

猪价新高势不可挡，糖周期将紧随其后 ——2019年中期农业投资策略

农林牧渔行业

推荐 维持评级

核心观点:

● 疫情蔓延，产能去化空前，猪价将创新高。

在非洲猪瘟的影响下，我国许多省份能繁母猪产能均出现大幅下跌，其中河南、山西、吉林、江苏、辽宁等省份母猪产能下跌幅度预计超过30%。当前，非洲猪瘟疫情在南方的蔓延形势有所缓解，大规模抛售已减缓，但在疫苗短期内无法上市的背景下，养殖户生猪复养存在难度，产能依旧处于下行趋势，未来我国猪肉市场将面临较大缺口，猪价高企势在必行。另外，非洲猪瘟基因结构复杂，我们初步判断2020年之前难有相关疫苗可使用。目前来说，疫情防控主要依靠扑杀与物理隔绝，对产能的影响依旧存在。

在猪肉进口方面，我们认为猪价上行势必带来进口量的提升，考虑上轮周期进口量高点以及全球出口量变化，我们预计19年进口量在200万吨左右，相比于全年消费量以及产能下降幅度，进口量增速对供给影响不大。关于进口量对猪价的影响，我们认为其具备短期影响，增加猪价波动性，但无法改变猪价上行趋势。

关于前期猪价震荡行情，我们认为二季度一般为年内淡季，猪价处震荡行情较为常见，叠加屠宰场检查的政策因素，疫情抛售、前期压栏的短期供给因素，猪价受到压力。自5月末猪价重回上行轨道。当前生猪出栏对应19年初仔猪存栏（产能加速下行时期），供需缺口将持续扩大；前期南方疫情严重，市场抛售普遍，目前抛售基本接近尾声，生猪供给压力减小，叠加屠宰场抛库行为已减缓，均利好猪价进入上行通道。未来随着需求端的提振，供给短缺加剧显现，猪价或于Q3末创新高。

● 内外糖产量共振下行，糖价拐点指日可待。1) 2019年广西甘蔗收购政策由蔗糖价格挂钩联动、二次结算管理办法转变为市场化定价，考虑到广东、云南甘蔗种植亏损状态，市场化定价必将加速部分蔗农退出；另外，竞争作物桉树、木薯等有利润优势，利空甘蔗种植面积。2) 在进口糖方面，2018.9开始，配额外进口糖估算价与柳糖现货价差持续出现负值，可为税率取消提供一定安全边际。考虑到行业自律因素以及国际糖价可能反转的预期，关税保护取消后的影响将得到部分对冲，我们认为2019/20榨季我国糖进口量依旧保持稳中下行趋势。3) 在外糖方面，2018/19榨季巴西中南部甘蔗制糖比例大幅下滑至35.43%。我们认为在原油价格相对稳定、糖价依旧低位的背景下，巴西糖产量将呈现持续下行趋势。印泰补贴问题多，叠加天气不利因素，产量上行不可持续。我们认为全球糖产量将进入减产周期，未来糖价将开启上行趋势，国内糖价将跟随大势，个股潜在弹性较大。

● 畜禽养殖景气提升，后周期板块将迎转机。饲料与疫苗行业为畜禽养殖后周期板块，将显著受益于上游养殖行业景气度提升，当前时点我们建议可适当关注。当非洲猪瘟疫情稳定、产能适当恢复后，可予重点关注。

● 投资建议：生猪产能大幅去化，本轮猪周期价格弹性与时间跨度将显著扩大，建议重点关注天康生物、牧原股份、温氏股份、天邦股份。糖周期是未来需重点关注的板块，具备强周期高弹性特点，建议重点关注中粮糖业、*ST南糖、粤桂股份。饲料与疫苗板块可适当关注，个股推荐海大集团。

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

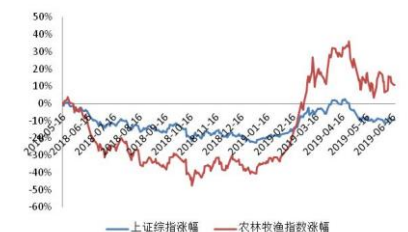
✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

相关研究

- 1、2019.2.26 “读懂猪周期”系列深度报告一：在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判
- 2、2019.3.1 “读懂猪周期”系列深度报告二：天康生物（002100.SZ）：享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业
- 3、2019.3.25 行业动态报告：农林牧渔景气度提升，养殖业务尤为亮眼
- 4、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 5、2019.4.9 行业点评报告：非瘟疫情持续蔓延，猪价或于Q2中期加速上涨
- 6、2019.4.15 “读懂糖周期”系列深度报告一：内外糖产量或共振下行，糖价19Q3/4迎拐点
- 7、2019.5.17 “读懂猪周期”系列报告四：猪价短期承压，上行主趋势坚定

相对上证综指表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资概要:

研究框架及主要结论:

农业行业分为养殖产业链与种植产业链,本报告主要围绕生猪养殖产业与食糖产业展开研究。首先,生猪养殖部分主要探讨非洲猪瘟疫情情况导致的产能去化程度、疫苗研发进展、猪肉进口量、短期猪价走势以及未来发展趋势,我们认为猪价将于 19Q3 末现年内高点,且规模养殖场优势提升,促进养殖集中度提升,个股弹性依旧较大。其次,食糖产业部分主要探讨内外糖产量的影响因素变化,我们认为 2019/20 榨季将进入减产周期,糖价有望开启上行趋势。最后,对养殖后周期行业饲料与疫苗进行简单讨论,强调产能逐步恢复之时,将对后周期行业带来显著利好。

我们与市场不同的观点:

我们认为猪价在 19H2 会加速上行,且猪价高位运行将维持一年以上。在个股推荐方面,我们年初提出关注天康生物,一家涵盖饲料、疫苗、养殖多个板块的农牧一体化企业,具备低估值高增长优势,享受猪周期上行带来的弹性以及饲料与疫苗后周期板块的潜在增长。当前时点依旧看好天康生物未来增长潜力。

我们认为 19 年为食糖价格拐点年份,从周期运行规律、糖料蔗产量、国际糖产量等因素推断,2019/20 榨季全球糖产量将进入减产周期,从而使得糖价开启上行趋势,并看好与食糖业务相关的企业表现。

投资策略:

2019 年中期农业行业投资策略主要围绕生猪养殖与食糖产业,可以适当关注后周期行业(饲料、疫苗)。

自 2018 年 8 月非洲猪瘟发现以来,疫情持续蔓延,产能加速去化,部分省份能繁母猪产能去化达 30% 以上;由于非洲猪瘟基因结构复杂,短期内我们预计有效疫苗难以问世,为疫情发展带来诸多不确定性。四五月受季节性因素、国家政策影响,以及疫情导致的集中抛售,猪价处于震荡期;随着前期利空因素逐步减弱,五月末猪价重回增长轨道,我们看好 19H2 猪价表现,并预测于 Q3 末现年内高点。在个股层面,我们认为规模养殖场在疫情蔓延背景下具备管理、防疫、扩产、资金等多方面的优势,在猪价上行确定的背景下,生猪出栏量成为决定业绩弹性的关键,我们建议关注天康生物、牧原股份、温氏股份、天邦股份。

食糖产业具备周期属性,一般以六年为一周期。我国糖价主趋势跟随外糖价格变化,国内政策、产量、收放储等因素对短期波动有影响。根据巴西、印度、泰国的产量分析,我们认为全球糖产量将进入减产周期,未来糖价将开启上行趋势。国内甘蔗收购政策变化、进口关税影响都趋于利空糖产量,因此我们认为 2019/20 榨季将开启糖产量下行趋势,糖价将迎来新一轮上涨周期。在个股层面,我们建议关注中粮糖业、*ST 南糖、粤桂股份。

饲料与疫苗行业为畜禽养殖后周期板块,将显著受益于上游养殖行业景气度提升。当前时点我们建议可适当关注,当非洲猪瘟疫情稳定后,产能适当恢复,饲料与疫苗将显著受益。个股层面,目前建议关注海大集团。

行业表现的催化剂:

非洲猪瘟疫情持续,行业产能逐步出清;猪价开启上行通道,利好后周期行业未来增长。

糖产量下滑;甘蔗种植面积下滑;厄尔尼诺现象发生;原油价格大幅上涨;糖消费量快速上涨等。

主要风险因素:

原材料价格波动风险,疫病风险,食品安全,自然灾害风险,政策风险等。

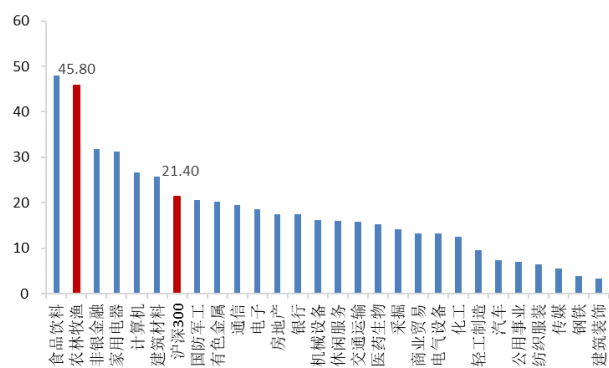
目录

一、农林牧渔板块概况	2
二、疫情蔓延，产能去化空前，猪价将创新高.....	3
(一) 疫情蔓延不息，产能去化程度空前.....	3
(二) 基因结构复杂，非瘟疫苗短期难问世.....	4
(三) 猪肉进口量或现历史高点，猪价短期波动难撼主趋势.....	5
(四) 震荡后猪价重回增长，Q3 末或现年内高点	7
(五) 规模养殖场加速集中度提升，股价弹性依旧较大.....	8
三、内外糖产量共振下行，糖价拐点指日可待.....	9
(一) 糖产量六年一周期，2019 为拐点年.....	9
(二) 受政策、原料等影响，内糖或进减产周期.....	10
1、糖料蔗市场化定价，多重因素利空产量.....	10
2、进口关税政策变化，影响无需过分担心.....	12
3、国储糖投放短期加大波动，难改大趋势.....	13
(三) 受油价、补贴等影响，糖价上行或可期.....	15
1、巴西：制糖比持续低位，糖产量或持续下行.....	15
2、印泰：补贴引发多重问题，产量上行不可持续.....	17
(四) 糖价预期进入上行区间，股价弹性巨大.....	19
四、畜禽养殖景气提升，后周期板块将迎转机.....	20
(一) 待疫情稳定之时，前端料有望最先受益.....	20
(二) 待集中度大幅提升时，疫苗销量有惊喜.....	21
五、投资建议	22
六、风险提示	22

一、农林牧渔板块概况

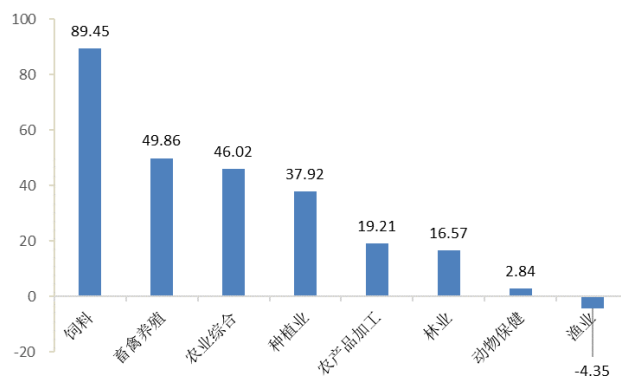
年初至6月17日，农林牧渔板块整体上涨45.80%，同期沪深300上涨21.39%，跑赢市场整体表现。在申万28个一级行业分类中，涨幅排列第2位。对比各子行业，饲料、畜禽养殖、农业综合涨幅位列前三，分别达89.45%、49.86%、46.02%。农业板块涨幅居前主要受益于畜禽养殖景气度提升，其中饲料企业多实施纵向一体化，均开展养殖业务，上涨幅度显著。

图1：年初至2019.6.17农林牧渔板块涨幅第二/%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

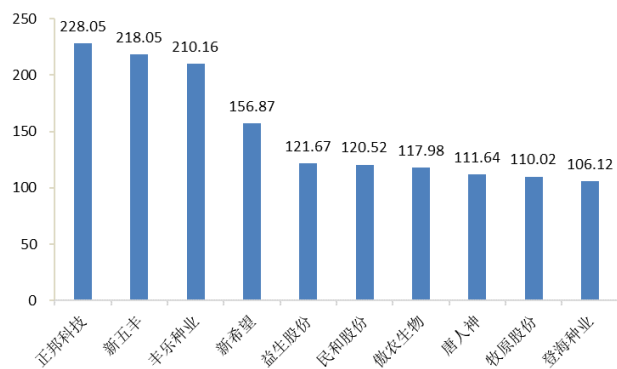
图2：年初至2019.6.17农林牧渔细分板块涨跌幅情况/%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

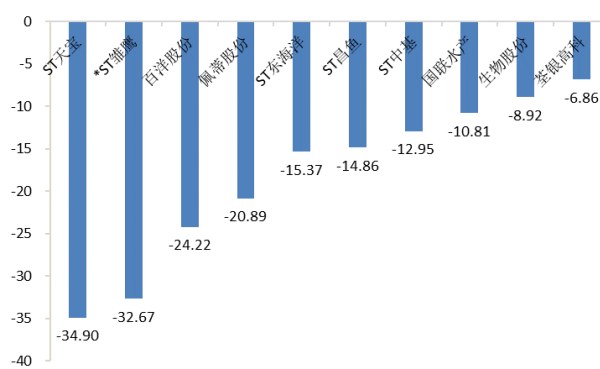
个股方面，饲料与畜禽养殖板块的个股表现亮眼。年初至6月17日，涨幅前十的个股中，正邦科技、新五丰、丰乐种业、新希望、益生股份、分别上涨228.05%、218.05%、210.16%、156.87%、121.67%；跌幅前十的个股中，ST天宝、*ST雏鹰、百洋股份居前，分别为-34.90%、-32.67%、-24.22%。

图3：年初至2019.6.17农林牧渔板块涨幅前十个股/%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：年初至2019.6.17农林牧渔板块跌幅前十个股/%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

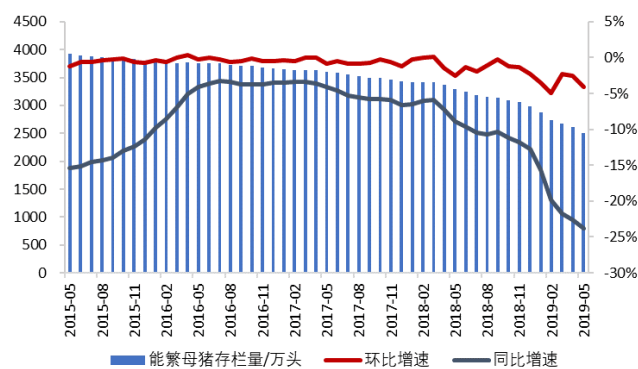
二、疫情蔓延，产能去化空前，猪价将创新高

(一) 疫情蔓延不息，产能去化程度空前

截至 2019 年 4 月 22 日，我国 31 个省份先后发生 129 起非洲猪瘟疫情，疫情累计捕杀生猪达到 102 万头，疫情情况严峻，产能持续去化。2019 年 5 月，我国能繁母猪存栏量为 2501 万头，环比增速为-4.10%，同比增速为-23.87%；生猪存栏量为 25508 万头，环比增速为-4.20%，同比增速为-22.70%。受非洲猪瘟疫情影响，本轮周期能繁母猪存栏量下降幅度大于以往。

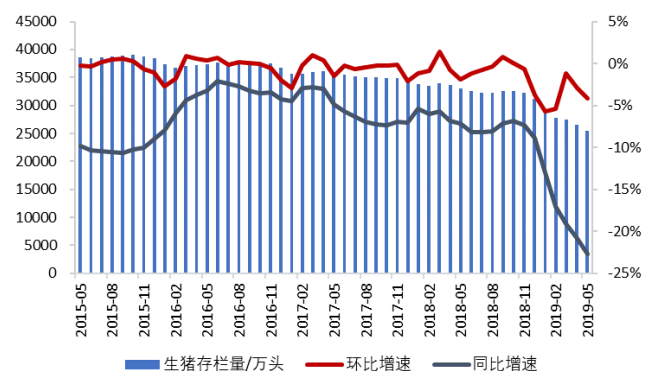
在非洲猪瘟的影响下，我国许多省份能繁母猪产能均出现大幅下跌，其中河南、山西、吉林、江苏、辽宁等省份母猪产能下跌幅度预计超过 30%。当前，非洲猪瘟疫情在南方的蔓延形势有所缓解，大规模抛售已减缓，但在疫苗短期内无法上市的背景下，养殖户生猪复养存在难度，产能依旧处于下行趋势，未来我国猪肉市场将面临较大缺口，猪价高企势在必行。

图 5：我国能繁母猪存栏量持续下滑，同比降幅历史最高



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

图 6：我国生猪存栏量持续下滑，环比继续下降



资料来源：中国政府网，中国银河证券研究院

表 1：非洲猪瘟下生猪市场-母猪产能变化情况

产能降幅	省份
-10% 以下	重庆、湖北、云南、海南、四川
-10% 至 -20%	福建、北京、山西、甘肃、浙江、内蒙、贵州
-20% 至 -30%	黑龙江、安徽、山东、湖南、广西、河北、江西、广东
-30% 以上	河南、山西、吉林、江苏、辽宁

资料来源：《中国猪肉市场展望》，中国银河证券研究院

表 2：非洲猪瘟防控政策

时间	政策
2019.4.25	《关于开展落实生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和官方兽医派驻制度百日行动的通知》
2019.4.3	《关于在加工流通环节开展非洲猪瘟病毒检测公告》
2019.3.18	关于加强屠宰环节非洲猪瘟检测工作的通知
2019.3.5	南方六省（区）非洲猪瘟等重大动物疫病区域联席会议框架合作协议
2019.2.18	《全国非洲猪瘟等重大动物疫病区域化防控方案》、《全国非洲猪瘟防控工作方案（2019 年）》
2018.12.28	《关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》
2018.12.20	《关于进一步做好非洲猪瘟实验室检测工作》
2018.12.18	《开展打击私屠滥宰防控非洲猪瘟保证生猪产品质量安全专项治理活动》
2018.12.10	《关于强化家猪野猪非洲猪瘟联防联控工作的通知》
2018.11.21	《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》
2018.11.8	关于组织做好生猪运输车辆备案等有关工作的通知
2018.11.1	《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》
2018.10.31	农业农村部公告第 79 号：加强非洲猪瘟疫情期间生猪运输车辆监管
2018.10.24	《运输生猪等活畜禽的车辆不再享受运输“绿色通道”政策》
2018.10.22	《关于加强规模化猪场和种猪场非洲猪瘟防控工作的通知》
2018.10.17	印发《生猪产地检疫规程》和《生猪屠宰检疫规程》的通知
2018.9.11	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》
2018.8.31	《关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》
2018.8.10	《关于防治非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》
2017.9.96	《非洲猪瘟疫情应急预案》

资料来源：农业农村部，中国银河证券研究院

（二）基因结构复杂，非瘟疫苗短期难问世

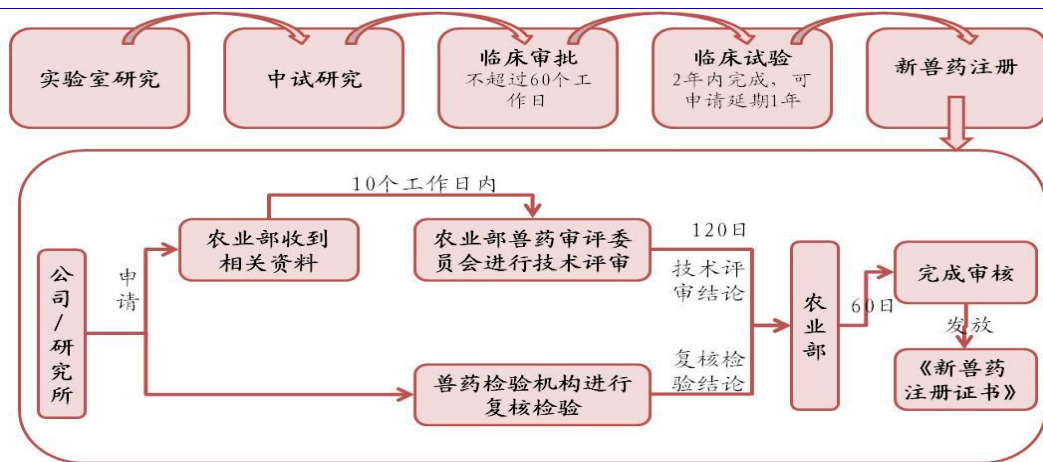
2019 年 2 月 27 日，农业农村部制定 5 个实验室开展非洲猪瘟病毒实验工作，分别位于青岛、黑龙江、兰州、武汉、广州。其中哈兽研国家非洲猪瘟专业实验室于 3 月 22 日发布最新成果，已成功分离出我国第一个非洲猪瘟病毒毒株（Pig/HLJ/18），该项研究成果初步阐明了我国 ASFV 流行毒株的基因组特点和进化关系，为检测技术和疫苗研发奠定基础。5 月 24 日，由哈兽研自主研发的非洲猪瘟疫苗取得阶段性成果，创制出非洲猪瘟候选疫苗，实验室阶段研究证明其中两个候选疫苗株具有良好的生物安全性和免疫保护效果，且体外和体内遗传稳定性强，并明确了最小保护接种剂量。

根据《兽药注册办法》，疫苗研发到最终商业化使用，期间需要经历实验室研究——中试

研究——临床审批——临床试验——新兽药注册——生产批文获取六个主要步骤。目前来说，针对非洲猪瘟的研发处于第一步实验室研究阶段，之后须经历难度更大、环境更为复杂的中试及临床试验。从国外以往经验来看，诸多非洲猪瘟疫苗在临床试验发现更多难以解决的问题而无法最终实现商业化。我们认为未来候选疫苗试验将面临诸多不确定性。此外，除疫苗研发与实验外，其他流程审批程序需耗时 250 个工作日，假设国家开设绿色通道，加急批复，至少也需要 100 个工作日。

综合来看，疫苗进展面临研发不确定与时间不确定，我们认为非洲猪瘟疫苗成功研制并商业化还有很长的一段路要走。我们初步判断 2020 年之前难有相关疫苗可使用。目前来说，疫情防控主要依靠扑杀与物理隔绝，对产能的影响依旧存在。对于生猪投资逻辑来说，疫苗的研发成功与否均不能改变当下生猪产能快速去化的现实，猪价上行是必然趋势。

图 7：新兽药研发与注册流程



资料来源：《兽药注册办法》，中国银河证券研究院

（三）猪肉进口量或现历史高点，猪价短期波动难撼主趋势

根据美国农业部统计，2018 年我国猪肉消费量为 5539.8 万吨；根据国家统计局数据，2018 年我国猪肉产量为 5404 万吨，猪肉进口量为 119.28 万吨（海关总署），约占消费量的 2.15%，占比较小。我国猪肉进口国主要包括德国、西班牙、加拿大、美国，进口量占比分别为 19%、18%、14%、7%。

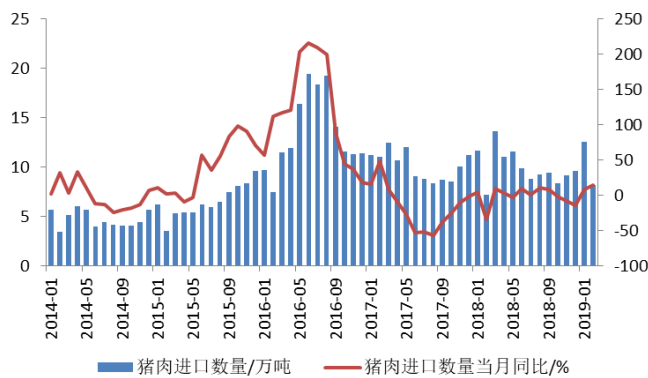
在全球猪肉进口层面，根据美国农业部数据，2018 年我国猪肉进口量为 156.1 万吨，同比-3.64%；全球猪肉进口总量为 790.6 万吨，我国占比 19.74%，为猪肉进口第一大国。在猪肉出口层面，2018 年全球猪肉出口总量为 844.6 万吨，其中欧盟 27 国、美国、加拿大为三大出口国，占比分别为 34.74%、31.53%、15.75%。美国农业部预计 2019 年以上三个主体提供猪肉出口 744.1 万吨，同比上涨 51.4 万吨。

我国猪肉主要以自给为主，进口量的变动以国内外价差为主要驱动因素。上轮周期以 2016 年为猪价高位时期，当年猪肉进口量达到 162.02 万吨（海关总署）。2019 年 2 月，根据海关

总署统计，我国猪肉进口量为 8.15 万吨，同比+13.64%，为 24 个月增幅最大。我们认为猪价上行势必带来进口量的提升，考虑上轮周期进口量高点以及全球出口量变化，我们预计 19 年进口量在 200 万吨左右，相比于全年消费量以及产能下降幅度，进口量增速对供给影响不大。

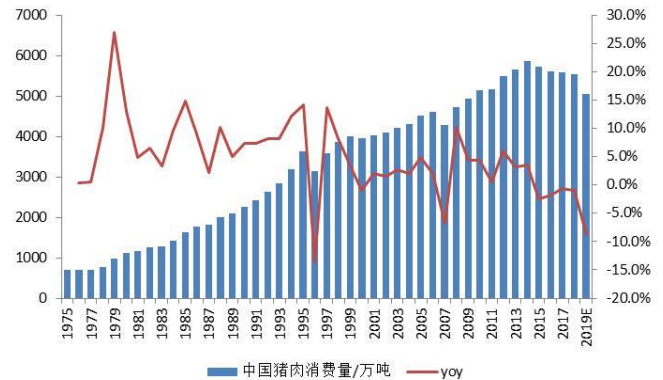
关于进口量对猪价的影响，我们认为其具备短期影响，增加猪价波动性，但无法改变猪价上行趋势。

图 8：2019.2 我国猪肉进口量为 8.15 万吨，同比+13.64%



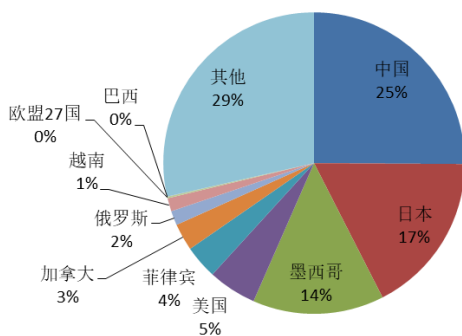
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 9：2019E 我国猪肉消费量预计 5054 万吨，同比-8.77%



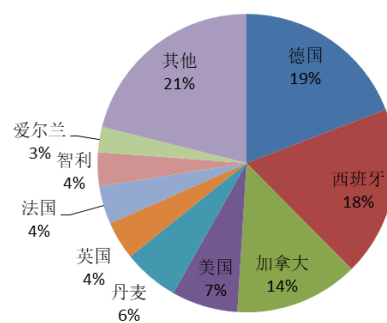
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 10：2019E 我国猪肉进口量占全球比达 25%



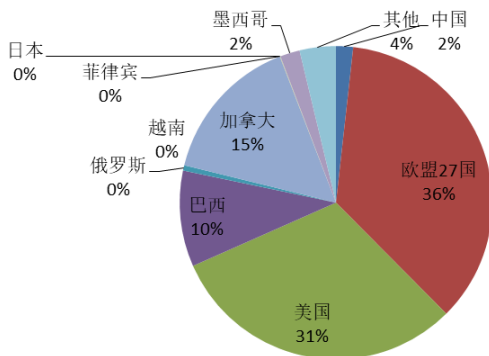
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 11：2018 年我国猪肉进口国主要是德国、西班牙、加拿大



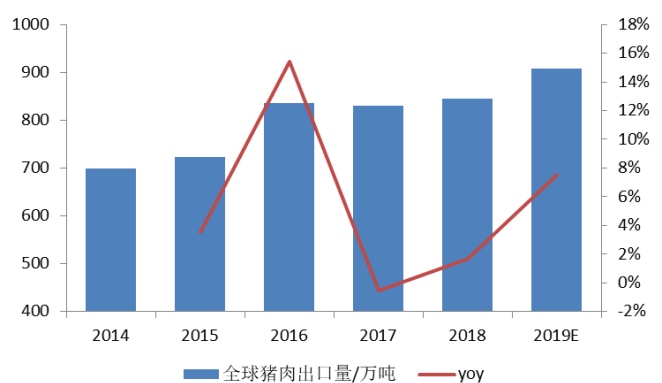
资料来源：海关总署，中国银河证券研究院

图 12: 19E 全球猪肉出口主要来自欧盟 27 国、美国、加拿大



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 13: 2019E 全球猪肉出口量约为 908.3 万吨



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

(四) 震荡后猪价重回增长, Q3 末或现年内高点

19 年 4 月 3 日, 市场监管总局、农业农村部、工业和信息化部联合发布《关于在加工流通环节开展非洲猪瘟病毒检测公告》, 强调生猪产品在屠宰、加工、流通环节的安全性, 防治带病猪肉流入市场。19 年 4 月 25 日, 农业农村部发布《关于开展落实生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和官方兽医派驻制度百日行动的通知》, 决定自 4 月 15 日起至 7 月底组织开展落实屠宰环节非洲猪瘟自检制度和官方兽医派驻制度的百日行动。

19 年 4 月农业部接连出台政策对屠宰场开启全面库存检查, 导致屠宰场集中抛售冻肉; 抛售冻肉对市场的影响不在于冻肉对鲜肉的直接影响, 而在于原本屠宰场收购生猪, 部分用于冻肉库存, 现在冻肉这部分不再需要, 导致生猪收购量减少。基于供需两端来看, 供给增加, 但屠宰场需求在减少、开工率显著下滑, 导致猪价震荡下行。此外, 三月份养殖户压栏惜售, 导致生猪均重大幅提高, 幅度或有 10kg 左右; 至四月份集中抛售, 导致市场供应瞬间增加; 另外, 四五月两广疫情严重, 出现抛售现象, 对市场造成一定压力。

我们认为政府对屠宰加工企业的检查只是加剧或延迟震荡行情的短期因素。情况一, 国家监察力度严格, 问题猪肉全部出清, 意味着后期猪肉产量下行力度加大, 增加价格弹性, 影响的只是价格加速上行的时点; 情况二, 国家监察力度先严后松, 屠宰企业开工率逐步恢复, 那么五月下旬大概率可以看到猪价加速上行趋势。基于以上两种情况的分析, 我们认为价格加速上行必然会出现, 只是时点的问题。

关于前期猪价震荡行情, 我们认为二季度一般为年内淡季, 猪价处震荡行情较为常见, 叠加屠宰场检查的政策因素, 疫情抛售、前期压栏的短期供给因素, 猪价受到压力。

根据博亚和讯统计, 6 月 18 日, 我国部分省市生猪均价为 16.30 元/kg, 相比于 5 月初上涨 8.74%。生猪价格经历 5 月的震荡行情后, 自 5 月末迎来上行趋势。当前生猪出栏对应 19 年初仔猪存栏(产能加速下行时期), 供需缺口将持续扩大; 前期南方疫情严重, 市场抛售普遍, 目前抛售基本接近尾声, 生猪供给压力减小, 叠加屠宰场抛库行为已减缓, 均利好猪价进入上行通道。未来随着需求端的提振, 供给短缺加剧显现, 猪价或于 Q3 末创新高。

图 14：2018.1 至今生猪价格走势


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 15：2018.1 至今仔猪价格走势


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 规模养殖场加速集中度提升，股价弹性依旧较大

在产能持续去化，猪价上行确定性高的背景下，生猪出栏量成为衡量业绩弹性大小的核心指标。大型养殖场在这轮疫情中虽不可避免，从上市公司公布的生产性生物资产一栏，我们可以看到大部分企业 19Q1 相比于 18 年有不同程度的下降；但其依托资本优势、技术优势、管理优势，可在最大程度上控制疫情在其养殖场内的持续蔓延，并且在相对稳定的养殖环境中实现产能的扩张，这些对于中小养殖户来说较难实现。我们认为本次非洲猪瘟疫情将加速生猪养殖行业集中度提升，利好大型养殖集团。

根据头均市值测算个股未来空间，以上一轮周期高点对应当年生猪出栏量测算，牧原股份、温氏股份、正邦科技头均市值分别为 18445 元、10460 元、5557 元。根据 2019 年 6 月 17 日市值、19 年出栏量来看，天康生物、天邦股份、牧原股份、温氏股份、正邦科技头均市值分别为 3213 元、4710 元、8993 元、5826 元、4603 元，我们测算潜在空间为 50%-100%。另外，本轮周期受非洲猪瘟影响，猪价上涨幅度与时间跨度将显著超越上轮周期，我们认为对应股价弹性亦将创新高，头均市值高点或高于上轮周期高点。

表 3：生猪养殖企业生产性生物资产变动情况

上市公司	生产性生物资产/亿元		变动幅度
	2018 年	2019 年 Q1	
温氏股份	35.97	32.58	-9.43%
牧原股份	14.61	13.40	-8.30%
正邦科技	11.09	10.09	-9.02%
新希望	5.18	4.65	-10.36%
天邦股份	5.15	4.02	-21.86%
唐人神	1.18	1.19	0.45%
傲农生物	0.84	1.07	27.73%

*ST 雏鹰	2.66	0.77	-70.94%
新五丰	0.56	0.59	4.34%
大北农	0.95	0.51	-46.60%
天康生物	0.73	0.50	-30.44%
海大集团	0.57	0.48	-16.29%
罗牛山	0.35	0.38	8.26%
金新农	0.39	0.34	-12.23%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 4: 主要生猪养殖企业头均市值

	天康生物	天邦股份	牧原股份	温氏股份	正邦科技
19.6.17 市值/亿元	82.13	161.3	1259.06	1998.26	412.23
19 年出栏量/万头	100	300	1400	2400	700
19 年头均市值/元	3213	4710	8993	5826	4603
15 年市值高点/亿元	——	——	354.14	2205.6	157.77
15 年出栏量/万头	——	——	192	1535.06	157.94
15 年头均市值/元	——	——	18445	10460	5557

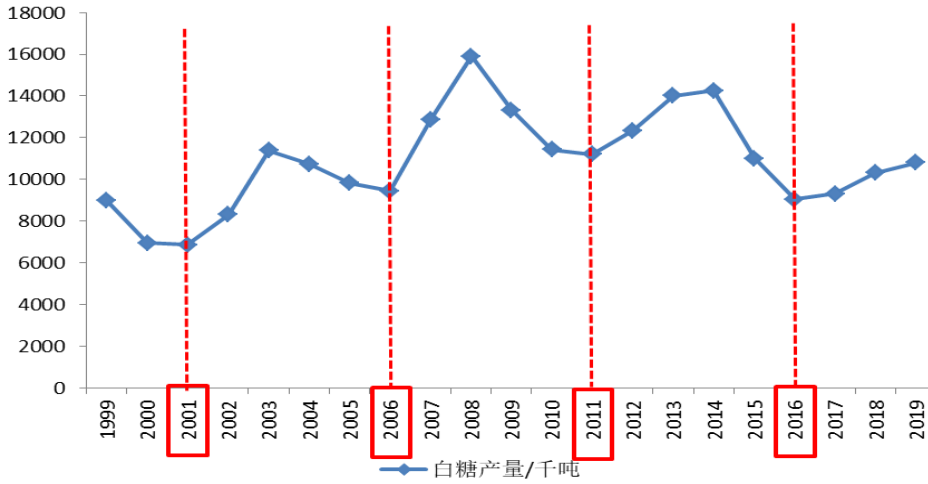
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院 (注: 头均市值计算均需扣除公司其他业务市值)

三、内外糖产量共振下行, 糖价拐点指日可待

(一) 糖产量六年一周期, 2019 为拐点年

2018 年我国国内糖产量占总消费量的 66%, 其余由进口或走私糖来满足。根据美国农业部预测, 2019 年我国自产糖数量约为 1080 万吨, 同比+4.85%; 自 2016 年开始, 我国自产糖产量已连续递增三年。根据以往规律, 我国蔗糖产量呈现 6 年一个周期, 该规律主要源于甘蔗宿根生长周期、种植效益、出糖率等方面。与蛛网模型类似, 蔗糖生产遵循“涨价——增产——降价——减产——涨价”的量价关系规律。自 2003 年以来, 我国白糖已经历两个完整糖周期, 分别是 2003.7 至 2008.10、2008.10 至 2014.9, 其中上行期均保持 30 个月以上, 涨幅分别达 165.2%、191.4%。我们认为 2019 年是产量出现拐点的一年, 2020-2021 年蔗糖产量将处于减产周期, 糖价开启上行趋势。

图 16：我国蔗糖产量呈现 6 年一个周期，2020-2021 年将开启减产周期



资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

表 5：2003 年开始我国经历三轮糖周期

	起点		高点		终点	
	时间	价格 (元/吨)	时间	价格 (元/吨)	时间	价格 (元/吨)
周期一	2003.7.25	2055	2006.2.6	5450	2008.10.6	2665
	上行期 30 个月，涨幅 165.2%		下行期 32 个月，跌幅 51.1%			
周期二	2008.10.6	2665	2011.8.16	7765	2014.9.23	3970
	上行期 34 个月，涨幅 191.4%		下行期 37 个月，跌幅 48.9%			
周期三	2014.9.23	3970	2016.12.12	7020	2019Q3/4 (预测)	
	上行期 27 个月，涨幅 76.8%		下行期约 30 个月			

数据来源：广西糖网，中国银河证券研究院

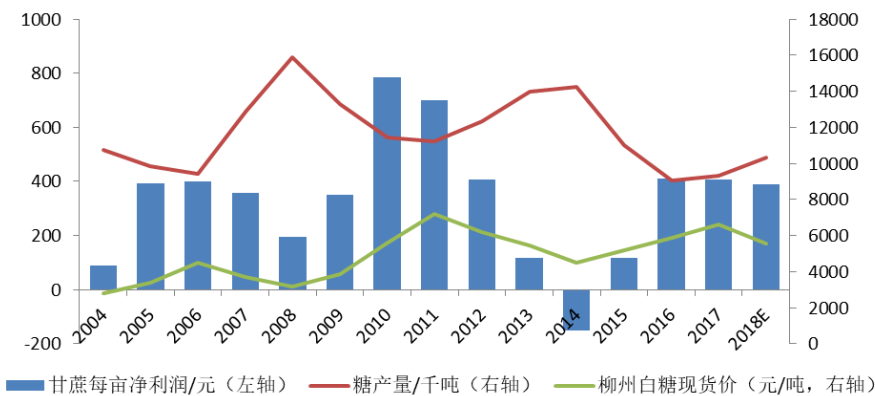
(二) 受政策、原料等影响，内糖或进减产周期

1、糖料蔗市场化定价，多重因素利空产量

甘蔗每亩净利润与糖产量呈反向关系、与糖价呈正向关系，而每亩净利润受甘蔗收购价与种植成本变化影响。我国广西实行蔗糖价格挂钩联动、二次结算管理办法，每年会根据国内糖价制定最新榨季的最低收购价，制糖企业以不低于上述最低收购价与农户交易；在榨季结束后，

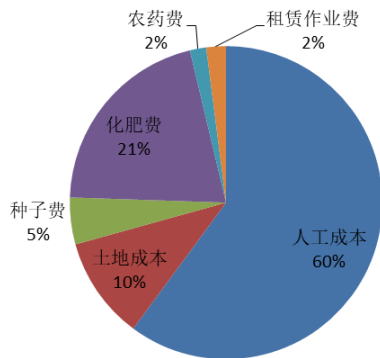
根据该榨季实际食糖销售均价，价高则将差价补贴给农户，价低则不再进行二次结算。2018/19榨季广西甘蔗收购价下调 10 元/吨至 490 元/吨，经历三年上调后开启下调趋势。2018 年广西甘蔗种植成本为 2362 元/亩，其中人工成本占 60%，按照每亩产出甘蔗 5.5 吨计算，2018 年甘蔗每亩净利润约为 388 元，呈现下行趋势，对应白糖柳州现货价亦掉头向下。

图 17: 甘蔗每亩净利润与糖产量呈反向关系，与价格呈正向关系



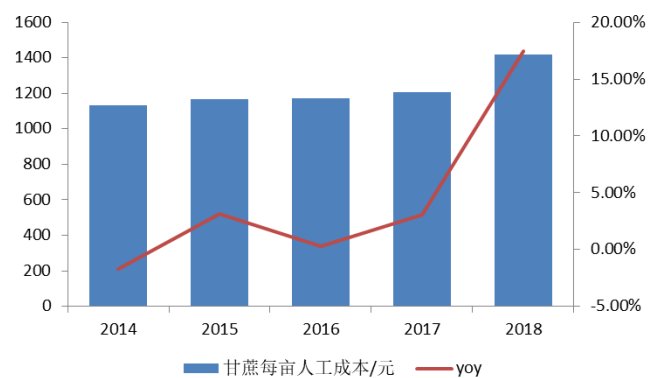
资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，美国农业部，广西糖网，中国银河证券研究院

图 18: 2018 年甘蔗种植成本构成



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

图 19: 2014-2018 年我国甘蔗种植人工成本变化情况



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中国银河证券研究院

从制糖企业的角度来看，按照甘蔗收购价 490 元/吨、平均出糖率 12%、加工成本 1300 元/吨计算，我国白糖生产成本约为 5382 元/吨。2019 年 4 月 10 日，柳州白糖现货价为 5280 元/吨，2018H2 以来持续处于亏损当中，制糖企业压力较大，对糖料的支付意愿会呈下降趋势。

2019 年 4 月 11 日广西壮族自治区发展和改革委员会发布《关于糖料蔗收购价格实行市场调节价问题的通知》，提到自 2019/20 榨季起，广西糖料蔗收购价格退出政府知道价格管理，

实行市场调节价。由种植主体和制糖企业签订糖料蔗订单合同，明确糖料蔗收购价格、收购范围等，鼓励糖料蔗按质论价。我们认为在制糖企业持续亏损的背景下，糖料蔗价格市场定价后将加速下行，蔗农盈利空间持续被压缩，将利空甘蔗种植面积。

此外，相对于甘蔗来说，其竞争作物的种植收益向好会利空甘蔗播种面积。根据布瑞克数据显示，2018年广西木薯、桉树作物种植收益近900元/亩、500元/亩，远高于甘蔗种植收益。基于上述客观数据，我们认为当前在相对收益差距较大的背景下，农户减少甘蔗种植面积成为趋势，进而推断2019/2020我国白糖进入减产周期。

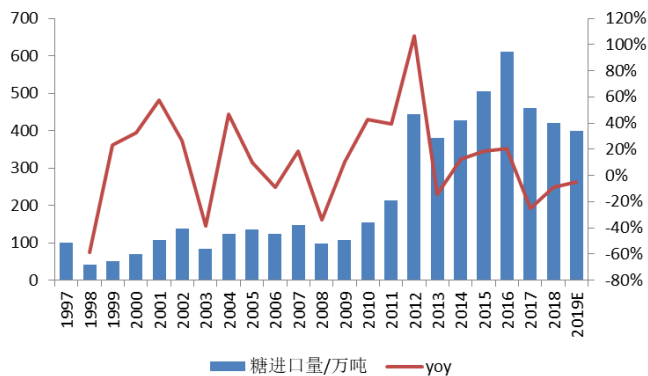
2、进口关税政策变化，影响无需过分担心

2019年，美国农业部预计我国糖进口量为400万吨，占糖消费量的25%左右。我国食糖进口分为配额内与配额外，目前配额内进口配额为194.5万吨，其余均为配额外进口。2011-2016年我国糖进口量呈现快速增长趋势，由214.3万吨上升到611.6万吨，增长185.4%。进口量的快速增长，其价格优势对国内制糖行业造成较大的冲击。

2014年商务部实行进口自动许可制度，加强企业自律；2017年国务院关税税则委员会决定对进口食糖产品实施保障措施，自2017年5月22日至2018年5月21日税率为45%，2018年5月22日至2019年5月21日税率为40%，2019年5月22日至2020年5月21日税率为35%。上述政策对糖进口量有显著约束作用，2017年糖进口量为460万吨，同比下降24.8%，之后呈现稳中下行趋势。

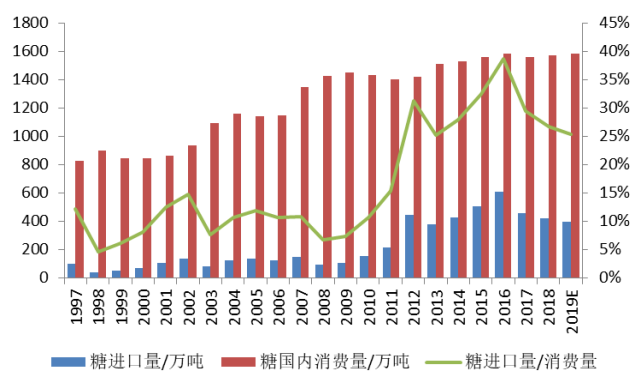
2018年9月开始，配额外进口糖估算价与柳糖现货价价差持续出现负值；对于2020年5月21日保障关税措施取消后，配额外进口糖成本约下降1000元/吨，而前述价差负值的持续可为税率取消提供一定安全边际。另外，考虑到行业自律因素以及国际糖价可能反转的预期，关税保护取消后的影响将得到部分对冲，我们认为2019/20榨季我国糖进口量依旧保持稳中下行趋势。

图 20： 2017 年以后我国糖进口量趋于稳定



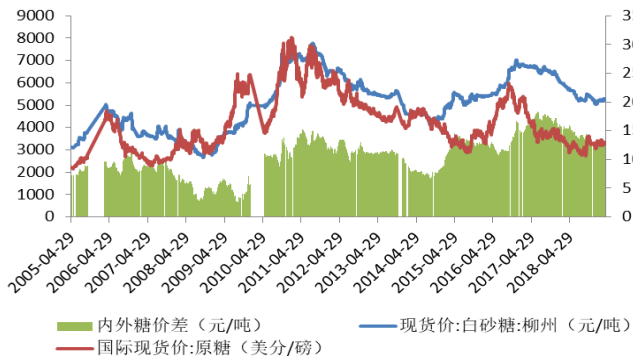
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 21： 我国糖进口量占国内消费量比值约 25%



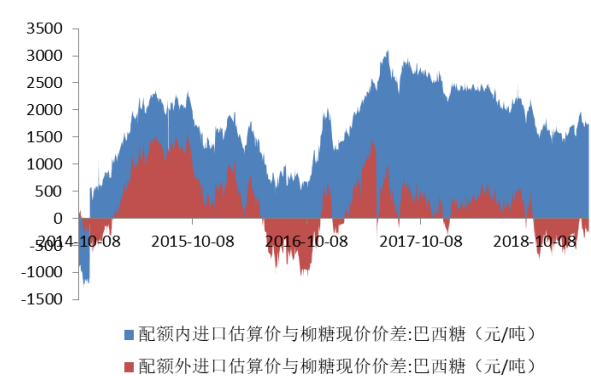
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

图 22: 国际与国内糖价情况及其价差



资料来源: 广西糖网, 农业部, 中国银河证券研究院

图 23: 配额内外进口估算价与柳糖现价价差情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3、国储糖投放短期加大波动, 难改大趋势

自 2006 年以来, 我国多次进行食糖的投放与收储以维持食糖市场的稳定。2006 年, 鉴于榨季食糖减产, 为保证食糖消费旺季市场供应、糖价稳定, 国家投放储备糖和进口古巴糖 55.2 万吨。11/12 榨季累计收储 150 万吨 (其中广西地区收储 50 万吨), 2013 年 5 月再次进行收储, 收储目标为 2013 年 1 月以后生产的白糖。为保证市场上食糖的供应, 近十年多次进行放储活动。2016、2017 年分别放储 31.72 万吨、57.6 万吨。国家普遍在糖价高企时期放储, 而在糖价低迷期实施收储, 以期使得价格相对稳定。一般来说, 国储糖投放对短期食糖供应产生影响, 导致糖价波动增大, 但难以改变糖价大趋势。

表 7: 我国食糖收储、放储量情况

时间	收储量/万吨	放储量/万吨
2006		110.08
2009		49.57
2010		182.5
2011		124.96
2012	172.49	
2013	100	
2016		31.72
2017		57.6

资料来源: 商务部, 昆商糖网, 公开资料, 中国银河证券研究院

表 8：我国食糖储备政策和相关公告

时间	政策	内容
1991	建立食糖储备制度	国家每年收购或投放一定量的储备糖来平衡市场，稳定糖价
2006.6	国家发展改革委、商务部、财政部决定，投放部分国家储备糖和进口古巴糖。	投放数量为 55.2 万吨，国家储备糖竞卖底价为 3800 元/吨
2006.10	为了稳定市场，保证供应，国家发展改革委、商务部、财政部决定，再投放部分国家储备糖。	投放数量为 8 万吨，品种为原糖，国家储备糖竞卖底价为 3400 元/吨
2008.1	国家发展改革委、商务部、财政部颁布《中央储备糖管理办法》。	规定了国储糖从入储到质量检查等环节的规章和制度
2008.1	发改委《关于下达 2007/2008 榨季国产糖收储计划的通知》	收储国产食糖 50 万吨
2008.7	发改委发布《关于增加国产糖收储计划的通知》	决定增加中央收储国产食糖 30 万吨
2009.12	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 12 月 21 日投放第二批国家储备糖。	投放数量 30 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）
2010.1	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 1 月 21 日投放第三批国家储备糖。	投放数量 36 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨
2010.4	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 4 月 28 日投放第五批国家储备糖。	投放数量 10 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨
2010.7	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 7 月 6 日投放第六批国家储备糖。	投放数量 10 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨
2010.8	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 8 月 12 日投放第七批国家储备	投放数量 15 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨
2010.9	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 9 月 9 日投放第八批国家储备糖。	投放数量 24 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨
2010.10	国家发展改革委、商务部、财政部决定分批安排投放国家储备糖。	10 月 22 日安排本榨季第一批 21 万吨投放市场，并根据情况加大投放数量。
2011.9	9 月 16 日，国家发改委会同有关部门投放 2010/2011 榨季（2010 年 10 月—2011 年 9 月）国际储备糖。	投放第九批国家储备糖 20 万吨，平均成交价格 7021 元/吨。
2012.2	启动临时收储	国家临时收储食糖 21.8 万吨，广西地方收储食糖 19 万吨。
2012.2	发改委《关于下达 2011/2012 年度第一批食糖国家临时收储计划的通知》	国家第一批收储数量先按 50 万吨安排。
2012.9	发改委发布《关于下达 2011/2012 年度第二批国产糖临时收储计划的通知》	决定下达本年度国家第二批食糖临时收储计划，收储数量按 50 万吨安排
2012.12	发改委《关于下达 2012/2013 年度国家第一批临时收储国产糖计划的通知》	国家第一批收储数量先按 150 万吨安排。
2013.5	发改委发布《关于下达 2012/2013 年度国家第二批临时收储国产糖计划的通知》	下达本年度国家第二批食糖临时收储计划，收储数量按 30 万吨安排。
2014.3	第十二届全国人民代表大会第二次会议政府工作报告	继续执行玉米、油菜籽、食糖临时收储政策
2016.10	国家发展改革委、商务部、财政部决定于 10 月下旬	于 10 月下旬投放第一批国家储备糖，数量 35 万吨，竞卖底价

	投放第一批国家储备糖。	为 6000 元/吨。
2016.12	国家发展改革委、商务部、财政部决定自 12 月下旬开始投放第二批国家储备糖。	投放数量 30 万吨，竞买底价为 6000 元/吨
2017.1	国家发展改革委、商务部、财政部联合发布 2016 年第 20 号和 2016 年第 28 号公告要求，商务部将于 2017 年 1 月 23 日组织以竞买形式投放中央储备糖。	投放中央储备糖 24.93 万吨，竞买底价 6000 元/吨。
2017.6	国家发展改革委，财政部发布《关于降低国家储备糖和储备肉交易服务价格的通知》	降低国家储备糖交易服务价格，由每吨 10 元调整为 5 元。
2017.9	国家发展改革委、商务部、财政部联合发布公告投放储备糖	决定自 9 月中旬开始分批投放国家储备糖，数量 37 万吨左右，竞买底价为 6500 元/吨。
2018.1	发改委，财政部《关于取消国家储备糖和储备肉交易服务价格政府定价有关事项的通知》	取消国家储备糖和储备肉交易服务价格政府定价。

资料来源：商务部，昆商糖网，中国银河证券研究院

（三）受油价、补贴等影响，糖价上行或可期

2019 年，美国农业部预测全球糖出口量约为 5788 万吨，其中前三大出口国分别为巴西、泰国和印度，分别占比 34%、20%和 7%；全球糖产量约为 18588.6 万吨，印度、巴西、欧盟 27 国、泰国贡献产量占比 19%、16%、11%和 7%。从出口量占产量比值来看，泰国、巴西占比高达 83.33%、64.05%。综合来看，印度、巴西和泰国为糖主产国和出口国，三国的产量变动将显著影响全球糖价变动，而原油价格、天气情况、糖业政策等因素又会影响到各国糖产量情况。

1、巴西：制糖比持续低位，糖产量或持续下行

受 19Q1 原油价格持续上涨影响，2018/19 榨季巴西中南部甘蔗制糖比例大幅下滑至 35.43%（2019 年 2 月中旬数据），同比下降 11.45pct。在政策层面，巴西早期推出“国家乙醇计划”，实施国家意志的燃料乙醇推广，之后逐步转为市场化；同时政府积极推广燃料汽车，要求在人口超过 1500 人城镇中的加油站必须安装乙醇加油泵。这一系列措施使得巴西燃料乙醇发展迅速，成功替代 40-50% 国内汽油需求。综合来说，巴西糖产量受两个因素影响：

燃料乙醇与汽油比价低于 0.7 时，利好乙醇消费。巴西燃料乙醇与汽油是替代品关系，汽油作为原油的下游产品，受原油价格直接影响。对于“灵活燃料”汽车，其使用哪种燃料取决于汽油和乙醇的价格比，通常情况下，乙醇价格低于汽油价格的 70% 时有竞争优势。19 年 4 月圣保罗醇油比为 0.68。从下游消费看，2019 年 1-4 月，巴西乘用车销量合计 68 万辆，同比 +8.59%，增长幅度依旧显著。基于乙醇对汽油的价格比较优势，以及下游消费量的快速增长，我们看好燃料乙醇在未来的增长潜力。

糖醇平衡价为 14 美分/磅，超出时例多糖产量。在 2017/18 榨季的完整数据基础上，我们推算出糖醇平衡价为 14 美分/磅。即当糖价高于 14 美分/磅时，蔗糖收益将高于乙醇，糖厂将提高制糖比。根据农业部数据，2018 年 1 月 17 日以后，原糖国际现货价始终处于 14 美分/磅以下，2019.6.14 最新价格为 13.12 美分/磅。我们认为当前原糖价格处于低位，对于新开榨季

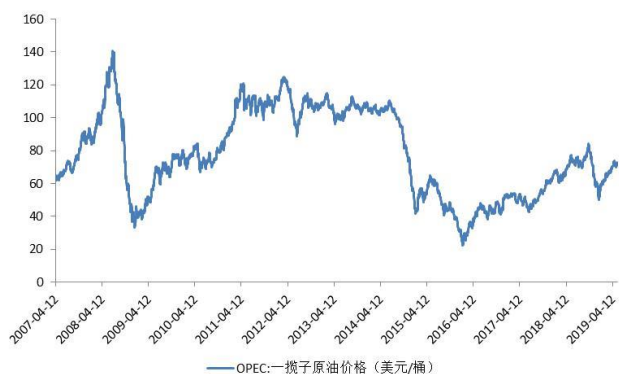
来说，不利于制糖比的提升，即制醇比例将依旧保持较高位；未来随着糖价的复苏，若其相对乙醇的价格优势可持续1个月以上，糖厂会大概率糖醇制作比例。

从新一榨季的蔗糖产量数据来看，巴西中南部蔗糖产量同比-38.9%，呈现快速下行状态。我们认为2019/20榨季甘蔗制糖比将依旧处于低位，预计制糖比在36%-40%之间。

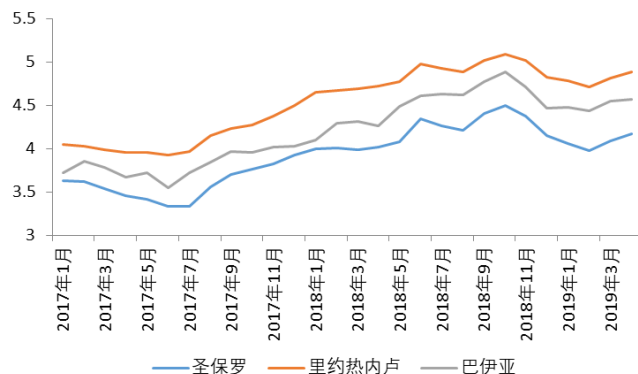
表 9：糖醇平衡价推算

指标	数值	备注
每吨甘蔗产乙醇量（公升）	80.09	
乙醇均价（雷亚尔/公升）	1.64	
对应产值（雷亚尔）	131.35	
每吨甘蔗产糖量（kg）	130.15	
同产值下的糖价（雷亚尔/kg）	1.0092	
同产值下的糖价（雷亚尔/磅）	0.4578	1kg=2.2046 磅
同产值下的糖价（美分/磅）	14.04	1 美元=3.26 雷亚尔

数据来源：UNICA，中国银河证券研究院（注：以上数据均基于2017/18榨季）

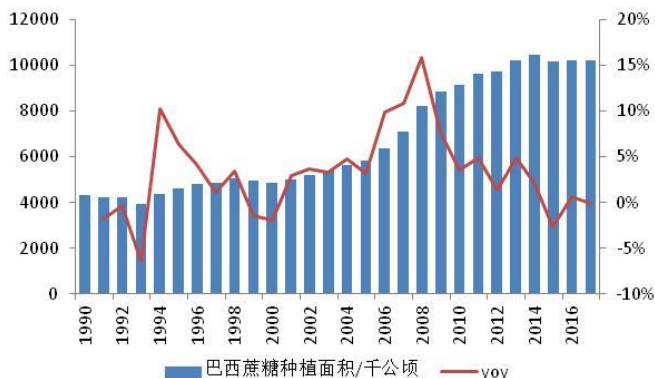
图 24：2019.5.20OPEC 一揽子原油价格为 72.49 美元/桶


资料来源：OPEC，中国银河证券研究院

图 25：巴西部分地区汽油价格情况（雷亚尔/升）


资料来源：UNICA，中国银河证券研究院

图 26: 2017 年 巴西蔗糖种植面积 1023 万公顷, 下滑 0.12%



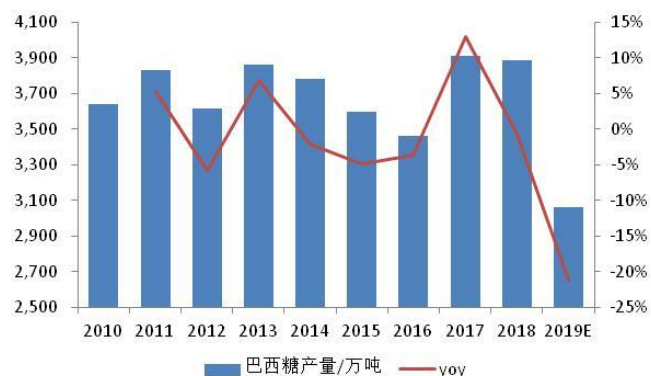
资料来源: 巴西国家地理与统计局, 中国银河证券研究院

图 27: 2018 年巴西燃料乙醇产量大幅增长 15.45%



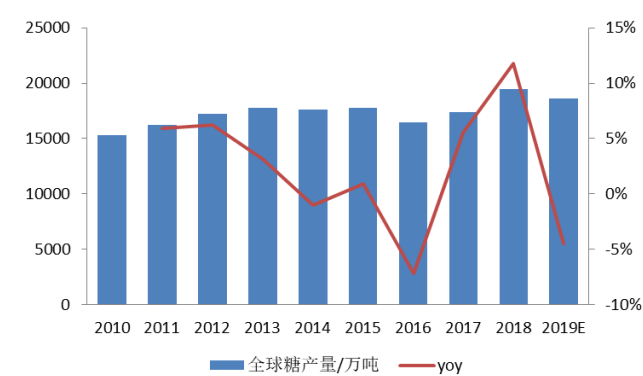
资料来源: 美国可再生能源协会, 中国银河证券研究院

图 28: 2019E 巴西糖产量为 3060 万吨, 同比-21.28%



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

图 29: 2019E 全球糖产量为 18588.6 万吨, 同比-4.47%



资料来源: 美国农业部, 中国银河证券研究院

2、印泰：补贴引发多重问题，产量上行不可持续

糖业价格波动较大，且需要平衡甘蔗种植户与制糖企业之间的收益平衡，政府管控成为其中重要的一个环节，其中印度与泰国对糖业的政策支持较频繁。

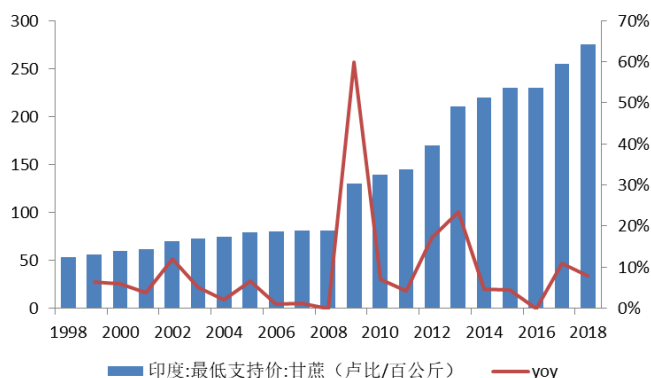
印度食糖行业严格受政府管控，在信贷、补贴、税收、技术等方面均提供支持。2018 年以来，陆续出台多项糖业支持政策，从上调制糖补贴、出口放松、进口税费提高等几个方面着手，促进糖产量提升、出口增加。印度实行甘蔗最低收购价政策，1998-2018 年该价格呈现逐年增长趋势。2018 年印度甘蔗最低支持价为 275 卢比/百公斤，预计高于成本价 77.42%。但是甘蔗价格持续上行对制糖企业造成巨大压力，预计甘蔗欠款已超 2000 亿卢比。我们认为制糖企业亏损严重、蔗料拖欠现象等均将导致制糖厂减少开工率。

2018 年 11 月，澳洲与巴西先后向 WTO 申诉，针对印度的蔗农补贴和提供 500 万吨糖的出口补贴两项措施提出申诉。印度对上述申诉做出否定回应，WTO 还未做出最终判定。我们认为在糖价低迷的背景下，各国糖厂压力巨大，澳洲已被迫关闭 2 家糖厂。印度面临各国申诉压力，叠加国内制糖成本高位，持续补贴只会造成更大的财政压力，而非实际解决糖业问题的

关键。

此外，2019年5月印度热带气旋强度加强，对农作物具有较大破坏性。同时根据多个预测机构观测，基本认为19年春夏会出现弱厄尔尼诺现象，可能会逐步发展成中等强度的厄尔尼诺事件，将对甘蔗种植、出糖率等造成较大影响。根据美国农业部预测，2019年印度糖产量3587万吨，同比+5.16%。基于前文判断，我们认为印度糖产量增产不可持续。

图 30：1998-2018 年印度甘蔗最低支持价呈现逐年递增状态



资料来源：印度农业部，中国银河证券研究院

图 31：2005-2019E 印度糖产量及其增速



资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

表 10：印度糖业相关政策

时间	政策或举措
2004 年	印度政府放开食糖进口管制，开始对食糖进口征收 60% 的从价税，再加征 950 卢比/吨（约折合 95.07 元/吨）的反倾销税
2012 年	中央政府取消了食糖征收配额制度，而是采用收储方式，以 18500 卢比/吨（约折合 1851 元/吨）的价格从市场收储，再以 13500 卢比/吨（约折合 1351 元/吨）的零售价发售给市场。
2010 年	印度向世界贸易组织承诺采取免税免配额措施，向 14 个最不发达国家提供有效的市场准入，食糖包含在享受免关税准入产品之列
2014 年	政府宣布对 400 万吨原糖出口实施补贴，补贴金额是根据国际市场价格涨跌情况以及卢比对美元的汇率变化，每两个月调整一次。
2018.2	印度内阁宣布对糖厂以每吨 54 美元（3333 卢比）的政策补贴。
2018.3	印度解除了保持数年的糖业出口限制措施。
2018.5	将原糖进口关税上调至 100%。
2018.7.26	印度财政部再次宣布：取消原糖 20% 的出口关税。
2018.9.26	印度财政部长 Arun Jaitley 称：印度内阁准备从 10 月份开始的新榨年内，将政府支付给蔗农的补贴从 55 卢比/吨上调至 138 卢比。

数据来源：广西糖网，中国银河证券研究院

2018年10月，泰国政府批准了一项总额为156亿泰铢的补贴计划，以支持该国350万甘蔗种植者。针对泰国政策补贴方案，在2018年末CSF（泰国甘蔗和糖基金）赤字已达到80亿泰铢，意味着以补贴来平衡糖价与甘蔗价格不是长久之计。基于现状，泰国政府以期增加甘蔗产业的产品附加值，或向生物化学产业发展。据OCSB表示，泰国内阁已批准2019年将甘蔗用于生化工业的计划。我们认为泰国内部糖业的收益矛盾以及其寻求新增长的系列动作，泰国糖产量将持续呈现下行趋势。根据美国农业部预测，2019年泰国糖产量1380万吨，同比-6.19%，我们认为下行趋势将持续。

图 32：2005-2019E 泰国糖产量及其增速



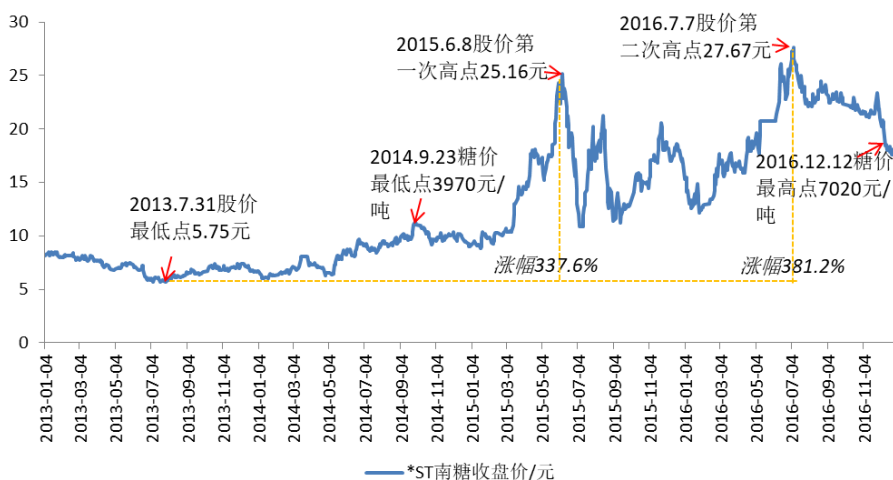
资料来源：美国农业部，中国银河证券研究院

（四）糖价预期进入上行区间，股价弹性巨大

我国糖价主趋势跟随外糖价格变化，国内政策、产量、收放储等因素对短期波动有影响。根据巴西、印度、泰国的产量分析，我们认为全球糖产量将进入减产周期，未来糖价将开启上行趋势。国内甘蔗收购政策变化、进口关税影响都趋于利空糖产量，因此我们认为2019/20榨季将开启糖产量下行趋势，糖价将迎来新一轮上涨周期。

白糖产业具备强周期属性，我们使用吨均市值测算股价潜在空间。以*ST南糖为例，上一轮周期共出现两次股价高点，2015、2016年高点对应当年产量的吨均市值分别为14338元、16184元。根据2019年6月17日市值、19年食糖产量来看，*ST南糖吨均市值为3392元，具备较大潜在空间。

图 33: 2013-2016 年*ST 南糖股价情况



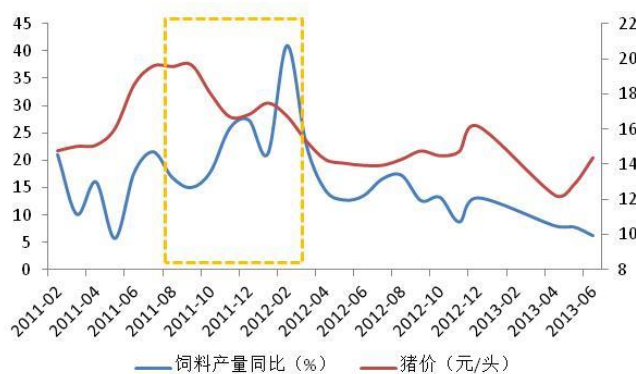
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、畜禽养殖景气提升，后周期板块将迎转机

(一) 待疫情稳定之时，前端料有望最先受益

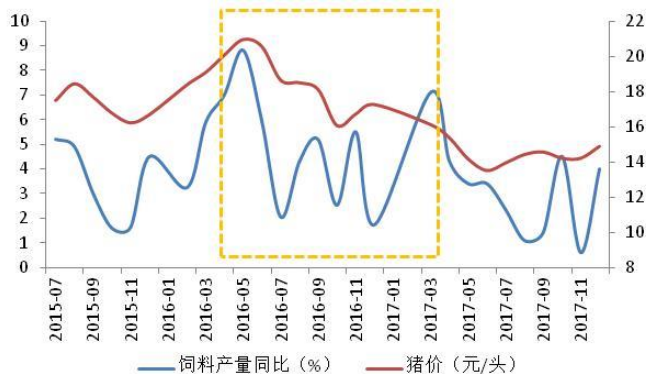
饲料产业处畜禽养殖行业的后端,具备较显著的后周期属性。饲料销量受下游养殖景气度、养殖量影响,以 2011 年的周期为例,2011 年 8 月后,猪价自高点开始回落、补栏积极性逐步回升后,饲料产量同比增速明显上升。2018Q4 以后,受非洲猪瘟影响,生猪养殖量持续减少,饲料企业销量数据受到显著影响,2019 年 3 月饲料产量同比-0.9%。我们认为本轮猪周期受疫情影响产能大幅减少,且当前疫情依旧不稳定的背景下,养殖户补栏相对谨慎;而当疫情稳定之时,补栏积极性会迅速扩大,届时将利好饲料销量大幅提升,且将率先利好前端料占比较高的企业。

图 34: 2011.11 后,猪价仍处于高位,饲料产量同比明显回升



资料来源: 国家统计局, 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 35: 2016.3 猪价处于高位,饲料产量同比明显回升



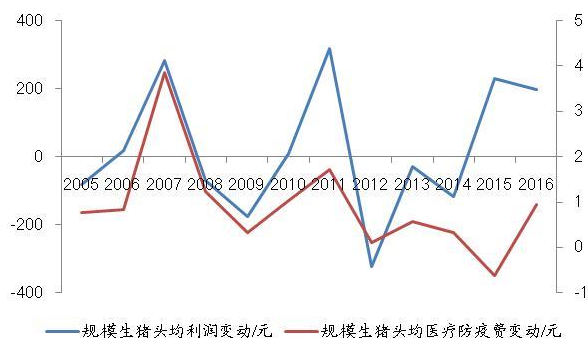
资料来源: 国家统计局, 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

(二) 待集中度大幅提升时，疫苗销量有惊喜

养殖利润影响疫苗消费量。在 2004-2015 年间，生猪头均利润贡献呈周期波动，而期间无论是散养还是规模养殖，其生猪防疫费用均基本呈逐年增长趋势；从年度变动情况来看，生猪医疗防疫费的增加幅度与生猪利润变动呈高度正相关，两者相关系数高达 0.81（2004-2014 年规模化养殖数据）。一般来说，猪价下行，盈利受损，行业面临亏损状态的话，企业使用高价市场苗的意愿会下降，从而导致使用量相应下降；而在盈利好转之后，销售会有显著改善。当前猪价处于上行通道中，并有望在 19H2 创猪价新高，养殖利润高企，利好疫苗销量。

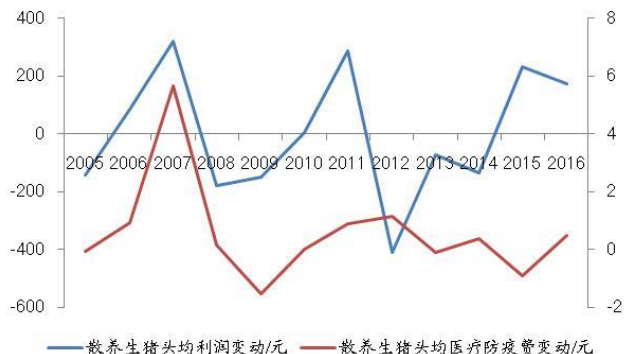
考虑到本轮周期受非洲猪瘟疫情影响显著，产能去化空前，疫苗销量增速会受到部分影响。但疫情持续蔓延利好管理能力强的大型养殖集团，有助于生猪养殖行业集中度提升，高端市场化疫苗将受益于大规模养殖场的扩张。我们认为具备大客户优势、渠道建设完善、产品质量领先的企业将最先受益。

图 36：规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致



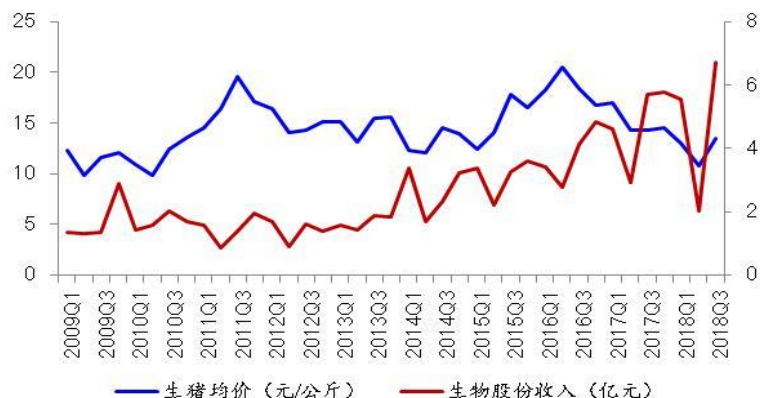
资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

图 37：散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致



资料来源：《全国农产品收益成本资料汇编》，中国银河证券研究院

图 38：生物股份营收与生猪均价走势基本一致



资料来源：中国畜牧业信息网，Wind，中国银河证券研究院

五、投资建议

2019 年中期农业行业投资策略主要围绕生猪养殖与食糖产业，可以适当关注后周期行业（饲料、疫苗）。

自 2018 年 8 月非洲猪瘟发现以来，疫情持续蔓延，产能加速去化，部分省份能繁母猪产能去化达 30% 以上；由于非洲猪瘟基因结构复杂，短期内我们预计有效疫苗难以问世，为疫情发展带来诸多不确定性。四五月受季节性因素、国家政策影响，以及疫情导致的集中抛售，猪价处于震荡期；随着前期利空因素逐步减弱，五月末猪价重回增长轨道，我们看好 19H2 猪价表现，并预测于 Q3 末现年内高点。在个股层面，我们认为规模养殖场在疫情蔓延背景下具备管理、防疫、扩产、资金等多方面的优势，在猪价上行确定的背景下，生猪出栏量成为决定业绩弹性的关键，我们建议关注天康生物、牧原股份、温氏股份、天邦股份。

食糖产业具备周期属性，一般以六年为一周期。我国糖价主趋势跟随外糖价格变化，国内政策、产量、收放储等因素对短期波动有影响。根据巴西、印度、泰国的产量分析，我们认为全球糖产量将进入减产周期，未来糖价将开启上行趋势。国内甘蔗收购政策变化、进口关税影响都趋于利空糖产量，因此我们认为 2019/20 榨季将开启糖产量下行趋势，糖价将迎来新一轮上涨周期。在个股层面，我们建议关注中粮糖业、*ST 南糖、粤桂股份。

饲料与疫苗行业为畜禽养殖后周期板块，将显著受益于上游养殖行业景气度提升。当前时点我们建议可适当关注，当非洲猪瘟疫情稳定后，产能适当恢复，饲料与疫苗将显著受益。个股层面，目前建议关注海大集团。

表 11：重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 6 月 17 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
天康生物	002100	8.17	0.33	0.56	1.47	24.76	14.59	5.56	推荐
牧原股份	002714	60.38	0.25	1.24	3.91	241.52	48.69	15.44	推荐
温氏股份	300498	37.61	0.74	2.48	4.22	50.82	15.17	8.91	推荐
天邦股份	002124	13.91	-0.49	0.92	2.88	-28.39	15.12	4.83	推荐
海大集团	002311	30.35	0.19	1.17	1.53	159.74	25.94	19.84	推荐
中粮糖业	600737	8.61	0.24	0.36	0.57	35.88	23.92	15.11	推荐
粤桂股份	000833	5.44	0.13	0.18	0.45	41.85	30.22	12.09	推荐
*ST 南糖	000911	6.28	-4.21	-0.67	0.07	-1.49	-9.37	89.71	推荐
生物股份	600201	15.12	0.65	0.7	0.82	23.26	21.60	18.44	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

疫病风险：若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

食品安全：农业生产环节众多，若食品安全防范措施不到位，易引发食品安全问题，对行业和企业均会造成较大的负面影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

插图目录

图 1: 年初至 2019.6.17 农林牧渔板块涨幅第二/%	2
图 2: 年初至 2019.6.17 农林牧渔细分板块涨跌幅情况/%	2
图 3: 年初至 2019.6.17 农林牧渔板块涨幅前十个股/%	2
图 4: 年初至 2019.6.17 农林牧渔板块跌幅前十个股/%	2
图 5: 我国能繁母猪存栏量持续下滑, 同比降幅历史最高	3
图 6: 我国生猪存栏量持续下滑, 环比继续下降	3
图 7: 新兽药研发与注册流程	5
图 8: 2019.2 我国猪肉进口量为 8.15 万吨, 同比+13.64%	6
图 9: 2019E 我国猪肉消费量预计 5054 万吨, 同比-8.77%	6
图 10: 2019E 我国猪肉进口量占全球比达 25%	6
图 11: 2018 年我国猪肉进口国主要是德国、西班牙、加拿大	6
图 12: 19E 全球猪肉出口主要来自欧盟 27 国、美国、加拿大	7
图 13: 2019E 全球猪肉出口量约为 908.3 万吨	7
图 14: 2018.1 至今生猪价格走势	8
图 15: 2018.1 至今仔猪价格走势	8
图 16: 我国蔗糖产量呈现 6 年一个周期, 2020-2021 年将开启减产周期	10
图 17: 甘蔗每亩净利润与糖产量呈反向关系, 与价格呈正向关系	11
图 18: 2018 年甘蔗种植成本构成	11
图 19: 2014-2018 年我国甘蔗种植人工成本变化情况	11
图 20: 2017 年以后我国糖进口量趋于稳定	12
图 21: 我国糖进口量占国内消费量比值约 25%	12
图 22: 国际与国内糖价情况及其价差	13
图 23: 配额内外进口估算价与柳糖现价价差情况	13
图 24: 2019.5.20OPEC 一揽子原油价格为 72.49 美元/桶	16
图 25: 巴西部分地区汽油价格情况 (雷亚尔/升)	16
图 26: 2017 年 巴西蔗糖种植面积 1023 万公顷, 下滑 0.12%	17
图 27: 2018 年巴西燃料乙醇产量大幅增长 15.45%	17
图 28: 2019E 巴西糖产量为 3060 万吨, 同比-21.28%	17
图 29: 2019E 全球糖产量为 18588.6 万吨, 同比-4.47%	17
图 30: 1998-2018 年印度甘蔗最低支持价呈现逐年递增状态	18
图 31: 2005-2019E 印度糖产量及其增速	18
图 32: 2005-2019E 泰国糖产量及其增速	19
图 33: 2013-2016 年*ST 南糖股价情况	20
图 34: 2011.11 后, 猪价仍处于高位, 饲料产量同比明显回升	20
图 35: 2016.3 猪价处于高位, 饲料产量同比明显回升	20
图 36: 规模生猪防疫费与利润变动方向基本一致	21
图 37: 散养生猪防疫费与利润变动方向部分一致	21
图 38: 生物股份营收与生猪均价走势基本一致	21

表格目录

表 1: 非洲猪瘟下生猪市场-母猪产能变化情况.....	3
表 2: 非洲猪瘟防控政策.....	4
表 3: 生猪养殖企业生产性生物资产变动情况.....	8
表 4: 主要生猪养殖企业头均市值.....	9
表 5: 2003 年开始我国经历三轮糖周期.....	10
表 7: 我国食糖收储、放储量情况.....	13
表 8: 我国食糖储备政策和相关公告.....	14
表 9: 糖醇平衡价推算.....	16
表 10: 印度糖业相关政策.....	18
表 11: 重点上市公司盈利预测与估值 (收盘价为 2019 年 6 月 17 日).....	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn