

## 农林牧渔

## 周期往复，19年猪价见底向上

## -农业 2019 年年度投资策略

## 评级:

分析师: 陈奇

执业证书编号: S0740514070005

电话: 021-20315189

Email: chenqi@r.qlzq.com.cn

分析师: 刁凯峰

执业证书编号: S0740517080005

电话: 021-20315125

Email: diaokf@r.qlzq.com.cn

分析师: 潘振亚

执业证书编号: S0740518100002

电话: 021-20315125

Email: panzy@r.qlzq.com.cn

研究助理: 唐翌

电话: 021-20315125

Email: tangyi@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

## 行业-市场走势对比

## 相关报告

## 重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E		
温氏股份	26.18	1.29	0.96	1.26	2.91	22.3	27.2	20.7	19		买入
牧原股份	28.75	1.13	0.29	0.97	3.43	23.1	100	29.6	8.4		买入
正邦科技	5.31	0.22	0.11	0.41	1.66	23.9	47.2	13	3.2		买入
海大集团	23.17	0.76	0.91	1.16	1.57	30.3	25.5	19.9	14.8		买入

备注: 以 2018 年 12 月 28 日收盘价为基准

## 投资要点

- 作为独立的供给周期行业, 农业在当前宏观经济不确定背景下具有良好的避风港属性。同时生猪养殖板块经历 2018 年惨痛, 从周期看, 我们判断未来 1-2 年行业将迎来底部向上的反转大行情, 给予重点推荐。**
- 非洲猪瘟持续扩散, 2019 年周期底部到来:** 从区域层面看, 受亏损和疫情两方面因素影响, 目前全国 25% 以上产能处于加速淘汰状态, 超过 60% 的产能补栏有限, 产能减少趋势确立。对于猪价来说, 模糊的正确远胜于精确的错误, 我们无法精确判断猪价拐点, 但是可以通过一类先行指标来大概判断猪价的底部区域。其中, 仔猪价格实质反映的是行业当前产能的去化程度, 而后备母猪价格实质反映的是行业后续产能的补充, 虽当前这两指标并未达到历史较低位置, 但逐步接近了。当前我们面临的现状是“非洲猪瘟下严格的跨省禁运(产能延时淘汰), 仔猪刚刚步入亏损期(2018 年 8 月), 以及疫情本身对产业冲击”, 所以现在对于猪价判断有很多因素, 特别是未来 1-2 季度疫情怎么演变。我们给出 2 种假设供参考: 1、疫情假设, 非洲猪瘟明显加速产能去化, 生猪价格在 2019 年春节后 3-5 月见底; 2、大周期假设, 产能淘汰北方加速、南方延缓, 生猪价格在 2019 年下半年见底。目前看, 我们认为第二种情形发生概率更大一些。
- 2019 年 A 股生猪养殖板块的估值水平有望继续提升:** 未来五年“集中度提升”是生猪养殖行业投资的大逻辑, 龙头企业具有明确且广阔的市占率提升空间。从周期兼顾成长角度看生猪养殖行业的投资框架: 完全成本与出栏量是核心, 周期的筑底阶段, 具备成本优势的生猪养殖企业能够保证自身在周期低点稳定的出栏量扩张节奏, 以期下一轮周期来临时在出栏量上获得先发优势。而完全成本的改善(盈利改善)会抬升生猪养殖企业的估值中枢(PB 提升)以及融资能力(出栏量增长)。由于静态 PB 并不反映公司的成长性, 本轮周期考虑各大生猪养殖企业出栏量大幅增长, 目前温氏股份、牧原股份、正邦科技从 PB 估值角度均已经接近上一轮周期底部区域 2014 年年初水平(叠加考虑本轮周期的出栏高成长性, 应给与一定的估值溢价)。随着 2019 年行业景气度逐步回升, 市场预期越来越接近本轮周期的生猪价格拐点, A 股生猪养殖板块的估值水平在 2019 年有望持续提升。
- 饲料种子景气度底部, 龙头有望逆势提升。** 生猪景气度见底导致 18 年饲料全年销量增速下滑, 预计 19 年将延续 18 年需求弱势局面, 后周期属性会使 20 年开始景气明显回升; 但是以海大集团、新希望为代表的龙体饲料企业各类饲料增速均加速提升, 有望实现销售收入和利润的逆势提升。种子方面, 玉米转基因政策仍未落地, 水稻去库存持续, 需求难有大幅提升。市场竞争激烈, 推荐具有研发、区域布局多重优势的行业龙头。
- 大宗农产品方面, 大豆玉米价格易跌难涨, 白糖 19 年下半年有望走强, 水稻小麦去库存持续, 难有大幅波动。** 玉米新粮上市进度同比显著下降, 供应周期将持续至下半年, 叠加 19 年国储量拍卖预期和进口增加预期, 预计难有大幅上涨。大豆全球供应充足, 港口库存高位, 若后期贸易摩擦缓和, 压力明显。白糖进入熊市尾部, 虽库销比处高位, 但供应宽松局面在 18/19 压榨季将得到改善; 水稻和小麦去库存依旧, 未来一年价格难有上涨。
- 投资策略: 战略上给予超大于市的配置建议。淡化择时、关键关注产能去化过程; 盈利是核心主线, 疫情则影响节奏。我们认为当前至未来半年都将是战略性配置区间。个股角度: 打包一起推荐养猪股和海大集团。重点推荐: 温氏股份、牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望, 关注唐人神、天康生物、新五丰、金新农、大北农等。**
- 风险提示事件: 农产品价格大幅下滑; 非洲猪瘟疫情失控; 自然灾害等。**

## 内容目录

<b>2019 年农业：独立的供给周期逐步启动！</b> .....	<b>4</b>
<b>生猪养殖：非洲猪瘟持续扩散，2019 年周期底部到来</b> .....	<b>6</b>
亏损+疫情双重推动，2018 年产能淘汰趋势确定 .....	6
行业现状一：仔猪步入亏损，行业去产能开始 .....	8
现状二：后备母猪价格代表养殖主体补栏热情，目前极度低迷 .....	10
历史来看，前几轮周期底部区域都是 W 型的，是消耗现金流的过程 .....	11
2019 年猪价假设：上半年依然低迷，2019 年下半年上行 .....	12
回顾上一轮周期，猪价和养猪股对应关系如何演绎？ .....	14
估值的锚：当前各重点公司 ROE 接近 14 年周期底部水平 .....	17
<b>饲料：养殖景气底部，龙头集中度逆势提升</b> .....	<b>20</b>
养殖周期景气度底部，饲料行业难言增长 .....	20
行业集中度持续提升，龙头企业销量有望逆势增加 .....	20
<b>疫苗：整体需求增速放缓，关注结构性机会</b> .....	<b>22</b>
规模化、渗透率、新病分析，高端苗整体需求增速 2019 年预计放缓 .....	22
在结构性基础上，关注联苗等产品升级机会 .....	22
关注新疫病：非猪猪瘟、伪狂犬等的机会 .....	24
<b>种子：行业有待观察，龙头优势进一步积累</b> .....	<b>25</b>
玉米水稻去库存持续，种子需求提升有限 .....	25
国审品种大幅增加，关注龙头企业竞争优势 .....	25
<b>大宗农产品：饲料成本波动有限，白糖价格有望迎来底部</b> .....	<b>27</b>
玉米：利空因素众多，价格易跌难涨 .....	27
大豆：全球供应充足，贸易摩擦缓和有望降低进口成本 .....	28
白糖：国际糖价进入熊市尾部，下半年有望走强 .....	30
水稻及小麦：去库存持续，价格趋势向下 .....	30
<b>2019 年农业投资策略：强大于市的配置建议</b> .....	<b>31</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

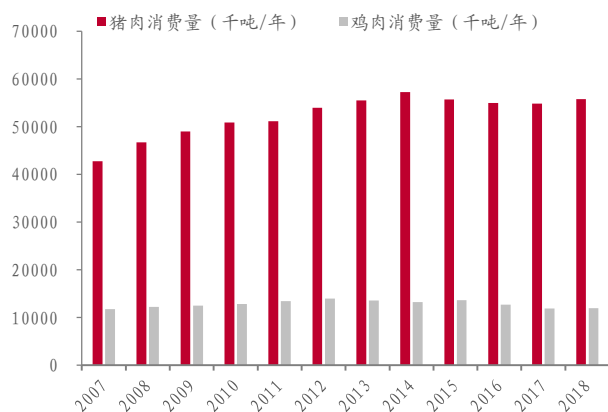
<b>图表 1：畜禽需求变化幅度有限</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 2：大宗农产品需求波动有限</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 3：猪价与宏观经济关联性较弱</b> .....	<b>4</b>
<b>图表 4：农业各板块周期趋势分析</b> .....	<b>5</b>
<b>图表 5：生猪行业周期亏损情况</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 6：各省疫情情况</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 7：各区域疫情后猪价走势</b> .....	<b>6</b>
<b>图表 8：全国各区域生猪产能变化情况</b> .....	<b>7</b>

图表9: 养殖主体行为分析(以河南省调研情况为例) .....	- 8 -
图表10: 生猪价格与仔猪价格走势高度一致, 无法判断行业何时去产能 .....	- 9 -
图表11: 2018年8月仔猪销售步入亏损, 行业母猪去产能开始 .....	- 9 -
图表12: 上一轮周期反转前, 四川省仔猪亏损12个月, 且后备母猪价格见底 .....	- 11 -
图表13: 前几轮周期底部区域都是W型的, 是一个消耗现金流的过程 .....	- 12 -
图表14: 非洲猪瘟加速产能去化, 生猪价格在2019年春节后3-5月见底 .....	- 13 -
图表15: 产能淘汰北方加速、南方延缓, 生猪价格在2019年下半年见底 .....	- 14 -
图表14: 上一轮周期底部区域猪价二次探底的过程中, 牧原股价回调有限 .....	- 15 -
图表15: 周期反转时, 二线龙头盈利的改善程度更好, 股价弹性更大 .....	- 16 -
图表16: 周期反转时, 二线龙头盈利的改善程度更好, 股价弹性更大 .....	- 16 -
图表17: 目前牧原PB(LF)6倍左右, 上一轮周期2014年最低点4倍 .....	- 17 -
图表18: 目前正邦PB(LF)2倍左右, 上一轮周期2014年最低点3倍 .....	- 18 -
图表20: 2018年猪料同比持续下滑 .....	- 20 -
图表21: 自繁自养头均盈利持续走低 .....	- 20 -
图表22: 饲料行业集中度 .....	- 21 -
图表23: 2018年龙头饲料增速 .....	- 21 -
图表24: 规模化、渗透率、新病分析, 高端苗需求增速2019年预计放缓 .....	- 22 -
图表25: 在结构性基础上, 首先需要关注联苗的产品升级机会 .....	- 23 -
图表26: 圆梦福莱所带来的仔猪免疫程序革新 .....	- 23 -
图表27: 玉米现货价格走势 .....	- 25 -
图表28: 国储水稻销售底价(元/500公斤) .....	- 25 -
图表29: 国审品种数量及增速 .....	- 26 -
图表30: 龙头公司优势对比 .....	- 26 -
图表31: 玉米供需平衡表 .....	- 27 -
图表32: 广州港玉米价差 .....	- 28 -
图表33: 2018年1-10月份180家饲料企业产量统计 .....	- 28 -
图表34: 美豆产量持续增加 .....	- 29 -
图表35: 全球大豆供应充足 .....	- 29 -
图表36: 进口大豆港口库存维持高位 .....	- 29 -
图表37: 加征关税美豆到港成本大幅增加 .....	- 29 -
图表38: 白糖库销比仍处于高位 .....	- 30 -
图表39: 配额外进口价差 .....	- 30 -
图表40: 全球白糖供需平衡表 .....	- 30 -

## 2019 年农业：独立的供给周期逐步启动！

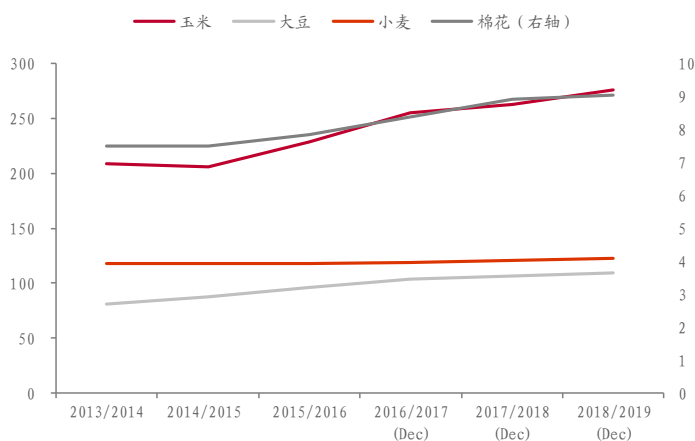
- 农业作为自身相对独立周期的行业，需求不受整体宏观环境影响，且过去显示了较强抗周期性，在当前宏观经济分歧较大的阶段，市场关注度明显增加。
- 同时经历了 2018 年猪价大跌和非洲猪瘟巨大冲击后，农业最大板块生猪行业慢慢感受到周期见底的那种惨痛，从周期角度看，我们认为未来 1-2 年行业也将迎来底部向上的反转大行情。
- 从畜禽消费情况看，近 10 年来猪肉和鸡肉的年度消费量波动基本保持在 5% 以内水平，近似于必需品，与宏观经济变动的关联度非常弱。口粮方面，稻米和小麦消费保持年化 1.6% 和 1.3% 的增长，与人口增长率基本保持同步；玉米和大豆需求增速相对较快，但也基本稳定在 10% 左右的增速。整体看，无论肉食还是粮食的需求情况，都呈现出较强的抗周期性，与宏观经济相关度不大。

图表 1：畜禽需求变化幅度有限



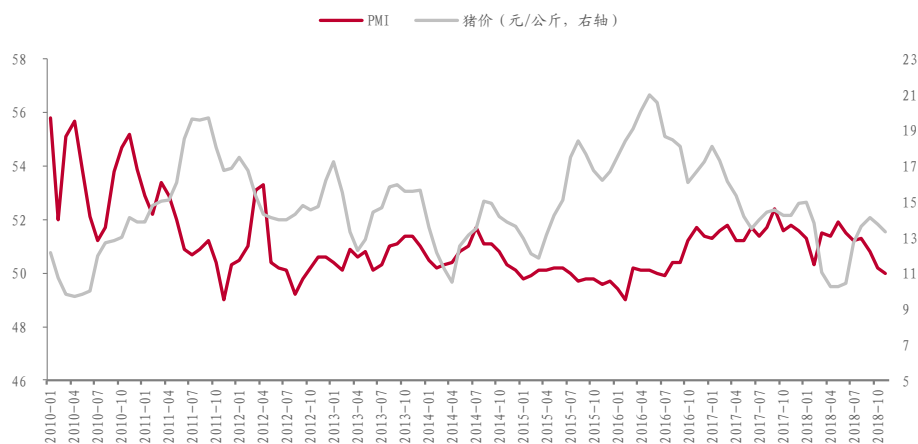
来源：USDA, 中泰证券研究所

图表 2：大宗农产品需求波动有限



来源：USDA, 中泰证券研究所

图表 3：猪价与宏观经济关联性较弱



来源：Wind, 中泰证券研究所

- 同时从板块历史上看，农业的大机会分为两种，一种是需求周期带动，比如通胀，但通胀更多是主题性行情，真正对需求造成显著作用的大行情一般情况下很难发生；另一种则是供给周期，从供给周期看，目前生猪养殖处于产能趋势向下、景气度见底大趋势向上阶段。

**图表 4：农业各板块周期趋势分析**

农业子版块	产能	需求	景气度
生猪	趋势向下	稳定、略降	逐步见底
禽	快速下降、底部持续	稳定、略增	顶部维持
饲料	过剩	见顶、趋势向下	趋势向下
疫苗	过剩	上升过程中减速	结构性调整
种子	过剩	玉米增、水稻减	结构性调整
糖	逐步见顶	稳定、略降	逐步见底

来源：中泰证券研究所

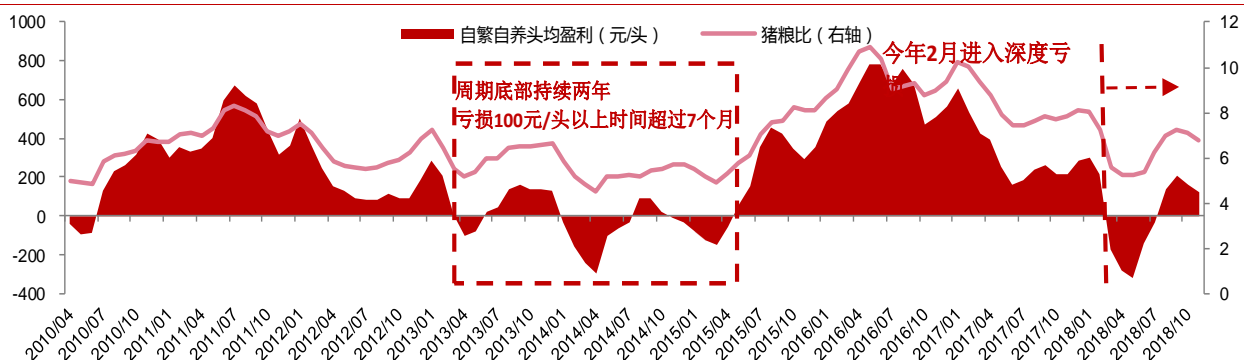
## 生猪养殖：非洲猪瘟持续扩散，2019年周期底部到来

- 本段，我们将重点研究下当前以及未来一段时间，生猪产能现状和变化趋势，从而大体给出我们对于2019年猪价的判断，进而推断行业投资处于什么阶段。

### 亏损+疫情双重推动，2018年产能淘汰趋势确定

- 养殖户亏损程度和时间是决定行业产能出清的核心因素。上一轮周期中，猪价底部时间持续两年之久，单头生猪亏损100元以上时间超过7个月，单纯依靠亏损去产能是一个长时间的过程。
- 2018年上半年猪价深度探底4个月，但是由于探底时间较短，且2016、2017年盈利周期超长，因此并未导致养殖户出现大规模产能出清。2018年8月爆发非洲猪瘟疫情以来，生猪跨省调运受限，主产区猪价受调运政策影响快速下跌，亏损和疫情双重因素加速亏损区域的产能淘汰；对于尚处盈利的区域而言，疫情和亏损等多方面因素直接影响补栏积极性。

图表5：生猪行业周期亏损情况



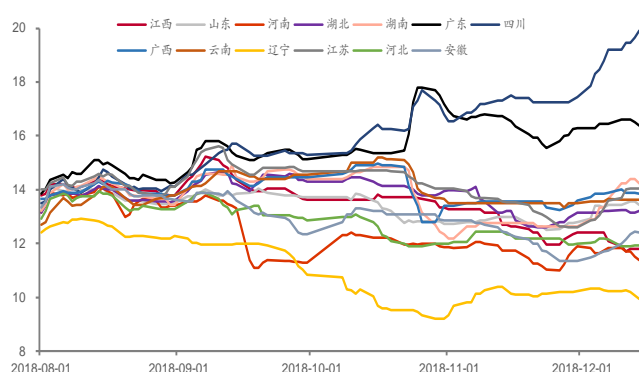
来源：Wind，中泰证券研究所

图表6：各省疫情情况



来源：生猪产业监测预警专家团队，中泰证券研究所

图表7：各区域疫情后猪价走势



来源：Wind，中泰证券研究所

- 从调研情况看，生猪和仔猪深度亏损的省份能够显著见到产能的加速淘汰，而疫情多省爆发使得养殖户补栏积极性普遍降低，许多地区的养殖户虽然有钱且盈利，但是补栏非常谨慎。

- 从区域盈利、疫情情况两个维度将草根调研情况进行梳理，根据区域产能受影响程度划分为4类：
- (1) 产能加速淘汰的区域（东北、河南、江苏）：东北、河南的亏损时间都持续近1个季度，后备母猪价格和销量大幅降低，母猪淘汰量大幅增加。江苏受疫情影响严重，特别是散户集中的苏北地区产能淘汰量大；
- (2) 补栏大幅下降区域（华北、两湖、江西）：华北目前未见深度亏损，但是属于主产区，疫情爆发后猪价持续下跌，当前盈利较差，仔猪和后备母猪价格处于历史低位，补栏意愿差。两湖、江西疫情频发，目前猪肉调运受限，散户卖猪存在一定难度，补栏情况同样较差；
- (3) 补栏谨慎区域（山东、广西）：山东鲁东和鲁南情况差距较大，鲁东受疫情影响小，盈利良好，因此补栏尚可；鲁西受影响较大，补栏较差。广西临近主销区，猪价尚可，但受疫情影响补栏趋缓；
- (4) 正常补栏区域（广东、浙江、四川）：主销区，猪价良好，仔猪和后备母猪盈利良好，广东正常补栏淘汰，四川后备母猪价格持续走高，判断补栏略增。
- 综合判断，目前全国25-30%以上产能处于加速淘汰状态，超过60%的产能补栏有限，全国产能减少趋势已经明确。目前大体预计，截止18年末，全国产能自Q2高点去化在6%左右，未来1-2季度还将继续。

图表8：全国各区域生猪产能变化情况

省份	东三省、河南、江苏	华北（河北、山西、陕西）、两湖（湖南、湖北）、江西	山东、广西	广东、四川、浙江	
产能占比	23%	29%	13%	30%	
商品猪价	从10月份开始猪价持续低于12元/公斤，当前东北猪价跌至10元/公斤以下，养殖户深度亏损；河南猪价在11.5元/公斤	非洲猪瘟疫情后，价格持续走低，价格基本在13元/公斤以下	猪价基本保持在13元/公斤以上	非洲猪瘟疫情后，猪价持续走高，当前均价在15元/公斤以上	
盈利情况	非洲猪瘟后亏损程度	持续亏损近1个季度	处于微亏（或微利）状态	头均盈利在100元/头以上	头均盈利300元以上
仔猪和后备母猪价格	仔猪实际成交价50-200元/头，深度亏损，后备报价1000-1500元/头，成交量低	仔猪实际成交价在150-300元/头，后备母猪报价1100-1500元/头，成交量低	仔猪价格380-400元/头，仍有盈利。后备母猪报价1800元/头左右	仔猪价格450元/头以上，后备母猪价格2000元/头左右，销量良好	
养殖户资金	资金压力大	普遍有资金压力，特别是种猪场	资金压力很小	无资金压力	
疫情影响	养殖户受疫情影响程度	疫情导致散户压栏现象严重，产能淘汰大幅增加，仔猪和后备母猪补栏低迷	散户目前卖猪有难度，补栏低迷	受疫情影响，养殖户补栏谨慎	有疫情爆发，但养殖户补栏受疫情影响很小。广东地区未见补栏量大幅提升的情况
省内供需情况	供大于求，猪肉外调省。河南调出量约60% 辽宁调出量约30%	供大于求，猪肉外调。河北调出量约40%	供大于求。山东调出量占比50% 广西调出量占比20%	主要为猪肉调入省。广东调入量约70% 福建调入量约50%	
种猪调运	种猪跨省调运限制	河北种猪调运仍旧允许，但是手续繁琐	种猪调运限制	除广东外（调运手续繁琐，以省内调运为主），其他均不能跨省调运	
产能去化	补栏积极性	非常差	谨慎	华南未见补栏大幅提升	
产能淘汰情况	加速淘汰	未见加速淘汰	未见加速淘汰	正常淘汰	
预计产能变化	减少20%-40%	减少0-10%	减少0-5%	增加0-10%	

来源：草根调研，中泰证券研究所

- 以河南省为例，从不同养殖主体看产能变化情况，判断散养户和负债扩张的养殖企业在本轮行业去产能的过程中首当其冲。
- （1）出栏量低于 500 头以下的散养户目前面对亏损、政策、疫情三重风险，在产能过程中首当其中。疫情爆发后，屠宰场对散户的收购量和价格都大幅下跌，导致压栏严重。此外，国家政策（例如大型养殖场和种猪场三公里以内不允许散户养猪）及疫情风险多重因素共同促使散养户养殖风险和难度提升，成为当前退出行业的主要群体。
- （2）在 2016-2017 年周期盈利期间，大幅加产能的种猪场及养殖户目前压力同样很大，目前除了华南和西南地区外，其他省份普遍存在仔猪盈利差，种猪销量下滑的问题，以种猪或仔猪销售为主的养殖厂盈利很差，如果负债过高或此前扩张过快，则面临较大的资金风险。

**图表 9：养殖主体行为分析（以河南省调研情况为例）**

	散养户	中型养殖户	大型养殖户	超大型养殖企业
商品猪年出栏量	500头以下	500-10000头	1-5万头	5万头以上
出栏量占比	30%	55%	10%	5%
养殖成本(元/公斤)	只考虑现金成本	13-13.5	12.5-13.5	11.5-12.5
资金情况	无贷款，只考虑现金成本。因此当前亏损程度造成的资金压力不大	贷款较少，部分有借款。有一定的资金压力	普遍有社会融资，今年没有盈利，资金压力偏大。特别是专门做仔猪销售的养殖户，受猪价低迷和疫情的影响，仔猪价格大幅下跌（当前单头亏损在100-200左右），压力很大	有银行贷款，成本有一定的优势，但是当前融资环境和养殖盈利较差，有一定的压力
当前主要风险	<b>1、政策：</b> 大型养殖场和种猪场三公里以内的散户强制清理（检验检疫票限制） <b>2、销售压力：</b> 疫情影响下，屠宰场大幅降低对散户的收购量和收购价格，导致散户压栏严重 <b>3、疫情风险：</b> 散养户防疫措施和设施低下，感染疫病的概率高	<b>疫情风险：</b> 防疫体系差，感染疫情风险高	<b>资金风险：</b> 资金压力普遍偏大，如果仔猪、生猪价格持续低迷资金流或将断裂	<b>1、融资压力：</b> 融资环境变化和银行还款压力 <b>2、疫病防疫压力</b>
风险评估	高	中	较高	中

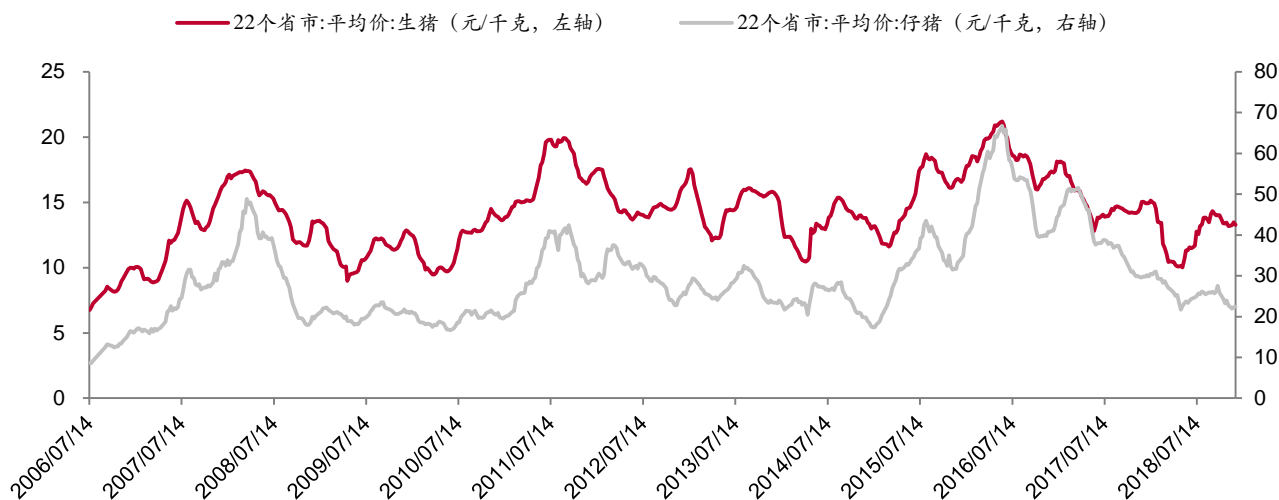
来源：草根调研，中泰证券研究所

### 行业现状一：仔猪步入亏损，行业去产能开始

- 对于猪价来说，模糊的正确远胜于精确的错误，我们很可能无法精确判断猪价拐点，但是可以通过一类先行指标来大概判断猪价的底部区域。
- **仔猪价格实质反映的是行业当前产能的去化程度。**猪周期下行阶段，生猪价格不断走低，行业里母猪生产出仔猪后无非两种选择：一是自养育肥，这种选择并不导致行业去产能；二是对外销售，但是在猪价下行期，养殖主体对 6 个月之后的育肥市场转为悲观，仔猪供过于求，其价格也跟随生猪价格一起大幅走低，行业母猪去产能开始。可以总结为：**仔猪价格持续走高，能繁母猪延时淘汰；仔猪持续走低，能繁母猪提前淘汰。**
- 但从生猪价格与仔猪价格走势来看，过去几轮猪周期，这两个价格指标的走势是高度一致的，所以**单一依靠仔猪价格我们无法判断仔猪何时步入亏损阶段**，那也就无从得知行业母猪何时去产能。



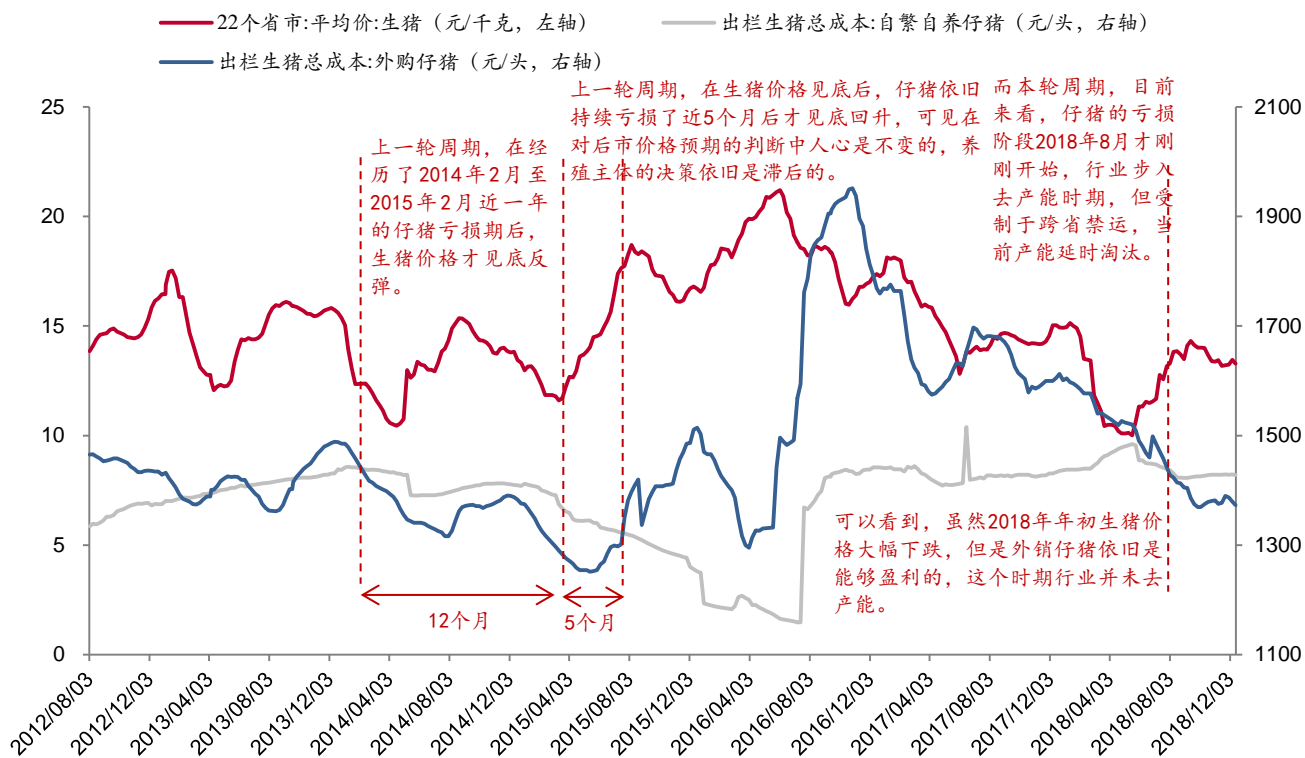
**图表10：生猪价格与仔猪价格走势高度一致，无法判断行业何时去产能**



来源：Wind，中泰证券研究所

- 当外购仔猪模式养殖成本低于自繁自养模式时，行业去产能开始：单一依靠仔猪价格我们无法判断仔猪何时进入亏损阶段，但是如果当行业出现外购仔猪模式养殖成本低于自繁自养模式时，此时说明行业仔猪对外销售已经步入亏损阶段，行业母猪去产能开始。

**图表11：2018年8月仔猪销售步入亏损，行业母猪去产能开始**



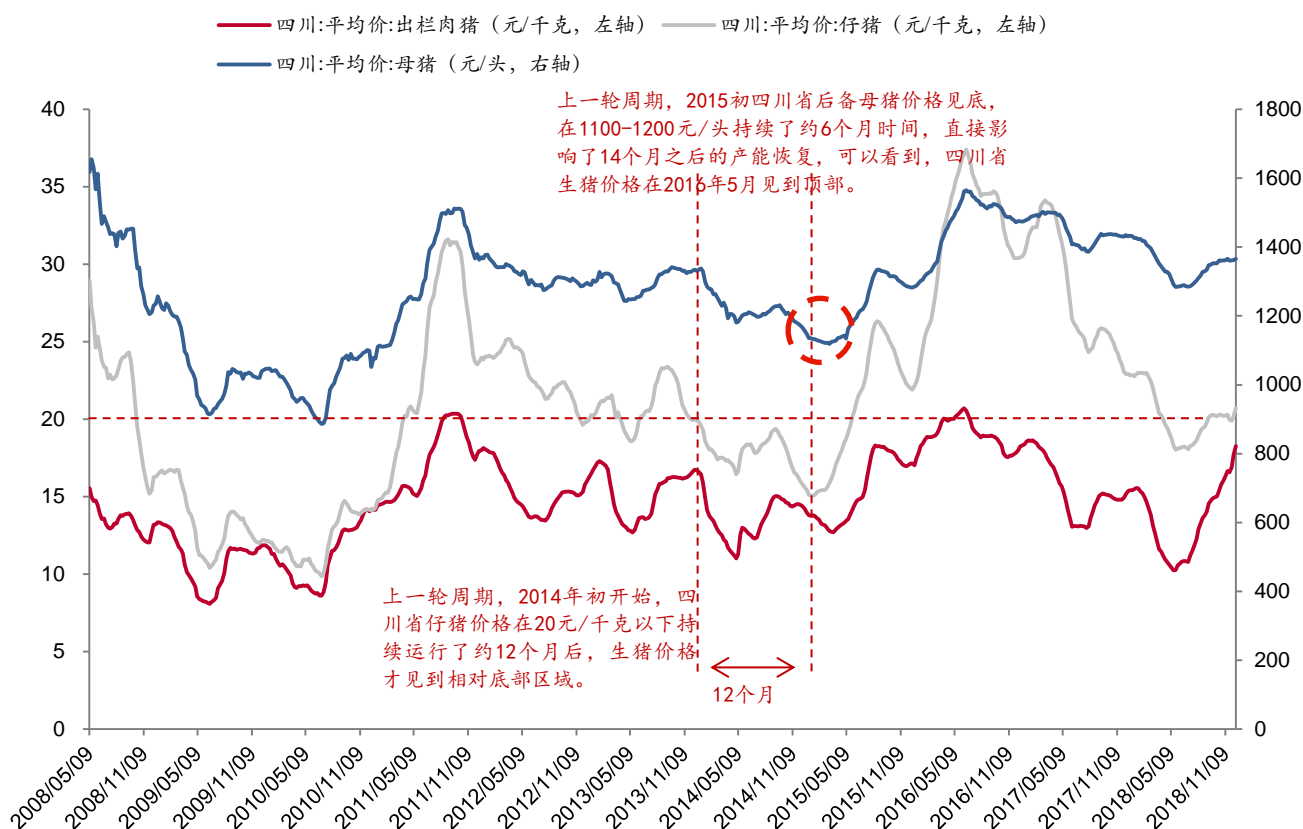
来源：Wind，中泰证券研究所

- 上一轮周期，在经历了 2014 年 2 月至 2015 年 2 月近一年的仔猪亏损期后，生猪价格才见底反弹。而在生猪价格见底后，仔猪依旧持续亏损了近 5 个月后才见底回升，可见在对后市价格预期的判断中人心是不变的，养殖主体的决策依旧是滞后的。
- 可以看到，虽然 2018 年年初生猪价格大幅下跌，但是外销仔猪依旧能够盈利的，这个时期行业并未去产能。而本轮周期，目前来看，仔猪的亏损阶段 2018 年 8 月才刚刚开始，行业步入去产能时期，但受制于跨省禁运，当前产能延时淘汰。

#### 现状二：后备母猪价格代表养殖主体补栏热情，目前极度低迷

- **后备母猪价格实质反映的是行业后续产能的补充：**这里的补栏指的是补充后备母猪，而不包括仔猪，养殖主体补充仔猪并不影响行业后续产能。而国内生猪养殖行业产能的淘汰与补充是一个动态平衡的过程，仔猪价格代表了行业当前能繁母猪是否被大量淘汰，而后备母猪价格则代表了养殖主体当前的补栏热情，直接影响行业后续产能的恢复（4 个月后备转能繁，怀孕 4 个月，育肥 6 个月，共计 14 个月）。一般来说，回顾上几轮周期，只有当仔猪价格持续走低（持续 12 个月左右），且能繁母猪价格保持低位的条件下（1100-1200/头的较低水平），生猪价格才能达到周期的相对底部区域。
- **上一轮周期，四川省仔猪价格持续低位运行 12 个月、后备母猪价格见底后，周期才迎来反转：**根据国家统计局的数据，四川省 2017 年生猪出栏 6579 万头，占全国生猪出栏总量约 10% 左右，每年需要调入生猪 800 万头左右，是全国最大的生猪出栏和消费省份之一。四川省数据披露相对详细、准确，时间区间较长：四川省农村农业厅所披露的生猪监测周报数据相对详细、准确，且时间区间较长（2008 年 5 月起至今），这给我们分析四川省猪价并拓展至全国提供了可能。

**图表12：上一轮周期反转前，四川省仔猪亏损12个月，且后备母猪价格见底**



来源：四川省农业厅，中泰证券研究所

- 上一轮周期反转前，四川省仔猪价格持续12个月低位运行：2014年初开始，四川省仔猪价格在20元/千克以下持续运行了约12个月，生猪价格才见到相对底部区域。
- 上一轮周期反转前，四川省后备母猪价格探到1100-1200元/头的底部区域：2015年初四川省后备母猪价格见底，在1100-1200元/头持续了约6个月时间，直接影响了14个月之后的产能恢复，可以看到，四川省生猪价格在2016年5月见到顶部。
- 本轮周期，四川省仔猪亏损刚刚开始，且后备母猪价格维持1350元/头左右高位：2018年4月至8月，四川省仔猪价格持续低于20元/千克运行，但其时间不长、幅度不深，并未出现大幅亏损现象。而2018年6月开始，四川省后备母猪价格持续走高，目前已经接近1400元/头的高位（主要受到非洲猪瘟下南北差价影响，四川省生猪价格反弹剧烈，且跨省禁运下种猪调入困难），反映出当前四川省养殖主体的补栏热情高涨，直接影响2019年8月之后的生猪出栏。

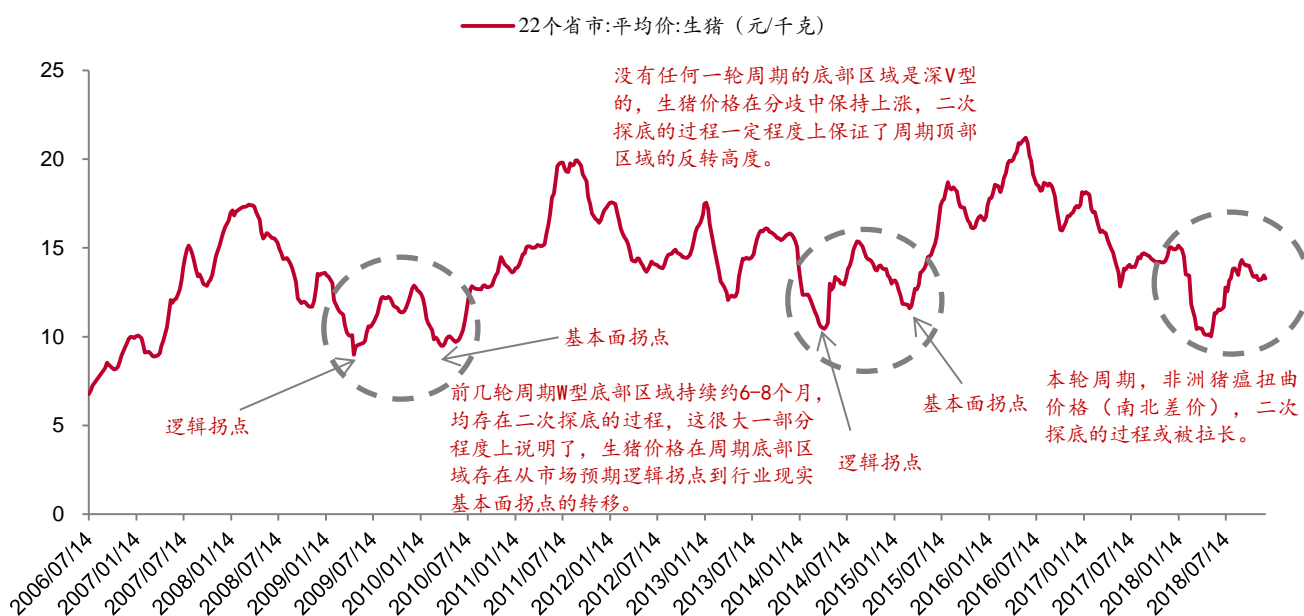
历史来看，前几轮周期底部区域都是W型的，是消耗现金流的过程

- 从逻辑拐点到基本面拐点：回顾前几轮周期，在生猪价格的不断演绎中，从周期底部区域的持续时长来看，其每一轮周期的底部区域都是W型的，是一个不断消耗养殖主体现金流的过程。这很大一部分程度上说明了，

生猪价格在周期底部区域存在从市场预期逻辑拐点到行业现实基本面拐点的转移，无论周期如何轮回，对后市价格预期的判断中人性是不变的，养殖主体的决策依旧是滞后的。可以看到，没有任何一轮周期的底部区域是深V型的，生猪价格在分歧中保持上涨，二次探底的过程一定程度上保证了周期顶部区域的反转高度。

- 本轮周期，非洲猪瘟扭曲价格，但未来依然存在二次探底可能：前几轮周期W型底部区域一般持续6-8个月，而后开始生猪价格反转的上行过程。反观本轮周期，其实在非洲猪瘟爆发前，生猪价格在5-7月已经出现了较为明显的反弹，而后8月发现的非洲猪瘟疫情扭曲了市场与价格（跨省禁运、南北差价），使得全国生猪均价维持在一个相对较高的反弹高点，但未来依然存在二次探底可能，表现出与前几轮周期一致的W型底部区域。

图表13：前几轮周期底部区域都是W型的，是一个消耗现金流的过程



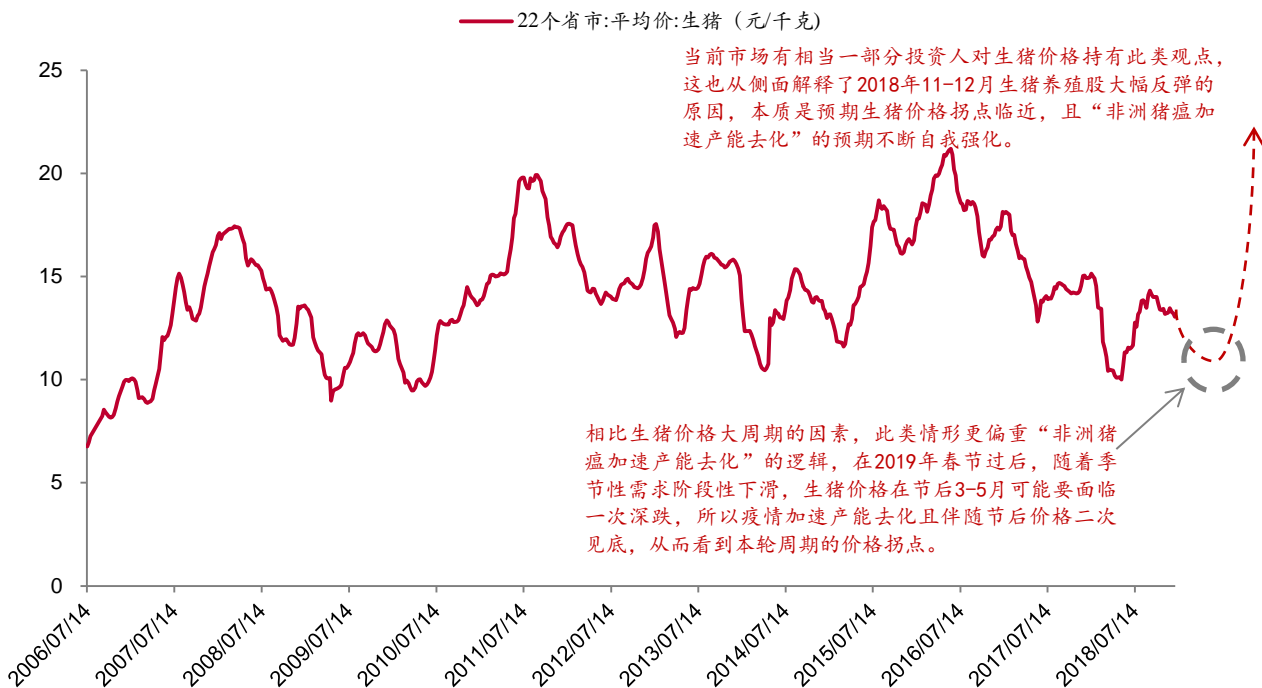
来源：Wind，中泰证券研究所

### 2019年猪价假设：上半年依然低迷，2019年下半年上行

- 回归未来全国猪价这一问题本身，当前我们面临的现状是“非洲猪瘟下严格的跨省禁运(产能延时淘汰),仔猪刚刚步入亏损期(2018年8月),以及疫情本身对产业冲击”,所以现在对于猪价判断有很多因素,特别是未来1-2季度疫情怎么演变。我们给出2种假设:
- (1) 疫情假设,非洲猪瘟加速产能去化,生猪价格在2019年春节后3-5月见底:相比生猪价格大周期的因素,此类情形更偏重“非洲猪瘟加速产能去化”的逻辑,在2019年春节过后,随着季节性需求阶段性下滑,生猪价格在节后3-5月可能要面临一次深跌,所以疫情加速产能去化且伴随节后价格二次见底,从而看到本轮周期的价格拐点。当前市场有相当一部分投资人对生猪价格持有此类观点,这也从侧面解释了2018年

11-12 月生猪养殖股大幅反弹的原因，本质是预期生猪价格拐点临近，且“非洲猪瘟加速产能去化”的预期不断自我强化。

**图表 14：非洲猪瘟加速产能去化，生猪价格在 2019 年春节后 3-5 月见底**



来源：Wind，中泰证券研究所

- (3) 大周期假设，产能淘汰北方加速、南方延缓，生猪价格在 2019 年下半年见底：非洲猪瘟确实加速了北方主产区的产能淘汰，但是由于南北高差价的存在，南方主销区不管从仔猪价格还是后备母猪价格来看，均未接近上一轮周期低点水平，目前难言产能大规模淘汰。所以此类情形更偏重生猪价格大周期的逻辑，市场可能高估了非洲猪瘟对产能实际变化的影响，只有当养殖主体出现持续亏损时（12 个月左右），行业产能才能出现明显出清，本轮周期生猪价格的二次见底过程可能要比市场预期持续更长时间。

图表15：产能淘汰北方加速、南方延缓，生猪价格在2019年下半年见底

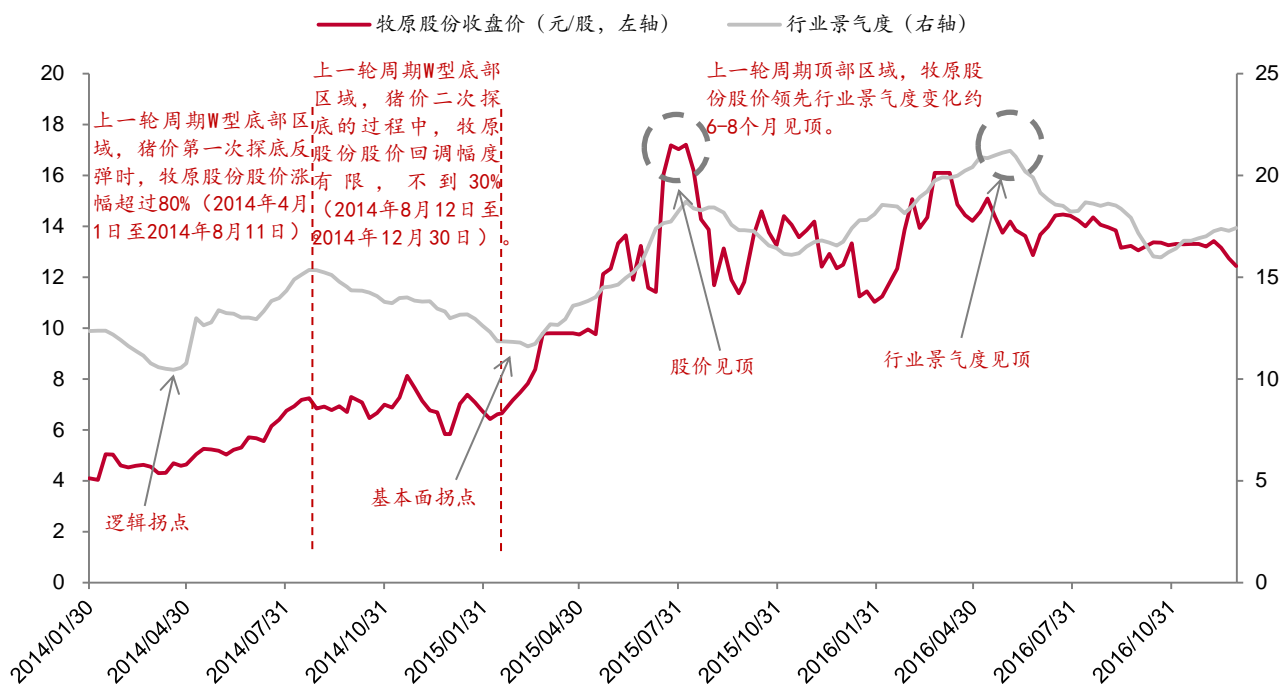


来源：Wind，中泰证券研究所

### 回顾上一轮周期，猪价和养猪股对应关系如何演绎？

- A股生猪养殖板块，我们选取牧原股份、正邦科技进行生猪养殖股价与行业景气度变化的历史回溯（温氏股份上市较晚，缺少股价历史数据），行业景气度我们以22个省市：平均价:生猪（元/千克）为代理变量，时间区间选取2014-2016年。

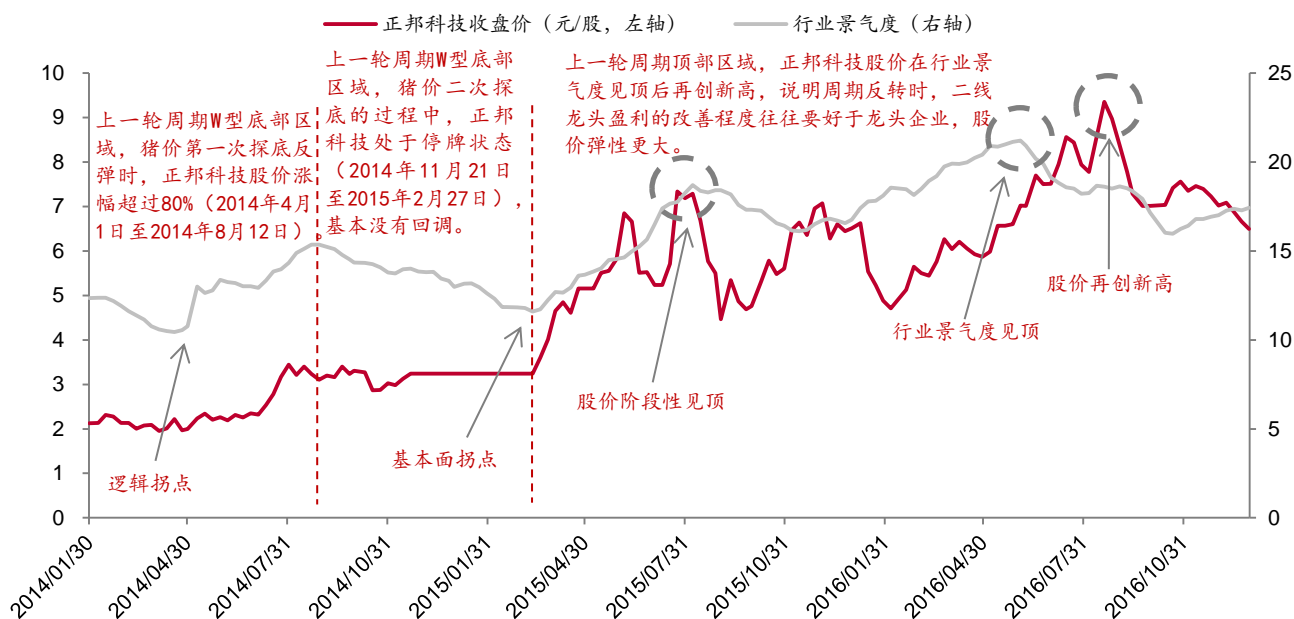
**图表16：上一轮周期底部区域猪价二次探底的过程中，牧原股价回调有限**



来源：Wind，（行业景气度以22个省市：平均价：生猪（元/千克）为代理变量），中泰证券研究所

- 从“周期性”的角度出发，对于生猪养殖行业而言，价格波动对盈利的弹性要远大于出栏量波动对盈利的弹性，“以量补价”的投资逻辑在周期下行的大幅波动阶段不可能一直成立。所以如果仅以“周期性”的眼光看待生猪养殖类股票，我们就必须探寻生猪价格的周期底部，周期不见底不投资，以期获得板块性的投资机会。而当周期见底、板块性的投资机会来临时，各大生猪养殖企业头均盈利的差异不如周期下行阶段分化的那么明显，价格的大幅上涨可以让我们忽略完全成本的差异，此时二线龙头盈利的改善程度往往要好于龙头企业，股价弹性更大。

图表 17：周期反转时，二线龙头盈利的改善程度更好，股价弹性更大



来源：Wind，（行业景气度以 22 个省市：平均价：生猪（元/千克）为代理变量），中泰证券研究所

- **逻辑拐点带来的市场预期变化，基本对应了股价启动的时点：**上一轮周期 W 型底部区域，猪价第一次探底反弹时，牧原股份股价涨幅超过 80%（2014 年 4 月 1 日至 2014 年 8 月 11 日）；正邦科技股价涨幅超过 80%（2014 年 4 月 1 日至 2014 年 8 月 12 日）。
- **基本面拐点来临，猪价二次探底过程中，由于市场对行业反转的预期进一步增强，虽然猪价再一次见底，但股价回调有限：**上一轮周期 W 型底部区域，猪价二次探底的过程中，牧原股份股价回调幅度有限，不到 30%（2014 年 8 月 12 日至 2014 年 12 月 30 日）；正邦科技处于停牌状态（2014 年 11 月 21 日至 2015 年 2 月 27 日），基本没有回调。
- **股价领先行业景气度变化 6-8 个月见顶，二线龙头股价弹性更大：**上一轮周期顶部区域，牧原股份股价领先行业景气度变化约 6-8 个月见顶；但正邦科技股价在行业景气度见顶后再创新高，说明周期反转时，二线龙头盈利的改善程度往往要好于龙头企业，股价弹性更大。
- **本轮周期，我们对 2019 年上半年生猪价格的表现预期不是特别乐观，存在一定调整风险，但对于生猪养殖股票而言，逻辑拐点已于 2018 年年内见到，就算未来存在猪价二次探底的过程，股价回调幅度也可能有限。**

图表 18：周期反转时，二线龙头盈利的改善程度更好，股价弹性更大





来源: Wind, (行业景气度以22个省市:平均价:生猪(元/千克)为代理变量), 中泰证券研究所

### 估值的锚: 当前各重点公司 ROE 接近 14 年周期底部水平

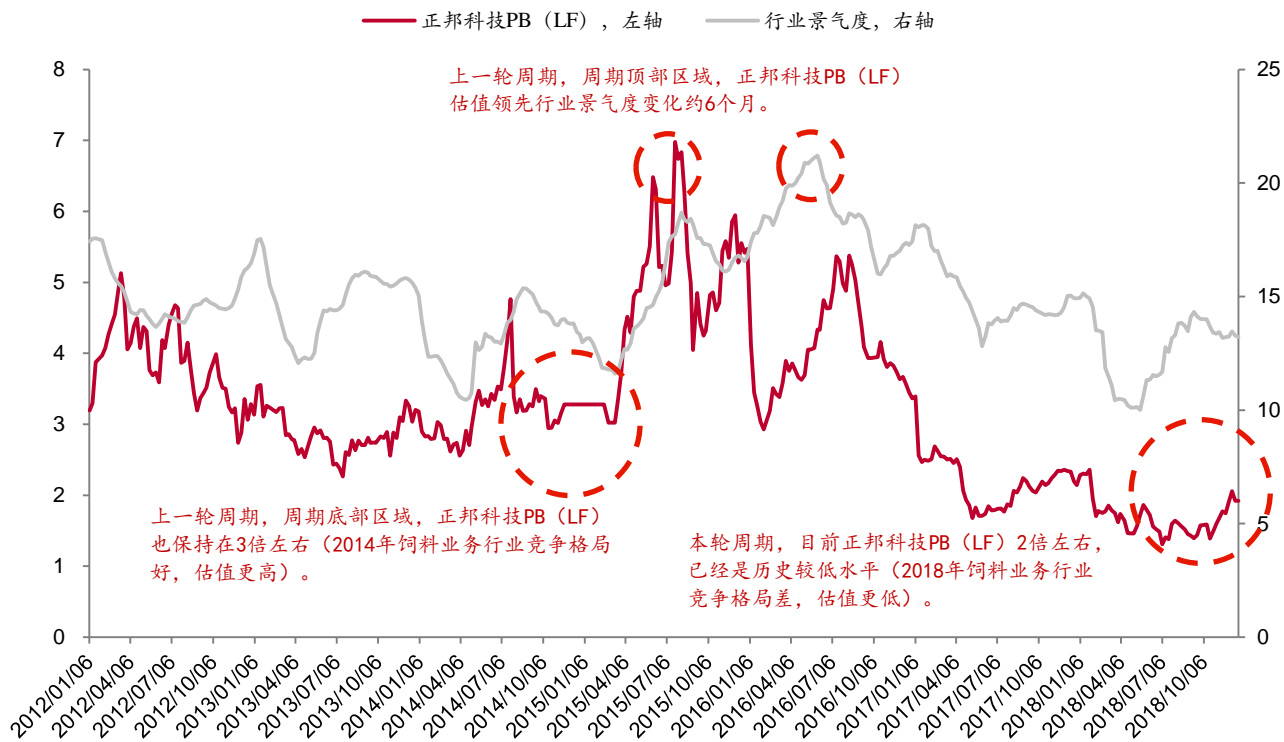
- 生猪养殖企业无论是“自繁自养”还是“公司+农户”模式, 都属于资产依赖型公司, 公司收入、利润跨量级的提升主要还是依靠资本的再投入, 且盈利具有周期性, 但账面资产净值则不会随着周期大幅波动, 所以对于这种企业 PB 估值要比 PE 估值适用。
- PB 估值作为一个横向比较的估值指标, 其中 ROE 是最核心的变量, 静态可以将其表述为:  $PB=ROE/COE$ , 从而我们可以大致找到生猪养殖企业 PB 估值的锚。上述公式中, 对于生猪养殖企业而言, 影响 ROE 最关键的因素是生猪价格(直接决定净利润率), 而另外两个因素总资产周转率和权益乘数(相对稳定)对 ROE 的影响程度不如价格因素(剧烈波动)那么明显; COE 为股权折现率, 包括无风险收益率与风险溢价, 即:  $COE=无风险收益率+风险溢价$  (无风险收益率为资金成本, 即持有某项资产的机会成本; 投资者风险偏好越高, 所要求风险溢价越低)。
- 上述 PB 公式的简要逻辑可以表述为: ROE 代表生猪养殖行业的景气度基本面(生猪价格), 此处存在未来整个行业走向高度成熟化, 行业长期平均 ROE 下行的折价; COE 代表投资者预期的变化, 在行业景气周期上行时, 此处存在周期的溢价, 在行业景气周期下行时, 此处存在周期的折价。
- 所以对于生猪养殖企业而言, ROE 作为影响 PB 的最核心变量, 基本上决定了估值中枢; 而景气度的边际变化则导致了实际 PB 围绕中枢上下波动。

图表 19: 目前牧原 PB (LF) 6 倍左右, 上一轮周期 2014 年最低点 4 倍



来源: Wind, (行业景气度以22个省市:平均价:生猪(元/千克)为代理变量), 中泰证券研究所

**图表20: 目前正邦PB (LF) 2倍左右, 上一轮周期2014年最低点3倍**



来源: Wind, (行业景气度以22个省市:平均价:生猪(元/千克)为代理变量), 中泰证券研究所

- A股生猪养殖板块, 我们选取牧原股份、正邦科技进行生猪养殖估值(PB)与行业景气度变化的估值回溯(温氏股份上市较晚, 缺少股价历史数据),

行业景气度我们以 22 个省市：平均价:生猪（元/千克）为代理变量。

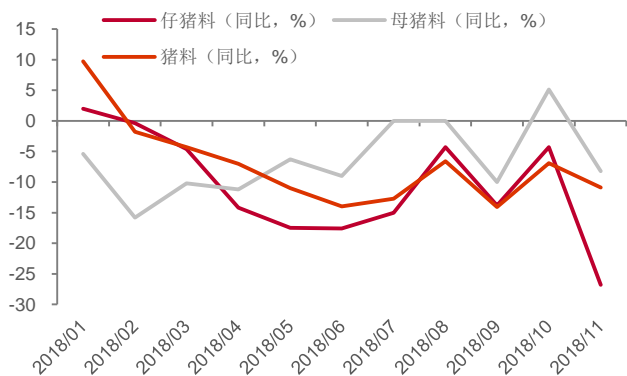
- 上一轮周期中：周期顶部区域，生猪养殖行业 PB（LF）估值领先行业景气度变化约 6 个月；周期底部区域，牧原股份 PB（LF）也保持在 4 倍左右，正邦科技 PB（LF）也保持在 3 倍左右（2014 年饲料业务行业竞争格局好，估值更高）。
- 从“成长性”的角度出发，未来五年“集中度提升”是生猪养殖行业投资的大逻辑，龙头企业具有明确且广阔的市占率提升空间，生猪养殖企业的“成长性”就体现在：（1）融资能力—出栏量增长；（2）管理能力—完全成本改善。完全成本决定了生猪养殖企业当期的盈利能力，而当期的盈利能力又在一定程度上影响了其下一期的出栏量增长。尤其在周期筑底阶段，价格向下的大幅波动使得各大生猪养殖企业的头均盈利有较大差异，而“成长性”猪企可以凭借自身的成本优势穿越周期持续盈利，并同时扩张自身产能。所以从周期兼顾成长角度看生猪养殖行业的投资框架：完全成本与出栏量是核心，周期的筑底阶段，具备成本优势的生猪养殖企业能够保证自身在周期低点稳定的出栏量扩张节奏，以期下一轮周期来临时在出栏量上获得先发优势。而完全成本的改善（盈利改善）会抬升生猪养殖企业的估值中枢（PB 提升）以及融资能力（出栏量增长）。
- 从未来 2-3 年的时间维度来看，本轮周期考虑生猪价格 2019 年下半年有望看到底部区域，由于静态 PB 并不反映公司的成长性，本轮周期考虑各大生猪养殖企业出栏量的大幅增长：目前牧原 PB（LF）6 倍左右，已经接近上一轮周期底部区域 2014 年年初水平（叠加考虑本轮周期的出栏高成长性，应给与一定的估值溢价）；目前正邦科技 PB（LF）2 倍左右，已经是历史较低水平（2018 年饲料业务行业竞争格局差，估值更低）；目前另一龙头 PB（LF）2.5 倍左右，已经是历史较低水平（2018 年饲料业务行业竞争格局差，估值更低）。
- 随着 2019 年行业景气度逐步回升，市场预期越来越接近本轮周期的生猪价格拐点，A 股生猪养殖板块的估值水平在 2019 年有望持续提升，打包一起推荐。个股重点推荐：温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望，关注唐人神、天康生物、新五丰、金新农、大北农等。

## 饲料：养殖景气底部，龙头集中度逆势提升

### 养殖周期景气度底部，饲料行业难言增长

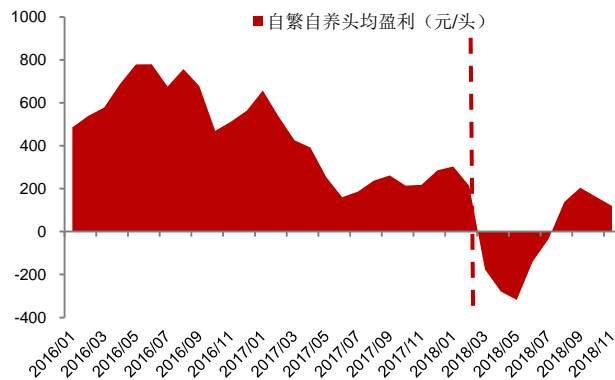
- 从饲料工业协会追踪的 180 家饲料企业销售数据看，受猪周期景气度降低和非洲猪瘟疫情影响，2018 年猪料销量同比持续下滑。其中前 10 个月猪料总量同比下滑 5.8%，母猪料下滑 5.7%，仔猪料下滑 7%。预计 2019 年非洲猪瘟疫情仍将持续，上半年价格大概率持续走低，判断销量和盈利水平走势偏弱。水产饲料方面，淡水鱼养殖景气度较 2017-2018 年判断同样呈下滑趋势。

图表 21：2018 年猪料同比持续下滑



来源：饲料工业协会，中泰证券研究所

图表 22：自繁自养头均盈利持续走低

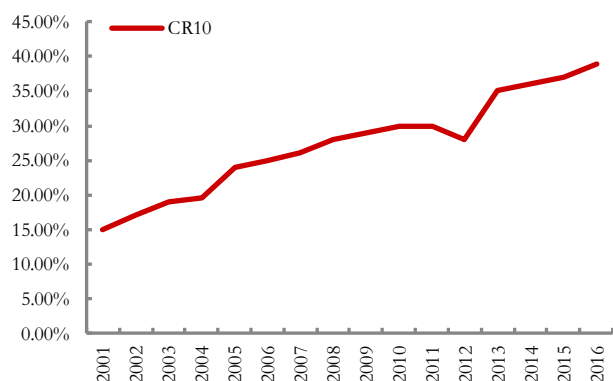


来源：Wind，中泰证券研究所

行业集中度持续提升，龙头企业销量有望逆势增加

- 饲料行业目前进入存量整合阶段，从饲料龙头企业的销售数据看，虽然目前处于养殖景气向下周期，但是龙头企业的销售量仍旧维持稳步增长。预计 2018 年海大集团、新希望等龙头企业各类饲料销量和总量均实现 10% 以上的增长。
- 相对于猪料和禽料，水产料行业分散度相对较高、龙头企业壁垒显著，净利润水平处于高位。海大集团 2018 年膨化料增速接近 40%，水产料增速 30% 以上，市占率进一步提升。同时，公司 2018 年加大猪料和禽料研发投入，销量分别突破 50%、20%，进一步优化畜禽饲料结构。2019 年继续看好公司在水产饲料和畜禽料方面的增长空间，持续推荐。

图表 23：饲料行业集中度



来源：中泰证券研究所

图表 24：2018 年龙头饲料增速

	海大	新希望
猪料	50%+	10%-
禽料	20%+	10%+
水产料	30%(高端膨化料增速 40%-)	20%-
合计	20%+	10%+

来源：草根调研，中泰证券研究所

## 疫苗： 整体需求增速放缓，关注结构性机会

规模化、渗透率、新病分析，高端苗整体需求增速 2019 年预计放缓

- 规模化需求：高端苗的需求来自于规模养殖场的扩张速度，非洲猪瘟使得规模场扩张速度明显放缓，高端苗的需求也由此下降。
- 渗透率受压制：目前猪价处于探底期，养殖户的采购需求短期无法扭转，预计渗透率仍受到盈利的压制。
- 新疫情不创造需求：疫苗需求来自于养殖户对于疫病防治的需求，非洲猪瘟发生后，养殖户的重点逐步转移到非洲猪瘟，防疫在其他病种投入下降。

图表 25：规模化、渗透率、新病分析，高端苗需求增速 2019 年预计放缓

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
规模化（后周期）	大型养殖场从无到有				中型养殖户补栏	非猪发生前，大企业扩张高峰，非猪后，扩张明显下降	缓慢
渗透率（猪价）				猪价高景气	猪价维持盈利	猪价探底	猪价磨底
新产品（新疫病）	猪A型口蹄疫					无明显疫病，AO上市，但不是新疫病	无明显
行业增速	67.16%	60.71%	44.44%	40.77%	24.59%	15-20%	较慢

来源：中泰证券研究所

在结构性基础上，关注联苗等产品升级机会

- 圆环目前渗透率约在 30%，作为经济类疫苗的代表，猪价低迷、规模化

不明显时，圆环较难提升渗透率。但即使在 2016 年景气高位时，圆环的  
市场规模也没有提升很快。美国圆环疫苗价格只有 1-1.5 美元 / 头份，  
远低于其在中国的进口价格。欧美渗透率 90% 以上，有广阔空间，但如  
果还是定价过高、使用过于复杂的产品，则渗透率难以提升。**圆环需求  
增长缓慢，未来需求增速如何打开？**靠的是集合便捷性、性价比等为一  
体的产品，如 5 元左右、一针型、基因工程产品。

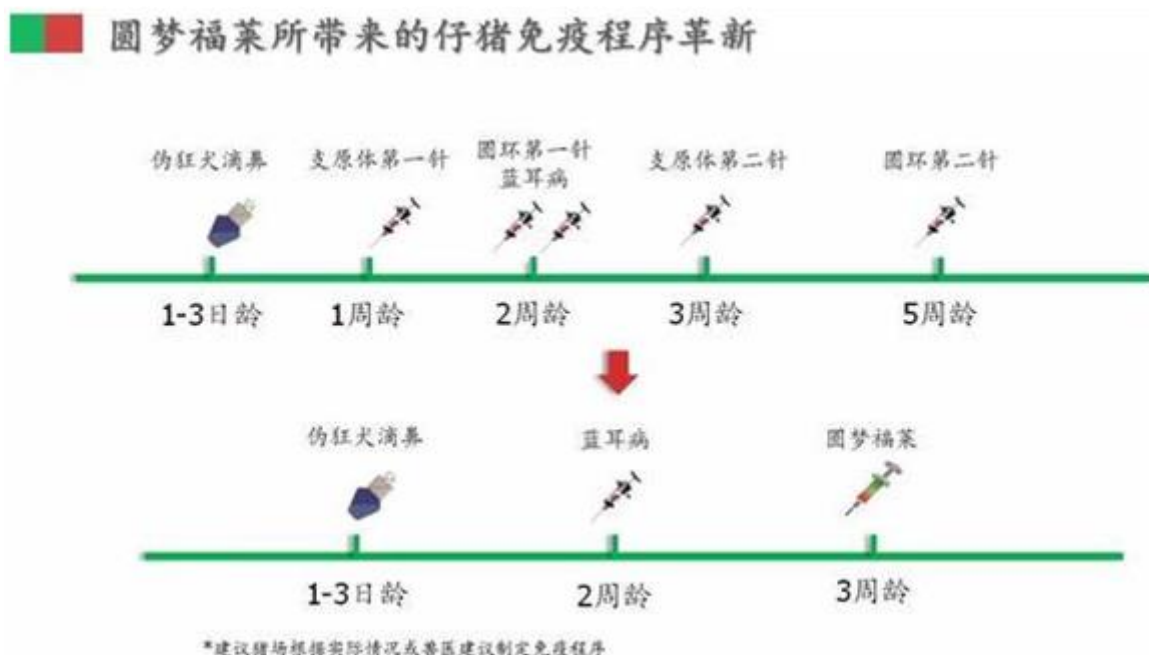
- **看似是工艺、其实剂型的优势主导了产业化的爆发增长：**勃林格圆环是  
首个单剂量给药的二型猪圆环疫苗，因其便捷性而受到全球养殖户追捧。  
从国内调研看，稳定的一针型高效防疫是客户采购的首要原因。
- **联苗再一次提升便捷性：**勃林格中后期开始在全球 30 多个国家和地区推  
广圆环+支原体二联疫苗，将 4 针化为 1 针，受到全球大部分养殖场  
的高度认可，稳固市场并带动了持续成长。
- **未来可关注联苗产品，如圆环-支原体二联等。**

**图表 26：在结构性基础上，首先需要关注联苗的产品升级机会**

产品功能	年复合增长率	最高销售额（亿元）	贡献持久度
唯一治疗狗充血性心脏病	20.70%	34	2004-2009
治疗支气管痉挛的呼吸障碍	19%	19	2004-2006
止痛消炎	6.90%	95	2004-2010
首个单剂量猪支原体菌疾病的疫苗	15.40%	43	2004-2010
唯一预防罗森氏菌的猪肠道感染性疾病疫苗	18%	26	2005-2007
首个单剂量猪圆环病毒疾病疫苗	59.40%	239	2006-2010
猪蓝耳疫苗	29.40%	44	2008-2010

来源：中国知网，中泰证券研究所

**图表 27：圆梦福莱所带来的仔猪免疫程序革新**



来源：中国知网，中泰证券研究所

关注新疫病：非猪猪瘟、伪狂犬等的机会

- **非洲猪瘟疫**：目前虽然非洲猪瘟疫没有疫苗，但各家还是在积极研发储备类似产品。由于近年来国内疫病高发，研发上样本和临床经验积累丰富，较国外等长期净化环境反而更容易更早成功实现新病疫苗研发。
- **伪狂犬**：科前伪狂犬疫苗 2017 年开始加速增长，当前整体市场已有 8-10 亿，核心是在没批文号的基础上添加了流行毒株，类似于牛羊三价，等流行毒株产品上市后，将被逐步替代。预计新产品主要集中在普莱柯、青岛易邦、中牧股份、武汉科前之中。



## 种子：行业有待观察，龙头优势进一步积累

### 玉米水稻去库存持续，种子需求提升有限

- 玉米种植方面，18/19 年进入去库存的第三年，目前非优势产区种植面积调减任务基本完成，国储库存降至 1 亿吨以下，玉米价格市场化走势清晰，农户玉米种植收益相应提升，预计 18/19 年种植面积会有小幅提升。但是短期内，玉米库存仍待消化，叠加贸易摩擦影响玉米价格难有大幅上涨。转基因政策仍未有大幅进展，综合判断种子需求增长空间有限。
- 水稻种植方面，目前库存充足，国家继续下调水稻最低销售价格。判断未来 1 年，水稻仍旧以去库存为主，价格或将下降，稻种需求有限。

图表 28：玉米现货价格走势



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：国储水稻销售底价（元/500 公斤）

品种	年份	调整前	调整后	价差
早籼稻	2014	2710	2000	-710
	2015	2750	2300	-450
	2016	2750	2400	-350
	2017	2600	2500	-100
中晚籼稻	2014	2770	2000	-770
	2015	2810	2420	-390
	2016	2850	2520	-330
粳稻	2014	3070	2400	-670
	2015	3150	2600	-550
	2016	3190	2700	-490
	2017	3000	2800	-200

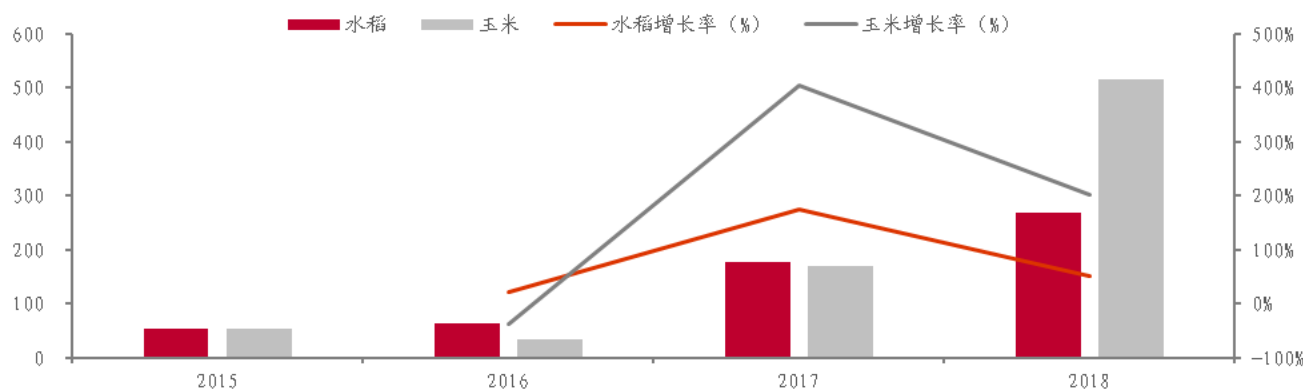
注：2017 年产水稻根据当年最低保护价计算，以上均为国标三等质量

来源：农业农村部，中泰证券研究所

### 国审品种大幅增加，关注龙头企业竞争优势

- 2018 年国审玉米、水稻种继续保持高速提升，增幅分别达到 50% 和 200% 以上，行业竞争进一步加剧。相对于市场其他中小型种业公司，龙头公司在研发、品种储备和营销等方面具有良好优势，研发方面，通过校企合作及海外引进等多种方法，公司育种技术及体系稳居行业领先水平；品种储备方面，公司国审品种近年呈现爆发性增加，优质品种储备丰富；营销人员数量持续增加，多渠道多品牌营销方式显著提升公司市场地位。建议投资者关注。

图表30：国审品种数量及增速



来源：农业农村部，中泰证券研究所

图表31：龙头公司优势对比

		隆平高科	行业/其他企业现状
研发	种质资源	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>科企合作</b>：与湖南杂交水稻中心具有排他性合作关系，并获得多家科研单位的排他性资源使用权</li> <li><b>海外引进</b>：已在菲律宾、巴基斯坦、印度三地设立海外3设立育种站，并计划进一步扩张海外布局，源源不断输送特异性种质资源</li> <li><b>育种材料自我积累</b>：规模化的选育和配组使得育种材料（含育种过程中的中间材料以及基因工程创造的新种质）快速自我丰富</li> <li><b>资源现状</b>：已经设立了专门的创造育种材料、进行亲本选育的部门并设立了可存放10万份资源的中长期种质资源库，据估算已储备资源1万份以上</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>少有排他性合作</li> <li>缺乏持续、顺畅的海外资源引进渠道</li> <li>亲本、品种选育缺乏规模化优势，育种材料自我积累速度较慢</li> <li>全国长期储存的水稻种质资源约8万份，一般南方稻区省级科研院所1万份左右</li> </ul>
	育种技术	生物技术平台涵盖了分子标记开发、基因编辑、分子检测等多个功能单元；具备独立使用分子辅助选择、基因编辑等生物技术；生物技术已经贯穿育种全部环节	由于设备的高投入门槛，高通量分子检测、基因编辑等仍需要借助地方平台或科企合作；而知识产权意识的上升也使得利用外部技术资源的通道相对不畅通
	育种体系	国内唯一一家具有完备的商业化育种体系的企业，育种实现各环节紧密分工协作的“标准化、程序化、信息化、规模化”的分阶段创新流程	以课题式育种为主
	品种储备	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>现有品种储备</b>：2010年以来审定品种已达到200余个，且呈现加速态势；2017年国审品种占全国比例为37.5%，其中华南稻区占比91.7%</li> <li><b>绿色通道政策</b>：已建立了覆盖全国各大稻区的高密度生态测试网，绿色通道高效运转确保新品种可以持续稳定的投放市场</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般企业自主选育品种储备相对较少，多不足50个</li> <li>自有生态测试网相对匮乏且建设、维护成本较高，一般企业多通过加强科企合作、委托第三方机构开展试验、种企联合开展绿色通道的自行试验等方式来解决，但仍难以弥补成本和效率的短板</li> </ul>
营销	营销人员及投入	近两年销售人员数量维持30-40%的高速增长，2016年达到772人，行业领先	小型种企营销人员多不足100人；同为杂交水稻为主营业务的荃银高科、丰乐种业销售人员数量分别为231人、303人，玉米种业龙头登海种业销售人员数量为235人
	营销模式	多品牌多渠道模式强化经销商激励，“预定模式”高效运转提前抢占市场、强化公司地位	由于品种优势和资金投入相对不足，当前除金色农化外，少有其他企业可以落实“预定模式”

来源：中泰证券研究所

## 大宗农产品：饲料成本波动有限，白糖价格有望迎来底部

- 大宗农产品的长期价格区间由供需两方面决定。短期价格走势受季节性因素影响（例如播种及收获期天气状况、售粮进度等）。2019 年，玉米大豆价格供应充足，整体波动幅度有限。如果进口增加，价格将持续走低；白糖进入熊市尾部，虽然库销比仍旧处于高位，但是供应宽松的局面对 18/19 压榨季将得到改善；水稻和小麦去库存依旧，未来一年价格难有上涨。

### 玉米：利空因素众多，价格易跌难涨

- 供应充足，新粮上新进度放缓。从供需情况看，明年玉米供应依旧充足，因此全年价格上涨空间有限。从 2018 年基层新粮收购情况看，截止 12 月中旬，玉米收购量 3103 万吨，同比减少 944 万吨，东三省玉米销售进度不足 25%，收粮进度同比减 11%，受此影响，新粮的供应期有望延长至明年三季度。

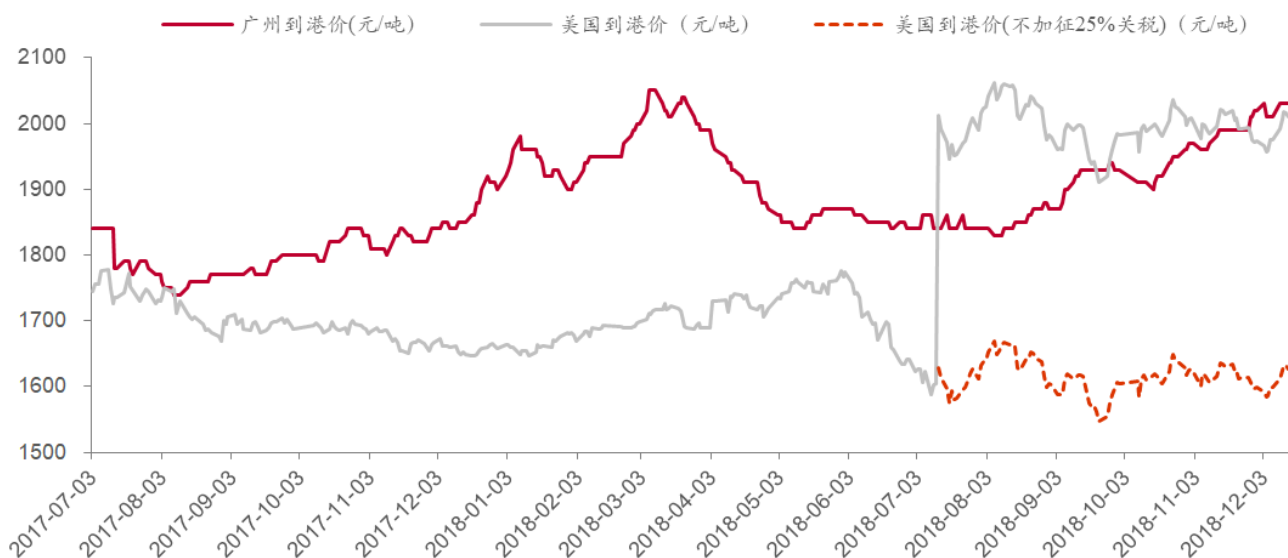
图表 32：玉米供需平衡表

种植年度	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18		18/19	
万吨, 万公顷	估计值	估计值	估计值	估计值	10月预估值	11月预估值	10月预估值	11月预估值
期初库存	6900.7	11206	17333.75	23313.75	25314.45	25314.45	25396.45	25190.05
播种面积	3569	3650	3787	3586	3440	3440	3578	3578
产量	21800	21567	22748	21172	20372	20372	20600	20600
进口量	327.6	552	317.42	246.4	360	345.5	350	350
年度供应量	29028.3	33325	40399.17	44732.15	46046.45	46031.95	46346.45	46140.05
年度国内使用	17820	15990	17085	19410	20640	20840	21900	22200
饲料消耗	12100	9950	10400	11650	11600	11600	12000	12000
工业消耗	4350	4650	5300	6300	7600	7800	8500	8800
种用及食用	1230	1240	1230	1210	1190	1190	1200	1200
损耗量	140	150	155	250	250	250	200	200
年度出口量	2.3	1.25	0.42	7.7	10	1.9	10	10
年度需求总量	17822.3	15991.25	17085.42	19417.7	20650	20841.9	21910	22210
期末库存	11206	17333.75	23313.75	25314.45	25396.45	25190.05	24436.45	23930.05

来源：天下粮仓，中泰证券研究所

- 贸易摩擦缓和，后期取消关税及扩大进口预期增强。2018 年 12 月初贸易摩擦缓和，中国同意从美国进口大量农产品。如果玉米进口配额扩大，25%进口关税取消，美国玉米到港成本价不足 1700 元/吨，将大幅冲击国产玉米价格。此外，如果 DDGS、高粱等谷物进口放开，同样会成为有效的玉米替代品。

图表33：广州港玉米价差



来源：Wind，中泰证券研究所

- 生猪养殖行业盈利下滑叠加非洲猪瘟疫情蔓延，饲料需求转弱。根据饲料工业协会追踪的 180 家饲料企业生产数据看，受上半年行业盈利下滑和非洲猪瘟疫情影响，2018 年 1-10 月猪饲料销售量同比下降 5.8%，饲料总产量下降 2.3%。当前非洲猪瘟呈现多点爆发态势，预计明年饲料需求或将持续转弱。

图表34：2018 年 1-10 月份 180 家饲料企业产量统计

项目	2018年1-10月产量情况		
	2018年1-10月产量(万吨)	2018年同比(%)	2017年同比(%)
总产量	1552.3	-2.3	-1.0
配合饲料	1339.8	0.3	-1.6
浓缩饲料	145.1	-16.2	0.8
添加剂预混合饲料	67.4	-14.5	5.8
猪饲料	640.5	-5.8	11.4
其中：仔猪饲料	282.3	-7.0	14.8
母猪饲料	94.6	-5.7	8.0
蛋禽饲料	273.9	5.7	-13.2
肉禽饲料	379.9	-1.8	-8.4
水产饲料	154.0	-0.6	1.4
反刍饲料	95.0	4.1	-13.2
其他饲料	9.1	-44.2	7.9

来源：饲料工业协会，中泰证券研究所

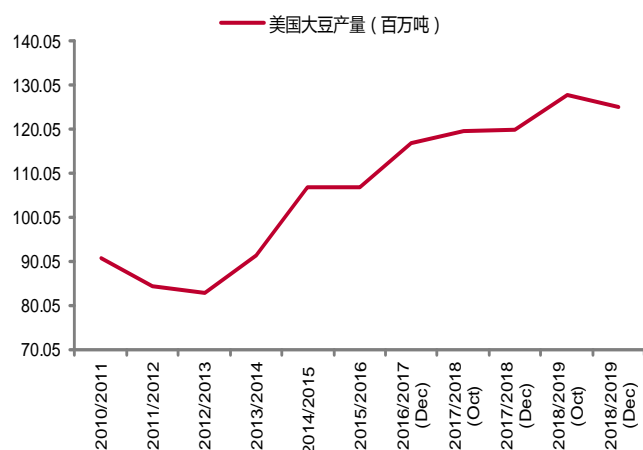
### 大豆：全球供应充足，贸易摩擦缓和有望降低进口成本

- 我国大豆超过 85% 依赖进口，其中美国进口量占国内需求总量的 20% 左右，是主要的进口国。因此全球大豆供应情况及中美贸易摩擦走势成大

豆供应的主要因素。从 USDA 的 2018 年 12 月农产品数据看，美豆丰产已成定局，全球大豆产量持续调增，供给充足。叠加目前南美播种整体顺利，判断全球大豆价格难有涨幅。

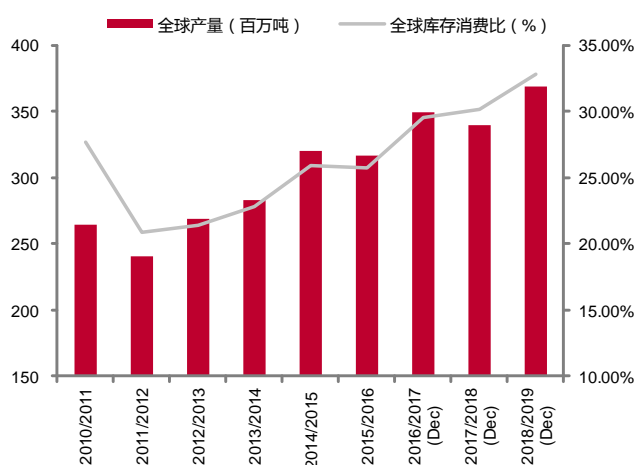
- 国内价格方面，未来贸易摩擦走势将成为影响价格走势的关键因素。美豆进口加征 25% 关税后，2018 年下半年进口成本从不足 3000 元/吨大幅提升至 3600 元/吨。受此影响，国内大型油厂积极备货，目前港口库存维持高位。2018 年 12 月初，中美贸易摩擦缓和，中国承诺后期将从美国进口大量农产品，如果后期关税降低或取消，进口大豆的到港的成本将大幅降低至 3000 元/吨以下。
- 需求方面，受非洲猪瘟和饲料蛋白含量指标调低影响（猪配合饲料平均蛋白水平降低 1.5%，按照肉料比 1:3 计算，如果按标准调低，每公斤猪肉减少蛋白消费 0.45 公斤，理论测算全国每年降低 1000 万吨以上豆粕的需求量），预计 2019 年饲料需求和豆粕需求转弱。在供应充足，需求疲软的情况下，判断未来 1 年国内大豆价格易跌难涨。

图表 35：美豆产量持续增加



来源：USDA，中泰证券研究所

图表 36：全球大豆供应充足



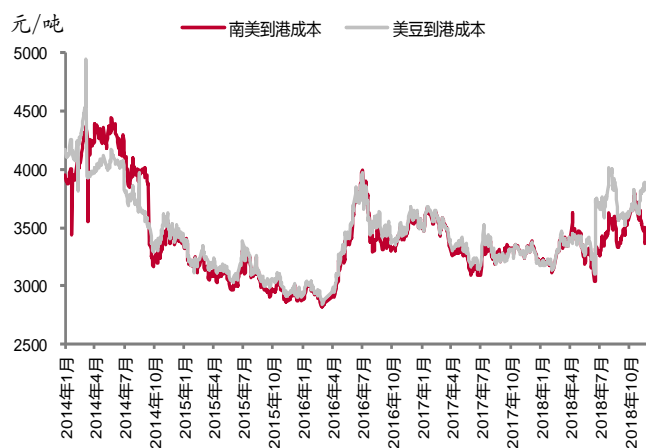
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 37：进口大豆港口库存维持高位



来源：Wind，中泰证券研究所

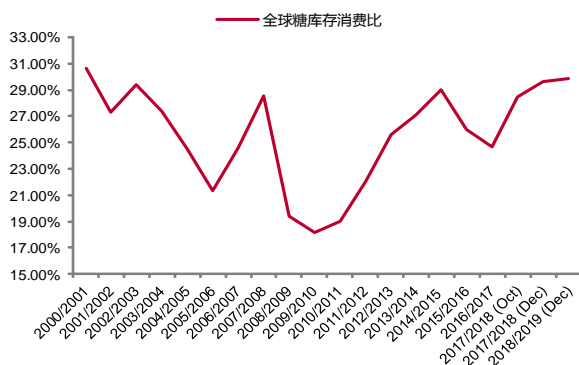
图表 38：加征关税美豆到港成本大幅增加



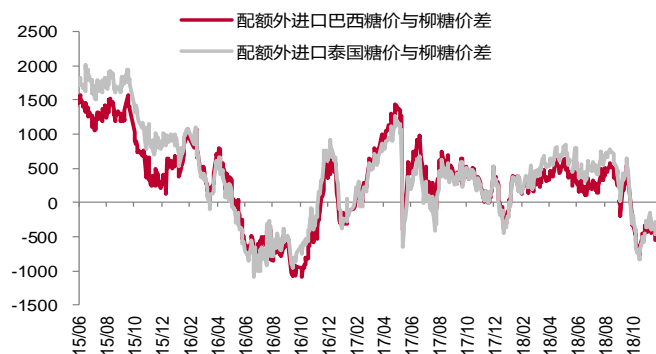
来源：Wind，中泰证券研究所

**白糖：国际糖价进入熊市尾部，下半年有望走强**

- 从全球供应情况看，目前白糖库销比仍旧处于高位，供应过剩的局面大概率延续至明年上半年。受主产国减产影响，预计全球糖产量在 18/19 年将下降 900 万-1.8 亿吨，2019 年下半年有望或将出现产不足需状况，国际糖价大概率由弱转强。国内糖价方面，直补和进口政策目前是影响价格走势的关键因素，如果实施直补将进一步压低国内白糖成本。

**图表 39：白糖库销比仍处于高位**


来源：USDA，中泰证券研究所

**图表 40：配额外进口价差**


来源：广西糖网，中泰证券研究所

**图表 41：全球白糖供需平衡表**

糖供求平衡表（全球）	2013/2014	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018 (Oct)	2017/2018 (Dec)	2018/2019 (Dec)
期初库存（万吨）	4,228.80	4,481.80	4,877.10	4,409.50	4,197.80	4,223.40	5,152.90
产量（万吨）	17,597.10	17,758.20	16,486.80	17,403.00	19,181.30	19,457.40	18,588.60
进口（万吨）	5,145.00	5,024.80	5,467.10	5,451.80	5,370.20	5,354.70	5,097.80
出口（万吨）	5,793.10	5,501.30	5,395.90	5,862.50	6,308.30	6,387.60	5,788.00
消费（万吨）	16,574.90	16,806.20	16,948.40	17,100.80	17,412.50	17,400.20	17,683.40
期末库存（万吨）	4,481.80	4,877.10	4,409.50	4,223.40	4,952.40	5,152.90	5,285.00
库存消费比（%）	27.04%	29.02%	26.02%	24.70%	28.44%	29.61%	29.89%

来源：USDA，中泰证券研究所

**水稻及小麦：去库存持续，价格趋势向下**

- **水稻：供给侧改革持续，预计未来一年价格稳定。** 尽管 2018 年稻谷播种面积同比减少近 900 万亩（预计产量减少近 600 万吨），但是库存充足，供给宽松的格局决定未来 1 年水稻价格难有大幅波动。政策方面，2018 年，国家继续下调水稻最低销售价格，其中早籼稻、中晚籼稻、粳稻每 500 公斤分别下调 100 元、100 元、200 元。判断未来 1 年，水稻仍旧以去库存为主，水稻价格或仍将下降。
- **小麦：收购政策利空，减产影响有限。** 小麦去库存持续，政策层面一方面，提高托市收购标准提高，减少托市收购量，不符合小麦质量标准不能进入储备库，另一方面，下调政策性收购价。托市收购量的减少，使得小麦供需回归平衡，减产影响整体有限。未来整体价格上涨空间有限。

## 2019 年农业投资策略：强大于市的配置建议

- 纵观长周期的景气波动，由于盈利持续探底、产能开始去化，判断农业(生猪板块等)将于未来 2 年进入持续向上的景气周期，战略上需要给予超大于市的配置建议。
- 具体的投资思路，月度或季度之间的景气度择时需要淡化，关键关注产能周期的加速（或减速）过程，以判断大周期的配置点。在去产能过程中，盈利成为核心主线，疫情则创造了节奏上的极大不确定因素。我们判断未来半年如果行业现金流出现整体性问题，战略性配置点将会出现，同时疫情的催化也会提前或延后启动时间。
- 而量的扩张是另一条投资主线，从周期成长的角度，在养猪行业超额收益持续存在的背景下，我们也需要给出出栏高速增长\成本管控等管理水平快速提升的公司，给予超额收益的配置建议。
- 而动保饲料等后周期板块，随着 19 年下半年行业盈利逐步好转，景气度也将滞后向上，在 20 年逐步迎来景气拐点。那么板块机会也将在 19 年下半年和 20 年逐步开启。
- 在农产品方面，白糖等细分产品也可能在未来 1 年进入景气向上周期，种植业的天气变化将是较为重要的判断因素。供给侧改革的过程，则为水稻、小麦等品种未来 1-2 年后的景气好转打下坚实基础，跟踪库存去化的节奏将是判断景气拐点（或预期拐点）的重要工作。
- 个股角度：打包一起推荐养猪股和海大集团。重点推荐：温氏股份、牧原股份、正邦科技、海大集团、新希望，关注唐人神、天康生物、新五丰、金新农、大北农、种业龙头等。

### 风险提示

- 中国农产品进口大量增加导致农产品价格大幅下滑；非洲猪瘟疫情失控，产能大幅淘汰；自然灾害等。

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15% 以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15% 之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10% 以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10% 以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10% 之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10% 以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。