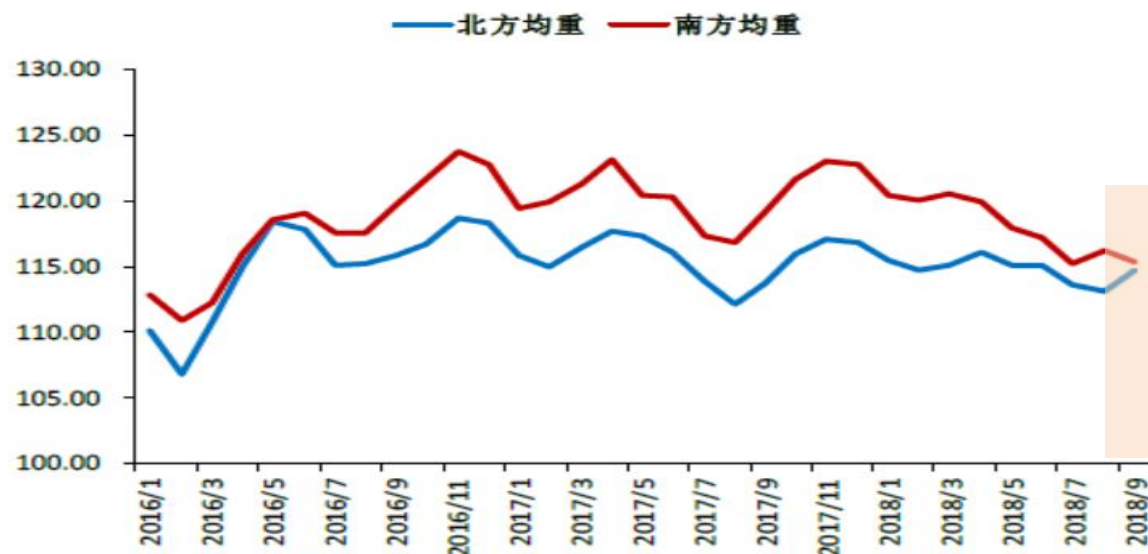


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.2 产销区猪价分化，散养户加速退出势在必行。我们判断，在非洲猪瘟常态化情况下，产销区价差短期内难以弥合，生猪省际间的供需错配或将长期存在：南方调入省供不应求，养殖企业出于高价和规避风险两方面考虑，加速出栏；北方调出省本地消费能力有限，养殖企业或在省内低价销售或继续压栏，因此生猪价格走低同时伴随出栏均重增长。

图：非洲猪瘟爆发以来南方生猪出栏均重下降，北方生猪出栏均重上升（公斤）



资料来源：Wind，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.2 产销区猪价分化，散养户加速退出势在必行。我们认为，养殖户继续压栏难以为继，散养户被迫出清将加速行业产能去化，主要基于：1、产区尤其是东北地区养殖户压栏存在博弈心理——冬季来临疫情或缓解，调运解除后生猪运往销区可获高额利润，但非洲猪瘟疫情的“怕热不怕冷”特性决定冬季疫情难以缓解，调运解除亦遥遥无期，且目前标猪销路通畅，牛猪滞销严重，挤压牛猪继续压栏空间；2、屠宰厂向大型养殖集团收猪的偏好使散养户雪上加霜；3、泔水养殖全面禁止，小厂被迫关停；4、部分银行停止供贷，散户资金紧张。

表：国家政策文件频发，全面禁止泔水养殖

时间	部门	文件名	主要内容
2018年9月13日	农业农村部	《中华人民共和国农业农村部公告 第64号》	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。
2018年10月24日	国务院	《国务院办公厅关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》	要求各地严格落实餐厨剩余物全链条监管责任，并规定全国范围内全面禁止用餐厨剩余物饲喂生猪。
2018年10月30日	农业农村部	《打击生猪屠宰领域违法行为 做好非洲猪瘟防控专项行动方案》	对屠宰非洲猪瘟疫区、受威胁区生猪等违法违规行的小型生猪屠宰场点，一律要求停业限期整改，整改仍达不到要求的，坚决予以取缔。

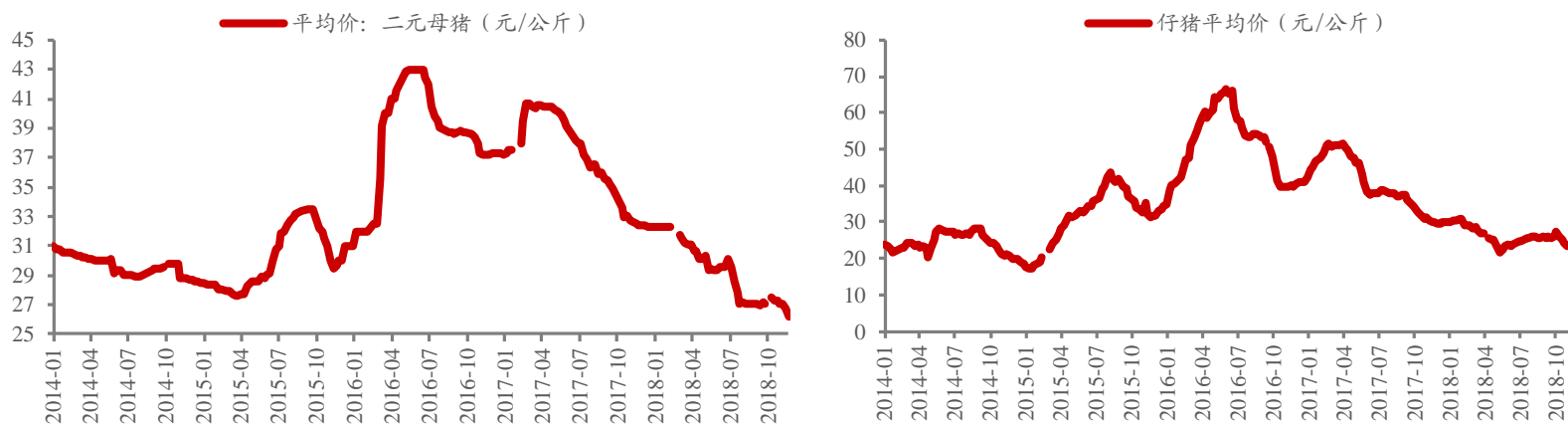
资料来源：农业部，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.3 补栏低迷叠加被动淘汰，周期反转有望提前来临。补栏方面，因非洲猪瘟引起的调运限制，生猪购销不畅，肉制品的对接也是产销区的定点供应，滞销延续影响养殖户补栏积极性，二元母猪价格持续下跌至26.2元/公斤的历史最低位，仔猪价格也跌破22元/公斤。同时，因生猪高，母猪低，利益驱使下，种猪转为肉猪销售已持续约10个月，且存在带崽屠宰现象，后续产能或受影响。

图：二元母猪及仔猪价格下跌，养殖户补栏情绪低迷



资料来源：Wind，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.3 补栏低迷叠加被动淘汰，周期反转有望提前来临。一般周期中，多是经历几轮亏损后，养殖户经营困难，被迫退出，而本轮周期，受非洲猪瘟禁运和政策两方面影响，散养户或大量被迫退出——禁运的长期延续致散养户购销不畅，产能被迫出清，泔水猪的全面禁养政策或迫部分散养户永久性退出，政府政策方面也倾向将散养户直接关停，且历年生猪出栏变动幅度最大也不到8%，3%-5%的生猪出栏变动就足以引发周期反转。

图：历年生猪出栏量变动幅度最大为7.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

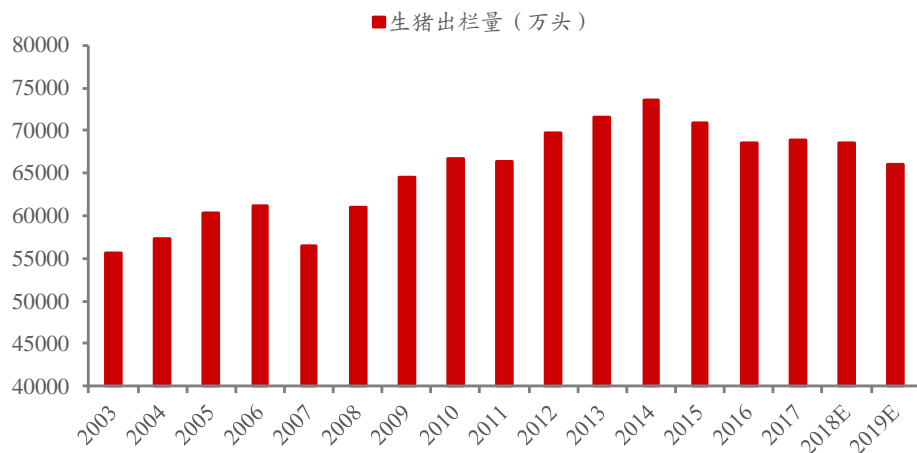
图：3%-5%的出栏变动足以引发猪价周期反转



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.3 补栏低迷叠加被动淘汰，周期反转有望提前来临。据部分省市调查报告数据，重庆市泔水猪占比约5%-8%，盐城市泔水养殖的占比为2%，我们推测全国泔水猪养殖的比例约为3%-5%，若泔水猪全面禁养政策执行到位，这部分产能或整改或退出，无论哪种途径，短期内这部分产能均将去化。同时，农业部数据显示非洲猪瘟爆发至今共4个月累计扑杀量已达60万头，与业专家预计考虑瞒报，实际扑杀量或翻倍，预计明年非洲猪瘟将持续爆发，累计扑杀量或达400-500万头。再加上部分因生猪购销不畅退出的养殖户，明年生猪供给减少3%-5%是大概率事件，猪价有望步入新一轮上涨周期。

图：预计2019年生猪出栏量减少



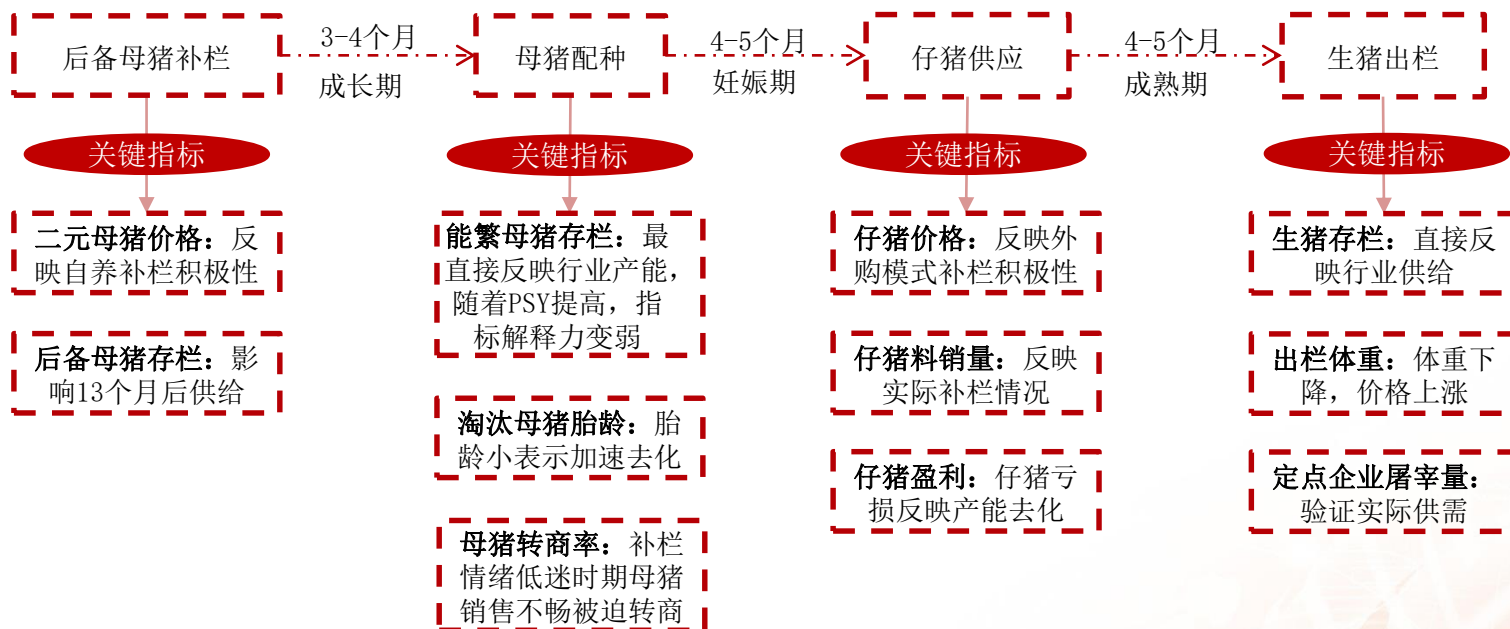
资料来源：Wind，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.4 产能指标验证：行业产能已开始淘汰，预期后期将加速。整体上生猪养殖包括母猪-仔猪-商品猪这3个阶段。母猪和仔猪是商品猪的上游环节，通过跟踪关键指标分析量价变化可推测行业产能；商品猪是养殖结果，分析其量价变化可印证对行业产能的判断。

图：生猪养殖产能分析重要指标



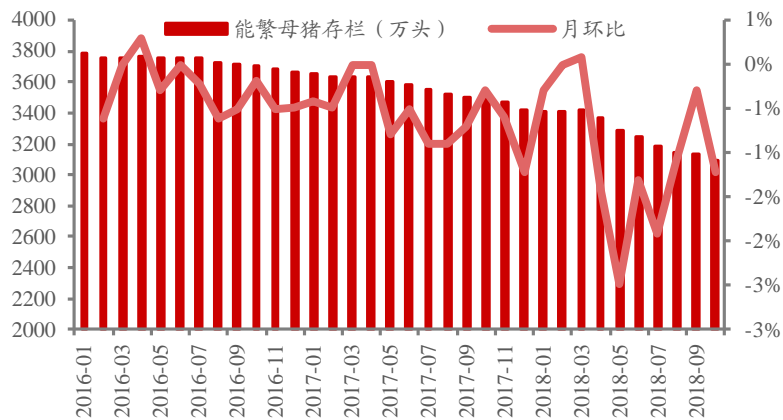
资料来源：浙商证券研究所



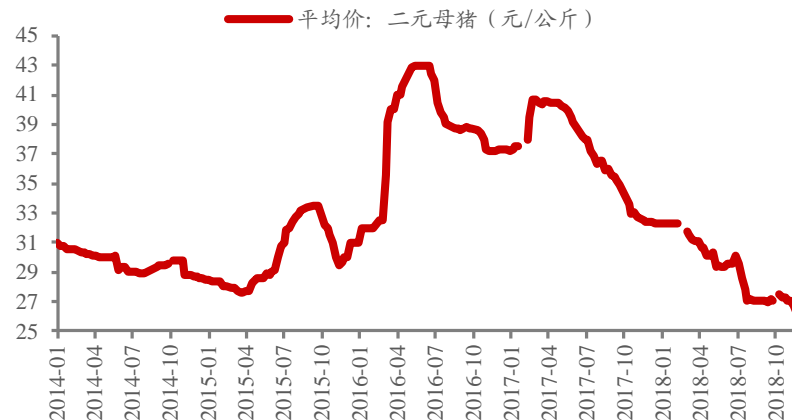
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.4 产能指标验证：行业产能已开始淘汰，预期后期将加速。母猪指标方面，存栏加速下滑，价格已跌至历史低位。存栏方面，尽管能繁母猪存栏量持续下滑，但2017年环比变动幅度基本在1%以内，经历2018年4-5月的深度亏损后，存栏量减少幅度开始加大，今年4月-10月（除9月），能繁母猪存栏月环比下滑幅度均超过1%。价格角度，二元母猪价格已跌至26元/公斤的历史低位，反映补栏情绪低迷。同时与业内专家沟通了解，淘汰母猪胎龄已降至6胎，母猪转商销售已持续10月，反映行业产能收缩。

图：今年4月以来能繁母猪存栏加速下滑



图：母猪价格已降至历史低位

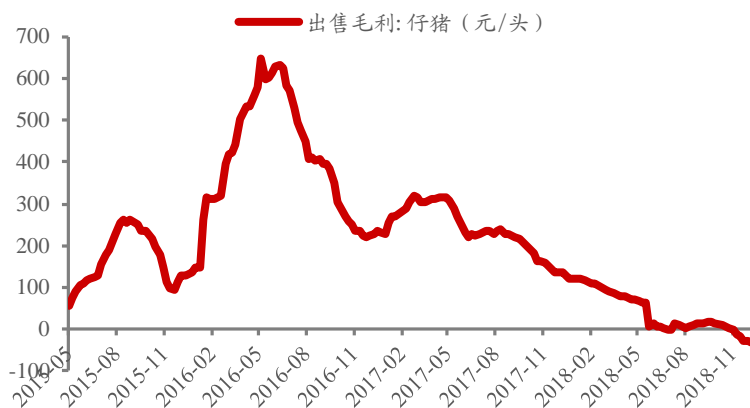


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.4 产能指标验证：行业产能已开始淘汰，预期后期将加速。仔猪指标方面，仔猪价格的持续下跌印证了散养户补栏低迷，全国仔猪均价已跌破22元/公斤，河南仔猪价格更是跌至20元/公斤。盈利方面，2018年11月以来，仔猪销售毛利已由正转负，预计后续行业产能将进入大量淘汰期。

图：仔猪销售毛利已转负



资料来源：Wind，浙商证券研究所

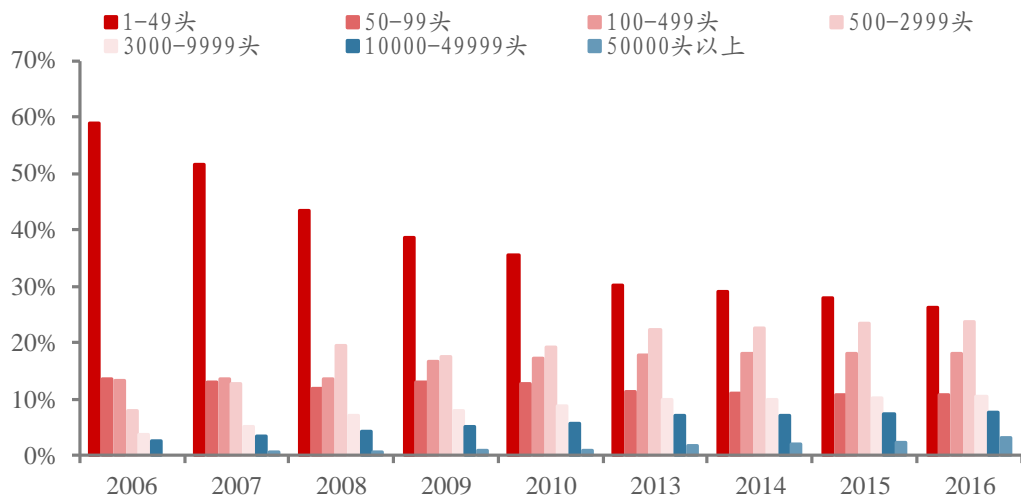
图：河南仔猪价格已跌至20元/公斤



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.5 疫情倒逼产业升级，头部效应凸显。农业部与40余家大型养殖企业座谈会透露的信息表示：生猪调运放开或遥遥无期，落后产能退出或再难进入，养殖屠宰一体或大势所趋。在疫情影响下，周期反转伴随规模化加速，散养户或加速退出，大型养殖集团将明显受益。

图：不同养殖规模出栏占比——散养户占比逐年下降

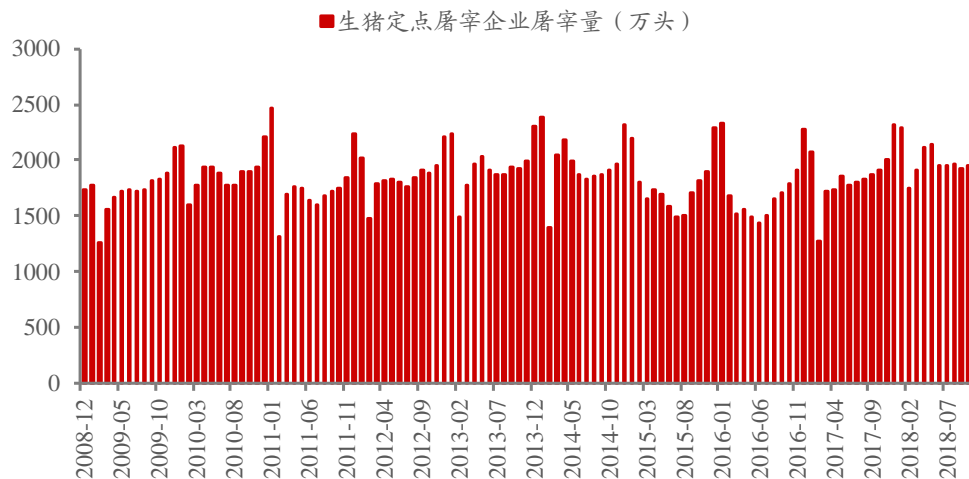


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- **2.5 疫情倒逼产业升级，头部效应凸显。**从当前定点企业月度屠宰量来看，生猪供给依旧宽松，主要原因是母猪产能的淘汰到最终生猪出栏的减少尚需10个月左右时间，我们预计随着非洲猪瘟的持续，产能被动出清，屠宰量环比或下滑，预计明年3、4季度可看到生猪供给的明显减少。行业趋势上，养殖、屠宰、销售一体化推动养殖和屠宰环节的整合，大型养殖集团切入屠宰行业，促进产销区、养殖屠宰产能的配合。

图：生猪定点屠宰情况

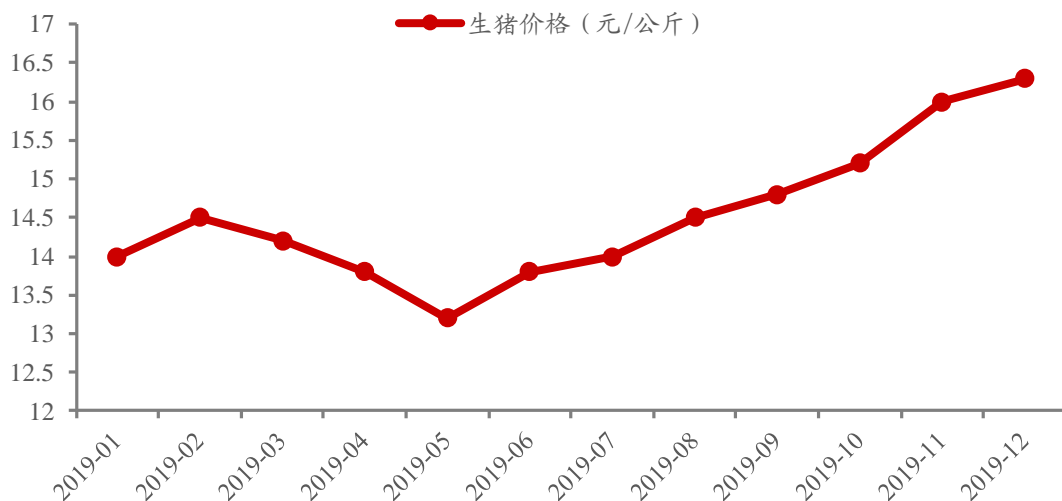


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- **2.6 价格判断：预计2019年下半年或迎来周期反转。**我们判断，本轮周期的关键在于非洲猪瘟疫情及相关政策走向。自然周期中，因养殖规模化程度提高及2016年的盈利积累，仅经历今年4-5月的深亏无法使产能彻底出清，需要更长的持续深度亏损方能推动产能去化。但非洲猪瘟的爆发使行业产能淘汰的驱动因素由产业自身的内在运行规律转向外部因素催化。疫情方面，非洲猪瘟蔓延至全国且短期内无法消除几乎已成共识，政策层面，禁调及泔水猪的全面禁养将加速散养户退出。伴随非洲猪瘟的持续发酵，预计2019年生猪供给的减少或复制2007年猪蓝耳影响下的惨烈，2019年下半年或迎周期反转，全年均价涨幅预计达13.9%。

图：2019年生猪价格预测



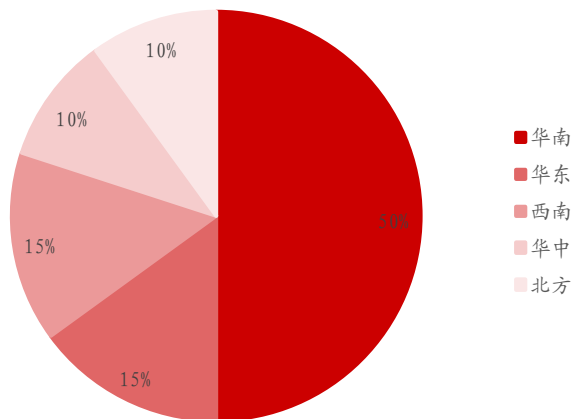
资料来源：浙商证券研究所



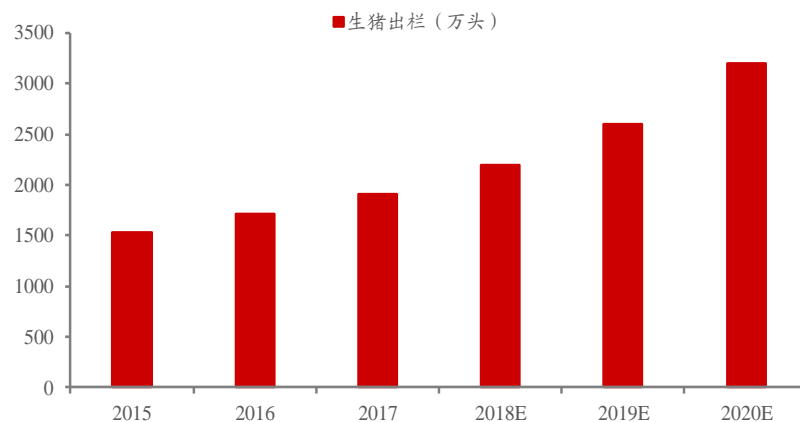
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.7 投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。我们认为，在明年的猪价上行阶段，温氏股份最为受益：1、主要产能布局在销区，产销价差长期存在的背景下，公司高售价优势有望放大；2、公司前瞻性布局屠宰，因屠宰为重资产投资，公司资金情况较其他大型养殖集团有比较优势，能有效支撑未来屠宰产能扩张；3、预计公司2019、2020年出栏量分别为2600万头、3200万头，猪价上行阶段公司有望迎来量价齐升。

图：温氏股份产能布局



图：温氏股份生猪出栏量



资料来源：Wind，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.7 投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。四家养殖上市公司的弹性排序为：正邦科技>天邦股份>牧原股份>温氏股份。

表：温氏股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	2500	0.40	0.96	1.52	2.09	2.65	3.22
	2600	0.40	0.98	1.57	2.16	2.74	3.33
出栏	2700	0.40	1.00	1.61	2.22	2.83	3.44
(万头)	2800	0.40	1.03	1.66	2.29	2.92	3.56
	2900	0.40	1.05	1.70	2.36	3.01	3.67
	3000	0.40	1.07	1.75	2.43	3.11	3.78

表：牧原股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	1200	0.40	1.00	1.61	2.23	2.89	3.55
	1300	0.43	1.09	1.74	2.41	3.13	3.85
出栏	1400	0.46	1.17	1.87	2.60	3.37	4.14
(万头)	1500	0.50	1.25	2.01	2.78	3.61	4.44
	1600	0.53	1.34	2.14	2.97	3.85	4.73
	1700	0.56	1.42	2.28	3.15	4.09	5.03

表：天邦股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	100	0.02	0.12	0.21	0.31	0.40	0.50
	200	-0.03	0.16	0.35	0.54	0.73	0.92
出栏	300	-0.07	0.21	0.50	0.78	1.06	1.35
(万头)	400	-0.12	0.26	0.64	1.02	1.40	1.78
	500	-0.17	0.31	0.78	1.25	1.73	2.20
	600	-0.22	0.35	0.92	1.49	2.06	2.63

表：正邦科技业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	500	-0.14	0.09	0.32	0.55	0.79	1.02
	600	-0.18	0.10	0.38	0.66	0.94	1.21
出栏	700	-0.22	0.11	0.43	0.76	1.08	1.41
(万头)	800	-0.26	0.12	0.49	0.86	1.23	1.61
	900	-0.29	0.13	0.54	0.96	1.38	1.80
	1000	-0.33	0.14	0.60	1.07	1.53	2.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所



2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价

- 2.7 投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。头均市值角度，目前温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均市值分别为4253、4864、2210、2945元，按目前市值对应2019年出栏量计算，4家公司头均市值分别为3706、3891、1736、1841元，较历史最低头均市值的涨幅分别为9.42%、19%、16.6%、1.76%，养殖上市公司的头均市值均处于较低位置。

表：主要养殖上市公司头均市值

	出栏量（万头）			头均市值（元）		
	2017	2018E	2019E	当前	历史最低	当前市值对应2019年出栏量
温氏股份	1904	2200	2600	4253	3387	3706
牧原股份	724	1200	1500	4864	3270	3891
正邦科技	342	550	700	2210	1489	1736
天邦股份	101	250	400	2945	1809	1841

资料来源：Wind，浙商证券研究所

目录

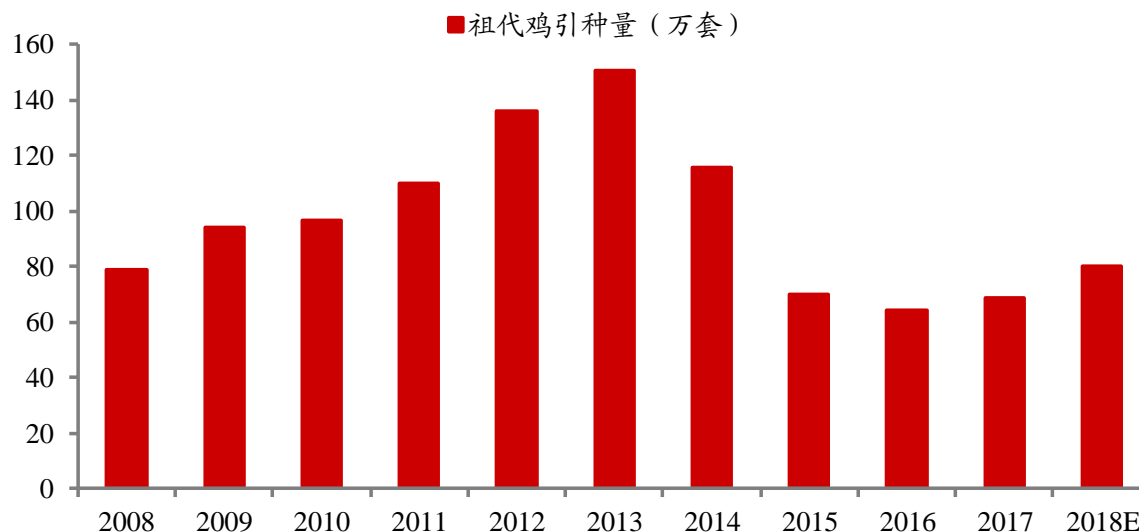
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价
- 3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续**
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转
5. 其他：关注细分子行业白马龙头



3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.1 产能仍处低位，供给偏紧格局未改。2015 年以来，祖代鸡引种量均保持在70万套以下，祖代鸡供给偏紧已持续3年，2018年1-10月，引种量54万套，预计11-12月引种12万套，再加上益生自产，全年引种量预计75-80万套。

图：2015年以来祖代鸡引种保持低位



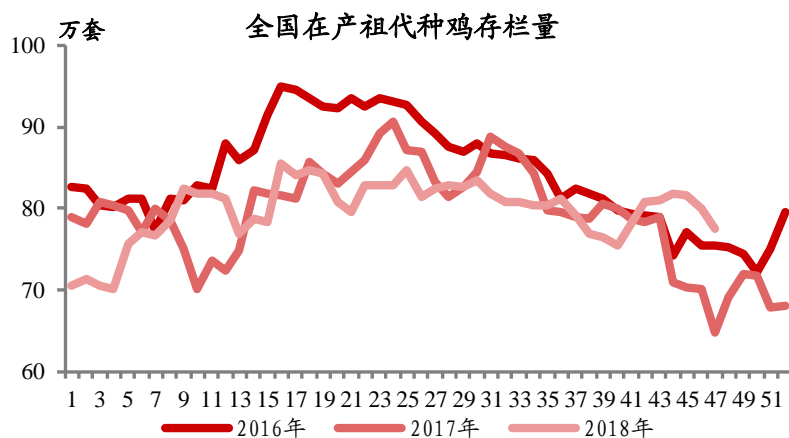
资料来源：中国畜牧业协会，浙商证券研究所



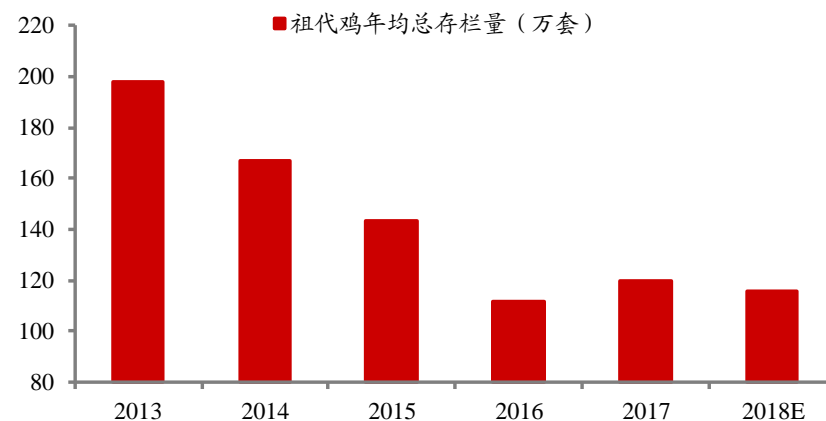
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.1 祖代产能仍处低位，供给偏紧格局未改。截至2018年11月25日，在产祖代鸡平均存栏79.84万套，同比下降0.56%，继续保持低位，后备祖代鸡平均存栏34.5万套，同比下降12.8%。预计2018年祖代鸡年均总存栏量115.5万套，同减3.46%，祖代鸡产能延续收缩态势。同时，受低基数和肝病影响，强制换羽受限，产能难以快速提升，预计2019年供给依旧偏紧。

图：在产祖代鸡存栏保持低位



图：预计2018年祖代鸡年均总存栏量下滑3.46%

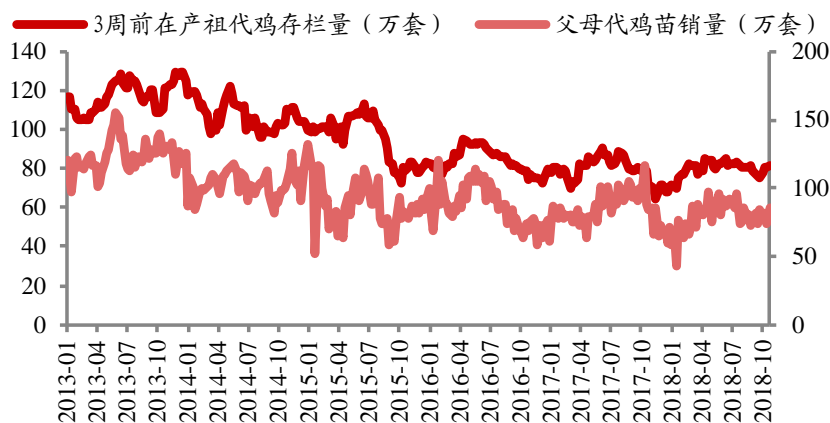


资料来源：中国畜牧业协会，浙商证券研究所

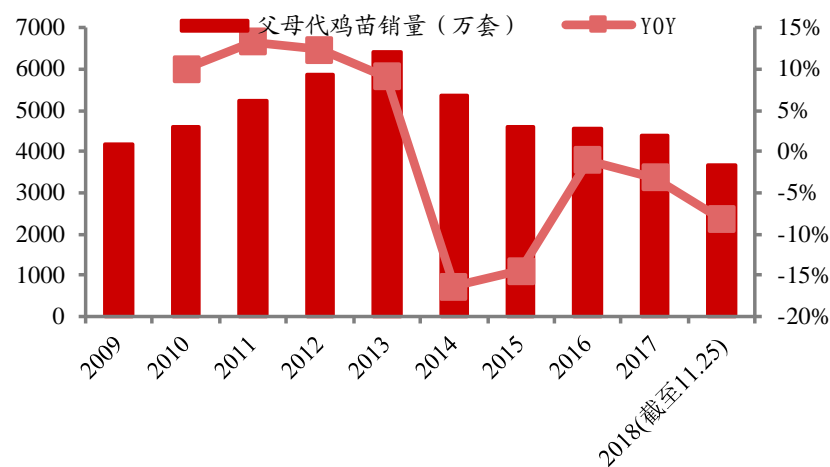
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.2 祖代鸡存栏已降至低点，产能收缩向父母代传导。根据产能传导机制，父母代鸡苗供应量取决于3周前在产祖代鸡存栏量，受祖代鸡存栏下行影响，父母代鸡苗供给亦呈下滑态势，2018年截至11月25日，父母代鸡苗周度平均销量78.42万套，同比减少8.27%。

图：父母代鸡苗销量与3周前在产祖代鸡存栏相关



图：父母代鸡苗总供给量呈下滑态势



资料来源：中国畜牧业协会，浙商证券研究所

3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

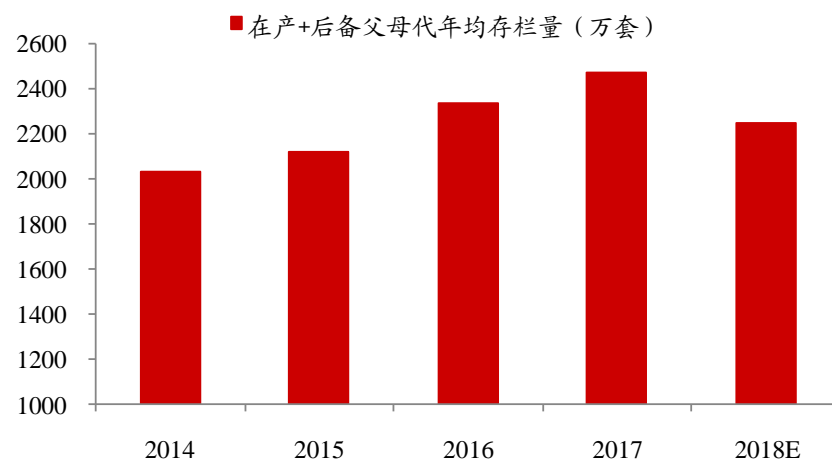
- 3.2 祖代鸡存栏已降至低点，产能收缩向父母代传导。父母代种鸡方面，截至2018年11月25日，在产父母代平均存栏1402万套，同比下滑5.7%。根据产能周期，在产父母代存栏取决于6个月前在产祖代鸡存栏量。2018年5月到11月，在产祖代鸡平均存栏减少0.7%，对应2018年11月到2019年5月，在产父母代存栏仍有下降空间。预计2018年父母代年均总存栏量减少9%。

图：在产父母代已降至2017年以来的低位



资料来源：中国畜牧业协会，浙商证券研究所

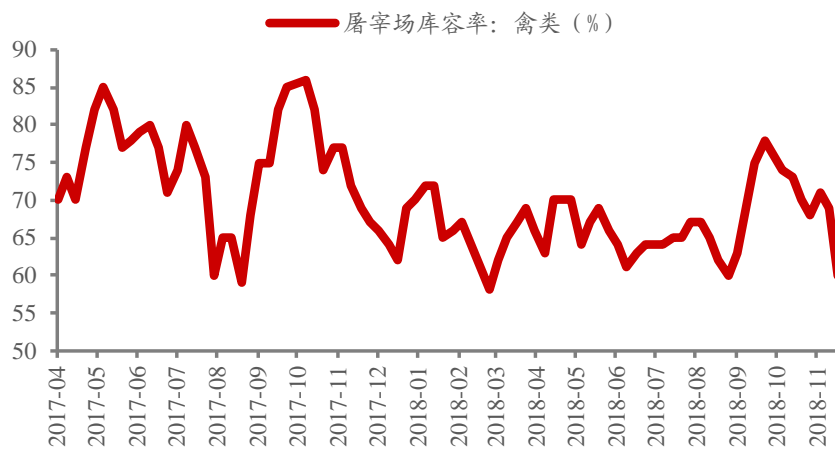
图：预计2018年在产+后备父母代平均存栏减少9%



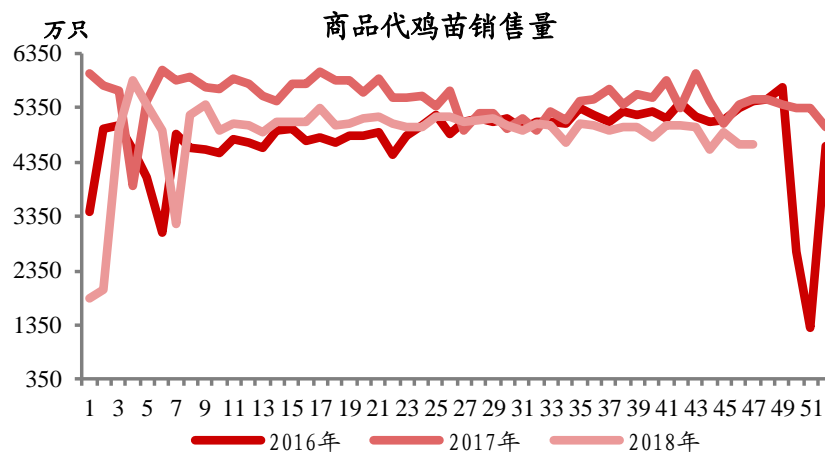
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- **3.3 库容率降至低位，终端供给偏紧。**截至11月23日，屠宰场禽类库容率仅为60%，为2018年以来的次低点（仅高于3月2日的58%），截至11月25日，商品代鸡苗周均销量仅4876万套，同减12%，且11月以来，商品代鸡苗销量继续下滑，最低不到4600万套，显示终端供给持续偏紧，根据产能周期，预计整个12月毛鸡供给都将偏紧，价格维持高位。

图：屠宰场库容率降至今年以来次低位



图：商品代鸡苗供给偏紧

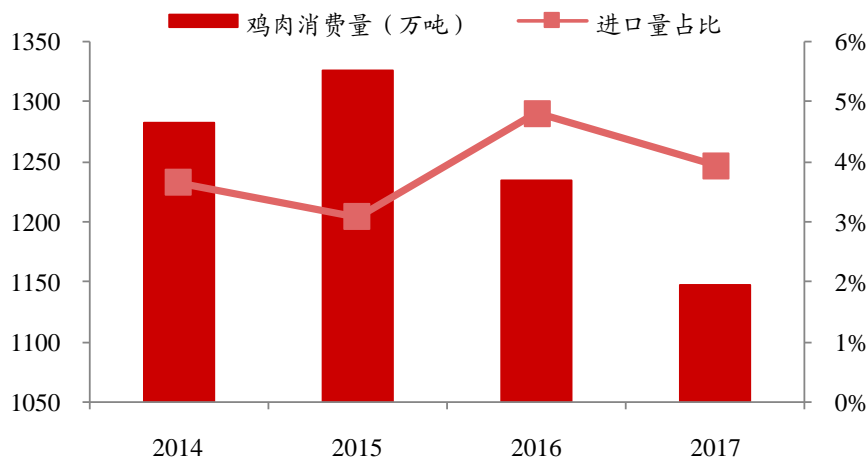


资料来源：Wind，中国畜牧业协会，浙商证券研究所

3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

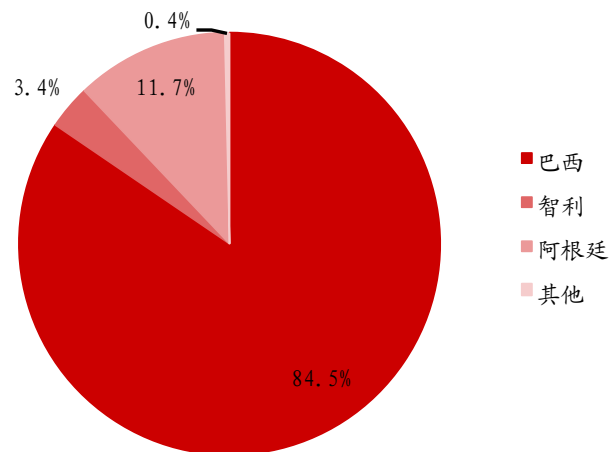
- 3.4 巴西双反强化供给短缺逻辑。尽管鸡肉进口规模在我国白羽肉鸡消费量中的占比仅为4%左右，但巴西是我国最大的鸡肉进口来源国，2017年从巴西的鸡肉进口占比高达85%，巴西双反的落地或将加剧国内供给短缺。

图：中国鸡肉消费量及进口占比



资料来源：海关总署，浙商证券研究所

图：2017年鸡肉进口结构，巴西占比高达85%



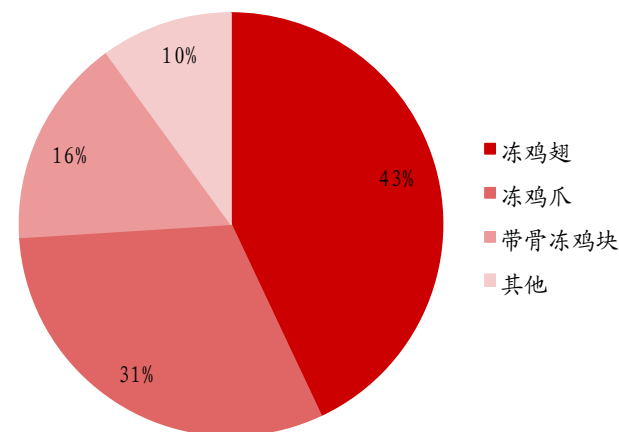
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.4 巴西双反强化供给短缺逻辑。产品结构上，2017年进口鸡肉中的鸡翅和鸡爪合计占比达74%，从巴西进口的鸡翅占鸡翅进口比例高达84%。巴西双反落地后，预计从巴西进口鸡肉量将减少，国内鸡翅鸡爪供给或将大幅减少，有助于国内鸡肉尤其是鸡爪、鸡翅价格的上涨。

图：自巴西进口的带骨冻鸡块占比超过95%



图：2017年鸡肉进口产品结构

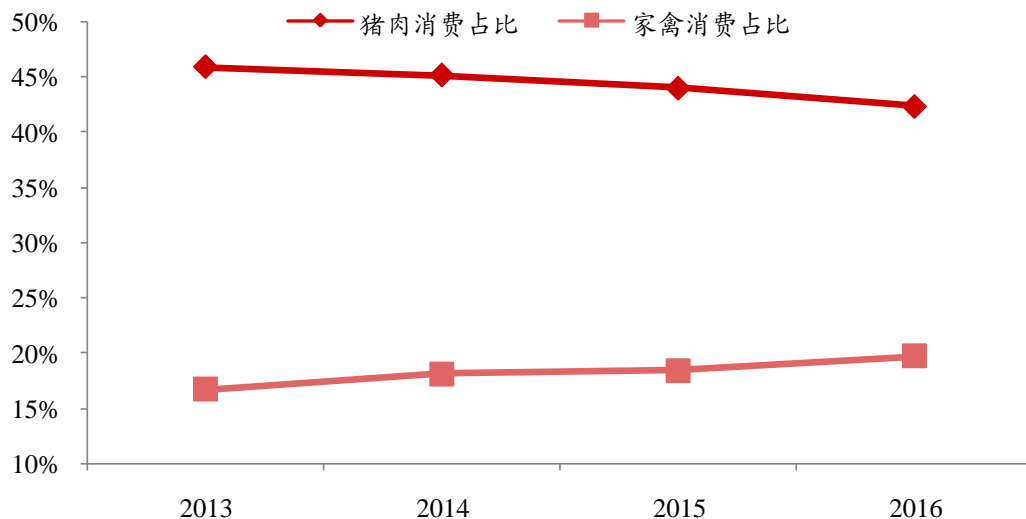


资料来源：海关总署，浙商证券研究所

3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- **3.5 禽肉消费占比逐步提升。**前几年禽流感等事件对鸡肉消费的负面影响已逐步消化，非洲猪瘟爆发催生对猪肉消费的替代需求，随着双节消费旺季来临，鸡肉消费有望进一步提升。2013年-2016年，家禽在我国居民肉类消费中的占比由16.7%提高到19.7%。

图：家禽在我国居民肉类消费中的占比提升



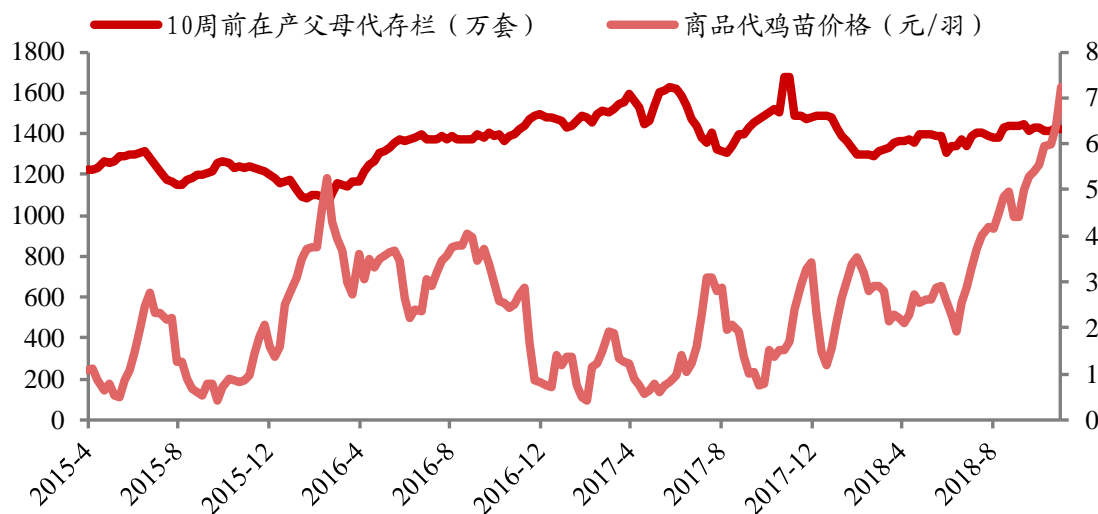
资料来源：统计局，浙商证券研究所



3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.6 鸡苗及肉鸡价格景气有望持续至2019年。通过拟合发现，商品代鸡苗价格与10周前在产父母代存栏量有一定负相关关系，2018年祖代鸡引种持续低位背景下，预计父母代存栏在2019年仍将维持低位，因此商品代鸡苗价格景气有望持续至2019年。

图：商品代鸡苗价格与10周前在产父母代存栏负相关

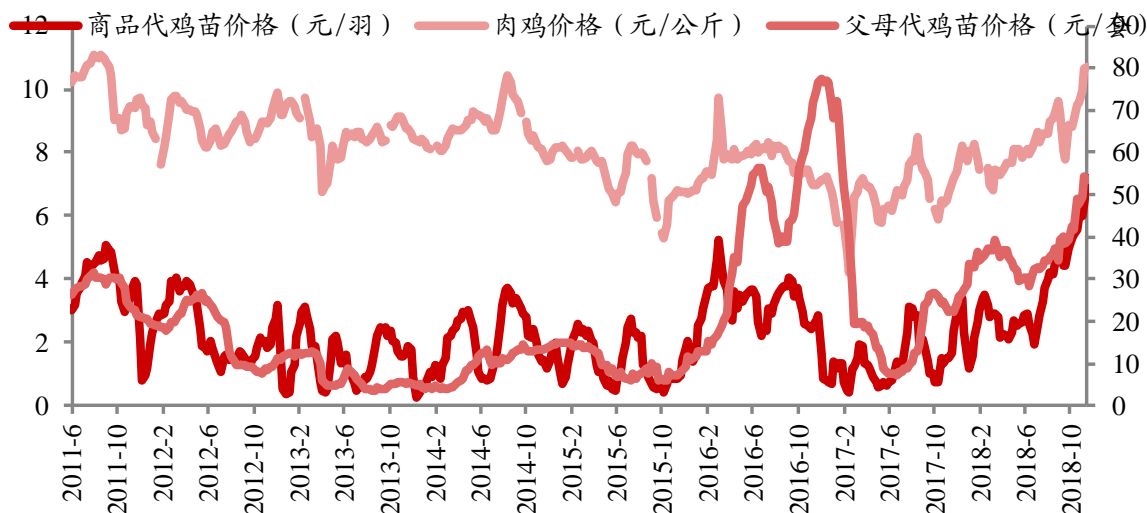


资料来源：中国畜牧业协会，浙商证券研究所

3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- 3.6 鸡苗及肉鸡价格景气有望持续至2019年。通过拟合发现，商品代鸡苗、父母代鸡苗、商品肉鸡价格走势呈正相关关系，在商品代鸡苗价格持续景气的背景下，预计父母代鸡苗、商品肉鸡价格在2019年均有望继续保持景气。

图：商品代鸡苗、父母代鸡苗、商品肉鸡价格正相关



资料来源：Wind，中国畜牧业协会，浙商证券研究所

3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续

- **3.7 投资建议：重点推荐圣农发展，关注益生股份、民和股份。**整体上，我们认为鸡价景气或持续至2019年，禽产业链各环节价格均将上涨，禽养殖板块值得积极布局，我们判断全产业链龙头圣农发展或是本轮周期最受益标的，重点推荐：1、预计公司四季度屠宰量1.1-1.2亿羽，完全成本9300元/吨，11月售价已突破12000元/吨，单只鸡盈利接近6元。预计全年屠宰量4.5-4.6亿羽，盈利接近14亿元；2、预计2019年鸡价持续景气，公司有望量价齐升，屠宰量达5亿羽，羽均盈利4元，全年盈利或达20亿元。

表：圣农发展盈利预测

	2018Q4	2019E
肉鸡屠宰量（亿羽）	1.2	5
肉鸡销量（万吨）	27	112.5
售价（元/吨）	11200	11100
完全成本（元/吨）	9200	9500
羽均净利（元/羽）	4.5	3.6
肉鸡净利润（百万元）	540	1800
圣农食品净利润（百万元）	50	250
净利润合计（百万元）	590	2050

资料来源：浙商证券研究所



目录

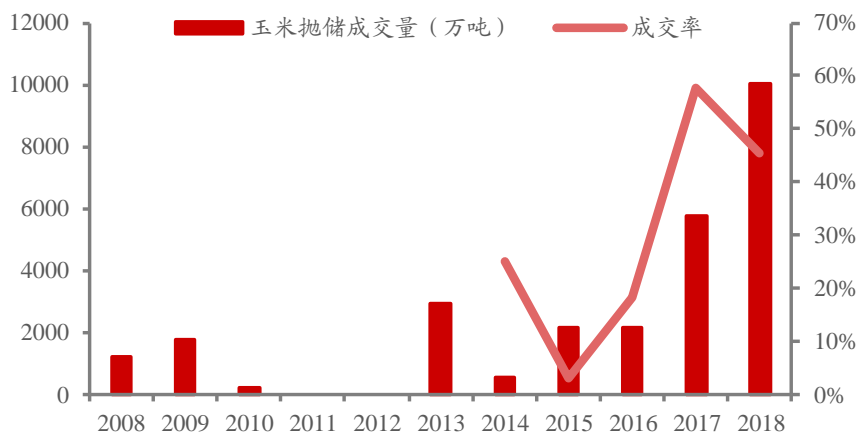
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续
- 4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转**
5. 其他：关注细分子行业白马龙头



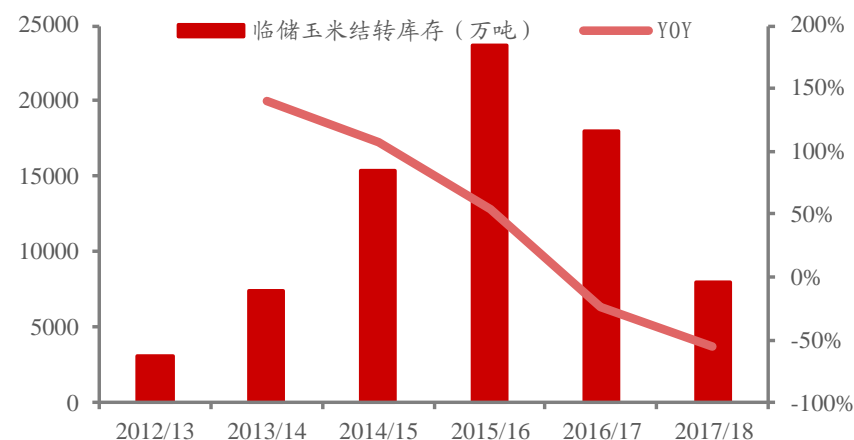
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.1 玉米：库存消化促供需格局扭转，价格看涨。**收储政策下高企的库存成为压制玉米价格的重要因素，近年来，临储取消叠加抛储放量，玉米库存快速消化，今年抛储量更是首次突破亿元大关，且参与拍卖的市场主体增多，有利于玉米库存的真实消化（15年之前中储粮收储更多是陈同减粮出库轮换，抛储量并未反映真实库存消化量）。2017/18年度临储玉米结转库存已降至8000万吨以下，同减55.7%。

图：玉米抛储成交量大幅增长



图：临储玉米结转库存快速消化



资料来源：国家粮油信息中心，卓创资讯，浙商证券研究所

4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.1 玉米：库存消化促供需格局扭转，价格看涨。**进一步分析玉米库存，我们发现，参与拍卖的市场主体虽增多，但其中不乏贸易商囤货行为，玉米仅是在不同库存主体间转移，并未完成库存到消费的转换，且库存最终能否被消化仍要看后续陈粮出库的情况。因此，真实的玉米去库存情况仍旧取决于供需的变化。我们判断，受益于供给相对平稳，需求持续增加，玉米价格向上有基本面支撑。

表：中国玉米供需平衡表（万吨）

项目/年度	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
期初库存	6900.7	11206	17333.75	23313.75	25314.45	24396.45
产量	21800	21567	22748	21172	20372	20600
进口量	327.6	552	317.42	246.4	360	350
总供给	29028.3	33325	40399.17	44732.15	46046.45	45346.45
国内消费	17820	15990	17085	19410	21640	23500
其中：饲料消耗	12100	9950	10400	11650	12600	13600
工业消耗	4350	4650	5300	6300	7600	8500
种用及食用	1230	1240	1230	1210	1190	1200
损耗	140	150	155	250	250	200
出口量	2.3	1.25	0.42	7.7	10	10
总需求	17822.3	15991.25	17085.42	19417.7	21650	23510
期末库存	11206	17333.75	23313.75	25314.45	24396.45	21836.45
库消比	62.88%	108.40%	136.46%	130.42%	112.74%	92.92%

资料来源：天下粮仓，浙商证券研究所



4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.1 玉米：供给相对平稳，东北种植面积或继续调减。** 尽管受贸易摩擦影响，改种大豆的倾斜力度加大，但因种植习惯及政策落实的时滞，整体玉米种植面积短期或相对稳定。但《“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》计划到2020年“镰刀弯”地区调减玉米种植面积5000万亩，2016年东北实际玉米种植面积已减少1656万亩，预计2020年之前仍将继续调减。

表：“镰刀弯”地区玉米种植面积调减计划

地区	地理范围	到2020年的目标	方向
东北冷凉区	黑龙江北部和内蒙古东北部第四、五积温带以及吉林东部山区	调减1000万亩以上	恢复东北地区粮豆轮作模式；扩大“粮改饲”规模
北方农牧交错区	连接农业种植区和草原生态区的过渡地带，包括黑吉辽蒙晋冀陕甘等省	调减3000万亩以上	以发展青贮玉米和粮豆轮作，花生、杂粮生产为主
西北风沙干旱区	昆仑山、阿尔金山、祁连山、白于山和大青山以北的广大地区，包括新疆、甘肃、宁夏、内蒙古等省(区)	调减500万亩以上	在灌溉条件好的区域发展玉米制种业，在其他地区发展耐盐耐旱作物
太行山沿线区	五台山以南、伏牛山以北，包括山西东部和河北西部地区	调减200万亩以上	大力发展耐旱的杂粮杂豆和生育期短的青贮玉米
西南石漠化区	横断山脉以东、大瑶山以西，以云贵高原为主体，包括广西、云南、贵州等省(区)	调减500万亩以上	积极发展杂粮杂豆，茶叶、核桃、油茶、中药材等，改良草山草坡

表：各省玉米种植面积调减情况

时间	省份	计划调减(万亩)	实际减少(万亩)
2016年	黑龙江	1000	906
	吉林	300	215
	辽宁	200	237
	内蒙古	200	298
2016~2020年		计划调减5000万亩	

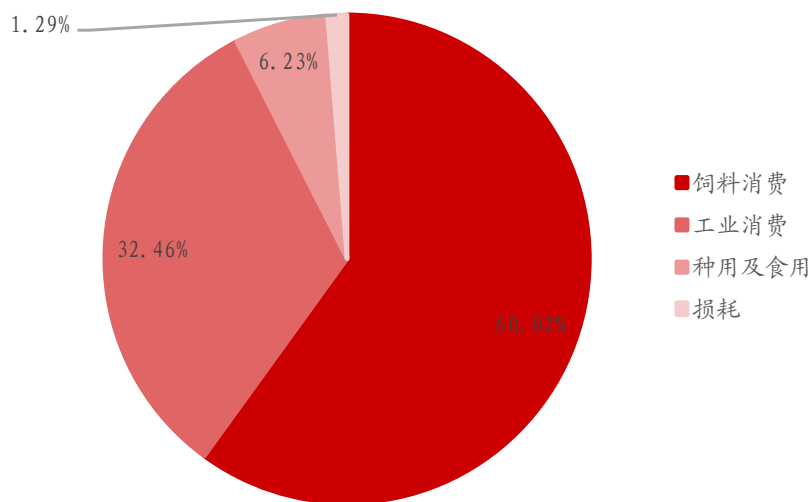
资料来源：Wind，中国知网，浙商证券研究所



4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.1 玉米：饲用消费平稳，工业消费提速。**玉米消费包括饲料消费、工业消费、种用、食用及损耗几大类，其中饲料消耗占比最大，为60%左右。饲料消费主要与畜禽存栏量相关，在养殖盈利高企，畜禽存栏量较高时期，饲料需求旺盛。我们判断，2019年禽养殖盈利高企，生猪养殖或迎反转，支撑饲料需求。

图：中国玉米消费结构



资料来源：天下粮仓，浙商证券研究所

4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.1 玉米：饲用消费平稳，工业消费提速。**工业消费方面，据Cofeed统计，截至2018年9月，全国深加工企业产能同增24.6%至9896万吨，预计2019年，深加工企业新增数达28家，新增产能2933万吨。燃料乙醇方面，若按计划到2020年，车用乙醇汽油基本全覆盖，按汽油年消费量12000万吨，1吨车用乙醇汽油由90%纯汽油和10%乙醇混合计算，对燃料乙醇的需求约为1200万吨，目前燃料乙醇产能约为250万吨，则新增燃料乙醇需求为950万吨，按3吨玉米产1吨燃料乙醇计算，新增的燃料乙醇将消耗玉米2850万吨，进一步消化库存。

表：玉米工业消费需求测算

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
玉米淀粉产量（万吨）	2259	2595	2803	3027	3269
淀粉玉米消耗量（万吨）	3227	3707	4004	4324	4670
玉米酒精产量（万吨）	400	440	462	485	509
酒精玉米消耗量（万吨）	1260	1386	1455	1528	1604
燃料乙醇产量（万吨）	250	600	800	1000	1200
燃料乙醇玉米耗量（万吨）	750	1800	2400	3000	3600
其他工业玉米消耗（万吨）	1373	2061	2347	2644	2949
工业消费总量（万吨）	6610	8954	10207	11496	12824
消费增量（万吨）		2344	1252	1290	1328

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：其他工业玉米消费按消费结构23%计算，淀粉按1吨玉米产0.7吨玉米淀粉计算，酒精按3.15吨玉米产1吨酒精计算，燃料乙醇按3吨玉米产1吨燃料乙醇计算



4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- 4.1 玉米：预计2019年价格前低后高，全年价格涨势确立。短期看，因农户对后续玉米价格形成看涨预期，惜售心理致2018秋季新粮上市推迟，临储拍卖结束后玉米价格一路上扬，后续随着新粮陆续上市及拍卖粮出库，市场供给或阶段性增加，压制玉米价格。长期看，整个2018/19种植季供给侧改革继续推进叠加需求提振，玉米库存或将继续消化，支撑价格上涨。

图：玉米价格走势

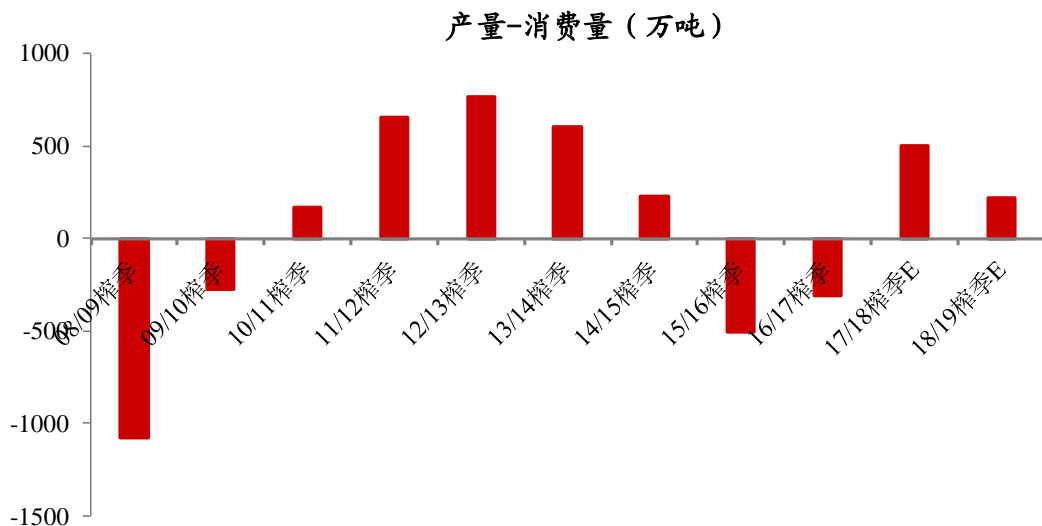


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.2 糖：2018/19榨季供给过剩大幅收窄，牛市曙光初现。**2018/19榨季三大主产国糖产量均存在下滑预期，预计巴西中南部减产21.8%，印度减产7.7%，泰国减产8.2%，据ISO 11月最新预测，2018/19榨季全球糖市供给过剩量将收窄至217万吨，低于其8月预估的675万吨。

图：预计2018/19榨季全球糖市供给过剩量大幅收窄至217万吨

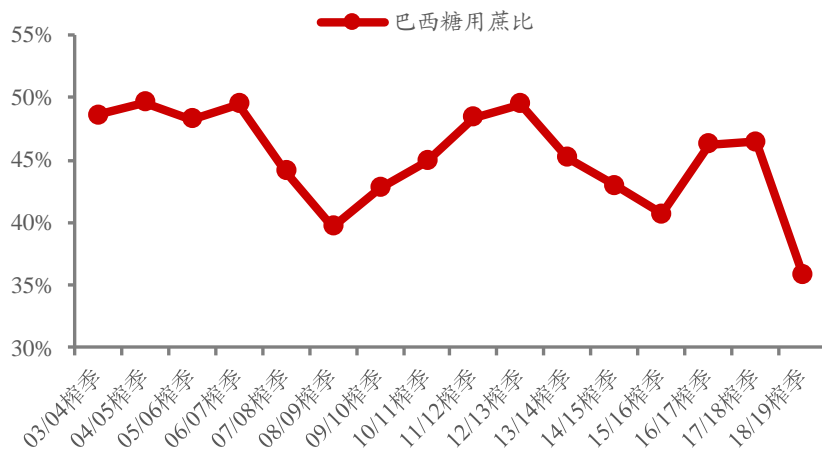


资料来源：ISO，浙商证券研究所

4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

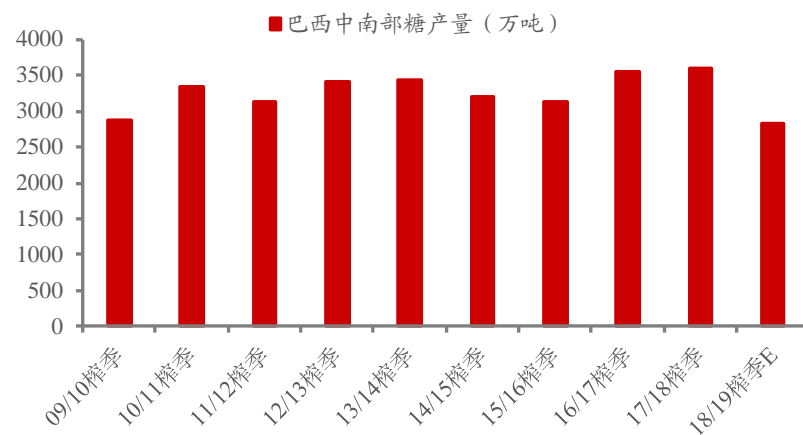
- 4.2 糖：巴西——糖用蔗比大幅下滑叠加甘蔗压榨量减少，巴西中南部产糖量或创近10年来新低。因国际油价大幅上涨，巴西甘蔗更多用于乙醇生产，2018/19榨季截至11月15日，糖用蔗比下滑至35.81%，远低于2017/18榨季的46.5%，累计甘蔗压榨量5.3亿吨，同减4.55%，巴西中南部累计糖产量2523万吨，同减26.82%。预计2018/19榨季巴西中南部糖产量2820万吨，同减21.8%，创近10年来新低。

图：2018/19榨季巴西糖用蔗比创新低



资料来源：UNICA，浙商证券研究所

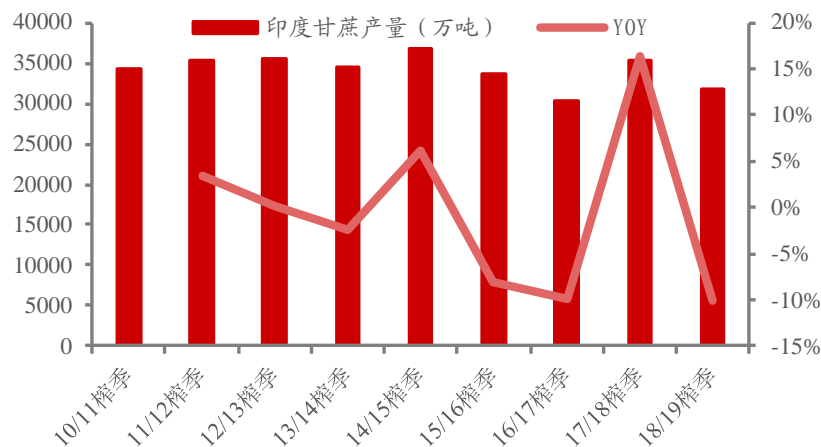
图：预计2018/19榨季巴西中南部糖产量同减21.8%



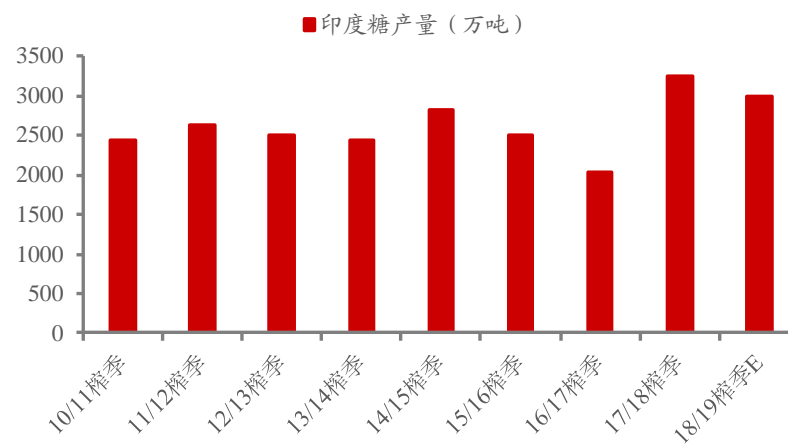
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- **4.2 糖：印度——主产区干旱及病虫害致甘蔗产量大幅下滑，糖产量预期由增转减。**今年8月开始，印度第二大产糖区马邦及第三大产糖区卡邦因降水不足，蛴螬啃食甘蔗根部，爆发大面积虫害，最大产糖区北方邦季风季的降水也低于正常水平，整体上2018年6-9月印度降水量较正常年份减少23%，2018/19榨季截至2018年11月15日，印度糖产量116.3万吨，同减15.3%，预计整个2018/19榨季糖产量3000万吨，产量预期由同增9.2%下调至同减7.7%。

图：预计2018/19榨季印度甘蔗产量大幅下滑



图：预计2018/19榨季印度糖产量同减7.7%

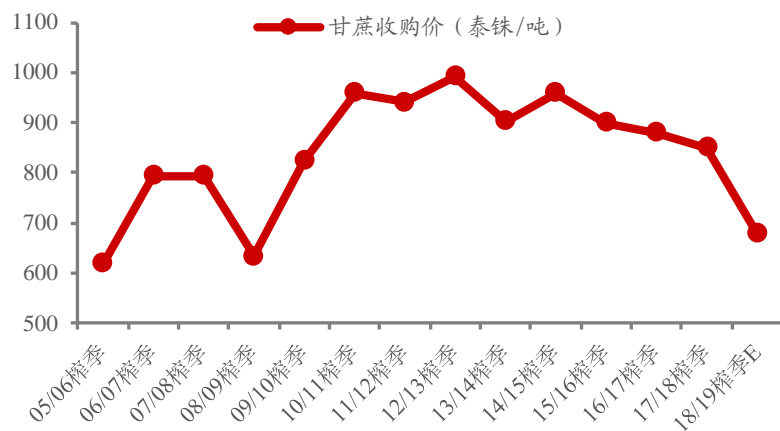


资料来源：ISMA，浙商证券研究所

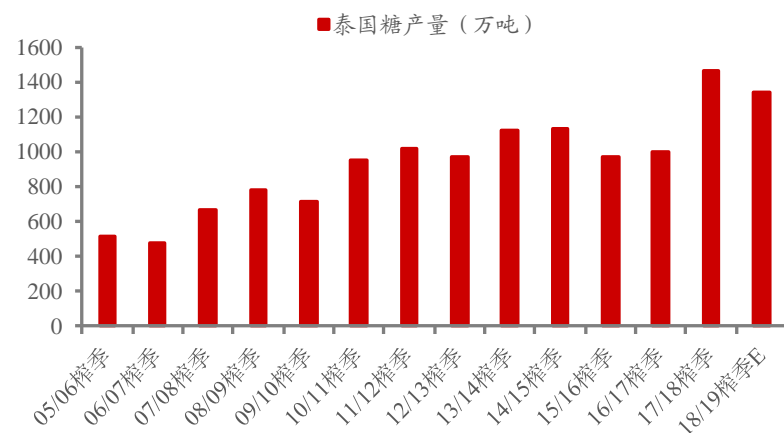
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- 4.2 糖：泰国——预计2018/19榨季糖产量小幅下滑。受甘蔗价格较低，木薯价格恢复的影响，蔗农转向种植木薯等替代作物，据此泰国糖业公司预计2018/19榨季泰国糖产量或同减8.2%至1350万吨，但因2017/18榨季糖产量达到创纪录的1470万吨，远高于2016/17榨季的1003万吨，在高基数影响下，即使2018/19榨季泰国糖产量预期下滑，供给依旧偏多。

图：泰国甘蔗收购价下调影响蔗农种植积极性



图：预计2018/19榨季泰国糖产量同减8.2%



资料来源：OCSB，浙商证券研究所

4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转

- 4.2 糖：价格——预计2019年为糖价牛熊转折点，下半年糖价或开启新一轮上涨周期。2018/19榨季部分主产国因天气影响，食糖超预期减产，全球供给过剩量大幅收窄，但供过于求格局未改，尽管受雷亚尔汇率提振，糖价短期内反弹逾30%，但2018年四季度到2019年一季度北半球主产国集中开榨，食糖供给阶段性增多，价格或承压。展望2019年，据美国气象局预测，2018年冬季发生厄尔尼诺的概率增至70%，受厄尔尼诺影响，2019年东南亚或现干旱，影响印度、泰国等主产国新季甘蔗生长，巴西甘蔗或因洪涝之故出糖率降低，且两年熊市影响下，减产预期强烈，预计2019年甘蔗种植面积及产量下滑是大概率事件，全球糖市供给宽松格局扭转，ISO预计2019/20榨季供给缺口约200万吨，预计糖价将于新榨季开始之际走出底部区域，步入上升通道。

表：全球糖供需平衡表（万吨）

项目/年度	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
产量	14933.3	15492.7	16462.9	17202.9	17138.6	17118	16683.3	16837.3	18250	18000
消费量	15212.2	15325.4	15803.4	16438.4	16535.7	16889.4	17185.1	17147.8	17522	17783
供给过剩/缺口	-278.9	167.3	659.5	764.5	602.9	228.6	-501.8	-310.5	728	217
进口需求	5399.1	5387	5432.5	6060	5795.7	5545	5675.9	6004	5746.7	5660.5
可供出口	5399.7	5386.7	5432.2	6060.5	5795.8	5543	5674.9	6009.5	6109.4	6048.3
期末库存	6131.2	6298.8	6958.6	7722.6	8325.4	8556	8055.2	7739.2	8104.5	7933.7
库消比	40.30%	41.10%	44.03%	46.98%	50.35%	50.66%	46.87%	45.13%	46.25%	44.61%

资料来源：ISO，浙商证券研究所



目录

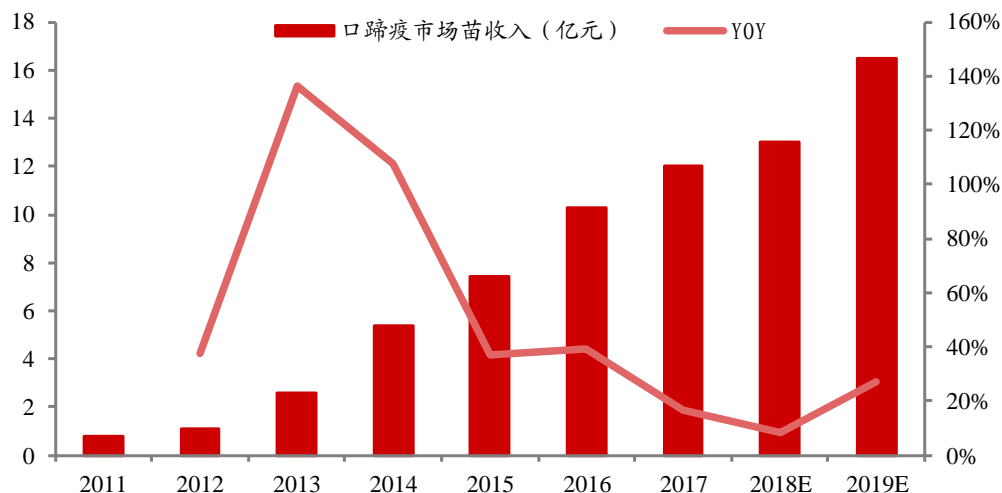
1. 通胀预期抬升，农业板块或录得超额收益
2. 生猪养殖：非洲猪瘟催化，异样周期，同样涨价
3. 禽养殖：产能仍旧偏紧，行业景气延续
4. 农产品：玉米涨势确立，糖价或迎底部反转
5. 其他：关注细分子行业白马龙头



5. 其他：关注细分子行业白马龙头

- **5.1 动物疫苗：重点关注生物股份。**2018年上半年牛三价去库存拖累公司业绩，三季度拐点已现，OA二价苗的销售有望推动公司2019年业绩重回高增长通道：1、公司OA二价苗领先上市，具备先发优势，草根调研了解到2018年秋防公司OA二价苗供不应求，日出货量可达100万头份，预计明年春防OA二价苗亦将带动公司疫苗销量大幅增长；2、猪周期提前反转预期升温，后续在猪价上行周期，防疫需求将进一步提升，而其他企业OA二价苗上市推广仍需时日，涨价周期中竞争对手产品的暂时缺位是生物股份巩固并扩大市场份额的良机；3、预计2019年公司猪蓝耳嵌合疫苗、猪胃肠炎+腹泻二联苗等新品将多点开花，圆环疫苗销量继续保持高增长，受益于2018年上半年的低基数，预计2019年公司业绩重回高增长通道。

图：生物股份口蹄疫市场苗收入预测



资料来源：Wind，浙商证券研究所



5. 其他：关注细分子行业白马龙头

- **5.2 种子行业：重点关注隆平高科。** 尽管从种子行业层面来看，供过于求格局未改，但我们判断在行业激烈竞争时期，龙头企业更有望通过优质品种抢占市场份额，且在明年玉米等农产品涨价预期下，预计种业龙头将受益。隆平高科牢牢占据国内水稻种业市场的头把交椅且市场份额持续提升；玉米种子行业竞争加剧倒逼市场甄选出具备核心研发能力的品种及企业，隆平高科整合国内外玉米种子资源，有望成为国内玉米种子行业龙头——国内方面收购联创外，公司还引入黑龙江农垦，有利于发挥东北玉米主产区的区位优势，做大国内玉米种子业务，国际层面，巴西并购项目也渐入佳境。我们判断2018年或将是公司的业绩拐点，明年净利润将重回增长通道。

表：公司国际化布局战略规划

国别	规划内容
巴基斯坦	承接印度育种站品种在巴基斯坦的适应性试验，以及选育、推广适合优质稻区和高温区的品种。
印度	按照北、中、南分区设立育种基地，北部选育和推广适应印度北部山地和巴基斯坦高温区的水稻品种，中部选育和推广适应印度中部平原和孟加拉洪涝区的水稻品种，南部选育和推广适应印度南部高原的水稻品种。
孟加拉	筛选和推广印度育种站在孟加拉适应性的水稻品种。
菲律宾	研发和推广适合菲律宾和印尼复杂地形和季风区的品种，以及与国际水稻所的科研合作。
印尼	主要承接和筛选菲律宾育种站的品种，并在印尼进行产业化开发。
越南	在越南进行生态测试、本地化审定并销售。
安哥拉	以安哥拉为中心，逐步辐射非洲，力争五年内形成本地化核心种质资源库、选育3-5个水稻、玉米及蔬菜品种，并进行产业化开发。
美国	研发适合美洲种植的玉米、水稻品种，并进行产业化开发。
阿根廷	研发适合阿根廷等南美区域种植的玉米、水稻品种，并进行产业开发

资料来源：浙商证券研究所



法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

