

# 玉米行业专题

## 供需未见明显宽松，未来价格或延续强势

超配

### 核心观点

**价格复盘：从政策托底到市场定价，从自产自用进口增加。**2008年以来的国内玉米市场走势有两条核心线索，一是临储价格，二是临储库存。具体来看，临储价格的存在为2008-2015年的产量多年连增、库存持续累积但价格中枢上行提供了支撑；临储库存的释放使2016-2019年的价格持续受到底部压制；临储库存的出清使2020-2022年使进口大幅增加进而强化了内外盘价格联动。国内玉米市场已经完全转为市场定价机制，供需关系重回价格分析主线。

**价格预判：短期面临减产扰动，向下拐点并未明确。**基于国内增产有限、外盘有望走强、饲用需求向好三个预期，我们认为国内玉米市场短期难见拐点，现货价格或将呈震动走强趋势。长期来看，全球气候周期有望在明年迎来拐点，23/24年度全球玉米产量存在修复可能，同时作为全球重要玉米消费国，中国生猪养殖行业可能在明年下半年步入本轮周期低点，玉米饲用需求存在走弱可能，本轮玉米价格周期拐点最早或将在23/24年度玉米上市后显现。具体分析如下：

**(1) 供给端：国内新季预计小幅增产，海外新季供给预计趋紧。**产量方面，本轮极端高温干旱天气主要集中在南方地区，产量占比相对有限，而黄淮海及北部核心产区长势较好，国内玉米新季产量预计小幅微增。进口方面，受夏季高温干旱影响，北美产区新季减产明显，同时俄乌冲突反复令乌克兰玉米生产和出口明显承压，玉米进口成本预计跟随外盘维持高位。

**(2) 需求端：养殖端饲料需求修复，食品端消费预期向好。**畜禽养殖正处于盈利区间，养殖高景气提振能量饲料原料需求，在主要替代品维持高价情况下，我们看好新季玉米饲用消费。另外，近期国内疫情防控政策优化，国内食品饮料消费有望持续修复，叠加养殖高景气下玉米蛋白粉等加工副产品需求增加，淀粉开工率有望维持高位，玉米工业消费有望持续回暖。

**风险提示：**转基因落地推进不及预期风险；恶劣天气带来的不确定性风险；不可控动物疫病引发的潜在风险。

**投资建议：继续看好种业板块周期与成长共振。**种子板块作为粮价后周期，我们一方面看好粮价高景气为头部种企带来的销售提振，另一方面看好粮食供给紧张背景下，国内转基因种子的合理有序安全推进，2022年转基因品种有望落地，板块或将迎来周期成长共振。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业。同时粮价高景气直接利好种植板块，推荐优质稻麦种植企业苏垦农发，建议关注北部商品粮种植龙头北大荒。

### 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(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002385.SZ	大北农	买入	9.01	37,313	-0.02	0.41	-451	22
000998.SZ	隆平高科	买入	15.19	20,005	0.06	0.38	253	40
002041.SZ	登海种业	买入	20.16	17,741	0.37	0.51	54	40
601952.SH	苏垦农发	买入	12.55	17,294	0.63	0.65	20	19
600598.SH	北大荒	未评级	14.29	25,403	0.74	0.83	19	17

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所预测

### 行业研究·行业专题

#### 农林牧渔·种植业

#### 超配·维持评级

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：李瑞楠

021-60893308

liruinan@guosen.com.cn

联系人：江海航

010-88005306

jianghaihang@guosen.com.cn

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《粮食安全主题深度-粮食安全可控 新技术推升农业强国》——2022-03-08
- 《行业点评系列报告：汤加火山爆发或造成农业减产，关注种植链投资机会》——2022-01-19
- 《种业深度报告系列二：高粮价业绩，转基因落地抬估值》——2021-01-29
- 《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
- 《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

## 内容目录

<b>玉米简介：三大主粮之一，饲用消费为主</b> .....	<b>6</b>
全球供需概况：产量分布集中，饲用消费为主 .....	6
国内供需概况：三大主粮之首，六成用于饲料 .....	8
<b>价格复盘：从政策托底到市场定价，从自产自用进口增加</b> .....	<b>10</b>
（2008-2015）：临储收购价格托底，价格中枢持续抬升 .....	10
（2016-2019）：临储库存快速释放，价格维持低位震荡 .....	12
（2020-2022）：供给趋紧+需求向好，玉米价格攀至高位 .....	15
<b>价格预判：短期面临减产扰动，向下拐点并未明确</b> .....	<b>17</b>
供给端：国内新季小幅增产，海外供需延续紧张 .....	17
需求端：养殖端饲料需求修复，食品端消费预期向好 .....	20
价格展望：向下拐点并未明确，未来或将震荡走强 .....	22
<b>投资建议：继续看好种子板块周期成长共振</b> .....	<b>25</b>
种子板块：品种端有望迎来实质推进，看好种业周期与成长共振 .....	25
种植板块：粮价高景气直接利好种植企业 .....	27
<b>风险提示</b> .....	<b>30</b>
<b>免责声明</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1: 玉米籽粒主要由淀粉和蛋白质构成 .....	6
图 2: 玉米可广泛应用于食品、工业等多个领域 .....	6
图 3: 20/21 年度全球玉米产量已达 11.29 亿吨 .....	7
图 4: 中国东北玉米带、美国玉米带、乌克兰玉米带被并称为世界“三大黄金玉米带” .....	7
图 5: 全球玉米产量分布情况 (20/21 年度数据) .....	7
图 6: 全球玉米出口分布情况 (20/21 年度数据) .....	7
图 7: 全球玉米进口分布情况 (2020/2021 年度) .....	7
图 8: 全球超六成玉米消费来自饲料生产 .....	7
图 9: 国内玉米产量已位居三大主粮之首 .....	8
图 10: 玉米优势区布局示意图 .....	8
图 11: 国内各地玉米产量情况 .....	8
图 12: 国内各地玉米单产情况 .....	8
图 13: 国内玉米进口主要来自乌克兰和美国 (单位: 万吨) .....	9
图 14: 国内玉米消费情况 (20/21 年度数据) .....	9
图 15: 受临储价格托底影响, 2008-2015 年期间国内玉米价格持续上行 .....	10
图 16: 2008-2015 年期间大豆玉米比价处于低位 .....	11
图 17: 2008-2015 年期间国内玉米播种面积持续增加 .....	11
图 18: 2008-2015 年期间国内玉米库存持续走高 .....	11
图 19: 2008-2015 年期间中美玉米价差持续走高 .....	11
图 20: 2008-2015 年期间国内玉米进口增加明显 .....	11
图 21: 2015 年国内玉米替代品进口量大幅增加 .....	11
图 22: 受临储价格托底影响, 2008-2015 年期间国内玉米价格持续上行 .....	12
图 23: 黑龙江玉米生产者补贴近年大幅缩减 .....	13
图 24: 国内大豆玉米比价自 2016 年开始底部回升明显 .....	13
图 25: 国内玉米播种面积自 2016 年开始持续调减 .....	13
图 26: 国内玉米产量自 2016 年开始调减明显 .....	13
图 27: 国内临储玉米库存自 16 年开始快速释放 .....	13
图 28: 国内玉米库存自 16/17 年度开始持续减少 .....	13
图 29: 受非瘟爆发影响, 猪价于 2019 年年初开启快速上行 .....	14
图 30: 能繁母猪存栏自 2019 年 10 月开始环比回升 .....	14
图 31: 2016-2020 年期间, 临储库存快速释放, 国内玉米价格维持底部震荡 .....	14
图 32: 全球谷物价格指数自 2020 年 4 月开始攀升 .....	15
图 33: 粮食安全的互联网关注度在 2020 年 4 月、7 月、8 月三次达到峰值 .....	15
图 34: 20/21 年度国内玉米产需缺口突破 2000 万吨 .....	15
图 35: 国内 2020 年玉米进口量首次突破 720 万吨 .....	15
图 36: 2020-2021 年国内猪饲料产量同比增加明显 .....	16
图 37: 内外盘玉米价格的联动短期明显加强 .....	16

图 38: 2020-2022 年期间, 受供给趋紧+需求向好影响, 玉米价格攀至高位 .....	16
图 39: 22/23 年度国内玉米播种面积预计减少 561 万亩 .....	17
图 40: 22/23 年度国内玉米单产预计增加 8 公斤/亩 .....	17
图 41: 玉米出苗期怕涝不怕旱, 抽雄期对水分和气温极为敏感 .....	18
图 42: 受 6-7 月强降雨影响, 辽宁部分区域出现汛情 .....	18
图 43: 受 6-7 月份强降雨影响, 辽宁新季玉米或将小幅减产 .....	18
图 44: 2022 年夏季长江流域气温较高 .....	19
图 45: 2022 年夏季黄淮海及北部产区降水充足 .....	19
图 46: 2022 年夏季的极端高温事件主要集中在南方地区 .....	19
图 47: 2022 年夏季的极端连续高温事件主要集中在南方地区 .....	19
图 48: 全球新季玉米产需缺口预计约为 700 万吨 .....	20
图 49: 美国 10 月份通胀数据超预期回落 .....	20
图 50: 国内能繁母猪存栏自 2022 年 5 月开始环比增加 .....	21
图 51: 国内猪饲料产量自 2022Q3 开始环比增加 .....	21
图 52: 欧美禽流感爆发, 白羽鸡祖代引种受阻 .....	21
图 53: 养殖链高景气有望提振饲料需求 .....	21
图 54: 小麦已基本退出玉米替代市场 .....	21
图 55: 玉米替代品进口成本正处于历史高位 .....	21
图 56: 国内超过 50%淀粉需求来自淀粉糖 (2021 年数据) .....	22
图 57: 国内玉米淀粉加工加工利润已重回正值 .....	22
图 58: 国内玉米淀粉开工率近期环比回升明显 .....	22
图 59: 国内玉米淀粉库存正处于近年低位 .....	22
图 60: 国内新季玉米市场有望延续景气 .....	23
图 61: 参考历史规律, 全球气候有望在明年迎来拐点 .....	23
图 62: 登海种业近 90%收入来自玉米种子业务 .....	27
图 63: 2020 年公司国审玉米品种数量位居第二 .....	27
图 64: 苏垦农发营业收入及增速 (单位: 亿元、%) .....	28
图 65: 苏垦农发归母净利润及增速 (单位: 亿元、%) .....	28
图 66: 北大荒营业收入及增速 (单位: 亿元、%) .....	28
图 67: 北大荒归母净利润及增速 (单位: 亿元、%) .....	28

表1: 6月中旬-7月中旬, 北方春玉米产区正处于苗期, 过涝天气不利于玉米出苗 .....	17
表2: 7月中旬-8月中旬, 南方春玉米产区正处于花粒期, 气温高于 30°C 容易造成灌浆不足 .....	18
表3: 全球玉米 22/23 年度预计减产约 5000 万吨, 产需缺口预计约 700 万吨 .....	20
表4: 中国玉米供需平衡表 (农业农村部) .....	23
表5: 中国玉米供需平衡表 (美国农业部) .....	24
表6: 大北农在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于国内领先水平 .....	25
表7: 杭州瑞丰目前已有三个转基因玉米性状获得安全证书 .....	26

## 玉米简介：三大主粮之一，饲用消费为主

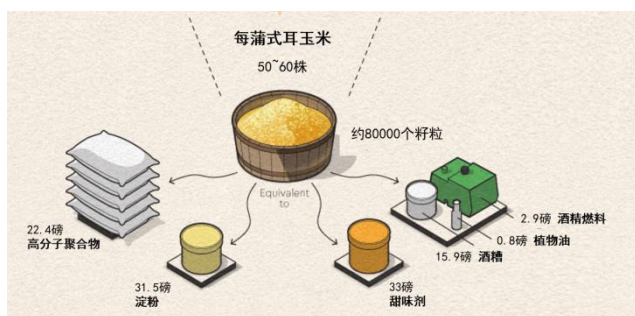
玉米是禾本科一年生草本植物，原产于中美洲和南美洲，其拥有很强的耐旱性、耐寒性、耐贫瘠性以及极好的环境适应性，在全世界热带和温带地区广泛种植。玉米营养价值较高，其为食品、医疗卫生、轻工业、化工业等领域中不可或缺的原料，目前已成为全球重要的粮食作物之一。

图1：玉米籽粒主要由淀粉和蛋白质构成



资料来源：Visaul Capitalist，国信证券经济研究所整理

图2：玉米可广泛应用于食品、工业等多个领域



资料来源：Visaul Capitalist，国信证券经济研究所整理

### 全球供需概况：产量分布集中，饲用消费为主

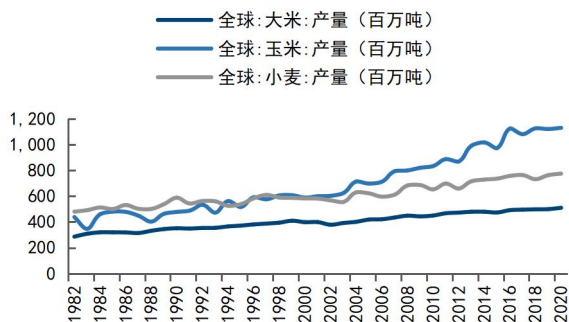
**产量：**据 USDA 统计，20/21 年全球玉米产量已达 11.29 亿吨，位居主粮之首。从产量分布来看，以中国东北玉米带、美国玉米带、乌克兰玉米带为代表的三大产区被称为世界“三大黄金玉米带”，它们在全球玉米产业中占有重要地位，其中美国和中国玉米产量于全球玉米总产量中的占比分别高达 31%、22%，另外巴西（9%）、欧盟（6%）、阿根廷（5%）、乌克兰（3%）、墨西哥（2%）的玉米产量占比也较高。

**出口：**据 USDA 统计，20/21 年度全球玉米出口总量为 1.83 亿吨，其中美国、阿根廷、乌克兰、巴西玉米出口量于全球玉米总出口量中的占比分别为 38%、22%、13%、12%。

**进口：**据 USDA 统计，20/21 年度全球玉米进口总量为 1.85 亿吨，其中中国、东南亚地区、墨西哥、日本玉米进口量于全球玉米总进口量中的占比分别为 16%、11%、9%、8%。

**消费：**据 USDA 统计，20/21 年度全球玉米消费总量为 11.44 亿吨，其中饲用消费占比为 63.30%。美国和中国是全球玉米消费大国，20/21 年度玉米消费总量分别为 3.07 亿吨、2.85 亿吨，于全球总消费量中占比分别为 27%、25%。

图3: 20/21 年度全球玉米产量已达 11.29 亿吨



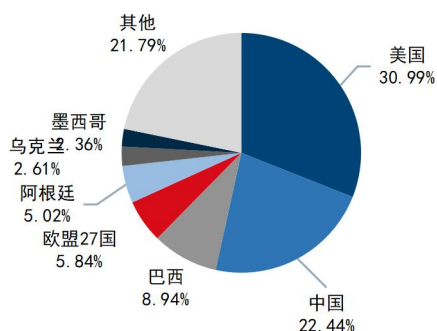
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图4: 中国东北玉米带、美国玉米带、乌克兰玉米带被并称为世界“三大黄金玉米带”



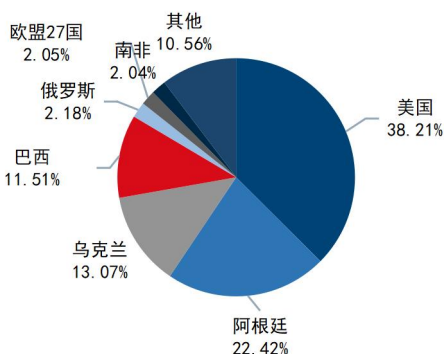
资料来源: 中国国家地理, 国信证券经济研究所整理

图5: 全球玉米产量分布情况 (20/21 年度数据)



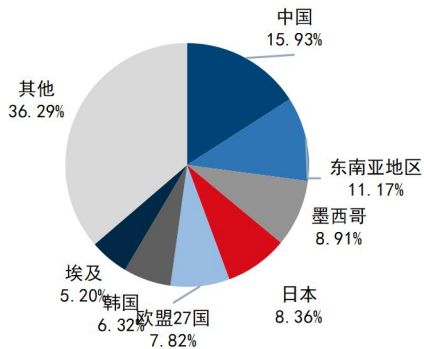
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图6: 全球玉米出口分布情况 (20/21 年度数据)



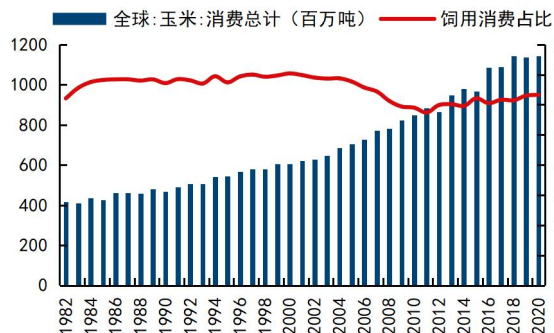
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图7: 全球玉米进口分布情况 (2020/2021 年度)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理 (注: 东南亚地区包括印度尼西亚, 马来西亚, 菲律宾, 泰国和越南)

图8: 全球超六成玉米消费来自饲料生产



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

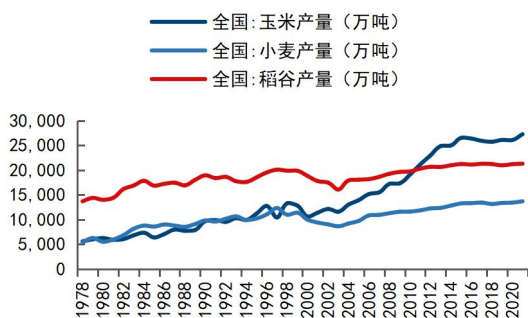
## 国内供需概况：三大主粮之首，六成用于饲料

**产量：**据国家统计局统计，2021 年国内玉米播种面积已达 6.50 亿亩，产量已达 2.73 亿吨，在三大主粮中位居首位。国内玉米产量分布较为集中，主要来自于北方春玉米优势区、黄淮海夏玉米优势区和西南玉米优势区三大区域。2020 年，位于北方春玉米优势区的黑龙江、吉林和内蒙古的玉米产量位居国内前三，分别占国内玉米总产量的 13.99%、11.41%和 10.52%；产量紧随三者之后的是黄淮海夏玉米优势区的山东、河南和河北，分别占国内玉米总产量的 9.96%、8.99%、7.87%；另外位于西南玉米优势区的四川和云南玉米产量也较高，分别占国内玉米总产量的 4.09%、3.60%。从单产来看，北方春玉米优势区、黄淮海夏玉米优势区领先国内其他地区，目前吉林、山东等代表产区的单产水平基本在 800-1000 斤/亩，另外北方春玉米优势区的主产区单产水平相较 2000 年提升明显。

**进口：**国内玉米基本维持自产自给，出口很少，进口近两年增加明显但依赖度依旧很低。据海关总署统计，2021 年国内玉米进口量升至 2835 万吨，其中 70%来自美国、26%来自乌克兰。

**消费：**国内玉米同样主要用于饲料，据农业农村部统计，20/21 年度国内玉米消费总量为 2.82 亿吨，其中饲用消费和工业消费占比分别为 63.79%、28.35%。

图9：国内玉米产量已位居三大主粮之首



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图10：玉米优势区布局示意图



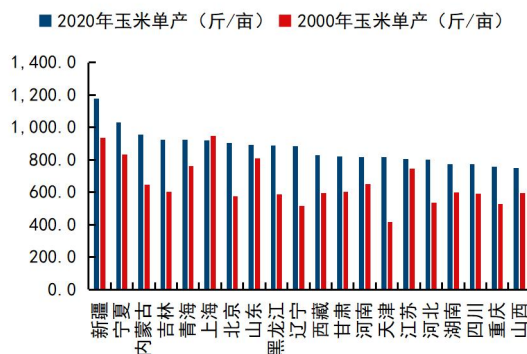
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图11：国内各地玉米产量情况



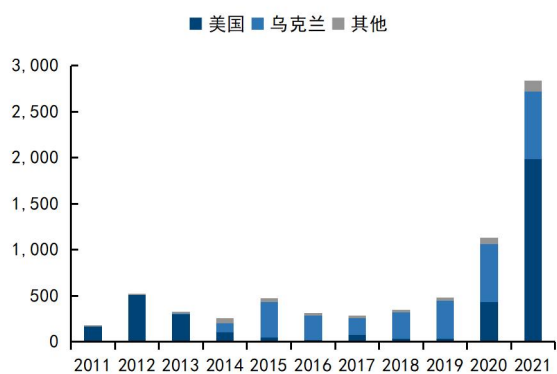
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图12：国内各地玉米单产情况



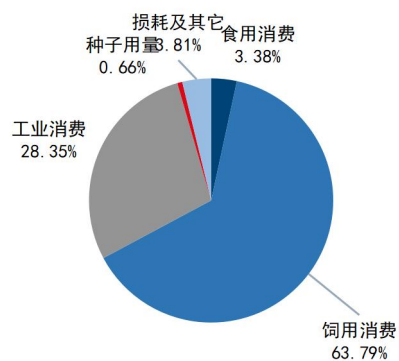
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图 13: 国内玉米进口主要来自乌克兰和美国 (单位: 万吨)



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 14: 国内玉米消费情况 (20/21 年度数据)



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

## 价格复盘：从政策托底到市场定价，从自产自用到进口增加

2008 年以来的国内玉米市场走势有两条核心线索，一是临储价格，二是临储库存。具体来看，临储价格的存在为 2008-2015 年的产量多年连增、库存持续累积但价格中枢上行提供了支撑；临储库存的释放使 2016-2019 年的价格持续受到底部压制；临储库存的出清使 2020-2022 年使进口大幅增加进而强化了内外盘价格联动。

### （2008-2015）：临储收购价格托底，价格中枢持续抬升

2008 年 10 月 20 日，国家粮食局首次公布临时存储玉米收购价（后文简称“临储价格”），按照玉米临时收储政策要求，中储粮总公司在内蒙古、辽宁、吉林和黑龙江四地分别按照 1.52/1.52/1.50/1.48 元/公斤的价格向当地农民敞开收购当季玉米，这标志着玉米临储政策在我国正式拉开帷幕。在此后的 2009-2014 年间，上述产区的临储价格共计上调 5 次，其中内蒙古、辽宁、吉林和黑龙江四地的临储价格上调幅度分别高达 48.7%/49.3%/50.0%。

图 15: 受临储价格托底影响，2008-2015 年期间国内玉米价格持续上行



资料来源：国家粮食局，国信证券经济研究所整理

从种植端来看，在高价敞开收购的政策刺激下，农户种植玉米积极性得到进一步提高（此前国家已经实行了粮食直补和免除农业税等政策），随着临储价格的不断上调，国内玉米播种面积和产量在 2004-2015 年间均实现了十二连增。但进一步来看，虽然不断上调的临储价提高了农民收益进而保障了国内粮食增产，其也造成了四个方面的负面影响：（1）**需求萎缩**：国内玉米价格中枢的不断抬升对下游养殖和加工企业的利润形成了明显压制。（2）**进口增加**：国内玉米种植成本本身较高，而不断上调的临储价格使国内玉米进一步失去了市场竞争力，玉米及其替代品（大麦、高粱、木薯等）的进口量在 2008-2015 年间明显增加。（3）**结构失衡**：大豆玉米比价低位徘徊，农户转而该种更高产的玉米，导致黑龙江等核心产区的大豆产量明显降低。（4）**生态破坏**：较高的种植收益使北部产区的农民不惜毁林、毁草、毁湿以开荒种植玉米。

图16: 2008-2015年期间大豆玉米比价处于低位



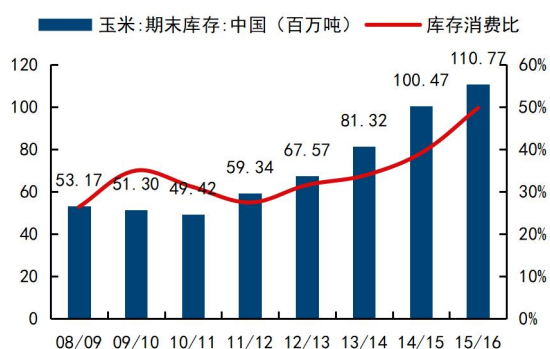
资料来源: 中华粮网, 国信证券经济研究所整理

图17: 2008-2015年期间国内玉米播种面积持续增加



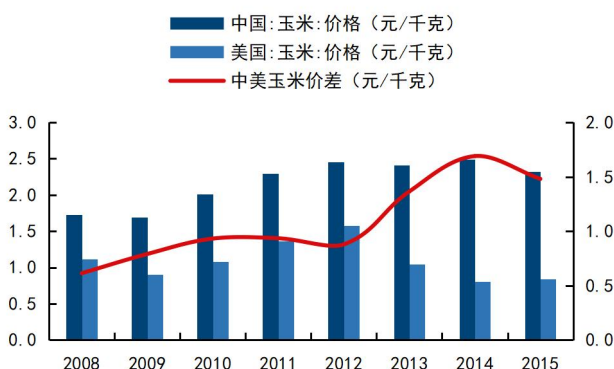
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图18: 2008-2015年期间国内玉米库存持续走高



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图19: 2008-2015年期间中美玉米价差持续走高



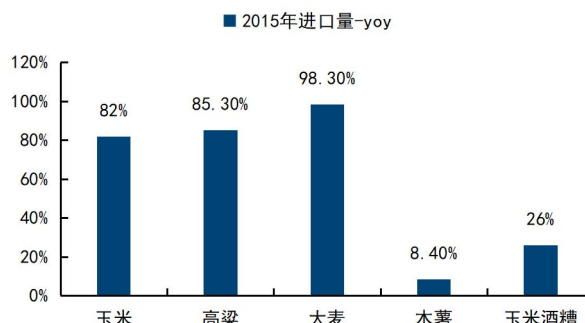
资料来源: USDA, XE, 国信证券经济研究所整理

图20: 2008-2015年期间国内玉米进口增加明显



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图21: 2015年国内玉米替代品进口量大幅增加

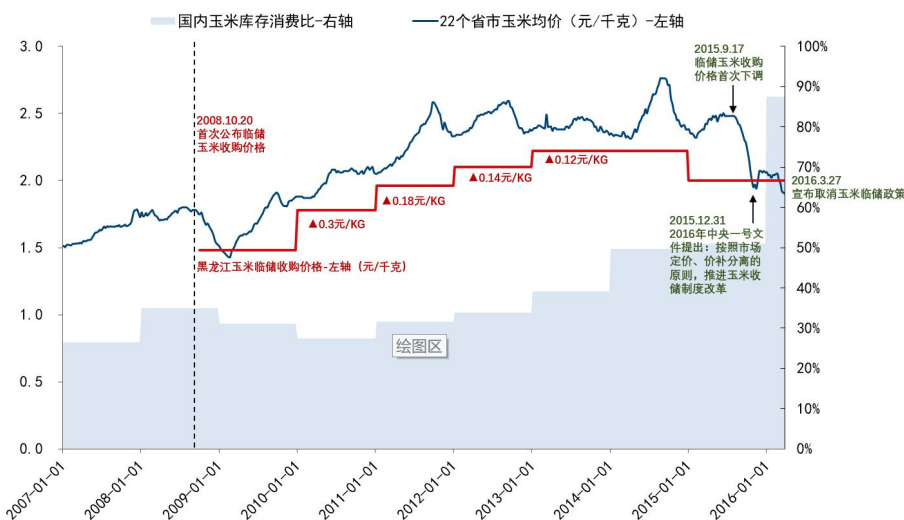


资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

具体从价格表现来看, 我国玉米市场最终呈现出了产量、库存、价格稳增的矛盾

局面，为缓解来自市场、财政和生态等多方面的压力，国家粮食局在 2015 年首次下调四地玉米临储价格，国内玉米价格随之大幅下调。随后在 2016 年中央一号文件中，国家首次提出了“按照市场定价、价补分离的原则，推进玉米收储制度改革”的要求。2016 年 3 月 28 日，国家发改委、财政部、国家粮食局召开媒体通气会，宣布“2016 年东北三省和内蒙古自治区将取消玉米临时收储政策，调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。”，自此玉米价格向下突破 2015 年临储价格，政策托底正式落幕。

图 22: 受临储价格托底影响, 2008-2015 年期间国内玉米价格持续上行



资料来源：中国种猪信息网，黑龙江省财政厅，USDA，国信证券经济研究所整理

### （2016-2019）：临储库存快速释放，价格维持低位震荡

2016 年 4 月 30 日，2015 年国家临时存储玉米收购期限截止，标志着国内玉米市场定价机制正式切换为“市场定价、价补分离”，即一方面生产者随行就市出售玉米，各类市场主体自主入市收购，另一方面对东三省和内蒙古给予一定财政补贴，以保持优势产区玉米种植收益稳定。

**托底价格的取消让供需关系重归玉米定价主线。**（1）**产量方面：**为应对前述玉米种植盲目扩张导致的种植结构失衡和生态环境破坏问题，农业部在 2015 年 11 月定制下发《“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》，提出镰刀弯地区 5 年内调减 5000 万亩玉米种植面积的目标，并在次年 4 月提出了适宜性、种养结合、生态保护、种地养地结合、围绕市场、有保有压的六条调减路径。具体措施方面，核心产区不断下调玉米生产者补贴，并不断提高大豆生产者补贴，叠加期间玉米价格底部震荡，国内玉米和大豆种植面积呈现相反走势。据国家统计局统计，2016-2019 年国内玉米播种面积分别调减约 1200/2700/400/1300 万亩，2016-2019 年国内玉米产量分别-138/-454/-190/+360 万吨。（2）**库存方面：**在产量不断下调的同时，临储库存也在加速释放，据国家粮食交易中心公布数据显示，2017 年和 2018 年的临储玉米拍卖年成交总量分别高达 3280 万吨和 9883 万吨，产量调减被库存释放淹没。（3）**进口方面：**虽然该段时间国内玉米价格维持底部震荡，但国内较高的种植成本令配额内玉米进口依旧存在竞争力。据海关总署统计，2016-2019 年国内玉米进口量分别为 317/283/352/479 万吨，相较前期有小幅调减。（4）**需求方面：**2016 年年中，国内猪价见顶，后续生猪产能的持续调减令

玉米饲用需求走弱, 叠加 2018 年下半年非瘟爆发带来的产能去化加速, 2016-2019 年间的玉米饲用需求整体处于递减状态。

图 23: 黑龙江玉米生产者补贴近年大幅缩减



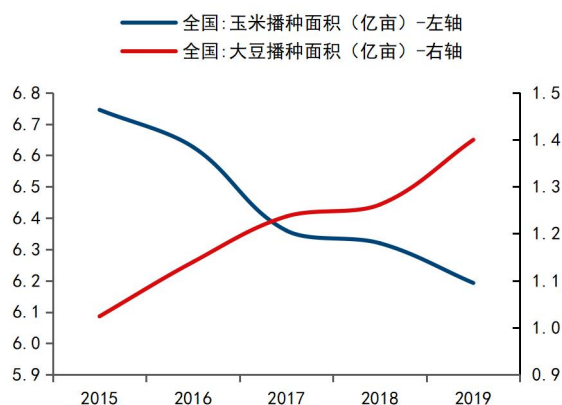
资料来源: 黑龙江省财政厅, 国信证券经济研究所整理

图 24: 国内大豆玉米比价自 2016 年开始底部回升明显



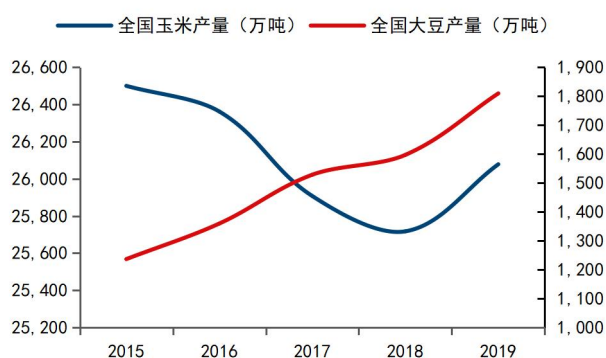
资料来源: 中华粮网, 国信证券经济研究所整理

图 25: 国内玉米播种面积自 2016 年开始持续调减



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 26: 国内玉米产量自 2016 年开始调减明显



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 27: 国内临储玉米库存自 16 年开始快速释放



资料来源: 国家粮食交易中心, 国信证券经济研究所整理

图 28: 国内玉米库存自 16/17 年度开始持续减少



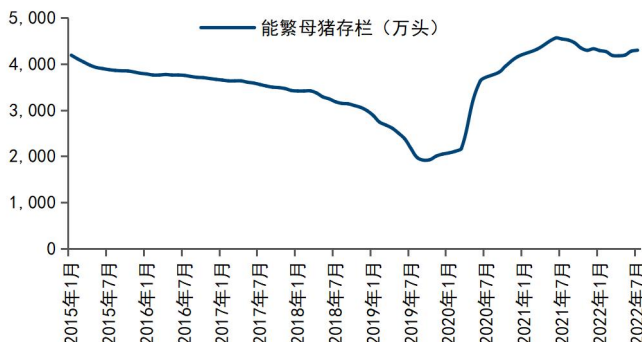
资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图 29: 受非瘟爆发影响, 猪价于 2019 年年初开启快速上行



资料来源: 中国种猪信息网, 国信证券经济研究所整理

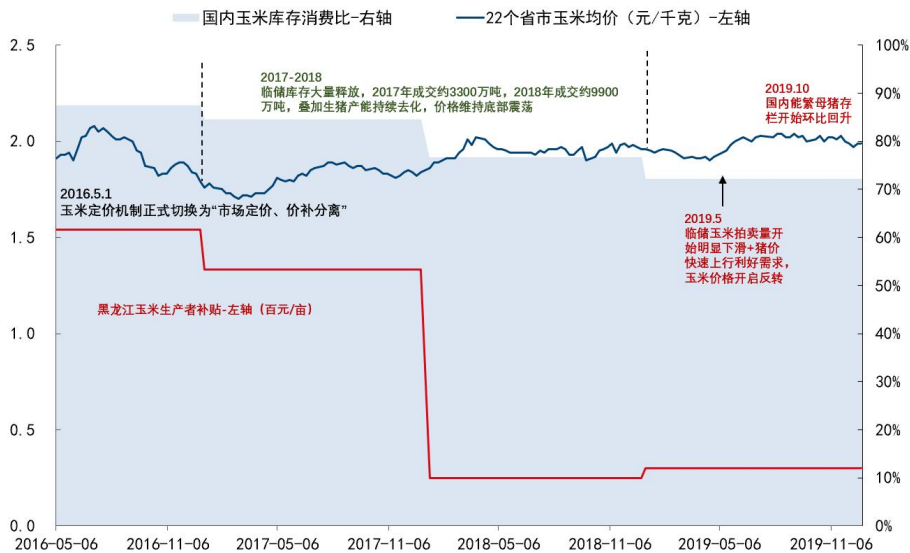
图 30: 能繁母猪存栏自 2019 年 10 月开始环比回升



资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

从具体价格表现来看, 在库存释放+进口替代+需求走弱的三重压力下, 国内玉米价格于 2017 年初触底后, 并在 2017-2018 年期间整体保持底部震荡。然而受 2017、2018 两年临储库存大幅释放影响, 2019 年临储库存玉米拍卖成交量开始大幅缩减, 库存压力开始弱化, 而猪价底部反转带来的需求回暖预期成为核心关注, 叠加国内玉米面积调减, 国内玉米价格在 2019Q2 迎来反转。然而受 2019 年国内玉米单产提升影响(全国平均每亩增产约 28 斤), 国内玉米价格中枢小幅抬升后依旧保持震荡走势。

图 31: 2016-2020 年期间, 临储库存快速释放, 国内玉米价格维持底部震荡



资料来源: 中国种猪信息网, 黑龙江省财政厅, USDA, 国信证券经济研究所整理

### （2020-2022）：供给趋紧+需求向好，玉米价格攀至高位

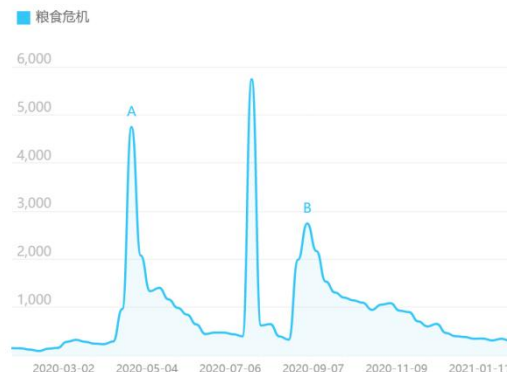
临储库存出清+产需缺口扩大+玉米进口大增是 2020 年年初以来，国内玉米价格攀升至高位的核心原因。（1）产量方面：虽 2019 年行情有所回暖，但相对较低的价格和新冠疫情的爆发使国内 2020 年玉米播种面积依旧处于低位。（2）需求方面：生猪存栏快速恢复，2020-2021 年的全国饲料产量维持同比增加趋势，叠加受新冠疫情爆发下粮食安全担忧，下游国货情绪不断高涨，最终导致国内玉米产需关系不断紧张，19/20 和 20/21 年度的玉米产需缺口分别攀升至 1753 万吨和 2150 万吨。（3）库存方面：在产需缺口压力下，年中临储库存拍卖呈现出“高量+高价+高成交率”的局面，玉米临储库存于 2021 年年初出清，2016 年以来的临储库存压力彻底解除。（3）进口方面：受国内玉米价格持续上行影响，2020 年国内玉米进口首次突破配额达到 1130 万吨，2021 年则进一步攀升至 2835 万吨，其在短期内成为国内供需缺口的重要补充，国内自产自用的供应格局被打破，内外盘玉米价格联动明显加强。

图 32：全球谷物价格指数自 2020 年 4 月开始攀升



资料来源：FAO，国信证券经济研究所整理

图 33：粮食安全的互联网关注度在 2020 年 4 月、7 月、8 月三次达到峰值



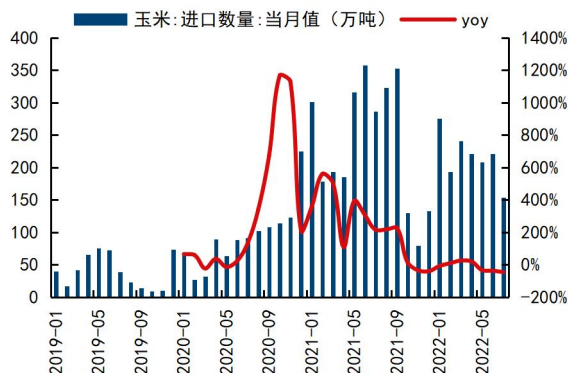
资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

图 34：20/21 年度国内玉米产需缺口突破 2000 万吨



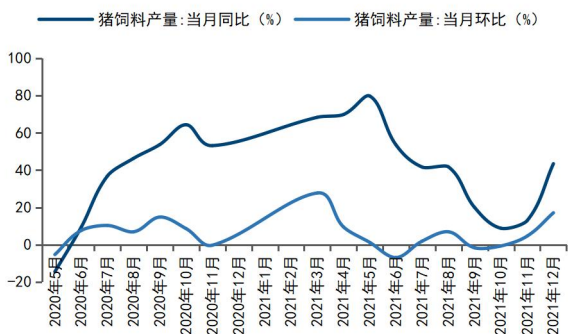
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 35：国内 2020 年玉米进口量首次突破 720 万吨



资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

图 36: 2020-2021 年国内猪饲料产量同比增加明显



资料来源: 中国饲料工业协会, 国信证券经济研究所整理

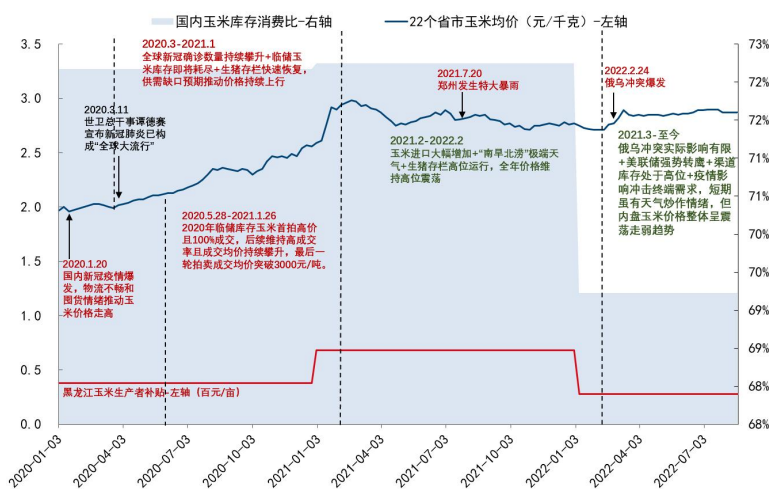
图 37: 内外盘玉米价格的联动短期明显加强



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

从具体价格表现来看: (1) 2020 年, 年初国内新冠疫情的爆发导致南北物流受阻, 叠加恐慌导致的囤货情绪, 国内玉米价格快速走高, 后续随武汉解封, 国内疫情趋于好转, 玉米价格阶段回调。4 月份, 国外新冠疫情的全面爆发导致的粮食安全担忧让全球玉米价格快速走高, 基于国内临储库存的快速出清以及饲用需求持续上行导致供需缺口, 叠加外盘玉米价格上行导致的进口成本大幅上行, 国内玉米价格持续攀升至 2021 年初 3 元左右的高位。(2) 2021 年: 虽然年初临储库存彻底出清, 但玉米进口顺畅且外盘价格出现回调, 叠加国内增产预期、小麦替代以及生猪价格见顶的影响, 国内产需缺口预期松动导致玉米价格在年初出现阶段回调。然而受拉尼娜现象影响, 国内夏季出现南旱北涝极端天气, 国外夏季南北美核心产区干旱严重, 国内外玉米产量受到明显压制, 虽然能繁母猪开启环比去化, 但产需缺口依旧维持高位, 进而使下半年玉米价格呈现高位震荡特征。(3) 2022 年, 受冬小麦播种进度延后影响, 2022 年初国内小麦苗情较差, 小麦价格于年初快速上行, 叠加国外俄乌冲突导致外盘粮价再度跳涨, 国内玉米价格于年初快速上行。进入 3 月份以后, 国外央行逐渐转鹰导致外盘价格回落, 叠加国内需求走弱、库存走高带来的压力, 年中国内玉米价格阶段走弱, 但受 7-8 月份干旱天气导致的减产预期影响, 整体呈现高位震荡特征。

图 38: 2020-2022 年期间, 受供给趋紧+需求向好影响, 玉米价格攀至高位



资料来源: 中国种猪信息网, 黑龙江省财政厅, USDA, 国信证券经济研究所整理

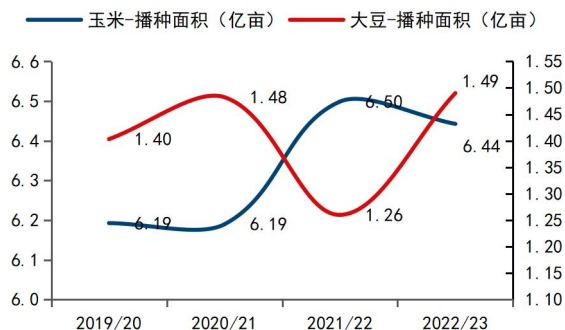
## 价格预判：短期面临减产扰动，向下拐点并未明确

### 供给端：国内新季小幅增产，海外供需延续紧张

#### ◆ 产量：极端天气对核心产区冲击较小，新季国内玉米产量预计微增

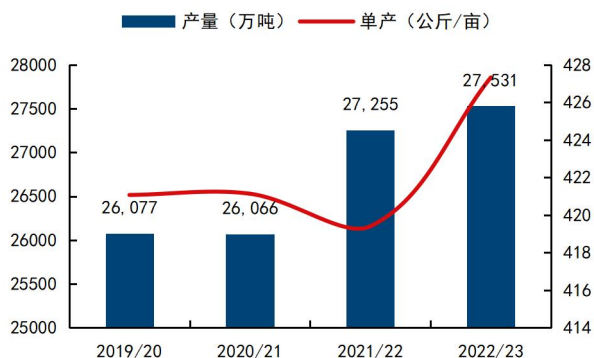
农业农村部发布的 11 月中国农产品供需形势分析报告显示，受大豆玉米带状复合种植政策影响，22/23 年度玉米播种面积预计减少 561 万亩，但单产预计将增加 8 公斤/亩，产量预计将较上一年度增产 276 万吨至 2.75 亿吨。另外，USDA 于 11 月最新发布的中国玉米供需信息显示，国内 22/23 年度玉米产量预测被调减 100 万吨至 2.74 亿吨，略低于农业农村部的 11 月预测。

图 39：22/23 年度国内玉米播种面积预计减少 561 万亩



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 40：22/23 年度国内玉米单产预计增加 8 公斤/亩



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

国内对于新季玉米单产的担忧一是来自 6 月下旬至 7 月上旬的东北强降雨，二是来自 7 月下旬至 8 月中旬的高温干旱天气。对于前者，6-7 月份东北地区气温偏低、降雨偏多的情况使部分地区尤其使辽宁出现了低温和渍涝灾害，这会令玉米出苗受到影响，中央气象台预计辽宁新季玉米单产将有所下降，降幅预计在 1.5% 以内，其他核心产区受此轮强降雨影响预计有限，黑龙江产区增产幅度预计大于 1.5%。对于后者，7 月下旬到 8 月中旬的极端高温干旱天气主要集中在长江流域附近的南方地区，黄淮海地区除河南以外基本不受影响，由于期间四川等南方产区的春玉米正处花粒期，高温天气会使玉米籽粒的呼吸作用加强进而影响灌浆。据农村农业部玉米首席分析师习银生在 9 月供需报告中介绍，持续高温少雨对陕西南部、四川盆地等地区玉米产量造成一定影响，但面积有限，总体影响不大，而华北黄淮海产区大部分墒情适宜，长势好于上年，极端天气对全国玉米单产的整体影响预计有限。

表 1：6 月中旬-7 月中旬，北方春玉米产区正处于苗期，过涝天气不利于玉米出苗

调研省份	2022. 06. 16	2022. 06. 30	2022. 07. 07	2022. 07. 14	2022. 07. 21
黑龙江	三叶期、七叶期	三叶期、七叶期	七叶期、拔节期	七叶期、拔节期	拔节期
吉林	三叶期、七叶期	七叶期	七叶期、拔节期	拔节期	拔节期
辽宁	三叶期、七叶期	七叶期、拔节期	七叶期、拔节期	拔节期	拔节期
内蒙古	三叶期、七叶期	七叶期	七叶期、拔节期	拔节期	拔节期

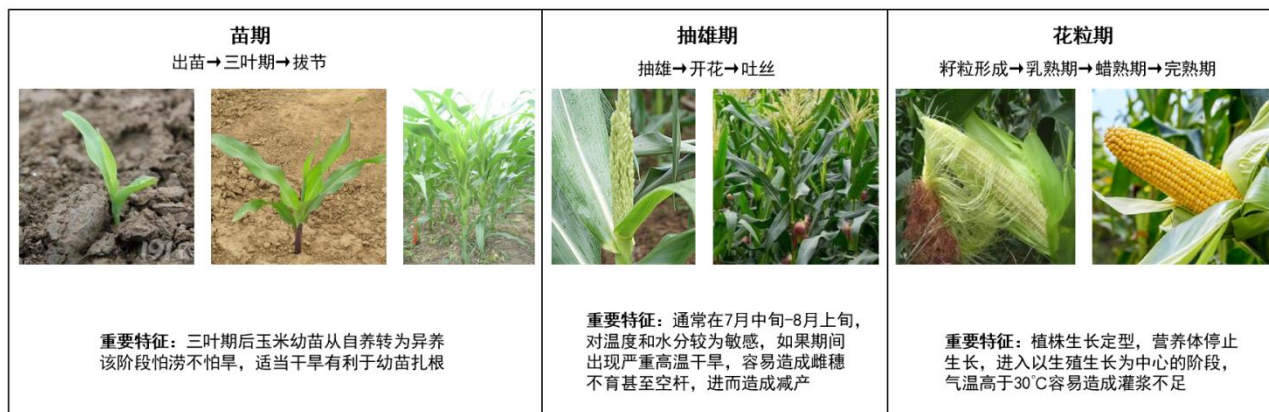
资料来源：中国淀粉工业协会，国信证券经济研究所整理

表2: 7月中旬-8月中旬, 南方春玉米产区正处于花粒期, 气温高于 30°C 容易造成灌浆不足

省份	2022. 07. 14	2022. 07. 21	2022. 07. 29	2022. 08. 11	2022. 08. 18
湖北	乳熟期、成熟期	乳熟期、成熟期	成熟期	成熟期	成熟期
四川	吐丝期、乳熟期	乳熟期	成熟期	成熟期	成熟期

资料来源: 中国淀粉工业协会, 国信证券经济研究所整理

图41: 玉米出苗期怕涝不怕旱, 抽雄期对水分和气温极为敏感



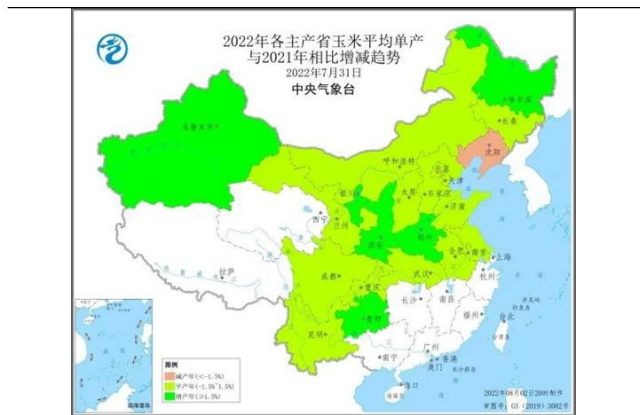
资料来源: 资管网, 国信证券经济研究所整理

图42: 受 6-7 月强降雨影响, 辽宁部分地区出现汛情



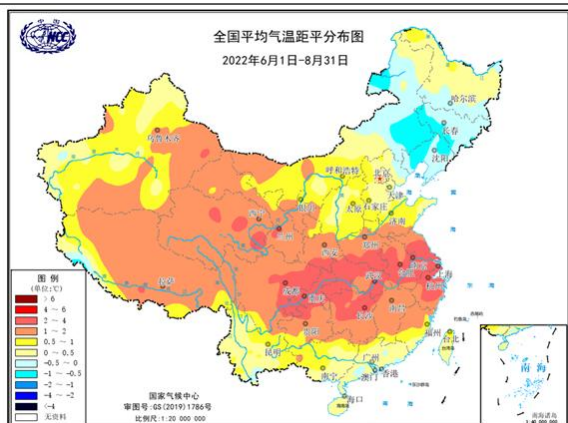
资料来源: 国家气候中心, 国信证券经济研究所整理

图43: 受 6-7 月份强降雨影响, 辽宁新季玉米或将小幅减产



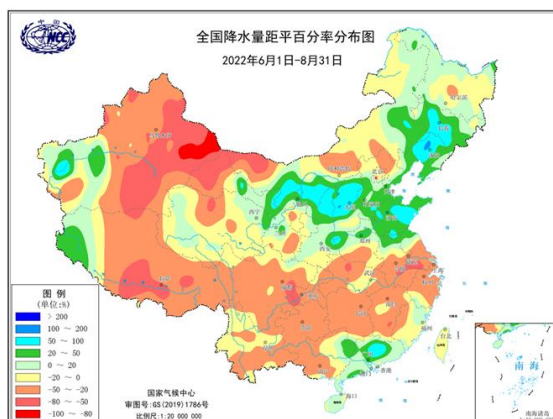
资料来源: 中央气象台, 国信证券经济研究所整理

图44：2022年夏季长江流域气温较高



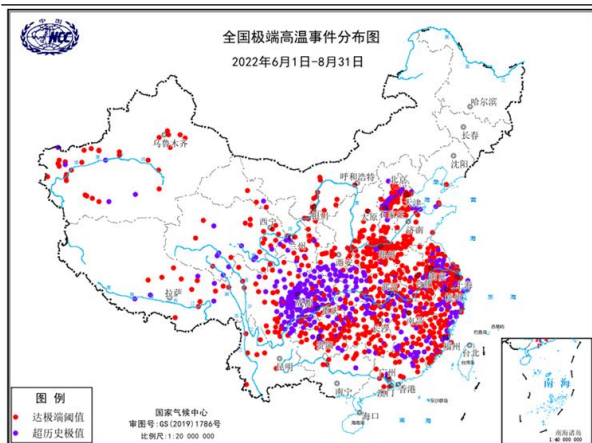
资料来源：国家气候中心，国信证券经济研究所整理

图45：2022年夏季黄淮海及北部产区降水充足



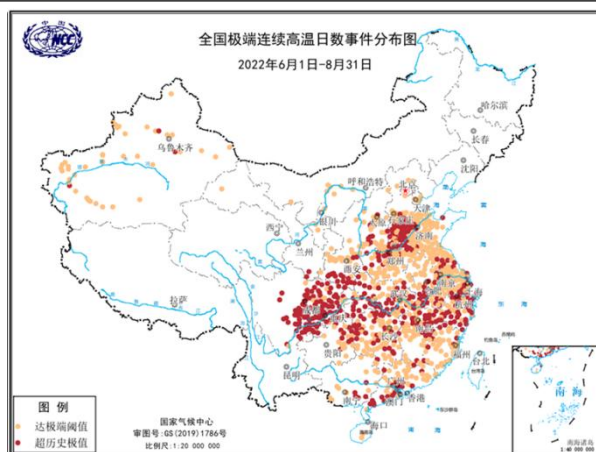
资料来源：国家气候中心，国信证券经济研究所整理

图46：2022年夏季的极端高温事件主要集中在南方地区



资料来源：国家气候中心，国信证券经济研究所整理

图47：2022年夏季的极端连续高温事件主要集中在南方地区



资料来源：国家气候中心，国信证券经济研究所整理

### ◆ 进口：短期缺口依赖进口补充，海外新季供需延续紧张

国内方面，农业农村部发布的11月中国农产品供需形势分析报告显示，22/23年度国内玉米进口预计仍将维持在1800万吨的高位，短期来看国内产需缺口仍旧依赖海外进口进行补充，且配额外玉米到岸完税价预计仍将高于国内产区玉米批发均价，内外盘价格仍将保持强联动。

海外方面，一方面受夏季高温干旱天气影响，北美核心产区新季预计减产明显，USDA预计美国22/23年度玉米产量较上一年度减少约3000万吨；另一方面，俄乌冲突近期不断加剧，虽黑海协议时效自动延长，但两国涉战范围和交战强度短期难见缓和迹象，产量延续承压，乌克兰农业部预计22/23年度国内玉米将减产约1000万吨，新季出口预计减少。整体来看，全球22/23年度玉米产量预计较上一年度减少约5000万吨，虽新季消费量预计将同比上年减少约2700万吨，但新季产需差将由上一年的1487万吨盈余转为691万吨缺口，库存消费比预计延续低位。我们认为，随着10月份美国通胀数据超预期回落，美联储加息步伐有望逐渐放缓，届时需求走弱预期将逐渐得到消化，外盘玉米价格或基于全球供给压力震

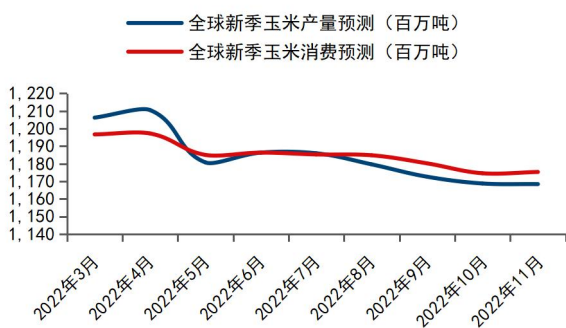
荡走强，国内玉米进口成本预计仍将维持高位。

表3: 全球玉米 22/23 年度预计减产约 5000 万吨，产需缺口预计约 700 万吨

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2022/23 (11月预估)
期初库存	322.56	307.46	292.78	292.8	307.01	307.68
产量	1118.56	1129.44	1217.3	1217.46	1168.74	1168.39
进口	167.59	185.22	183.93	183.92	178.96	177.6
压榨量	715.89	724.18	751.96	751.95	740.23	740.33
总使用量	1134.86	1144.02	1203.08	1202.59	1174.55	1175.3
出口量	172.4	182.61	202.93	201.83	183.04	182.74
期末库存	306.26	292.89	307.01	307.68	301.19	300.76
库销比	26.99%	25.60%	25.52%	25.58%	25.64%	25.59%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图48: 全球新季玉米产需缺口预计约为 700 万吨



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

图49: 美国 10 月份通胀数据超预期回落



资料来源: 美国劳工局, 国信证券经济研究所整理

## 需求端：养殖端饲料需求修复，食品端消费预期向好

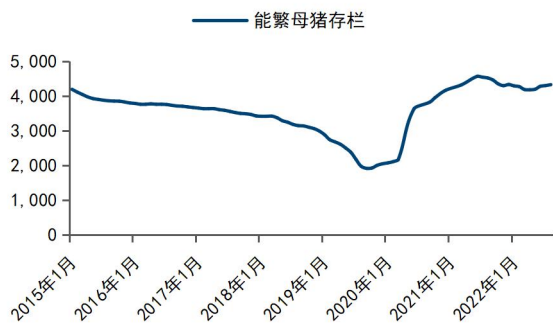
农业农村部发布的 11 月中国农产品供需形势分析报告显示，国内 22/23 年度的玉米消费量预计为 2.91 亿吨，同比上一年度增加 281 万吨，分用途来看，食用消费/饲用消费/工业消费分别增加 15/200/100 万吨。

### ◆ 饲用需求：猪价回暖、产能增加，新季饲用需求预计增加

**养殖链高景气下，饲料消费有望增加。**生猪养殖方面，随猪价逐渐恢复至盈利区间，能繁母猪存栏自 2021 年 7 月开启的环比去化在 2022 年 4 月份结束，截至 2022 年 Q3 末，全国能繁母猪存栏回升至 4362 万头，较 4 月低点增加 4.4%，后续将支撑国内生猪存栏规模环比恢复，在单头高盈利背景下，猪料需求有望随之增加。禽养殖方面，受 2021 年养殖端深度亏损影响，2022 年白羽鸡和黄羽鸡的父母代种鸡存栏均呈现出环比去化趋势，叠加欧美禽流感爆发导致海外祖代引种受阻，禽养殖链整体盈利水平修复未来有望延续，禽用饲料需求或将受此提振。

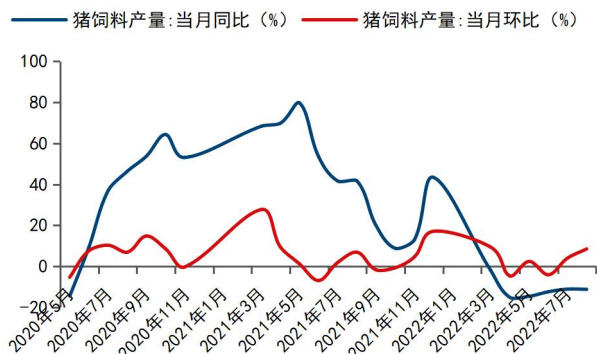
**小麦替代基本退出，看好新季玉米饲用消费。**受俄乌冲突以及美元升值影响，小麦进口成本年内居高不下，小麦玉米价差已重回高正值，宣告小麦基本推出饲用替代市场，同时受海外整体高粮价影响，木薯、高粱等其他替代品的进口成本也正处于历史高位，国内后续新增能量饲料需求预计将主要依赖玉米解决。

图50: 国内能繁母猪存栏自 2022 年 5 月开始环比增加



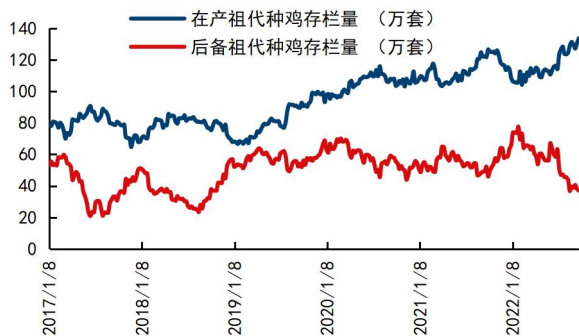
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图51: 国内猪饲料产量自 2022Q3 开始环比增加



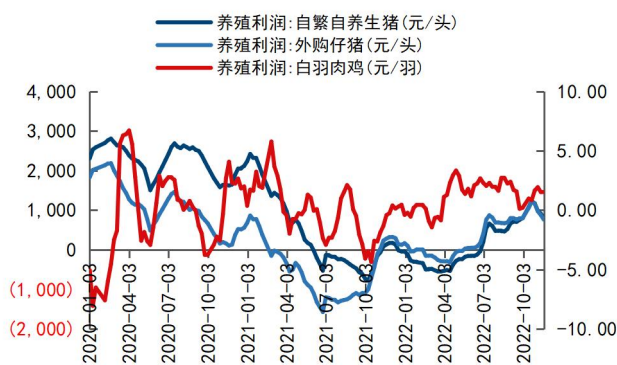
资料来源: 中国饲料工业协会, 国信证券经济研究所整理

图52: 欧美禽流感爆发, 白羽鸡祖代引种受阻



资料来源: 中国畜牧业协会禽业分会, 国信证券经济研究所整理

图53: 养殖链景气有望提振饲料需求



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

图54: 小麦已基本退出玉米替代市场



资料来源: 中华粮网, 国信证券经济研究所整理

图55: 玉米替代品进口成本正处于历史高位

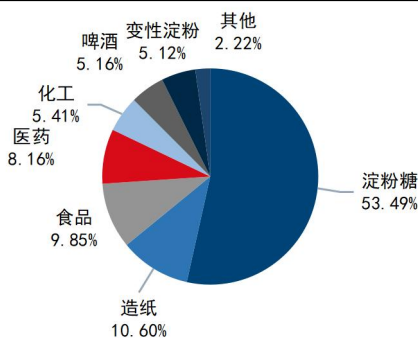


资料来源: 汇易网, 国信证券经济研究所整理

◆ 工业需求：蛋白粉涨价推动开工率回升，新季工业需求有望持续向好

国内玉米的工业需求主要来自淀粉加工，而淀粉的下游需求主要来自淀粉糖，其主要用于含糖饮料等产品。2022 年以来，受新冠疫情和经济下行双重压力的影响，国内终端消费需求不振，甚至在 7-8 月份呈现出了旺季不旺的特征。在上游原料价格较高、下游消费需求不振的双重压力下，玉米淀粉加工环节自 6 月份以来陷入深亏状态，开工率持续大幅走低。然而进入 7 月份以来，猪价持续走高明显提振蛋白饲料需求，豆粕、玉米蛋白粉等原料价格跟随走高。受副产品价格走高影响，玉米淀粉加工利润自 7 月下旬开启环比修复，截至 11 月 18 日，单吨加工利润已达 172 元。在盈利驱动下，近期国内玉米淀粉开工率环比回升明显，未来在养殖高景气 and 疫情防控优化背景下，玉米淀粉加工产品的下游需求有望继续向好，玉米工业消费有望持续修复。

图 56: 国内超过 50%淀粉需求来自淀粉糖 (2021 年数据)



资料来源：中国淀粉工业协会，国信证券经济研究所整理

图 57: 国内玉米淀粉加工加工利润已重回正值



资料来源：中国淀粉工业协会，国信证券经济研究所整理

图 58: 国内玉米淀粉开工率近期环比回升明显



资料来源：中国淀粉工业协会，国信证券经济研究所整理

图 59: 国内玉米淀粉库存正处于近年低位



资料来源：中国淀粉工业协会，国信证券经济研究所整理

价格展望：向下拐点并未明确，未来或将震荡走强

短期来看，在新季玉米上市前，内盘玉米价格主要围绕需求走弱和新季减产做博弈。目前随新季玉米收获，减产预期基本落空，但海外核心产区减产和养殖高景气带来的饲用需求提振预期正在重新为新季玉米价格提供新的强支撑。基于国内增产有限、外盘有望走强和饲用需求向好三个预期，我们认为国内玉米市场短期

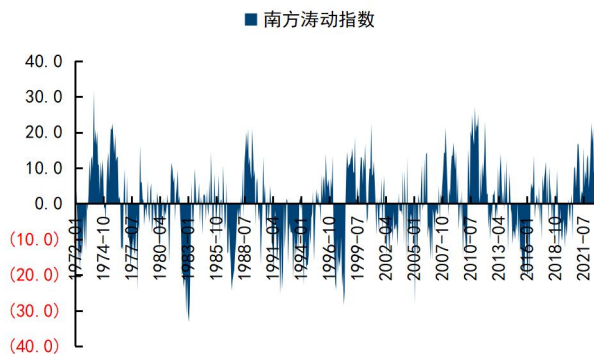
难见拐点，新季玉米逐步上市后，现货价格或将呈震动走强趋势。长期来看，连续三年的拉尼娜现象给全球粮食供给端带来了巨大压力，但参考历史规律，全球气候周期有望在明年迎来拐点，23/24 年度全球玉米产量存在修复可能，同时作为全球重要玉米消费国，中国生猪养殖行业可能在明年下半年步入本轮周期低点，玉米饲用需求存在走弱可能，因为我们认为本轮玉米价格周期拐点最早或将在 23/24 年度玉米上市后显现。

图 60: 国内新季玉米市场有望延续景气



资料来源: iFinD, 国信证券经济研究所整理

图 61: 参考历史规律，全球气候有望在明年迎来拐点



资料来源: 美国国家海洋和大气管理局, 国信证券经济研究所整理

表 4: 中国玉米供需平衡表 (农业农村部)

	2019/20	2020/21	2021/22 (11 月估计)	2022/23 (10 月预测)	2022/23 (11 月预测)
千公顷					
播种面积	41284	41264	43324	42950	42950
收获面积	41284	41264	43324	42950	42950
公斤/公顷					
单产	6316	6317	6291	6410	6410
万吨					
产量	26077	26066	27255	27531	27531
进口	760	2956	2000	1800	1800
消费	27830	28216	28770	29051	29051
食用消费	943	955	965	980	980
饲用消费	17400	18000	18600	18800	18800
工业消费	8200	8000	8000	8100	8100
种子用量	187	187	195	191	191
损耗及其它	1100	1074	1010	980	980
出口	1	0	2	1	1
结余变化	-994	806	483	279	279

资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所

表5: 中国玉米供需平衡表 (美国农业部)

百万吨	2019/20	2020/21	2021/22 (10月预估)	2021/22 (11月预估)	2022/23 (10月预估)	2022/23 (11月预估)
期初库存	210.16	200.53	205.7	205.7	209.24	209.14
产量	260.78	260.67	272.55	272.55	274	274
进口	7.6	29.51	22	21.88	18	18
压榨量	193	203	209	209	214	214
总使用量	278	285	291	291	295	295
出口量	0.01	0	0.02	0	0.02	0.02
期末库存	200.53	205.7	209.24	209.14	206.22	206.12
库销比	72.13%	72.18%	71.90%	71.87%	69.91%	69.87%

资料来源: USDA, 国信证券经济研究所整理

## 投资建议：继续看好种子板块周期成长共振

### 种子板块：品种端有望迎来实质推进，看好种业周期与成长共振

种子板块属于粮价后周期，粮价维持高景气将利好种植面积的提升以及种植方面的资金投入，因此我们认为在种子板块，尤其是龙头种企优质品种的销量有望实现大幅提升，或将迎来量利齐升。此外，我们看好全球粮食供给紧张背景下，国内合理有序安全地推进转基因种子落地，2022年转基因品种有望落地，看好相关头部受益标的。重点推荐：大北农、隆平高科、登海种业。

#### ◆ 大北农：转基因落地有望加速，性状龙头未来成长可期

**养殖链业务：生猪出栏逆势稳步扩张，有望充分受益周期反转。** 养殖业务方面，近期猪价景气上行，公司及下属参控股养殖平台的合计生猪出栏量同比扩张，有望充分受益周期反转带来的量价齐升红利。饲料业务方面，公司猪料业务高端化路线正在加速，近年依靠贝贝乳、宝宝壮、仔多多、母仔乐等多款前端料拳头产品以及在全国各地建立的配套分销体系，在国内前端料等高端猪料领域建立了显著优势，同时公司近年也在围绕以反刍料为代表的高毛利品种做横向扩张，两者均有望强化公司饲料业务的长期盈利能力。

**种植链业务：转基因性状研究起步较早，先发优势十分明显。** 公司目前在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于领先水平。同时公司将种业定位为重要战略性板块，未来依靠丰富的经验积累、强大的研发能力、持续的资源投入，有望在国内生物技术领域实现持续的优质产品输出并占据业内领先地位。综上所述我们认为，公司相较于目前产品数量较少、产品体系不完备、获批区域较少的性状公司，有望在国内转基因商业化落地后率先实现最大程度的产品推广，届时可能抢先同行获得更多市场份额并在国内转基因性状领域取得领先优势，进而有望实现可观的业绩增量。我们预计公司22-24年归母净利润为-0.94/16.90/18.47亿元，对应当前股价PE为-450.5/22.0/20.0X，维持“买入”评级。

表6：大北农在获批性状数量、庇护所性状以及获准种植区域等方面均处于国内领先水平

性状名称	种植区域	性状描述
抗虫耐除草剂玉米 (DBN9936)	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区	抗草地贪夜蛾、东方螟蛉虫等鳞翅目害虫，对草地贪夜蛾抗性大概是65%；能耐受标签推荐中剂量4倍的草甘膦
抗虫耐除草剂玉米 (DBN9501)	北方春玉米区	抗草地贪夜蛾、东方螟蛉虫等鳞翅目害虫，对草地贪夜蛾抗性能达到95%以上；能耐受标签推荐中剂量4倍的草甘膦和草铵膦
耐除草剂玉米 (DBN9858)	黄淮海夏玉米区、南方玉米区、西南玉米区、西北玉米区	作为庇护所，与DBN9936、DBN9501配合使用，可有效延缓靶标害虫的抗性产生，延长产品使用寿命
抗虫耐除草剂玉米 (DBN3601T)	西南玉米区	DBN9936和DBN9501的叠加版，既抗玉米螟和草地贪夜蛾，也耐草铵膦和草甘膦两种除草剂
耐除草剂大豆 (DBN9004)	北方春大豆区	具备草甘膦和草铵膦两种除草剂抗性

资料来源：农业农村部，公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 隆平高科：国内玉米种子龙头，兼具品种、性状双重优势

公司具备成长为全球转基因种子巨头的潜力。公司持有杭州瑞丰25.14%股权，是杭州瑞丰唯一的产业投资方。2020年1月21日，杭州瑞丰的“瑞丰125”已获得农业转基因生物安全证书，一批优良玉米品种也已开发完成转基因版本。2022年

4月29日，杭州瑞丰的耐除草剂玉米 nCX-1 亦获得农业转基因生物安全证书，其含 CdP450 和 cp4epsps 两个抗除草剂基因，对草甘膦、2,4-D 和啶嘧磺隆具有高耐受性，该品种不仅可配套上述几类除草剂使用，为广大玉米种植户提供高效的田间杂草治理手段，同时可与瑞丰 125、浙大瑞丰 8 联合使用，开发聚合抗虫和耐广谱除草剂的复合性状产品，本次获批使得杭州瑞丰的转基因性状产品线进一步丰富，夯实了公司在农业生物育种技术领域的先发优势。长期来看，隆平高科具备成长为全球转基因种子巨头的潜力，研发支出占营收的比例与孟山都不相上下，2019 年已高达 13.2%。

**新赛季表现亮眼，看好粮价高景气下业绩表现。**受今年高粮价刺激，玉米、水稻销售持续向好，公司 21/22 业务年度实现总营收 39.60 亿元，同比增加 24.78%，种子销售数量为 1.67 亿公斤，同比增加 21.17%，期末库存商品账面余额 19.66 亿元，同比减少 21.67%。分品种来看，21/22 业务年度水稻种子收入 15.05 亿元，同比增加 11.26%，销售数量 4443.01 万公斤，同比增加 20.77%；玉米种子收入 12.49 亿元，同比增加 48.03%，销售数量 7396.30 万公斤，同比增加 32.61%。从最新预售情况来看，公司截至 9 月末的合同负债总额同比去年增加 17.51 亿元，同比增幅高达 158.46%，高粮价背景下，我们看好公司明年量利表现。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 0.80/4.98/7.86 亿元，22-24 年每股收益为 0.06/0.38/0.60 元，对应当前股价 PE 为 253.2/40.0/25.3X，维持“买入”评级。

表 7：杭州瑞丰目前已有三个转基因玉米性状获得安全证书

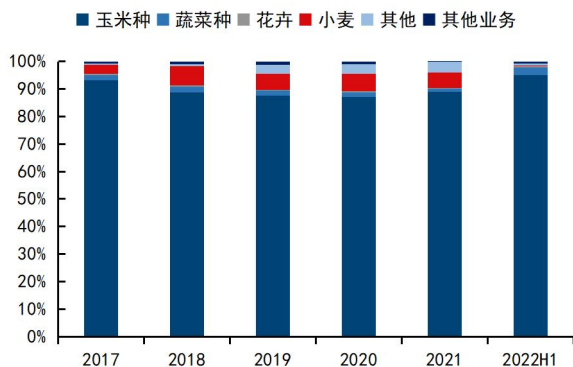
申报单位	性状名称	种植区域
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	抗虫耐除草剂玉米-瑞丰 125	北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西北玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司、浙江大学	抗虫玉米-浙大瑞丰 8	南方玉米区
杭州瑞丰生物科技有限公司	因耐除草剂玉米 nCX-1	南方玉米区

资料来源：农业农村部，公司公告，国信证券经济研究所整理

#### ◆ 登海种业：受益粮价景气的高弹性标的，未来有望与优质转基因性状联合

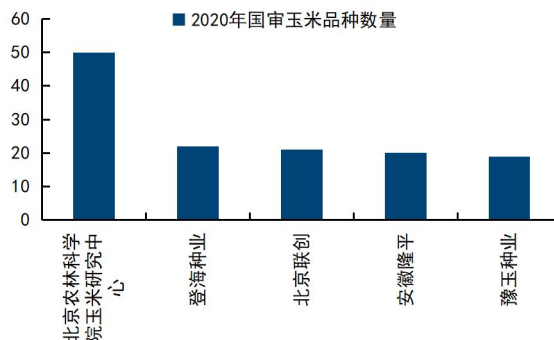
**公司是国内杂交玉米的龙头企业。**2021 年公司玉米种子收入 9.78 亿元，占比 88.9%，玉米种子收入是公司主要收入。公司玉米品种研发实力行业领先：1) 公司创始人李登海被称为“中国紧凑型杂交玉米之父”，先后完成了以掖单 2 号、掖单 6 号、掖单 13 号、登海 661 与登海 605、登海 618 为代表的 5 代玉米杂交种的进步性替代，引领着中国杂交玉米的发展方向；2) 拥有国家玉米工程技术研究中心（山东）、国家认定企业技术中心、山东省企业重点实验室等国家级、省级研发平台。公司玉米品种储备丰富，2020 年国审玉米品种数量 22 个，仅次于北京农林科学院。优秀的转基因品种需要丰富的杂交品种与优质的转基因性状相结合，公司玉米种质资源丰富，未来有望凭借杂交玉米品种优势深化与转基因性状公司合作，充分受益转基因玉米种子的商业化。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 2.46/2.64/2.96 亿元，22-24 年每股收益为 0.28/0.30/0.34 元，对应当前股价 PE 为 72.0/67.2/59.3X，维持“买入”评级。

图 62: 登海种业近 90%收入来自玉米种子业务



资料来源: iFIND、国信证券经济研究所整理

图 63: 2020 年公司国审玉米品种数量位居第二



资料来源: iFIND、国信证券经济研究所整理

## 种植板块：粮价高景气直接利好种植企业

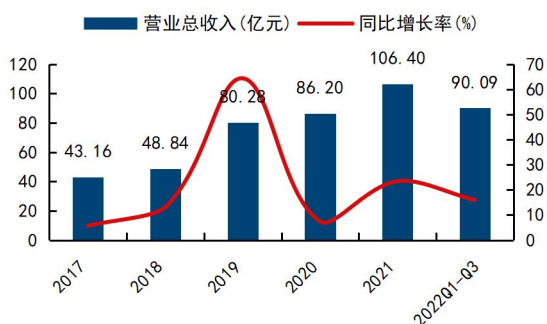
国内玉米市场维持景气，也将为国内稻麦价格提供支撑，进而直接利好相关种植板块。具体标的方面，推荐优质稻麦种植企业苏垦农发，建议关注北部商品粮种植龙头北大荒。

### ◆ 苏垦农发：优质稻麦种植企业，粮价景气下优选标的

**掌握优质耕地资源，一体化经营优势明显。**资源方面，截至 2021 年夏播，公司拥有土地流转面积约 20.74 万亩、受托管土地面积 3.9 万亩。目前公司已与苏州市农发集团合资建立苏州苏垦现代农业有限公司，首期流转土地面积 1.8 万亩，同时正深入张家港、常熟、太仓、昆山、吴江五地沟通洽谈，2022 年上半年累计完成内部程序项目 82 个，涉及资金 1.58 亿元，完成投资 8879 万元，未来经营土地规模有望稳步扩张。模式方面，公司正围绕种业、米业两大核心主业，实行多产业并举的全产业链发展战略，业务已涵盖农作物种植、良种育繁、农产品加工销售及农业社会化服务等全产业链业务，并针对种植过程中的作物和品种布局、种子和农资供应、农业生产、农机作业和农产品销售实行“五统一管理”，规模效益和协同效应明显。

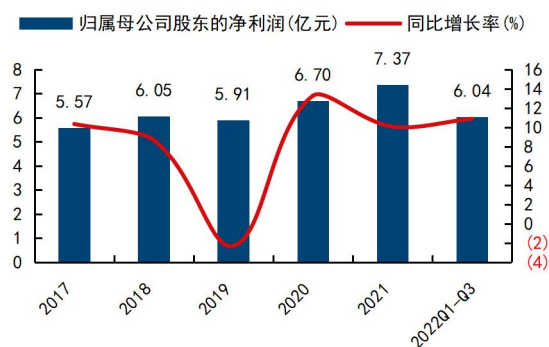
**公司粮食种植维持高产，有望受益充分粮价高景气。**在 2022 年种植季，虽然国内主产区面临晚播、发芽率低导致的减产压力，但公司自产大小麦前三季度产量基本持平去年，销量同比+16.90%至 27.54 万吨；麦种产量同比+25.21%至 19.18 万吨，销量同比+23.33%至 10.66 万吨。另外，公司水稻业务前三季度也实现销量增长，同比增幅为 72.64%，销量为 10.66 万吨。目前国内粮价保持高景气，公司依靠稳健高产有望充分受益，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 8.64/9.00/9.43 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.65/0.68 元，对应当前股价 PE 为 19.9/19.3/18.5X。

图 64: 苏垦农发营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图 65: 苏垦农发归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

### ◆ 北大荒: 土地承包主业稳步增长, 有望受益种植景气向上

**国内优质商品粮生产基地。**公司专注于土地承包业务, 种植规模及现代化水平位于行业领先。公司拥有 16 家农业分公司, 以种植水稻、玉米、大豆为主, 具有明显的规模、资源、技术、管理、绿色产品等优势。公司主要从事土地发包经营; 水稻、玉米等粮食作物的生产和销售; 尿素的生产、销售; 与种植业生产相关的技术、信息及服务等; 化肥零售 (仅限分支机构经营), 以及房地产开发与销售。2021 年公司营业收入为 36.29 亿元, 其中土地承包的收入占比分别为 77%。

**土地资源优势及区位优势显著。**其拥有丰富的耕地资源和可垦荒地资源, 主要分布在世界上土质最肥沃的三大黑土带之一的三江平原上, 是一个举世闻名的“天然粮仓”。公司 2022 年计划生产水稻、玉米、大豆等优质农作物 119.4 亿斤, 有望受益于相关粮食价格景气向上带来的地租上涨, 利好公司业绩弹性。

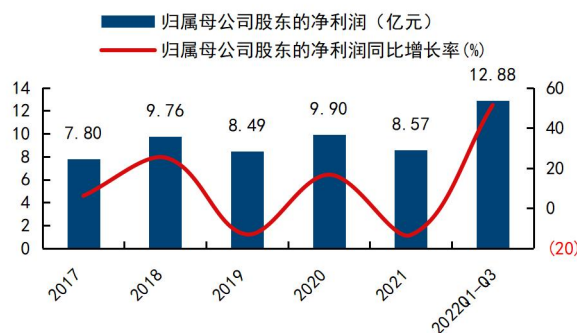
**农业现代化领导者, 土地承包主业景气向上, 建议关注。**依托国家多年来的农机购置补贴政策, 公司所在区域内的农机装备水平逐年提升。截至 2022 年上半年, 公司经营区域内实现农业机械总量达 32.95 万台套, 农业机械总动力达 361.02 万千瓦, 农业生产全程机械化率水平领先同行, 有望受益于乡村振兴及农业现代化策略的稳步推进, 建议关注。

图 66: 北大荒营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图 67: 北大荒归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

**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	2022年 11月22日 收盘价	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002385.SZ	大北农	买入	9.01	-0.11	-0.02	0.41	-85	-451	22
000998.SZ	隆平高科	买入	15.19	0.05	0.06	0.38	320	253	40
002041.SZ	登海种业	买入	20.16	0.26	0.37	0.51	76	54	40
601952.SH	苏垦农发	买入	12.55	0.53	0.63	0.65	24	19.9	19.3
600598.SH	北大荒	未评级	14.29	0.48	0.74	0.83	30	19	17

数据来源：iFinD，国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用同花顺一致预期）

## 风险提示

### 转基因落地推进不及预期风险

目前我国已有转基因玉米和大豆品种获得农业转基因生物安全证书，接下来还将进入品种审定阶段，如果品种审定及后续阶段进展不顺，将影响转基因推广进程，进而影响企业成长性。

### 恶劣天气带来的不确定性风险

近年极端气象事件频发，后续如果发生恶劣天气，可能造成种植公司和种子公司产品损毁，进而造成公司损失。

### 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，饲料需求低于预期，对种植链造成负面影响。

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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