



Research and
Development Center

农业大年，共享景气

农林牧渔行业 2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 28 日

康敬东 农林牧渔行业分析师

刘 卓 研究助理

农业大年，共享景气

2019 年中期投资策略

2019 年 6 月 28 日

本期内容提要：

- ◆ **上半年行业大幅跑赢大盘，基金持股比例大幅提升。**2019 年 1-6 月（2019.01.01-2019.06.11）申万农林牧渔指数上涨 50.64%，同期沪深 300 指数上涨 23.54%，行业跑赢沪深 300 指数 27.10 个百分点，在申万 28 个行业中排名第 2 位。截至 2019 年一季度末，基金对农业行业的持股比例为 3.17%，较上年同期提升 1.27 个百分点。
- ◆ **行业整体盈利能力未见明显好转。**2019 年一季度根据整体法（下同）计算的行业净资产收益率 0.78%，同比下降 1.23 个百分点；扣除非经常性损益后净资产收益率下降 0.95 个百分点，为 0.51%。毛利率由上年同期的 16.70% 下降至 13.92%，下降 2.78 个百分点。期间费用方面变化不大，19 年一季度农业销售费用、管理费用和财务费用的营收占比分别为 4.04%、5.03%、1.72%，较上年同期分别变化 0.00/-0.60/0.21 个百分点。
- ◆ **投资策略：农业大年，共享景气。****海参板块：**行业供给端主动去产能叠加主产区高温被动减产，需求端增速稳步提升，供需缺口逐步兑现，参价景气有望延续至 2020 年。重点推荐好当家。**食糖板块：**考虑到 19/20 榨季主产区印度干旱和乙醇替代减产、泰国甘蔗的转移种植、巴西新榨季初的极低糖醇比、欧盟增产乏力，全球供需进一步下降甚至出现缺口成大概率事件，供需结余持续下降带动糖业供需的边际改善，糖价有望走出底部，进入 1-2 年的上行周期。建议糖周期底部布局，有望实现估值和业绩的双击。重点推荐中粮糖业。**禽养殖板块：**上游产能偏紧白鸡行业景气期有望延续至明年，期间行业维持景气也将持续催化板块行情逐步向上，建议整体性配置。**种业和种植业：**我国农业基础薄弱，受国外进口的依赖和冲击较大，尤其在中美贸易战后农产品贸易政策被动开放的情况下，亟待供给侧的改革和重整以保证我国农业竞争地位和国家粮食安全。粮食价值相对芯片更是“芯中之芯”，此外今年自然灾害严峻，有望催涨价格，重点推荐北大荒、亚盛集团，建议关注隆平高科。综合来看，农业整体向好，部分细分行业基本面与估值更是背离严重。当前中国经济形势下，随着由量到质、由外到内的加快转变，农业价值愈发显现，板块估值正面临一个重要的历史转折点。
- ◆ **行业评级和投资建议：**我们维持农林牧渔行业的“看好”评级，重点推荐好当家（“增持”评级）、中粮糖业（“增持”评级）、北大荒（“增持”评级）、亚盛集团（“增持”评级），建议关注隆平高科。
- ◆ **风险因素：**价格上涨不达预期、宏观经济系统性风险、疫情和天灾风险、政策变动风险。

证券研究报告

行业研究——投资策略

农林牧渔行业



上次评级：看好，2019.6.24

农林牧渔行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 83326739

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

目录

市场表现：上半年行业大幅跑赢大盘，基金持股比例大幅提升.....	2
上半年行业大幅跑赢大盘，相对大盘估值倍数仍有较大提升空间.....	2
农业板块的基金持股比例大幅提升，板块间差异化显著.....	6
行业概况：行业财务状况整体未见起色.....	10
子版块一 渔业：重点推荐海参板块，景气景气延续.....	12
财务分析：行业整体盈利能力和成长性同比下滑.....	12
海参养殖业供给端：主动去产能叠加主产区被动减产，供给收缩明显.....	13
海参养殖业需求端：健康饮食理念日益增强，需求进入持续稳步增长阶段.....	17
海参价格：供需缺口兑现，景气期有望持续至 2020 年.....	19
投资建议：供给持续偏紧拉长景气期，公司盈利有望不断改善.....	21
子版块二 糖业：供需格局改善，糖价周期上行.....	22
国际糖价：19/20 榨季产需结余值延续下滑，外糖价格有望回暖.....	22
国内糖价：国内糖产量连增三年，19 年有望迎来周期反转.....	23
厄尔尼诺：正在发生，有望延续全年.....	26
投资建议：坚守糖业大周期，不惧短期利空因素.....	27
子版块三 畜禽养殖行业：禽养殖板块享受超长景气.....	28
财务分析：板块盈利同比下滑.....	28
禽养殖业：周期反转中继，禽链高景气延续.....	29
子版块四 种植业：种业价值凸显，关注粮食涨价.....	33
财务分析：盈利能力和成长性有所转好.....	33
种业：种业竞争加剧，兼并重组进程加快.....	34
种植业：供给侧结构性改革稳步推进，天气和虫害有望提振粮食价格.....	34
投资建议：建议关注种业和种植板块核心资产.....	38
行业评级与投资主线.....	39
风险因素.....	39
重点公司推荐.....	39
好当家.....	39
中粮糖业.....	40
北大荒.....	40
亚盛集团.....	41

表目录

表 1：近年农业及其子行业基金持股比例表（%）.....	8
表 2：农业行业财务状况未出现好转.....	11
表 3：渔业行业财务状况.....	12
表 4：2018 年夏季辽宁海参主产地受灾情况.....	16
表 5：我国主要海参养殖模式对比.....	17
表 6：2018 年辽宁海参减产影响预测表.....	17

图目录

图 1：2019 年 1-6 月（2019.1.1-2019.6.11）申万农业跑赢大盘.....	2
图 2：2019 年 1-6 月农业板块行情走势.....	2
图 3：2019 年 1-6 月（2019.1.1-2019.6.11）饲料板块领先农业.....	3
图 4：2019 年 1-6 月畜禽养殖板块行情走势.....	3
图 5：2019 年 1-6 月种植业板块行情走势.....	3
图 6：2019 年 1-6 月渔业板块行情走势.....	3
图 7：2019 年 1-6 月林业板块行情走势.....	4
图 8：2019 年 1-6 月饲料板块行情走势.....	4
图 9：2019 年 1-6 月农产品加工板块行情走势.....	4
图 10：2019 年 1-6 月农业综合板块行情走势.....	4
图 11：2019 年 1-6 月动物保健板块行情走势.....	5
图 12：2019 年 1-6 月农业板块估值（PE,TTM）及相对溢价.....	5
图 13：近年来沪深 300 市盈率 PE(TTM)变化情况.....	5
图 14：近年来申万农业指数相对沪深 300 估值溢价倍数的变化情况.....	5
图 15：农业基金持股比例有所提升.....	6
图 16：农业板块相对 A 股的基金持股比例快速提升.....	6
图 17：基金对农业板块的持股比例季度变化%.....	7
图 18：基金对全部 A 股的持股比例季度变化%.....	7
图 19：基金对农业板块的持股比例年度变化%.....	7
图 20：基金对全部 A 股的持股比例年度变化%.....	7
图 21：子板块基金持股比例总体环比下降.....	8
图 22：农业子板块相对农业基金持股比例倍数.....	8
图 23：国内海参养殖产量（吨）历年变化情况.....	14
图 24：国内海参养殖面积（公顷）历年变化情况.....	14
图 25：国内分区域海参养殖产量（吨）历年变化情况.....	14
图 26：国内海参养殖产量和面积同比增速对比.....	14
图 27：减少产量占辽宁省海参养殖产量的比重（单位：万吨）.....	15
图 28：减少产量占全国海参养殖产量的比重（万吨）.....	15
图 29：受损面积占辽宁省海参养殖面积的比重（单位：万亩）.....	15
图 30：受损面积占全国海参养殖面积的比重（单位：万亩）.....	15
图 31：辽宁池养海参占辽宁海参总养殖面积的比例.....	16
图 32：辽宁高温受灾面积占池养海参面积比例.....	16
图 33：国内粮食和水产品人均占有量及同比变化情况.....	18
图 34：国内城镇化率和 15 岁以上人口占比变化情况.....	18
图 35：鲍鱼价格平稳.....	18
图 36：海参价格（元/公斤）景气上行.....	18
图 37：扇贝价格稳中有升.....	19
图 38：对虾价格维持高位.....	19
图 39：2018 年辽宁减产海参供需变化示意图.....	20
图 40：国内海参大宗价格（元/公斤）走势.....	21
图 41：全球原糖产量及同比变化情况.....	22
图 42：全球糖产需结余变化量（千吨）.....	22

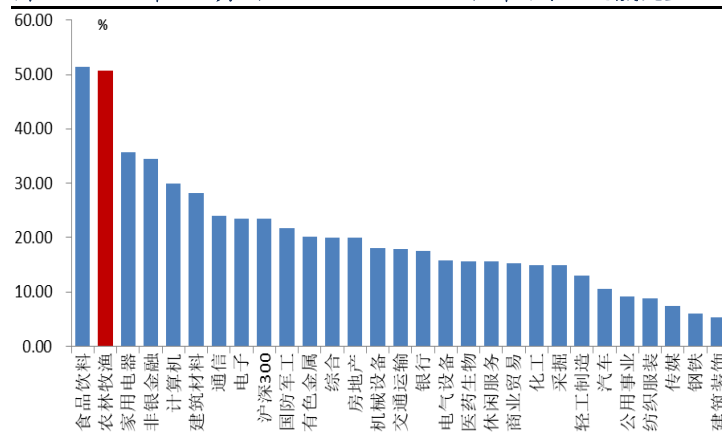
表 7: 全球糖供需平衡表 (单位: 千吨)	22	图 43: 全球糖价与糖产量关系图	23
表 8: 18/19 榨季主产区糖料收购价 (元/吨)	24	图 44: 全球糖价与糖产需结余值关系图	23
表 9: 国内食糖供需平衡表	25	图 45: 我国食糖产量 (千吨) 5-6 年一个周期	23
表 10: 畜禽养殖行业财务状况	28	图 46: 我国食糖产量和糖价周期基本吻合, 呈现 5 年一个周期	24
表 11: 祖代种鸡引种情况	30	图 47: 国内糖价和国际糖价联动	25
表 12: 种植业行业财务状况	33	图 48: 厄尔尼诺指数历年变动情况	26
表 13: 我国对草地贪夜蛾应对情况及进度	38	图 49: 厄尔尼诺发生概率预测 (NOAA)	27
		图 50: 厄尔尼诺发生概率预测 (日本气象厅)	27
		图 51: 历年分季度厄尔尼诺指数	27
		图 52: 国际原糖价格走势 (单位: 美分/磅)	27
		图 53: 信达白鸡指数与鸡苗价格关系图	30
		图 54: 信达白鸡指数与鸡苗价格线性回归函数	30
		图 55: 祖代鸡在产存栏量 (万套) 历年变化情况	31
		图 56: 父母代鸡苗销量 (外销+自用) (万套) 历年变化情况	31
		图 57: 后备父母代存栏量 (万套) 历年变化情况	31
		图 58: 在产父母代存栏量 (万套) 历年变化情况	31
		图 59: 商品代鸡苗销售价格 (元/羽)	32
		图 60: 禽链价格景气向上	32
		图 61: 我国夏粮产量及同比变化情况	35
		图 62: 我国粮食库存连年攀升	35
		图 63: 我国水稻最低收购保护价 (元/50 斤) 历年变化情况	35
		图 64: 我国粮食平均收购价 (元/50 斤) 变动情况	35
		图 65: 我国 5 月主要气象灾害分布图	36
		图 66: 国内 5 月份降水量情况	37
		图 67: 近期国内干旱情况	37

市场表现：上半年行业大幅跑赢大盘，基金持股比例大幅提升

上半年行业大幅跑赢大盘，相对大盘估值倍数仍有较大提升空间

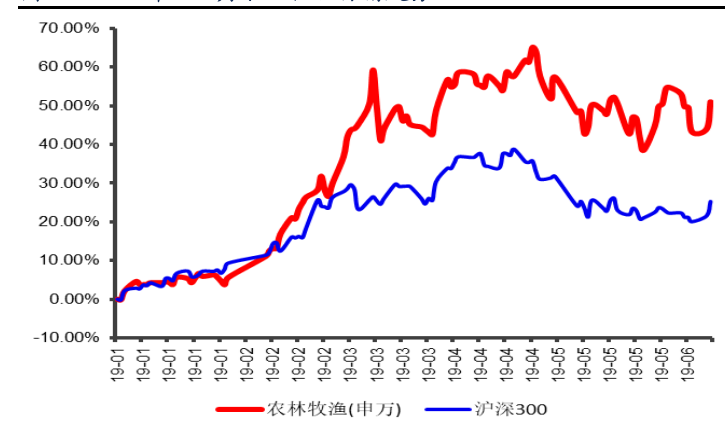
2019年1-6月（2019.01.01-2019.06.11）申万农林牧渔指数上涨50.64%，同期沪深300指数上涨23.54%，行业跑赢沪深300指数27.10个百分点，在申万28个行业中排名第2位。行情走势来看，年初至今市场环境转好，农林牧渔板块超额收益明显。

图 1：2019年1-6月（2019.1.1-2019.6.11）申万农业跑赢大盘



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 2：2019年1-6月农业板块行情走势

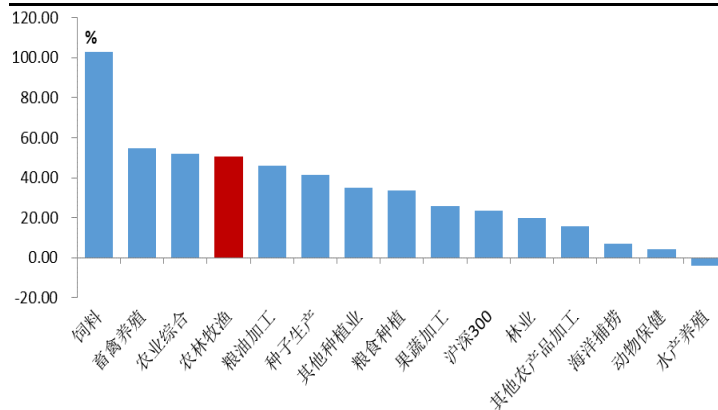


资料来源:万得, 信达证券研发中心

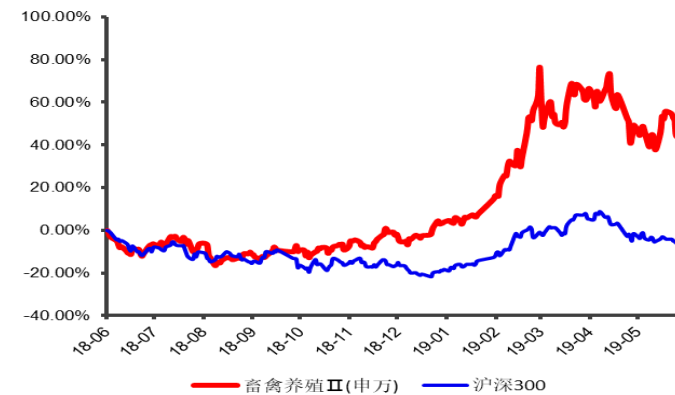
分子版块行情来看，1-6月农业子版块行情分化较大，作为养殖后周期板块，在养殖景气预期的带动下，上半年饲料板块表现不俗，1-6月饲料板块上涨102.93%，相对沪深300获得79.39%的超额收益。

行情走势来看，受产业周期大幅变动影响，畜禽养殖、饲料、动保板块行情走势与沪深300指数偏离度较大，超额收益明显，渔业板块在经历前期上涨后调整幅度加深，林业、农产品加工板块走势与大盘吻合度较高。

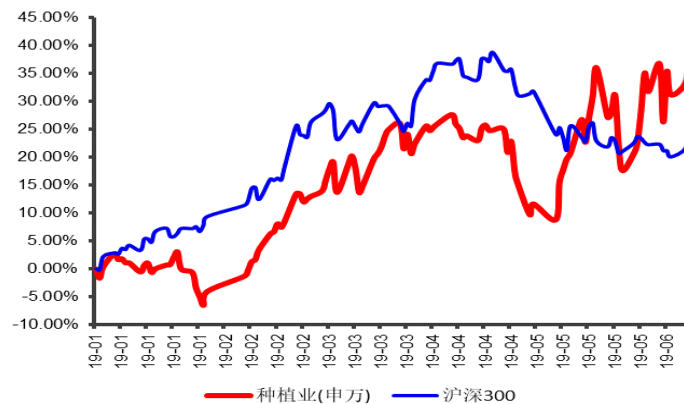
行业估值倍数来看，农业板块PE（TTM，整体法，剔除负值）已经从年初的26倍提升至6月的52倍，估值提升明显快于大盘指数。截至2019年6月11日收盘，农业板块PE倍数52倍，沪深300PE倍数12倍，农业相对沪深300的估值溢价倍数为3.33倍，较年初大幅提升，农业相对沪深300指数的估值溢价已经走出历史底部区间，并呈现稳步向上的趋势，但历史拉长来看，农业相对市场指数的估值溢价仍处于相对低位，上方仍有较大空间。

图 3：2019 年 1-6 月（2019.1.1-2019.6.11）饲料板块领先农业


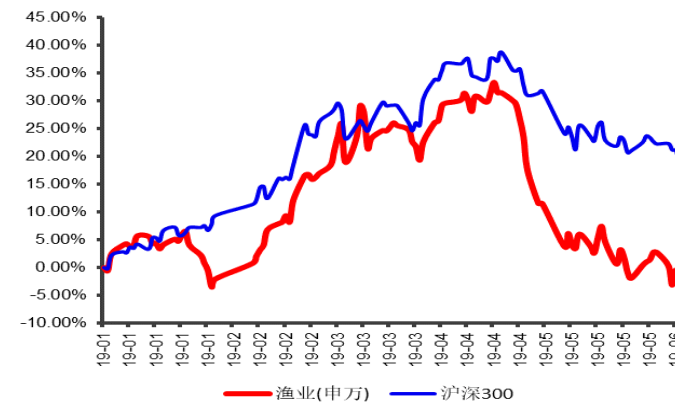
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 4：2019 年 1-6 月畜禽养殖板块行情走势


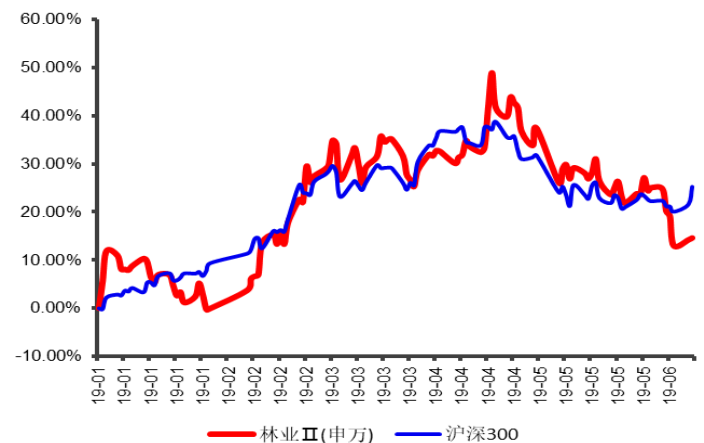
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 5：2019 年 1-6 月种植业板块行情走势


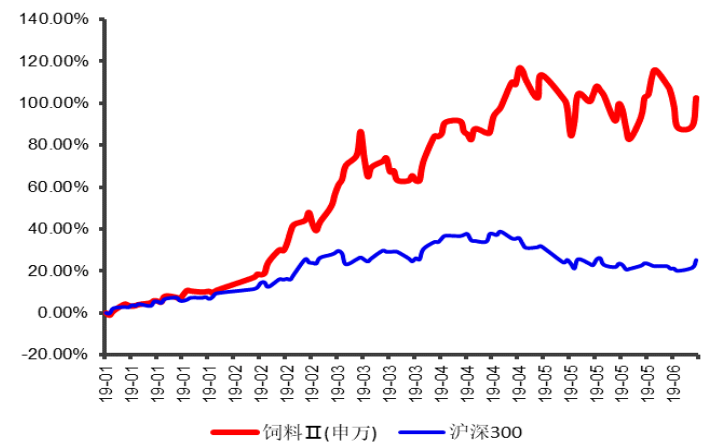
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 6：2019 年 1-6 月渔业板块行情走势


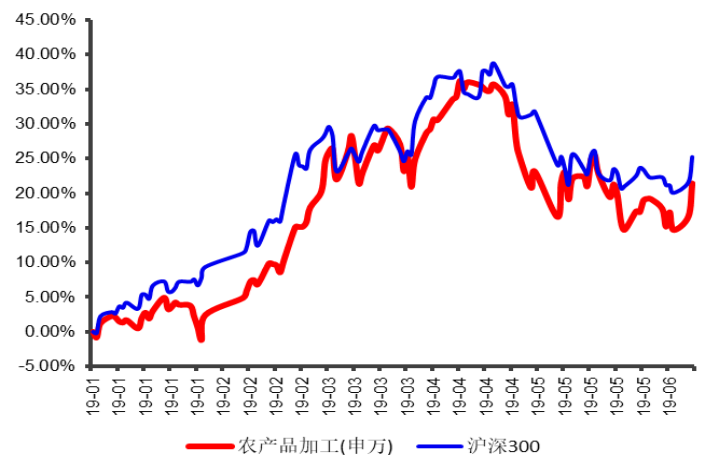
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 7：2019 年 1-6 月林业板块行情走势


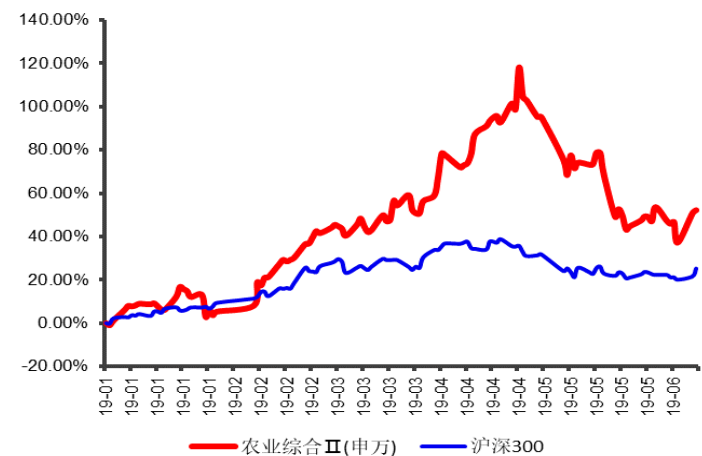
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：2019 年 1-6 月饲料板块行情走势


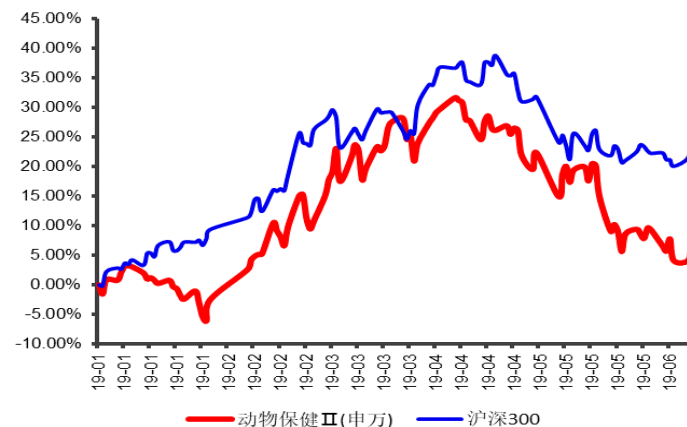
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 9：2019 年 1-6 月农产品加工板块行情走势


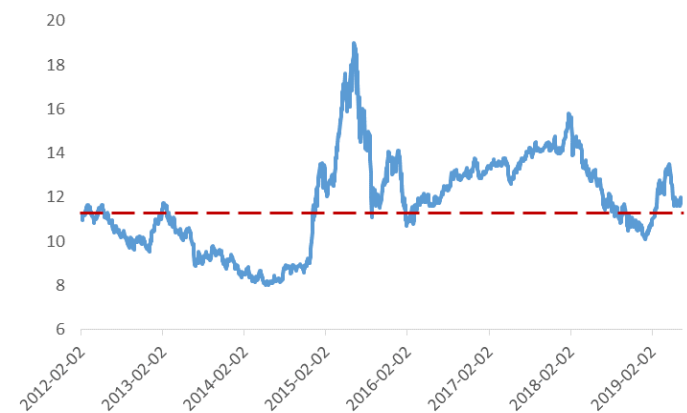
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 10：2019 年 1-6 月农业综合板块行情走势


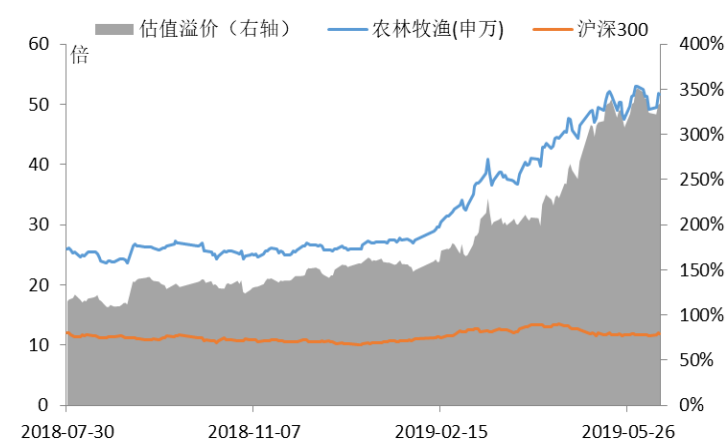
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 11: 2019 年 1-6 月动物保健板块行情走势


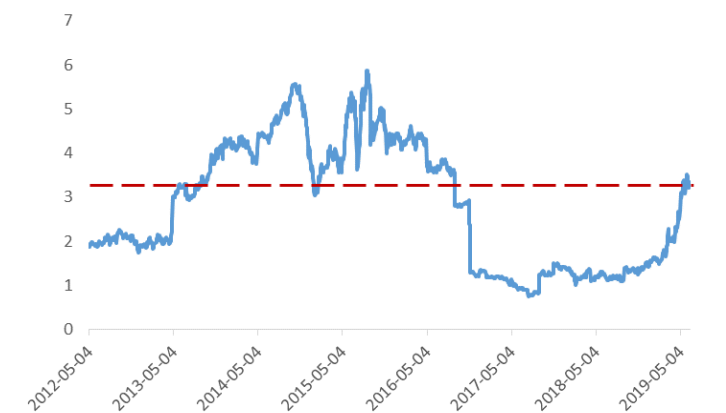
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 13: 近年来沪深 300 市盈率 PE(TTM)变化情况


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 12: 2019 年 1-6 月农业板块估值 (PE,TTM) 及相对溢价


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 14: 近年来申万农业指数相对沪深 300 估值溢价倍数的变化情况


资料来源:万得, 信达证券研发中心

农业板块的基金持股比例大幅提升，板块间差异化显著

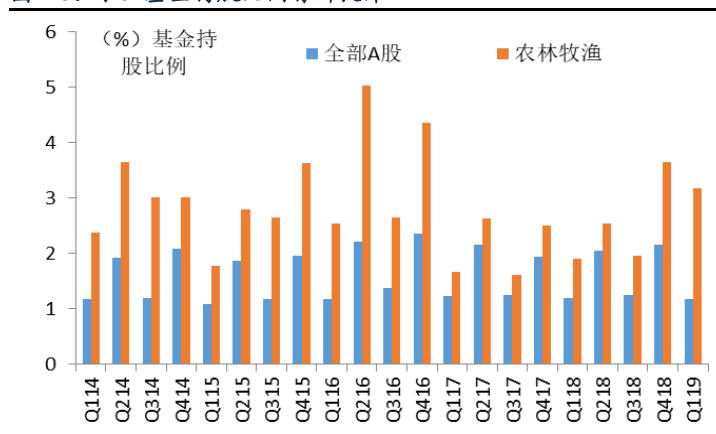
作为机构投资者的代表，基金持股比例在一定程度上反映市场对行业的投资热情，我们通过跟踪基金对农业行业的持股比例（持农业股票数量在农业板块流通盘中的占比）这一指标判断农业板块投资热度的增减情况。

整体来看，从去年四季度开始基金对农业的持股比例有所提升，相对 A 股的持股比例也有明显提升。

绝对持股比例来看，截至 2019 年一季度末，基金对农业行业的持股比例为 3.17%，较上年同期提升 1.27 个百分点，环比下降 0.47 个百分点，基金持股比例有明显的季节性特征，环比变动不具参考意义。同比变化来看，一季度基金对农业板块的持股比例较上年同期相比大幅提升，表明基金对农业的投资热情有所提高。

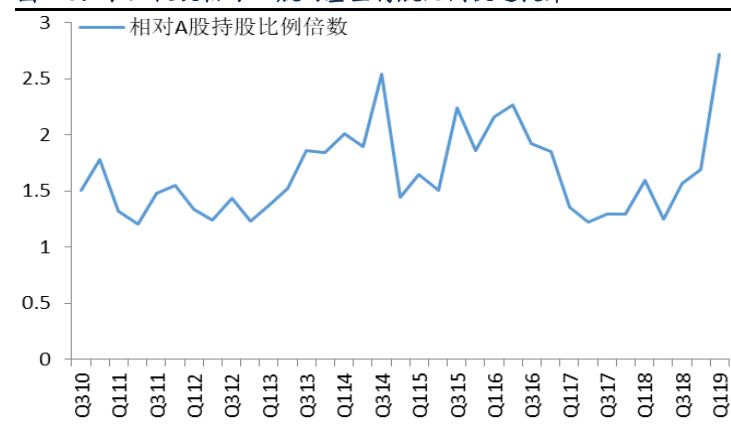
相对持股比例来看，2019 年一季度末基金对农业持股比例相对全部 A 股比例的倍数为 2.72，同比提升 1.12 个百分点，环比提升 1.02 个百分点。相对 A 股的基金持股比例的变化能够说明基金对行业的相对投资热情的变化，从基金对农业的相对 A 股持股比例有所提升这一点可以看出，基金近段时间对农业板块的投资热情要高于对全部 A 股的平均水平。从农业相对持股比例的历史情况来看，2019 年一季度基金对农业的相对持股比例创下近五年的新高，表明基金对行业后市极为看好。

图 15：农业基金持股比例有所提升



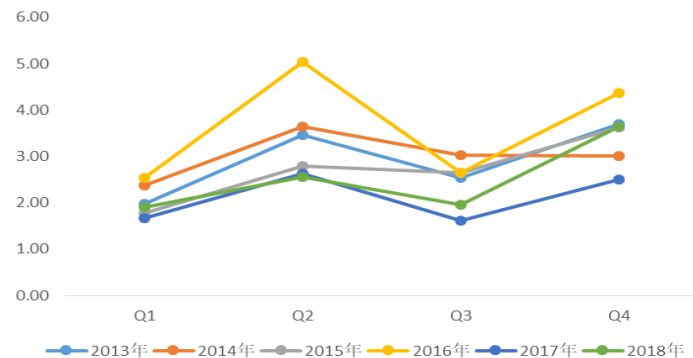
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：农业板块相对 A 股的基金持股比例快速提升

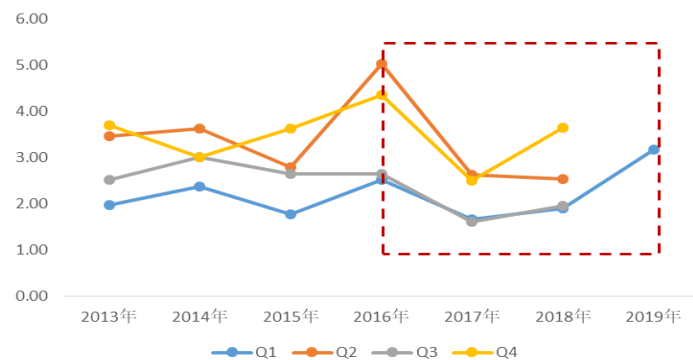


资料来源：万得，信达证券研发中心

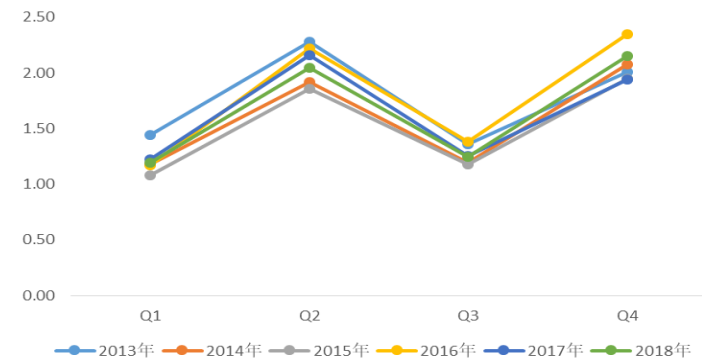
值得注意的是，受基金企业经营机制的影响，基金持股比例表现出明显的季节性特征。通过历史年度的季度变化比较发现，不论是农业板块还是全部 A 股，每年一三季度基金持股比例显著低于二四季度的持股比例。每个季度的年度间变化走势较为一致。从 16 年开始分季度来看，基金对全部 A 股的持股比例均呈现下滑趋势，对农业的持股比例从 18 年四季度开始企稳回升。

图 17: 基金对农业板块的持股比例季度变化%


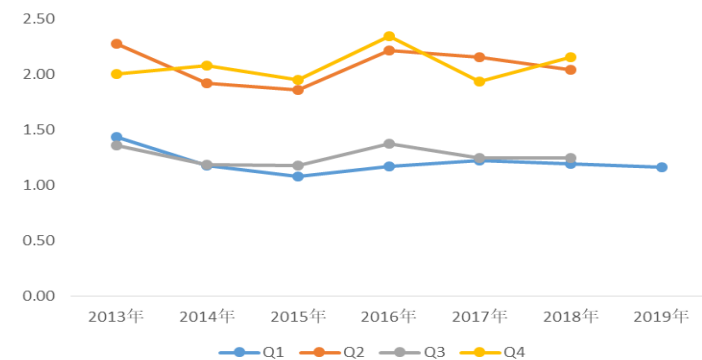
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 基金对农业板块的持股比例年度变化%


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 基金对全部 A 股的持股比例季度变化%


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 基金对全部 A 股的持股比例年度变化%


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

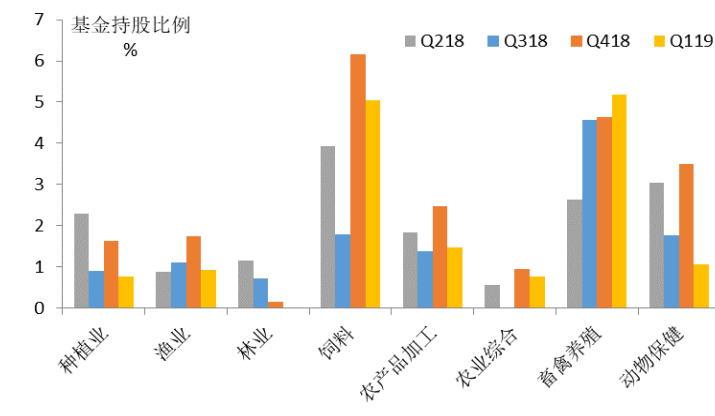
分子板块来看, 板块间分化较大且基金持股比例波动较大。由于基金持股的季节性规律, 一季度板块平均持股比例基本低于上年度末, 但受行业景气预期提升的影响, 畜禽养殖板块一季度基金持股比例大幅提升, 甚至超过上年度末。基金持股比例的走势来看, 畜禽养殖和饲料板块维持相对高位并呈现上行趋势, 其他板块表现稳中偏弱。

绝对持股比例来看, 截至 2019 年一季度末, 农业各子版块中畜禽养殖和饲料的基金持股比例最高, 且同比增长最快。一季度末畜禽养殖业的基金持股比例 5.18%, 同比和环比分别提升 3.08 和 0.54 个百分点, 饲料板块的基金持股比例 5.04%, 同比和环比分别提升 2.95 和下降 1.13 个百分点。

相对持股比例来看, 2019 年一季度末子版块相对农业板块的基金持股比例同比增长从大到小依次是畜禽养殖、饲料、农业综

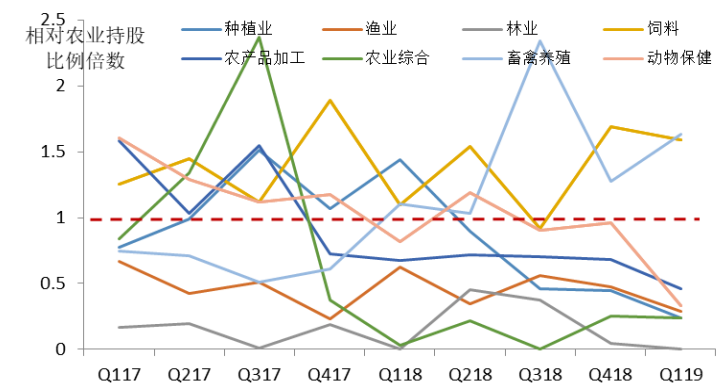
合，同比下降从大到小的子板块是种植业、动物保健、渔业和农产品加工；子板块中仅畜禽养殖相对持股比例环比提升，环比下降从大到小依次是动物保健、农产品加工、种植业、渔业、饲料和林业板块。从子板块相对农业基金持股比例的历史变化来看，畜禽养殖、饲料板块长期基本能够跑赢行业平均（相对农业持股比例倍数大于 1），部分子板块如动物保健 2018 年起出现明显回调，并跌至行业平均以下，种植业、农业综合等板块长期处于相对持股比例的底部。

图 21：子板块基金持股比例总体环比下降



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：农业子板块相对农业基金持股比例倍数



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 1：近年农业及其子行业基金持股比例表 (%)

	农林牧渔	全部 A 股	种植业	渔业	林业	饲料	农产品加工	农业综合	畜禽养殖	动物保健
Q111	1.97	1.49	1.71	2.77	0.53	1.43	3.45	1.31	0.91	3.44
Q211	3.08	2.55	3.44	2.99	1.13	2.72	4.96	3.74	0.94	3.49
Q311	2.33	1.57	2.15	2.07	1.98	2.06	2.98	3.98	2.09	3.21
Q411	3.81	2.46	4.47	4.96	1.45	3.16	4.10	10.89	2.83	4.00
Q112	2.04	1.52	1.73	3.41	0.57	1.78	2.80	3.65	1.65	2.35
Q212	3.08	2.48	3.34	2.75	2.64	3.55	2.39	1.83	3.19	2.77
Q312	2.14	1.49	2.16	1.52	3.13	2.42	2.09	0.55	2.05	1.68
Q412	3.06	2.49	4.82	2.38	1.89	3.95	1.22	0.64	2.43	1.42
Q113	1.98	1.44	2.84	1.63	1.51	1.60	1.40		2.23	1.60
Q213	3.47	2.28	5.76	1.69	1.15	4.56	1.57	0.22	2.46	1.30
Q313	2.53	1.36	3.38	1.77	4.16	2.40	1.71	1.04	2.63	2.40
Q413	3.70	2.01	3.31	1.28	0.60	7.02	1.86	1.81	3.95	2.82
Q114	2.37	1.18	1.72	0.54	0.55	3.25	1.37	4.33	4.15	2.98
Q214	3.64	1.92	2.79	0.96	1.79	5.88	2.02	3.63	5.16	3.35

Q314	3.02	1.19	3.12	1.15	1.65	3.85	1.77	3.02	4.62	2.32
Q414	3.01	2.08	2.78	1.26	0.76	4.34	1.56	3.94	4.47	2.17
Q115	1.78	1.08	1.20	1.50	1.05	1.74	1.62	2.94	3.37	0.93
Q215	2.80	1.86	2.19	4.28	1.37	2.40	2.16	0.90	5.36	1.44
Q315	2.64	1.18	3.22	3.49	0.68	1.74	1.83	2.03	4.73	1.22
Q415	3.63	1.95	2.68	4.20	0.99	3.94	2.20	3.52	5.51	4.12
Q116	2.53	1.17	1.45	3.03	0.87	1.94	1.84	2.50	4.99	2.68
Q216	5.03	2.22	2.61	3.38	1.76	7.56	4.31	3.09	6.69	5.73
Q316	2.65	1.38	1.84	1.56	0.31	2.93	2.86	1.72	3.94	3.63
Q416	4.36	2.35	4.57	2.82	0.53	4.75	5.71	1.63	4.05	5.73
Q117	1.66	1.23	1.29	1.12	0.28	2.09	2.63	1.40	1.25	2.67
Q217	2.63	2.16	2.61	1.12	0.52	3.80	2.73	3.53	1.87	3.41
Q317	1.62	1.25	2.44	0.83	0.01	1.81	2.50	3.84	0.82	1.81
Q417	2.51	1.94	2.67	0.57	0.48	4.74	1.82	0.94	1.53	2.95
Q118	1.90	1.19	2.73	1.18		2.09	1.28	0.06	2.10	1.56
Q218	2.55	2.05	2.28	0.89	1.15	3.92	1.83	0.56	2.63	3.03
Q318	1.95	1.25	0.90	1.09	0.73	1.79	1.37		4.56	1.77
Q418	3.64	2.15	1.62	1.74	0.16	6.17	2.48	0.93	4.64	3.50
Q119	3.17	1.17	0.76	0.92		5.04	1.46	0.77	5.18	1.06
同比	1.27	-0.03	-1.97	-0.26	0.00	2.95	0.17	0.71	3.08	-0.50
环比	-0.47	-0.99	-0.86	-0.82	-0.16	-1.13	-1.02	-0.17	0.54	-2.44

资料来源：万得，信达证券研发中心

行业概况：行业财务状况整体未见起色

盈利能力方面，净资产收益率同比下降。2019年一季度根据整体法（下同）计算的行业净资产收益率0.78%，同比下降1.23个百分点；扣除非经常性损益后净资产收益率下降0.95个百分点，为0.51%。毛利率由上年同期的16.70%下降至13.92%，下降2.78个百分点。期间费用方面变化不大，19年一季度农业销售费用、管理费用和财务费用的营收占比分别为4.04%、5.03%、1.72%，较上年同期分别变化0.00/-0.60/0.21个百分点。

收益质量方面，经营活动净收益的利润占比有所下降。2019年一季度行业经营活动净收益占利润总额的比例为45.32%，同比下降23.05个百分点。扣除非经常性损益的净利润在净利润中占比由上年同期的72.47%下降至65.19%，下降7.28个百分点。

现金流量方面，同比有所改善。2019年一季度行业经营活动产生的净现金占营业收入比例为3.83%，同增2.18个百分点。

资本结构方面，负债率同比提升。2019年一季度末行业资产负债率为48.91%，同比提升3.70个百分点，近三年持续攀升。流动资产占总资产的比率同比下降0.62个百分点，为43.83%。

偿债能力方面，短期偿债能力小幅下滑。2019年一季度行业流动比率和速动比率同比分别下降0.18和0.12至1.12、0.70。

营运能力方面，同比变化不大。2019年一季度存货周转率为0.98次，同比提升0.03次，应收账款周转率由上年同期的3.84次下降至3.82次，总资产周转率由上年同期的0.18次提升至0.19次。

成长能力方面，营收增速同比下滑，净利降速加快。2019年一季度行业营收增长率7.57%，较上年同期下降0.92个百分点；19年一季度行业归属母公司净利润同比下降61.99%，降速有所加快，同比下降49.73个百分点。

表 2：农业行业财务状况未出现好转

财务分析	指标	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	同比变动
盈利能力	净资产收益率-平均%	2.41	2.02	0.78	-1.23
	扣除非经常损益后的净资产收益率-平均%	1.98	1.46	0.51	-0.95
	销售毛利率%	15.41	16.70	13.92	-2.78
	营业总成本/营业总收入%	95.07	95.39	98.66	3.27
	销售费用/营业总收入%	3.73	4.05	4.04	0.00
	管理费用/营业总收入%	4.77	5.64	5.03	-0.60
	财务费用/营业总收入%	1.12	1.51	1.72	0.21
收益质量	经营活动净收益/利润总额%	69.53	68.36	45.32	-23.05
	扣除非经常损益后的净利润/净利润%	82.40	72.47	65.19	-7.28
现金流量	经营活动产生的现金流量净额/营业收入%	-4.97	1.65	3.83	2.18
	资本支出/折旧和摊销%	-	-	-	-
资本结构	资产负债率%	43.64	45.20	48.91	3.70
	流动资产/总资产%	49.16	44.44	43.83	-0.62
	流动负债/负债合计%	80.38	75.67	80.06	4.39
偿债能力	流动比率	1.40	1.30	1.12	-0.18
	速动比率	0.92	0.82	0.70	-0.12
	已获利息倍数(算术平均)	-46.06	13.19	66.16	52.97
营运能力	存货周转率次	1.09	0.95	0.98	0.03
	应收账款周转率次	3.66	3.84	3.82	-0.02
	总资产周转率次	0.21	0.18	0.19	0.00
成长能力	营业收入合计(同比增长率)%	41.80	8.49	7.57	-0.92
	归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)%	0.99	-12.26	-61.99	-49.73

资料来源：万得，信达证券研发中心

子版块一 渔业：重点推荐海参板块，参价景气延续

财务分析：行业整体盈利能力和成长性同比下滑

盈利能力方面，2019年一季度渔业上市公司平均陷入亏损，ROE较上年同期下降1.46个百分点至-0.34%，扣非后净资产收益率为-0.44%，较上年同期下降0.99个百分点，销售毛利率同比下降3.34个百分点至16.57%。期间费用整体有所提升，2019年一季度行业销售费用和财务费用的营收占比分别为6.85%和3.70%，较上年同期分别提升0.61和0.43个百分点，管理费用率同比小幅下降0.21个百分点至6.63%。

现金流方面，2019年一季度经营活动产生的净现金流的营收占比同比提升16.94个百分点至15.92%。

成长性方面，2019年一季度渔业营收增速较上年同期大幅下滑，一季度营收同比增长0.33%，增速较上年同期下滑16.81个百分点，归母净利润增速由上年同期的480.28%下降至-151.15%。

表 3：渔业行业财务状况

财务分析	指标	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	同比变动
盈利能力	净资产收益率-平均%	0.20	1.12	-0.34	-1.46
	扣除非经常损益后的净资产收益率-平均%	0.12	0.55	-0.44	-0.99
	销售毛利率%	17.29	19.91	16.57	-3.34
	营业总成本/营业总收入%	98.80	96.93	101.53	4.60
	销售费用/营业总收入%	6.38	6.24	6.85	0.61
	管理费用/营业总收入%	6.20	6.84	6.63	-0.21
	财务费用/营业总收入%	3.08	3.27	3.70	0.43
收益质量	经营活动净收益/利润总额%	64.28	46.13	0.00	-46.13
	扣除非经常损益后的净利润/净利润%	59.41	49.01	0.00	-49.01
现金流量	经营活动产生的现金流量净额/营业收入%	-4.20	-1.02	15.92	16.94
	资本支出/折旧和摊销%	-	-	-	-
资本结构	资产负债率%	37.60	38.18	44.79	6.62
	流动资产/总资产%	47.78	49.12	53.61	4.49
	流动负债/负债合计%	82.18	81.15	84.79	3.64
偿债能力	流动比率	1.55	1.59	1.41	-0.17
	速动比率	0.76	0.85	0.74	-0.11

	已获利息倍数(算术平均)	11.03	5.22	0.01	-5.22
营运能力	存货周转率次	0.37	0.43	0.41	-0.02
	应收账款周转率次	1.55	1.53	1.66	0.13
	总资产周转率次	0.11	0.12	0.12	0.01
	营业收入合计(同比增长率)%	30.31	17.14	0.33	-16.81
成长能力	归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)%	163.31	480.28	-151.15	-631.42

资料来源：万得，信达证券研发中心

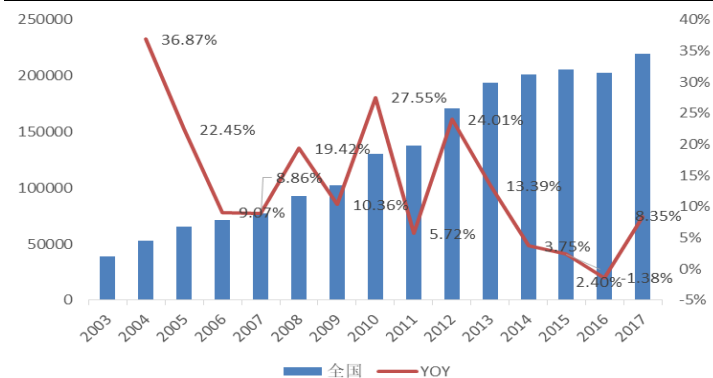
海参养殖业供给端：主动去产能叠加主产区被动减产，供给收缩明显

海参养殖价格受供需主导，需求增速平稳，供给受两因素影响持续减少，其一行业主动去产能，其二主产区大规模被动减产，两个方面共同导致海参养殖业供给持续收缩，行业高景气延续期拉长。

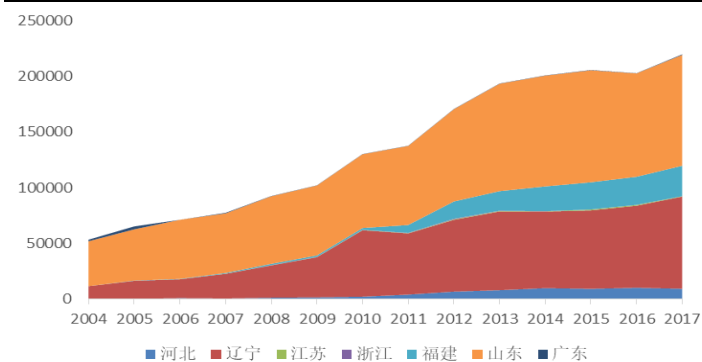
（一）行业主动产能去化明显，未来增速放缓

2003年至2013年我国海参养殖行业经历了“黄金十年”，价格高景气拉动行业产能迅速扩张，海参养殖产量和养殖面积年复合增长率均超过15%。2013年起受消费限制政策影响进入供需过剩阶段，参价承压下行，从2013年220元/公斤的高位最低跌至2016年的80元/公斤，期间基于行情低迷和未来的悲观预期行业开始主动去产能，表现为部分养殖户退出和养殖规模增长放慢，2013年以后全国养殖总产量和养殖面积增速趋势下滑，并在2016年出现养殖产量和面积的双重负增长。2016年产能出清拉动参价触底反弹，行情复苏的驱动下行业供给量有所回升，2017年海参养殖产量和养殖面积同比增速分别为8.35%和3.79%。2017年海参产量回升表现出一定的区域性特征，主产地产量增长，非主产地产量下降，2017年三大主产地辽宁、山东、福建海参养殖产量分别达到8.28万吨、9.96万吨、2.74万吨，较上年分别增长12.32%、7.32%、8.46%，主要与主产区的资源禀赋有关，行业供给格局方面未来仍然呈现主产区低增速、非主产区逐步退出的趋势。我们比较我国海参养殖产量与养殖面积增速发现，尽管海参养殖周期在2-4年，但养殖面积变化并没有领先养殖产量变化，走势趋于一致，我们认为养殖面积的统计是以当年收获面积为依据的，因此无法将养殖面积作为未来养殖产量的前瞻性指标。

本轮参价向上周期（2016年底开始）的启动是由行业自发性产能出清（由17年产量和价格同步回升可以验证出清）和需求稳步增长引起的，排除极端天气等因素，供应端来看，在海域资源环境恶化以及总量瓶颈的限制下海参养殖产能将维持低速增长。

图 23: 国内海参养殖产量(吨)历年变化情况


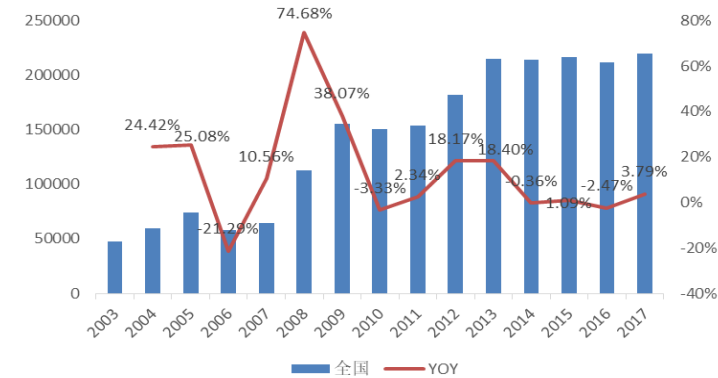
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 国内分区域海参养殖产量(吨)历年变化情况


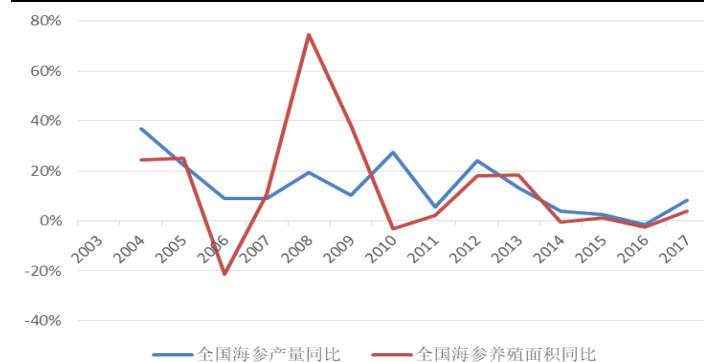
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

(二) 2018 年夏季辽宁海参减产影响较大, 行业最早将于 2021 年恢复供应量

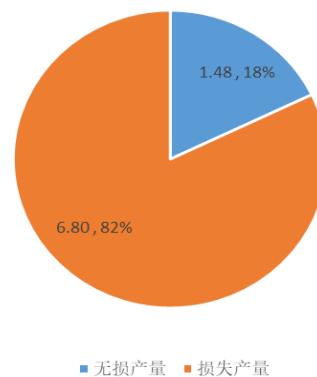
2018 年夏季, 持续高温对我国主产区辽宁省的海参养殖业造成毁灭性打击。据央视财经报道, 辽宁省受高温灾害损失面积 95 万亩, 损失产量 6.8 万吨, 经济损失 68.7 亿元, 其中大连地区受损最为严重, 大连受灾面积为 63 万亩, 死亡率 70%, 损失产量 4.41 万吨, 经济损失 40 亿元。本次辽宁受高温影响减少的产量占 2017 年辽宁海参养殖总产量的 82%, 占 2017 年全国海参养殖产量的 31%, 本次受损面积占 2017 年辽宁海参养殖总面积的 51%, 占 2017 年全国海参养殖总面积的 29%。2018 年夏季辽宁高温减产对行业造成供应缺口大、恢复时间长的影响, 对行业景气反转起到进一步推动的作用。

图 24: 国内海参养殖面积(公顷)历年变化情况


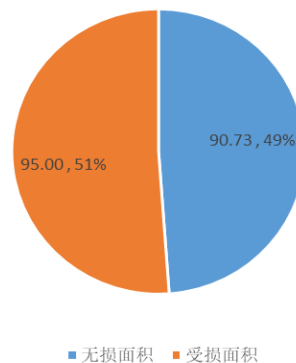
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 26: 国内海参养殖产量和面积同比增速对比


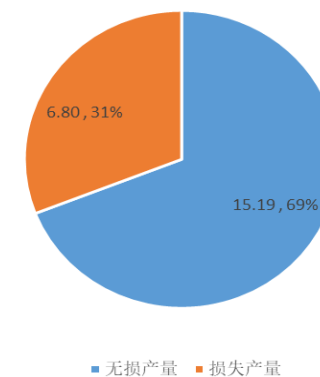
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 减少产量占辽宁省海参养殖产量的比重 (单位: 万吨)


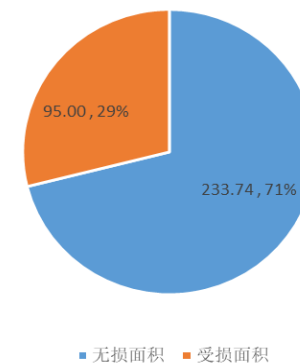
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 受损面积占辽宁省海参养殖面积的比重 (单位: 万亩)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 减少产量占全国海参养殖产量的比重 (万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 30: 受损面积占全国海参养殖面积的比重 (单位: 万亩)


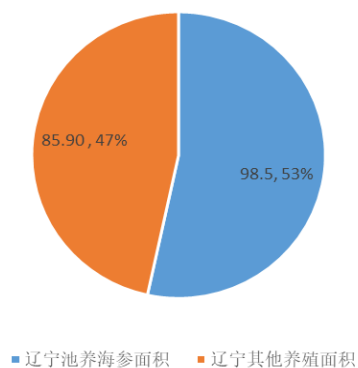
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 4：2018 年夏季辽宁海参主产地受灾情况

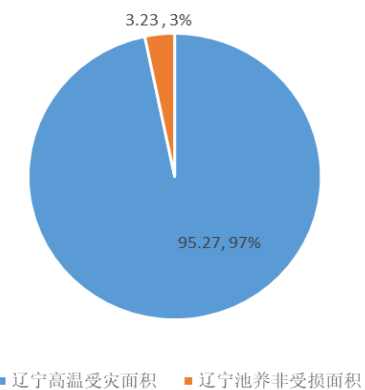
地区	受灾面积 (万亩)	死亡率	损失产量 (万吨)	经济损失 (亿元)
大连	63.00	70.00%	4.41	40.0
锦州	20.00	70.00%	1.40	16.8
葫芦岛	5.80	80.00%	0.46	5.6
盘锦	4.87	80.00%	0.39	4.7
营口	1.30	90.00%	0.12	1.4
丹东	0.30	50.00%	0.02	0.2
合计	95.27		6.80	68.7

资料来源：央视财经，信达证券研发中心

据央视财经报道，辽宁省海参养殖面积 184.4 万亩，其中池塘养殖面积 98.5 万亩，占比达到一半以上，本次辽宁受灾面积达 95.27 万亩，也主要是池养海参。从损失产量占总产量的比例远远超过受灾面积占总面积的比例可以看出，池养海参养殖密度大，单产较高，自然也面临更多风险。对比来看，海参各养殖模式各有优劣。

图 31：辽宁池养海参占辽宁海参总养殖面积的比例


资料来源：央视财经，信达证券研发中心

图 32：辽宁高温受灾面积占池养海参面积比例


资料来源：央视财经，信达证券研发中心

表 5：我国主要海参养殖模式对比

海参养殖模式	主要特征	优势	劣势
池养或棚养	人工圈养	人工干预光照、投饵，海参生长速度快，1-2 年长成。	海参体质弱，为防控疫病风险一般投放激素和药物，营养价值低，同时养殖过程中外界风险暴露较多。
一般围海养殖	浅海围海养殖	类似人工圈养，养殖效率仅次于池养或棚养。	营养价值低，易受外界风险影响。
深海围堰养殖	大面积围海养殖，养殖海域较深	一般投苗不投饵，海参生长环境接近野生，营养留存高，人为优化海域环境和防控相关风险。	投入和维持成本较高。
底播	完全开放海域养殖，近似野生	近似野生海参，最具营养价值。	风险防控难度较大。

资料来源：信达证券研发中心

2018 年夏季辽宁海参高温减产影响测算：从景气持续性来看，本次参价景气有望延长至 2020 年，减少产量最早将在 2021 年补足。今夏辽宁损失海参为生长期全阶段的海参，辽参圈养海按照两年生长周期保守假设（辽参圈养海参生长期至少两年，生长期越长本次减产影响越久），且根据春季和秋季的投苗规律，每年捕捞季圈养海参按照生长周期划分，可以分为半年生、一年生、一年半生和两年生海参四个阶段。今夏高温对全生长期海参影响相当，各阶段海参损失均较为严重。且受秋捕海参绝收造成的经济损失影响，辽宁养殖户资金周转紧张，投苗意愿和投苗能力均受影响，多数辽宁圈养户不再投苗，选择秋季对海参池进行防高温改造。受补苗限制影响，辽宁海参育苗场出现滞销，同时夏季高温影响海参苗种减产 20%左右。我们按照海参不同生长阶段对本次高温辽参减产影响进行估算，我们预计今年高温对辽宁海参造成的减产缺口最早能在 2021 年补足并恢复正常，2019-2020 年每年捕捞季均会产生和今年基本相等的供给缺口，海参价格景气有望延续至 2020 年。

表 6：2018 年辽宁海参减产影响预测表

生长期	2018 年春	2018 年秋	2019 年春	2019 年秋	2020 年春	2020 年秋	2021 年春	2021 年秋
苗种	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓
半年	✓	×	×	✓	✓	✓	✓	✓
一年	✓	×	×	×	✓	✓	✓	✓
一年半	✓	×	×	×	×	✓	✓	✓
二年	✓	×	×	×	×	×	✓	✓

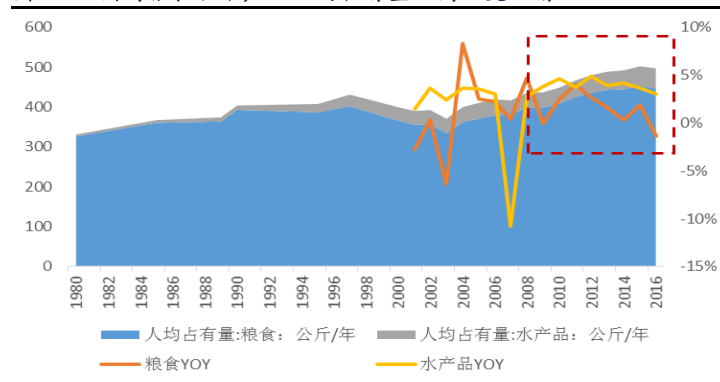
资料来源：信达证券研发中心；注：✓表示海参充足，×表示海参缺少。

海参养殖业需求端：健康饮食理念日益增强，需求进入持续稳步增长阶段

随着经济和社会的快速发展，消费者对健康饮食愈加重视，水产品不仅能提供高价值蛋白也能提供必需微量元素、矿物质和脂肪酸，而海产品有更多附加价值，因此水产品包括多数昔日归入奢侈消费的海产品、海珍品也日益被更多消费者选择，据万得数据显示，2017 年国内水产品年人均占有量为 46.49 公斤，同比增长 0.48%，增速高于人均占有粮食量，近几年水产品的增速均高于粮食。总的来说，影响海产品需求变化的因素包括两个方面，第一个是市场渗透率提升，经济社会发展（人均收入提升、绿色健康理念增强）使得原有消费结构中不同部分的人群对水产品包括高端海产品的消费量增加，第二个是市场

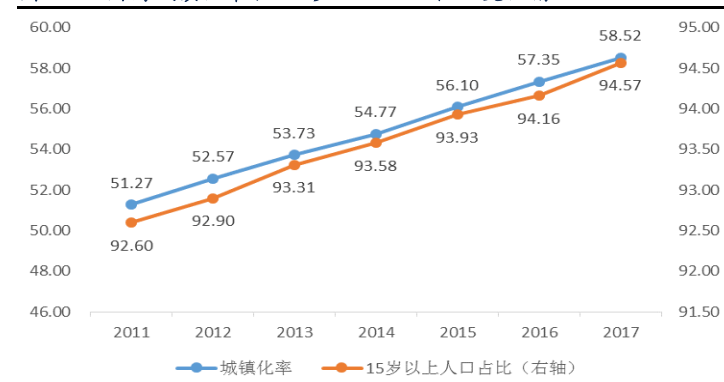
容量的提升，有消费能力和消费意愿的群体在扩容，对水产品尤其是高端海产品来说，消费人群主要集中在有经济实力的中年以上人群和城市人群，近年来我国城镇化率、15岁以上人口占比以及老龄化率都在稳步提升，因此消费群在持续扩容。综合以上两个方面，我们认为国内海产品需求量将持续稳步提升，参考水产品人均占有量的同比增速，我们预计海产品需求的增速维持在5%左右。

图 33：国内粮食和水产品人均占有量及同比变化情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

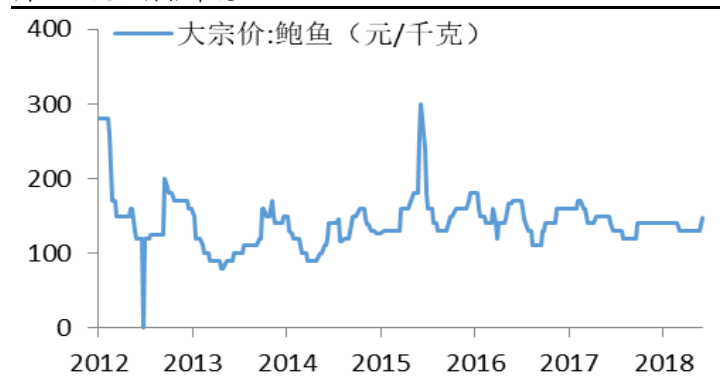
图 34：国内城镇化率和 15 岁以上人口占比变化情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

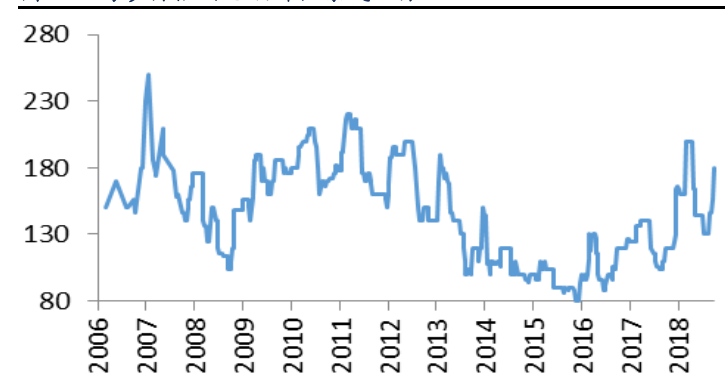
另一方面，作为有代表性的海产品，海参需求变化也可以根据大类海产品价格变化进行推断，海产品价格整体景气表明海产品需求旺盛，价格低迷表明需求疲软。各类海产品价格走势来看，整体稳中向上，另外猪瘟疫情或将导致肉类供应紧缺，亦将拉升海产品需求，因此我们从该角度仍可以判断海产品需求中长期内将保持稳定增速。

图 35：鲍鱼价格平稳

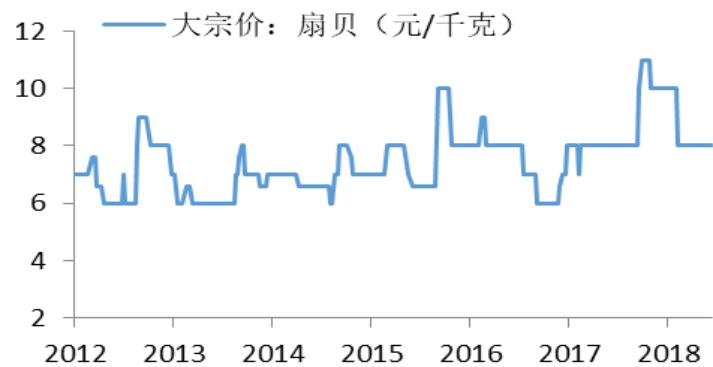


资料来源：万得，信达证券研发中心

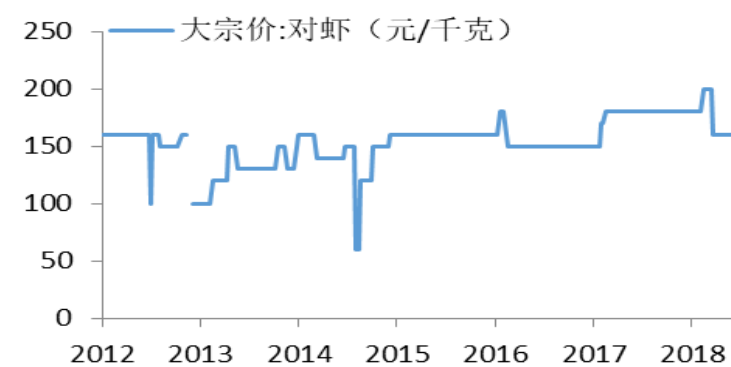
图 36：海参价格（元/公斤）景气上行



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 37：扇贝价格稳中有升


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 38：对虾价格维持高位


资料来源：万得，信达证券研发中心

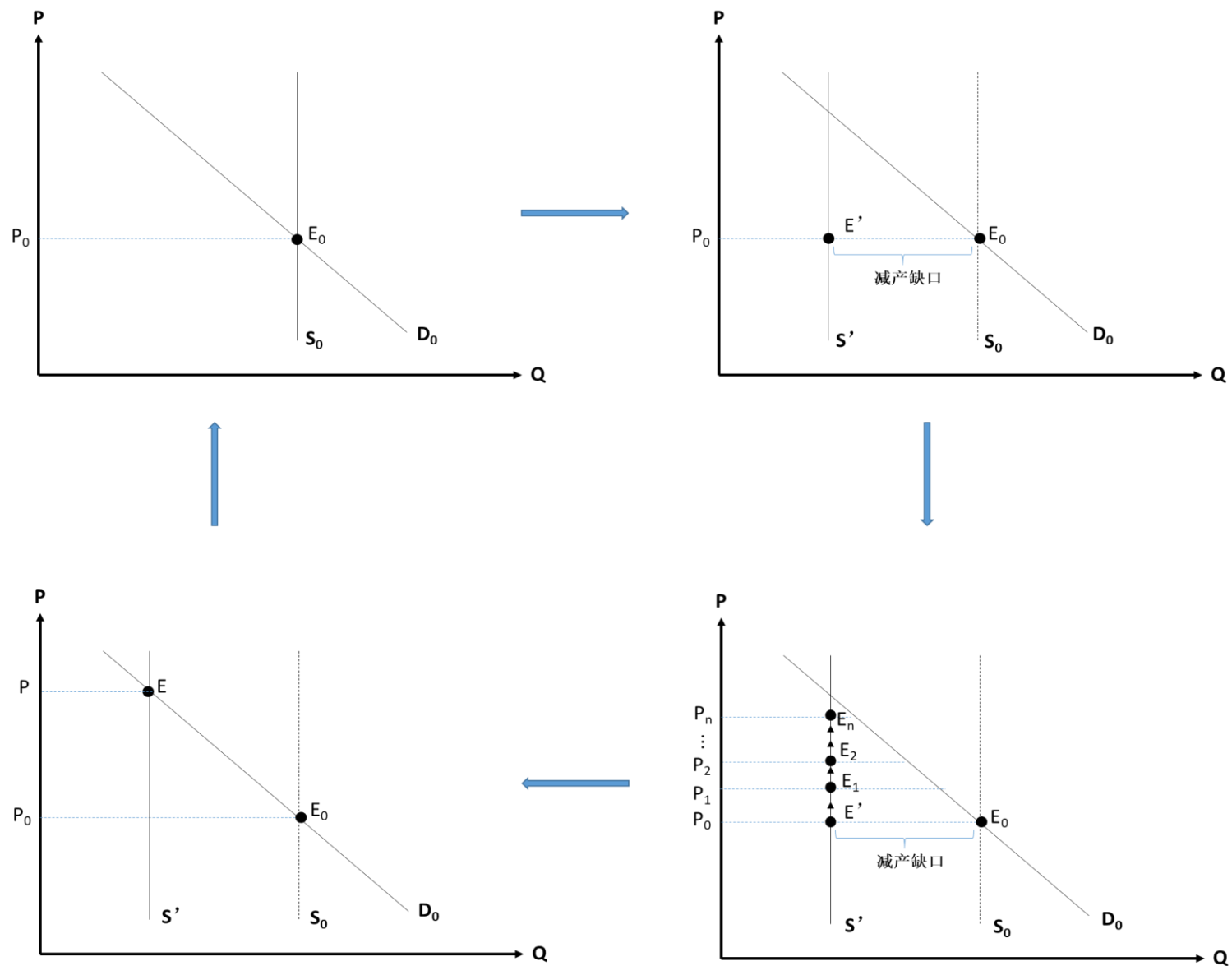
海参价格：供需缺口兑现，景气期有望持续至 2020 年

海参价格是由供需决定的，我们从供需动态变化分析海参价格走势。考虑到海参生长周期较长且海参行业库存量占比不大，行业短期供给对价格敏感度较低，供给曲线弹性较小，因此我们将行业供给曲线用垂直 X 轴的直线表示。行业长期供给和需求的变化图形上表现为供给曲线 S 和需求曲线 D 的横向移动，短期供给和需求的变化图形上表现为沿供给曲线 S 和需求曲线 D 移动。

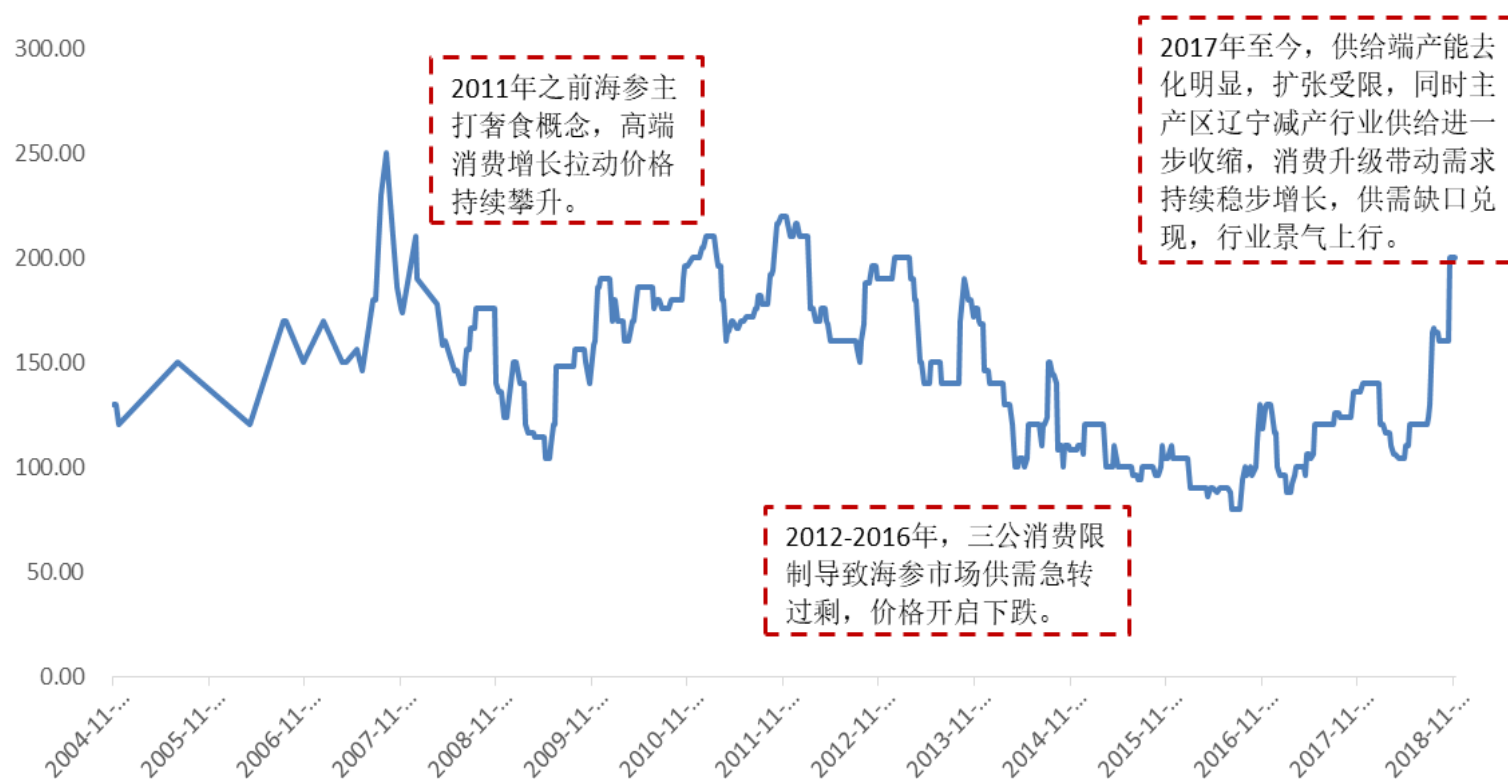
我们保守假设今年辽宁发生减产前行业是供需出清的，且供给和需求的增速保持一致无相对变化，也就是指减产前行业在图一供需平衡点 E_0 位置，且供给曲线 S_0 和需求曲线 D_0 相对无变化，事实上由于 16 年底产能自发出清，由于需求增长稳定，需求曲线相对供给曲线外移而造成行业供需缺口使得新的平衡点向价格上方移动，为排除自身周期的因素而单独考虑辽宁减产对供需形势和价格变动的的影响，我们保守估计需求曲线相对供给曲线无变化。

辽宁发生高温减产前，行业供需平衡点在图 39 (1) E_0 位置，发生减产后，供给曲线 S_0 向左移动至 S' ，平衡点由 E_0 变为 E' ， E_0 和 E' 的横向距离为减少产量造成的供需缺口。受供需缺口的拉动，供需平衡点短期内会从 E' 沿着供给曲线 S' 向上移动，到新的平衡点 $E_1, E_2, E_3 \dots E_n$ ，最后到达最终供需平衡点 E 。我们判断当前时点由辽宁减产造成的供需缺口还未补足，市场尚处在 E' 与 E 之间的某一位置，目前鲜海参市场价格维持秋捕海参刚上市的 200 元/公斤，我们预计年前还有 10%-20% 的上涨空间，年内高点看至 220-240 元/公斤。此外，根据我们上面所推演的减产对不同年份的影响，我们认为减少产量最早有望在 2021 年春季补足，反映在图形上则是，供给曲线 S' 理论上在 2020 年以前不会发生较大偏离，且由于需求增速快于供给增速，表现为需求曲线相对供给曲线外移，供需平衡点继续向价格上方移动。因此，我们预计本轮参价景气期有望持续至 2020 年。

图 39：2018 年辽宁减产海参供需变化示意图



资料来源：信达证券研发中心

图 40：国内海参大宗价格（元/公斤）走势


资料来源：万得，信达证券研发中心

投资建议：供给持续偏紧拉长景气期，公司盈利有望不断改善

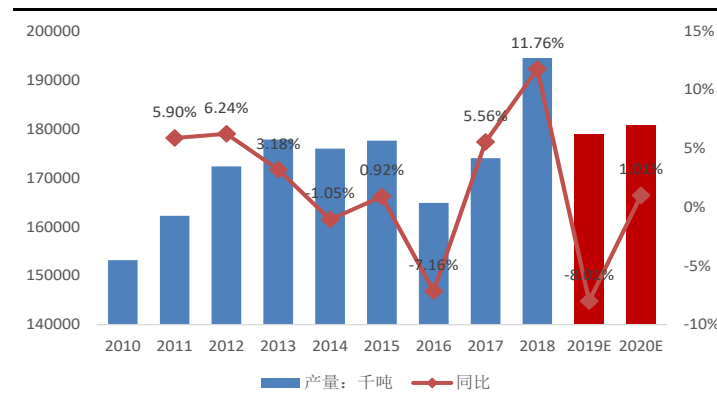
近期海参价格屡创新高，重新涨回 200 元/公斤的相对高位，比上年同期接近翻番。早在今年春捕海参刚上市我们就预期本年度海参价格将会高开高走，现在来看我们的观点正逐步被市场验证。我们之所以看好本年度参价的新一轮上涨，主要基于两点，一是产量持续偏紧，二是库存去化充分。受 2018 年夏季辽宁海参高温减产影响，今年北方参苗产量大幅减少同时质量也出现下滑，导致参苗翻倍率和出参率较低，南方海参大幅减产，北方春捕和秋捕海参产量两年内也难以恢复，因此中期来看全国海参产量将持续偏紧。另一方面，去年秋参有价无市是因为行业库存高企，但现在已经不必再担心库存量的问题。福建霞浦拉缸盐海参由往年 4000 吨左右的正常库存量下降至去年秋捕结束时的不足 100 吨，由此可见海参行业库存去化较为充分。因此我们认为，受产量持续偏紧和行业库存消化充分的影响，海参价格有望迎来新一轮上涨，景气将贯穿全年。参价上涨带动养殖企业量利齐增，同时市场预期有望向上修复，重点推荐好当家。

子版块二 糖业：供需格局改善，糖价周期上行

国际糖价：19/20 榨季供需结余值延续下滑，外糖价格有望回暖

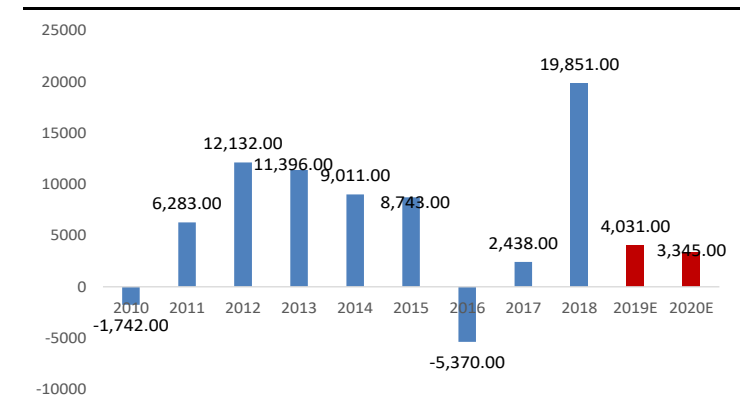
考虑到主产区印度干旱、泰国甘蔗的转移种植、巴西新榨季初的极低糖醇比、欧盟增产乏力，我们预计 19/20 榨季全球糖产量有望下滑，全球供需结余进一步下降甚至出现缺口成大概率事件，供需结余持续下降带动糖业供需的边际改善，糖价有望走出底部，进入 1-2 年的上行周期。美国农业部最新预测 19/20 榨季全球糖产量 1.81 亿吨，同比增长 1.01%，供需结余值为 334.5 万吨，预计较 18/19 榨季减少 68.6 万吨，连续两年下降。

图 41：全球原糖产量及同比变化情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：全球糖供需结余变化量（千吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 7：全球糖供需平衡表（单位：千吨）

单位：千吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
期初库存	28,028.00	29,491.00	35,190.00	42,288.00	44,798.00	48,756.00	44,095.00	42,204.00	52,245.00	50,901.00
产量	162,221.00	172,349.00	177,833.00	175,971.00	177,582.00	164,868.00	174,030.00	194,496.00	178,926.00	180,734.00
进口量	49,119.00	48,563.00	51,444.00	51,450.00	50,248.00	54,753.00	54,352.00	54,688.00	51,067.00	51,317.00
出口量	53,939.00	54,996.00	55,742.00	57,951.00	55,033.00	54,044.00	58,681.00	64,498.00	56,442.00	57,727.00
总消费量	155,938.00	160,217.00	166,437.00	166,960.00	168,839.00	170,238.00	171,592.00	174,645.00	174,895.00	177,389.00
供需结余	6,283.00	12,132.00	11,396.00	9,011.00	8,743.00	-5,370.00	2,438.00	19,851.00	4,031.00	3,345.00
期末库存	29,491.00	35,190.00	42,288.00	44,798.00	48,756.00	44,095.00	42,204.00	52,245.00	50,901.00	47,836.00
库销比	18.91%	21.96%	25.41%	26.83%	28.88%	25.90%	24.60%	29.91%	29.10%	26.97%

资料来源：USDA，信达证券研发中心

我们比较全球糖价与糖产量以及糖产需结余值走势发现，全球糖价与两者均呈现一定程度上的负相关关系。据 USDA 供需报告预测显示，2018/2019 榨季全球糖产量和产需结余的下降幅度与 2015/2016 榨季相当，我们认为由主产区巴西减产引起的供给收缩对全球糖供需格局构成较大影响，供需形势有望在 2019 年发生转变，糖价有望明年迎来拐点，进入下轮向上周期。

图 43：全球糖价与糖产量关系图



资料来源：万得，美国农业部，信达证券研发中心

图 44：全球糖价与糖产需结余值关系图

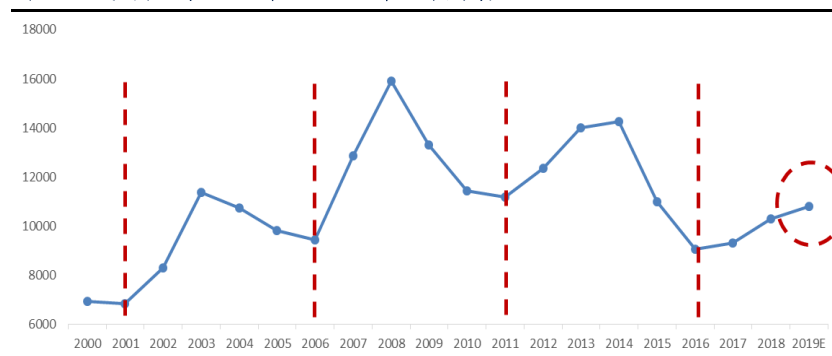


资料来源：万得，美国农业部，信达证券研发中心

国内糖价：国内糖产量连增三年，19 年有望迎来周期反转

我国食糖产量周期性特征较为明显，表现为 5-6 年一个周期。我们预计 16/17 榨季至 18/19 榨季国内糖产量有望实现三连增，达到历年增产周期上限，国内糖产量有望在 19 年达到本轮周期顶并转而向下。

图 45：我国食糖产量（千吨）5-6 年一个周期



资料来源：万得，美国农业部，信达证券研发中心

国内糖产量增产期一般在 2-3 年，主要与甘蔗宿根可连续生长的规律以及糖料收购价跟随糖价的联动制有关。我们之所以判断 18/19 榨季达到了历年增产周期的上限，无法改变历史增减产规律，也主要是基于以上两点。广西和云南 18/19 榨季的甘蔗收购价均已公布，内蒙和新疆由于是订单农业，春节前后就已确定甜菜收购价格，均价同比均上调 10 元/吨。在蔗农种植成本推升的情况下，新榨季主产区糖料收购价继续下调，蔗农种植积极性将受影响，我们预计下榨季国内产量将转而向下。

表 8: 18/19 榨季主产区糖料收购价 (元/吨)

榨季	广西	云南	湛江	海南	内蒙	新疆
18/19	490	420	400	530	540	460
17/18	500	420	430	530	530	450

资料来源：沐甜科技，信达证券研发中心

注：标红为沐甜科技预测值

根据历史规律来看，我国糖价与产量周期基本吻合，产量增价格降，产量减价格涨，基本呈现 5 年一个周期，当前处于上轮周期（2011-2016）结束、新周期的开始阶段，本轮周期处于糖价降、产量增的阶段。从周期角度来看该趋势将贯穿全年，国内糖价或在 2019 年与全球糖市同步迎来周期反转。

图 46: 我国食糖产量和糖价周期基本吻合，呈现 5 年一个周期



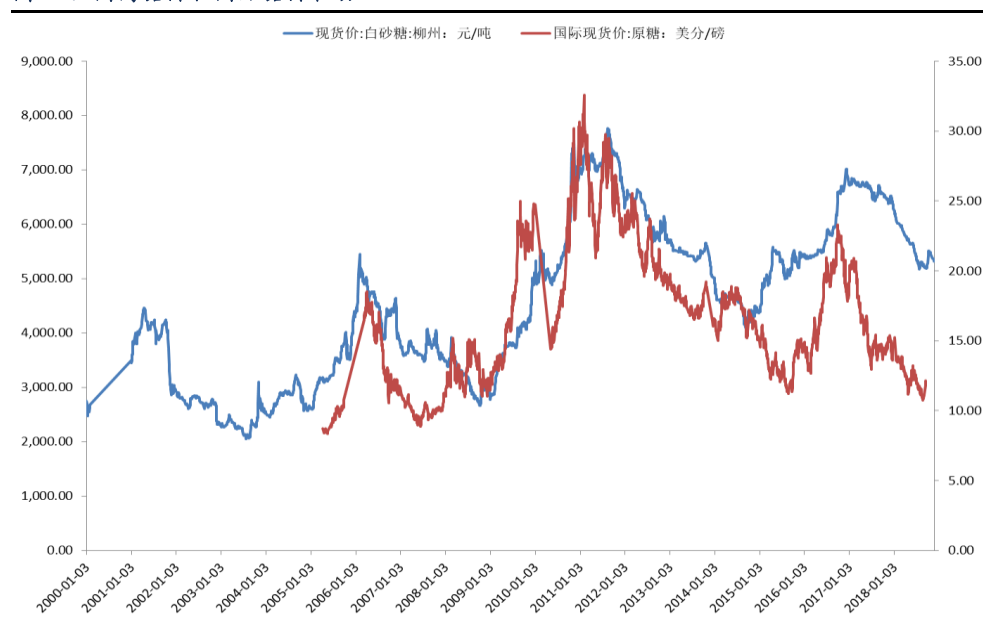
资料来源：万得，信达证券研发中心

表 9：国内食糖供需平衡表

单位：千吨	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
期初库存	2,355.00	1,621.00	4,140.00	6,793.00	9,977.00	10,390.00	9,591.00	7,811.00	6,591.00	5,471.00
产量	11,199.00	12,341.00	14,001.00	14,263.00	11,000.00	9,050.00	9,300.00	10,300.00	10,600.00	10,700.00
进口量	2,143.00	4,430.00	3,802.00	4,275.00	5,058.00	6,116.00	4,600.00	4,350.00	4,300.00	4,300.00
出口量	52.00	50.00	54.00	45.00	165.00	80.00	170.00	220.00	170.00	0.00
总消费量	15,100.00	15,300.00	15,600.00	15,800.00	15,600.00	15,700.00	15,800.00	15,800.00	0.00	0.00
产需结余	-3,901.00	-2,959.00	-1,599.00	-1,537.00	-4,600.00	-6,650.00	-6,500.00	-5,500.00	10,600.00	10,700.00
期末库存	1,621.00	4,140.00	6,793.00	9,977.00	10,390.00	9,591.00	7,811.00	6,591.00	5,471.00	4,501.00

资料来源：万得，美国农业部，信达证券研发中心

由于历年糖进口量占国内糖产量比例较高，糖进口对国内食糖市场供需格局构成重要影响，内外糖价联动度较高。目前国际原糖价格已经触及上轮周期底部，周期角度来看已经形成底部形态。国内糖价虽处于探底阶段，但维持在相对高位且与外糖价差较大，这主要是由于糖加征保障措施关税政策对进口量的限制，2020年5月之前进口糖关税将维持在85%的相对高位，减少进口冲击，有望高位触底。我们判断短期内国内外糖价继续维持缓跌寻底的走势，有望在明年迎来周期反转。

图 47：国内糖价和国际糖价联动


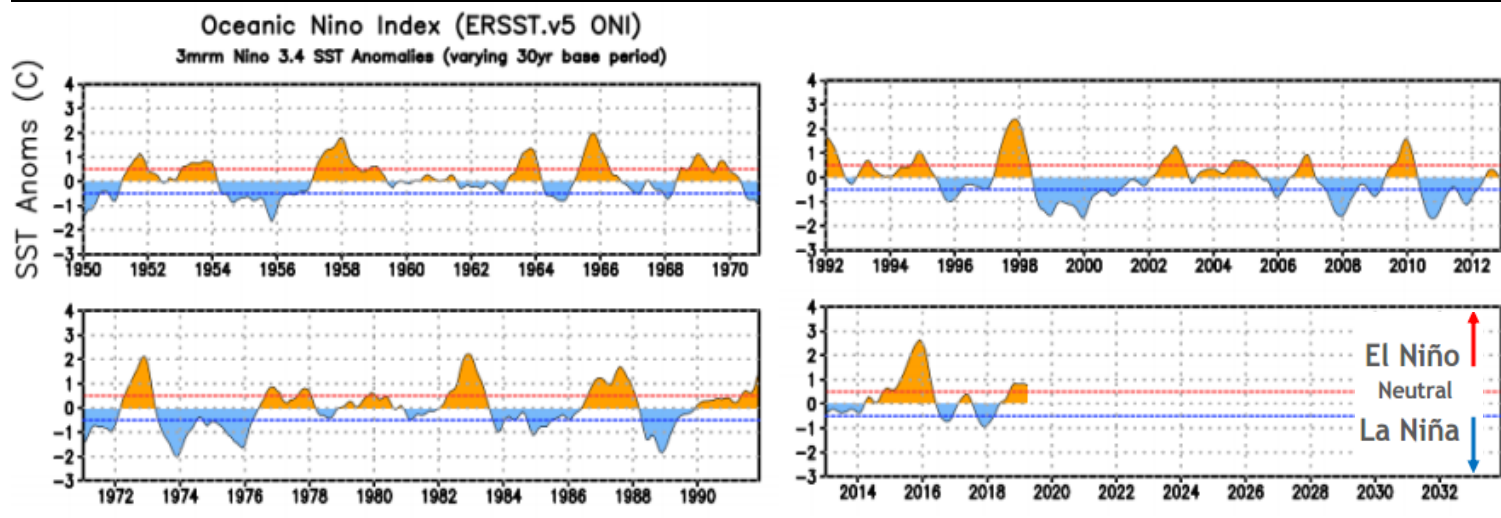
资料来源：万得，信达证券研发中心

厄尔尼诺：正在发生，有望延续全年

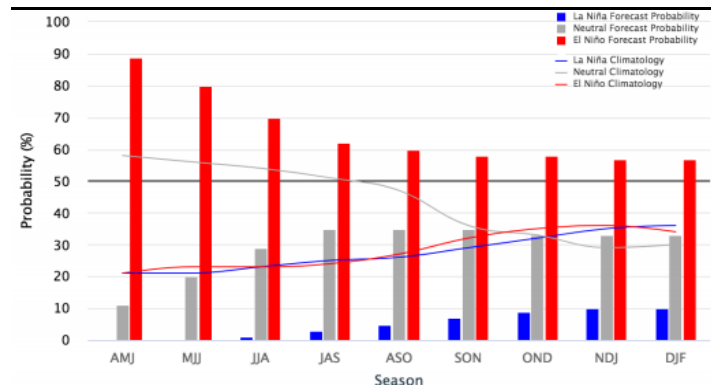
今年年初开始全球各地气候开始表现异常，部分地区洪涝皆有发生，厄尔尼诺悄然而至。糖价历史周期来看，往轮周期多数都有气候因素的推动，厄尔尼诺为东赤道太平洋变暖气候现象，具体范围是从南美海岸到国际日期变更线，涵盖了地球四分之一周长，对主产区甘蔗生产乃至糖产量造成较大影响，是糖价上涨的强力催化剂。

美国国家海洋和大气管理局（NOAA）用 ONI 指数定义厄尔尼诺，ONI 超过 0.5 为厄尔尼诺，低于-0.5 为拉尼娜，中间为正常气候。目前 ONI 已经超过上限阈值，厄尔尼诺正在发生。NOAA 预计夏季厄尔尼诺持续发生的可能性在 70%左右，秋冬持续的可能性为 55%左右。日本气象局预计厄尔尼诺夏季保持 70%的概率，秋冬保持 60%的概率。根据历年 ONI 指数来看，本年度发生的厄尔尼诺与 2015 年相似，2015 年的厄尔尼诺始于 2014 年 11 月份，2016 年 5 月份结束，前六个月份 ONI 在 0.8 以下，对比今年，ONI 指数从 18 年 10 月份进入厄尔尼诺区间，至今指数维持在 0.8 左右。由于气候影响当年甘蔗生产，从而影响次年糖产量，上轮厄尔尼诺对应的糖价上涨周期滞后约一年左右，国际糖价从 15 年 10 月份 11.33 美分/磅的周期低点涨至 16 年 12 月份 23.30 美分/磅的高点，区间涨幅 105.65%。如果今年厄尔尼诺现象与 15 年相似，气候对糖价的影响有望在今年 10 月份开始体现。

图 48：厄尔尼诺指数历年变动情况



资料来源：NOAA，信达证券研发中心

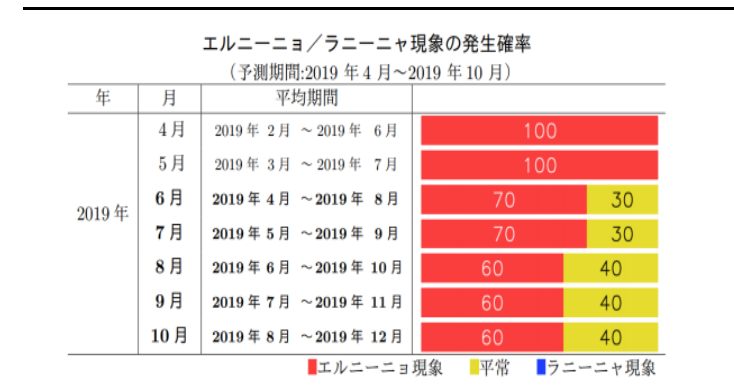
图 49: 厄尔尼诺发生概率预测 (NOAA)


资料来源: NOAA, 信达证券研发中心

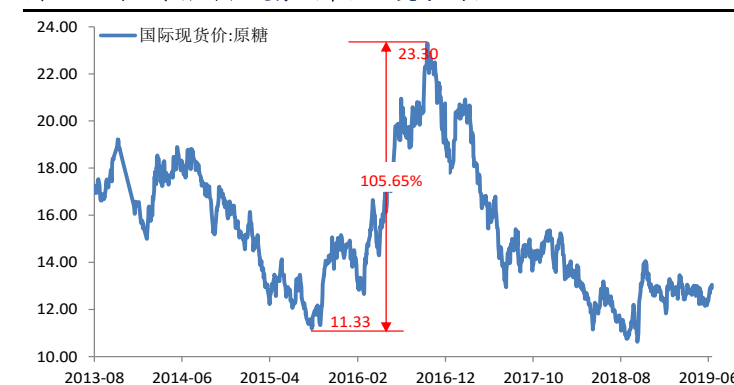
图 51: 历年分季度厄尔尼诺指数

Year	DJF	JFM	FMA	MAM	AMJ	MJJ	JJA	JAS	ASO	SON	OND	NDJ
2007	0.7	0.3	0.0	-0.2	-0.3	-0.4	-0.5	-0.8	-1.1	-1.4	-1.5	-1.6
2008	-1.6	-1.4	-1.2	-0.9	-0.8	-0.5	-0.4	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.7
2009	-0.8	-0.7	-0.5	-0.2	0.1	0.4	0.5	0.7	1.0	1.3	1.6	1.6
2010	1.5	1.3	0.9	0.4	-0.1	-0.6	-1.0	-1.4	-1.6	-1.7	-1.7	-1.6
2011	-1.4	-1.1	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.5	-0.7	-0.9	-1.1	-1.1	-1.0
2012	-0.8	-0.6	-0.5	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	-0.2
2013	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.2	-0.2	-0.3
2014	-0.4	-0.4	-0.2	0.1	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2	0.4	0.6	0.7
2015	0.6	0.6	0.6	0.8	1.0	1.2	1.5	1.8	2.1	2.4	2.5	2.6
2016	2.5	2.2	1.7	1.0	0.5	0.0	-0.3	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.6
2017	-0.3	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4	0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-0.9	-1.0
2018	-0.9	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.7	0.9	0.8
2019	0.8	0.8	0.8	0.8								

资料来源: NOAA, 信达证券研发中心

图 50: 厄尔尼诺发生概率预测 (日本气象厅)


资料来源: 日本气象厅, 信达证券研发中心

图 52: 国际原糖价格走势 (单位: 美分/磅)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

投资建议: 坚守糖业大周期, 不惧短期利空因素

当前已处于内外糖成本双双倒挂的阶段, 是糖价周期的绝对底部。但不可否认的是, 内外糖价从年初至今仍然呈现底部震荡走势, 主要原因在于 18/19 榨季印度大幅增产, 库存高企导致供应阶段性宽松。我们认为, 糖业库存去化是被动而非主动, 在往轮周期中库存量和消费比的变化均滞后于糖价且与糖价呈现明显的负相关关系, 因此高库存会一定程度上抑制糖价周期上行中的涨幅, 但对糖价方向不会产生实质影响。当前阶段糖价滞胀就是出于高库存抑制的原因, 但随着库存的逐渐消化, 以及下榨季全球糖产需下降带来供需的边际改善, 内外糖价有望同步回暖。

19/20 榨季全球糖出现供需缺口的确定性不断提升：近段时间包括 ISO 在内的全球各大机构在不断调低 19/20 榨季全球糖产量，主要基于印度、泰国减产有望超预期，巴西、欧盟产量基本维稳的考虑。受干旱影响，19/20 榨季印度马邦可供收割的甘蔗面积预计仅有 85 万公顷，低于 18/19 榨季的 110 万公顷。马邦上榨季压榨的甘蔗大约有 54% 是宿根蔗，今年的宿根蔗比例预计约为 40%。但由于蔗农提前砍收甘蔗用作饲料，19/20 榨季甘蔗供应量将受到严重影响。如果季风雨不能在 6 月底到来，预计收割面积还将下降 10% 至 15%。此外，为解决国内库存过剩、糖价低迷导致蔗款拖欠问题，印度马邦政府拟制定政策推动 25% 的甘蔗用于生产乙醇。根据印度 2022 年 10% 的油醇混合比例目标，乙醇需求约为 30 亿升，当前产能约 10 亿升，如果全部自给乙醇产量还有两倍增长空间。我们认为印度实施乙醇增产计划有望减少制糖比例从而缓解国内库存压力。

考虑到 19/20 榨季主产区印度干旱和乙醇替代减产、泰国甘蔗的转移种植、巴西新榨季初的极低糖醇比、欧盟增产乏力，全球供需结余进一步下降甚至出现缺口成大概率事件，供需结余持续下降带动糖业供需的边际改善，糖价有望走出底部，进入 1-2 年的上行周期。建议糖周期底部布局，有望实现估值和业绩的双击。重点推荐中粮糖业，整合资源聚焦核心主营糖业，负债降低财务压力缓解，盈利能力持续提升，产业周期反转带动公司释放高弹性业绩。

子版块三 畜禽养殖行业：禽养殖板块享受超长景气

财务分析：板块盈利同比下滑

盈利能力方面，2019 年一季度畜禽养殖板块盈利较上年同期有所下滑。净资产收益率和销售毛利率分别较上年同期下降 2.91 和 7.29 个百分点，此外，管理费用和财务费用在营业总收入中的比例均同比提升。

现金流方面，2019 年一季度经营现金流在收入中的占比同比下降 1.42 个百分点至 4.33%。

资本结构方面，2019 年一季度资产负债率提升 1.02 个百分点至 49.55%，负债率继续攀升。

从成长能力角度，2019 年一季度禽畜养殖板块营业收入同比增长率较去年同期提升 6.97 个百分点至 7.67%；归属母公司股东的净利润同比增长率同比大幅回落至 -116.61%。

表 10：畜禽养殖行业财务状况

财务分析	指标	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	同比变动
盈利能力	净资产收益率-平均%	3.45	2.44	-0.48	-2.91
	扣除非经常损益后的净资产收益率-平均%	3.03	1.31	-1.00	-2.30

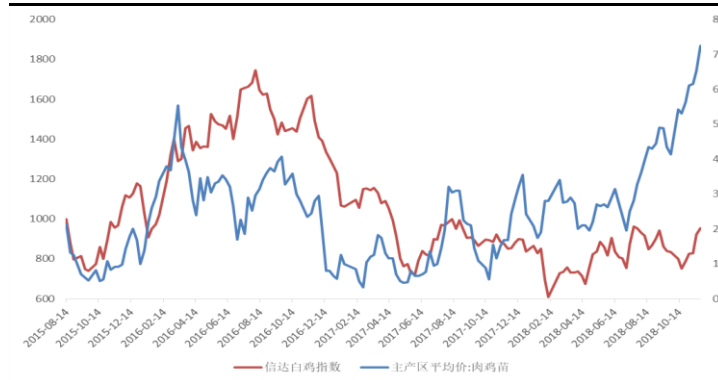
	销售毛利率%	16.13	15.89	8.60	-7.29
	营业总成本/营业总收入%	91.65	93.73	102.92	9.20
	销售费用/营业总收入%	1.48	1.87	1.86	-0.01
	管理费用/营业总收入%	4.03	5.28	6.00	0.72
	财务费用/营业总收入%	1.01	2.04	2.19	0.15
收益质量	经营活动净收益/利润总额%	83.32	77.08	0.00	-77.08
	扣除非经常损益后的净利润/净利润%	87.90	53.64	0.00	-53.64
现金流量	经营活动产生的现金流量净额/营业收入%	2.14	5.74	4.33	-1.42
	资本支出/折旧和摊销%	-	-	-	-
资本结构	资产负债率%	44.12	48.53	49.55	1.02
	流动资产/总资产%	48.28	42.40	41.73	-0.67
	流动负债/负债合计%	80.78	74.26	81.40	7.15
偿债能力	流动比率	1.35	1.18	1.03	-0.14
	速动比率	0.90	0.71	0.62	-0.09
	已获利息倍数(算术平均)	7.23	33.38	358.10	324.72
营运能力	存货周转率次	1.04	0.86	0.97	0.10
	应收账款周转率次	6.46	5.24	4.97	-0.27
	总资产周转率次	0.20	0.17	0.18	0.01
成长能力	营业收入合计(同比增长率)%	24.98	0.70	7.67	6.97
	归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)%	-36.87	-22.37	-116.61	-94.24

资料来源：万得，信达证券研发中心

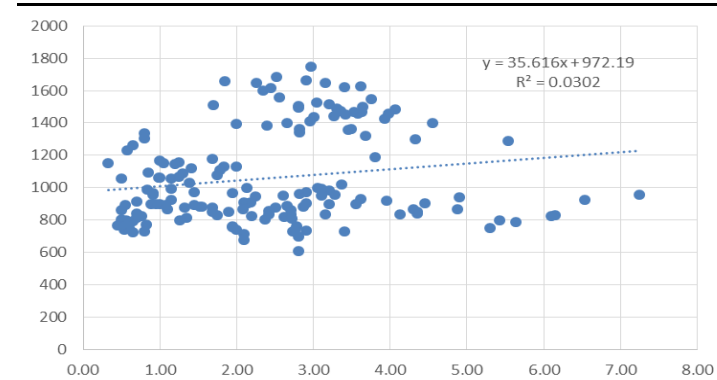
禽养殖业：周期反转中继，禽链高景气延续

逻辑要点：市场与周期的关系

我们编制了信达白鸡指数，该指数以总股本加权，成份股由益生股份、圣农发展、民和股份、仙坛股份组成，指数基期设定在 2015 年 2 月 27 日，基期指数为 1000 点。根据信达白鸡指数和鸡苗均价的历史拟合我们试图寻找作为周期行业的禽养殖业产品价格和二级市场的关系。根据信达白鸡指数和禽价关系图我们发现，禽养殖板块股价和禽价格关联度较高，走势较为一致，但由于两者波动性较强，回归函数表现不佳，拟合度较低。我们认为产业价格与市场行情关联度较高的原因主要是由于市场对禽链周期预期不充分造成的。由此我们认为投资禽养殖板块的逻辑要点是，根据禽链产业周期变动进行投资选择。

图 53：信达白鸡指数与鸡苗价格关系图


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 54：信达白鸡指数与鸡苗价格线性回归函数


资料来源：万得，信达证券研发中心

产能情况：引种受限祖代鸡存栏和父母代存栏维持较低水平

祖代鸡引种和存栏（商品代鸡苗价格提前 30-54 周的先行指标）方面，2014 年起，国内白羽肉鸡祖代种鸡主动减产，有效降低了行业过剩产能。2015 年两大主要祖代鸡苗生产国美国和法国相继出现禽流感，我国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令，促使 2015 年祖代种鸡引种量锐减至 72 万套，降幅约 40%，2016 年我国祖代鸡引种量继续降低，全年引种量为 64 万套，较 2015 年下降 11.11%。2017 年 H5 亚型疾病肆虐全球，全年祖代鸡引种量仅 60 万套左右。受主要引种国家闭关影响 2018 年全年祖代鸡引种量约 74 万套左右，主要品种为新西兰安伟捷。目前引种仍然受限，截至 2019 年 4 月，国内祖代鸡引种与自繁合计 45.4 万套，预计全年在 90 万套左右，较上年小幅增加。

表 11：祖代种鸡引种情况

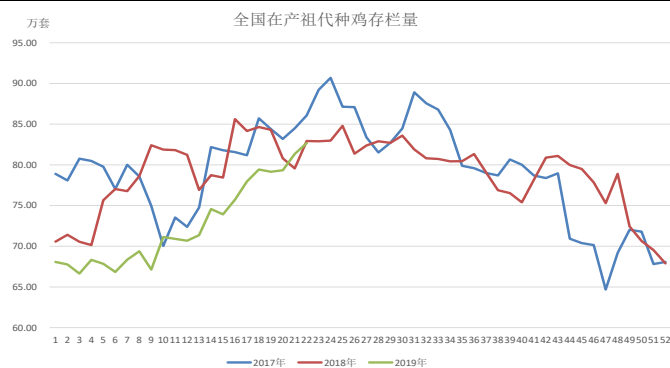
类别	国别	引种量 (万套)	2017 年引种占比	2019 年引种进展
主要引种国	美国	0	0	封关中
主要引种国	英国	0	0	封关中
主要引种国	法国	0	0	封关中
一般引种国	波兰	3	5%	可引种
一般引种国	西班牙	16	23%	封关中
一般引种国	新西兰	30	43%	可引种
益生祖代自产	中国	20	29%	可自产
合计 (万套)		69	100%	

资料来源：畜牧业协会，信达证券研发中心

由于祖代鸡在产存栏量较低，今年父母代鸡苗销量维持低位波动，近三年父母代鸡苗销量水平相当。作为商品代鸡苗提前 30

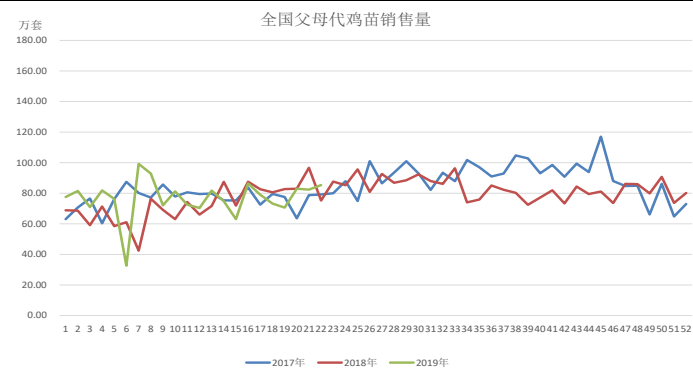
周的先行指标，今年祖代鸡在产存栏量偏低影响明年商品代鸡苗出栏量仍维持较低水平，行业景气有望延续至 2020 年。

图 55: 祖代鸡在产存栏量 (万套) 历年变化情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 信达证券研发中心

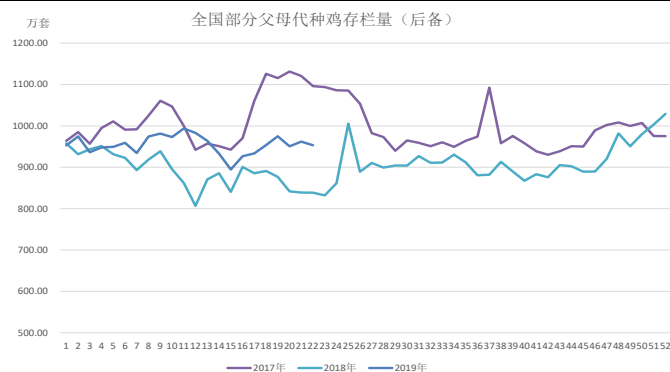
图 56: 父母代鸡苗销量 (外销+自用) (万套) 历年变化情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 信达证券研发中心

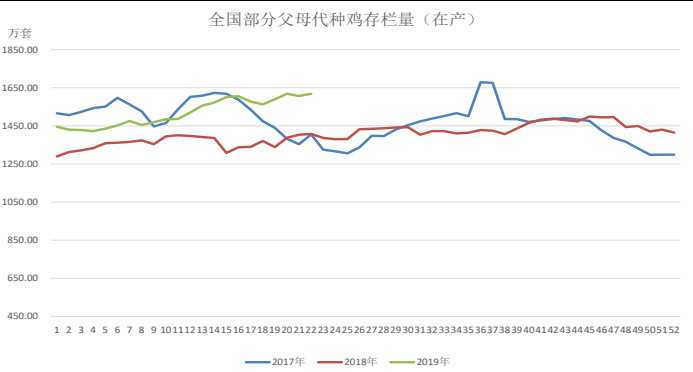
父母代鸡存栏 (商品代鸡苗价格提前 3-27 周的先行指标) 方面，目前后备父母代鸡存栏量为 953.33 万套，低于 2017 年的同期水平，在产父母代存栏量 1618.20 万套，与 2017 年水平相当。根据前期父母代鸡苗销量变化推断，我们预计年内在产父母代存栏量仍将缓慢下行，与 2017 年走势趋于一致。作为商品鸡苗价格提前 3 周的先行指标，在产父母代存栏量下行影响商品鸡苗供给端进一步收缩，利好鸡苗价格景气延续。

图 57: 后备父母代存栏量 (万套) 历年变化情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 信达证券研发中心

图 58: 在产父母代存栏量 (万套) 历年变化情况



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 信达证券研发中心

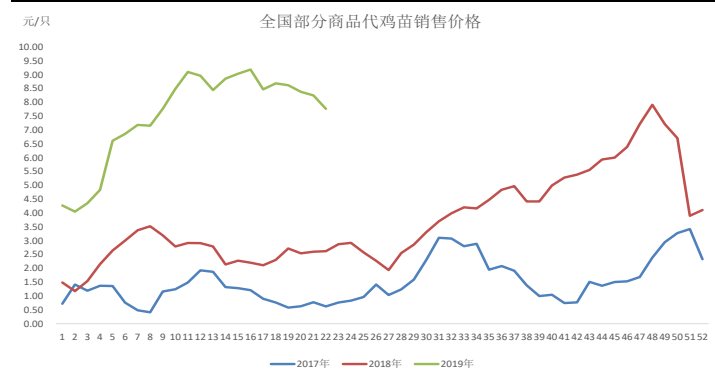
禽价研判: 引种断档逻辑不变, 行业景气上行

根据历史经验来看，每年一、三季度是年内鸡肉消费旺季，一季度受春节消费提振的影响，三季度受中秋国庆节日以及天气

转冷需求阶段性提升的影响，因此禽价高点一般出现在每年的 2-3 月份和 9-10 月份。当前受需求季节性回落影响鸡苗价格有所回调，但随着三季度到来需求将再次进入增长期，带动禽链价格同步回升。

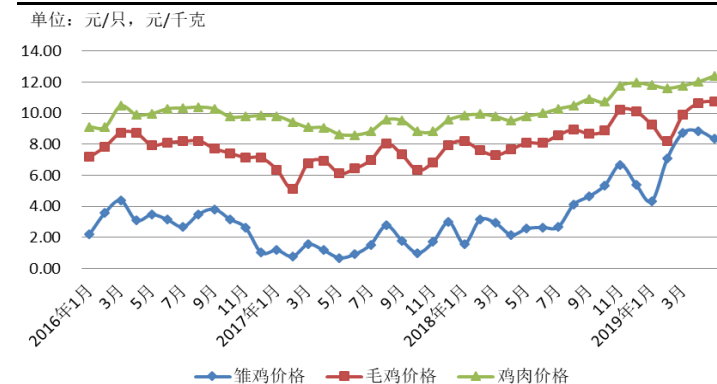
我们比较历史年度同期父母代在产存栏量发现，非瘟疫情爆发以来父母代在产存栏量同比相差不大，走势较为平缓，作为领先商品代鸡苗供给量 3 周的产能指标，18 年在产父母代存栏量与往年相似但商品代苗价不断走高表明终端需求较往年有较大提升。我们判断终端需求提升主要是非洲猪瘟导致猪肉价格趋势增长引起的替代效应，以及部分消费者对肉类消费直接偏好发生改变造成的，疫情爆发期可能会偏向选择其他肉类如禽肉进行消费。我们认为随着生猪疫情以及生猪养殖业产能去化的持续，中短期来看禽链终端需求回落的可能性不大，在供需缺口的拉动下禽链价格有望继续上涨，进一步提振板块行情，周期反转逻辑未变，禽链景气有望持续至 2020 年。

图 59：商品代鸡苗销售价格（元/羽）



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，信达证券研发中心

图 60：禽链价格景气向上



资料来源：万得，信达证券研发中心

投资建议：行业周期向上，建议整体性配置

我们对标禽链上市公司股价发现，禽养殖上市公司股价走势联动性较强，而行业本身又是周期性行业，且行业周期变动与市场指数变动走势较为一致，建议在周期上行期进行板块整体性配置。需要关注的是行业周期变动进而影响市场预期变化的时点和周期向上持续期限。我们通过上游产能偏紧判断白鸡行业景气期有望持续至明年，期间行业维持景气也将持续催化板块行情逐步向上。目前产业价格不断冲高，市场行情受抑，市场预期有望向上修复，建议把握布局时机。

子版块四 种植业：种业价值凸显，关注粮食涨价

财务分析：盈利能力和成长性有所转好

盈利能力方面，2019年一季度种植业净资产收益率为1.59%，较上年同期提升0.15个百分点；扣非后净资产收益率为1.28%，同比提升0.41个百分点；销售毛利率由上年同期的30.76%下降至24.24%。销售费用率和管理费用率有所降低。

成长能力方面，2019年一季度种植业营业收入和归母净利润同比增速同比回升，分别为15.73%、21.42%，一季度营收和净利增速较上年同期分别提升19.07和60.90个百分点。

表 12：种植业行业财务状况

财务分析	指标	2017/3/31	2018/3/31	2019/3/31	同比变动
盈利能力	净资产收益率-平均%	2.49	1.44	1.59	0.15
	扣除非经常损益后的净资产收益率-平均%	1.02	0.86	1.28	0.41
	销售毛利率%	28.26	30.76	24.24	-6.53
	营业总成本/营业总收入%	92.08	91.89	91.81	-0.08
	销售费用/营业总收入%	4.54	4.79	4.27	-0.52
	管理费用/营业总收入%	13.24	12.82	9.99	-2.83
	财务费用/营业总收入%	1.61	0.31	1.32	1.01
收益质量	经营活动净收益/利润总额%	43.13	73.64	79.74	6.10
	扣除非经常损益后的净利润/净利润%	41.04	60.11	80.36	20.26
现金流量	经营活动产生的现金流量净额/营业收入%	5.64	29.74	27.39	-2.35
	资本支出/折旧和摊销%	-	-	-	-
资本结构	资产负债率%	37.13	37.69	38.99	1.31
	流动资产/总资产%	51.72	49.59	50.77	1.17
	流动负债/负债合计%	77.87	74.89	71.48	-3.41
偿债能力	流动比率	1.79	1.76	1.82	0.06
	速动比率	1.34	1.27	1.31	0.04
	已获利息倍数(算术平均)	8.24	9.67	8.74	-0.92
营运能力	存货周转率次	0.47	0.39	0.50	0.11
	应收账款周转率次	2.04	1.77	2.03	0.26
	总资产周转率次	0.09	0.08	0.10	0.02

成长能力	营业收入合计(同比增长率)%	23.44	-3.34	15.73	19.07
	归属母公司股东的净利润合计(同比增长率)%	161.26	-39.49	21.42	60.90

资料来源：万得，信达证券研发中心

种业：种业竞争加剧，兼并重组进程加快

集中度低，竞争激烈，整合加速。自 2010 年起，受国家政策的影响以及行业的监管的逐渐趋严，我国种子的持证企业的数量逐年减少，行业整合速度正在加剧。目前我国的种子行业还存在市场集中度低、企业数量多、单体规模小、研发能力弱等问题，科研投入少，投入效率低，成为中国种子产业发展的制约因素。

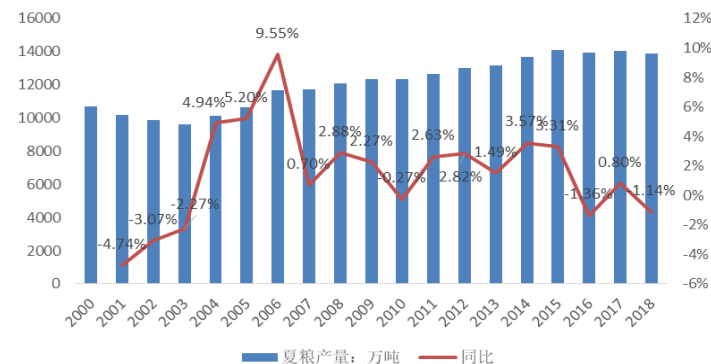
国内种业集中度有望不断提升，种业展现“芯片”属性。近年来种业并购活动增多。2015 年 12 月，陶氏与杜邦率先宣布合并，推倒了巨头间脆弱的竞争平衡。随后中国化工宣布收购先正达，拜耳宣布收购孟山都，全球种业即将重新划分。全球的种子行业的格局将发生巨大变化，合并后孟山都/拜耳，杜邦/陶氏以及先正达/中国化工将形成更为明显的垄断模式，前三超级巨头的营业额是后面 7 家企业销售总额的 3 倍多。

国以农为本，农以种为先。当前国际形势下粮食安全问题日益突出，农业地位不断加固，种子更是农业乃至国家的真正“芯片”。我们判断国内种业发展将呈现出三大趋势：一是行业集中度逐步提高；二是高新技术和高端人才成为未来种业竞争的焦点；三是兼并重组成为行业发展的方向，种子公司向规模化、集团化、国际化发展。

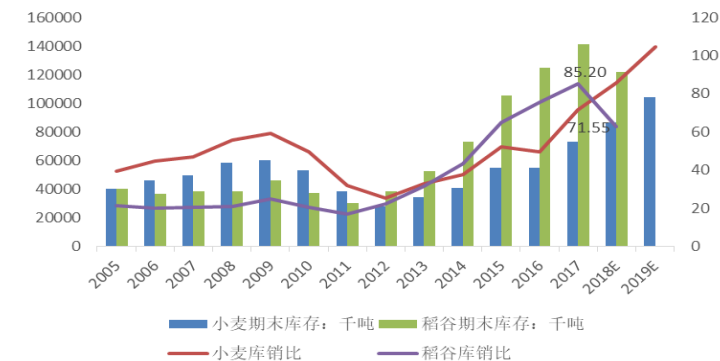
种植业：供给侧结构性改革稳步推进，天气和虫害有望提振粮食价格

（一）供给侧结构性改革稳步推进，国内粮食产能去化加快

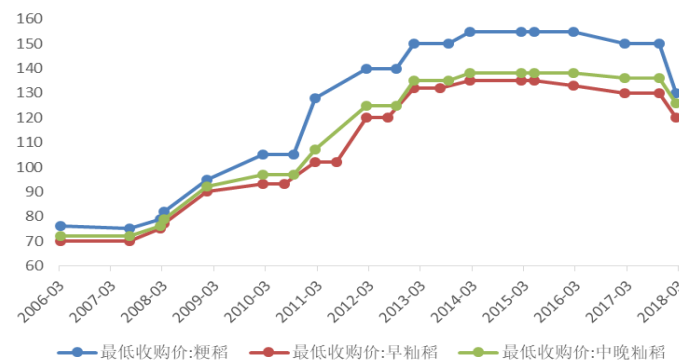
受供给侧结构性改革调整以及主产区天气影响，我国 2018 年夏粮产量有所下滑。2018 年夏粮产量 13872 万吨，较 2017 年下降 1.14%。但另一方面，我国粮食库存高企，在农业供给侧结构性改革的背景下，现阶段国内粮食去库存正在稳步推进。2017 年我国小麦和稻谷库存分别达到 7295.7 万吨、14113.3 万吨，库销比分别为 71.55%、85.20%。最低粮食收购保护价继续下调，向市场化收购转变。2018 年早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价格分别为 1.20 元/斤、1.26 元/斤和 1.30 元/斤，分别较 2017 年下调了 0.10 元/斤、0.10 元/斤和 0.20 元/斤。2018 年 11 月 16 日，国家发展改革委称，综合考虑粮食生产成本、市场供求、国内外市场价格和产业发展等因素，经国务院批准，2019 年生产的小麦（三等）最低收购价为每 50 公斤 112 元，比 2018 年下调 3 元。历年粮食平均收购价在收购保护价市场化改革的背景下短期有所承压，长期趋势上行。玉米供给侧结构性改革初见成效，价格呈现回暖的趋势。短期来看，我们预计粮食价格走势整体以偏稳为主，长期来看，随着供给侧结构性改革的推进，粮食价格有望逐步企稳向上。

图 61：我国夏粮产量及同比变化情况


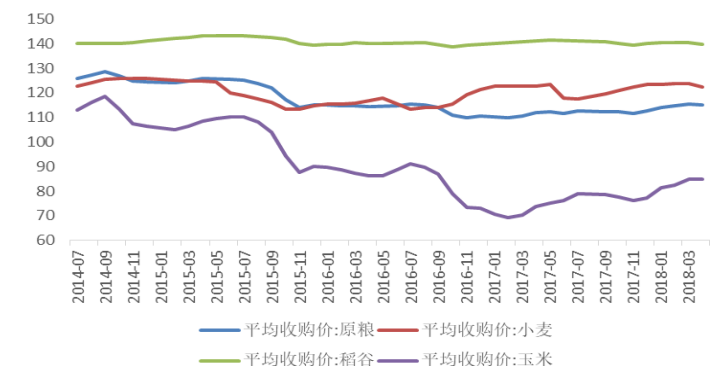
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 62：我国粮食库存连年攀升


资料来源：万得，中国汇易，信达证券研发中心

图 63：我国水稻最低收购保护价（元/50斤）历年变化情况


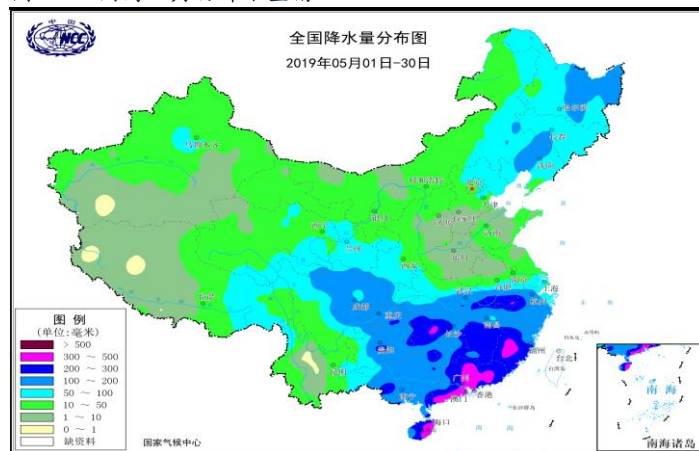
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 64：我国粮食平均收购价（元/50斤）变动情况


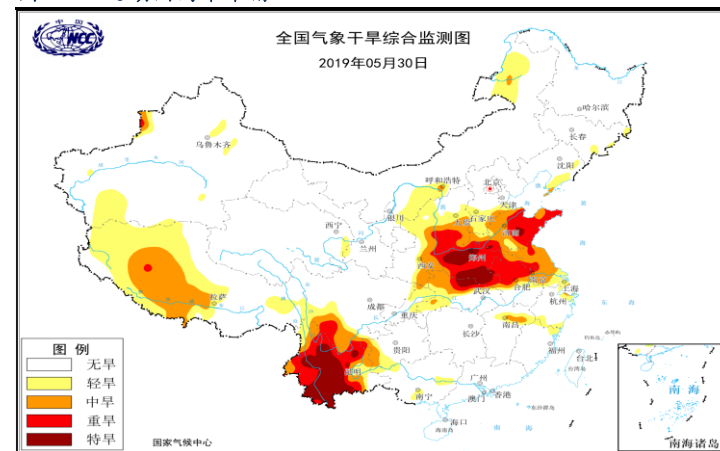
资料来源：万得，信达证券研发中心

(二) 厄尔尼诺年导致北旱南涝

受厄尔尼诺持续影响，我国年初以来整体表现为北旱南涝，局部地区较为严重。上半年东北地区的降水量较常年同期偏少 50% 左右，是 1961 年以来历史同期最少，且东北地区平均气温较往年同期偏高 2.4℃ 左右，是 1961 年以来第二高的年份。云南干旱情况更加严重，4 月份平均降水量较往年偏低 60% 左右，平均气温较往年偏高 1.9℃，为 1961 年以来历史同期最高。5 月份全国部分地区发生洪涝灾害。据国际气象部门预计，全年持续发生厄尔尼诺的概率超过 60%。我们认为今年气候因素有望助推粮食涨价。

图 66: 国内 5 月份降水量情况


资料来源: 中国气象局国家气候中心, 信达证券研发中心

图 67: 近期国内干旱情况


资料来源: 中国气象局国家气候中心, 信达证券研发中心

(三) “么蛾子” 危害尚不确定

草地贪夜蛾（俗称秋黏虫），是一种原产于美洲热带和亚热带地区的杂食性害虫，具有适生区域广、迁飞扩散快、繁殖能力强、暴食为害重和防控难度大的特点。是联合国粮农组织全球预警的跨国界迁飞性农业重大害虫，主要危害玉米、甘蔗、高粱等作物，已在近 100 个国家发生。2019 年 1 月由东南亚侵入我国云南、广西，目前已在 18 个省（区、市）发现。据专家分析预测，草地贪夜蛾将从我国西南及南方玉米区向黄淮海夏玉米区及西北、东北玉米区蔓延为害，主要危害玉米、甘蔗和高粱生产。自我国发生草地贪夜蛾事件以来，我国予以高度重视，在多个农业相关文件中提及，从 3 月份起开始单独制定相关文件或开办全国性会议，表明国家对害虫和对粮食安全的高度重视。但目前来看，草地贪夜蛾还在向北方蔓延，虫害情况短期内是否能够完全控制尚无定论。后续需密切关注，根据已经发生的情况来看，年初以来“么蛾子”扩散和繁殖速度较快，对部分区域已经造成一定影响，我们预计虫害也是考验今年粮食产量的重要因素之一。

表 13：我国对草地贪夜蛾应对情况及进度

时间	来源	类型	主题	内容
2019年3月18日	农业农村部	文件	2019年草地贪夜蛾防控技术方案（试行）	防治策略：云南侵入区坚持生态防控指导思想，加强防控。南方玉米区做好害虫种群动态监测和控制，减少向长江中下游及以北地区迁入的虫源基数，黄淮海和东北主产区加强监测，做好应急防控准备。利用理化诱杀控制成虫种群数量，抓住低龄幼虫防治关键期，加强普查，注重区域联防和统防统治。
2019年4月24日	农业农村部	新闻	农业农村部严防草地贪夜蛾蔓延	要求各地农业农村部门加密监测预警，落实好属地防控责任，全力做好防控应对工作，努力实现“虫口夺粮”保丰收。
2019年5月20日	全国农业技术推广服务中心	宣传图	草地贪夜蛾防控技术挂图	编印《草地贪夜蛾防控技术挂图》，以指导基层干部群众加强对该虫害的识别与应急防控。
2019年5月24日	农业农村部	会议	全面安排部署草地贪夜蛾防控工作	召开全国草地贪夜蛾防控工作视频会议，全面安排部署草地贪夜蛾防控工作。会议强调做好草地贪夜蛾防控工作，坚决遏制其暴发成灾，事关实现全年粮食生产目标，事关稳定经济社会大局。坚决打赢“虫口夺粮”攻坚战，赢得全年粮食和农业丰收主动权。
2019年6月5日	农业农村部	通知	关于做好草地贪夜蛾应急防治用药有关工作的通知	明确应急用药防治措施。
2019年6月6日	农业农村部、财政部	补贴	中央财政安排农业生产救灾资金5亿元	为贯彻国务院常务会议精神，农业农村部、财政部紧急安排中央财政农业生产救灾资金5亿元，支持虫情发生区和迁飞过渡区开展草地贪夜蛾虫害统防统治、联防联控、应急防治，坚决遏制其暴发成灾，打赢“虫口夺粮”攻坚战，切实保障全年粮食生产稳定。
2019年6月13日	农业农村部	会议	召开全国草地贪夜蛾防控工作推进落实视频会议	强调把防控草地贪夜蛾作为当前农业农村工作的大事要事急事来抓，提高政治站位，坚持底线思维，全面监测预警，及时有效处置，确保草地贪夜蛾不大规模迁飞、不大面积连片成灾，坚决打赢草地贪夜蛾防控攻坚战，全力保障粮食和农业生产安全。

资料来源：农业农村部，信达证券研发中心

投资建议：建议关注种业和种植板块核心资产

随着种业并购进程的不断加快，行业集中度进一步提高，龙头企业盈利能力和市场份额将有大的提升，建议重点关注存在整合预期的龙头企业。此外，我国农业基础薄弱，受国外进口的依赖和冲击较大，尤其在中美贸易战后农产品贸易政策被动开放的情况下，亟待供给侧的改革和重整以保证我国农业竞争地位和国家粮食安全。在这样的背景下，农垦资源已是名副其实的一国核心资产，具备重要的战略意义和投资价值，目前来看该板块被有所低估，随着农业供给侧结构性改革的进一步推进，粮食板块将越来越被投资者所关注和重视，估值中枢有望理性上移。建议关注隆平高科、北大荒、亚盛集团。

行业评级与投资主线

2019年下半年农业投资策略主要围绕景气周期行业和部分细分行业优质龙头，我们维持对农业行业“看好”的评级，重点推荐好当家（“增持”评级）、中粮糖业（“增持”评级）、北大荒（“增持”评级）、亚盛集团（“增持”评级），建议关注隆平高科。

风险因素

政策变动风险、价格上涨不达预期、宏观经济系统性风险、疫情和天灾带来的负面影响。

重点公司推荐

好当家

- ◆ **1、海参业务有望量利齐增。**公司鲜海参业务采取以销定产的模式，捕捞量由下游加工商的需求决定，由于行业库存去化压力较大，公司18年鲜海参产销量承受一定压力。目前来看，南方海参春捕价格较高，且库存去化较快，对刚进入春捕季的北方海参有一定指导意义，随着行业库存量的不断去化，行业供需持续偏紧，鲜海参价格和销量将逐步回暖向上。我们预计公司19年鲜海参捕捞量恢复至3500万吨左右，全年平均对外销售均价有望同比提升。
- ◆ **2、苗种费全部摊销致海参毛利下降明显。**受下游需求偏好变化的影响，公司自2016年起调整海参投苗模式，将投放到围海基地内的参苗由过去投放小规格转为大规格，小苗变大苗提高了海参的成活率，有效降低苗种成本。考虑到公司投苗经验和方法的不断成熟，以及参苗进一步增产，我们预计公司参苗年投入量和苗种成本将保持平稳增长，且随着销售市场不断转好，公司海参业务营收和盈利有望恢复。
- ◆ **3、期间费用降低，参苗扩产巩固成长性。**公司加强对育苗产能扩建和养殖业务的投入，计划投资新建40万平方米的现代化海参育苗车间，并在人工礁的投放、护坝的建设、池塘的改造等方面增加投入。长远来看，我们认为公司育苗产能的扩张将为公司主营业务的发展带来重要影响，除通过销售苗种直接增厚公司业绩外，能够更加灵活和高效地优化公司养殖海参的投苗模式，从小规格投苗逐步向大规格过渡，从而有效提升养殖规模并降低养殖成本。
- ◆ 考虑到行业高景气延续、公司盈利能力持续向好、养殖资源可持续、捕捞规模稳步扩张、终端渠道布局日渐完善，我们维持对公司的“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**极端天气风险，产品价格波动风险、规模扩张不及预期、渠道拓展不及预期、政策变动风险等。
- ◆ **相关研究：**20190430《好当家：一季度经营数据点评，公司各业务整体实现稳定增长》

中粮糖业

- ◆ **糖价周期上行，食糖业务有望复苏。**我们认为国内糖价已进入周期上行期。从周期规律来看，国内糖价与国内糖产量呈现明显的反向关系，表现为 5-6 年一个周期，目前处于国内食糖产量连增尾声和糖价下跌末期，以往内糖周期食糖产量连增从未超过三年，19 年国内糖产量和糖价面临周期拐点。从内在逻辑来讲，糖价和产量 3 年增减周期主要是受甘蔗宿根连续生长 3 年以及糖厂和蔗农一般签订 3 年协议的影响，18/19 榨季甘蔗收购价下调且逐年增长的劳动力成本影响本榨季甘蔗种植收益大幅下滑甚至部分产区陷入亏损，且甘蔗种植收益远低于替代作物的种植收益，在产量连增三年后的换根期，甘蔗和国内糖产量大概率进入减产期，从而推动糖价周期上行。国内糖价上涨公司食糖业务盈利将获改善，且随着内外糖回暖以及价差回归，公司贸易糖和炼糖规模和盈利有望转好。
- ◆ **资本结构优化财务压力减轻，降费增效成果显现。**公司 2018 年偿还短期借款 32.46 亿元，财务费用较上年下降 2.14 亿元，期末负债率较上年下降 5.75 个百分点至 51.51%，财务压力有所减轻。此外，公司持续加大降费增效力度，已在食糖业务和番茄业务中显示出成效。18 年公司炼糖业务营收和毛利均有所下滑，但辽宁糖业实现净利润 1.23 亿元，较上年大幅提升，主要来源于期间费用的下降，引入日本三井制糖后，辽宁糖业在质量控制和管理体系将进一步提升。另外，公司通过整合优质番茄资产以及坚持推进提质增效战略，番茄业务整体已经实现扭亏，其中大包装业务保持现有份额，下游制品业务受益于业务整合和市场开发盈利已经转正，番茄粉业务增长较快，物流费用逐步降低。我们认为公司番茄业务目前包袱已卸，未来增长可期。
- ◆ **定增募投项目将提升公司食糖业务长期竞争力。**公司定增募集资金 6.41 亿元将用于甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料蔗基地建设项目和甜菜糖技术升级改造项目，公司通过对糖业的投资有望进一步加强公司糖业盈利能力和核心竞争力。未来随着糖料蔗收购的市场化改革，国内制糖业竞争格局有望重塑，小规模糖厂由于成本劣势显现将面临淘汰和重组，行业集中度将加快提升，龙头企业市场占有率将进一步提高。
- ◆ 我们维持对公司的“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**产品价格波动风险；自然灾害和极端气候风险；政策变动风险；定增及募投项目相关风险等。
- ◆ **相关研究：20190417《中粮糖业：糖价周期上行，公司业绩有望复苏》**

北大荒

- ◆ **业绩稳步向好，超出全年经营计划目标：**2018 年公司资产总额 79.73 亿元，较上年期末增长 4.27%；归属上市公司股东的净资产 65.11 亿元，较上年期末增长 8.2%；在去年年报中，公司在年初经营计划里提出 2018 年公司预计全年实现营业收入 31.9 亿元，实现利润总额 7.9 亿元。公司实现营业收入 32.65 亿元，超额 2.35%完成目标；实现利润总额 9.33 亿元，超额 18.10%完成目标。2019 年公司预计全年实现营业收入 32 亿元，实现利润总额 8.4 亿元，粮豆总产 119.06

亿斤（2018年粮豆总产124亿斤）。

- ◆ **子公司止血转型收关：**2018年，公司下属的浩良河化肥分公司、北大荒龙垦麦芽公司、北大荒纸业公司3家工业企业已进行改革改制，处于停产状态。报告期内经营收入以出租资产和处理库存存货为主，全年共实现营业收入976万元，同比减少3719万元；实现利润总额-3353万元，同比减亏2.24亿元。其中浩良河化肥分公司实现利润总额-1044万元，同比减亏2.13亿元；北大荒纸业公司实现利润总额18万元，同比减少16万元；北大荒麦芽公司实现利润总额-2327万元，同比减亏1152万元。经贸企业鑫亚公司由于亏损严重，从2013年开始全面停止经营，以清理应收和销售原有存货为主要任务，不再开展新业务。报告期内实现利润总额-1406万元，同比增加亏损627万元，主要原因为计提应收款坏账准备所致。公司下属鑫都房地产公司实现利润总额-1.19亿元，同比增亏1.17亿元。主要原因为天顺新城项目资金占用费增加及天顺新城项目在建商品房抵债缴纳各项税金增加所致。
- ◆ **气候因素可能成为导火索。**我们认为气候因素较为严峻。另外，我们一贯认为，粮食对于一个大国来说其意义远胜于芯片，因此粮食相对芯片来说更是芯中之芯。特别是在国际局势日益紧张，且粮食安全形势压力巨大的，存在诸多巨大不可控因素的大环境下。
- ◆ 考虑到在当前局势下公司战略价值，以及公司未来的潜在发展空间，我们维持对公司的“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**自然灾害、国家相关农业政策不利变化、战略合作不顺利、管理团队的变动等。
- ◆ **相关研究：20190409《北大荒：业绩稳定增长，粮仓价值伏藏》**

亚盛集团

- ◆ **收入、利润、扣非盈利增长、经营净现金为负：**2018年公司扣除非经常性后损益6246万元，同比下降22.63%。公司经营活动产生的净现金1.66亿元，2017年同期为-2734万元。经营现金较上期增加1.82亿元，主要是日常经营活动产生的现金流量净额增加及收到黄藏寺水利枢纽工程宝瓶河项目补偿资金所致。2018年公司收入增长21.35%，一改2014~2017年连续四年下滑的局面。尽管公司盈利能力仍然未能摆脱颓势，但收入、经营现金流明显大幅增长，预示着公司即将步入良性发展阶段。
- ◆ **经营效率、偿债能力逊色：**受市场竞争影响，公司赊销政策导致2018年应收账款周转率从2017年底的2.57下降至2.27。但存货周转率表现改善，从2017年的1.89提高到2.30。公司流动比率和速动比率均表现不佳，分别为1.27和0.99，2017这两者分别为1.82和1.33。不过对于公司来说问题不大，仍处在可以承受范围内。ROIC也从2017年的2.94%下降至2.90%，显示公司资本回报上八年压力增大。
- ◆ **公司未来业绩弹性大。**尽管公司近年发展遇到不少的困难，目前又受到市场竞争的压力，判断公司在啤酒花、果品、苜

藿和马铃薯方面的布局未来几年将开花结果，加之这些经济作物价格波动大的特点，随着公司产业结构不断优化和产业水平的提升，内部管理不断提升，市场建设的提速，以及抗风险能力的改善，在公司收入、现金流呈现出增长的背景下，特别是公通胀大背景下无论是业绩提升还是市场机会都将大为改观。

- ◆ 考虑到公司产业基础良好，布局合理，销售前景广阔、潜力大。我们维持对公司的“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**气象灾害、国家相关农业政策不利变化、消费环境不利、市场竞争加剧、农产品价格不振等。
- ◆ **相关研究：20190508《亚盛集团：盈利下降趋缓，收入、经营现金增长》**

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准20%以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。