

农林牧渔

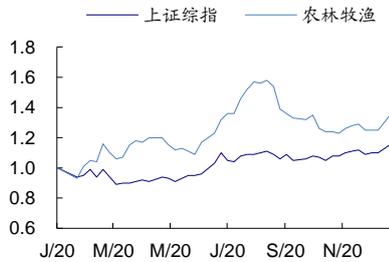
农林牧渔 2021 年 1 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 01 月 15 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《种植链行业点评系列二:转基因生物安全证书落地,种植链有望再迎强催化》——2021-01-11
《生猪期货专题:期货落地在即,利好养殖龙头》——2021-01-08
《农业行业-实质性派生品种专题:EDV 重塑行业,头部最为受益》——2020-12-24
《种植链行业点评系列一:农业迎政策驱动催化,种业与种植充分受益》——2020-12-21
《农林牧渔 2021 年投资策略:放下执念,拥抱成长》——2020-11-23

证券分析师:鲁家瑞

电话:021-61761016
E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110002

行业专题

粮价表现超预期 大农业把握龙头

● USDA1 月报告继续利多粮价

2021 年 1 月 13 日, USDA 发布了 1 月份供需报告。全球大豆、玉米和小麦产量均有不同幅度调减,其中玉米和大豆库存持续下降,供需偏紧格局继续演变;而小麦产量 2020/21 年度虽然也面临调减,但整体库存水平仍处于高位,大米产量则继续调增,带动库存水平上升,价格维持平稳。整体来看,USDA 本次报告利多粮价。

● 种业:看好粮价后周期与转基因带来的成长共振

农业农村部自 2021 年 1 月 11 日公布新一批的转基因安全证书后,种植板块均有一定幅度回调;核心原因在于:1)一方面板块静态估值较高;2)另一方面,市场将该政策解读为利好出尽,短期博弈较强。但我们认为,种植链未来 2-3 年的周期景气均处于上行通道当中,在粮价上涨以及转基因落地预期下,种植板块将迎来周期与成长的共振,中长期继续看好。

● 动保疫苗:上半年业绩确定高增 把握短期交易机会

在畜禽存栏回升,尤其是生猪产能快速恢复的背景下,动物疫苗短期业绩确定性高增长。考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低,2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长,推荐标的:科前生物、生物股份、普莱柯。

● 大农业:继续看好具备优秀管理层的标的

在农业领域,成长股的核心优势在于将自有业务的成本降至行业最低,或者具备单位超额收益。此外,在做好现有业务的同时,我们更看好具备多元化业务扩展能力的上市公司,核心推荐标的:海大集团、牧原股份、金龙鱼;建议关注:湘佳股份、圣农发展。

● 投资建议

种植链:1)种业推荐:隆平高科、荃银高科、登海种业,建议关注:大北农;2)农产品推荐:苏垦农发、中粮糖业。动保推荐:科前生物、生物股份、普莱柯。大农业成长股推荐:海大集团、牧原股份、金龙鱼;建议关注:湘佳股份、圣农发展。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
000998	隆平高科	买入	18.35	242	0.04	0.19	459	97
601952	苏垦农发	买入	12.53	173	0.49	0.73	26	17
688526	科前生物	买入	37.77	176	0.89	1.23	42	31
002311	海大集团	买入	65.29	1085	1.54	1.92	42	34
002714	牧原股份	买入	82.88	3153	8.16	9.74	10	9
300999	金龙鱼	买入	117.29	6359	1.48	1.54	79	76

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

内容目录

种植：短期预期博弈 中长期依然看好	4
粮价：USDA 1 月供需报告继续利多粮价走强	4
种业：看好粮价后周期与转基因带来的成长共振	12
投资建议：放下偏见 把握周期	14
养殖链：看好个股行情 把握核心成长股	15
动保疫苗：上半年业绩确定高增 把握短期交易机会	15
养殖链：看好优质管理层 把握核心成长股	15
投资建议	17
种植链观点：看好周期与成长共振行情	17
养殖链观点：顺周期看好动保疫苗，逆周期把握成长股	17
新增覆盖标的：科前生物、生物股份、普莱柯、中粮糖业	17
风险提示	19
国信证券投资评级	20
分析师承诺	20
风险提示	20
证券投资咨询业务的说明	20

图表目录

图 1: 国际期货收盘价不断走高.....	5
图 2: 国内大豆现货价逐步上升.....	5
图 3: 国内大豆对外依存度高(百万吨).....	6
图 4: 我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷.....	6
图 5: 2020 年 7 月以来国际玉米期货价快速上涨.....	7
图 6: 2020 年以来国内玉米现货价稳步上升.....	7
图 7: 玉米饲用需求占比 63%.....	8
图 8: 我国生猪存栏加速恢复.....	8
图 9: 2020 年 7 月以来国际小麦期货价小幅上涨.....	10
图 10: 2020 年 6 月以来国内小麦现货价小幅上升.....	10
图 11: 2020 年 8 月以来国际稻谷期货价较为平稳.....	11
图 12: 国内水稻现货价平稳在 3000 元/吨左右.....	11
图 13: 玉米制种面积创 2003 年以来新低.....	12
图 14: 甘肃与新疆承担国内大部分的玉米制种任务.....	12
图 15: 近年来国审玉米数量连年增多.....	13
图 16: 2020 年公示国审玉米品种数量较多单位.....	13
图 17: 全球转基因作物种植面积不断创新高.....	13
图 18: 美洲农业强国是转基因主要的推广者.....	13
图 19: 主要转基因作物占总推广面积达到 90%以上.....	14
图 20: 玉米和大豆是巴西主要的转基因种植作物(单位: %).....	14
图 21: 国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区.....	14
图 22: 转基因放开, 玉米种子利润空间扩容明显.....	14
图 23: 能繁母猪存栏环比与同比快速恢复.....	15
图 24: 生猪价格仍保持在较高水平.....	15
图 25: 猪饲料整体生产恢复较好.....	15
图 26: 小猪存栏在 2020 年 2 月-3 月开始环比回升.....	15
图 27: 市场空间的行业更容易出现大市值企业.....	16
表 1: 全球大豆供需平衡表.....	4
表 2: 全球大豆供需平衡表(分国家).....	5
表 3: 全球玉米供需平衡表.....	6
表 4: 全球玉米供需平衡表(分国家).....	7
表 5: 中国玉米供需平衡表.....	8
表 6: 全球小麦供需平衡表.....	9
表 7: 全球小麦供需平衡表(分国家).....	9
表 8: 中国小麦供需平衡表.....	10
表 9: 全球大米供需平衡表.....	10
表 10: 全球大米供需平衡表(分国家).....	11
表 11: 中国大米供需平衡表.....	11
表 12: 国内玉米种子库存回归正常.....	12

种植：短期预期博弈 中长期依然看好

农业农村部自 2021 年 1 月 11 日公布新一批的转基因安全证书后，种植板块均有一定幅度回调；核心原因在于：1) 一方面板块静态估值较高；2) 另一方面，市场将该政策解读为利好出尽，短期预期博弈较强。我们认为，种植链未来 2-3 年的周期景气均处于上行通道当中，在粮价上涨以及转基因落地预期下，种植板块将迎来周期与成长的共振，中长期继续看好。

粮价：USDA 1 月供需报告继续利多粮价走强

2021 年 1 月 13 日，美国农业部 (USDA) 发布了 1 月份供需报告。报告调减 2020/2021 年度全球大豆产量 105 万吨至 3.61 亿吨，期末库存调减 133 万吨至 8431 万吨，其中美豆单产下调 0.5 蒲式耳至 50.2 蒲/英亩，超过市场预期，阿根廷产量下调 200 万吨至 4800 万吨。玉米方面，报告调减全球玉米产量 967 万吨至 11.34 亿吨，期末库存预估调减 513 万吨至 2.84 亿吨，其中美国玉米单产调减 3.8 蒲式耳至 172 蒲/英亩，巴西和阿根廷玉米产量也分别调减了 100 和 150 万吨，而中国玉米产量则调增了 67 万吨。此外，全球小麦产量也面临减少，2020/21 年度全球小麦产量预估调减 102 万吨至 7.73 亿吨，主要是由于阿根廷产量调减 500 万吨和中国产量调减 175 万吨。大米方面，全球供给充足，库存继续上涨，2020/21 年度产量调增 197 万吨至 5.03 亿吨，期末库存也调增 52 万吨至 1.79 亿吨。整体来看，USDA1 月份报告利多粮价，具体分析如下：

大豆：全球大豆供需偏紧 大豆期货价强势上涨

根据 USDA1 月供需报告，2020/21 年度大豆预估期末库存将继续下降，1 月预估相比 12 月预估再次调减 133 万吨，至 8431 万吨。库存消费比和 12 月预估持平，但是相比 2018/19 年度则下降 10%。一方面，全球大豆产量调减 105 万吨至 3.61 亿吨，供应量下降，另一方面，大豆需求量小幅上升，国内使用量调增 10 万吨。分国家来看，美国大豆单产下调 0.5 蒲式耳至 50.2 蒲/英亩，产量预估将下降 105 万吨，期末库存也大幅调减 96 万吨至 380 万吨。此外，由于拉尼娜干旱天气影响，阿根廷大豆产量也面临调减，相比 12 月调减 200 万吨至 4800 万吨。而中国大豆 2020/21 年度产量则预计上升，调增 210 万吨至 1960 万吨，期末库存也预计将提高 180 万吨。由于 2020 年大豆振兴计划政策驱动，大豆补贴和农民种植积极性大幅提升，因此中国大豆播种面积和大豆产量也大幅提高。

表 1：全球大豆供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12 月预估)	2020/21 (1 月预估)
期初库存	98.91	112.8	95.46	95.39
产量	361.04	336.47	362.05	361
进口	145.47	165.41	166.33	166.84
国内压榨量	298.06	309.37	321.64	321.81
国内总使用量	343.79	354.56	369.72	369.82
出口量	148.83	164.73	168.48	169.1
期末库存	112.8	95.39	85.64	84.31
库销比	33%	27%	23%	23%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

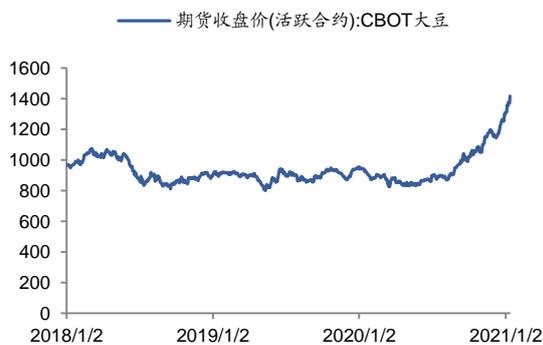
表 2: 全球大豆供需平衡表 (分国家)

2020/21 百万吨		期初库存	产量	进口	国内压榨量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	12月预测	95.46	362.05	166.33	321.64	369.72	168.48	85.64
	1月预测	95.39	361	166.84	321.81	369.82	169.1	84.31
美国	12月预测	14.25	113.5	0.41	59.74	63.51	59.87	4.76
	1月预测	14.28	112.55	0.95	59.87	63.29	60.69	3.8
阿根廷	12月预测	26.8	50	4	39	46.2	7	27.6
	1月预测	26.8	48	4	39	46.2	7	25.6
巴西	12月预测	20.4	133	0.4	45.5	48.1	85	20.7
	1月预测	20.4	133	0.4	45.5	48.1	85	20.7
巴拉圭	12月预测	0.29	10.25	0.01	3.8	4.1	6.3	0.14
	1月预测	0.29	10.25	0.01	3.8	4.1	6.3	0.14
中国	12月预测	26.8	17.5	100	99	117.4	0.1	26.8
	1月预测	26.8	19.6	100	99	117.7	0.1	28.6
欧盟 27 国+ 英国	12月预测	1.64	2.7	15.4	16.8	18.51	0.25	0.98
	1月预测	1.64	2.7	15.4	16.85	18.56	0.25	0.93
东南亚	12月预测	0.8	0.6	9.78	4.72	10.27	0.03	0.88
	1月预测	0.79	0.6	9.78	4.72	10.27	0.03	0.87

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

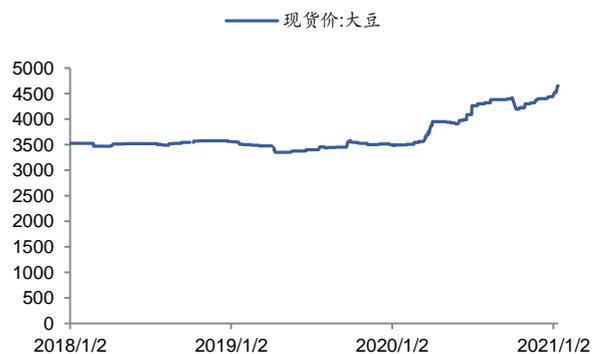
在全球大豆供需偏紧格局下,大豆期货价强势上涨。2020年5月以来,美国大豆期货价持续快速上涨,从842美元/蒲式耳左右连续上涨至2021年1月12日的1418美元/蒲式耳。国内大豆现货价也与国际保持联动,5月以来从3928元/吨左右上涨至4654元/吨。大豆价格强劲上涨反映了大豆供需的紧张局面,USDA下调全球大豆产量将会进一步强化市场的看涨预期,同时南美阿根廷大豆主产区受拉尼娜天气影响高温干燥天气持续,不利于大豆生长,大豆价格上涨的动力将会更加充足。

图 1: 国际期货收盘价不断走高



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

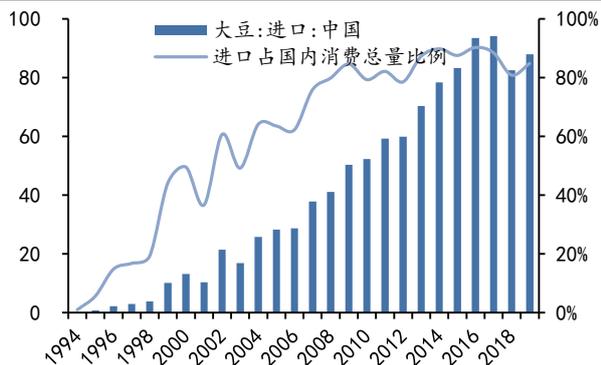
图 2: 国内大豆现货价逐步上升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

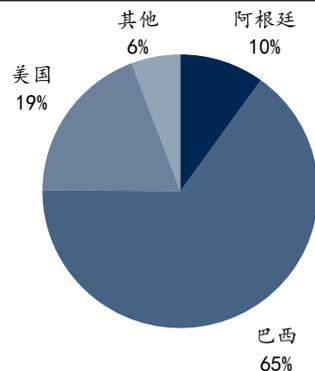
我国大豆对外依存度较高,国际大豆价格波动对我国影响较大。我国是全球主要的大豆进口国之一,2019年大豆进口量占总消费量的比例为85%,对外依存度较高。因此,国际市场大豆价格的波动将对我国食用油、饲料等的生产和消费产生剧烈影响。目前来看,我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷,2019年占比分别为65%、19%和10%,这些国家大豆产量变化引起的价格上涨将会提高我国大豆进口成本,增加不确定性。

图 3: 国内大豆对外依存度高 (百万吨)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 我国大豆进口主要来自巴西、美国和阿根廷



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

玉米: 全球玉米产量下调 价格持续上涨

USDA1 月供需报告下调 2020/21 年度全球玉米产量 967 万吨至 11.34 亿吨, 同时还下调了国内需求量 495 万吨至 11.53 亿吨, 期末库存量和库销比从 2018/19 年度以来连续下降, 期末库存量调减 513 万吨至 2.83 亿吨, 库销比则进一步下降至 24.6%。全球玉米供应仍处于偏紧状态。从各大主要玉米出口国和进口国来看, 2020/21 年度美国玉米单产调减 3.8 蒲式耳至 172 蒲/英亩, 玉米产量调减 824 万吨至 4876 万吨, 由于供不应求, 期末库存也大幅下降至 3942 万吨。巴西和阿根廷的玉米产量同样面临下调, 主产区持续的干旱天气造成玉米单产明显下降, 巴西产量调减 100 万吨至 1.09 亿吨, 阿根廷产量调减 150 万吨至 4750 万吨。与普遍下调行情不同, 中国玉米产量预估上调 67 万吨至 2.61 亿吨, 同时预计中国进口将增加 100 万吨, 国内总需求将增加 150 万吨, 但由于需求增长幅度大于供给, 因此中国玉米库销比仍将保持下降。

表 3: 全球玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12月预估)	2020/21 (1月预估)
期初库存	340.76	320.04	303.42	303.01
产量	1123.77	1116.41	1143.56	1133.89
进口	164.42	165.17	179.57	176.28
国内饲用量	703.63	714.83	727.98	725.02
国内总使用量	1144.49	1133.45	1158.01	1153.06
出口量	181.73	169.99	185.97	183.63
期末库存	320.04	303.01	288.96	283.83
库销比	28.0%	26.7%	25.0%	24.6%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表 4: 全球玉米供需平衡表 (分国家)

2020/21 (百万吨)		期初库存	产量	进口	国内饲用量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	12月预测	303.42	1143.56	179.57	727.98	1158.01	185.97	288.96
	1月预测	303.01	1133.89	176.28	725.02	1153.06	183.63	283.83
美国	12月预测	50.68	368.49	0.64	144.79	309.26	67.31	43.23
	1月预测	48.76	360.25	0.64	143.52	305.45	64.77	39.42
阿根廷	12月预测	2.87	49	0.01	11	15	34	2.88
	1月预测	4.37	47.5	0.01	11	15	34	2.88
巴西	12月预测	4.99	110	1.5	60	70	39	7.49
	1月预测	4.99	109	1.5	60	70	39	6.49
乌克兰	12月预测	1.48	29.5	0.02	4.9	6.1	24	0.89
	1月预测	1.48	29.5	0.02	4.9	6.1	24	0.89
欧盟 27 国+ 英国	12月预测	7.18	63.7	19	59	80.4	2.2	7.28
	1月预测	7.18	63.6	18	58.5	79.5	2.2	7.08
东南亚 7 国	12月预测	3.81	30.3	18.65	40.4	48.4	0.56	3.8
	1月预测	3.81	30.3	18.05	39.8	47.8	0.56	3.8
中国	12月预测	200.53	260	16.5	198.5	285.5	0.02	191.51
	1月预测	200.53	260.67	17.5	200	287	0.02	191.68

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

玉米期货价和现货价快速上涨。7月以来,受到国际市场玉米供给缩减的预期影响,美国玉米期货价持续快速上升,由于USDA下调美玉米单产超市市场预期,1月12日美玉米期货价强势上涨26个百分点。拉尼娜天气叠加新冠疫情的持续影响,预计玉米价格上涨仍有一定空间。从中国国内来看,虽然国内玉米产量和进口量均有较大幅度提升,但是国内玉米需求量的增势更为强劲,供需缺口持续存在,因此玉米库存消费比依旧不断下降。1月预估2020/21年度玉米库存消费比进一步下调至66.8%。国内玉米的供需偏紧格局有望带动玉米价格继续震荡上行。

图 5: 2020 年 7 月以来国际玉米期货价快速上涨



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2020 年以来国内玉米现货价稳步上升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

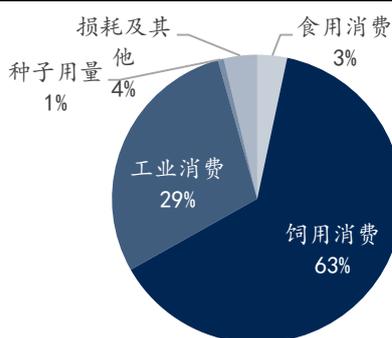
表 5: 中国玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12月预估)	2020/21 (1月预估)
期初库存	222.53	210.16	200.53	200.53
产量	257.17	260.78	260	260.67
进口	4.48	7.6	16.5	17.5
国内饲用量	191	193	198.5	200
国内总使用量	274	278	285.5	287
出口量	0.02	0.01	0.02	0.02
期末库存	210.16	200.53	191.51	191.68
库销比	76.7%	72.1%	67.1%	66.8%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

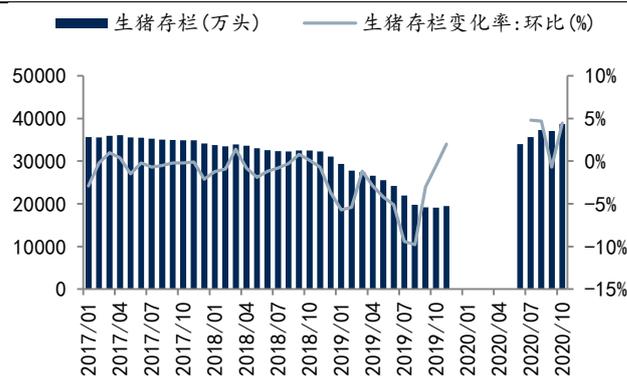
受益禽畜存栏恢复, 玉米饲用需求大幅增加。我国玉米约有 63%用于生产禽畜饲料, 玉米等饲料粮作为后周期板块将显著受益于禽畜养殖景气上行。2020 年生猪和禽存栏稳步回升(生猪存栏环比加速回升, 禽同比维持 15%左右增长), 对饲料的需求也大幅增加, 带动玉米需求好转, 对玉米价格形成强劲支撑, 预计我国玉米价格仍有较大上升空间。

图 7: 玉米饲用需求占比 63%



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 我国生猪存栏加速恢复



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

小麦: 全球小麦产量调减 国内小麦库存充足

USDA 1 月供需报告下调 2020/21 年度全球小麦产量 102 万吨至 7.72 亿吨, 期末库存下调 331 万吨至 3.13 亿吨, 库存消费比也从 41.8%降至 41.2%。从主要出口国和进口国来看, 美国、澳大利亚和加拿大小麦产量均持平, 阿根廷和中国小麦产量出现调减, 分别调减了 50 万吨和 175 万吨, 主要是受到干旱天气和播种面积下降的影响, 而俄罗斯小麦产量则调增 140 万吨, 部分弥补了中、阿等国的产量下降。小麦需求量增长较快, 2020/21 年需求量调增 176 万吨至 7.59 亿吨, 主要是由于中国和美国的饲料需求增加, 以及俄罗斯粮食、种子和工业需求增加。

表 6: 全球小麦供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12月预估)	2020/21 (1月预估)
期初库存	286.98	283.16	300.62	300.09
产量	730.9	763.91	773.66	772.64
进口	171.16	185.26	189.19	189.28
国内饲用量	139.2	138.95	141.03	142.38
国内总使用量	734.72	746.98	757.78	759.54
出口量	173.67	191.46	193.65	193.78
期末库存	283.16	300.09	316.5	313.19
库销比	38.5%	40.2%	41.8%	41.2%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

表 7: 全球小麦供需平衡表 (分国家)

2020/21 (百万吨)		期初库存	产量	进口	国内饲用量	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	12月预测	300.62	773.66	189.19	141.03	757.78	193.65	316.5
	1月预测	300.09	772.64	189.28	142.38	759.54	193.78	313.19
美国	12月预测	27.98	49.69	3.27	2.72	30.67	26.81	23.45
	1月预测	27.99	49.69	3.27	3.4	31.38	26.81	22.76
阿根廷	12月预测	1.7	18	0.01	0.05	6.05	12.5	1.16
	1月预测	1.7	17.5	0.01	0.05	5.95	12	1.26
澳大利亚	12月预测	3.9	30	0.5	4.5	8	20	6.4
	1月预测	2.9	30	0.5	4.5	8	20	5.4
加拿大	12月预测	5.5	35.18	0.45	4.4	9.6	26	5.53
	1月预测	5.5	35.18	0.45	4.4	9.6	26.5	5.03
俄罗斯	12月预测	7.23	84	0.5	18	41	40	10.73
	1月预测	7.23	85.3	0.5	18	41.5	39	12.53
中国	12月预测	151.68	136	8.5	24	134	1	161.18
	1月预测	151.68	134.25	9	25	135	1	158.93
北非七国	12月预测	14.36	16.64	29.7	1.75	46.95	0.99	12.76
	1月预测	14.36	16.64	29.4	1.75	46.95	0.99	12.46

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

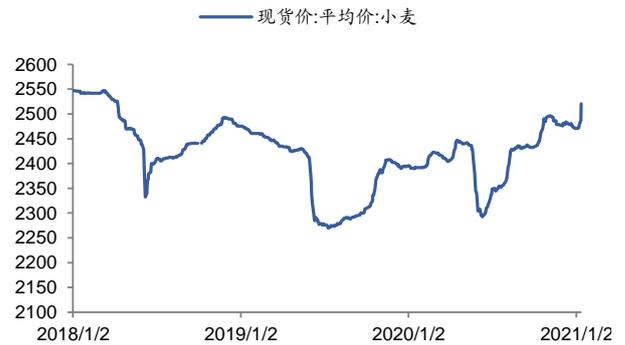
小麦价格温和上涨,我国小麦库存仍居高位。2020年7月以来,美国小麦期货价小幅上涨,我国小麦现货价也出现小幅温和上升。但由于小麦库存处于较高位置,2020/21年度全球小麦库存消费比预估为41.2%,我国小麦库存消费比为118%,均显著高于2018/19年度,因此小麦整体不存在大幅涨价的基础。值得一提的是,受益于禽畜存栏回升,近年来小麦的饲用需求不断上升,对玉米形成替代,2020/21年度我国小麦饲用需求量预估为2500万吨,相比2018/19年度提高了500万吨。

图 9：2020 年 7 月以来国际小麦期货价小幅上涨



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：2020 年 6 月以来国内小麦现货价小幅上升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 8：中国小麦供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12 月预估)	2020/21 (1 月预估)
期初库存	131.2	139.77	151.68	151.68
产量	131.43	133.59	136	134.25
进口	3.15	5.38	8.5	9
国内饲用量	20	19	24	25
国内总使用量	125	126	134	135
出口量	1.01	1.05	1	1
期末库存	139.77	151.68	161.18	158.93
库销比	112%	120%	120%	118%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

大米：全球大米产量调增 库存上升供给充足

根据 USDA 1 月供需数据，2020/21 年度全球大米产量调增 197 万吨至 5.03 亿吨，期末库存也相应调增 52 万吨，上升至 1.79 亿吨，库存消费比则维持 36% 不变。从主要大米出口国和进口国来看，美国、越南和中国分别调增了 5 万吨、10 万吨和 13 万吨，印度、泰国和日本等国则相比 12 月预测持平。此外，全球稻米需求量有较大幅度提升，2020/21 年度大米总消费量 1 月预估为 5.02 亿吨，相比 2018/19 年度提高了 1728 万吨。

表 9：全球大米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12 月预估)	2020/21 (1 月预估)
期初库存	164.26	176.89	178.22	178.31
产量	497.32	496.4	501.2	503.17
进口	44.04	42.25	42.54	42.97
国内总使用量	484.69	494.98	500.44	501.97
出口量	43.9	42.71	45.29	45.38
期末库存	176.89	178.31	178.98	179.5
库销比	36%	36%	36%	36%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

表 10: 全球大米供需平衡表 (分国家)

2020/21 预估		期初库存	产量	进口	国内总使用量	出口量	期末库存
全球	12月预测	178.22	501.2	42.54	500.44	45.29	178.98
	1月预测	178.31	503.17	42.97	501.97	45.38	179.5
美国	12月预测	0.91	7.18	1.16	4.62	3.02	1.61
	1月预测	0.91	7.23	1.15	5.08	2.99	1.22
印度	12月预测	29.7	120	0	106	13.5	30.2
	1月预测	29.7	120	0	106	13.8	29.9
泰国	12月预测	4.64	18.6	0.2	12	7	4.44
	1月预测	4.64	18.6	0.2	12	7	4.44
越南	12月预测	1.15	27	0.4	21.2	6.3	1.05
	1月预测	1.25	27.1	0.5	21.3	6.3	1.25
中国	12月预测	116.5	147	2.2	146.5	2.7	116.5
	1月预测	116.5	148.3	2.2	147.5	2.5	117
欧盟 27 国+英国	12月预测	1.25	1.98	2.4	4.15	0.32	1.16
	1月预测	1.25	1.98	2.4	4.15	0.32	1.16
日本	12月预测	1.92	7.62	0.69	8.25	0.08	1.9
	1月预测	1.92	7.62	0.69	8.25	0.08	1.9

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

大米供应充足, 库存持续上升, 价格维持平稳。由于国际国内大米产量均不断提高, 在需求上升的背景下大米库存屡创新高, 供给端仍显宽松, 因此不存在大幅涨价的基础。美国稻谷期货价以及我国稻米现货价近年来均保持较为平稳状态。我国稻米以自给自足为主, 贸易比不到 2%, 国际大米价格波动对我国影响较小, 主粮安全性较高, 国内稻米价格主要受到粮食收储政策影响。

图 11: 2020 年 8 月以来国际稻谷期货价较为平稳


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 国内水稻现货价平稳在 3000 元/吨左右


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

表 11: 中国大米供需平衡表

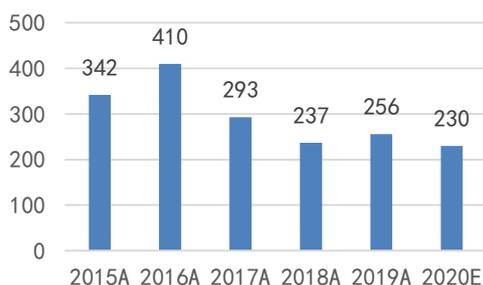
百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12月预估)	2020/21 (1月预估)
期初库存	109	115	116.5	116.5
产量	148.49	146.73	147	148.3
进口	3.2	2.6	2.2	2.2
国内总使用量	142.92	145.23	146.5	147.5
出口量	2.77	2.6	2.7	2.5
期末库存	115	116.5	116.5	117
库销比	80%	80%	80%	79%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

种业：看好粮价后周期与转基因带来的成长共振

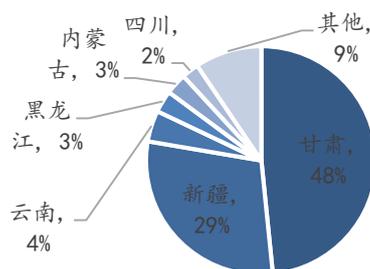
玉米种子自身库存反转，优质品种将迎来量价双击。玉米制种面积受玉米现货价格影响明显，由于制种与种植不同步，存在1个种植季的滞后期。2016年种子公司整体误判市场，制种面积较大，造成公司与渠道出现高库存。2017-2018年渠道价格开始紊乱，降价成为主旋律。2019/20种植季结束，预计行业结转库存的消费比将进一步下滑至50+%。从我们草根调研来看，2020年国内制种面积受新冠疫情和转基因因素干扰，制种面积预计同比下滑15%以上。如上判断，我们认为20/21种植季行业玉米种子将面临短缺，其中优质的玉米种子更加稀缺，2021年底有望迎来量价双击。

图 13：玉米制种面积创 2003 年以来新低



资料来源：全国农技中心，国信证券经济研究所整理

图 14：甘肃与新疆承担国内大部分的玉米制种任务



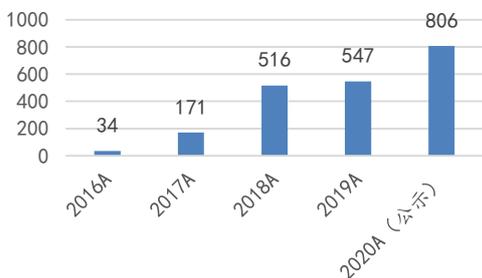
资料来源：《中国种业发展报告》，国信证券经济研究所整理

表 12：国内玉米种子库存回归正常

	15/16 种植季	16/17 种植季	17/18 种植季	18/19 种植季	19/20 种植季	20/21 种植季预测
有效期初库存 (亿公斤)	8	6	8	8	6	5
制种面积 (万亩)	342	410	293	237	256	230
单亩产量 (公斤/亩)	320	357	361	389	387	390
新产种子 (亿公斤)	11.0	14.7	10.6	9.2	9.9	9.0
种子总供给 (亿亩)	18.5	20.7	19.0	16.9	16.0	14.2
玉米种植面积 (亿亩)	6.6	6.0	5.8	5.6	5.7	6.4
单亩平均用种量 (公斤/亩)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
商业种需求量 (亿公斤)	11.9	10.8	10.4	10.1	10.3	11.5
期末库存 (亿公斤)	7	10	9	7	6	3
库存损耗率 (%)	8%	15%	10%	10%	10%	10%
期末有效库存 (亿公斤)	6	8	8	6	5	2
期末库存消费比 (%)	50%	78%	73%	61%	51%	21%

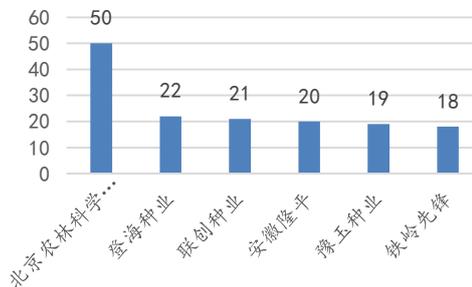
资料来源：全国农机中心，国信证券经济研究所预测

图 15: 近年来国审玉米数量连年增多



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2020 年公示国审玉米品种数量较多单位

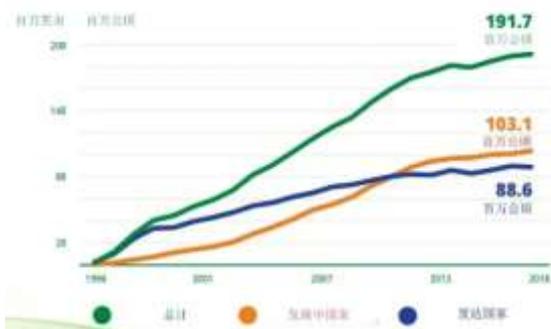


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

转基因玉米进展或将超预期。农业部 2019 年 12 月 30 日公告拟批准颁发玉米与大豆的转基因生物安全证书，引发市场关注。我们认为国内存在放开转基因玉米的可能，放开转基因符合国情，原因分析如下：

- **转基因推行广泛，安全性有验证。**根据 ISAAA 统计数据，全球转基因种植面积连年增加，截至 2018 年全球有 26 个国家种植了 1.92 亿公顷的转基因作物，其中大豆、玉米、棉花等非口粮作物成为主要的转基因种植作物，并在美国、巴西和阿根廷等主要农业大国得到广泛推广。目前，全球流通的玉米和大豆基本都是转基因产物，多年下来未出现安全事件，国内现在放开符合大趋势。
- **国内科研储备充分。**技术储备充足，以隆平高科、大北农和浙江大学为代表的企业与科研单位已经做了充足的科研储备，目前下发的转基因玉米安全证书命名基因主要为抗虫和抗除草剂，具备推广商业价值。
- **国内市场倒逼政策放开。**从我们草根调研来看，东北市场海外流入的非法转基因玉米推广面积已经不小，对市场形成了劣币驱逐良币的恶劣影响，及时放开政策限制，有利于保护国内种业大企业，从根源上保证粮食生产安全。

图 17: 全球转基因作物种植面积不断创新高



资料来源: ISAAA, 国信证券经济研究所整理

图 18: 美洲农业强国是转基因主要的推广者



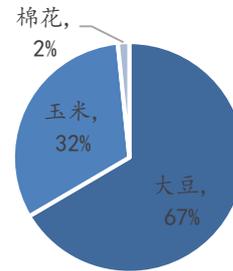
资料来源: ISAAA, 国信证券经济研究所整理

图 19: 主要转基因作物占总推广面积达到 90%以上



资料来源: ISAAA, 国信证券经济研究所整理

图 20: 玉米和大豆是巴西主要的转基因种植作物(单位: %)

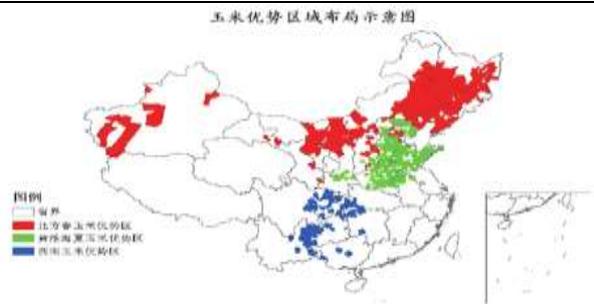


资料来源: ISAAA, 国信证券经济研究所整理

假设转基因放开后, 国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下:

- **旧逻辑-同质化存量竞争:** 种植面积不变, 玉米种业天花板已现; 玉米种子太容易套牌、冒牌, 同质化高, 劣币驱逐良币, 集中度无法提升。
- **转基因后新逻辑-增量且市占率集中:** 转基因可以增产, 省人工, 省农药, 种子价格将提升, 天花板明显上移, 预计市场容量增加 60 亿以上; 打假成本大幅降低, 一定程度上减少套牌、冒牌种子数量, “良币” 生存环境改善。

图 21: 国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 22: 转基因放开, 玉米种子利润空间扩容明显

转基因/非转基因	亩均出厂价 (元)	亩均利润空间 (元)	种植面积 (亿亩)	市场规模 (亿元)	市场利润空间 (亿元)
2018 整体	30	7	5	150	35
2018 有效	30	7	2	60	14
转基因后	36	12	5	180	60

资料来源: 国信证券经济研究所整理

投资建议: 看好周期与成长共振

受益畜禽存栏回升带来的需求提升以及玉米库存周期反转, 玉米和大豆等饲料粮价格后续走势保持乐观。口粮与白糖虽供给较为充足, 但受饲料粮需求替代、恶劣天气等外在因素影响, 2021 年仍有较好的涨价基础, 因此我们看好种植链景气上行, 给予重点推荐。

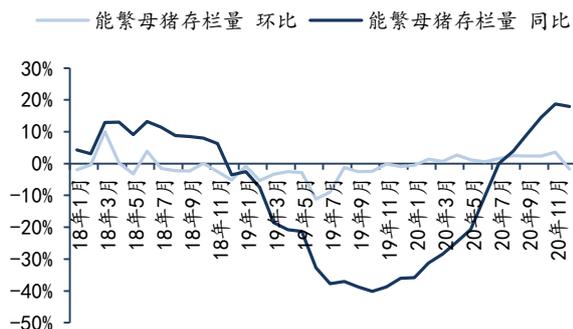
标的方面, 优选种子与种植板块。其中, 种子板块推荐: 隆平高科、荃银高科、登海种业, 建议关注: 大北农; 种植推荐: 苏垦农发、中粮糖业。

养殖链：看好个股行情 把握核心成长股

动保疫苗：上半年业绩确定高增 把握短期交易机会

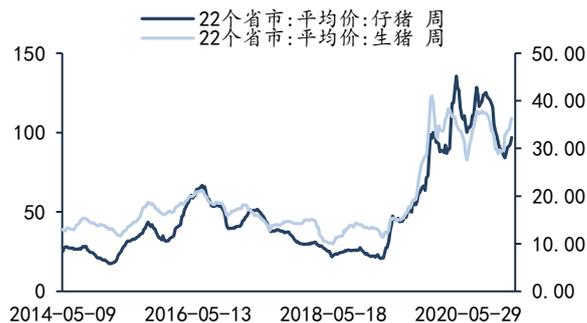
在畜禽存栏回升，尤其是生猪产能快速恢复的背景下，动物疫苗短期业绩确定性高增长。考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长，推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

图 23：能繁母猪存栏环比与同比快速恢复



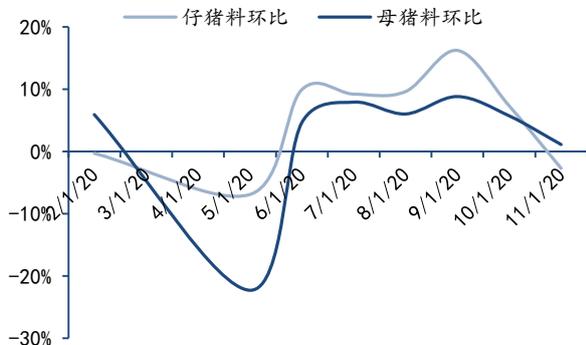
资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

图 24：生猪价格仍保持在较高水平



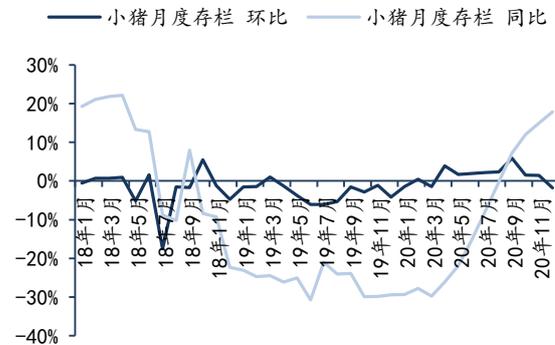
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 25：猪饲料整体生产恢复较好



资料来源：中国饲料工业协会，国信证券经济研究所整理

图 26：小猪存栏在 2020 年 2 月-3 月开始环比回升



资料来源：涌益咨询，国信证券经济研究所整理

养殖链：看好优质管理层 把握核心成长股

农业市场空间大，具备孵化伟大公司的土壤。对照白酒、调味品、汽车、空调和水泥等成熟行业，我们发现市场空间大的行业均容易产生几千亿市值的龙头企业。其中，消费行业的潜力更大，其中调味品行业的海天味业表现尤为突出。我们认为背后核心的原因在于行业的赚钱效应和现金流优质程度。我们认为农业有孵化大市值伟大公司的行业土壤，原因如下：

- 农业是典型的大行业小公司格局。从大农业角度出发，从上游的原材料到餐桌，整个行业是十几万亿的消费空间。如此规模的大市场，却没有一家

大市值上市企业。

- 内循环开启城市反哺农村之路，农业现金流与赚钱效应即将好转。建国以来，农业一方面消化高价格的生产资料，另一方面，粮食价格被管控以低价向城市居民销售。但随着工业的成熟，以及国内内循环大政策的推进，城市反哺农业成为可能，未来行业的现金流与赚钱效应或将好转，加快优质公司快速成长。

图 1：市场空间的行业更容易出现大市值企业



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

选择优秀的管理层，相关标的：海大集团、牧原股份、湘佳股份、圣农发展、金龙鱼。我们认为不断成长的公司需要具备伟大的企业家。在农业领域，成长股的核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益；此外，做好现有业务的同时，我们更看好具备多元化业务扩展能力的上市标的，**推荐标的：海大集团、牧原股份、金龙鱼；建议关注：湘佳股份、圣农发展。**

投资建议

我们对 2021 年 1 月农业策略观点总结为：顺周期看好种植链与动保疫苗，逆周期看好具备优秀管理企业的优质成长股。

种植链观点：看好周期与成长共振行情

受益畜禽存栏回升带来的需求提升以及玉米库存周期反转，玉米和大豆等饲料粮价格后续走势保持乐观。口粮与白糖虽供给较为充足，但受饲料粮需求替代、恶劣天气等外在因素影响，2021 年仍有较好的涨价基础，因此我们看好种植链景气上行，给予重点推荐。

标的方面，优选种子与种植板块。其中，种子板块推荐隆平高科、荃银高科、登海种业，建议关注：大北农；农产品推荐：苏垦农发、中粮糖业。

养殖链观点：顺周期看好动保疫苗，逆周期把握成长股

顺周期看好动保疫苗。在畜禽存栏回升，尤其是生猪产能快速恢复的背景下，动物疫苗短期业绩确定性高增长。考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长，推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

逆周期选择具备优秀管理层企业的优质成长股。在农业领域，成长股的核心优势在于将自有业务的成本降到行业最低，或者具备单位超额收益；此外，在做好现有业务的同时，我们更看好具备多元化业务扩展能力的上市标的。推荐标的：海大集团、牧原股份、金龙鱼；建议关注：湘佳股份、圣农发展。

新增覆盖标的：科前生物、生物股份、普莱柯、中粮糖业

科前生物：国内非强免猪苗龙头，充分受益后周期

公司是我国非强制免疫猪苗龙头，2017 年和 2018 年，公司在国内非国家强制免疫兽用生物制品市场的销售收入排名第二、在非国家强制免疫猪用生物制品市场销售收入排名第一。公司专注于兽用生物制品研发、生产、销售及动物防疫技术服务，主要产品包括猪用疫苗及禽用疫苗。团队多年来持续深耕猪用疫苗研发，完善猪用疫苗产品品类布局，已基本覆盖猪生长周期的大多数疫病（强制免疫类除外），公司前五大销售产品市占率均排名前三，其中，拳头产品猪伪狂犬病活疫苗 2017 年和 2018 年的市占率均位列第一。2019 年公司收入构成中，猪用疫苗占比约 95.4%，禽用疫苗占比约 3.7%。

公司在研发、产品、渠道上表现都非常优异。研发方面，公司背靠华中农大平台，核心创始人团队背景雄厚，在动物疫病防控领域深耕二十余年，在疫苗市场积淀深厚，公司自研技术处于领先水平。产品方面，公司前瞻性布局多联多价苗，推出新品契合下游客户需求，带动公司收入持续增长，产品力得到市场认可。渠道方面，“直销+经销”的渠道优势明显，公司不仅和温氏、正邦、牧原、扬翔等头部养殖集团达成稳定合作，还通过加强经销商网络布局，实现经销商数量持续提升，助力公司渠道下沉，销售服务半径持续扩大。

公司以其在研发、产品、渠道的综合竞争力，将在兽用生物制品行业获得较强劲的市场份额提升。一方面，公司受益于下游养殖规模化程度提升，高质高价的疫苗产品将加速渗透。另一方面，未来动物疫苗市场向多联多价苗发展，公

司前瞻性布局多联多价苗，产品结构的优化效果将逐渐显现。同时，公司向宠物疫苗、禽用疫苗等其他养殖品种动保市场逐步延伸，带来进一步的成长储备。考虑到以上因素，我们认为公司业绩迎来向上拐点，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 4.1 亿、5.7 亿和 7.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.89/1.23/1.52 元，给予买入评级。

生物股份：口蹄疫龙头地位稳固，盈利有望高增

公司是国内动保行业龙头企业，口蹄疫疫苗市占率多年位列国内第一。公司主要从事兽用生物制品的研发、生产与销售，产品种类涵盖猪、禽、反刍和宠物类四大系列 100 余种动物疫苗。公司拥有口蹄疫和高致病性禽流感两大强制免疫疫苗农业部定点生产资质，工艺技术和产品质量保持国内领先水平。2019 年公司实现主营业务收入 11.2 亿元，其中生物制药产业收入占比达 96%。

公司的技术优势及服务优势处于行业主导地位。技术上，公司依托一个全球研发中心、三个国家级重点实验室、四个属地研究中心，共同形成对产品研发的强大支撑，同时，公司打造了全球动物疫苗智能制造生产基地，贯彻 GMP 生产控制原则，支撑产品质量国际标准。服务上，公司近年来致力于向动保综合服务商转型，拥有专业的技术服务团队和专家资源，可以为客户提供定制化的疫病防控整体解决方案，技术服务优势位于行业前列，在规模化养殖加速情形下，公司将充分受益养殖专业户对综合防疫方案的需求提升。

考虑到公司口蹄疫疫苗的龙头地位稳固，且在做稳拳头产品的基础上，持续发力畜禽疫苗全产品线布局，有望充分受益畜禽产能恢复。我们预计公司 2020-2022 年净利润有望达到 4.3 亿、6.7 亿和 9.7 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.59/0.86 元，给予买入评级。

普莱柯：研发实力行业领先，产品储备奠定高增长基础

公司主要从事动物用生物制品、化学药品及中兽药的研发、生产、销售及及相关技术转让。公司主要产品有基因工程疫苗和多联多价疫苗两大类，多款猪圆环疫苗、禽多联疫苗产品的销售引领行业。2019 年公司实现营业收入 6.63 亿元，同比增长 9%。据 2020 年中报披露，公司猪用疫苗、禽用疫苗及抗体、化学药品、技术转让的收入占比分别为 23%、43%、30%、4%；销售毛利率为 65.94%，处于行业领先水平。

公司研发实力位于行业领先，产品储备丰富，有望逐步放量。公司通过多年的积累，构建了完备的反向遗传技术、原核表达技术、CHO 细胞表达技术、多联多价疫苗技术等研发技术平台，具备了开发亚单位疫苗、核酸疫苗、活载体疫苗、基因缺失疫苗等系列基因工程疫苗的实力。2019 年公司共计获得猪伪狂犬病灭活疫苗(HN1201-ΔgE 株)等新兽药证书 8 项，获得包括鸡新支流法腺五联灭活疫苗在内的临床批件 11 项。此外，公司不断升级营销体系，针对大客户梳理开发策略与流程，推行项目制管理，并优化各经营单元的管理架构，通过动态化的赛马机制激活团队士气，在 2019 年非瘟不利情形下，依然实现了销售收入的逆势增长。

除了内生增长外，公司通过外延并购，不断取得高致病性禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗、猪口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗等产品的生产资质，基本完成在猪、禽方面列入国家动物疫病强制免疫计划的口蹄疫、高致病性禽流感疫苗产品上的产业布局，随着畜禽产能恢复，看好公司未来业务的发展。我们预计公司 2020-2022 年净利润有望达到 2.0 亿、2.7 亿和 3.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.83/1.06 元，给予买入评级。

中粮糖业：糖业优质标的，糖价上涨的最佳受益者

公司是国内最大的综合性糖商之一，是中粮集团食糖业务专业化公司，经营范围包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易、食糖仓储及物流、番茄加工等，涵盖除甘蔗种植外的糖产业链全环节。公司食糖业务主要供应产品包括原糖、白砂糖、绵白糖、红糖及糖加工副产品颗粒粕、糖蜜等。同时，公司通过子公司中粮番茄开展番茄加工业务，是国内最大的番茄加工企业。2019年公司贸易糖、自产糖、加工糖、番茄制品的收入占比分别为59%、25%、8%、6%。

公司的糖源掌控能力处于行业领先地位。公司在国内甘蔗糖、甜菜糖领域，自有70万吨/年的制糖能力；在国内港口炼糖领域，自有150万吨/年炼糖能力；在国外，具有30万吨/年的制糖能力。同时，公司是国内食糖进口的主要渠道，掌控超200万吨的仓储物流网点，建立了覆盖全国主要干支链节点的物流服务体系，能有效服务终端客户。

考虑到公司掌握糖源，糖价上行后，公司业绩直接受益。此外，公司计划通过对北海糖厂技术改造，继续扩充炼糖产能20万吨，业务规模有望进一步扩大。综合考虑，我们预计公司2020-2022年净利润分别为9亿、12亿和16亿元，对应EPS分别为0.42/0.56/0.76元，给予买入评级。

风险提示

- 1、恶劣天气带来的不确定性风险。农业的种植企业直接从事农业种植生产，种子公司也需要种植才制种。如果发生恶劣天气，可能造成上市公司产品损毁，造成公司损失。
- 2、不可控的动物疫情引发的潜在风险。农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	2021年1月14日收盘价	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
000998.SZ	隆平高科	买入	18.35	-0.23	0.04	0.19	-80	459	97
300087.SZ	荃银高科	买入	30.31	0.22	0.28	0.47	138	108	64
002041.SZ	登海种业	买入	20.08	0.05	0.14	0.28	402	143	72
002385.SZ	大北农	未评级	10.36	0.12	0.52	0.59	86	20	18
601952.SH	苏垦农发	买入	12.53	0.43	0.49	0.73	29	26	17
600737.SH	中粮糖业	买入	9.48	0.27	0.42	0.56	35	23	17
688526.SH	科前生物	买入	37.77	0.67	0.89	1.23	56	42	31
600201.SH	生物股份	买入	19.72	0.2	0.38	0.59	99	52	33
603566.SH	普莱柯	买入	20.94	0.34	0.63	0.83	62	33	25
002311.SZ	海大集团	买入	65.29	1.04	1.54	1.92	63	42	34
002714.SZ	牧原股份	买入	83.88	2.82	8.16	9.74	30	10	9
002982.SZ	湘佳股份	未评级	63.58	2.98	2.52	3.14	21	25	20
300999.SZ	金龙鱼	买入	117.29	1.11	1.48	1.54	106	79	76
002299.SZ	圣农发展	未评级	27	3.3	2.07	1.98	8	13	14

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万德一致预期）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032