

2020年06月10日

农林牧渔

行业中期策略

继续首推海大集团，生猪养殖仍有配置价值

投资要点

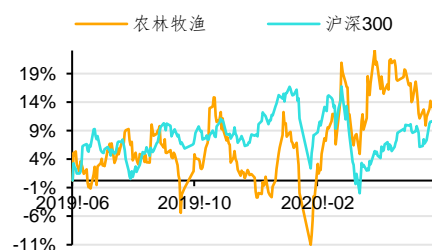
- ◆ 我们预计猪价后续有望迎来反弹，并在下半年维持高位震荡，下半年仍将是高盈利期：（1）从能繁母猪存栏恢复进度和生产周期来看，“缺猪”仍是2020年全年主题，经过前期压栏育肥猪的集中抛售，后续出栏压力有望较大缓解；（2）根据生产周期，预计国内生猪供给在2020年3季度的供给压力相对较小；（3）根据我国生猪产业历史运行规律，6月份往往逐渐开启年度猪价的反弹期；（4）随着餐饮复业、学校复课、企业复产，猪肉消费需求有望出现回升。
- ◆ 无论是从周期规律角度，还是从猪价滞后于猪价的历史规律角度，在经历过2017年的周期高点，和2018-2019年的周期下行后，国内水产养殖和水产饲料景气度有望在2020年周期见底回升。草鱼、加州鲈鱼、鲫鱼等众多品种价格已经高于2019年同期，随着餐饮逐渐复业和复苏，石斑鱼、鳊鱼等前期价格滞涨的品种后续有望陆续进入回升周期。
- ◆ 展望下半年，预计杂交水稻种子行业仍处于供给过剩状态，杂交玉米种子行业基本有望进一步趋好。根据USDA的最新报告，我们预计国内玉米和大豆价格具备温和上涨的基本面支撑。
- ◆ 海大集团作为我们此前2020年度策略报告重点首推的品种，年初以来获得了不错的绝对收益和相对收益。我们继续把海大集团作为2020年中期策略重点首推的个股：（1）预计2020年行业基本有望进入回升周期，本轮回升周期是一轮大周期；（2）2020年初以来，草鱼、加州鲈鱼、鲫鱼等多品种价格均高于2019年同期，鳊鱼、多宝鱼等品种价格虽然同比低于去年同期，但是随着餐饮逐渐复业和复苏，价格环比陆续出现明显回升；（3）后续利好因素包括餐饮消费进一步复苏、水产饲料销售旺季、休渔期支撑水产品价格上涨等；（4）海大集团未来仍有望继续成为外资青睐的有中国特色的优质资产；（5）海大集团这种业绩好、能见度高、持续性强的品种可能会在今年宏观背景下享受估值溢价。
- ◆ 2020年下半年生猪养殖板块逐渐进入盈利集中释放期，仍具有配置价值：（1）我们预计后续猪价有望迎来反弹，下半年仍将是一个高盈利期；（2）预计生猪养殖上市公司2020年生猪出栏会整体呈现前低后高趋势，尤其是在2020年下半年会有明显的销售放量过程；（3）从同比业绩趋势角度，上市公司2019年全年盈利基数较低，预计生猪养殖板块年度业绩同比将实现大幅增长，且具备较高确定性。从环比业绩趋势角度，猪价后续有望走出一波反弹行情，同时伴随着前期补栏母猪产能的释放过程，因而后续我们有望看到生猪养殖上市企业出现局部时间“量价齐升”的局面。生猪养殖板块中，目前时点我们首先推荐唐人神，同时建议关注温氏股份。其中，唐人神年初以来基本面改善趋势明显，目前处于“低关注、低预期、低估值”的状态，预期差和弹性较大。
- ◆ 风险提示：畜禽疫情大规模复燃的风险；玉米豆粕等原材料价格波动风险。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
002311 海大集团	买入-A
002567 唐人神	买入-A

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.81	-3.55	-0.78
绝对收益	-6.71	-4.43	11.30

分析师

陈振志

SAC 执业证书编号：S0910519110001

chenzhenzhi@huajinsc.cn

021-20377051

相关报告

 农林牧渔：2020年上半年农业行业前瞻分析
 2020-05-03

 农林牧渔：生猪产业规模化红利：相对效率
 曲线效应（二） 2020-04-29

 农林牧渔：继续看好海大集团个股机会和养
 猪板块的配置价值 2020-04-22

 农林牧渔：我国粮食供给充足，建议关注饲
 料养猪股机会 2020-04-08

 农林牧渔：生猪产业规模化红利：相对效率
 曲线效应（一） 2020-03-31

内容目录

2020 年上半年农业行业回顾	5
2020 年上半年生猪产品价格同比领涨且涨幅较大	5
2020 年年初以来，畜禽养殖和饲料动保等子板块同比业绩趋势亮眼	6
农业行业在 2020 年上半年的绝对收益和相对收益均较为突出	7
2020 年下半年生猪养殖板块有望保持高景气度	9
猪价回调过后有望迎来反弹，并在下半年维持高位震荡的走势	9
生猪养殖上市公司在下半年有望进入销售加速放量期	13
生猪养殖上市公司 2020 年业绩同比大增的能见度高	13
预计禽业 2020 年下半年局部有所改善，但全年仍不如去年	14
2020 年下半年饲料动保基本面有望延续周期回升态势	16
饲料动保下半年业绩有望进一步趋好	16
饲料景气度回升拉动玉米等原料价格上涨	17
下游水产养殖有望带动水产饲料周期见底回升	18
2020 年下半年制糖板块缺乏趋势性大行情	23
预计 2020/21 榨季全球食糖明显增产	23
预计巴西、印度、泰国等主产国 2020/21 榨季均有不同程度增产	24
预计中国 2020/21 新榨季食糖增产 4.9%	27
2020 年下半年杂交玉米趋好，玉米大豆价格具备温和上涨基础	29
杂交玉米种业有望进一步趋好	29
玉米和大豆价格具备温和上涨基础	30
投资建议	33
风险提示	34

图表目录

图 1：截止 2020 年 5 月底，国内农产品价格同比涨跌情况	5
图 2：截止 2020 年 5 月底，国内农产品价格年初以来累计环比涨跌幅	6
图 3：农业各子行业营业收入同比增长趋势	6
图 4：农业各子行业归属净利润同比增长趋势	6
图 5：农业各子行业毛利率变化趋势	7
图 6：农业各子行业销售净利率变化趋势	7
图 7：A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的关系	7
图 8：2020 年年初以来 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益	8
图 9：2020 年年初以来农业各子行业累计绝对收益和相对收益	8
图 10：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）	9
图 11：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）	9
图 12：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）	9
图 13：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）	9
图 14：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）	10
图 15：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）	10
图 16：国内年度猪价底部大多出现在 4-5 月	10
图 17：在过去 25 年的猪价走势中，年度猪价底部大部分出现在 2 季度，尤其是 4-5 月	11
图 18：生猪价格与餐饮行业收入当月同比增速	11

图 19: 餐饮行业收入当月同比增速	11
图 20: 我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量历史变动趋势	12
图 21: 招银理财夜光指数(NLDI):工业复工指数	12
图 22: 我国 5 月份非制造业商务活动指数继续回升	12
图 23: 农业上市公司生产性生物资产趋势	13
图 24: 农业上市公司月度生猪销量	13
图 25: 生猪养殖上市公司单季度业绩趋势	14
图 26: 我国白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	14
图 27: 国内活鸡平均价 (元/公斤)	14
图 28: 我国祖代白羽肉种鸡历史引种量 (万套)	15
图 29: 我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势 (元/羽)	15
图 30: 全国祖代在产白羽肉种鸡存栏 (万套)	15
图 31: 全国父母代在产白羽肉种鸡存栏 (万套)	15
图 32: 全国祖代在产黄羽肉种鸡存栏 (万套)	15
图 33: 全国父母代在产黄羽肉种鸡存栏 (万套)	15
图 34: 2010-2019 年我国禽饲料产量及增速	16
图 35: 禽业养殖上市公司单季度净利润趋势	16
图 36: 饲料 (含养殖) 上市公司营业收入增长趋势	17
图 37: 饲料 (含养殖) 上市公司归母净利润增长趋势	17
图 38: 动保上市公司营业收入增长趋势	17
图 39: 动保上市公司归母净利润增长趋势	17
图 40: 动保上市公司毛利率趋势	17
图 41: 动保上市公司销售净利率趋势	17
图 42: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	18
图 43: 肉鸡饲料价格 (元/公斤)	18
图 44: 国内玉米现货价格 (元/公斤)	18
图 45: 国内豆粕现货价格 (元/公斤)	18
图 46: 草鱼、鲫鱼和生猪的价格周期波动 (草鱼鲫鱼为批发价, 元/公斤)	19
图 47: 海大集团饲料业务毛利润增速	19
图 48: 通威股份饲料业务毛利润增速	19
图 49: 2019-2020 年珠三角草鱼塘头价	20
图 50: 2019-2020 年广东加州鲈塘头价	20
图 51: 2019-2020 年鲫鱼塘头价	20
图 52: 2019-2020 年广东鳊鱼塘头价	20
图 53: 2019-2020 年鳊鱼塘头价	21
图 54: 2019-2020 年生鱼塘头价	21
图 55: 2019-2020 年珠海海鲈塘头价	21
图 56: 2019-2020 年黄颡鱼塘头价	21
图 57: 2019-2020 年华南罗非鱼塘头价	21
图 58: 2019-2020 年粤西金鲳塘头价	21
图 59: 2019-2020 年小龙虾价格	22
图 60: 2019-2020 年石斑鱼塘头价	22
图 61: 2019-2020 年广东鳊鱼塘头价	22
图 62: 2019-2020 年珠三角中华鳖塘头价	22
图 63: 2019-2020 年多宝鱼塘头价	22

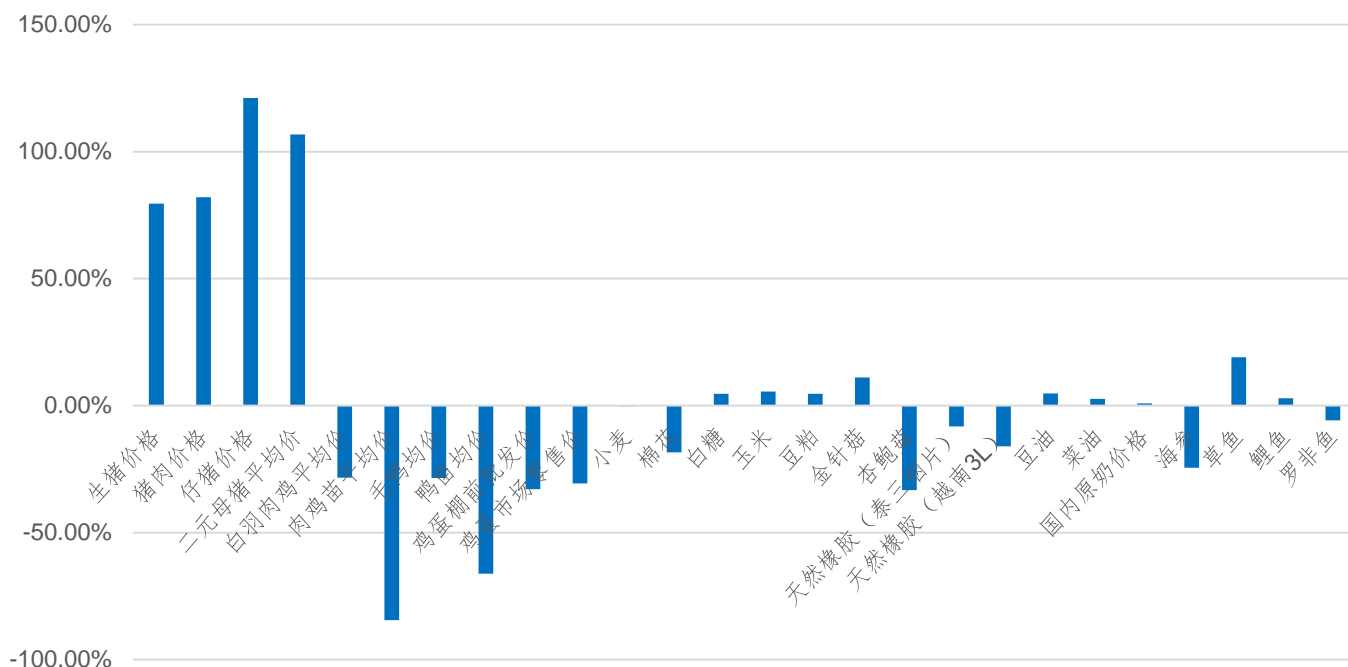
图 64: 2019-2020 年各地白虾塘头价.....	22
图 65: 2019 年食糖主产国及其全球产量占比	23
图 66: 2019 年食糖主要出口国及其全球出口量占比.....	23
图 67: 全球食糖主产国产量增减跟踪情况.....	23
图 68: 全球食糖出口国出口跟踪情况.....	24
图 69: 巴西甘蔗种植和收割面积 (千公顷)	24
图 70: 巴西甘蔗产量 (千吨)	24
图 71: 国际原糖和原油价格走势.....	25
图 72: 巴西甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例	25
图 73: 巴西甘蔗含糖率 (千克/吨)	25
图 74: 印度甘蔗种植和收割面积 (千公顷)	26
图 75: 印度甘蔗产量 (千吨)	26
图 76: 印度甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例	26
图 77: 泰国甘蔗种植和收割面积 (千公顷)	26
图 78: 泰国甘蔗产量 (千吨)	26
图 79: 中国甘蔗种植和收割面积 (千公顷)	27
图 80: 中国甘蔗产量 (千吨)	27
图 81: 中国甜菜种植和收割面积 (千公顷)	27
图 82: 中国甜菜产量 (千吨)	27
图 83: 中国甘蔗糖产量 (千吨)	28
图 84: 中国甜菜糖产量 (千吨)	28
图 85: 全球和中国食糖供需形势预测.....	28
图 86: 全球和中国食糖库存消费比	28
图 87: 国内白糖现货价格 (元/吨)	28
图 88: 种业上市公司营业收入增长趋势	29
图 89: 种业上市公司归母净利润增长趋势.....	29
图 90: 全国杂交玉米制种面积和制种量趋势	29
图 91: 全国杂交玉米库存消费比趋势.....	29
图 92: 全国杂交水稻制种面积和制种量趋势	29
图 93: 全国杂交水稻库存消费比趋势.....	29
图 94: 全球和中国玉米供需平衡表	30
图 95: 全球和中国玉米库存消费比	30
图 96: 国内玉米现货价格 (元/公斤)	30
图 97: 全球和中国大豆供需平衡表	31
图 98: 全球和中国大豆库存消费比	31
图 99: 国内大豆现货价格 (元/吨)	31
图 100: 全球和中国小麦供需平衡表	32
图 101: 全球和中国小麦库存消费比	32
图 102: 国内小麦现货价格 (元/吨)	32
图 103: 全球和中国大米供需平衡表	32
图 104: 全球和中国大米库存消费比	33
图 105: 国内粳米批发平均价(元/公斤).....	33

2020 年上半年农业行业回顾

2020 年上半年生猪产品价格同比领涨且涨幅较大

截止 2020 年 5 月底，国内生猪产品价格同比涨幅较大，而禽类产品价格同比则出现明显回调。猪肉价格同比 82.1%、生猪价格同比 79.52%，仔猪价格同比 121.18%、草鱼价格同比 19%、鲤鱼价格同比 2.94%、原奶价格同比 0.85%、白糖价格同比 4.66%、豆粕价格同比 4.68%、豆油价格同比 4.75%、玉米价格同比 5.5%、金针菇价格同比 11.11%、杏鲍菇价格同比-33.33%、小麦价格同比-0.23%、棉花价格同比-18.43%、天然橡胶（泰国烟片）价格同比-8.15%、海参价格同比-24.44%、鸡苗价格同比-84.49%、白羽活鸡价格同比-28.35%、鸡蛋零售价格同比-30.59%、活鸭价格同比-28.52%、鸭苗价格同比-66.19%。

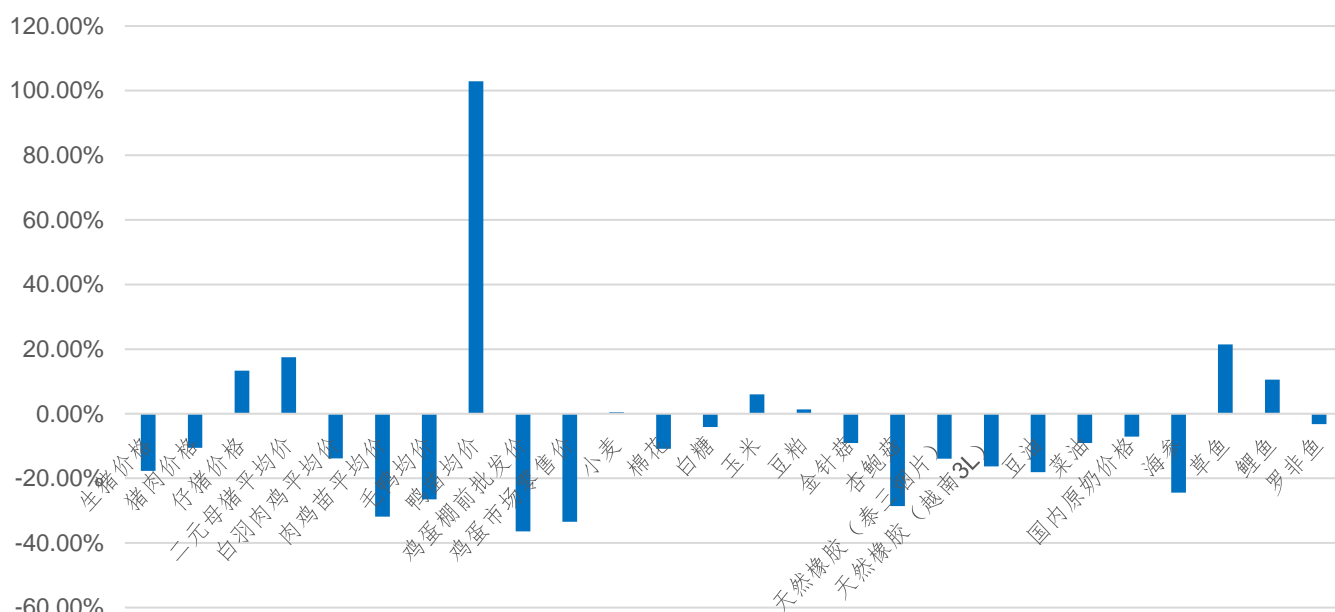
图 1：截止 2020 年 5 月底，国内农产品价格同比涨跌情况



资料来源：Wind、华金证券研究所

截止 2020 年 5 月底，国内主要农产品价格年初以来累计跌多涨少。猪肉价格-10.57%、生猪价格-17.7%，仔猪价格 13.36%、鸡苗价格-31.82%、白羽活鸡价格-13.82%、鸡蛋零售价格-33.41%、活鸭价格-26.52%、鸭苗价格 102.86%、原奶价格-7.05%、白糖价格-4.1%、豆粕价格 1.29%、棉花价格-10.85%、玉米价格 6.03%、豆油价格-18.08%、金针菇价格-9.09%、杏鲍菇价格-28.57%、小麦价格 0.42%、天然橡胶（泰国烟片）价格-13.89%、海参价格 24.44%、草鱼价格 21.43%、鲤鱼价格 10.53%、罗非鱼价格-3.24%。

图 2: 截止 2020 年 5 月底, 国内农产品价格年初以来累计环比涨跌幅



资料来源：Wind、华金证券研究所

2020 年年初以来, 畜禽养殖和饲料动保等子板块同比业绩趋势亮眼

根据 2020 年 1 季报披露的数据，农业各子行业中表现居前的板块主要有畜禽养殖（主要是生猪养殖贡献）、饲料动保、粮食种植和宠物食品等。其中，生猪养殖板块 1 季度表现较为突出，主要是受益于高猪价。饲料动保板块归属净利润趋势好转，主要受益于禽养殖行业的高产能。

图 3: 农业各子行业营业收入同比增长趋势

营业收入同比增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
种子生产	↑ 10.54%	↑ 7.08%	↑ 17.90%	↑ 17.13%	↑ 8.36%	↑ 7.05%
粮食种植	↑ 11.50%	↑ 15.27%	↑ 24.72%	↑ 31.29%	↑ 36.70%	↑ 7.56%
其他种植业	↓ -17.06%	↑ 16.82%	↑ 76.08%	↑ 55.25%	↑ 57.94%	↑ 37.25%
果蔬加工	↓ -3.84%	↓ -16.27%	↓ -23.75%	↓ -7.61%	↑ 7.17%	↓ -2.30%
粮油加工	↑ 1.37%	↑ 2.83%	↑ 4.34%	↑ 3.96%	↑ 7.68%	↑ 0.76%
其他农产品加工	↑ 61.56%	↑ 53.40%	↑ 55.45%	↑ 61.94%	↑ 10.87%	↑ 1.69%
饲料（含养殖）	↑ 12.72%	↑ 9.44%	↑ 10.86%	↑ 11.04%	↑ 14.33%	↑ 23.99%
海洋捕捞	↔ 0.02%	↓ -1.32%	↑ 8.94%	↑ 14.36%	↑ 10.04%	↓ -10.94%
水产养殖	↑ 7.37%	↓ -1.25%	↑ 6.40%	↑ 1.26%	↓ -3.20%	↓ -21.19%
畜禽养殖	↑ 8.45%	↑ 12.50%	↑ 19.25%	↑ 17.77%	↑ 25.10%	↑ 12.79%
动物保健	↑ 7.10%	↓ -11.39%	↓ -0.76%	↓ -5.64%	↓ -5.03%	↓ 24.12%
农业综合	↓ -0.91%	↑ 27.97%	↑ 34.98%	↑ 47.72%	↑ 34.89%	↓ -36.55%
宠物食品	↑ 38.50%	↑ 24.04%	↑ 14.02%	↑ 18.17%	↑ 19.41%	↑ 13.14%

资料来源：Wind、华金证券研究所

图 4: 农业各子行业归属净利润同比增长趋势

归属净利润增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
种子生产	↓ -25.90%	↓ -40.33%	↓ -56.19%		↓ -168.19%	↓ -40.04%
粮食种植	↑ 16.14%	↓ -7.01%	↓ -7.13%	↓ -4.69%	↓ -8.76%	↑ 13.22%
其他种植业	↑ 444.71%			↓ -63.52%	↓ -12.02%	↓ -60.46%
果蔬加工	↓ -211.19%	↓ -124.80%	↓ -321.85%	↓ -44.45%		同比扭亏
粮油加工	↑ 18.90%	↑ 28.57%	↑ 10.28%	↓ -5.13%	↓ -159.43%	↓ -30.67%
其他农产品加工		↓ -37.82%	↓ -42.37%	↓ -35.43%		↑ 2.35%
饲料（含养殖）	↓ -35.51%	↓ -62.96%	↑ 30.57%	↑ 42.99%	↑ 129.19%	↑ 783.80%
海洋捕捞	↑ 11.74%		↓ -345.81%	↓ -37.73%	↓ -1.92%	同比扭亏
水产养殖		↓ -107.86%	↓ -73.85%	↓ -74.93%		同比亏损扩大
畜禽养殖	↓ -16.00%	↓ -37.75%	557.10%	217.00%	↑ 286.18%	↑ 113.76%
动物保健	↓ -5.78%	↓ -35.80%	↓ -24.95%	↓ -33.79%	↑ 37.68%	↑ 38.23%
农业综合		↑ 143.47%	563.84%	↑ 131.30%	↑ 162.08%	↓ -58.59%
宠物食品	↑ 9.04%	↓ -69.50%	↓ -58.70%	↓ -46.78%	↓ -34.43%	↑ 54.34%

资料来源：Wind、华金证券研究所

图 5：农业各子行业毛利率变化趋势

毛利率	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
种子生产	32.82%	32.52%	28.61%	25.00%	27.79%	29.85%
粮食种植	44.29%	39.86%	35.98%	34.84%	33.09%	32.46%
其他种植业	10.30%	16.10%	11.18%	9.29%	10.68%	12.82%
果蔬加工	11.85%	16.50%	14.26%	13.05%	12.24%	16.40%
粮油加工	18.03%	17.16%	15.61%	15.59%	14.94%	14.91%
其他农产品加工	20.35%	19.82%	20.56%	19.94%	19.12%	18.48%
饲料（含养殖）	11.86%	10.80%	12.39%	13.00%	13.89%	17.59%
海洋捕捞	30.27%	21.38%	27.24%	31.23%	28.33%	27.90%
水产养殖	18.22%	16.09%	17.97%	18.18%	16.40%	12.77%
畜禽养殖	19.15%	16.29%	19.33%	23.29%	27.95%	20.97%
动物保健	44.80%	46.30%	42.75%	41.57%	40.82%	43.72%
农业综合	21.57%	18.44%	17.35%	16.94%	18.69%	28.26%
宠物食品	27.67%	24.21%	24.40%	24.22%	24.23%	22.83%

资料来源：Wind、华金证券研究所

图 6：农业各子行业销售净利率变化趋势

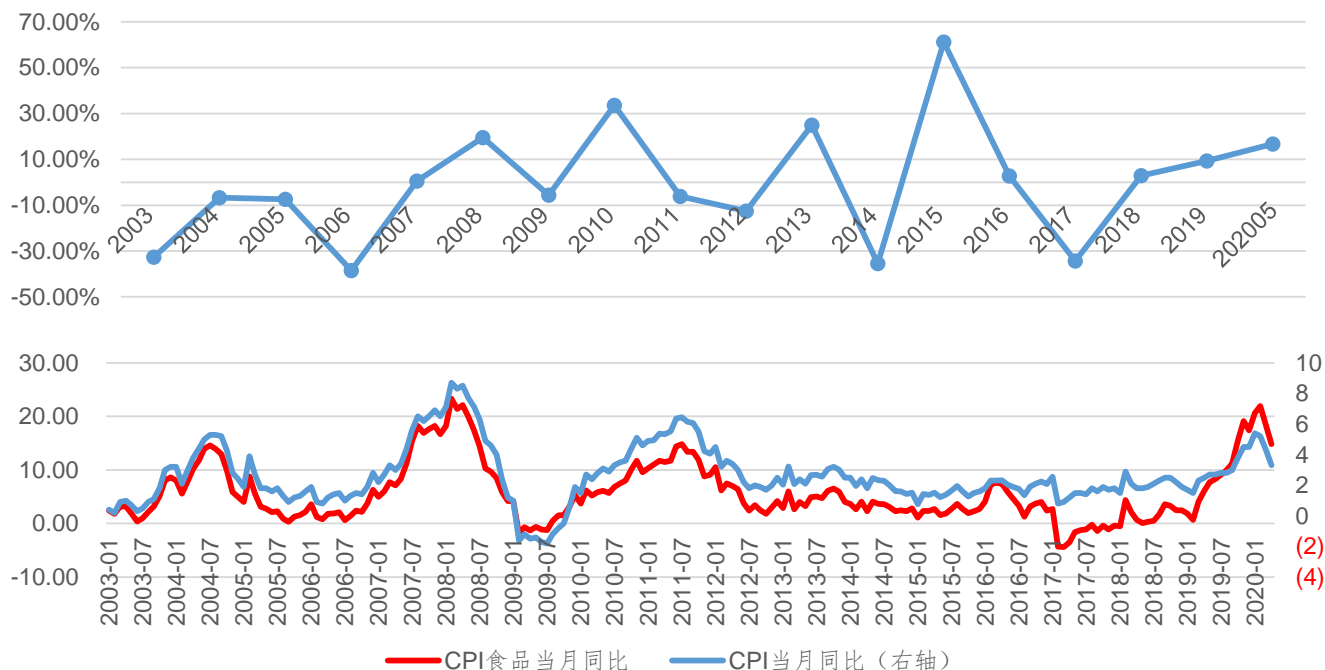
销售净利率	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
种子生产	10.01%	7.69%	1.12%	-11.49%	-6.20%	4.41%
粮食种植	18.76%	21.73%	19.70%	17.97%	12.98%	24.22%
其他种植业	4.30%	7.45%	3.10%	1.97%	2.33%	1.87%
果蔬加工	-2.99%	-1.04%	-1.47%	1.03%	3.03%	4.06%
粮油加工	4.58%	4.88%	5.21%	4.39%	-3.04%	3.44%
其他农产品加工	-3.42%	2.78%	2.26%	2.32%	-2.30%	2.97%
饲料（含养殖）	3.02%	1.62%	3.61%	4.88%	5.71%	9.06%
海洋捕捞	7.89%	-9.20%	-1.96%	5.90%	7.27%	-7.72%
水产养殖	-2.74%	-0.48%	1.56%	1.46%	-16.72%	0.37%
畜禽养殖	5.98%	5.31%	9.63%	13.97%	17.66%	9.80%
动物保健	15.89%	16.45%	14.24%	14.03%	10.74%	18.98%
农业综合	3.52%	5.40%	4.12%	4.34%	5.77%	5.16%
宠物食品	8.90%	3.24%	4.04%	4.75%	5.21%	4.02%

资料来源：Wind、华金证券研究所

农业行业在 2020 年上半年的绝对收益和相对收益均较为突出

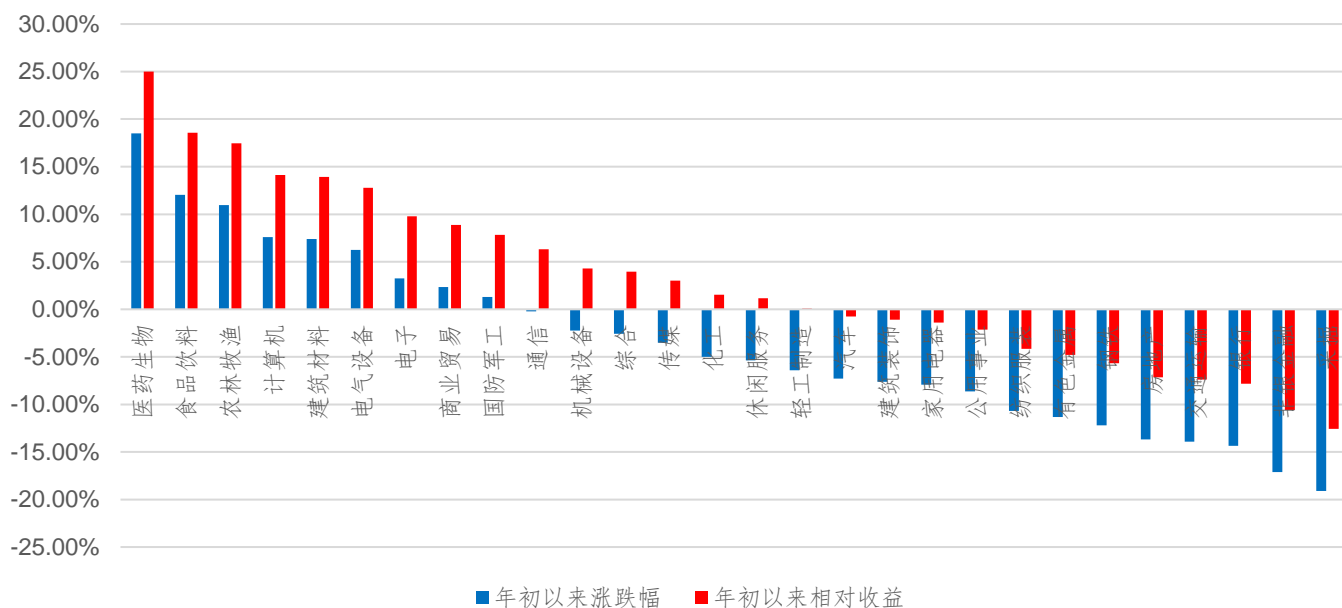
2020 年上半年，在国内 CPI 高位运行和通胀预期的宏观背景下，A 股市场农业行业的投资热度较高，表现较为突出。截止 2020 年 5 月底，农业板块累计涨幅 10.95%，相对收益 17.47%（沪深 300 基准），位列医药和食品饮料之后，排在全市场第三。

图 7：A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的关系



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 8：2020 年年初以来 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益



2020 年下半年生猪养殖板块有望保持高景气度

猪价回调过后有望迎来反弹，并在下半年维持高位震荡的走势

2020 年 1 季度，国内生猪均价基本保持在 35-38 元/公斤的高位震荡。进入 4 月份以后，国内生猪均价出现了持续回调，价格下滑至 5 月底的 27.61 元/公斤。

图 10：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



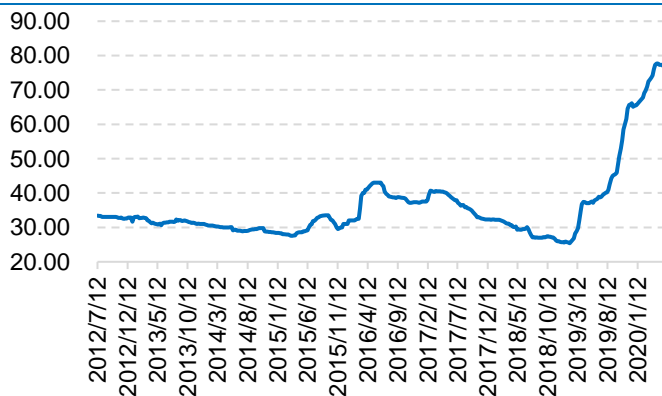
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 11：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



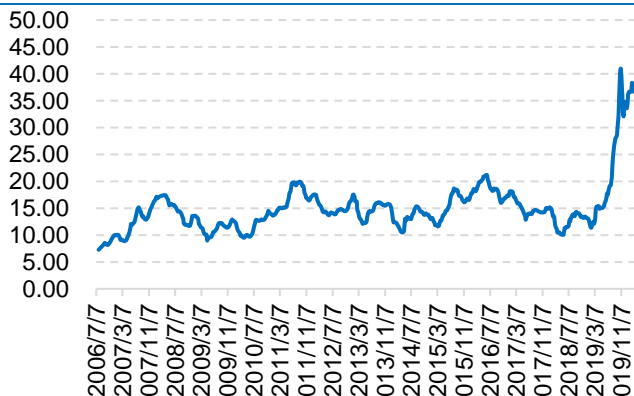
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 12：国内二元母猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 13：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



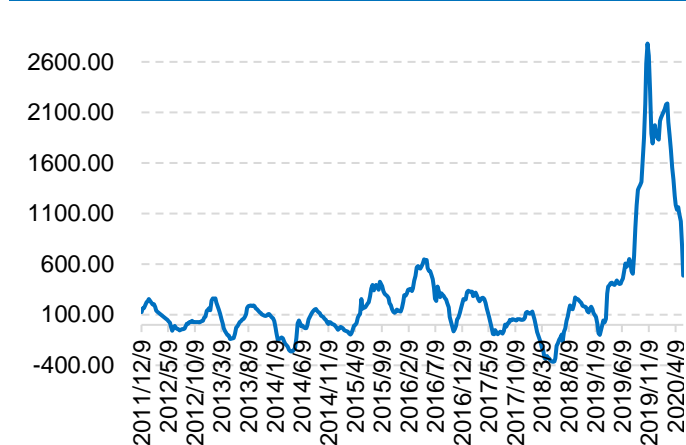
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 14：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

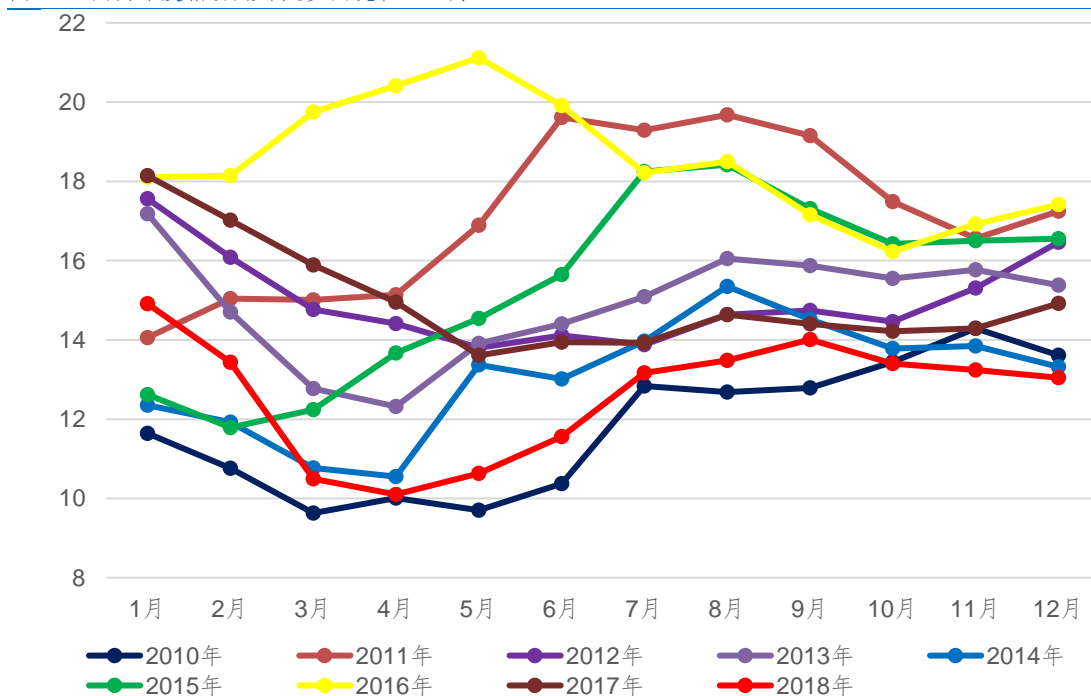
图 15：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind、华金证券研究所

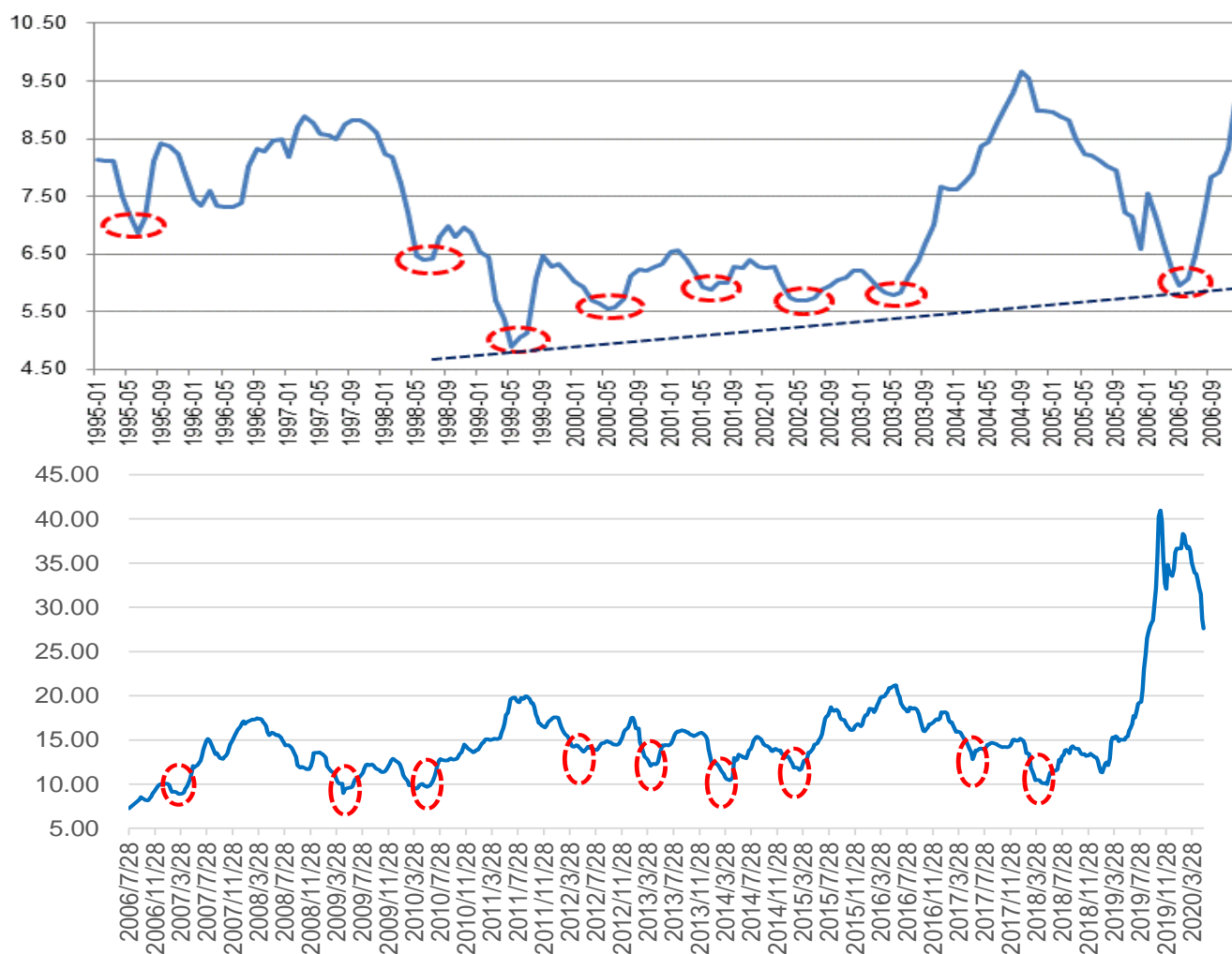
我们认为国内生猪均价在 4-5 月出现回调的主要原因在于：（1）4-5 月一般为国内生猪产业的传统淡季，在过去 25 年的猪价走势中，年度猪价大部分呈现“两头高、中间低”的 V 型走势，年度猪价底部大部分出现在 2 季度，尤其是 4-5 月；（2）在前期高猪价的背景下，养殖户压栏惜售心理较重，同时由于新冠疫情初期的防控措施给生猪运输带来不便，上述因素导致前期阶段性挤压了不少可出栏的育肥猪；（3）新冠疫情使得下游餐饮消费需求有所下滑，屠宰场趁机压价，在猪价出现松动和前期积压较多可出栏育肥猪的背景下，国内生猪在 4-5 月出现集中大量出栏，从而使得价格逐渐走低。

图 16：国内年度猪价底部大多出现在 4-5 月



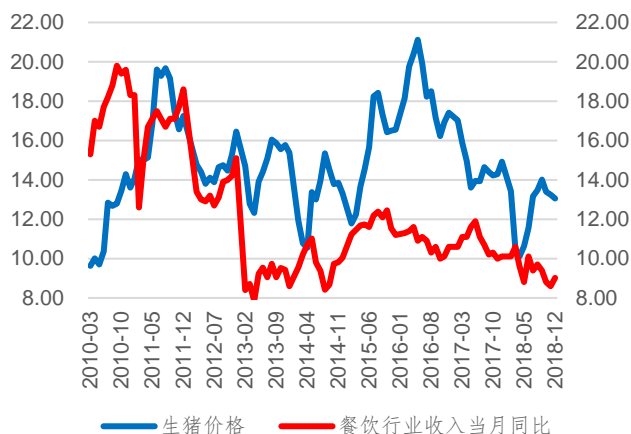
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 17：在过去 25 年的猪价走势中，年度猪价底部大部分出现在 2 季度，尤其是 4-5 月



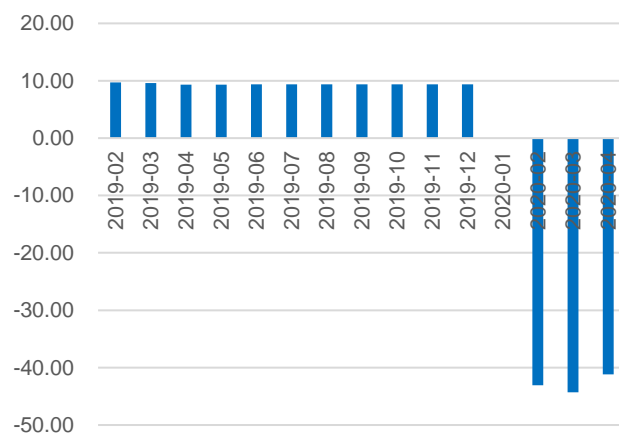
资料来源：Wind、《养猪高参》、华金证券研究所

图 18：生猪价格与餐饮行业收入当月同比增速



资料来源：Wind、华金证券研究所

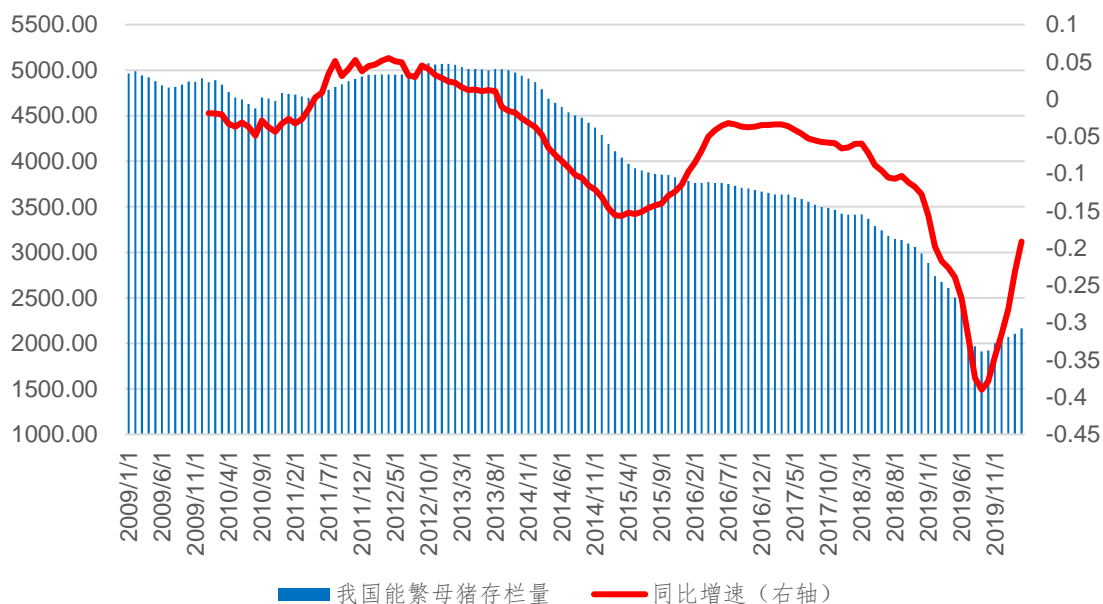
图 19：餐饮行业收入当月同比增速



资料来源：Wind、华金证券研究所

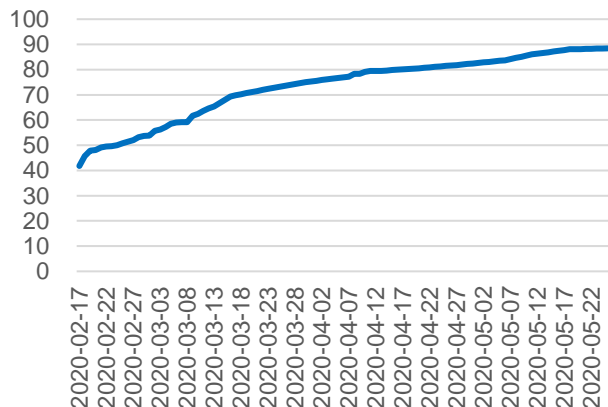
展望后续生猪价格，我们认为后续有望迎来反弹，并在下半年维持高位震荡的走势，对于自繁自养的生猪企业而言，下半年仍将是一个高盈利期。(1) 从国内能繁母猪存栏的恢复进度和生产周期来看，2020 年“缺猪”仍是生猪产业的主要矛盾，经过前期压栏育肥猪的集中抛售，后续出栏压力有望较大缓解；(2) 国内能繁母猪存栏量在 2019 年 8-10 月跌破 2000 万头，并形成底部区域，按照生产周期，国内生猪供给在 2020 年 3 季度的供给压力相对较小；(3) 根据我国生猪产业过往的运行规律，6 月份往往逐渐开启年度猪价的反弹期；(4) 根据国家统计局的统计信息披露，在促进企业复工复产、复商复市，扩大居民消费、增加公共消费等政策推动下，服务业多数行业业务活动稳步恢复，其中餐饮业回暖明显，5 月餐饮业行业商务活动指数位于 55.0% 以上。随着餐饮复业、学校复课、企业复产，猪肉消费需求有望出现回升。

图 20：我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量历史变动趋势



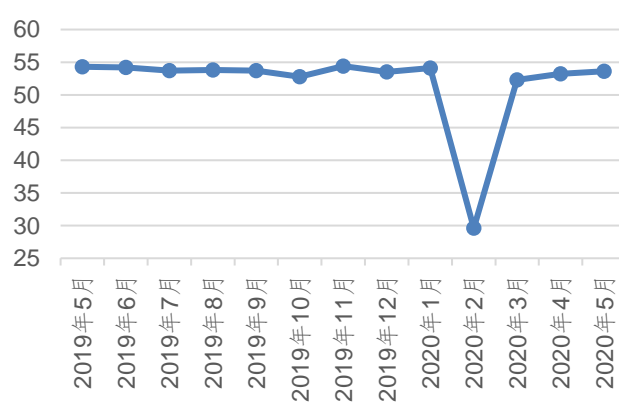
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 21：招银理财夜光指数(NLDI):工业复工指数



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 22：我国 5 月份非制造业商务活动指数继续回升



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

生猪养殖上市公司在下半年有望进入销售加速放量期

非洲猪瘟疫情以来，由于疫病防控措施薄弱和资金实力等原因，小养殖户加快退出，市场份额加速向大型养殖企业集中，尤其是资金实力雄厚的上市公司。2019 年初以来，生猪养殖上市公司的养殖产能大多保持明显的扩张势头，从生产性生物资产这指标来看，2019 年 1 季度以来基本处于上行趋势，尤其在 2019 年 4 季度和 2020 年 1 季度出现比较大的增长幅度。从生猪生产周期来看，在不再大规模爆发疫情的情况下，这意味着生猪养殖上市公司 2020 年生猪出栏会呈现前低后高趋势，尤其是在 2020 年下半年会有明显的销售放量过程。

图 23：农业上市公司生产性生物资产趋势

百万元	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农
2019Q1	118.71	1339.95	3257.80	107.22	402.47	1008.73	464.72	50.48	34.17
2019Q2	100.76	1768.02	3280.53	122.15	378.36	1253.00	592.32	58.28	82.38
2019Q3	101.12	2836.94	3843.91	179.35	619.02	1812.90	986.43	81.61	70.73
2019Q4	129.38	3835.01	4296.00	253.24	954.02	5095.16	2510.63	197.89	81.51
2020Q1	184.69	4799.42	4186.58	328.91	1437.65	5195.25	3903.17	211.89	83.11

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 24：农业上市公司月度生猪销量

生猪销量（万头）	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农
2019年1-2月	18.2	202.6	395.36	10.22	51.55	112.24	46.94	13.6	4.53
2019年3月	9.2	105.1	200.94	6.81	24.71	56.52	21.32	7.48	4.71
2019年4月	8.37	105.2	186.5	5.53	24.73	57.51	22.41	7.33	5.09
2019年5月	7.28	88.5	201.62	5.48	24.95	41.13	22.07	5.84	5.17
2019年6月	7.8	80.1	192.98	5.71	23.1	41.96	21.61	6.54	3.39
2019年7月	7.98	68	173.23	6.14	16.09	55.9	31.34	8.19	2.75
2019年8月	7.26	71.1	113.73	8.76	16.86	32.17	35.43	7.57	3.54
2019年9月	5.98	72.5	88.8	6.35	18.01	52.21	35.76	7.24	3.67
2019年10月	3.82	74.4	89.43	3.1	13.55	31.41	37.69	7.1	1.74
2019年11月	4	75.1	81.94	3.4	9.48	35.53	39.58	6.08	2.06
2019年12月	4.04	82.7	127.12	4.45	18.21	61.83	40.84	7.31	2.89
2020年1-2月	6.61	139.5	140.06	11.49	28.79	64.24	55.29	8.81	4.53
2020年3月	5.14	116.9	85.2	7.9	22.59	40.58	27.07	6.65	2.55
2020年4月	5.2	124.7	86.42	8.73	17.48	48.68	31.04	7.77	1.97

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

生猪养殖上市公司 2020 年业绩同比大增的能见度高

从同比业绩趋势的角度，上市公司 2019 年上半年的生猪养殖业务大多仍处于亏损状态，在 2019 年 3 季度才开始出现明显的盈利好转，总体而言 2019 年全年的盈利基数较低。2020 年在 2019 年猪价高位震荡和生猪销量逐渐放大的趋势之下，预计生猪养殖上市公司年度业绩同比将实现

大幅增长，且具备较高确定性。从环比业绩趋势的角度，在经历过前期的生猪价格回调后，在供给短缺的大逻辑下，猪价后续有望走出一波反弹行情，同时伴随着前期补栏母猪产能的释放过程，因而后续我们有望看到生猪养殖上市企业出现局部时间“量价齐升”的局面。

图 25：生猪养殖上市公司单季度业绩趋势

单季度净利润 (百万元)	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
温氏股份	1,408.39	-491.05	1,982.54	1,057.56	-460.46	1,843.39	4,702.07	7,882.20	1,892.16
牧原股份	136.04	-214.69	428.85	170.02	-540.94	385.24	1,542.61	4,727.45	4,131.39
新希望	603.71	242.34	604.70	253.91	666.39	895.46	1,509.74	1,970.41	1,626.87
天邦股份	32.18	48.40	40.27	-692.81	-335.29	-32.05	379.28	88.46	476.28
正邦科技	64.38	-255.32	226.11	158.26	-414.23	139.30	325.18	1,596.80	905.62
唐人神	44.39	25.90	56.60	10.04	5.39	39.62	84.66	72.68	212.78
傲农生物	14.08	2.77	14.84	-1.57	17.41	3.99	19.06	-11.30	151.06
大北农	180.87	-76.88	336.59	66.33	-38.85	72.47	268.42	211.25	465.46
天康生物	55.25	52.81	151.25	54.41	28.92	51.09	221.69	342.78	334.55
新五丰	-4.74	-51.35	12.64	7.62	-29.45	35.46	-47.75	105.03	100.49
金新农	18.64	-54.92	-18.43	-232.47	-10.97	28.26	17.68	105.56	68.40
罗牛山	331.34	4.02	54.38	-1.04	-13.45	-33.98	6.19	71.27	22.32

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

预计禽业 2020 年下半年局部有所改善，但全年仍不如去年

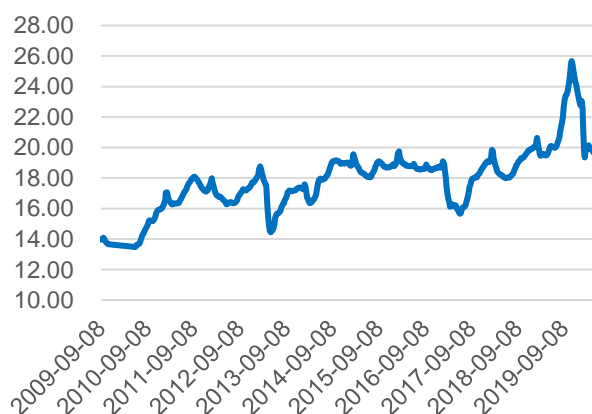
年初以来，国内禽类产品出现较为明显的回调，主要原因在于：（1）在非洲猪瘟疫情期间，为了填补部分猪肉蛋白供给缺口，禽业产能出现较大增长；（2）年初部分地区活禽交易市场的关闭和疫情期间交通运输不畅均导致禽类产品销售不畅和积压，造成产品跌价；（3）前期生猪价格的下跌带动禽类产品价格回调。

图 26：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）



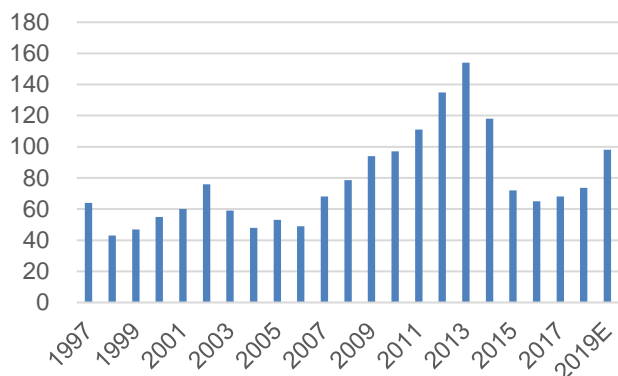
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 27：国内活鸡均价（元/公斤）



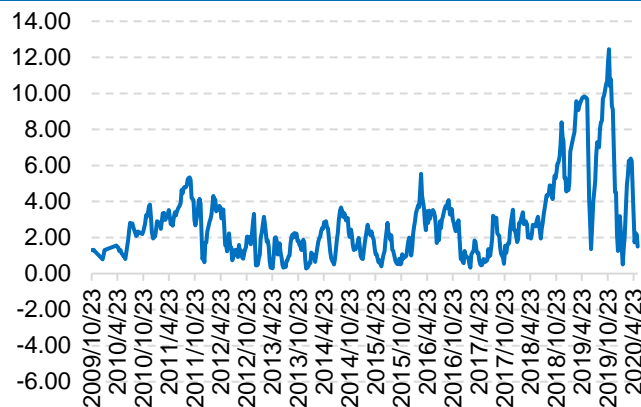
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 28：我国祖代白羽肉种鸡历史引种量（万套）



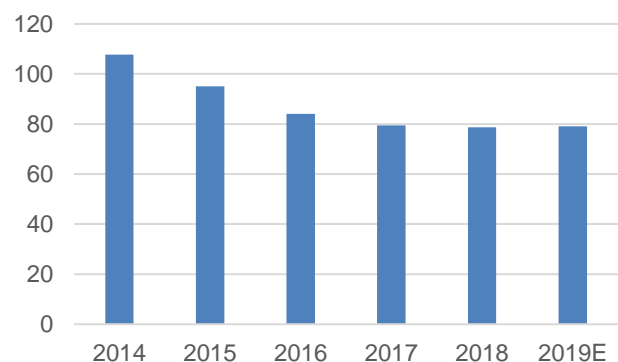
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 29：我国商品代白羽肉鸡苗历史价格走势（元/羽）



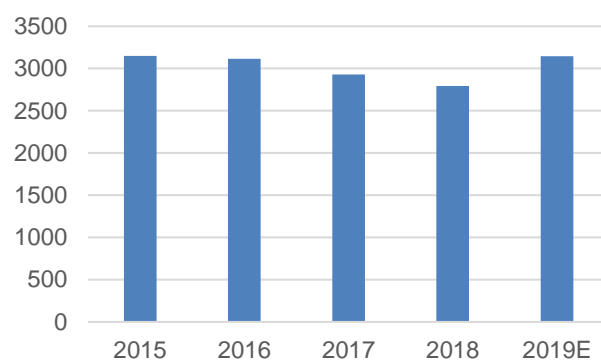
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 30：全国祖代在产白羽肉种鸡存栏（万套）



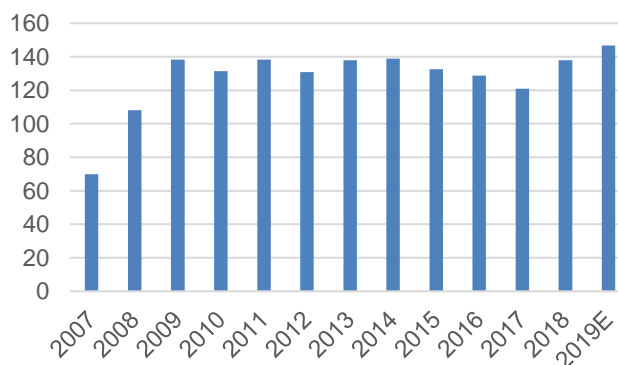
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 31：全国父母代在产白羽肉种鸡存栏（万套）



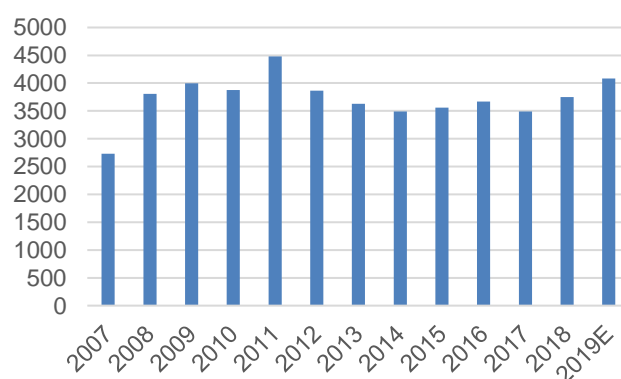
资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 32：全国祖代在产黄羽肉种鸡存栏（万套）



资料来源：禽业协会、华金证券研究所

图 33：全国父母代在产黄羽肉种鸡存栏（万套）

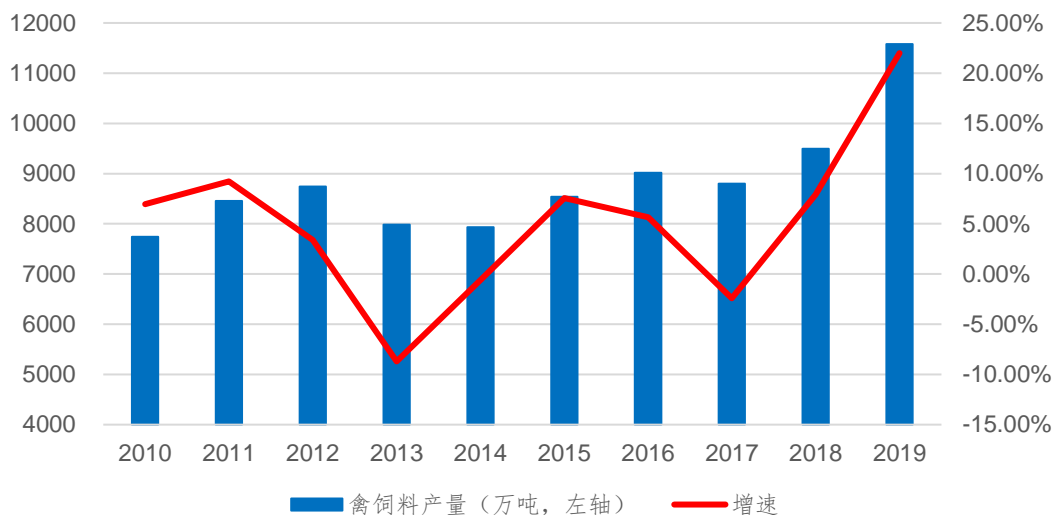


资料来源：禽业协会、华金证券研究所

禽业产能的增长可以从饲料消耗量可以印证，根据饲料工业协会的统计，2019 年肉禽饲料同比增长 21%，其中肉鸡和肉鸭饲料同比分别增长 17.9%和 25.2%，由于部分 2019 年的在建产能可能会继续在 2020 年逐步释放，因而禽业 2020 年可能会逐渐开始面临产能压力。我们预计禽业

2020 年全年很难复制 2019 年的景气度。经历过前期的大跌后，在活禽交易恢复、工厂复工、学校复课、餐饮复业、猪价反弹等多因素作用下，我们预计禽业养殖板块下半年局部时间可能会有所改善。

图 34：2010-2019 年我国禽饲料产量及增速



资料来源：饲料工业协会、华金证券研究所

图 35：禽业养殖上市公司单季度净利润趋势

单季度净利润 (百万元)	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
圣农发展	126.97	208.04	469.36	701.12	652.79	1,000.14	1,052.51	1,387.18	700.72
立华股份	390.19	147.88	438.41	323.21	106.64	323.93	840.37	693.32	-196.84
益生股份	10.60	21.80	101.58	228.85	381.94	521.57	565.03	707.50	195.74
民和股份	-15.63	34.05	120.62	241.62	385.79	483.05	383.49	357.65	146.56
仙坛股份	30.82	58.03	130.86	182.25	156.50	246.19	243.91	354.06	162.39
华英农业	12.64	40.45	35.72	30.08	18.44	38.24	17.35	-12.81	-149.92

资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

2020 下半年饲料动保基本面有望延续周期回升态势

饲料动保下半年业绩有望进一步趋好

根据此前草根调研的了解，随着生猪存栏的触底回升，猪料行业销售早在 2019 年下半年已经开始出现环比趋好的迹象。从同比的角度，饲料动保板块 1 季度业绩表现主要贡献来源于禽养殖行业的高产能和禽料的高增长。展望下半年，在生猪产能逐渐恢复和高猪价的带动下，猪饲料后续有望走出“量利齐升”的趋势，销量和毛利率均会有明显改善。禽料则在禽业养殖高产能的驱动

下,预计仍有一定增长,但增长的边际空间趋于减弱。水产料在下游水产养殖行业景气度触底回升的带动下,2020年全年有望开启回升周期。

图 36: 饲料(含养殖)上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
傲农生物	↑ 17.53%	↓ -1.21%	↓ -0.95%	↑ 0.76%	↑ 0.45%	↑ 30.51%
天马科技	↑ 32.55%	↑ 43.50%	↑ 33.47%	↑ 61.86%	↑ 61.23%	↑ 131.71%
新希望	↑ 10.38%	↑ 9.49%	↑ 11.54%	↑ 12.01%	↑ 18.80%	↑ 26.87%
天邦股份	↑ 47.63%	↑ 47.64%	↑ 57.90%	↑ 40.12%	↑ 32.93%	↑ 51.60%
正邦科技	↑ 7.27%	↑ 4.74%	↓ -6.91%	↓ -0.12%	↑ 10.87%	↑ 37.37%
海大集团	↑ 29.49%	↑ 22.25%	↑ 19.14%	↑ 15.18%	↑ 12.94%	↑ 18.22%
大北农	↑ 2.99%	↓ -11.82%	↓ -10.26%	↓ -14.03%	↓ -14.11%	↑ 0.58%
金新农	↓ -8.52%	↓ -18.56%	↓ -10.34%	↓ -14.79%	↓ -14.30%	↑ 2.49%
唐人神	↑ 12.26%	↑ 2.20%	↑ 6.51%	↑ 2.22%	↓ -0.41%	↑ 7.30%
通威股份	↑ 5.54%	↑ 18.15%	↑ 29.40%	↑ 31.04%	↑ 36.39%	↑ 26.85%
禾丰牧业	↑ 15.00%	↑ 12.23%	↑ 12.81%	↑ 11.01%	↑ 12.96%	↑ 26.92%
溢多利	↑ 17.94%	↑ 1.62%	↑ 8.41%	↑ 13.08%	↑ 15.83%	↑ 17.94%

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

图 37: 饲料(含养殖)上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
傲农生物	↓ -72.14%	↑ 23.62%	↑ 26.97%	↑ 27.66%	↓ -3.22%	↑ 767.69%
天马科技	↓ -19.06%	↓ -17.48%	↑ 2.56%	↑ 1.67%	↓ -22.70%	↑ 15.55%
新希望	↓ -25.23%	↑ 10.38%	↑ 84.61%	↑ 111.73%	↑ 195.78%	↑ 144.13%
天邦股份	↓ -318.19%		↓ -555.90%	↓ -90.12%		
正邦科技	↓ -63.21%	↓ -743.42%	↑ 0.00%	↑ 42.90%	↑ 751.53%	
海大集团	↑ 19.06%	↑ 21.81%	↑ 12.24%	↑ 11.13%	↑ 14.71%	↑ 147.93%
大北农	↓ -59.93%	↓ -121.48%	↓ -67.67%	↓ -31.45%	↑ 1.26%	
金新农	↓ -524.46%	↓ -158.86%	↑ 0.00%	↑ 0.00%		
唐人神	↓ -55.87%	↓ -87.85%	↓ -35.96%	↑ 2.19%	↑ 47.78%	↑ 3844.97%
通威股份	↑ 0.33%	↑ 53.14%	↑ 57.80%	↑ 35.14%	↑ 30.51%	↓ -29.79%
禾丰牧业	↑ 17.18%	↑ 53.65%	↑ 118.43%	↑ 75.95%	↑ 117.30%	↑ 115.38%
溢多利	↑ 41.14%	↓ -257.36%	↑ 24.92%	↑ 11.93%	↑ 12.35%	

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

图 38: 动保上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
普莱柯	↑ 14.75%	↑ 2.43%	↑ 12.02%	↑ 9.28%	↑ 9.07%	↑ 31.12%
金河生物	↑ 11.73%	↑ 13.95%	↑ 18.50%	↑ 12.39%	↑ 9.42%	↑ 12.58%
瑞普生物	↑ 13.61%	↑ 4.40%	↑ 12.05%	↑ 17.86%	↑ 23.26%	↑ 47.66%
蔚蓝生物	↑ 1.82%	↓ -3.49%	↑ 2.48%	↑ 4.46%	↑ 4.03%	↑ 13.23%
中牧股份	↑ 8.96%	↓ -14.85%	↓ -3.21%	↓ -7.47%	↓ -7.14%	↑ 33.23%
生物股份	↓ -0.23%	↓ -40.06%	↓ -32.85%	↓ -40.79%	↓ -40.59%	↑ 9.62%
海利生物	↓ -16.16%	↑ 31.04%	↑ 28.55%	↑ 10.58%	↑ 9.20%	↓ -29.99%

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

图 39: 动保上市公司归母净利润增长趋势

归母净利润增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
普莱柯	↑ 18.77%	↓ -62.60%	↓ -14.86%	↓ -20.17%	↓ -19.44%	↑ 311.98%
金河生物	↑ 50.92%	↑ 22.44%	↑ 23.31%	↑ 11.14%	↑ 13.02%	↑ 43.31%
瑞普生物	↑ 13.43%	↑ 12.48%	↑ 26.04%	↑ 36.54%	↑ 63.36%	↑ 68.92%
蔚蓝生物	↓ -2.62%	↑ 3.96%	↓ -6.69%	↓ -8.59%	↓ -6.75%	↑ 109.76%
中牧股份	↑ 3.94%	↓ -29.25%	↓ -15.65%	↓ -19.58%	↓ -38.52%	↑ 49.05%
生物股份	↓ -13.29%	↓ -46.46%	↓ -52.67%	↓ -63.52%	↓ -70.70%	↓ -5.13%
海利生物	↓ -81.27%	↓ -68.52%	↓ -51.25%	↓ -49.65%	↓ -42.95%	↓ -6.47%

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

图 40: 动保上市公司毛利率趋势

毛利率	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
普莱柯	67.07%	65.82%	64.82%	63.59%	61.15%	64.31%
金河生物	37.84%	43.13%	41.18%	39.09%	36.64%	38.32%
瑞普生物	50.11%	50.20%	50.43%	51.71%	52.33%	56.96%
蔚蓝生物	49.68%	45.98%	47.68%	47.88%	48.38%	48.33%
中牧股份	29.50%	32.72%	28.37%	28.00%	27.44%	26.43%
生物股份	72.50%	72.25%	68.55%	62.83%	62.32%	70.56%
海利生物	55.84%	38.99%	46.30%	43.43%	46.51%	44.48%

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

图 41: 动保上市公司销售净利率趋势

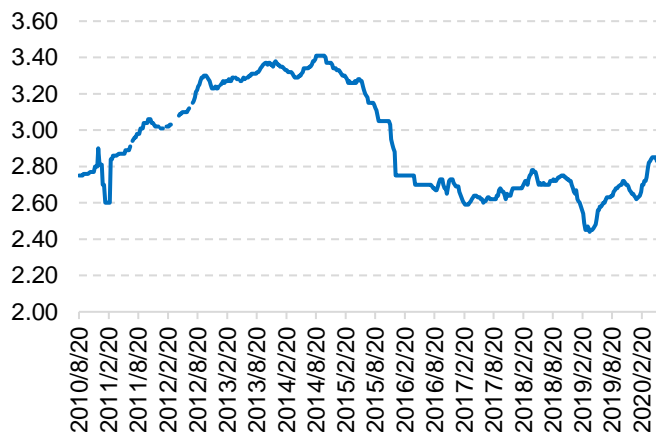
销售净利率	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
普莱柯	22.30%	9.79%	20.36%	20.19%	16.47%	30.75%
金河生物	10.09%	9.56%	12.69%	11.48%	10.68%	13.73%
瑞普生物	11.85%	16.93%	16.04%	16.74%	15.26%	18.66%
蔚蓝生物	11.42%	7.06%	9.64%	9.18%	10.56%	12.74%
中牧股份	10.15%	11.06%	9.57%	10.23%	7.06%	12.79%
生物股份	39.52%	47.98%	33.38%	30.23%	20.14%	43.31%
海利生物	-5.38%	2.64%	5.30%	4.73%	-9.50%	2.45%

资料来源:公司公告、Wind、华金证券研究所

饲料景气度回升拉动玉米等原料价格上涨

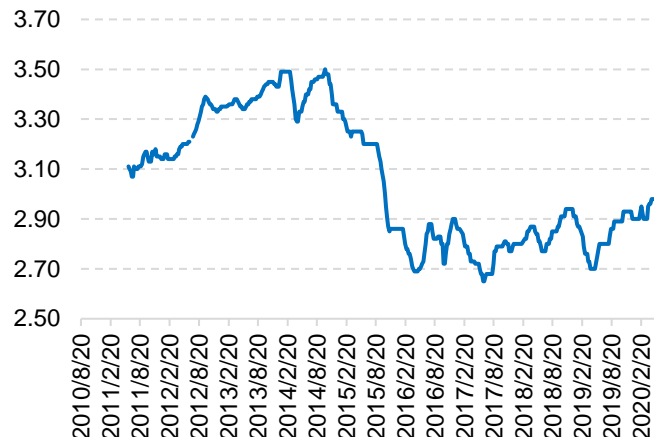
受到养殖行业恢复、饲料需求回升以及库销比回落等因素影响,年初以来玉米和豆粕价格均出现不同程度的上涨,其中玉米年初以来累计涨幅 6.03%,豆粕上涨 1.29%,同比则分别上涨 5.5%和 4.68%。在养殖高景气度的背景下,饲料企业也具备较强的成本转嫁能力,年初以来育肥猪配合饲料和肉鸡配合饲料累计涨幅分别为 6.79%和 2.67%,同比涨幅分别为 10.55%和 7.19%。展望下半年,玉米和大豆价格均具备上行的基本面支撑,在养殖业(尤其是生猪养殖)高景气的驱动下,预计饲料行业今年具备良好的成本转嫁能力。

图 42: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)



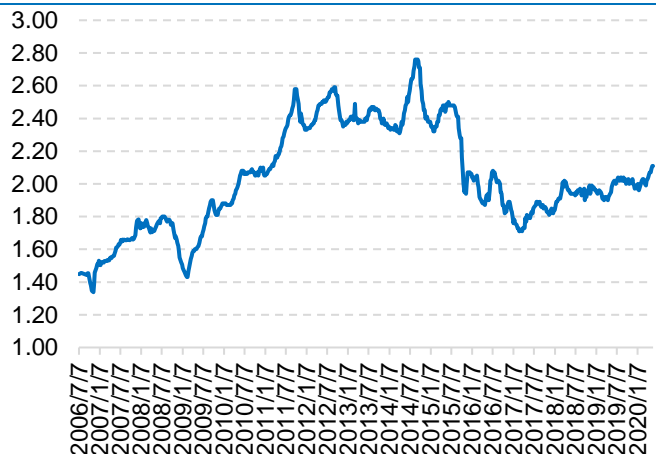
资料来源: Wind、华金证券研究所

图 43: 肉鸡饲料价格 (元/公斤)



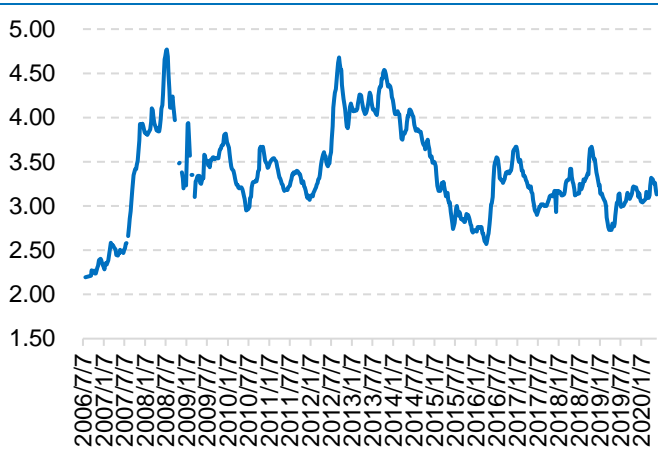
资料来源: Wind、华金证券研究所

图 44: 国内玉米现货价格 (元/公斤)



资料来源: Wind、华金证券研究所

图 45: 国内豆粕现货价格 (元/公斤)



资料来源: Wind、华金证券研究所

下游水产养殖有望带动水产饲料周期见底回升

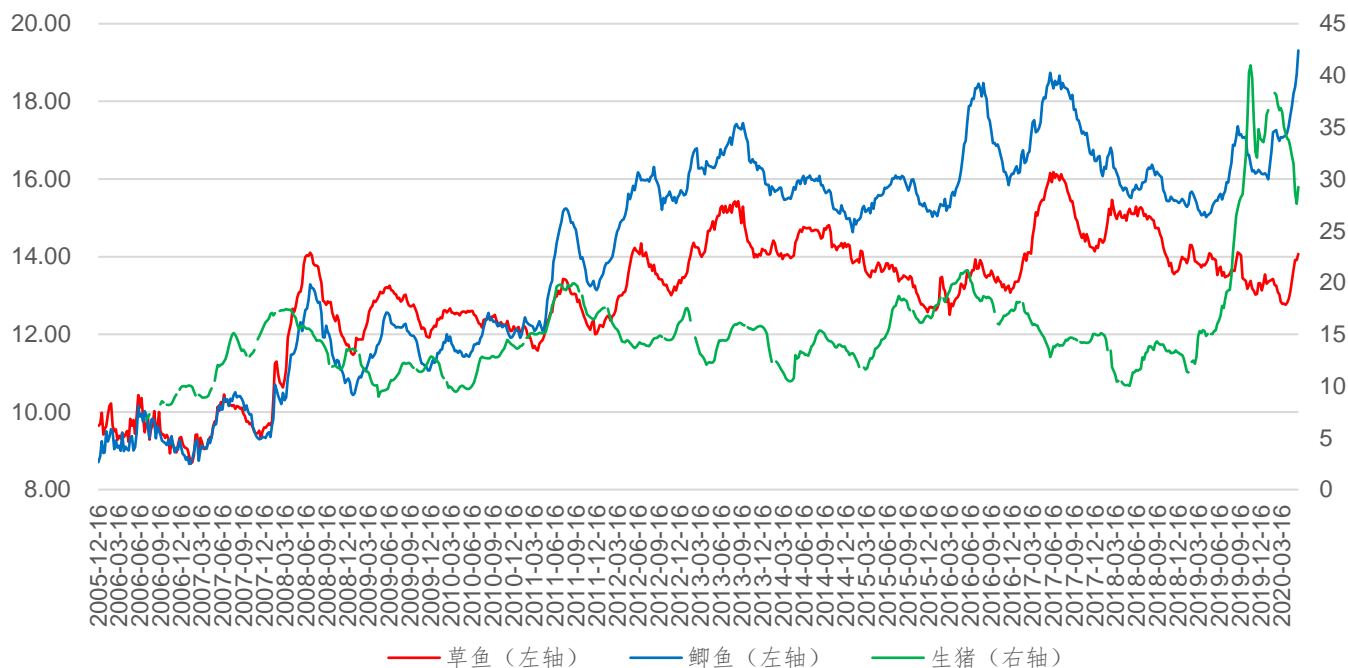
从水产饲料行业的运行特征和历史经验来看,水产品价格与水产饲料销售一般表现出较为明显的正相关性。与生猪和禽业不同,水产养殖种类较多,各品种的价格走势可能会出现不完全一致的情况,但是从价格大周期角度,由于水产品之间存在消费替代,因而往往具有一定的价格趋同性。以草鱼和鲫鱼为例,2005-2020 年趋同性和周期性较为明显,且呈现 4-5 年一周期的特征。

从海大集团和通威股份饲料业务毛利润过去的增速数据来看,基本也呈现 4-5 年一周期的特征。上一轮水产品价格较好的年度是 2017 年,与之对应的是海大集团和通威股份的 2017 年饲料毛利润增速到达前轮周期峰值,其后随着水产品价格的走低,增速均出现回调。

从猪价和鱼价的历史走势来看，并不完全一致，生猪养殖前三轮周期高点分别出现在 2008 年上半年、2011 年下半年、2016 年上半年，而鱼价前三轮周期高点分别出现在 2008 年年中、2012-2013 年、2017 年。

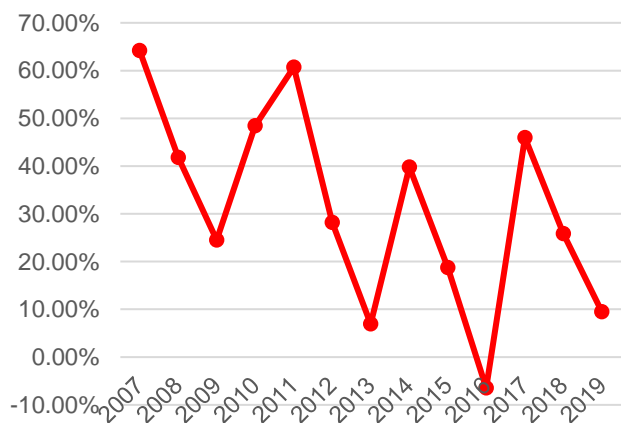
综上所述，从历史规律来看，无论是从 4-5 年一周期的角度，还是从鱼价滞后于猪价的角度，在经历过 2017 年的周期高点 and 2018-2019 年的周期下行后，国内水产养殖和水产饲料景气度有望在 2020 年周期见底回升。

图 46：草鱼、鲫鱼和生猪的价格周期波动（草鱼鲫鱼为批发价，元/公斤）



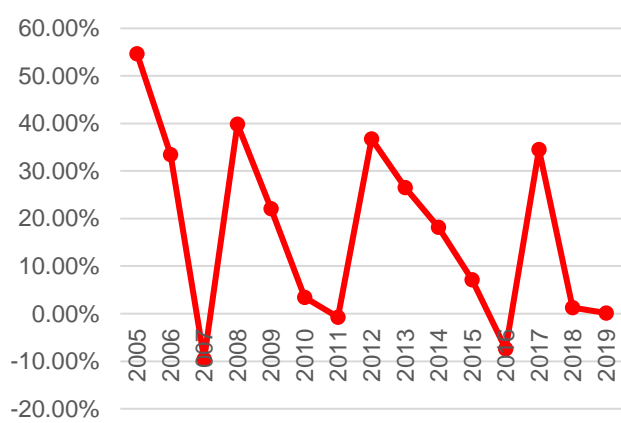
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 47：海大集团饲料业务毛利润增速



资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

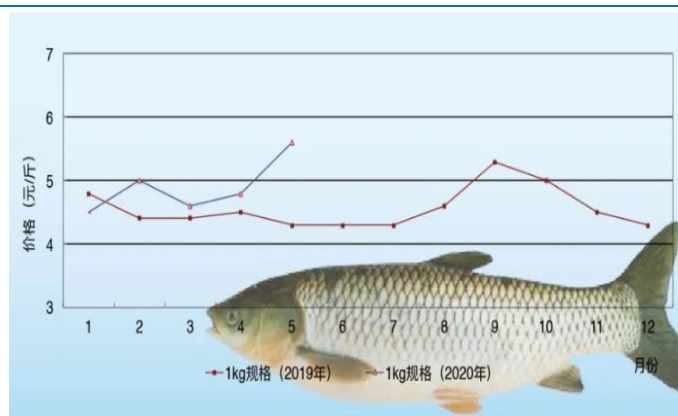
图 48：通威股份饲料业务毛利润增速



资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

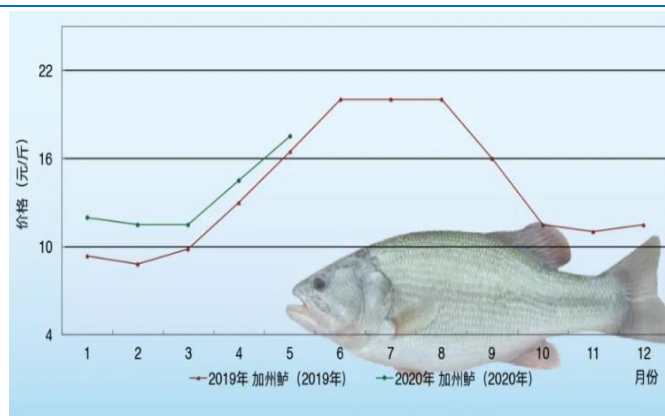
从 2020 年初以来的水产品价格走势来看，草鱼、加州鲈鱼、鲫鱼、鳊鱼、鳙鱼、生鱼、海鲈鱼、黄颡鱼、珠三角罗飞鱼等品种价格均高于 2019 年同期，而小龙虾价格在 5 月份开始价格高于往年同期。另一方面，受新冠疫情和前期餐饮停业影响，与餐饮消费比较密切的石斑鱼、多宝鱼、鳊鱼、中华鳖和白虾等价格同比仍低于去年同期，但是随着餐饮逐渐复业和复苏，价格环比陆续出现明显回升，其中多宝鱼、鳊鱼、中华鳖在 4 月和 5 月份的价格环比回升较为明显。展望下半年，随着餐饮消费进一步恢复常态，前期受餐饮消费影响涨幅落后的其他水产品有望迎来价格补涨。总体而言，我们判断 2020 年将是水产养殖和水产饲料周期见底回升之年，并预计本轮上升周期至少延续至 2021 年。

图 49：2019-2020 年珠三角草鱼塘头价



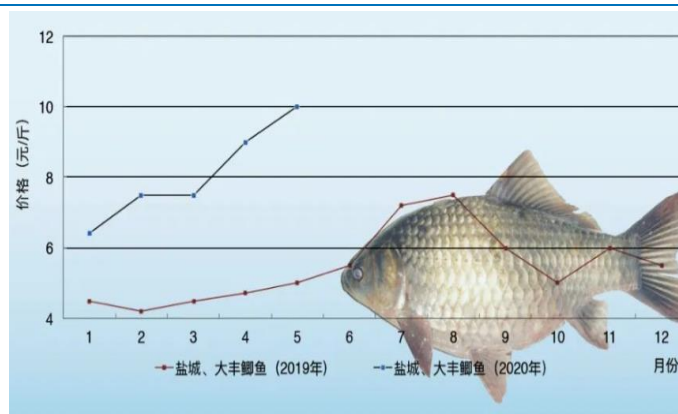
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 50：2019-2020 年广东加州鲈塘头价



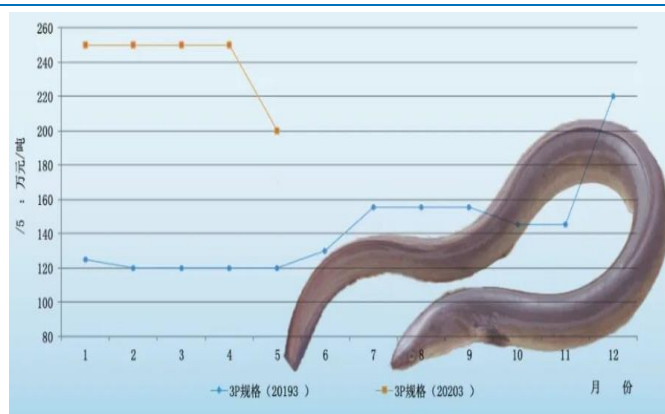
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 51：2019-2020 年鲫鱼塘头价



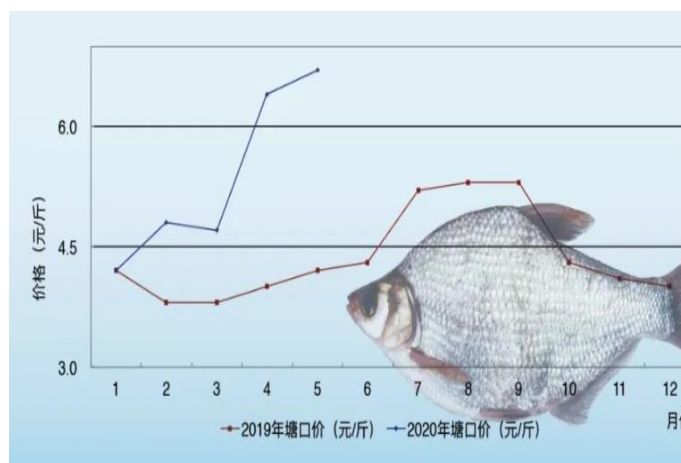
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 52：2019-2020 年广东鳊鱼塘头价



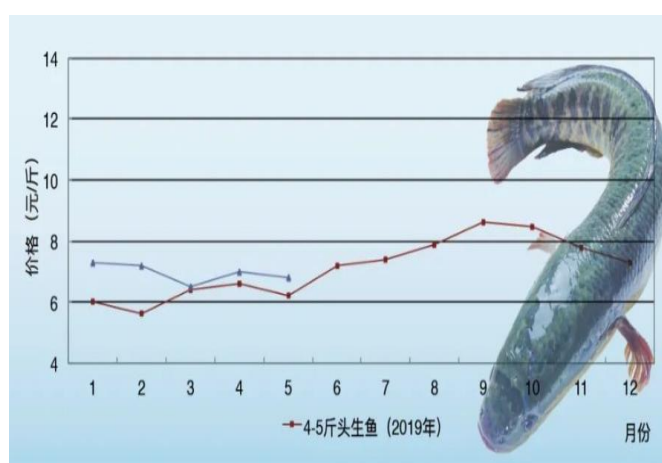
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 53：2019-2020 年鳊鱼塘头价



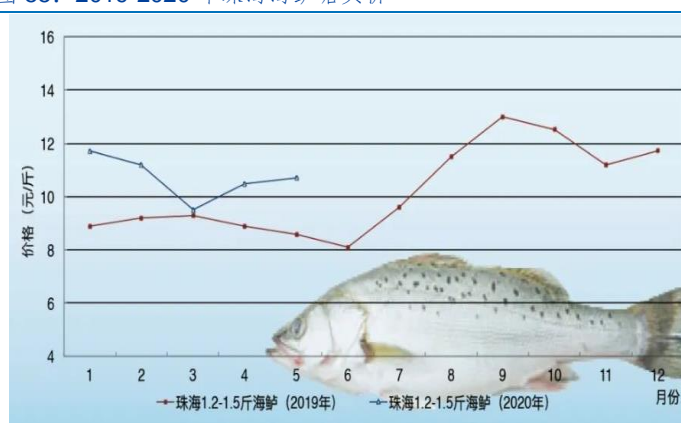
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 54：2019-2020 年生鱼塘头价



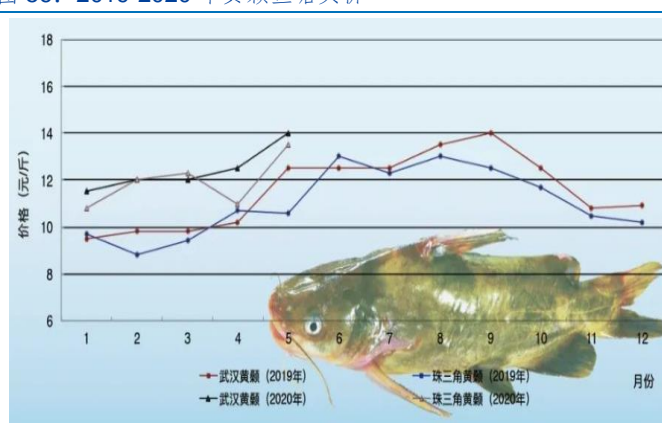
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 55：2019-2020 年珠海海鲈塘头价



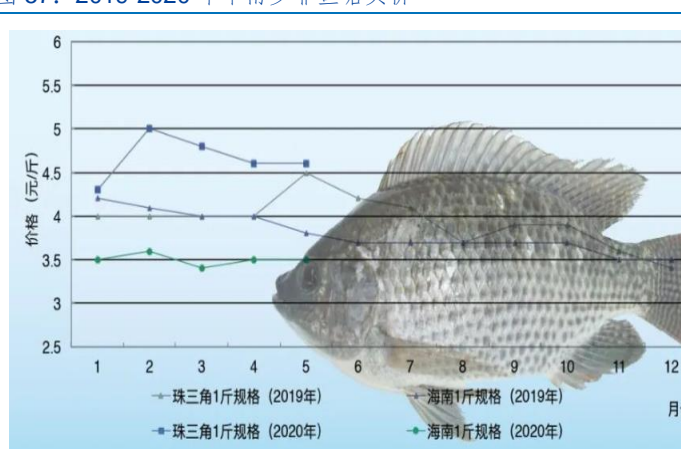
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 56：2019-2020 年黄颡鱼塘头价



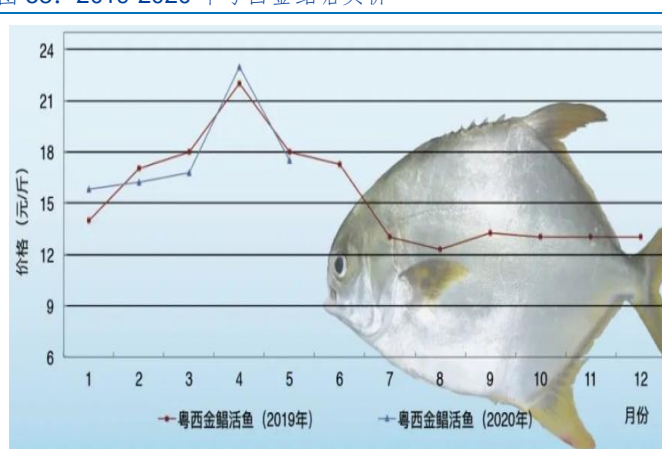
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 57：2019-2020 年华南罗非鱼塘头价



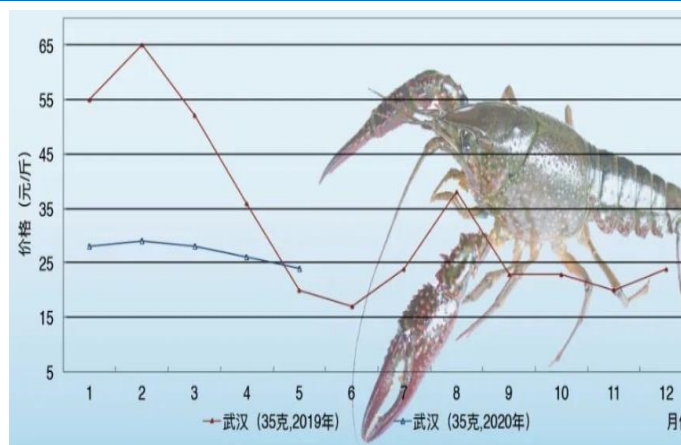
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 58：2019-2020 年粤西金鲳塘头价



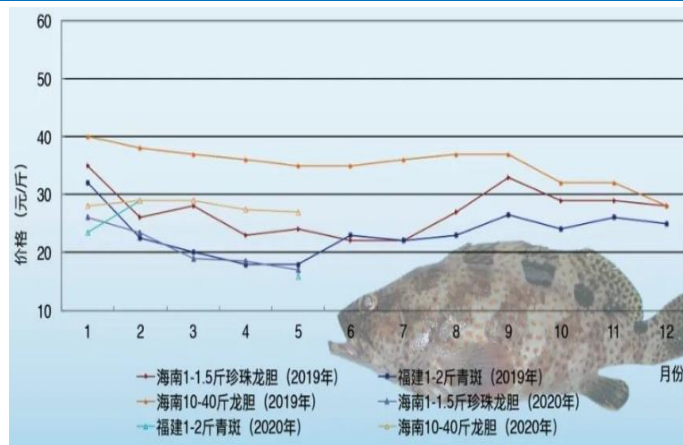
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 59：2019-2020 年小龙虾价格



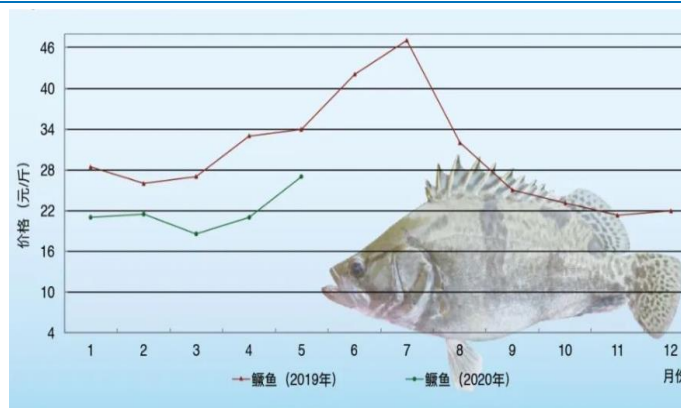
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 60：2019-2020 年石斑鱼塘头价



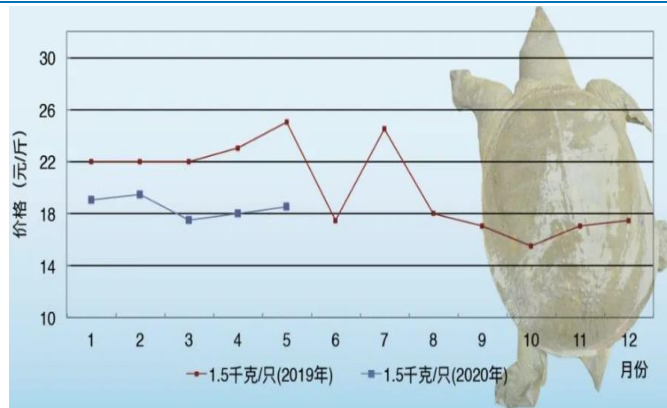
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 61：2019-2020 年广东鳊鱼塘头价



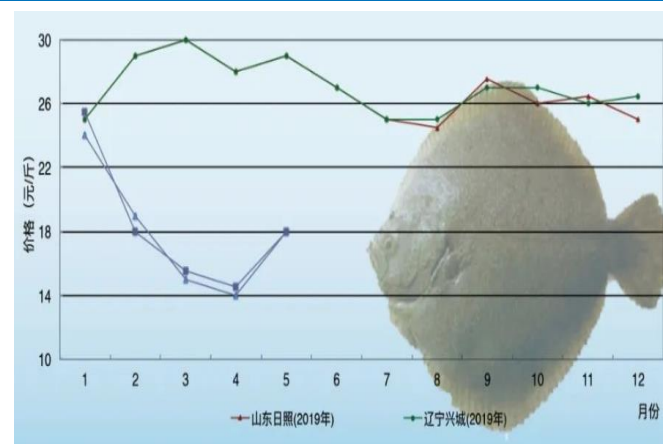
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 62：2019-2020 年珠三角中华鳖塘头价



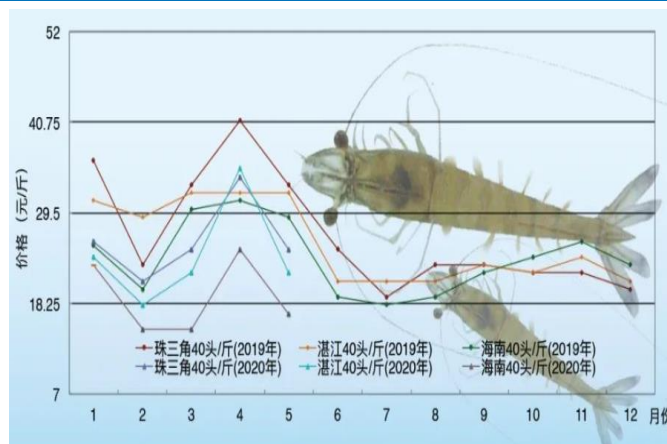
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 63：2019-2020 年多宝鱼塘头价



资料来源：水产前沿、华金证券研究所

图 64：2019-2020 年各地白虾塘头价



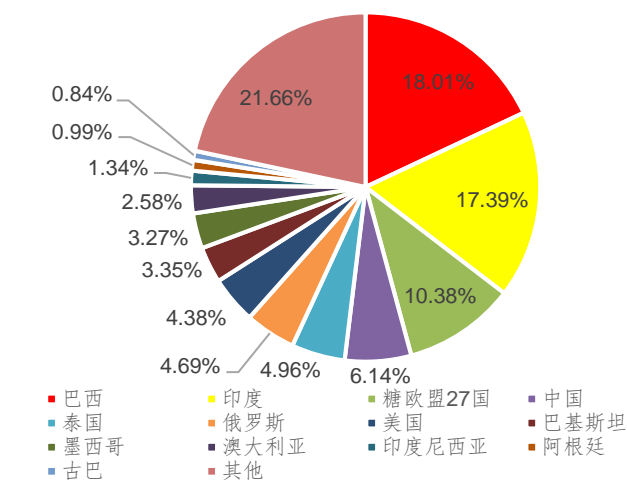
资料来源：水产前沿、华金证券研究所

2020 年下半年制糖板块缺乏趋势性大行情

预计 2020/21 榨季全球食糖明显增产

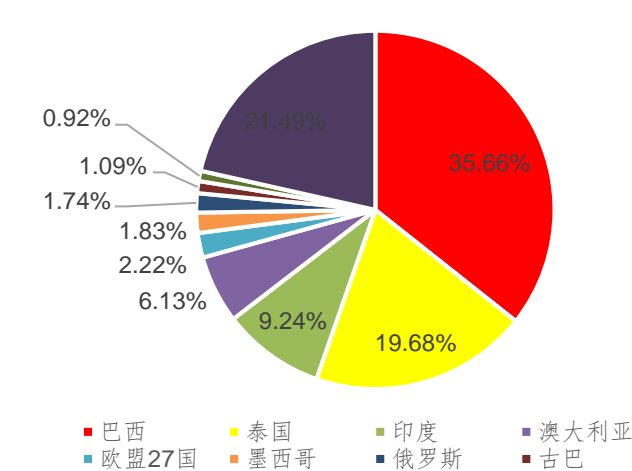
全球食糖主产国主要有巴西、印度、欧盟 27 国、泰国、中国、美国、墨西哥、俄罗斯、巴基斯坦和等国家和地区。根据 USDA 最新报告, 预计 2020/21 榨季全球食糖产量有望达到 188 万吨, 比 2019/20 榨季增长 13%, 在经历过前两个榨季下滑后出现明显增产, 主要原因在巴西、印度和泰国等主产国出现明显增产。

图 65: 2019 年食糖主产国及其全球产量占比



资料来源: USDA、UNICA、华金证券研究所

图 66: 2019 年食糖主要出口国及其全球出口量占比



资料来源: USDA、UNICA、华金证券研究所

图 67: 全球食糖主产国产量增减跟踪情况

糖产量 (百万吨)	2009	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
巴西	36.40	38.35	36.15	38.60	37.80	35.95	34.65	39.15	38.87	29.50	29.93	39.48
YOY		5.36%	-5.74%	6.78%	-2.07%	-4.89%	-3.62%	12.99%	-0.72%	-24.11%	1.46%	31.91%
印度	20.64	26.57	28.62	27.34	26.61	30.46	27.39	22.20	34.31	34.30	28.90	33.71
YOY		28.77%	7.70%	-4.48%	-2.68%	14.49%	-10.10%	-18.93%	54.55%	-0.03%	-15.74%	16.64%
糖欧盟 27 国	16.90	15.94	18.32	16.66	16.02	18.45	14.28	18.31	20.94	17.98	17.25	17.68
YOY		-5.67%	14.94%	-9.09%	-3.81%	15.16%	-22.58%	28.22%	14.33%	-14.13%	-4.06%	2.49%
中国	11.43	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.20	10.70
YOY		-2.01%	10.20%	13.45%	1.87%	-22.88%	-17.73%	2.76%	10.75%	4.47%	-5.20%	4.90%
泰国	6.93	9.66	10.24	10.02	11.33	10.79	9.74	10.03	14.71	14.58	8.25	12.90
YOY		39.44%	5.92%	-2.06%	13.06%	-4.76%	-9.73%	2.98%	46.62%	-0.88%	-43.42%	56.36%
美国	7.22	7.10	7.70	8.15	7.68	7.85	8.16	8.14	8.43	8.16	7.28	8.17
YOY		-1.66%	8.39%	5.82%	-5.79%	2.31%	3.85%	-0.22%	3.60%	-3.21%	-10.77%	12.23%
墨西哥	5.12	5.50	5.35	7.39	6.38	6.34	6.48	6.31	6.37	6.81	5.43	6.47
YOY		7.43%	-2.62%	38.16%	-13.68%	-0.60%	2.21%	-2.62%	0.90%	6.92%	-20.29%	19.15%
巴基斯坦	3.42	3.92	4.52	5.00	5.63	5.16	5.27	6.83	7.23	5.54	5.57	5.90
YOY		14.62%	15.31%	10.62%	12.60%	-8.28%	1.96%	29.63%	5.86%	-23.32%	0.54%	5.92%
澳大利亚	4.70	3.70	3.68	4.25	4.38	4.70	4.90	5.10	4.48	4.73	4.29	4.50
YOY		-21.28%	-0.46%	15.40%	3.06%	7.31%	4.26%	4.08%	-12.16%	5.47%	-9.21%	4.90%
俄罗斯	3.44	3.00	5.55	5.00	4.40	4.35	5.20	6.20	6.56	6.08	7.80	6.50
YOY		-13.01%	85.08%	-9.83%	-12.00%	-1.14%	19.54%	19.23%	5.81%	-7.32%	28.29%	-16.67%
古巴	1.25	1.15	1.40	1.60	1.65	1.85	1.63	1.80	1.10	1.30	1.40	1.40
YOY		-8.00%	21.74%	14.29%	3.12%	12.12%	-12.16%	10.77%	-38.89%	18.18%	7.69%	0.00%
阿根廷	2.23	2.03	2.15	2.30	1.78	2.15	2.06	2.05	1.87	1.57	1.65	1.78
YOY		-8.97%	5.91%	6.98%	-22.61%	20.79%	-4.19%	-0.49%	-8.78%	-16.04%	5.10%	7.88%
印度尼西亚	1.91	1.77	1.83	2.30	2.30	2.10	2.03	2.05	2.10	2.20	2.23	2.05
YOY		-7.33%	3.39%	25.68%	0.00%	-8.70%	-3.57%	1.23%	2.44%	4.76%	1.36%	-8.07%
其他	31.60	32.33	34.50	35.23	35.75	36.42	34.04	36.58	36.99	36.15	36.00	36.84
YOY		2.32%	6.72%	2.09%	1.50%	1.87%	-6.52%	7.44%	1.12%	-2.26%	-0.42%	2.33%
全球	153.18	162.22	172.35	177.83	175.97	177.58	164.87	174.05	194.25	179.66	166.18	188.08
YOY		5.90%	6.24%	3.18%	-1.05%	0.92%	-7.16%	5.57%	11.61%	-7.51%	-7.50%	13.18%

资料来源: USDA、UNICA、华金证券研究所

图 68：全球食糖出口国出口跟踪情况

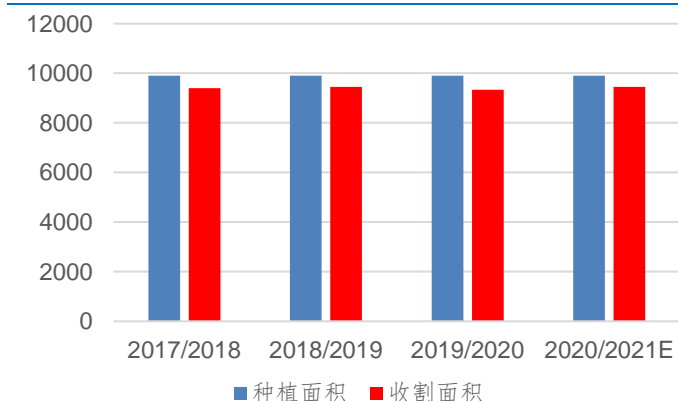
糖出口量（百万吨）	2009	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
巴西	24.30	25.80	24.65	27.65	26.20	23.95	24.35	28.50	28.20	19.60	19.30	28.85
YOY		6.17%↑	-4.46%↓	12.17%↑	-5.24%↓	-8.59%↓	1.67%↑	17.04%↑	-1.05%↓	-30.50%↓	-1.53%↑	49.48%↑
泰国	4.93	6.64	7.90	6.69	7.20	8.25	7.06	7.02	10.91	10.61	10.65	11.00
YOY		34.73%↑	18.91%↑	-15.26%↓	7.58%↑	14.61%↑	-14.51%↓	-0.55%↓	55.46%↑	-2.72%↓	0.38%↑	3.29%↑
印度	0.23	3.90	3.76	1.26	2.81	2.58	3.80	2.13	2.24	4.70	5.00	5.00
YOY		1634.67%↑	-3.56%↓	-66.50%↓	122.52%↑	-8.05%↓	47.29%↑	-44.08%↓	5.22%↑	110.20%↑	6.38%↑	0.00%→
澳大利亚	3.60	2.75	2.80	3.10	3.24	3.56	3.70	4.00	3.60	3.74	3.32	3.54
YOY		-23.61%↓	1.82%↑	10.71%↑	4.58%↑	9.84%↑	3.90%↑	8.11%↑	-10.00%↓	3.89%↓	-11.23%↓	6.63%↑
墨西哥	0.75	1.56	0.99	2.09	2.66	1.55	1.28	1.29	1.15	2.34	0.99	1.71
YOY		107.46%↑	-36.78%↓	112.28%↑	27.26%↑	-41.94%↓	-17.15%↓	0.55%↑	-10.96%↓	103.93%↑	-57.64%↓	72.73%↑
欧盟27国	2.65	1.11	2.34	1.66	1.55	1.58	1.55	1.51	3.92	1.95	1.20	1.50
YOY		-57.95%↓	110.51%↑	-29.07%↓	-6.62%↓	1.93%↓	-2.15%↓	-2.52%↓	159.77%↑	-50.26%↓	-38.46%↓	25.00%↑
古巴	0.54	0.58	0.83	0.78	0.96	0.92	1.11	1.17	0.55	0.59	0.59	0.59
YOY		7.25%↑	43.85%↑	-6.63%↓	23.48%↑	-4.39%↓	21.53%↑	4.86%↑	-52.57%↓	7.05%↑	-0.34%↓	0.00%→
俄罗斯	0.03	0.02	0.30	0.02	0.03	0.01	0.02	0.41	0.62	0.39	0.94	1.05
YOY		-50.00%↓	1664.71%↑	-95.00%↓	100.00%↑	-66.67%↓	130.00%↑	1669.57%↑	52.58%↑	-37.20%↓	141.03%↑	11.70%↑
巴基斯坦	0.07	0.07	0.35	1.10	0.73	0.58	0.28	0.40	1.60	0.60	0.50	0.40
YOY		0.00%→	400.00%↑	214.29%↑	-33.73%↓	-20.44%↓	-52.59%↓	45.45%↑	300.00%↑	-62.50%↓	-16.67%↓	-20.00%↓
其他地区	11.23	11.51	11.08	11.40	12.57	12.06	10.73	12.60	11.55	11.49	11.63	11.59
YOY		2.47%↑	-3.76%↓	2.88%↑	10.35%↑	-4.10%↓	-11.04%↓	17.46%↑	-8.36%↓	-0.48%↓	1.21%↑	-0.34%↓
全球	48.33	53.94	55.00	55.74	57.95	55.03	53.87	59.01	64.33	56.01	54.12	65.23
YOY		11.61%↑	1.96%↑	1.36%↑	3.96%↑	-5.04%↓	-2.11%↓	9.54%↑	9.02%↓	-12.93%↓	-3.37%↓	20.53%↑

资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

预计巴西、印度、泰国等主产国 2020/21 榨季均有不同程度增产

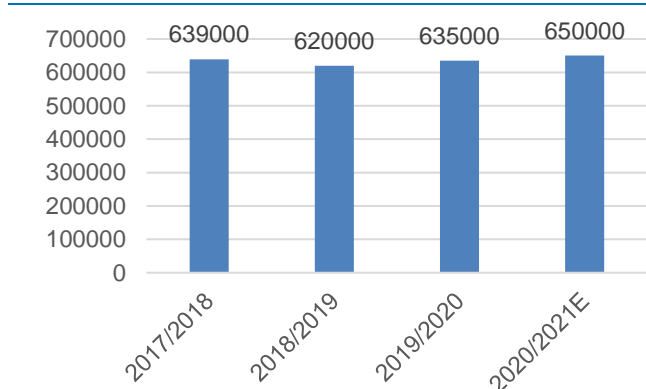
2020/21 榨季巴西食糖预计增产 31.9%，产量大幅增长的原因主要在于全球油价大跌，燃料乙醇行业盈利受损，从而使得用于榨糖的甘蔗比例大幅提升。根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季巴西甘蔗收割面积 9450 千公顷，甘蔗产量 650000 千吨，比 2019/20 榨季增加 15000 千吨；预计 2020/21 榨季巴西甘蔗的制糖比例为 46%，比 2019/20 榨季的 35%大幅提升 11 个百分点。

图 69：巴西甘蔗种植和收割面积（千公顷）



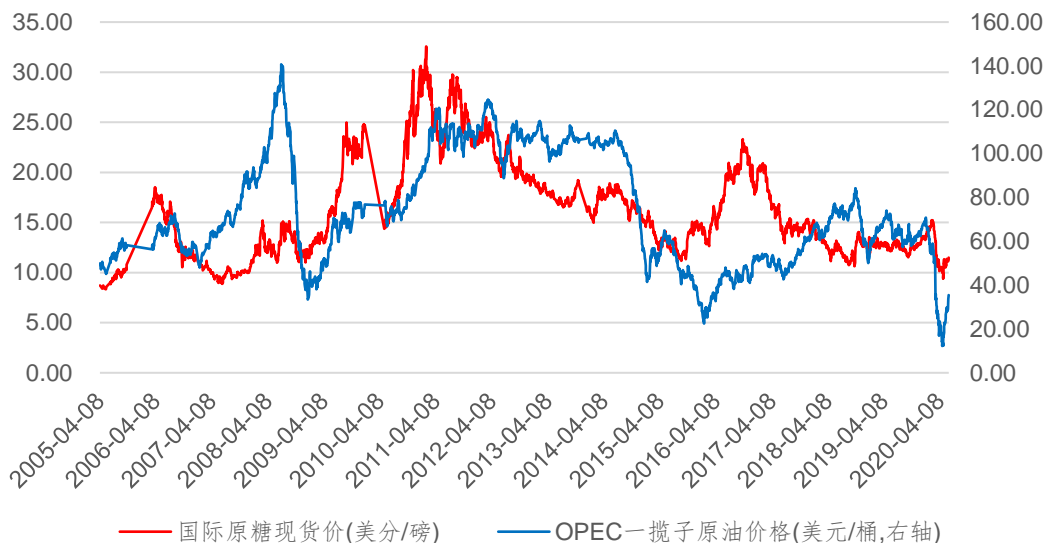
资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 70：巴西甘蔗产量（千吨）



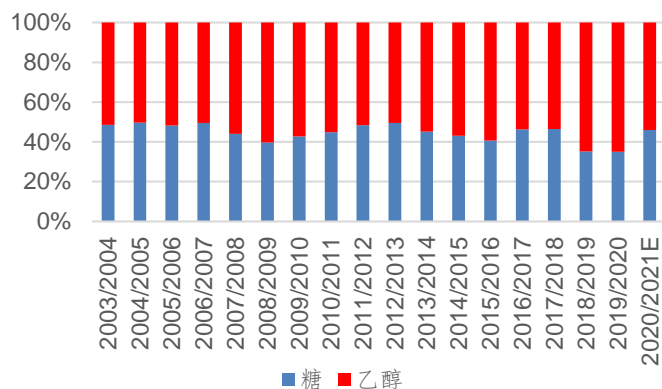
资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

图 71：国际原糖和原油价格走势



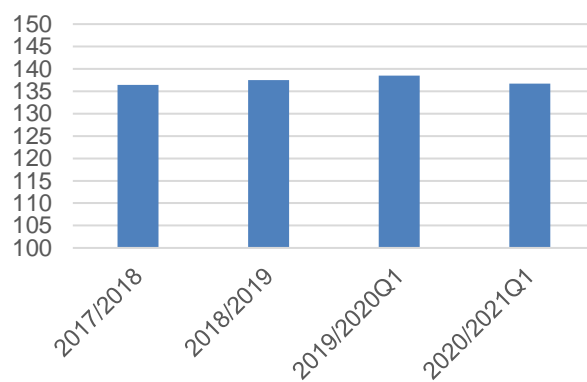
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 72：巴西甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

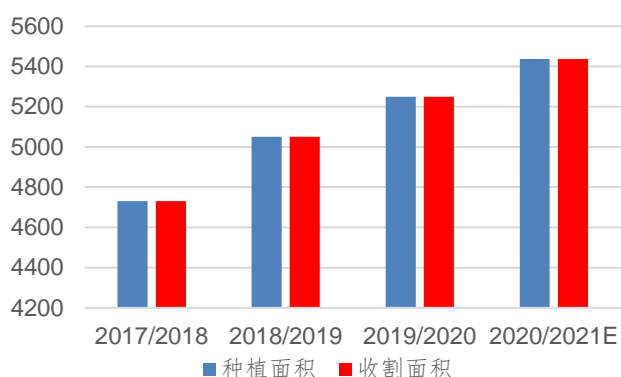
图 73：巴西甘蔗含糖率（千克/吨）



资料来源：USDA、UNICA、华金证券研究所

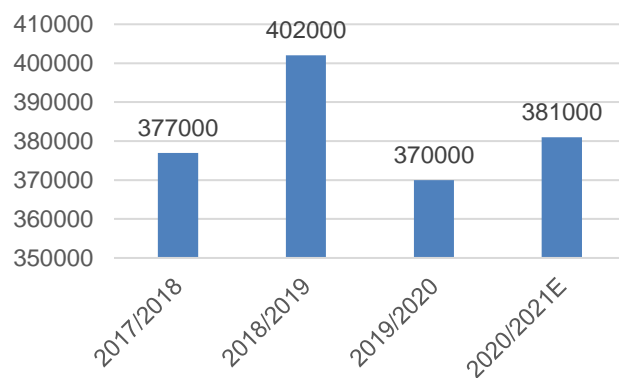
2020/21 榨季印度食糖预计增产 16.6%，增产的原因主要在于甘蔗种植面积的增加和甘蔗榨糖比例的提升。根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季印度甘蔗收割面积 5437 千公顷，甘蔗产量 381000 千吨，比 2019/20 榨季增加 11000 千吨；预计 2020/21 榨季印度甘蔗的制糖比例为 75.33%，比 2019/20 榨季的 65.95% 有大幅提升。

图 74：印度甘蔗种植和收割面积（千公顷）



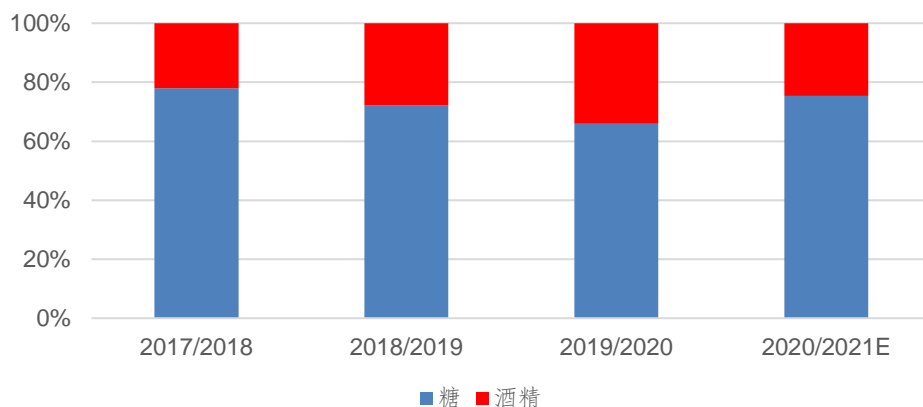
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 75：印度甘蔗产量（千吨）



资料来源：USDA、华金证券研究所

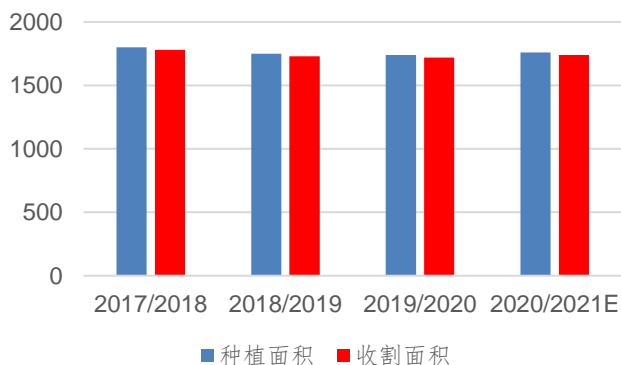
图 76：印度甘蔗产量在糖和乙醇之间的分配比例



资料来源：USDA、华金证券研究所

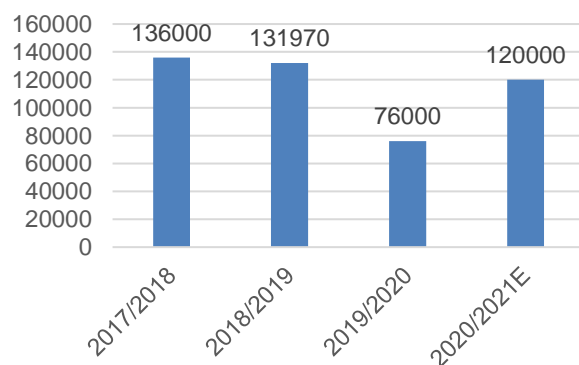
2020/21 榨季泰国食糖预计增产 56%，增产的原因主要在于经历过 2019/20 榨季由于干旱天气导致甘蔗大幅减产，2020/21 榨季甘蔗产量出现恢复性增长。根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季泰国甘蔗收割面积 1740 千公顷，比 2019/20 榨季增加 20 千公顷；2020/21 榨季甘蔗产量 120000 千吨，比 2019/20 榨季大幅增长 44000 千吨。

图 77：泰国甘蔗种植和收割面积（千公顷）



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 78：泰国甘蔗产量（千吨）

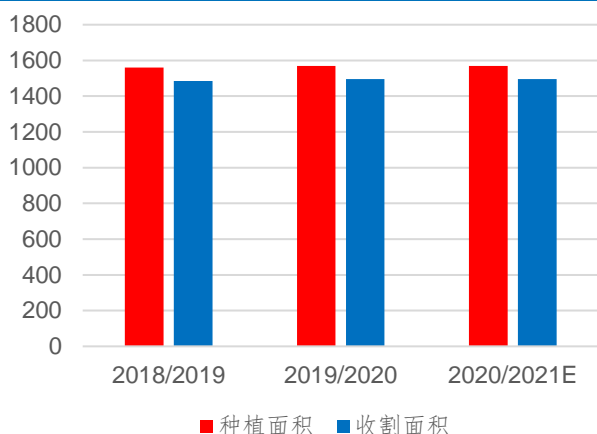


资料来源：USDA、华金证券研究所

预计中国 2020/21 新榨季食糖增产 4.9%

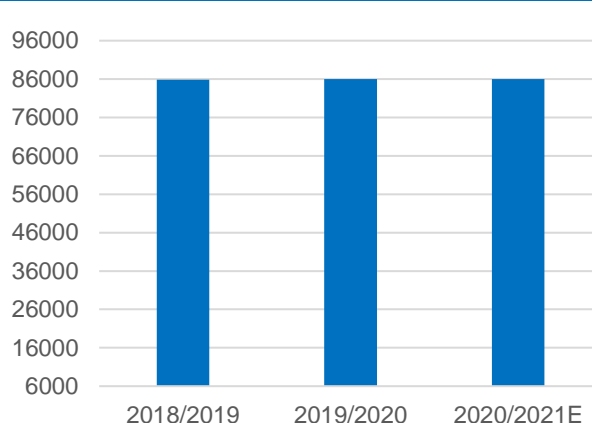
2020/21 榨季中国食糖预计增产 4.9%，增产的原因主要在于经历过 **2019/20 榨季干旱天气**后，预计 **2020/21 榨季天气有望回归正常**并使得甘蔗出糖率有所回升。根据 USDA 报告，预计 2020/21 榨季中国甘蔗收割面积 1495 千公顷，大致与 2019/20 榨季持平；2020/21 榨季甘蔗产量 86000 千吨，与上一榨季持平。受益于出糖率的回升，预计 2020/21 榨季甘蔗糖产量 9250 千吨，比 2019/20 榨季增加 450 千吨。此外，受益于种植面积和甜菜产量的增加，预计 2020/21 榨季甜菜糖产量 1450 千吨，比 2019/20 榨季增加 50 千吨。

图 79：中国甘蔗种植和收割面积（千公顷）



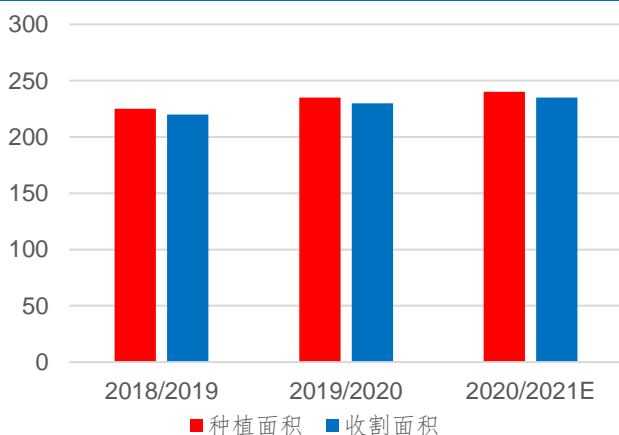
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 80：中国甘蔗产量（千吨）



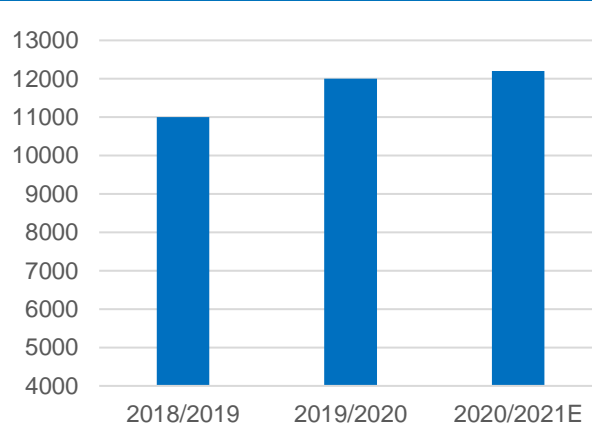
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 81：中国甜菜种植和收割面积（千公顷）



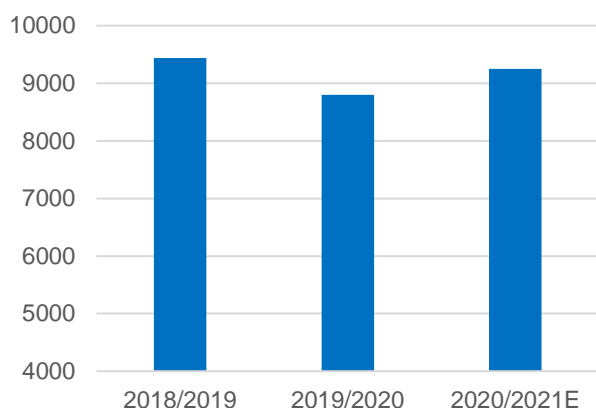
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 82：中国甜菜产量（千吨）



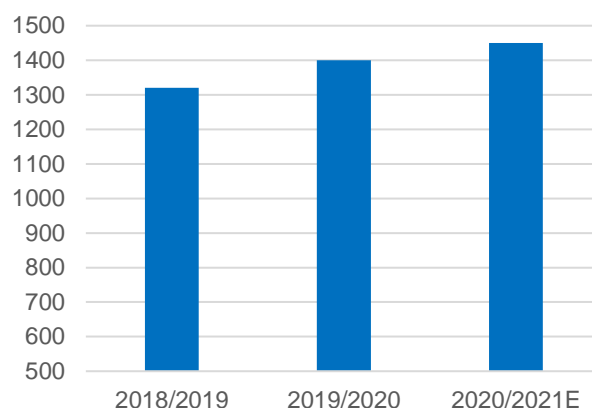
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 83：中国甘蔗糖产量（千吨）



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 84：中国甜菜糖产量（千吨）



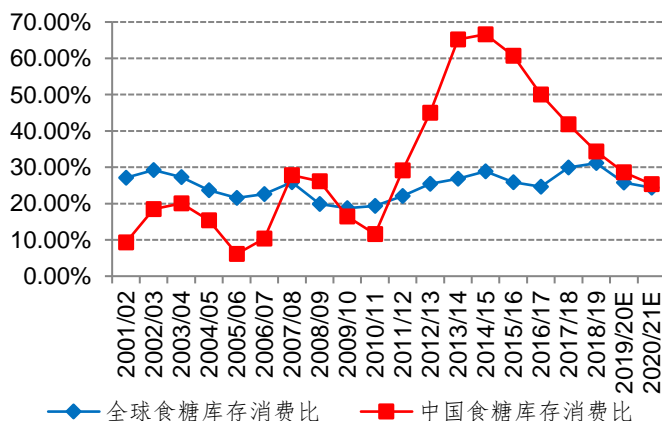
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 85：全球和中国食糖供需形势预测

全球食糖	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E
期初库存	百万吨	29.01	29.49	35.19	42.29	44.82	48.76	44.10	42.55	52.23	53.98	44.43
产量	百万吨	161.76	172.35	177.83	175.97	177.58	164.87	174.03	194.26	179.66	166.18	188.08
进口	百万吨	50.40	48.56	51.44	51.45	50.25	54.75	54.35	54.14	51.53	50.71	54.80
国内消费总计	百万吨	155.51	159.60	166.44	166.96	168.86	170.24	171.59	174.39	173.42	172.32	178.54
出口	百万吨	55.59	55.00	55.74	57.93	55.01	54.04	58.68	64.33	56.01	54.12	65.23
期末库存	百万吨	30.07	35.19	42.29	44.82	48.77	44.10	42.20	52.23	53.98	44.43	43.55
库存消费比	%	19.33%	22.05%	25.41%	26.84%	28.88%	25.90%	24.60%	29.95%	31.13%	25.79%	24.39%
中国食糖	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21E
期初库存	百万吨	2.36	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.43	4.35
产量	百万吨	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.20	10.70
进口	百万吨	2.14	4.43	3.80	4.28	5.06	6.12	4.60	4.35	4.10	4.10	4.20
国内消费总计	百万吨	14.00	14.20	15.10	15.30	15.60	15.80	15.60	15.70	15.80	15.20	15.20
出口	百万吨	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05	0.17	0.08	0.19	0.20	0.18	0.20
期末库存	百万吨	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.43	4.35	3.85
库存消费比	%	11.58%	29.15%	44.99%	65.21%	66.60%	60.70%	50.07%	41.83%	34.35%	28.60%	25.31%

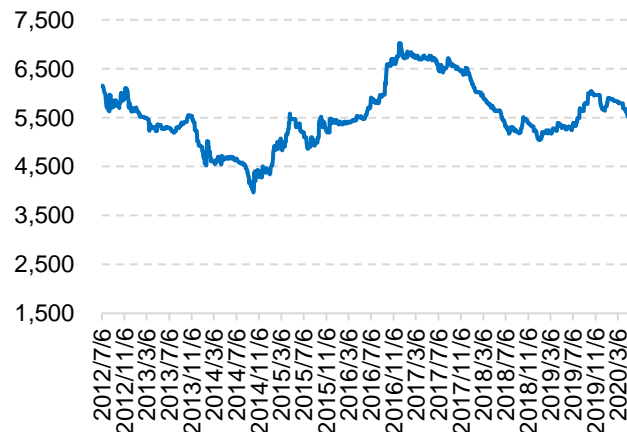
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 86：全球和中国食糖库存消费比



资料来源：USDA、Wind、华金证券研究所

图 87：国内白糖现货价格（元/吨）



资料来源：Wind、华金证券研究所

2020 下半年杂交玉米趋好，玉米大豆价格具备温和上涨基础

杂交玉米种业有望进一步趋好

种子行业 1 季度业绩整体表现平平，内部分化较大，玉米种子品种明显优于水稻种子品种。展望下半年，预计杂交水稻种子行业仍处于供给过剩状态，杂交玉米种行业基本面有望进一步趋好。

图 88：种业上市公司营业收入增长趋势

营业收入同比增速	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
丰乐种业	33.21%	25.68%	47.96%	48.08%	24.74%	-3.88%
隆平高科	12.22%	-9.15%	-7.79%	-17.66%	-12.58%	9.05%
登海种业	-5.32%	-2.29%	3.80%	11.49%	8.16%	20.39%
荃银高科	-3.92%	10.73%	6.26%	17.37%	26.73%	26.45%
神农科技	-61.92%	-56.03%	-6.64%	-20.47%	-34.58%	-27.15%
敦煌种业	58.18%	122.75%	121.10%	86.84%	54.24%	14.60%
万向德农	2.37%	5.56%	6.59%	4.77%	4.35%	3.63%

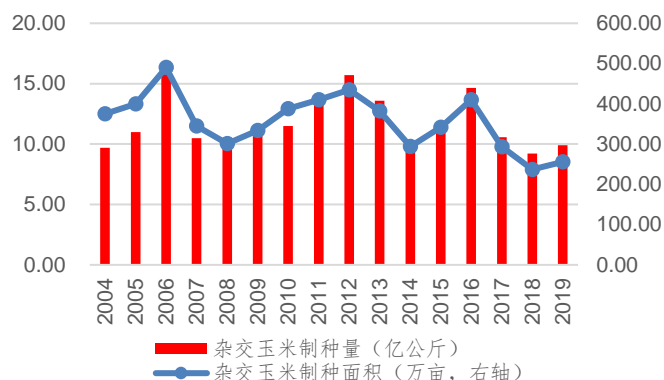
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 89：种业上市公司归母净利润增长趋势

净利润（百万元）	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
丰乐种业	53.19	36.58	26.92	6.02	57.23	20.97
隆平高科	791.00	134.39	68.50	-268.69	-298.27	23.96
登海种业	32.53	4.71	31.13	12.04	41.58	33.60
荃银高科	68.32	8.18	-4.22	-28.86	94.58	8.82
神农科技	20.42	-11.91	-36.38	-87.37	-329.32	-4.15
敦煌种业	-217.58	-35.47	-81.73	-109.66	-169.95	-7.27
万向德农	52.03	12.62	35.42	44.16	58.72	13.48

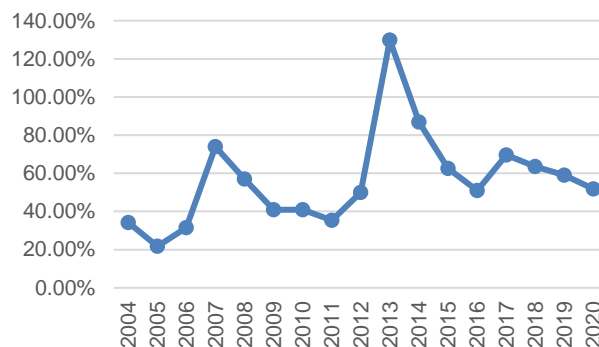
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 90：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势



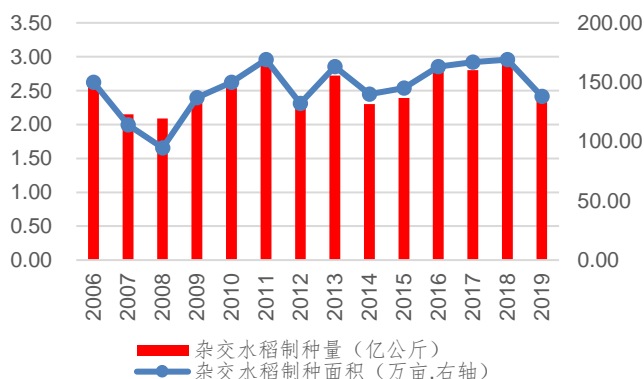
资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

图 91：全国杂交玉米库存消费比趋势



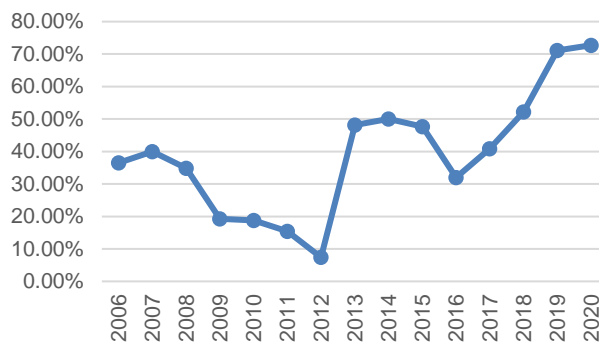
资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

图 92：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

图 93：全国杂交水稻库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、华金证券研究所

玉米和大豆价格具备温和上涨基础

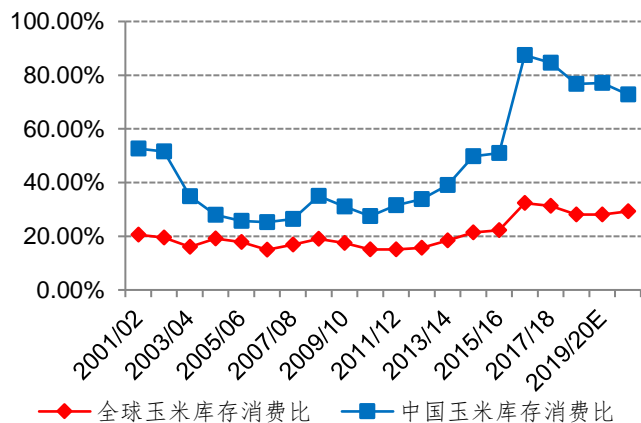
根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度中国玉米的库存消费比为 72.75%，比 2019/20 年度的 77.06% 继续有所下降，主要是由于饲料行业对玉米消耗量有所提升。我们认为，随着国内生猪存栏的见底回升，饲料的销量也将随着出现恢复性增长，从而拉动玉米需求的增加和库存消化。展望下半年，国内玉米价格具备温和上涨的基本面支撑。

图 94：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	146.01	129.35	132.16	133.41	174.80	209.78	311.44	351.96	341.28	320.92	314.73
产量	百万吨	832.49	886.64	868.00	990.47	1,016.03	973.45	1,123.30	1,080.10	1,123.41	1,114.75	1,186.86
进口	百万吨	92.40	99.92	99.43	123.95	125.17	139.25	135.59	149.93	162.96	168.82	176.21
饲料消费	百万吨	501.85	507.10	517.95	571.08	584.70	601.78	656.07	672.36	702.40	704.51	729.02
国内消费总计	百万吨	850.31	883.16	864.73	948.85	981.01	968.23	1,084.12	1,090.45	1,143.76	1,120.95	1,161.96
出口	百万吨	91.46	116.98	95.16	131.10	142.20	119.74	160.05	148.24	180.93	169.34	182.25
期末库存	百万吨	128.19	132.82	135.43	175.03	209.82	215.00	350.63	341.60	320.92	314.73	339.62
库存消费比	%	15.08%	15.04%	15.66%	18.45%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	28.06%	28.08%	29.23%
中国玉米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	51.30	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.32	208.07
产量	百万吨	177.25	192.78	205.61	218.49	215.65	224.63	263.61	259.07	257.33	260.77	260.00
进口	百万吨	0.98	5.23	2.70	3.28	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.00	7.00
饲料消费	百万吨	128.00	131.00	144.00	150.00	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	185.00	188.00
国内消费总计	百万吨	180.00	188.00	200.00	208.00	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	270.00	275.00
出口	百万吨	0.11	0.09	0.08	0.02	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.02	0.02
期末库存	百万吨	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	110.77	223.02	222.53	210.32	208.07	200.05
库存消费比	%	27.46%	31.56%	33.79%	39.10%	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.76%	77.06%	72.75%

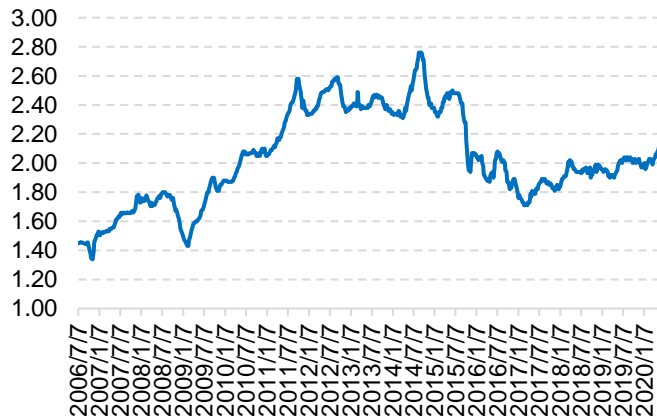
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 95：全球和中国玉米库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 96：国内玉米现货价格（元/公斤）



资料来源：Wind、华金证券研究所

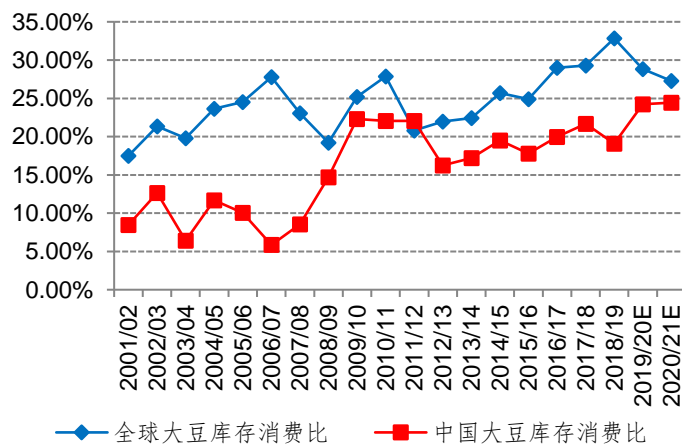
根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度全球大豆的库存消费比为 27.28%，比 2019/20 年度的 28.84% 有所下降，是 2018/19 年度以来连续第二年下滑，供需格局继续有所改善。

图 97：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	60.76	70.36	54.45	55.26	61.65	77.89	80.41	94.83	98.60	112.52	100.27
产量	百万吨	263.90	239.57	268.77	282.61	319.60	313.77	349.31	342.09	360.26	336.11	362.76
进口	百万吨	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	133.33	144.22	153.26	144.61	153.31	158.02
压榨量	百万吨	221.36	228.16	230.19	241.27	264.07	275.36	287.28	294.64	297.27	302.04	312.80
国内消费总计	百万吨	251.63	257.65	261.20	275.25	301.85	314.15	330.61	338.07	342.65	347.70	360.73
出口	百万吨	91.66	92.16	100.53	112.70	126.22	132.56	147.50	153.07	148.30	153.98	161.93
期末库存	百万吨	70.11	53.58	57.40	61.77	77.53	78.28	95.82	99.05	112.52	100.27	98.39
库存消费比	%	27.86%	20.80%	21.98%	22.44%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	32.84%	28.84%	27.28%
中国大豆	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	13.26	14.54	15.91	12.38	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	25.23
产量	百万吨	15.10	14.49	13.05	11.95	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	17.50
进口	百万吨	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	92.00	96.00
压榨量	百万吨	55.00	60.97	64.95	68.85	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	86.50	93.00
国内消费总计	百万吨	65.95	72.07	76.18	80.60	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	104.20	111.40
出口	百万吨	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.13	0.10
期末库存	百万吨	14.56	15.91	12.38	13.88	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	25.23	27.23
库存消费比	%	22.08%	22.08%	16.25%	17.22%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.21%	24.44%

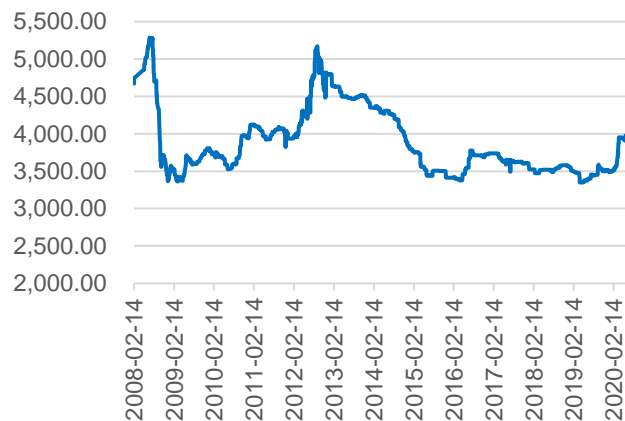
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 98：全球和中国大豆库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 99：国内大豆现货价格（元/吨）



资料来源：Wind、华金证券研究所

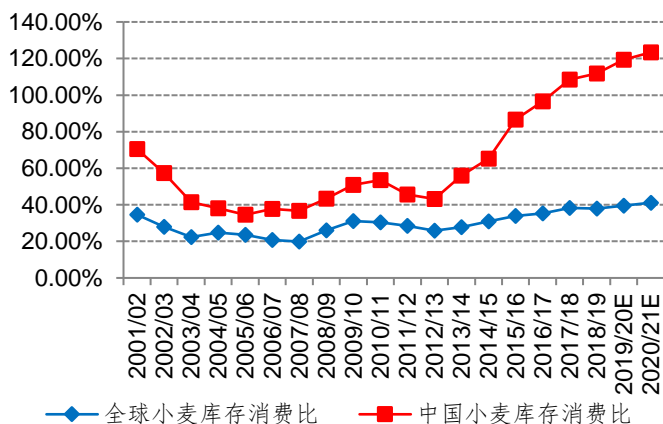
根据 USDA 的最新报告，预计 2020/21 年度中国小麦和大米的库存消费比分别为 123.35%和 79.59%，其中小麦的库存消费比相比 2019/20 年度的 119.33%继续有所上升，国内小麦供给继续呈现供给宽松和库存充足的局面。大米的库存消费比基本与 2019/20 年度的 79.93%持平，国内大米的库存仍处于历史高位，供给充足。

图 100：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	201.47	198.93	196.84	176.88	194.89	217.89	244.38	262.70	284.06	279.35	295.12
产量	百万吨	652.17	697.04	658.72	714.92	728.07	735.21	756.41	762.88	730.54	764.32	768.49
进口	百万吨	131.94	149.32	145.29	158.35	159.07	170.19	178.92	180.86	170.56	179.76	182.84
饲料消费	百万吨	116.06	146.87	136.98	126.54	131.60	136.50	147.56	146.52	139.53	143.38	137.47
国内消费总计	百万吨	654.74	697.08	679.96	697.89	705.38	711.61	739.84	742.05	735.24	748.55	753.49
出口	百万吨	132.88	157.78	137.36	165.90	164.45	172.84	183.35	182.47	173.56	183.40	187.98
期末库存	百万吨	198.90	198.89	175.59	193.92	217.58	241.49	260.95	283.53	279.35	295.12	310.12
库存消费比	%	30.38%	28.53%	25.82%	27.79%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	37.99%	39.43%	41.16%
中国小麦	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	54.43	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	139.77	150.36
产量	百万吨	115.18	117.40	121.02	121.93	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.59	135.00
进口	百万吨	0.93	2.93	2.96	6.77	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	4.00	6.00
饲料消费	百万吨	13.00	24.00	25.00	16.00	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	20.00
国内消费总计	百万吨	110.50	122.50	125.00	116.50	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	130.00
出口	百万吨	0.94	0.98	0.97	0.89	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.00	1.00
期末库存	百万吨	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.36	160.36
库存消费比	%	53.48%	45.67%	43.17%	56.03%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.33%	123.35%

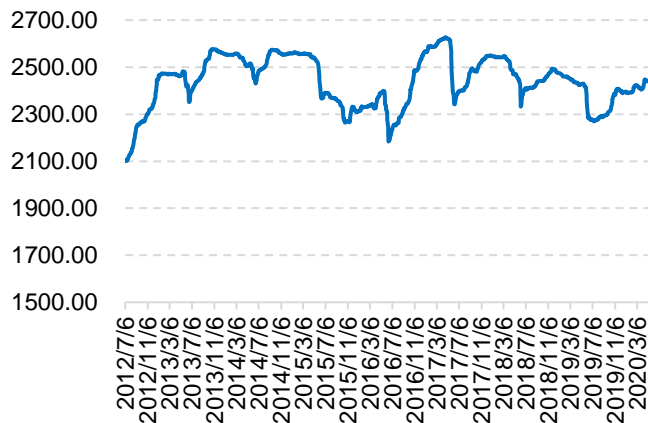
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 101：全球和中国小麦库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 102：国内小麦现货价格（元/吨）



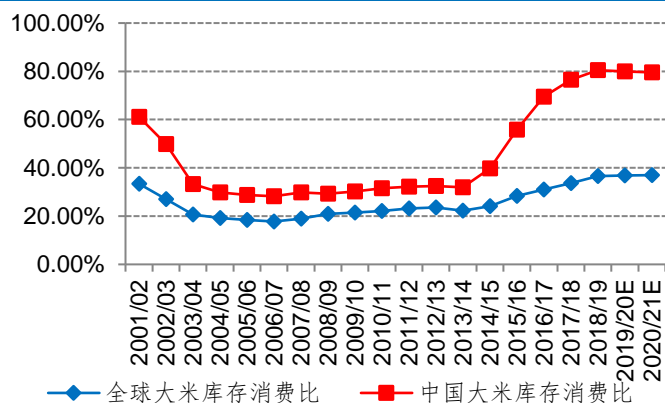
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 103：全球和中国大米供需平衡表

全球大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	95.19	99.55	106.80	110.56	113.87	127.89	142.58	149.90	164.12	176.74	180.35
产量	百万吨	449.09	466.92	471.94	478.42	478.55	472.94	490.94	494.84	496.46	493.79	501.96
进口	百万吨	32.86	35.62	36.54	38.40	41.12	38.33	41.21	46.59	43.76	40.66	42.08
国内消费总计	百万吨	445.61	459.79	468.52	481.61	477.49	468.11	483.55	482.17	483.83	490.19	498.12
出口	百万吨	34.90	39.79	39.33	42.23	43.58	40.34	47.19	47.25	43.71	42.40	45.22
期末库存	百万吨	98.68	106.68	110.22	107.37	114.93	132.72	149.97	162.57	176.74	180.35	184.18
库存消费比	%	22.14%	23.20%	23.53%	22.29%	24.07%	28.35%	31.01%	33.72%	36.53%	36.79%	36.98%
中国大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20E	2020/21E
期初库存	百万吨	40.53	42.57	45.02	46.83	53.10	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.00
产量	百万吨	137.00	140.70	143.00	142.53	144.56	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	149.00
进口	百万吨	0.54	1.79	3.14	4.00	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.40	2.20
国内消费总计	百万吨	135.00	139.60	144.00	146.30	144.50	140.80	141.76	142.51	142.92	145.13	147.00
出口	百万吨	0.50	0.44	0.34	0.26	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	3.00	3.20
期末库存	百万吨	42.57	45.02	46.83	46.80	57.44	78.50	98.50	109.00	115.00	116.00	117.00
库存消费比	%	31.53%	32.25%	32.52%	31.99%	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	79.93%	79.59%

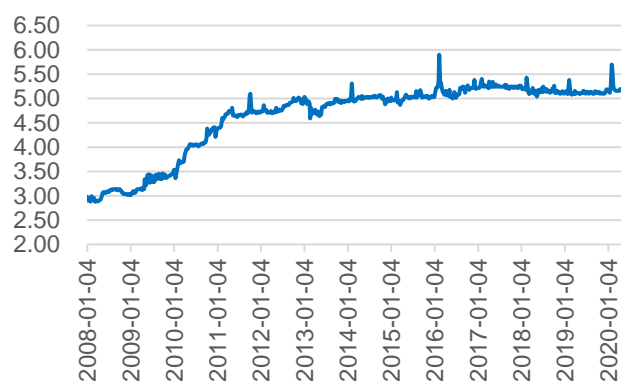
资料来源：USDA、华金证券研究所

图 104：全球和中国大米库存消费比



资料来源：USDA、华金证券研究所

图 105：国内粳米批发平均价(元/公斤)



资料来源：Wind、华金证券研究所

投资建议

海大集团作为我们此前 2020 年度策略报告重点首推的品种，年初以来获得了不错的绝对收益和相对收益。站在目前时间节点，我们仍然把海大集团作为我们 2020 年中期策略重点首推的个股，主要逻辑在于：（1）2020 年同比基数压力相对较小，根据水产饲料历史的周期波动规律，预计 2020 年行业基本面趋势有望进入回升周期。本轮回升周期有望至少延续至 2021 年，是一轮大周期，目前时点对海大集团的投资逻辑应该要紧紧抓住“基本面处于上升周期”这一核心点，短期因素对股价扰动带来的局部回调反而是提供较好的投资时机；（2）从 2020 年初以来的水产品价格走势来看，草鱼、加州鲈鱼、鲫鱼、鳊鱼、鳙鱼、生鱼、海鲈鱼、黄颡鱼、珠三角罗非鱼等品种价格均高于 2019 年同期，石斑鱼、多宝鱼、鳜鱼、中华鳖和白虾等价格虽然同比仍低于去年同期，但是随着餐饮逐渐复业和复苏，价格环比陆续出现明显回升，其中多宝鱼、鳜鱼、中华鳖在 4 月和 5 月份的价格环比回升较为明显；（3）水产养殖和水产饲料后续的利好因素包括餐饮业进一步复苏、水产饲料销售旺季、休渔期支撑水产品价格回升等；（4）全球水产养殖看中国，中国水产饲料看海大，海大集团未来仍有望继续成为外资青睐的有中国特色的优质资产；（5）受疫情影响，部分行业的基本面预计会因此受较大影响，比价优势下，海大集团这种业绩好、能见度高、持续性强的品种可能会在今年宏观背景下享受估值溢价。

2020 年下半年生猪养殖板块逐渐进入盈利集中释放期，仍具有配置价值：（1）国内生猪供给在 2020 年 3 季度的供给压力相对较小，根据我国生猪产业过往的运行规律和随着餐饮复业、学校复课、企业复产，猪肉消费需求有望出现回升。我们预计后续生猪价格有望迎来反弹，并在下半年维持高位震荡的走势，对于自繁自养的生猪企业而言，下半年仍将是一个高盈利期；（2）从生产性生物资产这指标来看，2019 年 1 季度以来基本处于上行趋势，尤其在 2019 年 4 季度和 2020 年 1 季度出现比较大的增长幅度。从生猪生产周期来看，在不再大规模爆发疫情的情况下，这意味着生猪养殖上市公司 2020 年生猪出栏会呈现前低后高趋势，尤其是在 2020 年下半年会有明显的销售放量过程；（3）从同比业绩趋势的角度，上市公司 2019 年上半年的生猪养殖业务大多仍处于亏损状态，在 2019 年 3 季度才开始出现明显的盈利好转，总体而言 2019 年全年的盈利基数较低。2020 年在全年猪价高位震荡和生猪销量逐渐放大的趋势之下，预计生猪养殖上市

公司年度业绩同比将实现大幅增长，且具备较高确定性。从环比业绩趋势的角度，在经历过前期的生猪价格回调后，在供给短缺的大逻辑下，猪价后续有望走出一波反弹行情，同时伴随着前期补栏母猪产能的释放过程，因而后续我们有望看到生猪养殖上市企业出现局部时间的“量价齐升”的局面。生猪养殖板块中，目前时点我们首先推荐唐人神，同时建议关注温氏股份。其中，唐人神年初以来基本面改善趋势明显，目前处于“低关注、低预期、低估值”的状态，预期差和弹性较大。

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏存塘出现损失的风险。极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。草地贪夜蛾和蝗虫等昆虫灾害，以及干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。新冠肺炎疫情转好进度低于预期，从而导致交通运输不畅和引起原料价格波动的风险，以及销售运输不畅的风险。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn