

## 农林牧渔行业

### 猪价上行周期正式开启，“剩者”享受周期红利

#### 核心观点：

##### ● 回顾 19H1：受益猪周期预期反转，行业指数大幅跑赢

上半年生猪养殖板块大幅跑赢市场，非洲猪瘟疫情背景下，行业产能大幅收缩，驱动猪价周期预期反转。产业链一体化的背景下，缺乏效率优势的饲料企业主业利润增长持续放缓，往下游延伸布局生猪养殖成为战略选择，今年上半年股价同样受益于周期预期反转；疫苗板块，受制于存栏量剧烈下滑，企业利润普遍承压；大宗农产品整体处于底部向上区间，糖、橡胶等企业盈利情况仍一般；玉米政策调整以及种植面积缩减，杂交玉米公司冲击明显。

##### ● 养殖：猪价上行周期正式开启，“剩者”享受周期红利

本轮周期猪价有望创出历史新高，疫情防控水平领先的公司更为受益，截至 19Q1 末，温氏股份/牧原股份/正邦科技/天邦股份的生产性生物资产金额环比分别下降 9.4%、8.3%、9%、21.9%，单纯从数据角度，疫情之下表现优于行业。结合母猪存栏下滑幅度，我们预计未来 1 年国内猪肉产量下滑约 29%，对应约 1500 万吨。考虑进口增加因素，预计猪肉总供给量的下降约 1300~1400 万吨左右，下降量约占禽肉年消费量的 70%，亦超过牛肉和羊肉产量之和。猪价涨幅，一方面取决于供给下滑幅度，同时取决于猪肉需求偏好刚性程度以及后期替代品产量变化，需要密切跟踪。

##### ● 饲料：替代需求刺激禽料需求，水产料受益消费升级

根据饲料工业协会数据，2019 年 1-5 月饲料生产总量呈现同比下降趋势（累计同比-0.5%），主要是由于猪料有较大幅度下滑（累计同比-13%），而禽料呈现较高增速（蛋禽料累计同比 11%、肉禽料累计同比 12%），水产料保持平稳增长（累计同比 4%）。猪料阶段性受制于存栏下滑。在非瘟疫情得到有效控制前，预计国内肉禽养殖量将稳步增长，未来禽料产销量有望持续增长，或成为饲料企业增长亮点。长期看好水产料受益消费升级，由于水产养殖的特殊性，更为看好终端服务能力强的企业。

##### ● 大宗农产品：白糖筑底关注天气，新季玉米延续上行

2016 年底创下阶段性高点（7140 元/吨）之后，白糖市场结束长达 2 年左右的牛市。关注到广西甘蔗收购价小幅下调、印度天气仍存不确定性、同时巴西制糖比持续低于预期，白糖周期筑底特征明显，值得密切关注反转信号。根据中国农业部最新 6 月玉米供需平衡表，预计 2019/20 年度我国玉米产量 2.54 亿吨，同比下降 1.16%；玉米消费总需求 2.83 亿吨，同比下降 0.17%；玉米供需缺口进一步拉大，2019/20 年价格上涨趋势确立。

##### ● 风险提示

农产品价格波动风险、疫病风险、政策风险、行业竞争与产品风险

#### 行业评级

买入

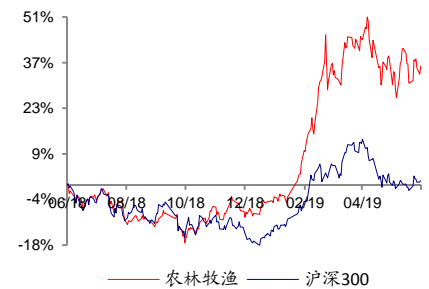
前次评级

买入

报告日期

2019-06-23

#### 相对市场表现



分析师：

王乾



SAC 执证号：S0260517120002



021-60750697



gfwangqian@gf.com.cn

分析师：

钱浩



SAC 执证号：S0260517080014



SFC CE No. BND274



021-60750607



shqianhao@gf.com.cn

分析师：

张斌梅



SAC 执证号：S0260517120001



SFC CE No. BND809



021-60750607



zhangbinmei@gf.com.cn

请注意，王乾并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

农林牧渔行业：本周猪价维持 2019-06-16

上涨，行业供给缺口逐步显现

农林牧渔行业：5月母猪存栏 2019-06-12

环比降幅再扩大，供给缺口将逐步显现

农林牧渔行业：大宗农产品专 2019-06-09

题之六：白糖之印度篇

联系人：郑颖欣 021-60750607

zhengyingxin@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
温氏股份	300498.SZ	人民币	37.30	2019/06/04	买入	52.15	1.49	3.45	25.0	10.8	25.37	11.22	21.3	43.4
牧原股份	002714.SZ	人民币	58.75	2019/04/14	买入	80.15	2.29	6.04	25.7	9.7	30.99	11.07	29.8	47.5
普莱柯	603566.SH	人民币	12.76	2019/04/02	买入	16.83	0.51	0.67	25.0	19.0	24.16	16.67	0.09	0.11
雪榕生物	300511.SZ	人民币	8.07	2019/04/26	增持	11.13	0.53	0.70	15.2	11.5	25.68	17.86	0.13	0.14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

回顾 19H1: 受益猪周期预期反转, 行业指数大幅跑赢.....	6
养殖: 猪价上行周期正式开启, “剩者” 享受周期红利.....	8
猪价上行周期正式开启, “出栏量” 成为股价第二阶段核心变量.....	8
猪肉供给下降幅度或近 30%, 其他肉类替代空间有望激发.....	13
禽肉最具增产潜力, 替代效应或在下半年体现.....	15
饲料: 替代需求刺激禽料需求, 水产料受益消费升级.....	17
弱周期猪料负增长, 静待布局时机.....	17
水产料长期增长空间广阔, 中期产品持续升级优化.....	18
一体化整合: 量价齐升, 布局生猪养殖企业具备业绩高弹性.....	23
动物疫苗: 猪用疫苗继续承压, 关注非洲猪瘟疫苗研发进展.....	23
动保板块收入周期性凸显, 存栏下行拖累收入继续下滑.....	23
非洲猪瘟疫苗研发处实验室研究阶段, 疫苗安全性为首要考虑因素.....	27
大宗农产品: 白糖筑底关注天气, 新季玉米延续上行.....	29
白糖筑底确立, 关注主产国变化.....	29
玉米延续上涨趋势, 新季玉米缺口凸显.....	32
大豆受贸易战影响, 炒作震荡加剧.....	33
风险提示.....	34

## 图表索引

图 1: 19 年以来, 母猪存栏同比降幅持续扩大 .....	6
图 2: 19 年以来, 生猪存栏同比降幅扩大 .....	6
图 3: 农林牧渔板块年初以来累计涨幅 47.8% (截至 2019 年 6 月 19 日) .....	6
图 4: 截至 2019 年 6 月 19 日, 各子板块年初至今累计涨跌幅情况 .....	7
图 5: 2005 年以来, 农林牧渔行业相对收益表现 .....	7
图 6: 截至 2019 年 6 月 19 日, 非洲猪瘟疫情扩散情况 .....	8
图 7: 步入 6 月份后, 全国猪价快速上行 .....	9
图 8: 16Q1 以来, 温氏股份的生产性生物资产情况 .....	10
图 9: 16Q1 以来, 牧原股份的生产性生物资产情况 .....	10
图 10: 16Q1 以来, 正邦科技的生产性生物资产情况 .....	10
图 11: 16Q1 以来, 天邦股份的生产性生物资产情况 .....	10
图 12: 生产性生物资产与出栏量的关系 .....	11
图 13: 精细化管理、企业文化、基层员工激励是生猪公司成本控制力的内核 ....	12
图 14: 2013-18 年, 4 家生猪公司的净利润率情况 .....	12
图 15: 2013-18 年, 4 家生猪公司养猪业务毛利率情况 .....	13
图 16: 2013-18 年, 4 家生猪公司头均毛利情况 (元/头) .....	13
图 17: 2008 年以来, 国内猪肉消费量占比约维持在 63% .....	14
图 18: 国内各肉类品种产量情况 (2017 年) .....	14
图 19: 白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占国内鸡肉供应量的 53%、30% (2017 年) ..	15
图 20: 步入 6 月后, 毛鸡价格快速下跌 .....	16
图 21: 6 月以来, 鸡苗价格快速下跌 .....	16
图 22: 白条鸡价格基本维持稳定 .....	16
图 23: 2 季度牛肉价格季节性回落 .....	16
图 24: 2 季度羊肉价格有所回落 .....	16
图 25: 2017 年至今饲料产量环比、同比趋势 .....	17
图 26: 2015~2019 年 121 家饲料企业不同品种饲料产量月度走势 .....	18
图 27: 2019 年饲料行业 CR5 占比有望延续增长 .....	18
图 28: 2018 年我国水产品总产量达 6458 万吨 .....	19
图 29: 2017 年我国居民人均水产品消费量 11.50kg .....	19
图 30: 2018 年我国水产饲料行业总规模 2211 万吨 .....	19
图 31: 2018 年水产饲料产量占行业总产量 9.7% .....	19
图 32: 四大家鱼占比震荡下降, 2017 年占淡水养殖的 44.7% .....	20
图 33: 大黄鱼养殖产量年均复合增长率 11.13% .....	21
图 34: 黄颡鱼养殖产量年均复合增长率 15.5% .....	21
图 35: 部分特种鱼大宗价 (元/千克) .....	21
图 36: 2017 年特种饲料占水产饲料总产量的 8.4% .....	22
图 37: 2015 年我国特种水产配合饲料产品结构 .....	22
图 38: 我国主要特种水产养殖品种的饲料普及率 .....	22
图 39: 2016 年以来动保板块主营收入增速周期性凸显 .....	26

图 40: 2018Q3-2019Q1 动保行业净利润同比负增长.....	26
图 41: 生猪存栏量同比变化与动保板块收入增速对比.....	26
图 42: 生物股份口蹄疫销售收入同比增速与生猪价格走势对比.....	27
图 43: 我国兽用生物制品产学研结合研究过程.....	28
图 44: 白砂糖是国内最主要的食糖产品 (2015/16 榨季).....	30
图 45: 白糖现价周期下行.....	30
图 46: 玉米现货均价延续上行趋势.....	32
图 47: 全球玉米库存消费比.....	32
图 48: 中国玉米库存消费比.....	32
图 49: 全球大豆库存消费比.....	33
图 50: 中国大豆库存消费比.....	33
表 1: 截至 2019 年 6 月 19 日, 农业板块个股累计涨跌幅排名情况.....	7
表 2: 截至 6 月 20 日, 全国非洲猪瘟疫情发生数超过 130 例.....	9
表 3: 单季度生猪公司生产性生物资产变化情况 (单位: 亿元).....	9
表 4: 4 家公司 2019 年的出栏目标.....	11
表 5: 2013-18 年, 4 家生猪公司 ROE (摊薄) 变化情况.....	12
表 6: 估算未来 1 年国内猪肉产量下滑约 28.9%.....	13
表 7: 假定母猪存栏量下滑 23.9%、出肉率不变情况下, 国内猪肉产量关于体重与母猪单位效率变化的敏感性测算.....	13
表 8: 2008-17 年, 国内主要肉类品种人均消费量情况.....	14
表 9: 美国、日本、韩国的人均肉类消费情况 (2018 年).....	15
表 10: 水产饲料行业空间测算——饵料系数降低, 工业饲料普及率增加.....	20
表 11: 饲料企业 2019 年月度生猪销量跟踪 (万头).....	23
表 12: 饲料企业最新养殖业务规划.....	23
表 13: 生物股份客户结构: 2018 年 Q3 以来 A/B 类客户收入占比快速提升.....	24
表 14: 非洲猪瘟疫情影响下各规模养殖场疫苗免疫方案差距较大.....	24
表 15: 截至 5 月 24 日中国农科院报告我国非洲猪瘟疫苗研发所取得 5 项阶段性进展.....	27
表 16: 我国兽用疫苗研发过程各个阶段工作目标及所需时间.....	29
表 17: 我国食糖业自 16/17 榨季步入新一轮增产周期.....	30
表 18: 巴西糖供需平衡表 (万吨).....	31
表 19: 印度食糖供需平衡表预测 (万吨).....	31
表 20: 中国玉米供需平衡表供需缺口持续扩大.....	32
表 21: 2017-2018 年玉米抛储总量与结构.....	33
表 22: 中国大豆供需平衡表.....	34

## 回顾 19H1：受益猪周期预期反转，行业指数大幅跑赢

上半年生猪养殖板块大幅跑赢市场，非洲猪瘟疫情背景下，行业产能大幅收缩，驱动猪价周期预期反转。产业链一体化的背景下，缺乏效率优势的饲料企业主业利润增长持续放缓，往下游延伸布局生猪养殖成为战略选择，今年上半年股价同样受益于周期预期反转；疫苗板块，受制于存栏量剧烈下滑，企业利润普遍承压；大宗农产品整体处于底部向上区间，糖、橡胶等企业盈利情况仍一般；玉米政策调整以及种植面积缩减，杂交玉米公司冲击明显。

截至6月19日，农林牧渔（中信）指数上涨47.8%，跑赢沪深300指数24.4个百分点。分子板块来看，饲料、畜禽养殖板块表现相对领先，分别上涨94.5%、52.3%，饲料板块涨幅领先主要由于相关公司涉足生猪养殖。

图1：19年以来，母猪存栏同比降幅持续扩大

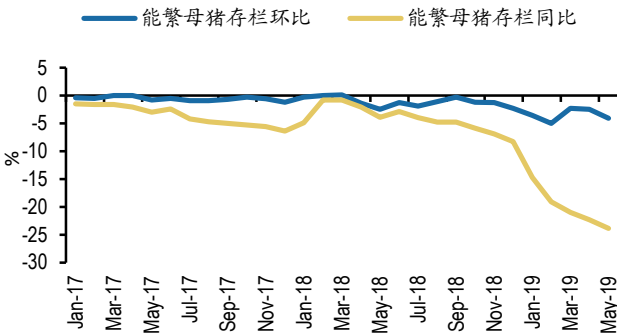
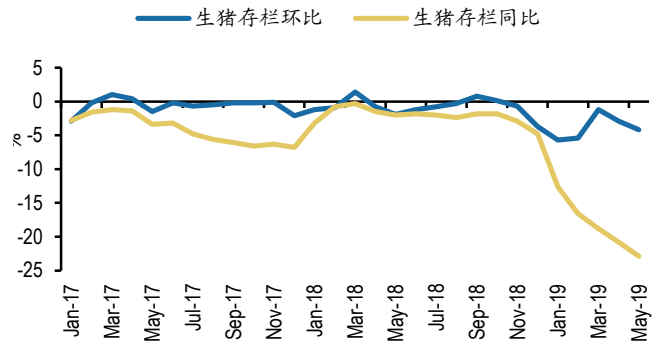


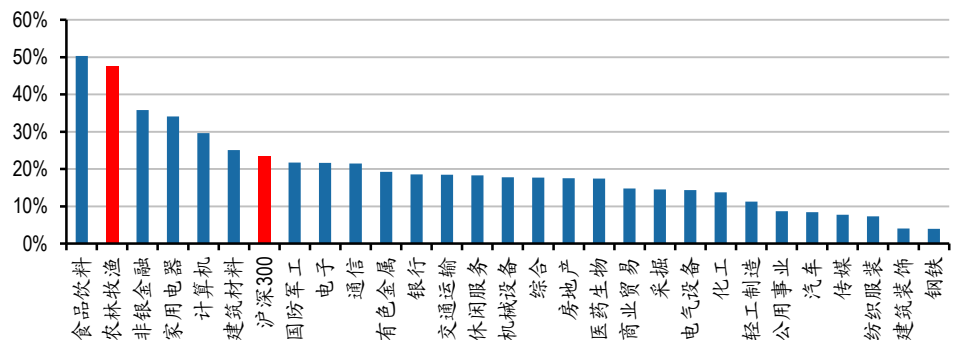
图2：19年以来，生猪存栏同比降幅扩大



数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

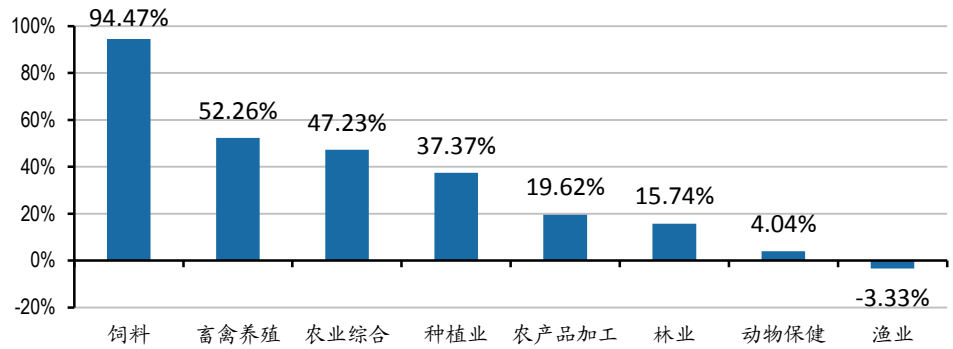
图3：农林牧渔板块年初以来累计涨幅47.8%（截至2019年6月19日）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

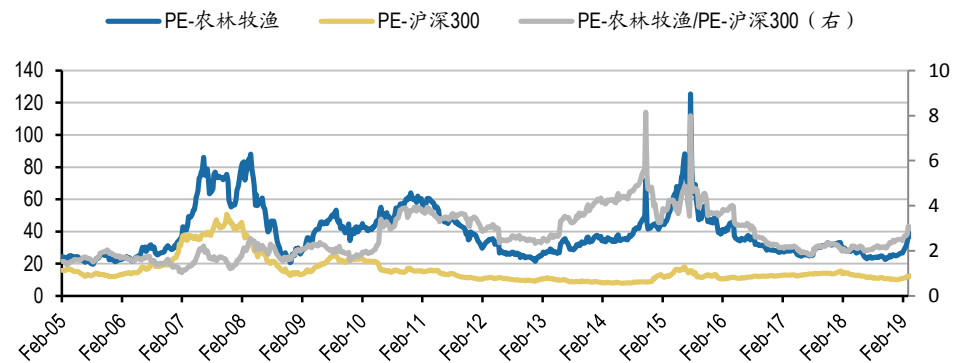


图4：截至2019年6月19日，各子板块年初至今累计涨跌幅情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5：2005年以来，农林牧渔行业相对收益表现



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表1：截至2019年6月19日，农业板块个股累计涨跌幅排名情况

涨幅前十	涨跌幅	跌幅前十	涨跌幅
正邦科技	253.34%	*ST 雏鹰	-38.00%
新五丰	237.87%	ST 天宝	-34.51%
丰乐种业	203.34%	百洋股份	-24.55%
新希望	161.13%	佩蒂股份	-24.43%
傲农生物	127.02%	东方海洋	-16.51%
民和股份	125.76%	ST 昌鱼	-13.41%
唐人神	124.51%	ST 中基	-12.23%
益生股份	123.93%	国联水产	-8.25%
牧原股份	115.48%	生物股份	-8.07%
天邦股份	111.47%	福建金森	-5.57%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

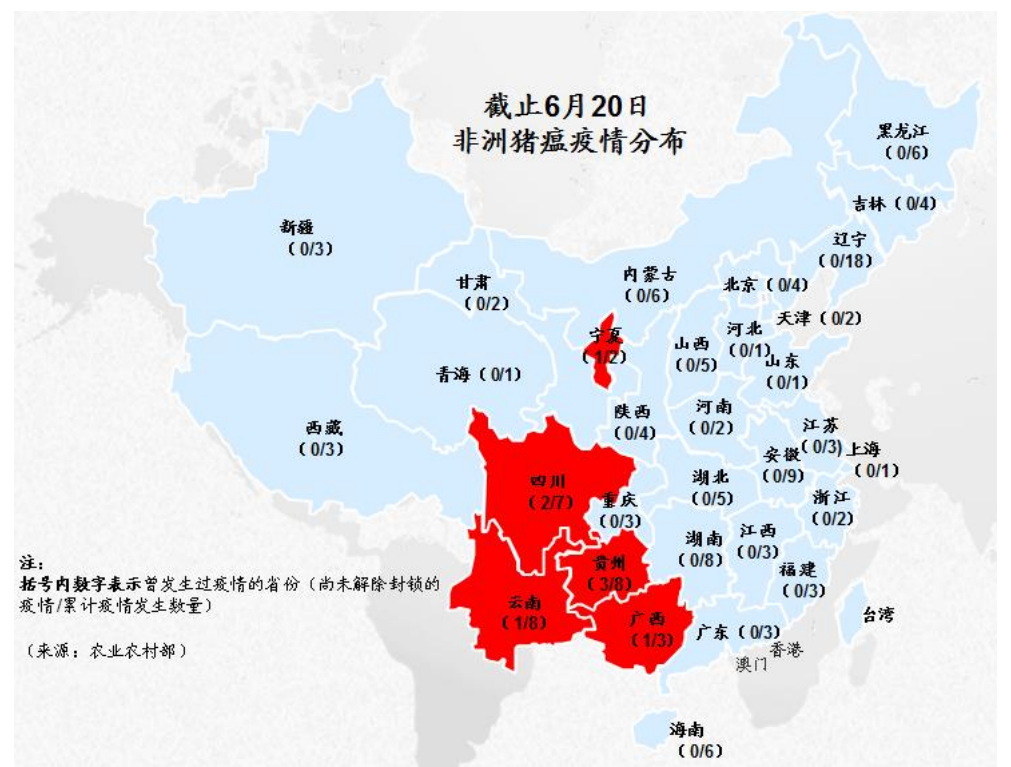
## 养殖：猪价上行周期正式开启，“剩者”享受周期红利

### 猪价上行周期正式开启，“出栏量”成为股价第二阶段核心变量

2018年8月我国东北发生首例非洲猪瘟疫情后，疫情逐步扩散至全国。据农业农村部数据，截至2019年6月19日，全国非洲猪瘟疫情发生案例已超过130例，疫情遍布共27省（区）4直辖市。受疫情影响，生猪行业产能快速下滑，供需缺口逐步显现，猪价开启上行通道。6月底，全国生猪均价已突破17元/公斤，猪价上行趋势确定。

非洲猪瘟疫情继续扩散，叠加生猪养殖类的上市公司19年1季报中的生产性生物资产环比均有所下滑，市场普遍担忧疫情对上市公司种猪存栏的影响。抛开原材料价格变化、员工薪酬等因素，利用当前资产负债表科目数值与公司的历史情况作比较，分析预测未来出栏量。19Q1末，温氏股份/牧原股份/正邦科技/天邦股份的生产性生物资产金额环比分别下降9.4%、8.3%、9%、21.9%。未来出栏增长以及补栏的核心仍在于后续疫情的防控情况，19Q2、19Q3的补栏情况将对2020年出栏量有重要影响。（具体测算方法可参考前期报告《农业研究方法论之一：如何从财务报表预测出栏增长》）

图6：截至2019年6月19日，非洲猪瘟疫情扩散情况



数据来源：农业农村部、广发证券发展研究中心

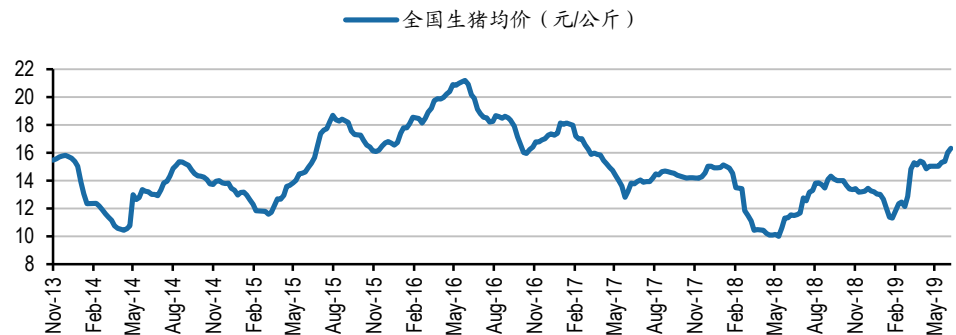


表2: 截至6月20日, 全国非洲猪瘟疫情发生数超过130例

疫情省份	起数	解封	疫情省份	起数	解封
辽宁	18	18	河南	2	2
安徽	9	9	江苏	3	3
湖南	8	8	浙江	2	2
云南	9	7	天津	2	2
黑龙江	6	6	重庆	3	3
内蒙古	6	6	上海	1	1
四川	7	5	青海	1	1
吉林	4	4	甘肃	2	2
山西	5	5	宁夏	2	1
贵州	9	5	广西	3	2
湖北	6	6	山东	1	1
北京	4	4	河北	1	1
江西	3	3	新疆	3	3
福建	3	3	西藏	3	3
陕西	4	4	海南	6	6
广东	3	3	<b>合计</b>	<b>139</b>	<b>129</b>

数据来源: 农业农村部、广发证券发展研究中心

图7: 步入6月份后, 全国猪价快速上行



数据来源: 畜牧业信息网、广发证券发展研究中心

表3: 单季度生猪公司生产性生物资产变化情况 (单位: 亿元)

	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1
温氏股份	33.66	35.24	36.17	35.97	32.58
环比变化	5.02%	4.68%	2.65%	-0.56%	-9.43%
同比变化	2.06%	7.05%	14.95%	12.22%	-3.23%
牧原股份	16.34	15.02	14.24	14.61	13.40
环比变化	16.54%	-8.07%	-5.21%	2.64%	-8.30%
同比变化	22.77%	10.81%	13.46%	4.23%	-17.98%
正邦科技	12.88	13.69	13.38	11.09	10.09
环比变化	31.49%	6.28%	-2.29%	-17.11%	-9.02%

同比变化	97.82%	69.27%	28.81%	13.18%	-21.69%
天邦股份	4.17	4.85	5.28	5.15	4.02
环比变化	16.00%	16.39%	8.79%	-2.47%	-21.86%
同比变化	96.32%	92.09%	74.12%	43.25%	-3.51%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图8: 16Q1以来, 温氏股份的生产性生物资产情况

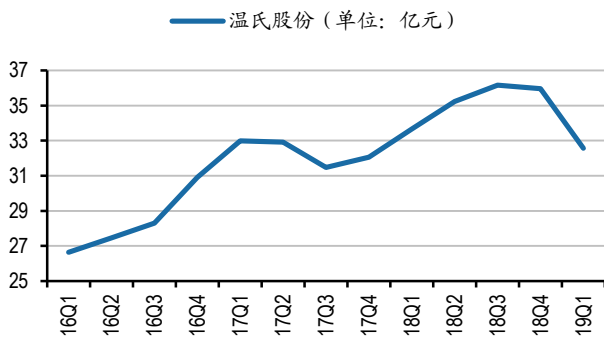
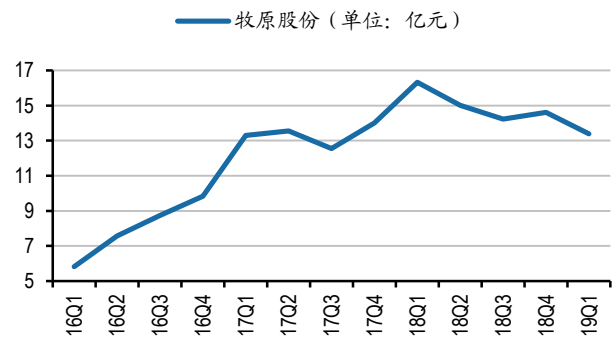


图9: 16Q1以来, 牧原股份的生产性生物资产情况



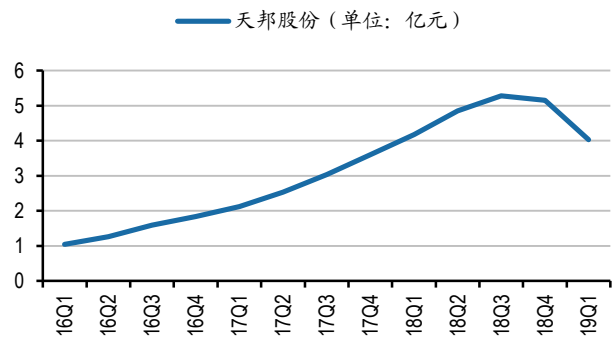
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 16Q1以来, 正邦科技的生产性生物资产情况



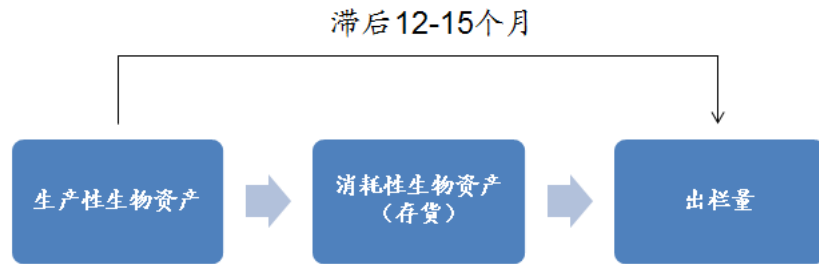
图11: 16Q1以来, 天邦股份的生产性生物资产情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图12: 生产性生物资产与出栏量的关系



数据来源: 广发证券发展研究中心

表4: 4家公司2019年的出栏目标

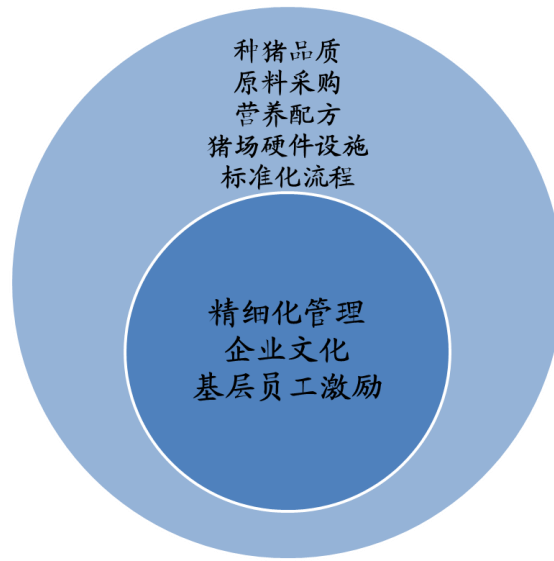
证券简称	出栏量 (万头)			
	2016A	2017A	2018A	2019 年计划或目标量
温氏股份	1713	1907	2230	2300-2400
牧原股份	311	724	1101	1300-1500
正邦科技	226	342	554	650-800
天邦股份	58	101	226	300

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

在非洲猪瘟疫情之前, 优质企业的核心竞争力主要体现在于成本控制与效率提升, 高ROE来源于生产成本的优势。精细化管理与执行、企业文化、基层员工激励是公司成本控制的内核因素, 种猪品质、原料采购、营养配方、猪场硬件设施、标准化流程等优势只能在这些内核因素的基础上才能得到充分发挥。

非洲猪瘟疫情之后, 由于尚未出现有效疫苗, 结合国内当前的养殖环境, 企业间的竞争关键从成本效率转向生物安全防控。与以往比拼成本控制相比, 生物安全防控是否成功在于各防控措施的细节是否能够执行到位, 更加考验企业的精细化管理与执行落地能力。在经历疫情冲击后, 未来能够有效防控的优质企业有望进一步扩大竞争优势, 并有望实现产能的快速扩张, 更受益于行业规模化红利。

图13: 精细化管理、企业文化、基层员工激励是生猪公司成本控制力的内核



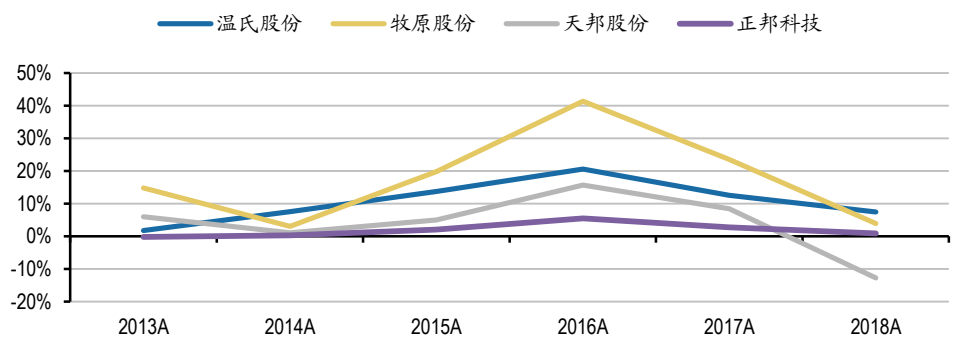
数据来源: 广发证券发展研究中心

表5: 2013-18年, 4家生猪公司ROE (摊薄) 变化情况

ROE	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2013-18年平均
温氏股份	0.00%	18.31%	27.87%	38.71%	20.70%	11.45%	19.51%
牧原股份	24.17%	4.12%	16.92%	41.01%	18.57%	4.23%	18.17%
天邦股份	22.29%	5.86%	10.12%	26.55%	8.65%	-24.03%	8.24%
正邦科技	-3.08%	2.05%	9.95%	18.01%	8.32%	2.99%	6.37%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 2013-18年, 4家生猪公司的净利润率情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 2013-18年, 4家生猪公司养猪业务毛利率情况

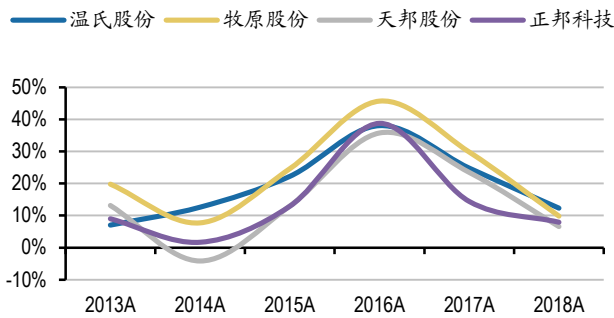
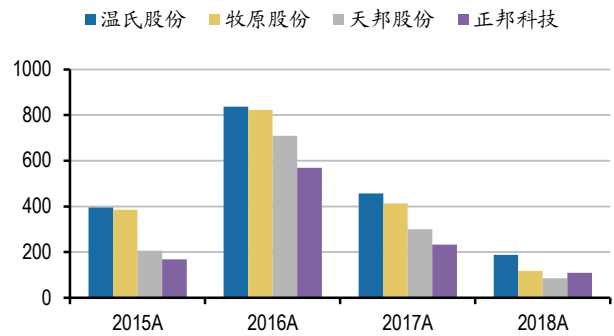


图16: 2013-18年, 4家生猪公司头均毛利情况(元/头)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

### 猪肉供给下降幅度或近 30%，其他肉类替代空间有望激发

考虑生猪的生长及繁育周期，未来猪肉供应量或出现明显下降，其他肉类替代需求有望明显增加。根据计算公式：

- 生猪出栏量=母猪存栏量×单位生产效率（PSY/MSY等指标）
- 猪肉供应量=生猪出栏量×单位体重×出肉率

因此，我们首先假定出肉率不变，其次：1、由于疫情影响，假定母猪单位生产效率下滑约15%；2、由于猪价上行，出栏体重普遍增加，假定生猪出栏体重增加约10%。最后结合母猪存栏下滑幅度，我们预计未来1年国内猪肉产量下滑约29%，对应约1500万吨。即使考虑进口增加因素，预计猪肉总供给量的下降约在1300~1400万吨左右。而该下降量约占国内1年禽肉消费量的70%，亦超过牛肉和羊肉产量之和，其他肉类的替代空间有望明显激发。

表6: 估算未来1年国内猪肉产量下滑约28.9%

项目	变化幅度
母猪存栏量	-23.90%
单位母猪生产效率	-15%
估算生猪出栏量	-38.9%
单位体重	+10%
出肉率	不变
估算国内猪肉产量	-28.85%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表7: 假定母猪存栏量下滑23.9%、出肉率不变情况下，国内猪肉产量关于体重与母猪单位效率变化的敏感性测算

国内猪肉产量的变化幅度	生猪单位体重变化幅度						
	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%



母猪单位生产效率变化幅度	10%	-24.66%	-20.48%	-16.29%	-12.10%	-7.92%	-3.73%	0.45%
	5%	-28.09%	-24.09%	-20.10%	-16.10%	-12.10%	-8.11%	-4.11%
	0%	-31.51%	-27.71%	-23.90%	-20.10%	-16.29%	-12.49%	-8.68%
	-5%	-34.93%	-31.32%	-27.71%	-24.09%	-20.48%	-16.86%	-13.25%
	-10%	-38.36%	-34.93%	-31.51%	-28.09%	-24.66%	-21.24%	-17.81%
	-15%	-41.78%	-38.55%	-35.32%	-32.08%	-28.85%	-25.61%	-22.38%
	-20%	-45.21%	-42.16%	-39.12%	-36.08%	-33.03%	-29.99%	-26.94%

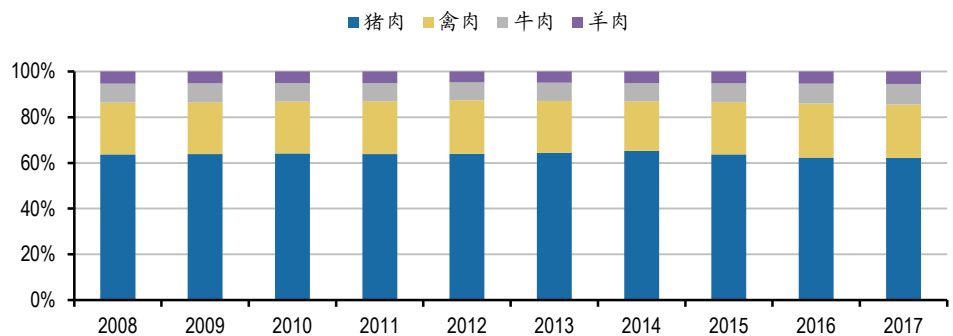
数据来源：广发证券发展研究中心

表8: 2008-17年，国内主要肉类品种人均消费量情况

中国肉类人均消费量（公斤）	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
肉类	55.55	57.82	59.69	59.63	62.72	63.94	64.98	64.29	63.15	63.14
猪肉	35.47	37.00	38.39	38.37	40.54	41.67	42.90	41.58	40.37	40.06
禽肉	12.63	13.10	13.57	13.97	14.83	14.63	14.28	14.89	15.37	15.09
牛肉	4.60	4.76	4.87	4.80	4.93	5.16	5.25	5.43	5.60	5.72
羊肉	2.99	3.04	3.06	3.01	3.08	3.20	3.33	3.36	3.48	3.56

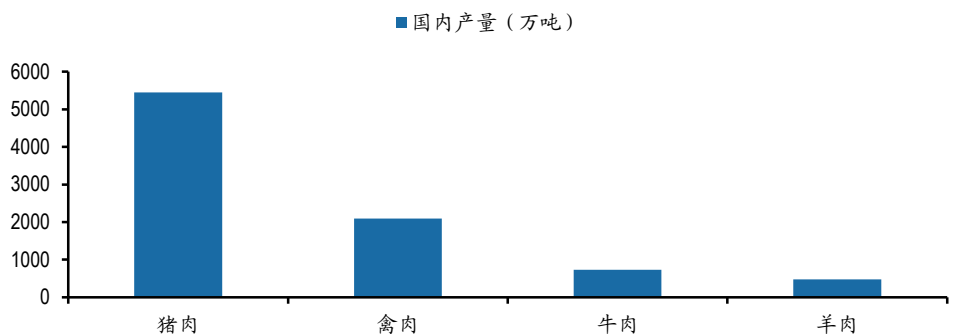
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图17: 2008年以来，国内猪肉消费量占比约维持在63%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图18: 国内各肉类品种产量情况（2017年）



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表9: 美国、日本、韩国的人均肉类消费情况 (2018年)

	美国		日本		韩国	
	人均消费量 (kg)	占比	人均消费量 (kg)	占比	人均消费量 (kg)	占比
猪肉	28.95	25%	20.49	46%	30.92	52%
禽肉	46.94	41%	17.17	38%	18.45	31%
牛肉	39.44	34%	7.14	16%	10.29	17%
羊肉	0.42	0%	0.14	0%	0.19	0%
小计	115.76	100%	44.95	100%	59.85	100%

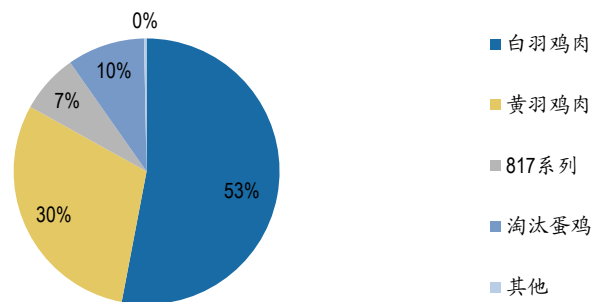
数据来源: OECD、广发证券发展研究中心

### 禽肉最具增产潜力，替代效应或在下半年体现

综合比较禽、牛、羊等肉类品种的生产情况，禽类养殖具备生长周期短、增产相对容易、饲养难度低等特点，因而最具增产潜力。

替代效应或在下半年逐步体现。2018年下半年以来，禽养殖行业步入高景气期，行业逐步推进扩产，1-5月肉禽饲料累计产量同比增长12%。但由于上半年猪肉供给缺口尚未拉大，替代效应尚不明显。以白羽鸡为例，进入6月后，前期扩产的影响体现，鸡苗和毛鸡价格出现快速下跌。

图19: 白羽鸡肉、黄羽鸡肉分别占国内鸡肉供应量的53%、30% (2017年)

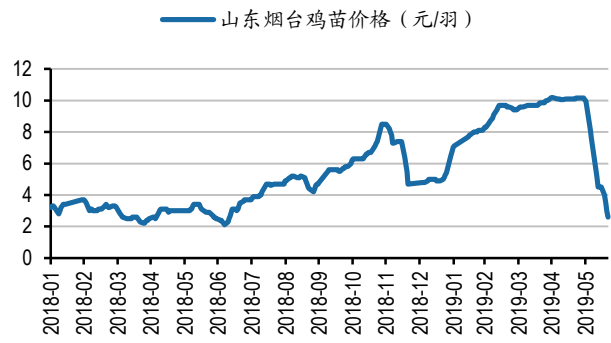


数据来源: 禽业协会、广发证券发展研究中心

图20: 步入6月后, 毛鸡价格快速下跌



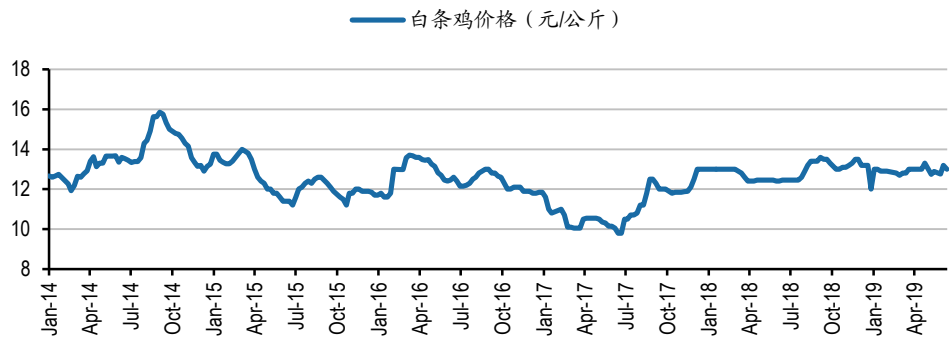
图21: 6月以来, 鸡苗价格快速下跌



数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

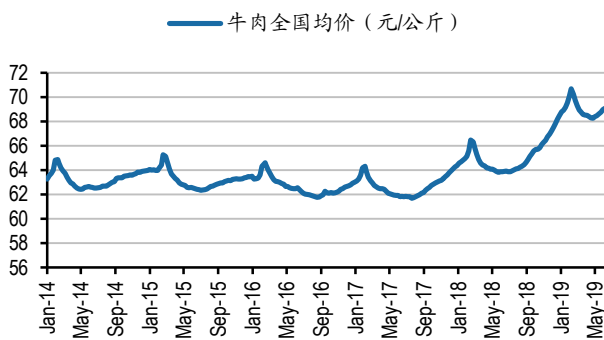
数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

图22: 白条鸡价格基本维持稳定



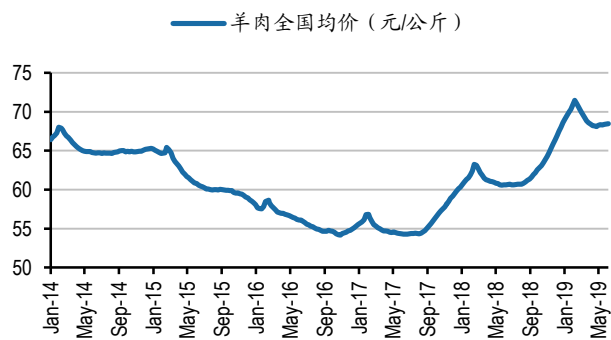
数据来源: 博亚和讯、广发证券发展研究中心

图23: 2季度牛肉价格季节性回落



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

图24: 2季度羊肉价格有所回落



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

## 饲料：替代需求刺激禽料需求，水产料受益消费升级

### 弱周期猪料负增长，静待布局时机

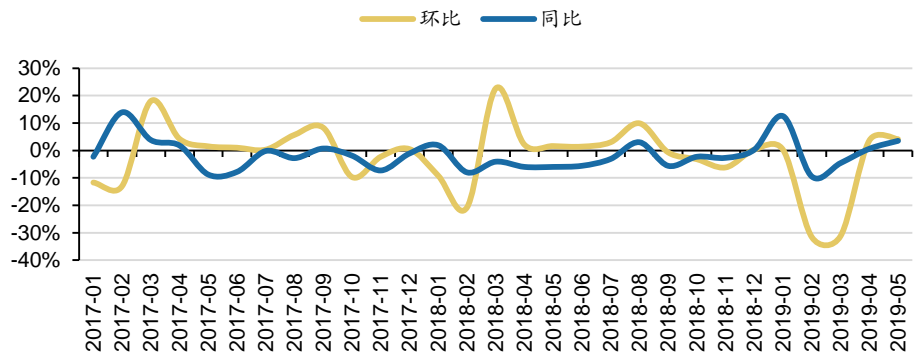
根据饲料工业协会数据，2019年1-5月饲料生产总量呈现同比下降趋势（累计同比-0.5%），主要是由于猪料有较大幅度下滑（累计同比-13%），而禽料呈现较高增速（蛋禽料累计同比11%、肉禽料累计同比12%），水产料保持平稳增长（累计同比4%）。

作为饲料最大品类的猪料销量下行，其主要原因来自：

- 1) 非洲猪瘟影响下，各地母猪生猪存栏持续下滑；
- 2) 各地生猪补栏积极性仍然偏弱。

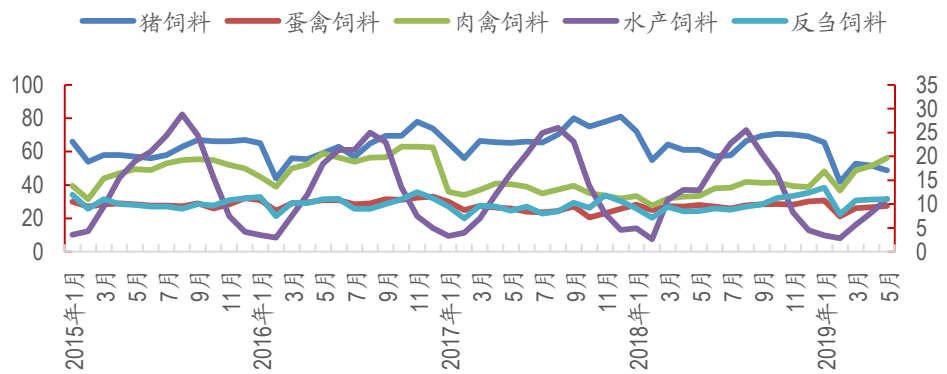
从猪饲料各月走势看，2018年2月进入下行通道，并呈降幅逐月扩大，至2019年2月同比达到-23%最大下降幅度，之后同比有所修复，但仍表现为两位数以上降幅，猪料表现不容乐观，也侧面印证了生猪供应的全面下降。

图25：2017年至今饲料产量环比、同比趋势



数据来源：饲料工业协会、广发证券发展研究中心

图26: 2015~2019年121家饲料企业不同品种饲料产量月度走势



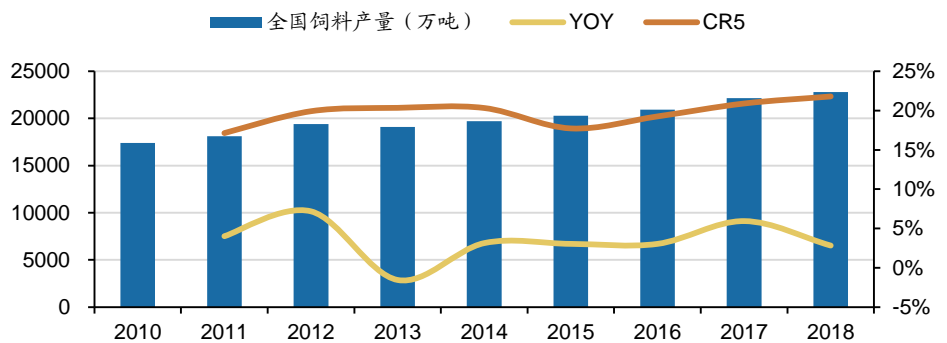
数据来源: 饲料工业协会、广发证券发展研究中心

注: 猪饲料、蛋禽饲料、肉禽饲料对应左轴, 水产料、反刍料对应右轴

在猪周期底部震荡叠加大宗原料价格波动加剧的严峻形势下, 企业间落差加剧, 小企业异常艰难, 大型企业具备较强的资源整合能力、资本运作能力和较强的抗风险能力。

最直观的数据我们可以看出, CR5自2015年后持续增长, 2018年CR5同比增长0.9个百分点至21.8%, 我们预期2019年还有望进一步提升; 对于全品类的饲料龙头而言, 尽管短期盈利增长受损, 但仍可见各品类饲料的市场份额扩张、渠道团队品牌进一步获得认可, 进入长期投资布局的观察期。

图27: 2019年饲料行业CR5占比有望延续增长



数据来源: 饲料工业协会、公司公告、广发证券发展研究中心

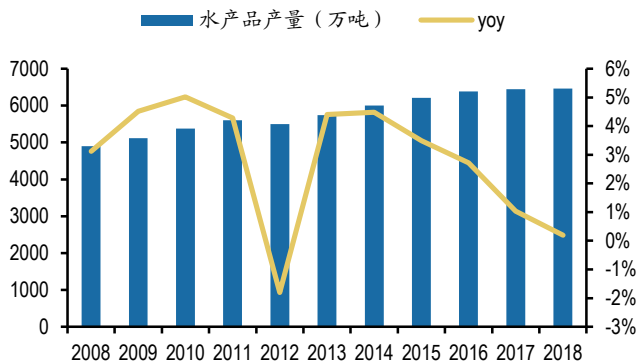
### 水产料长期增长空间广阔, 中期产品持续升级优化

随着我国居民对饮食消费的需求不断提高, 水产品以其优质的动物蛋白质, 备受人们青睐。根据国家统计局的数据, 从总量上看, 截至2018年, 我国水产品总产



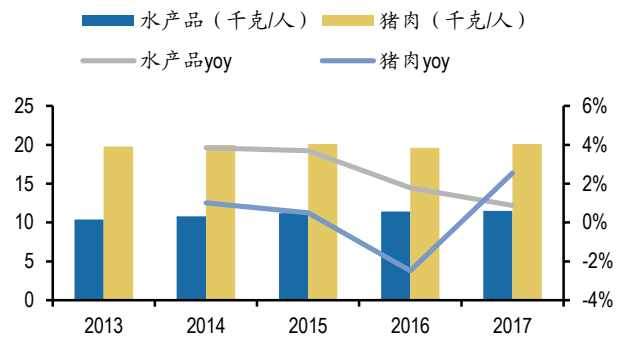
量达6458万吨，十年间年平均复合增长2.81%；从人均层面上看，2017年，我国居民人均水产品消费量11.50kg，已连续四年上升，而居民人均猪肉消费量首次在2016年出现下降，减少2.5%。根据上述数据估算，2017年我国每日人均水产品消费量为31.51克，不及2016年版《中国居民膳食消费指南》中每日摄入水产品（40-75克）的下限，未来国内水产品市场仍有较大成长空间。

图28: 2018年我国水产品总产量达6458万吨



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

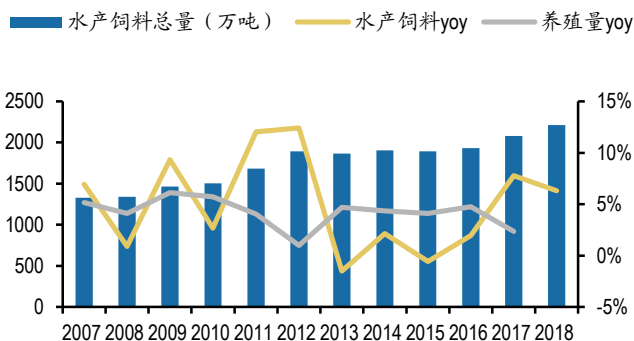
图29: 2017年我国居民人均水产品消费量11.50kg



数据来源: 国家统计局、广发证券发展研究中心

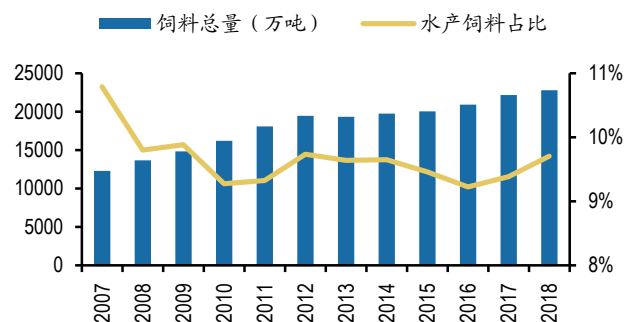
我国的水产饲料产业逐步成型于上世纪90年代，根据中国饲料工业协会的数据，我国水产饲料行业的产量由1991年75万吨激增至2012年的1893万吨，年平均复合增长16.6%；截至2018年，我国水产饲料行业总规模2211万吨，占全国饲料总产量的9.7%。

图30: 2018年我国水产饲料行业总规模2211万吨



数据来源: 饲料工业协会、广发证券发展研究中心

图31: 2018年水产饲料产量占行业总产量9.7%



数据来源: 饲料工业协会、广发证券发展研究中心

2016年10月农业部印发《全国饲料工业“十三五”发展规划》提出一个效率目标：到2020年淡水鱼饵料系数达到1.5: 1，海水及肉食性鱼饵料系数达1.2: 1。假设未来养殖量维持2018年的水平，鉴于我国水面资源分散，水产养殖规模化难度高于畜禽的特点，我们按1.5和1.2的饵料系数以及45%的渗透率去测算，长期看行业空间可达3094万吨，比2018年产量高出约883万吨。如果考虑养殖量增长等因素，则水产饲料行业增长仍有空间。

表10: 水产饲料行业空间测算——饵料系数降低, 工业饲料普及率增加

	2018年养殖量 (万吨)	饵料系数	工业饲料 普及率	行业空间 (万吨)	2018年饲料产量 (万吨)	增量空间 (万吨)
淡水	2959	1.5	45%	1997	2211	883
海水	2031	1.2		1097		

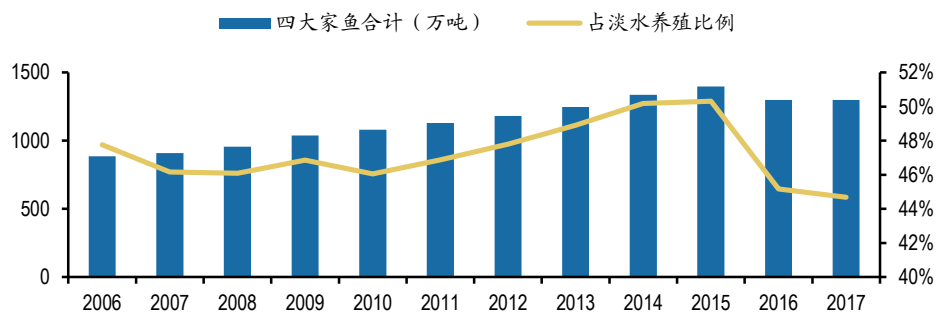
数据来源: 中国饲料业协会、国家统计局、农业部, 广发证券发展研究中心

注: 养殖量剔除藻类植物

在总量增长之外, 水产饲料的产品结构也在快速变化中。随着人均收入水平的提高, 传统的四大家鱼早已不能满足人们的消费需求, 如今在市场上更加受消费者欢迎的产品是如虾蟹、特种鱼类等高端水产。为了寻求更高的利润与收入, 养殖户逐渐放弃饲养传统的四大家鱼产品, 转而饲养更受市场欢迎的高端水产品。

根据《中国渔业统计年鉴》的数据, 海水养殖中大黄鱼产量从2007年到2017年产量从6.18万吨增长到17.76万吨, 年均复合增长率为11.13%; 淡水养殖中黄颡鱼产量由11.40万吨增长到48.00万吨, 年均复合增长率为15.5%。

图32: 四大家鱼占比震荡下降, 2017年占淡水养殖的44.7%



数据来源: 国家统计局、中国渔业统计年鉴、广发证券发展研究中心

图33: 大黄鱼养殖产量年均复合增长率11.13%

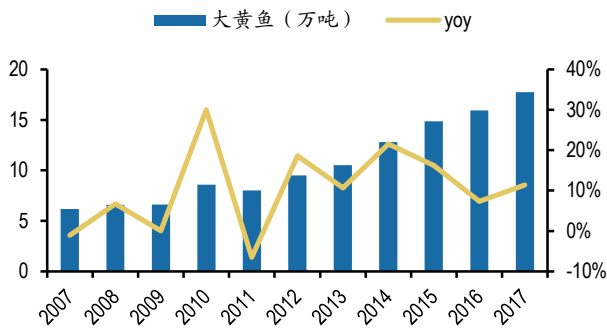
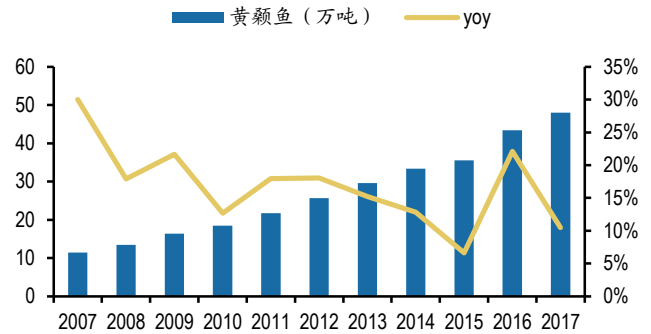


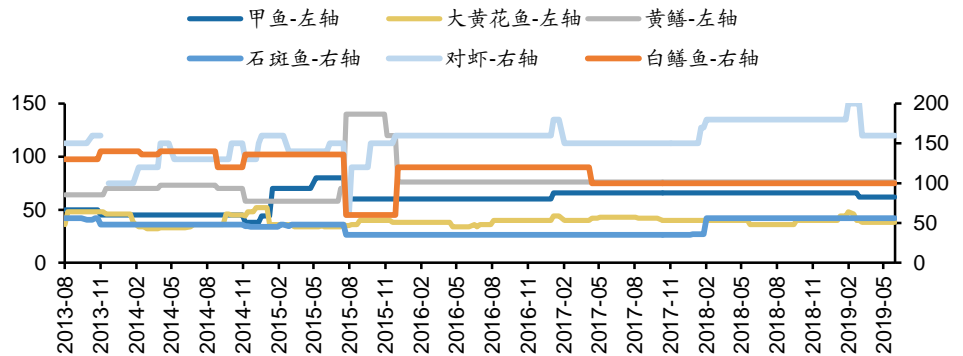
图34: 黄颡鱼养殖产量年均复合增长率15.5%



数据来源: 中国渔业统计年鉴、广发证券发展研究中心

数据来源: 中国渔业统计年鉴、广发证券发展研究中心

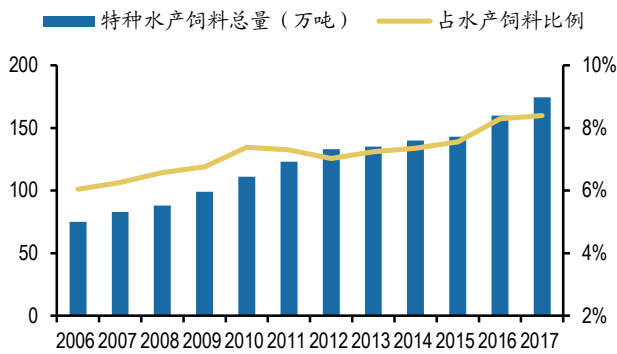
图35: 部分特种鱼大宗价 (元/千克)



数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

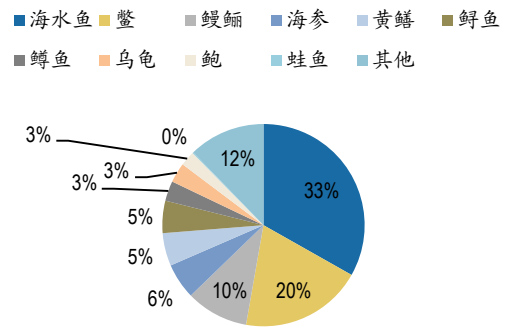
我国特种水产养殖起步于2000年前后,目前特种水产养殖没有明确清晰的官方界定,一般泛指经济价值较高、养殖(或开发)时间不长的水产品养殖,如龟鳖、大黄鱼、石斑鱼、黄颡鱼等。受益于特种水产养殖的蓬勃发展,我国特种水产饲料行业也进入了快速发展阶段,根据中国饲料工业协会的数据,我国特种水产饲料产量从2006年的75万吨增长至2017年的175万吨,年均复合增长率达到8.0%,占水产饲料总产量的比例由6.0%增至8.4%。

图36: 2017年特种饲料占水产饲料总产量的8.4%



数据来源: 饲料工业协会、广发证券发展研究中心

图37: 2015年我国特种水产配合饲料产品结构

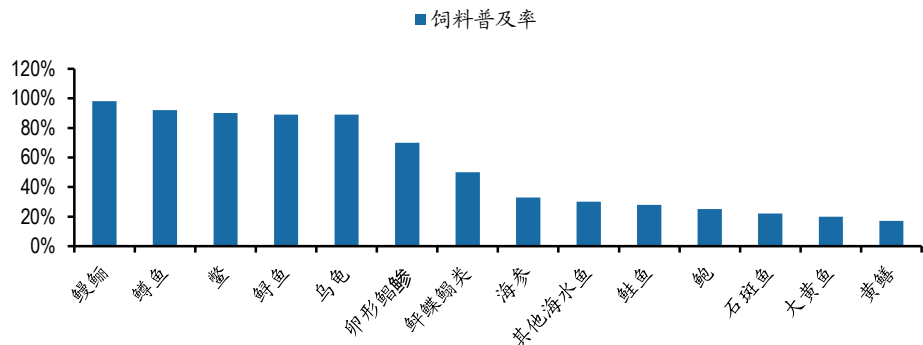


数据来源: 饲料工业协会、广发证券发展研究中心

特种水产养殖动物基本为肉食性或偏肉食性，传统的养殖方式多为采取冰鲜杂鱼。根据中国饲料工业协会的数据，目前鳊鱼、鳖、鲟鱼、蛙鱼、鳙鱼等淡水品种饲料普及率较高，但海水鱼配合饲料普及率仍较低，石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在20%左右，行业空间广阔。

对养殖户而言，高端水产品养殖可以大幅提升生产效益。一般来说，高端水产品由于其产品产量更大、养殖密度更高，因此对饲料的需求量也越大，说明在社会消费升级的大背景下，采用新饲料产品进行高端水产品养殖将有效提升养殖效益。特种水产的发展将带动膨化料等新型饲料需求。

图38: 我国主要特种水产养殖品种的饲料普及率



数据来源: 中国饲料工业协会、广发证券发展研究中心

对饲料生产企业而言，相比于普通水产养殖，特种水产养殖产量更加依赖于饲料质量以及配套的技术服务，又加之消费升级趋势下特种养殖景气的市场环境，下游养殖企业对特种水产饲料质量好坏的敏感程度要高于价格波动。于行业中具备产能、技术与服务实力的企业而言，特种水产料将是一片可大施拳脚的蓝海市场，也将是高增长的利润来源。

## 一体化整合：量价齐升，布局生猪养殖企业具备业绩高弹性

自2015年起，饲料企业开启了养殖业务的探索，2016年纷纷抛出百万头甚至千万头级别的生猪出栏规划，2017年尝到了生猪出栏高速增长与头均盈利较好的乘数红利，2018年上半年经历了生猪大幅亏损的“至暗时刻”、下半年备受非洲猪瘟的负面影响，但各大饲料企业并未放缓脚步，积极布局扩张，在2019年上半年有较好的出栏表现。

表11：饲料企业2019年月度生猪销量跟踪（万头）

公司名称	1月	2月	3月	4月	5月
新希望	29.31	17.63	21.32	22.41	22.07
唐人神		18.20	9.20	8.37	7.28
金新农		4.53	4.71	5.09	5.17
傲农生物	5.67	4.55	6.81	5.53	5.48

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表12：饲料企业最新养殖业务规划

公司名称	2019 预计出栏（万头）	2020 年规划出栏（万头）
新希望（农牧）	350	800
大北农	300	600
唐人神	160	300
金新农	40	100
傲农生物	90	200

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

目前来看，各家饲料企业的产能与合作户体系已经成型，尽管成本与深耕多年的优秀养殖企业仍有差距，但饲料龙头企业在产业链整合过程中体现出的较强学习与管理能力，具备长期成长价值。

展望2019年下半年，预计猪料继续承压、禽料与水产料的下游景气延续，龙头市场份额扩张，我们认为综合品类的饲料企业整体依旧平稳；饲料龙头企业在产业链整合中长期战略方向与能力逐步得到证明，猪价持续上涨带动养殖业务的盈利与估值的正向双击仍有参与价值。

## 动物疫苗：猪用疫苗继续承压，关注非洲猪瘟疫苗研发进展

动保板块收入周期性凸显，存栏下行拖累收入继续下滑



非洲猪瘟疫情下各地生猪存栏量持续下滑，导致猪用疫苗销量下滑，其中中小规模场需求下滑幅度较大。从市场化疫苗收入占比较高的生物股份客户结构可得到验证：

生物股份按照客户养殖规模大小分别划分为A/B/C/D类，其能繁母猪存栏分别为5000头以上、1000-5000头、300-1000头及300头以下。2018年Q3以来A/B类客户收入占比快速提升。2018年，A/B类客户贡献了公司70%收入，其中A类客户占比33%，B类客户占比37%，C/D类客户共贡献30%收入。2019Q1，A类客户贡献收入占比约92%，其余收入来源于B类客户，而C/D类小规模客户则快速下降。

**表13：生物股份客户结构：2018年Q3以来A/B类客户收入占比快速提升**

客户结构	2016年户数占比	2016年销售 额占比	2017年销售 额占比	2018Q1销售 额占比	2018Q3销售 额占比	2018FY销售 额占比	2019Q1销售 额占比
A类（5000头母猪以上）	30%	74%	43%	33%	65%	33%	92%
B类（1000-5000头母猪）			15%	12%		37%	8%
C类（300-1000头母猪）	70%	26%	16%	19%	35%	30%	0%
D类（300头母猪以下）			26%	36%			0%
客户数量	7000						

数据来源：生物股份公司公告、广发证券发展研究中心

从结构上看，强制免疫的口蹄疫疫苗和非口蹄疫常规疫苗品种表现存在差异，因为在非洲猪瘟常态化下不同规模养殖主体免疫方案选择差异：

- 超大型养殖集团（年出栏量10万头以上）：强制免疫品种疫苗仍然必打的，除强免疫苗外，由于议价能力强，为保证出栏量以科学的免疫程序为标准，非强制免疫的常规免疫疫苗仍使用市场苗；。
- 年出栏量万头以上规模场：强制免疫品种疫苗仍免疫，对不同的疫苗有优先级之分，维持疫苗产品选择标准，尤其种猪使用高质量、高稳定性的疫苗产品；在生猪价格恢复上涨趋势为保证现有产能及生猪顺利出栏时，愿意采购市场化疫苗。
- 年出栏量万头以下专业养殖户：产能去化严重；免疫行为多样且复杂，由于价格敏感度高，大部分养殖场强制免疫和常规品种疫苗以政府招采苗为主，且在生猪价格低迷行业亏损时倾向于使用政府招采苗。
- 年出栏量1000头以下：非洲猪瘟疫病对产能影响最大，疫苗以政府招采苗为主。

总结以上，我们判断，在不考虑产能去化影响前提下，非洲猪瘟疫情对强制免疫品种的影响相对较小，而其他非口蹄疫常规品种则受影响较大。

**表14：非洲猪瘟疫情影响下各规模养殖场疫苗免疫方案差距较大**

养殖场规模	强制免疫（口蹄疫）	非常规疫苗（猪瘟、伪狂犬、猪流感、猪支原体肺炎）

超大型规模养殖场（年出栏量 10 万头以上）	保证免疫，议价能力强，以市场苗为主	保证猪场疫病防控等级，坚持科学免疫方案，都会选择免疫
中大型规模养殖场（年出栏量 1 万-10 万头）	坚持免疫，多数选择市场苗	种猪一般保证免疫要求，猪流感、猪肺炎等品种采取季节性免疫
小型专业养殖户（年出栏量 1000-10000 头）	坚持免疫，但选择差异较大，大部分使用政府苗	猪瘟疫苗一般坚持免疫，其他品种根据猪场自身情况选择免疫
散养户（年出栏量 1000 头以下）	坚持免疫，以当地防疫部门兽医师建议为主，主要使用政府苗	猪瘟疫苗坚持免疫，其他品种或选择放弃免疫

数据来源：新牧网、广发证券发展研究中心

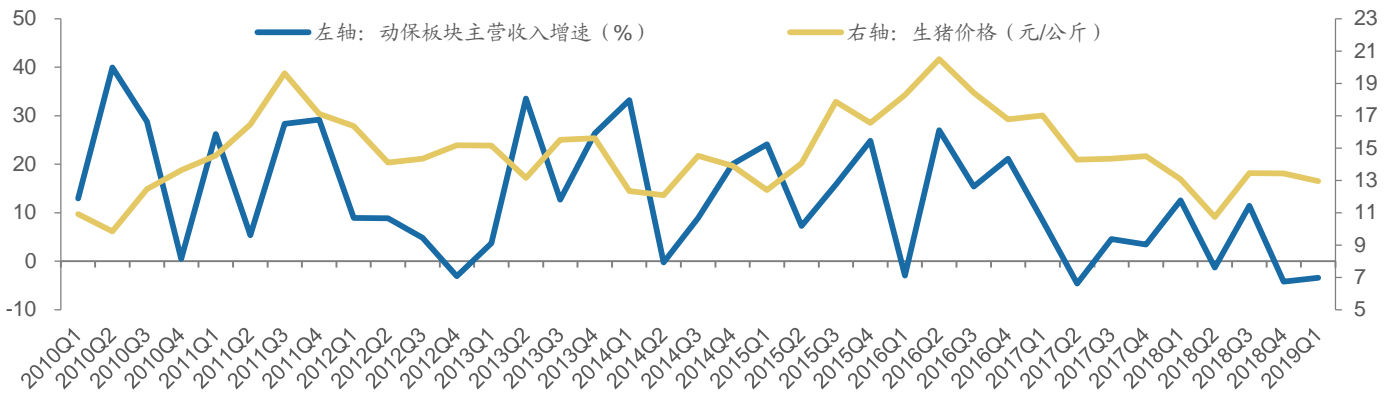
经过前期渗透率快速提升阶段以后，下游养殖周期性对市场苗的增长影响越发明显。我们以动保板块营业收入增速（主要包括上市公司瑞普生物、中牧股份、生物股份、普莱柯、海利生物）与生猪价格走势对比，可发现：

- 由于过去我国动物疫苗销售以政府招标采购为主，而每年春季、秋季为政府集中招标采购季节，因此动保板块收入增速具有季节性波动。
- 2011Q3-2013Q2生猪价格从最高19.6元/公斤一路走低至13.2元/公斤，期间动保板块收入增速环比逐季降低，并于2012Q2降为负增长。
- 2016Q2年以来，环保政策趋严及养殖维持盈利高位推动养殖规模化快速提升，市场化疫苗销售占比提升，作为生猪养殖的上游，动保行业周期性更加显现，其收入增速逐步受影响于生猪养殖行业周期性波动。
- 2018年Q3以来，受非洲猪瘟疫情等因素影响，2018年动保行业收入增速继续低位，行业上市公司收入同比增长约7.7%；随着19年疫情影响持续扩散，猪用市场苗销售承压，19Q1行业营业收入同比下滑3.4%，营业利润同比下滑约39.6%。

我们再以生物股份营业收入增速与生猪价格走势对比，进一步佐证经过前期渗透率快速提升阶段以后，下游养殖周期性对市场苗的增长影响越发明显。在渗透率快速提升阶段，2013年至2014年猪价始终处于低位，但公司销售增长受周期影响很小。在目前规模化场渗透率达到70%的背景下，周期性下滑对口蹄疫市场苗的销售影响程度在加大。2018Q2生物股份主营收入增速同比下滑30%，为公司2013年以来首次季度收入负增长，而2018年3月份以来生猪价格急速下跌至行业亏损。此后，受非洲猪瘟疫情对生猪产能及价格影响，生物股份收入增速继续承压，2019Q1生物股份收入增速同比下滑40%。

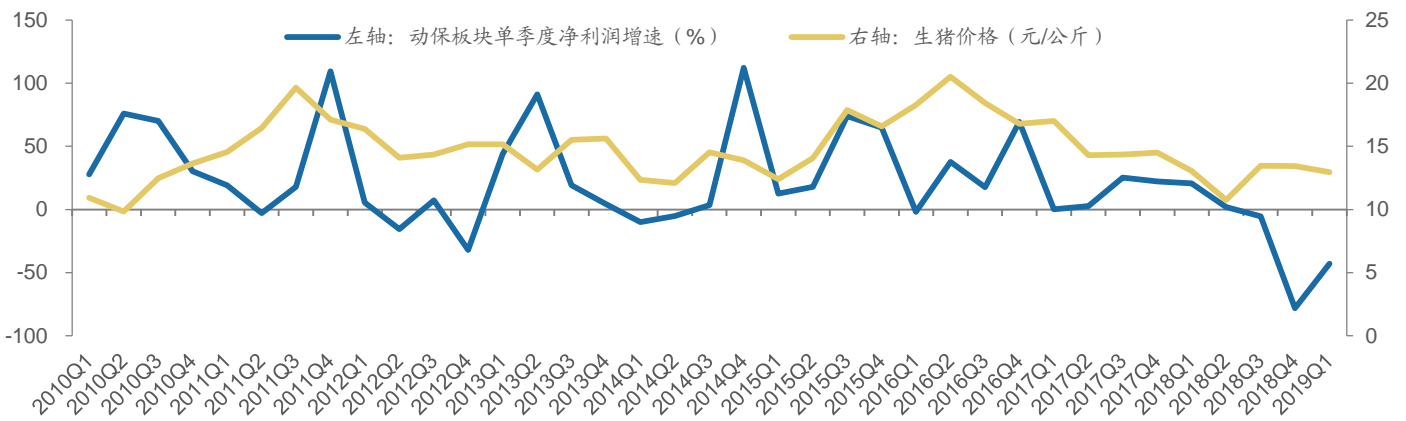
根据农业部数据，截至2019年5月底，全国能繁母猪存栏同比下降23.9%，环比下降4.1%，同比降幅继续扩大；生猪存栏量同比下降22.9%，环比下降4.2%，5月份母猪存栏环比降幅继续扩大。当前行业尚未出现预防非洲猪瘟疫苗且复养成功率较低，在生猪供给拐点出现前猪用疫苗销量仍将维持下降趋势。

图39: 2016年以来动保板块主营收入增速周期性凸显



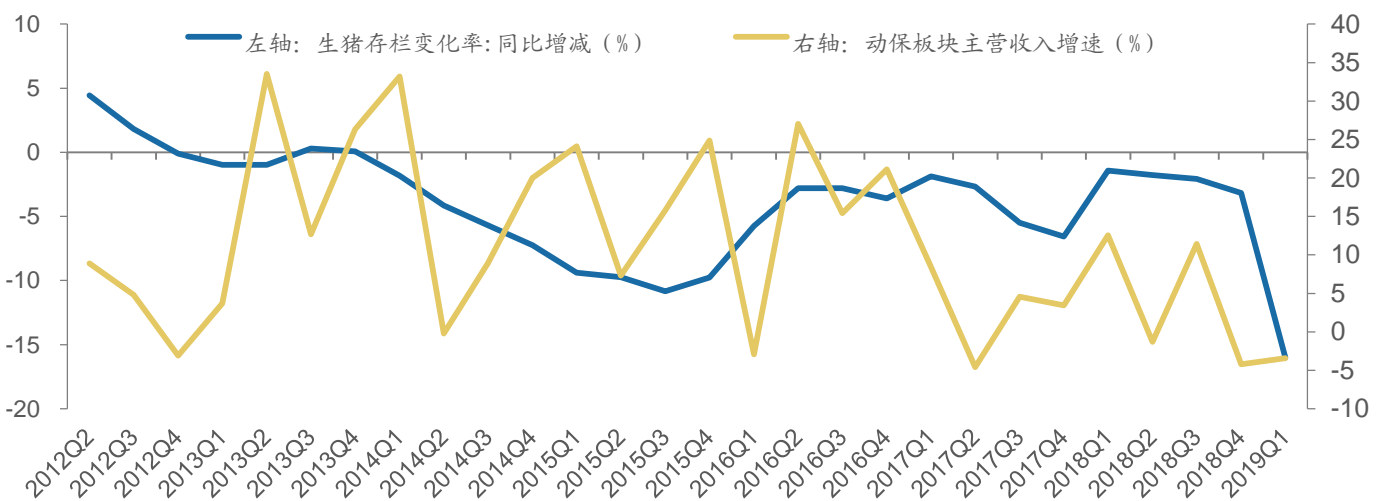
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图40: 2018Q3-2019Q1动保行业净利润同比负增长



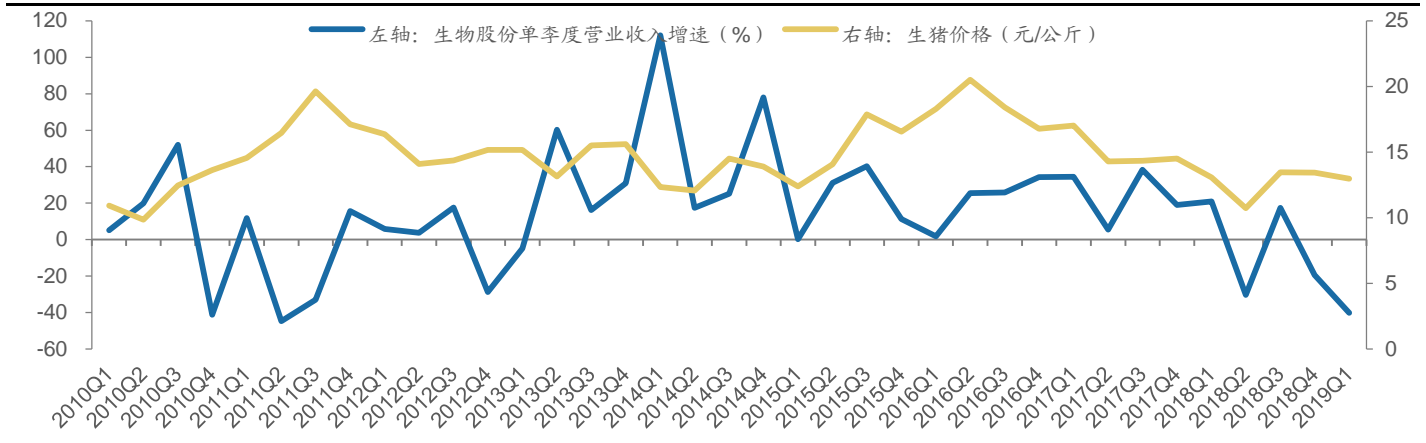
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图41: 生猪存栏量同比变化与动保板块收入增速对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图42: 生物股份口蹄疫销售收入同比增速与生猪价格走势对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 非洲猪瘟疫苗研发处实验室研究阶段，疫苗安全性为首要考虑因素

自2018年8月我国发生非洲猪瘟疫情以来，农业农村部、中国农科院、中科院已启动研究项目，其中中国农业科学院哈尔滨兽药研究所是主导研发单位，国内动保企业对其提供研发经费进行合作。目前从我国不同疫区分离的非洲猪瘟病毒均为基因II型，且为强毒株。5月24日中国农业科学院科研进展通报会报告，哈兽研自主研发非洲猪瘟疫苗研究取得五项阶段性进展：

1. 成功分离我国第一株非洲猪瘟病毒。
2. 创制了非洲猪瘟候选疫苗。
3. 两种候选疫苗株体外和体内遗传稳定性强。
4. 明确了最小保护接种剂量。
5. 临床前中试产品工艺研究初步完成。

此外，基于以上阶段性成果，研究项目组已完成了非洲猪瘟病毒全基因组测定，筛选出了多个天然免疫抑制性病毒基因，完成部分基因免疫抑制机制研究；研制出检测速度快、敏感性及特异性高、稳定性好的病毒核酸和抗原类快速检测试剂盒。

根据农业部规定，我国兽用疫苗研发流程共分为五个研发环节：基础性研究、实验室研究、中性研究、临床研究、新兽药研究。当前哈兽研非洲猪瘟疫苗研发仍处于实验室研究阶段，参照以往研发经验，后续中性研究、临床研究、新兽药研究一般所需时间约为3-5年。

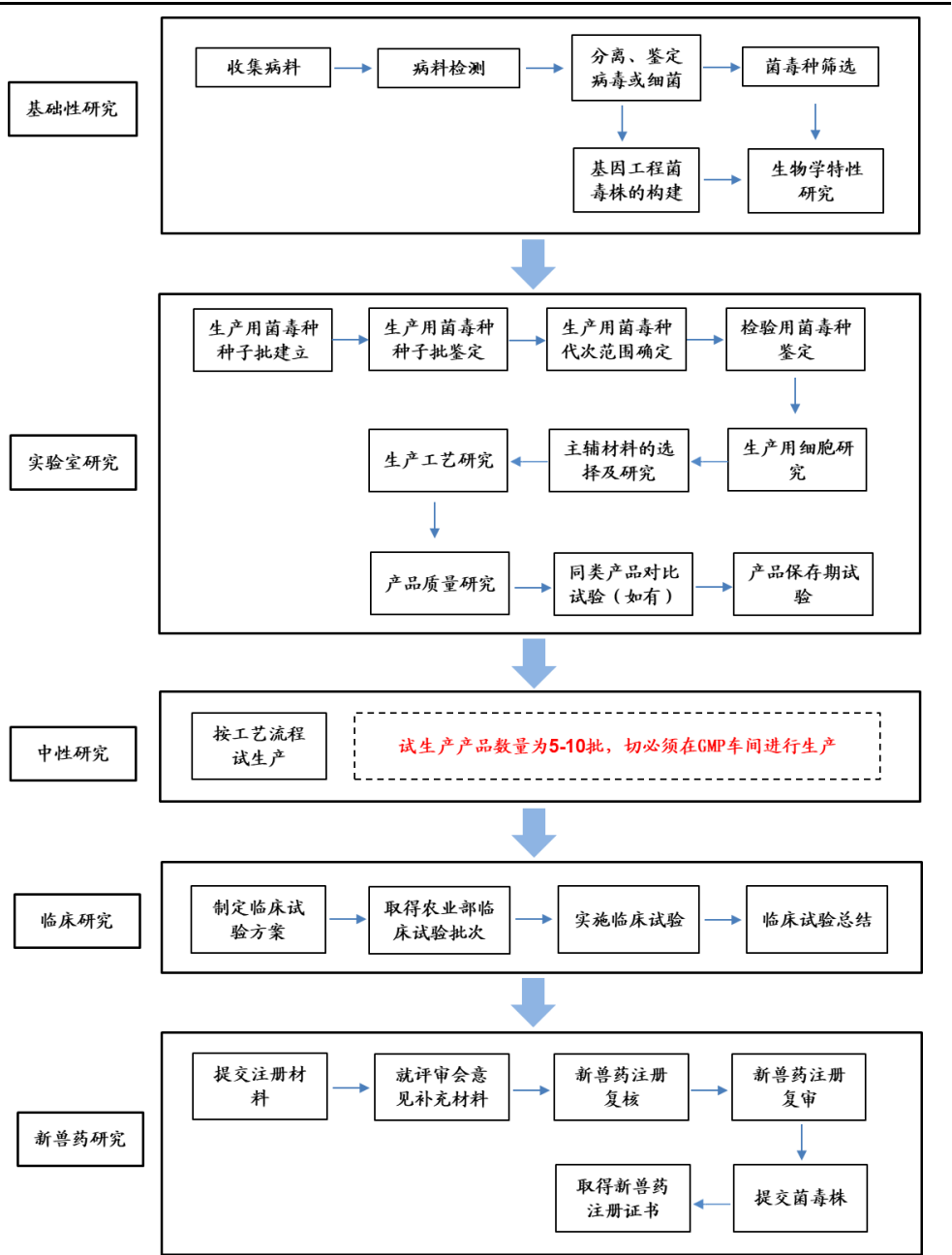
表15: 截至5月24日中国农科院报告我国非洲猪瘟疫苗研发所取得5项阶段性进展

序号	阶段性进展	意义
1	成功分离我国第一株非洲猪瘟病毒	建立了病毒细胞分离及培养系统和动物感染模型，对其感染性、致病力和传播能力等生物学特性进行了较为系统的研究，并揭示了我国非洲猪瘟流行毒株的基因组特点和进化关系

2	创制了非洲猪瘟候选疫苗	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
3	两种候选疫苗株体外和体内遗传稳定性强	分别将两种候选疫苗株在体外原代细胞中连续传代，其生物学特性及基因组序列无明显改变，猪体内连续传代，也未发现明显毒力返强现象。
4	明确了最小保护接种剂量	证明大剂量和重复剂量接种安全
5	临床前中试产品工艺研究初步完成	目前已建立两种候选疫苗的生产种子库，初步完成了疫苗生产种子批纯净性及外源病毒检验，初步优化了候选疫苗的细胞培养及冻干工艺

数据来源：中国农科院、哈尔滨兽药研究所、广发证券发展研究中心

图43: 我国兽用生物制品产学研结合研究过程



数据来源：中国畜牧兽医协会、科前生物公司公告、广发证券发展研究中心



**表16: 我国兽用疫苗研发过程各个阶段工作目标及所需时间**

序号	研发环节	主要工作	工作目标	所需时间
1	基础性研究	收集病料、病料检测、分离鉴定病毒或细菌、菌毒种筛选、生物学特性研究	筛选到适合的菌毒株	1-3年
2	实验室研究	生产用菌毒种种子批建立和鉴定、生产用菌毒种代次范围确定、检验用菌毒种鉴定、生产用细胞研究、主辅材料的选择及研究、生产工艺研究、产品质量研究、同类产品对比实验、产品保存期试验	建立菌毒种种子批, 确定疫苗的生产工艺、安全性、有效性	2-3年
3	中试研究	按生产规程试生产	验证疫苗生产工艺, 确定规模化生产工艺等	约1年
4	临床研究	制定临床试验方案、取得农业部临床试验批件、实施临床试验、临床试验总结	验证疫苗的临床应用的安全性和有效性	约1年
5	新兽药注册	提交注册材料、就评审会意见补充材料、新兽药注册复核、新兽药注册复审、提交菌毒株、取得新兽药注册证书	取得新兽药注册证书	1-3年

数据来源: 农业农村部、科前生物公司公告、广发证券发展研究中心

## 大宗农产品: 白糖筑底关注天气, 新季玉米延续上行

### 白糖筑底确立, 关注主产国变化

根据《中国食品工业年鉴》的数据, 2015/16榨季国内白糖的产量占比食糖约90%, 是最主要的食糖产品。根据广西糖网的数据, 自2016年底创下阶段性高点(7140元/吨)之后, 市场结束长达2年左右的牛市, 步入熊途, 截止6月15日, 柳州白糖现货价收于5320元/吨, 较16年底高点下跌25%, 然而伴随着2018/19榨季收榨, 增产格局基本确认, 漫漫熊市似乎未到尽头; 但关注到广西甘蔗收购价小幅下调、印度天气仍存不确定性、同时巴西制糖比持续低于预期, 白糖周期筑底特征明显, 值得密切关注反转信号。

图44: 白砂糖是国内最主要的食糖产品(2015/16榨季)

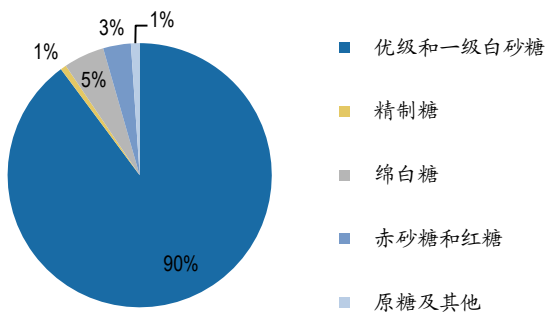


图45: 白糖现价周期下行



数据来源: 广西糖网、郑商所、广发证券发展研究中心

数据来源: 广西糖网、广发证券发展研究中心

国内情况看, 根据糖协估产, 预计19/20榨季国内产量1088万吨, 较18/19榨季1076万吨仍略有增长, 有望实现四连增。考虑进口配额稳定在290万吨, 对应供需缺口约为180万吨, 库销比进一步降低。

表17: 我国食糖业自16/17榨季步入新一轮增产周期

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19 (6月估计)	19/20 (5月预测)	19/20 (6月预测)
糖料播种面积(万亩)	2,369	2,135	2,094	1,376	1,477	1,482	1,482
甘蔗	2,186	1,943	1,838	1,201	1,243	1,243	1,243
甜菜	183	192	257	175	234	239	239
糖料收获面积(万亩)	2,369	2,135	2,094	1,376	1,477	1,482	1,482
甘蔗	2,186	1,943	1,838	1,201	1,243	1,243	1,243
甜菜	183	192	257	175	234	239	239
糖料单产(吨/公顷)	55	57	59	61	58	59	59
甘蔗	62	60	62	67	63	65	65
甜菜	47	54	55	55	53	54	54
食糖产量(万吨)	1,056	870	929	1,031	1,076	1,088	1,088
甘蔗糖	982	785	824	916	944	949	949
甜菜糖	74	85	105	115	132	139	139
收获面积同比	-11.32%	-9.88%	-1.90%	-34.29%	7.34%	0.34%	0.34%
产量同比	-20.74%	-17.56%	6.76%	10.98%	4.36%	1.12%	1.12%

数据来源: 中国糖业协会、广发证券发展研究中心

巴西情况看, 根据ATO的预测, 19/20榨季的收割面积约为933万公顷, 同比下降1%; 2019年厄尔尼诺现象基本确认。基于甘蔗收割面积和天气的判断, 我们预计19/20榨季单产下降4%、甘蔗产量将下降4%。我们的预测, 19/20榨季巴西食糖产量为2865万吨, 同比减少2.9%, 出口量将减少7.2%至1921万吨, 期末库存为3万吨。(详见《大宗农产品专题之五: 白糖之巴西篇》)

表18: 巴西糖供需平衡表 (万吨)

	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E <sup>1</sup>	19/20E <sup>2</sup>
期初库存	26	1	35	95	75	85	92	22	22
产量	3860	3780	3595	3465	3915	3887	2950	3200	2865
进口	0	0	0	0	0	0	0	0	0
出口	2765	2620	2395	2435	2850	2820	1960	2085	1921
消费	1120	1126	1140	1050	1055	1060	1060	1065	1065
期末库存	1	35	95	75	85	92	22	72	3
库存消费比	0.09%	3.11%	8.33%	7.14%	8.06%	8.68%	2.08%	6.76%	0.31%

数据来源: USDA、广发证券发展研究中心

 注: <sup>1</sup>19/20年预测数据来源于ATO; <sup>2</sup>19/20年预测数据来源于广发证券发展研究中心; 巴西市场年度为当年4月至次年3月

印度情况看, 库存依旧高企, 2019年甘蔗产量的不稳定性表现为季风雨的不稳定性。据USDA估计, 19/20榨季甘蔗种植面积将下降8%, 糖份下降0.12个百分点, 基于季风雨降雨顺利的判断, 单产将小幅上升0.33%, 从而甘蔗产量下降7.8%; 与USDA不同, 我们认为, 若季风雨降雨不利, 则下降幅度可能超预期, 单产将降低5%, 从而甘蔗产量下降13%, 食糖产量将减少15.3%, 期末库存将减少17%。若印度季风雨降雨顺利, 19/20榨季印度食糖产量将减少2.2%, 期末库存将减少4%。(详见《大宗农产品专题之六: 白糖之印度篇》)

表19: 印度食糖供需平衡表预测 (万吨)

	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E	19/20E <sup>1</sup>	
								乐观	悲观
期初库存	716.30	937.30	822.70	1060.70	929.40	657.00	1421.40	1758.40	1758.40
产量	2733.70	2660.50	3046.00	2738.50	2220.00	3430.90	3307.00	2802.05	2963.00
进口	172.20	107.80	100.00	190.20	270.10	207.10	120.00	100.00	100.00
出口	126.10	280.60	258.00	380.00	212.50	223.60	340.00	350.00	350.00
消费	2558.80	2602.30	2650.00	2680.00	2550.00	2650.00	2750.00	2850.00	2850.00
期末库存	937.30	822.70	1060.70	929.40	657.00	1421.40	1758.40	1460.40	1621.40
库存消费比 (%)	36.63%	31.61%	40.03%	34.68%	25.76%	53.64%	63.94%	51.24%	56.89%

数据来源: USDA、广发证券发展研究中心

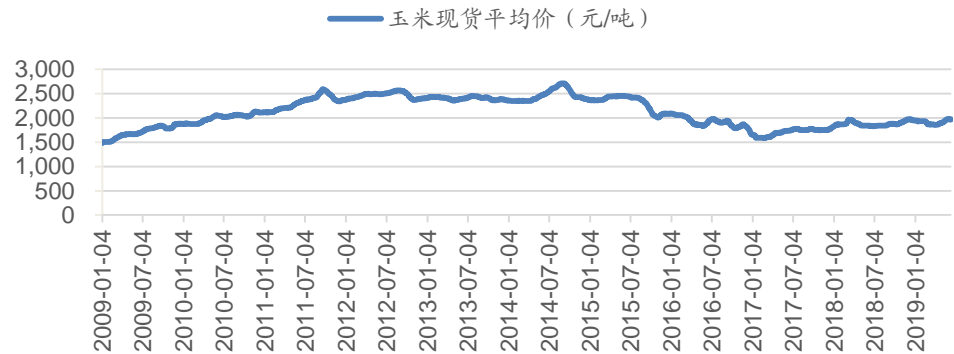
 注: <sup>1</sup>19/20年预测数据来源于广发证券发展研究中心; 印度市场年度为当年10月至次年9月

整体而言, 国际糖价的主要影响国家印度与巴西均受到厄尔尼诺的负面影响而减产的预期, 因此后续天气因素为重点观测指标。但由于印度货币贬值幅度较大同时白糖库存高企, 对华出口金额与数量是白糖周期底部面临的风险因素之一, 此外还应关注油价与巴西雷亚尔的汇率变化。

### 玉米延续上涨趋势，新季玉米缺口凸显

根据中国农业部最新6月玉米供需平衡表，预计2019/20年度我国玉米产量2.54亿吨，同比下降1.16%；玉米消费总需求2.83亿吨，同比下降0.17%；玉米供需缺口进一步拉大，由2018年的2350万吨增至2550万吨。经历了三年市场化价格调整，玉米仍处于去库存阶段中，2019/20年价格上涨趋势确立。

图46：玉米现货均价延续上行趋势



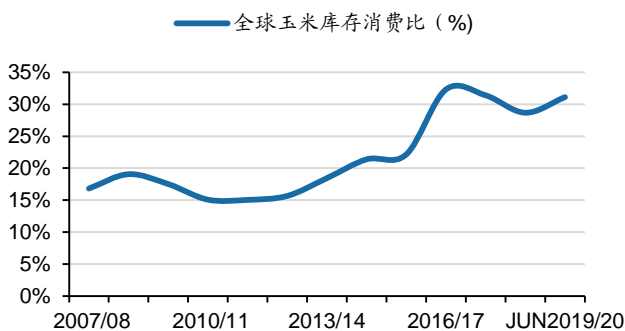
数据来源：农业部、广发证券发展研究中心

表20：中国玉米供需平衡表供需缺口持续扩大

玉米 (万吨)	2017/18	2018/19 (6月估计)	2019/20 (5月预测)	2019/20 (6月预测)
产量	25907	25733	25415	25435
进口	347	250	300	300
消费	27025	28328	28280	28280
出口	2	5	5	5
结余变化	-773	-2350	-2570	-2550

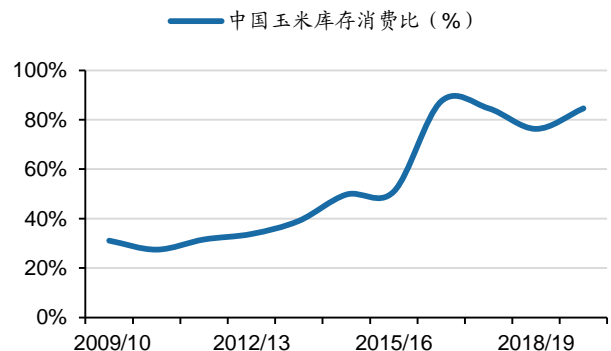
数据来源：农业部、广发证券发展研究中心

图47：全球玉米库存消费比



数据来源：广发证券发展研究中心

图48：中国玉米库存消费比



数据来源：广发证券发展研究中心

供需格局确立的条件下，市场关注最多的是多年压制玉米价格的国储库存情况。2017-2018年，临储玉米共计拍卖约为1.5亿吨，抛储结构如下表所示。但值得注意的是，从国家仓容释放到市场流通上，玉米并没有“消失”了，而是转化为社会库存，整体的玉米库存在减少，不过仍然巨大，库存消费比仍处于历史高位。

我们认为社会库存基本可以覆盖新季缺口，但考虑到饲用需求主要为新季玉米与3年期之内的库存玉米，因此2019年玉米库存结构矛盾会比2018年凸显，工业用玉米供应充裕、临储库存轮换需求上升、社会库存主要为超期玉米亟待消化，但占比60%的饲用与3%的食用需求在换库需求的挤压下会出现供应偏紧，同时玉米长期预期供需缺口始终存在，价格上涨趋势确定。

表21: 2017-2018年玉米抛储总量与结构

年度	抛储总量(万吨)	抛储结构
2017	5746	2011年产玉米累计投放0.2万吨; 2012年产玉米累计投放194.5万吨; 2013年产玉米累计投放2857.5万吨; 2014年成交2694.1万吨。
2018	10014	2013年产玉米累计投放56万吨; 2014年产玉米累计投放5148万吨; 2015年产玉米累计投放4809万吨。

数据来源: 国家粮油信息中心、广发证券发展研究中心

### 大豆受贸易战影响，炒作震荡加剧

由于中美贸易战的影响，从美国进口大豆数量减少，中国大豆的库存消费比出现较大幅度回落。考虑大豆的下游品种与需求分化，非转基因的国产大豆进入食品加工，而进口转基因大豆多于榨油工业。2018年底国内大豆生产者补贴大幅增加、2019年产量预期有所恢复，食用大豆价格有望维持稳定；而进口大豆数量伴随南北美收获季的转换，其主要加工品豆粕价格将呈现较大幅度波动，价格炒作的核心影响要素为中美贸易战的后续进展。

图49: 全球大豆库存消费比

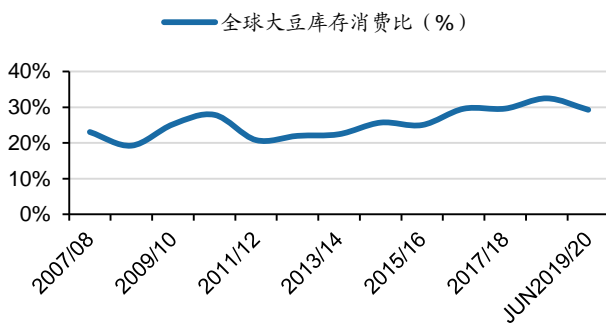
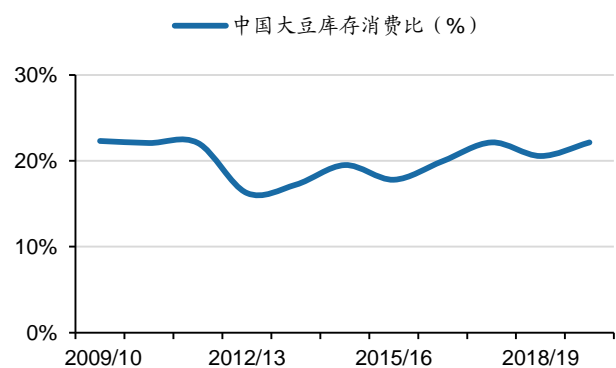


图50: 中国大豆库存消费比



数据来源: 广发证券发展研究中心

数据来源: 广发证券发展研究中心

**表22: 中国大豆供需平衡表**

大豆(万吨)	2016/17	2017/18	2018/19 (6月估计)	2019/20 (5月预测)	2019/20 (6月预测)
产量	1294	1528	1600	1727	1727
进口	8391	9413	8500	8490	8490
消费	9290	10705	10282	10356	10356
出口	13	14	23	15	15
结余变化	382	222	-205	-154	-154

数据来源: 农业部、广发证券发展研究中心

## 风险提示

**农产品价格波动风险:** 农产品极易受到天气影响, 若发生较大自然灾害, 会影响销售情况、运输情况和价格走势;

**疫病风险:** 畜禽类价格的阶段性波动易受到疫病等因素影响;

**政策风险:** 农业政策推进的进度和执行过程易受非政策本身的因素影响, 造成效果不及预期, 影响行业变革速度和公司的经营情况;

**行业竞争与产品风险:** 公司产品(种子、疫苗等)的推广速度受到同行业其他竞争品的影响, 可能造成销售情况不及预期。



## 广发农林牧渔行业研究小组

- 王 乾：首席分析师，复旦大学金融学硕士、管理学学士。2017 年新财富农林牧渔行业入围；2016 年新财富农林牧渔行业第四名，新财富最具潜力分析师第一名，金牛奖农林牧渔行业第一名。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 钱 浩：资深分析师，复旦大学理学硕士、学士，主要覆盖畜禽养殖、农产品加工和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 张斌梅：资深分析师，复旦大学管理学硕士，主要覆盖饲料、种植业、大宗农产品和宠物行业。2017 年加入广发证券发展研究中心。
- 郑颖欣：联系人，复旦大学世界经济学士，曼彻斯特大学发展金融硕士，主要覆盖动物保健、水产板块。2017 年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收



入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。