

种业跟踪报告

——行业供需矛盾逐步改善，关注玉米种业投资机会

报告要点：

● 比价效益低，玉米种植面积面临持续下滑

大豆种植效益高于玉米。中美贸易战叠加政策扶持，我国大豆价格和补贴持续上升，大豆种植效益要显著高于玉米，因玉米与大豆为竞争性关系，玉米种植面积面临进一步压缩。玉米产量面临进一步下降。因大豆种植效益要显著高于玉米，“豆增玉减”将成为必然，我国玉米产量面临进一步下降。

● 旱涝灾害频发叠加草地贪夜蛾首次入侵，玉米减产预期加强

草地贪夜蛾首次入侵，玉米减产预期加强。草地贪夜蛾是联合国粮农组织全球预警的重大迁飞性害虫，目前已在全球100多个国家出现过。草地贪夜蛾于今年1月从云南入侵我国，已扩散蔓延到18个省区市，并呈继续北迁趋势。据相关专家介绍，草地贪夜蛾可吃农作物达186种，喜食玉米、高粱、水稻、烟草和甘蔗等禾本科农作物，可导致玉米减产20%-70%，甚至导致绝收，我国玉米生产面临较大压力。自然灾害频发，玉米供需格局有望迎来改变。除草地贪夜蛾的影响外，我国今年旱灾、涝灾频繁，加之大豆对玉米的挤压，预计19年我国玉米库存消费比将有望降到38%左右，行业供需格局持续改善。

● 国内外食品价格普涨，行业或将迎来主题投资机会

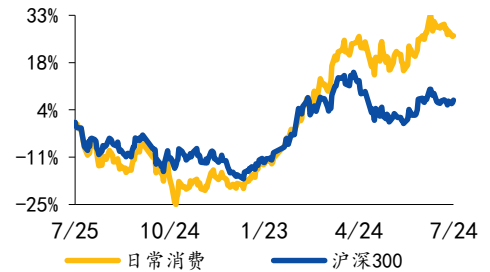
全球食品价格稳步上升，国内肉类、水果持续攀升。因厄尔尼诺带来的全球极端气候变化，年初以来全球主要粮食价格呈现稳步上涨态势，5月全球食品价格指数达到172.4，连续第五个月上涨。另一方面，今年我国肉类和水果均出现了持续上涨。据农业农村部统计，2019年5月，水果、猪肉、鸡蛋价格同比涨幅较大，受此影响，2019年5月，全国居民消费价格(CPI)同比上涨2.7%，连续三个月维持在2%以上，为近15个月以来新高。行业或将迎来主题投资机会。种业板块属于农林牧渔子行业种植业范畴，回顾历史，食品价格上涨利好种植业板块，因此在国内食品价格上涨预期背景下，板块将或迎来价格上涨主题投资机会。

● **投资建议：玉米行业供需矛盾逐步改善，关注玉米种业投资机会** 种植结构调整、草地贪夜蛾首次入侵、极端自然灾害频发造成玉米行业供给端持续下降；需求端受非洲猪瘟影响有所下降，但玉米深加工行业产能快速增长加快了行业去库存进程；基于供给端持续下降，需求端稳步增长，行业库存消费比步入合理水平，玉米行业供需矛盾逐步改善，建议关注玉米种业投资机会，建议关注玉米种业龙头企业登海种业(002041)。

风险提示：农业供给侧改革带来粮价进一步下降的风险、自然灾害风险、非洲猪瘟带来下游需求下降风险、品种推出速度加快带来市场集中度下降风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券*行业研究*生猪养殖行业跟踪报告：产能降幅进一步扩大，行业高景气有望延续*农业*20190620*周家杏》
2019.06.21

《国元证券*行业研究*种业研究报告：国有资本全面布局，行业迎来整合加速*农业*20190301*周家杏》2019.03.02

报告作者

分析师 周家杏
执业证书编号 S0020511030015
电话 021-51097188-1920
邮箱 zhoujiaxing@gzq.com.cn

公司代码	公司名称	投资评级	收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
002041	登海种业	增持	8.42	74.10	0.04	0.14	0.15	145.81	60.14	56.13

目 录

1.种植结构调整致使玉米产能持续下降	3
1.1 自给率低、高补贴，大豆对玉米形成挤压	3
1.2 玉米种植面积面临下滑，供需矛盾持续改善	3
1.2.1 比价效应带来玉米种植面积持续下滑	3
1.2.2 产能下滑带来供需矛盾持续改善	4
2.自然灾害频发，玉米减产预期加强	5
2.1 草地贪夜蛾首次入侵，玉米产量面临进一步下降风险	5
2.2 旱灾涝灾并行，保生产难度加大	6
3.全球食品价格上涨，行业迎来主题投资机会	6
3.1 极端天气因素推动全球食品价格稳步上升	6
3.2 国内肉类、水果价格持续上涨	7
3.2.1 外围上涨叠加中美贸易，国内食品价格有望步入上升通道	7
3.2.2 板块迎来主题投资机会	8
4.投资建议	9
5.风险提示	9

图表目录

图 1：我国大豆进口量稳中有升	3
图 2：黑龙江大豆、玉米补贴对比（2016-2019）	3
图 3：我国大豆价格稳中有升	4
图 4：玉米价格触底回升	4
图 5：我国玉米供需结构持续改善	5
图 6：我国玉米库存消费比大幅下降	5
图 7：全球主要国家草地贪夜蛾感染率统计	6
图 8：当前草地贪夜蛾感染率不到一个百分点	6
图 9：联合国粮农组织（FAO）食品价格指数	7
图 10：猪肉、鸡蛋价格呈现上涨趋势	7
图 11：水果价格持续攀升，蔬菜价格开始回落	7
图 12：农产品批发价格指数呈现稳中有升态势	8
图 13：2009 年国内食品价格迎来上涨周期	8
图 14：09-11 年板块受益食品价格上涨，表现优于市场	8
表 1：玉米、大豆亩均收益对比（元）	4

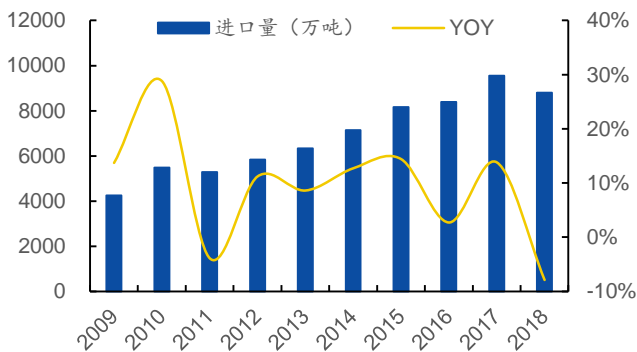
1. 种植结构调整致使玉米产能持续下降

1.1 自给率低、高补贴，大豆对玉米形成挤压

大豆自给率低。我国大豆年需求量在一亿吨左右，国内产能在 2000 万吨左右，进口量在 8000 吨左右，进口依赖度高。中国大豆进口量占全球大豆贸易量的 60%，对外依存度一度超过 85%，尤其是对以美国等个别特定国家依存度在 1/3 左右。统计显示，2018 年，我国进口了 8803 万吨大豆，强劲的油料和动物蛋白需求推动了我国大豆进口量稳步增长。另一方面，美国为我国大豆的主要进口国，中美贸易战爆发后，国内大豆受制于人的矛盾凸显而出，国内粮食安全存在一定的安全隐患，为此国家提出大豆振兴计划，立足本国国情和国产大豆优势，不断增加大豆产业政策扶持力度，实施大豆生产者补贴和轮作补贴，旨在不断提高我国大豆自给率，提升国产大豆产业市场竞争力。

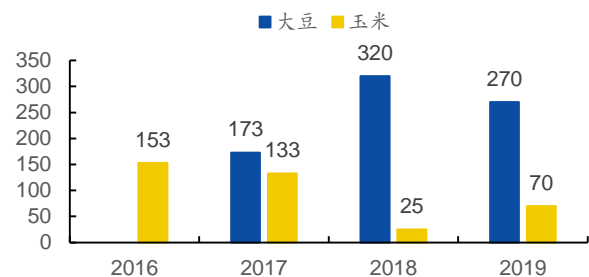
高补贴促使大豆对玉米形成挤压。为进一步完善玉米、大豆补贴制度，自 2017 年起，我国将大豆目标价格补贴政策调整为大豆生产者补贴政策，实现玉米和大豆补贴机制相衔接，玉米和大豆价格由市场决定。黑龙江省是我国最大的大豆主产区，面积和产量约占全国 40%-50%。统计显示，2017 年，黑龙江省大豆生产者补贴标准为一亩 173.46 元，2018 年达到每亩 320 元。而玉米生产补贴，则从 2016 年的每亩 153 元左右下调到 2018 年的 25 元。2019 年，黑龙江大豆补贴标准比玉米补贴要高 200 元以上，但每亩补贴不超过 270 元。

图 1：我国大豆进口量稳中有升



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 2：黑龙江大豆、玉米补贴对比（2016-2019）



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

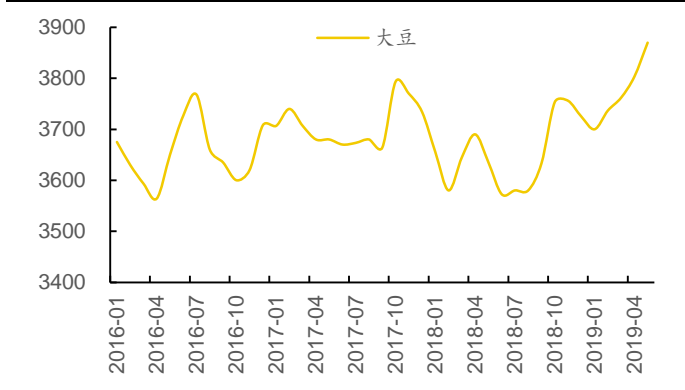
1.2 玉米种植面积面临下滑，供需矛盾持续改善

1.2.1 比价效应带来玉米种植面积持续下滑

政策扶持助推大豆价格上涨，行业供给侧改革致使玉米价格下降。首先，我国大豆对外依存度高，中美贸易战爆发进一步凸显了供需矛盾，为此国家大力扶持国产大

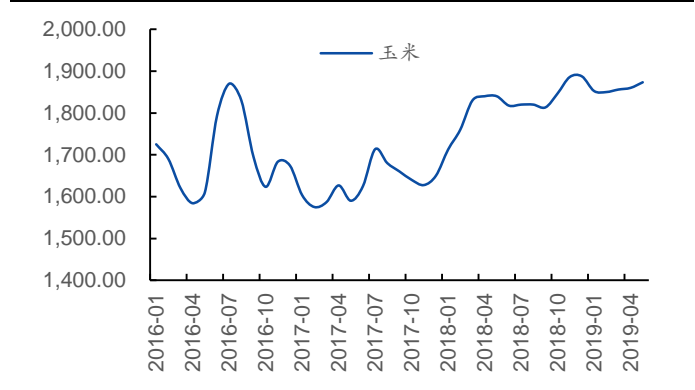
豆行业发展，大豆价格也随之上涨，从2018年6月的3572元/吨上涨到2019年5月的3870元/吨；其次，由于我国玉米行业长期呈现供大于求的状况，因此国家推行农业供给侧改革，逐步下调玉米种植面积，玉米价格呈现下降趋势，后来随之库存逐步消化，玉米价格才得以企稳，当前玉米价格维持在1860元/吨左右的水平。

图3：我国大豆价格稳中有升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图4：玉米价格触底回升



资料来源：Wind，国元证券研究中心

玉米种植比价效应低，种植面积有望面临进一步下降。对于玉米主产区来说，玉米和大豆对耕地是竞争性关系，因此农户选择种植玉米还是大豆主要取决于种植效益的高低。我们对大豆和玉米种植效益进行测算：单价方面，选取2019年1-5月份市场均价；总成本方面，在2017年成本的基础上适当变动，其中大豆成本因地租上升而增加；补贴方面，选取主产区黑龙江当前的补贴标准，其中大豆补贴包括大豆生产者补贴和轮作补贴两部分。通过比较玉米、大豆综合收益，如下表所示：

表1：玉米、大豆亩均收益对比（元）

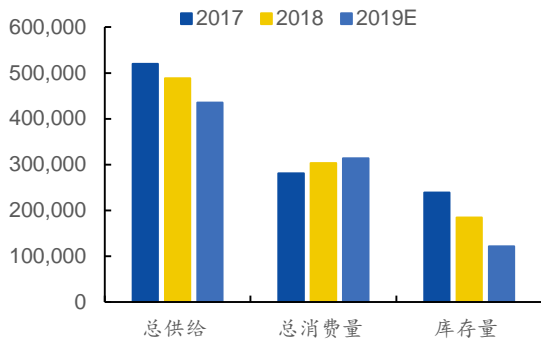
品种	每亩产量 (斤)	单价 (元/吨)	每亩收入 (元)	每亩总成本 (元)	每亩种植 收益(元)	每亩补贴 (元)	每亩综合 收益(元)
玉米	1200	1858	1114.8	1026.5	88.3	70	158.3
大豆	300	3774	566.1	718.8	-152.7	270+150	267.3

资料来源：wind、国元证券研究中心

1.2.2 产能下滑带来供需矛盾持续改善

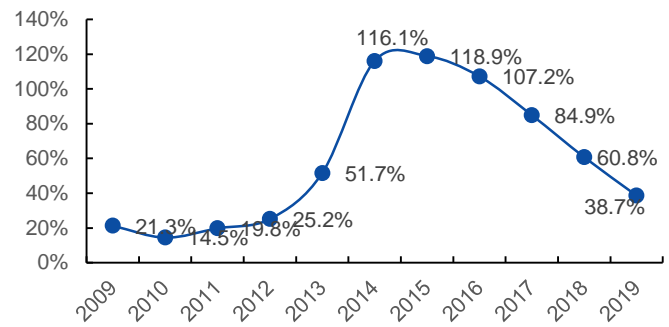
大豆种植效益高于玉米，玉米产能面临持续下滑。一方面，我国玉米行业处于供给侧改革持续推进阶段，行业去库存仍在进行，随着下游玉米深加工行业的快速扩产，行业去库存速度呈现加快趋势，玉米产品价格呈现企稳态势。另一方面，随着大豆振兴规划的推出，玉米种植面积有望面临进一步压缩，行业的产量持续下降，而下游消费却因前期低价原料而快速增长，行业库存快速下降，库存消费比随之下降，预计2019年玉米行业库存消费比将降到38%左右（按照农产品运行规律，库存消费比下降意味着玉米价格步入上涨周期。从历史角度看，当库存消费比低于30%时，玉米市场供应紧张，价格会大幅上涨），低于2013年水平，行业供需矛盾持续改善。

图 5：我国玉米供需结构持续改善



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 6：我国玉米库存消费比大幅下降



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

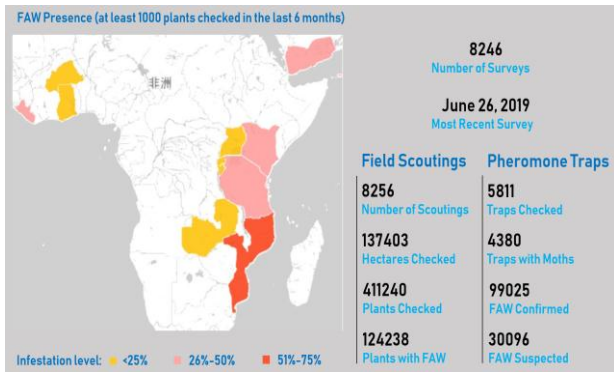
2. 自然灾害频发，玉米减产预期加强

2.1 草地贪夜蛾首次入侵，玉米产量面临进一步下降风险

迁飞能力强，繁殖系数高，防控难度大。草地贪夜蛾，俗称秋黏虫，原产于美洲大陆。草地贪夜蛾是联合国粮农组织全球预警的重大迁飞性害虫，目前已在全球 100 多个国家出现过。草地贪夜蛾传播扩散迅速，适生区域广泛，迁飞能力强（成虫一晚可飞行 100 多公里），繁殖能力强（一只雌蛾一生可产卵 1000 粒左右，相当于普通菜蛾的 10 倍之多，每个卵只要 30 天左右就可长成一代），寄主植物多，因此防控难度高。

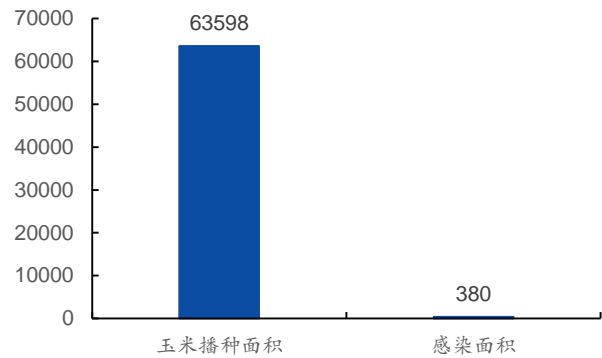
我国首次入侵，喜食禾本科。据农业农村部于 6 月 13 日通报，草地贪夜蛾今年 1 月首次在我国云南发现后，已扩散蔓延到 18 个省区市，并呈继续北迁趋势，其中云南省 124 个县 110 万亩玉米、5 万亩甘蔗受到草地贪夜蛾不同程度的危害。截至目前，草地贪夜蛾已在全国 18 个省份的 900 多个县市发生侵害，发生侵害面积达 380 万亩（2017 年我国玉米种植面积为 63598 万亩）。据相关专家介绍，草地贪夜蛾可吃农作物达 186 种，喜食玉米、高粱、水稻、烟草和甘蔗等禾本科农作物，可导致玉米减产 20%-70%，甚至导致绝收。未来，随着我国季风天气影响，草地贪夜蛾有望从西南逐步向中部和北部蔓延扩散，而中部为我国黄淮海夏玉米主产区（随着冬小麦的收获，黄淮夏玉米区从南到北陆续进入播种和出苗阶段），北部为我国东北春玉米主产区（处于苗期），因此我国玉米面临减产风险，具体减产要看后续虫发生情况而定。

图 7：全球主要国家草地贪夜蛾感染率统计



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 8：当前草地贪夜蛾感染率不到一个百分点



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2.2 旱灾涝灾并行，保生产难度加大

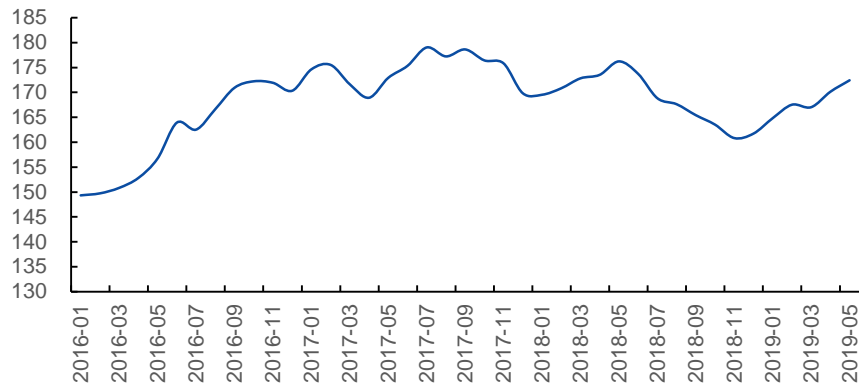
不利天气盛行，玉米处于关键生长期，产量面临下降风险。6 月份以来，我国南方多地发生了特大暴雨，对农作物生产造成了一定的损害。据国家气象局预计，今年我国农业气象年景中等偏差，可能出现南涝北旱的局面。另一方面，世界三大气象机构均表示今年夏季发生厄尔尼诺现象的概率较大，其中美国气象局预计发生厄尔尼诺的概率为 66%；日本气象厅预计今夏季发生厄尔尼诺现象的概率为 70%，秋冬季概率为 60%；澳大利亚气象局预计发生厄尔尼诺现象概率为 50%(正常的 2 倍)。

3.全球食品价格上涨，行业迎来主题投资机会

3.1 极端天气因素推动全球食品价格稳步上升

全球食品价格稳步上升。受旱灾和涝灾影响，国外乳制品和玉米价格持续上涨，推动了粮农组织食品价格指数逐月攀升。5 月以来全球主要粮食价格明显上涨，因为厄尔尼诺带来的全球极端气候变化。联合国粮食及农业组织 (FAO) 6 月 6 日发布最新数据显示，由于不利天气条件导致奶酪和玉米供应紧张，5 月全球食品价格指数达到 172.4，连续第五个月上涨。同时，因天气因素，联合国粮农组织预计美国 2019 年玉米产量将同比下降 10%，同时该组织下调 2019 年全球谷物产量预期至 26.85 亿吨。

图 9：联合国粮农组织（FAO）食品价格指数



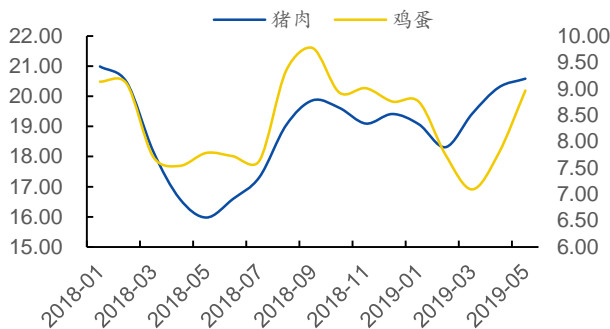
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2 国内肉类、水果价格持续上涨

3.2.1 外围上涨叠加中美贸易，国内食品价格有望步入上升通道

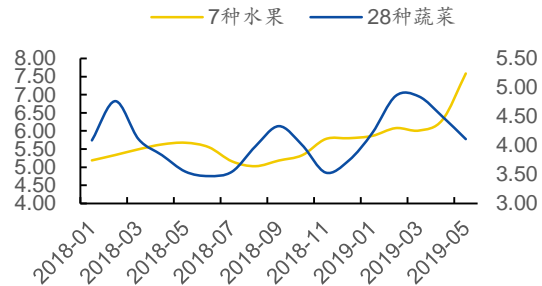
肉类、水果价格持续上涨。受非洲猪瘟导致肉类整体价格上涨以及行业低库存导致水果价格上涨，我国肉类和水果均出现了持续上涨。据农业农村部统计，2019年5月，水果、猪肉、鸡蛋价格同比涨幅较大。其中，鸭梨、富士苹果、巨峰葡萄、香蕉、菠萝和西瓜6种水果批发均价每公斤7.55元，环比上涨19.5%；集贸市场猪肉月度均价为每公斤24.71元，同比上涨26.6%，但仍低于近5年平均水平；鸡蛋月度均价为每公斤9.95元，同比上涨9.1%。

图 10：猪肉、鸡蛋价格呈现上涨趋势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 11：水果价格持续攀升，蔬菜价格开始回落



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

农产品批发价格指数稳中有升。统计显示，从2018年下半年以来，我国农产品批发价格指数稳步上涨，从2018年7月的97.17上涨到2019年5月的114.38，涨幅为17.71%。当前我国农产品批发价格指数处在近3年的相对高位，虽然近期有所回落，但仍处在110以上，连续4个月处于110关口之上，显示出我国农产品价格处在上升通道，未来随着非洲猪瘟以及极端天气持续影响，国内食品价格有望稳步上涨。

图 12：农产品批发价格指数呈现稳中有升态势

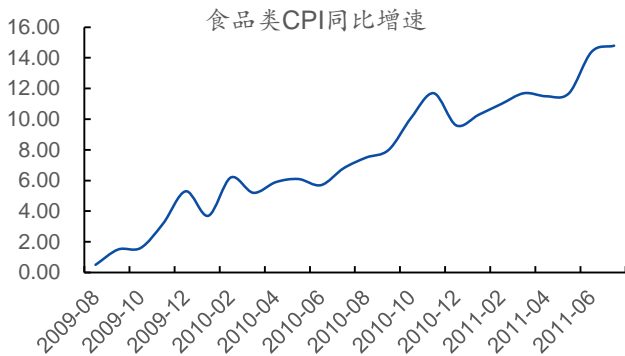


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

3.2.2 板块迎来主题投资机会

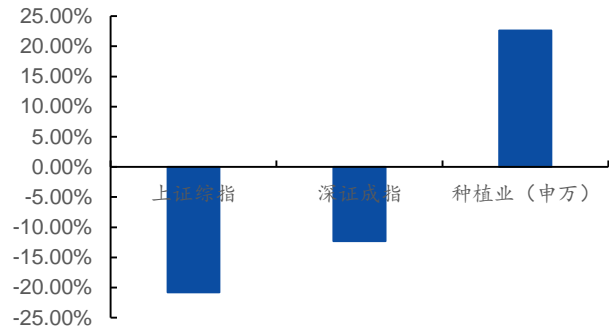
种业板块属于农林牧渔子行业种植业范畴,回顾历史,2009年8月至2011年7月,我国食品类CPI开启了上涨态势,从0.50上涨到14.80,期间上证综指下跌20.82%,深证成指下跌12.29%,种植业(申万)却上涨了22.60%。由此可见,食品价格上涨利好种植业板块,板块的表现要优于整个市场,板块或将迎来价格上涨主题投资机会。

图 13：2009 年国内食品价格迎来上涨周期



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 14：09-11 年板块受益食品价格上涨，表现优于市场



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

4. 投资建议

维持之前观点：在行业不景气的背景下，企业在研发和资本实力层面的优势将更加凸显，龙头企业有望在产品产量、产品品质以及客户服务等环节突破同质化竞争圈，最终实现稳步增长，我们看好行业龙头发展前景。当前，受种植结构调整（大豆对玉米的挤压）、自然灾害频发（国内外旱涝、闹灾频发，我国首次遭受草地贪夜蛾侵害），玉米行业供给持续下降，行业供需矛盾有望得以进一步改善，建议关注玉米种业投资机会，建议关注投资标的为**登海种业（002041）**。

5. 风险提示

农业供给侧改革带来粮价进一步下降的风险、自然灾害风险、非洲猪瘟带来下游需求下降风险、品种推出速度加快带来市场集中度下降风险。

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188