

# 养殖利润兑现，后周期拐点凸显

## ——农林牧渔行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

### ◆农业板块表现突出

在猪价高企、避险需求等因素推动下，年初以来生猪板块大幅上涨。我们认为 2020 年生猪养殖进入利润兑现之年，禽养殖虽然业绩下行压力大，但仍将获利不错。另随着生猪存栏的逐步恢复，疫苗等后周期行业将触底回升。同时由于巴西制糖比快速上升，糖底部周期或被延长。

### ◆猪养殖：产能逐步恢复，业绩兑现

生猪产能逐步恢复，主要企业积极扩产，同时储备肉持续投放调节市场供给。我们预计 2020 年猪价前高后低，全年均价 25-28 元/公斤。二季度猪价将以调整为主。三季度猪价将季节性反弹，供需两旺，但四季度猪价随着供给量进一步增加，或重新进入下降通道。随着产能修复，2021 年生猪价格中枢将下移。短期生猪价格从高位回落，但全年价格同比依然高位，只有出栏兑现度高的企业才能真正享受行业红利。板块的投资逻辑从价格驱动转向业绩驱动，建议关注出栏兑现度高的企业。

### ◆禽养殖：供需博弈激烈

2019 年祖代更新量同比大幅增长 67%，同时行业积极扩张，种鸡换羽频繁，2020 年白羽肉鸡供应端呈逐渐恢复状态。而随着生猪供给的恢复，其替代性需求将减弱。2020 年肉鸡市场供需博弈将较为激烈。预计四季度鸡价或有明显下滑。从全年来看，2020 年国内蛋白质整体供给依然短缺，支撑禽产业链依然维持较好盈利，但相较 2019 年或有所下降。2021 年则需要密切关注生猪产能恢复状况及引种等情况。投资上看，2020 年禽养殖板块机会在于：超跌反弹、价格波动带来的阶段机会。

### ◆疫苗：触底回升趋势明确

1) 禽用疫苗：延续量价齐升格局。下游禽养殖高景气，同时产品升级带动禽用疫苗价格上涨。2) 猪用疫苗：拐点到来。猪存栏不断回升，需求触底向上；规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升；叠加非瘟疫苗中期催化，其最早或于 2020 年底上市，我们预计其将新增 20-40 亿的市场规模，且被龙头企业占据。重点推荐龙头企业：生物股份、中牧股份、普莱柯以及瑞普生物。

### ◆糖：底部周期或延长，关注油价和疫情影响

国内供需紧平衡，进入消费旺季。19/20 榨季自产糖小幅减产至 1030 万吨；走私仍旧严控在 50 万吨低位；一季度国内食糖进口同比增长 19.5%。预计全年进口量在 300 万吨左右。受疫情影响，最终需求量或较 2019 年下滑 10% 左右至 1400~1500 万吨。天气转热，下游食品饮料等行业进入需求旺季，短期对糖价有所支撑。国际糖价跌至成本线以下。印度、泰国如期大幅减产，但油价暴跌使巴西制糖比快速上升，巴西增产或使周期底部延长。重点推荐国内、国外均有完善产业链布局的中粮糖业。

### ◆风险分析：需求不及预期风险、原材料价格波动风险、发生疫情风险。

## 买入（维持）

### 分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）

021-52523800

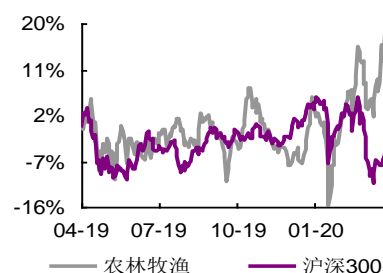
[liuxb@ebsecn.com](mailto:liuxb@ebsecn.com)

王琦（执业证书编号：S0930517120001）

021-52523836

[wangqi16@ebsecn.com](mailto:wangqi16@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

养殖利润兑现，后周期迎来拐点——农林牧渔行业 2019 年年报及 2020 年一季报综述

.....2020-05-07

周期兑现——农林牧渔行业 2020 年投资策略

.....2019-12-05

## 投资聚焦

### 研究背景

由于供需关系逆转，2019 年以来农业行业迎来了历史少有的高景气周期。1) 养殖板块：农业生产具有连续性，即便有疫情影响，2020 年上半年养殖等主要行业依然取得很好盈利。但随着近期板块的较快调整，市场对于以养殖为代表的子行业所处的周期阶段产生较大分歧。2) 疫苗板块：养殖后周期，随着生猪存栏拐点的确立，行业好转逻辑逐步得到市场认可。3) 糖产业：在疫情、油价暴跌带动下，糖价大幅下挫，目前市场对于糖产业何时好转存在较大疑虑。

### 我们区别于市场的观点

1、近期猪价调整较多，市场对于猪价否能回到高位、高景气周期的持续性等产生较大分歧。部分投资者认为，目前猪价仅为季节性调整，行业整体供需偏紧的格局还将持续到 2021 年。但我们通过梳理上市公司产能扩张、出栏节奏等情况，认为猪价三季度可能迎来季节性反弹，但从中长期趋势看，本轮周期高点已过。

2、2019 年在替代性需求推动下，禽产业表现突出。2020 年我国生猪整体供给依然较为短缺，部分投资者认为禽产业 2020 年会表现突出。但我们结合引种、替代性需求、疫情等多方面因素分析，认为 2020 年禽产业公司业绩同比将有一定程度下滑。

3、当前生猪存栏的回升、下游需求好转，动物疫苗行业拐点已然凸显。短期行业好转趋势已明确，中长期非瘟疫苗催化势在必行。

4、由于油价大跌，巴西制糖比快速上升，巴西成为影响全球糖业供给的最大不确定性因素，受此影响，糖行业的底部周期或延长。

### 投资观点

1、2020 年生猪养殖进入利润兑现之年。重点推荐出栏兑现度高的龙头企业：温氏股份、牧原股份、新希望等；同时正邦科技、唐人神、金新农、天康生物等出栏快速增长的弹性标的亦可关注。

2、禽养殖虽然业绩下行压力大，但仍将获利不错。一体化养殖企业业绩稳健，重点推荐圣农发展、仙坛股份；育种企业业绩弹性高，重点推荐益生股份、民和股份。

3、另随着生猪存栏的逐步恢复，疫苗/饲料等后周期行业将触底回升。重点推荐：口蹄疫疫苗龙头生物股份、央企动保龙头中牧股份、研发能力突出的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。

4、受巴西增产影响，糖产业周期底部或延长。同时随着保障性关税取消，中粮糖业作为我国最大的食糖贸易商将显著受益。

## 目 录

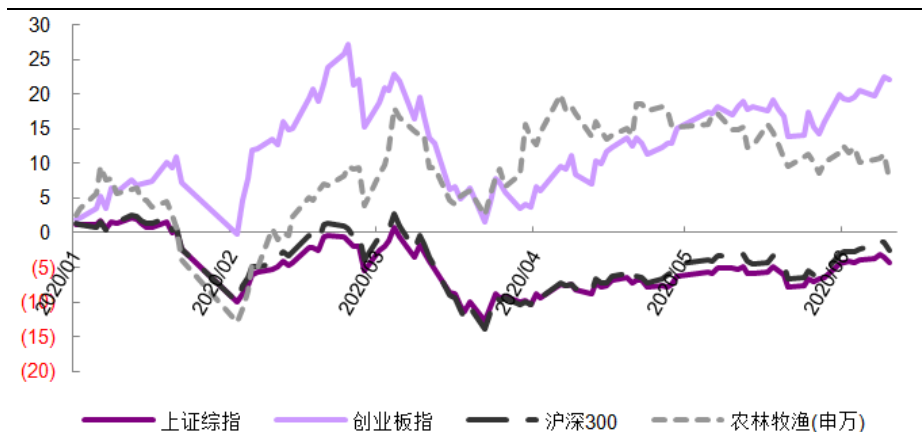
1、 养殖利润兑现，关注后周期 .....	4
1.1、 行业突出 .....	4
1.2、 投资策略 .....	5
2、 养殖：利润兑现 .....	6
2.1、 猪：产能逐步恢复，业绩兑现 .....	6
2.2、 禽：供需博弈激烈 .....	9
3、 疫苗：周期拐点显现 .....	13
3.1、 市场规模大，非瘟拖累行业 .....	13
3.2、 猪用疫苗：2020 年见底回升 .....	14
3.3、 禽用疫苗：2020 年持续高景气 .....	16
3.4、 非瘟疫苗：市场潜力大，商业化尚待时日 .....	17
3.5、 投资建议 .....	18
4、 糖：周期底部，关注油价及疫情影响 .....	19
4.1、 国产：供需紧平衡 .....	19
4.2、 国外：印度、泰国减产兑现，巴西成为最大变数 .....	21
4.3、 短期价格有望企稳 .....	26
4.4、 投资建议 .....	27
5、 风险分析 .....	28

# 1、养殖利润兑现，关注后周期

## 1.1、行业突出

2020 年以来，农林牧渔板块整体跑赢大盘。截至 2020 年 6 月 12 日，农林牧渔（申万）行业指数累计上涨 7.22%，而沪深 300、上证综指分别下跌 2.28%、4.27%。

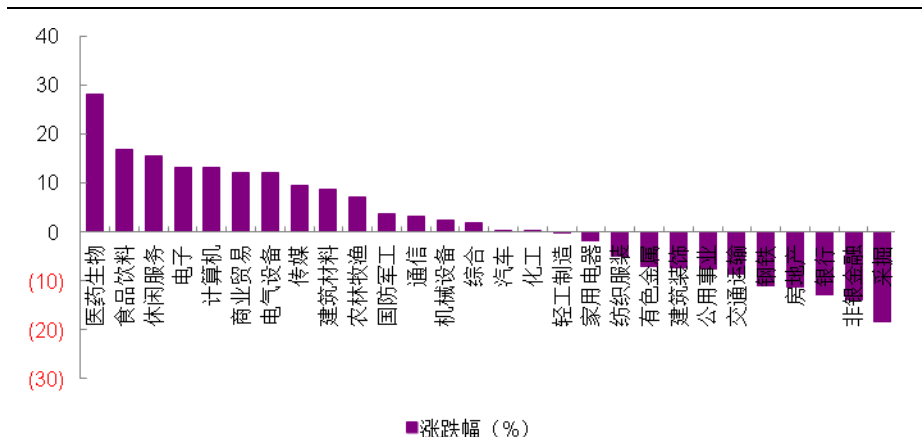
图 1：2020 年以来，农林牧渔行业表现突出（%）



资料来源：wind，数据统计区间：2020-01-02 至 2020-06-12

从行业维度来看：2020 年初至 2020 年 6 月 12 日，农林牧渔在申万 28 个子行业中涨幅排名第 10 位。其中 1-5 月，农业板块表现突出，5 月后随着生猪价格下跌，农业板块调整较多。

图 2：2020 年以来，申万一级行业涨跌幅（%）



资料来源：wind，数据统计区间：2020-01-02 至 2020-06-12

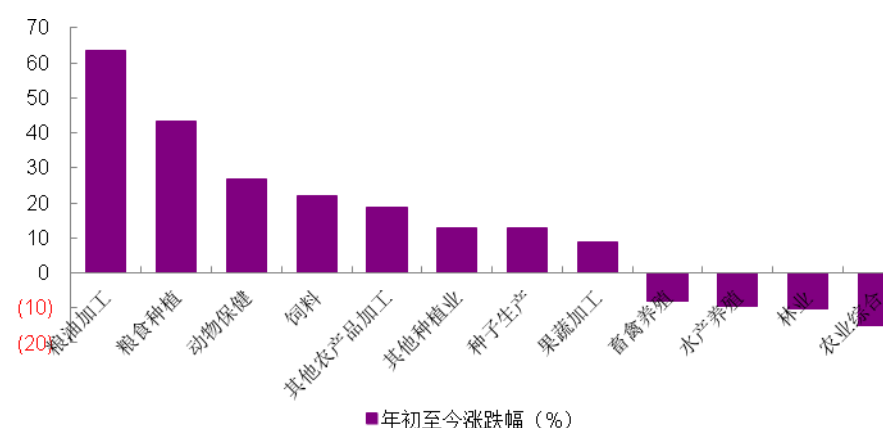
从细分子行业来看，

1) 粮油加工、粮食种植表现突出，因新冠疫情在全球范围内快速蔓延，市场担心粮油安全，从而推升农产品涨价预期。

2) 饲料板块涨幅居前主因当前主要饲料企业均已向生猪养殖行业发展，而市场普遍认为 2020 年将为利润大增年份。

3) 动物保健板块亦涨幅较为明显，因行业改善逻辑逐步得到市场认可。

图 3：2020 年初以来，农业细分板块（申万三级行业分类）涨跌幅（%）



资料来源：wind；数据统计区间：2020-01-02 至 2020-06-12

## 1.2、投资策略

2020 年生猪养殖进入利润兑现之年，禽养殖虽然业绩下行压力大，但仍将获利不错。另随着生猪存栏的逐步恢复，疫苗/饲料等后周期行业将触底回升。

1) 猪养殖：我们预测 2020 年猪价整体前高后低。需求淡季叠加出栏增加，二季度猪价或以调整为主；三季度季节性反弹，供需两旺；四季度随着供给量进一步增加，猪价或重回下降通道。2021 年随着产能修复，生猪价格中枢将有所下降。2020 年是业绩兑现之年，看好能够兑现出栏量的上市公司。

2) 禽养殖：2020 年供需博弈激烈，价格下行压力大。2019 年祖代更新量同比大幅增长 67%，上游供应明显增加，同时行业积极扩张，种鸡换羽频繁，2020 年白羽肉鸡供应端呈逐渐恢复状态。需求方面，一季度受新冠疫情影响，同时随着生猪供应的恢复，肉鸡的替代性需求将减弱。行业供给增加叠加需求减弱，2020 年行业内上市公司业绩下行压力大。

3) 疫苗：触底回升趋势明确。一方面，生猪存栏不断回升，猪用疫苗需求触底向上，同时规模化养殖推动行业集中度、渗透率提升，龙头企业将优先受益。叠加非瘟疫苗中期催化，猪用疫苗行业拐点到来。另一方面，禽用疫苗则延续量价齐升格局，下游禽养殖高景气，同时产品升级带动禽用疫苗价格上涨。

4) 糖：国内供需紧平衡，进入消费旺季。19/20 榨季自产糖小幅减产至 1030 万吨；走私仍旧严控在 50 万吨低位；一季度国内食糖进口同比增长 19.5%。预计全年进口量在 300 万吨左右。受疫情影响，最终需求量或较 2019 年下滑 10% 左右至 1400~1500 万吨。天气转热，下游食品饮料等行业进入需求旺季，短期对糖价有所支撑。国际糖价跌至成本线以下。印度、泰国如期大幅减产，但油价暴跌使巴西制糖比快速上升，巴西增产或使周期底部延长。

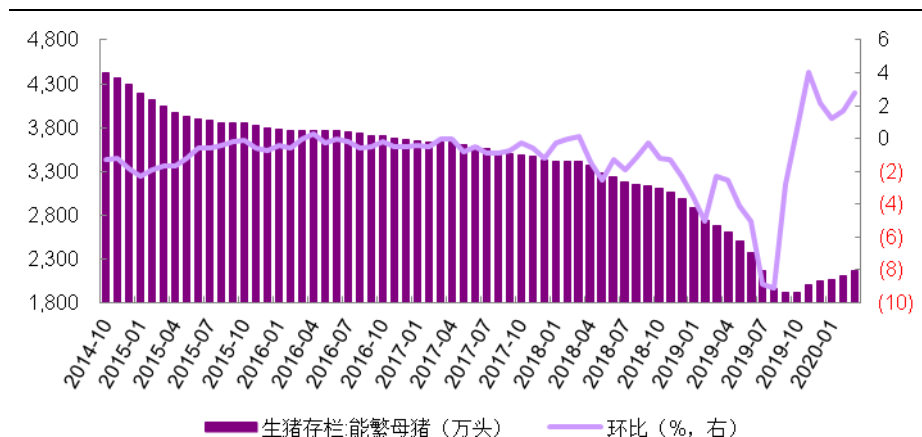
## 2、养殖：利润兑现

### 2.1、猪：产能逐步恢复，业绩兑现

#### 2.1.1、存栏回升，上市公司积极扩产

能繁母猪存栏自 2018 年 4 月开始持续环比下滑，2019 年 10 月触底，随后持续环比回升，预计下半年猪肉供给恢复趋势更加明朗。

图 4：能繁母猪存栏回升（截止 2020 年 3 月）

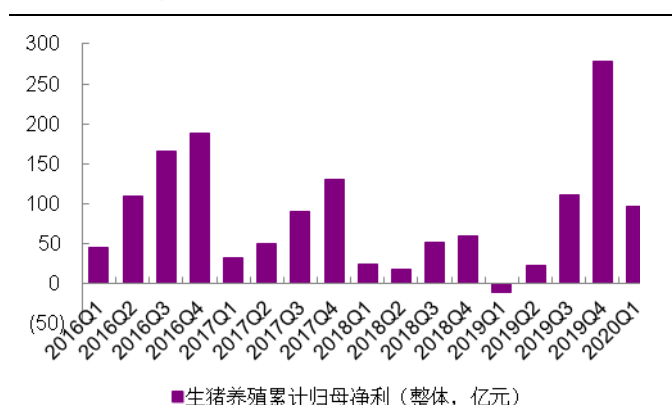


资料来源：wind，光大证券研究所整理

在高额利润、政策扶持等推动下，资金、技术等优势明显的龙头企业积极扩产。以 8 家生猪养殖上市公司为例，2019 年底及 2020 年 Q1，8 家公司在建工程分别比上年同期增加 48.3%、53.4%。尤其是去年三季度，上市公司通过三元留种等积极储备种猪产能。2019 年 Q1-Q4 及 2020 年 Q1，生产性生物资产同比增速分别为 47.5%、46.6%、27.2%、48.3%和 53.4%。

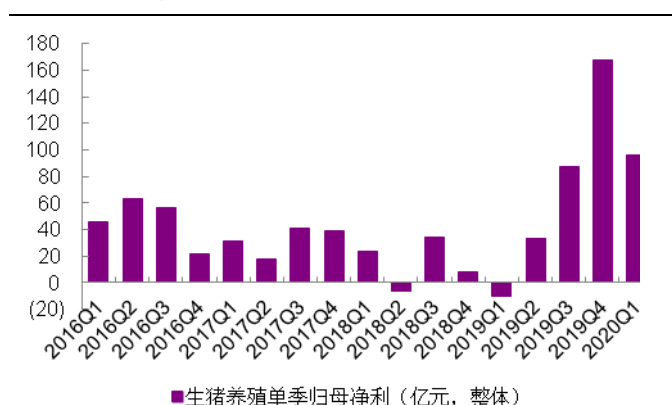
同时非洲猪瘟加速落后产能退出，2019 年 8 家上市公司出栏量在全国中的占比从 2018 年的 6.5%提升至 7.8%。

图 5：生猪养殖累计归母净利润（整体）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图 6：生猪养殖单季归母净利润（整体）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

1-5 月主要上市公司生猪出栏情况不甚理想，预计 2020 年下半年生猪出栏将较快增长。主要上市猪企 2019 年出栏量同比下降 5.06%，2020 年 Q1 出栏量同比下降 40.56%。截止至 2020 年 5 月，主要上市公司生猪出栏



量不足全年出栏目标的 1/4，若要实现 2020 年出栏目标，6-12 月平均单月出栏量需较 5 月增长 50%以上。

表 1：主要生猪养殖企业出栏数量及出栏目标

	2019 年出栏（万头）	2020 年 1-5 月出栏（万头）	2020 年出栏目标
牧原股份	1025	526	1750-2000 万头
温氏股份	1852	408	较 2019 年有所下降（预估 1500-1700 万头）
新希望	355	163	800-1000 万头
天康生物	84	32	150-180 万头
正邦科技	578	203	900-1100 万头
天邦股份	244	88	350 万头
唐人神	84	22	130-150 万头
金新农	40	13	80 万头

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

### 2.1.2、高猪价及疫情抑制需求

政府今年以来连续 20 次累计投放 38 万吨储备肉调节供给；一方面叠加近期猪价下行，对养殖户出栏心态形成较大影响，另一方面，从储备肉投放成交量较低，目前市场需求低迷。

表 2：中央储备肉投放情况

年度	序号	日期	投放数量（万吨）
2019 年	年度累计		17.96
2020 年	1	1 月 3 日	3.00
	2	1 月 9 日	2.00
	3	1 月 17 日	3.00
	4	1 月 21 日	2.00
	5	2 月 7 日	1.00
	6	2 月 14 日	2.00
	7	2 月 21 日	2.00
	8	2 月 27 日	2.00
	9	3 月 5 日	2.00
	10	3 月 13 日	2.00
	11	3 月 20 日	2.00
	12	3 月 27 日	2.00
	13	4 月 2 日	2.00
	14	4 月 10 日	2.00
	15	4 月 16 日	1.00
	16	4 月 23 日	1.00
	17	4 月 29 日	2.00
	18	5 月 14 日	1.00
	19	5 月 22 日	1.00
	20	5 月 27 日	3.00
	年度累计		38.00

资料来源：wind，光大证券研究所整理

### 2.1.3、短期价格调整，中长期中枢下移

生猪价格自 2019 年下半年开始逐步上涨，2019 年 10 月中下旬达到本轮周期高点，全国生猪均价突破 40 元/公斤。

近期猪价持续回落。截至5月29日，全国外三元生猪均价29.06元/公斤，仔猪价格94.25元/公斤，白条肉均价37.94元/公斤。当前自繁自养头猪利润1600~1800元，若按前期高价外购的仔猪测算，养殖户已亏损。当前养殖户出现一定恐慌情绪，生猪集中出栏。

我们预计2020年猪价前高后低，全年均价25-28元/公斤。二季度猪价将以调整为主。三季度猪价将季节性反弹，供需两旺，但四季度猪价随着供给量进一步增加，或重新进入下降通道。随着产能修复，2021年生猪价格中枢下移。

图7：全国生猪平均价



资料来源：wind，光大证券研究所整理，数据截至2020年6月12日

## 2.1.4、投资建议

当前时点看，生猪产能逐步恢复，生猪价格从高位回落，但价格同比依然高位，行业盈利高位，但只有兑现出栏目标的企业才能真正享受行业红利。非洲猪瘟对行业既是机遇亦是挑战；资金、养殖技术、成本优势明显的企业迅速扩张；而疫情防控不到位的企业将面临巨大损失。板块的投资逻辑从价格驱动转向业绩驱动，重点推荐出栏兑现度高的龙头企业：温氏股份、牧原股份、新希望等；同时正邦科技、唐人神、金新农、天康生物等出栏快速增长的弹性标的亦可关注。

表3：生猪产业重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS(元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300498.SZ	温氏股份	1,335	20.95	2.19	4.34	2.99	10	5	7	买入(维持)
002714.SZ	牧原股份	2,477	66.10	1.62	7.25	5.00	41	9	13	买入(维持)
002157.SZ	正邦科技	396	15.80	0.66	2.84	2.66	24	6	6	买入(维持)
002567.SZ	唐人神	71	8.48	0.24	2.33	2.01	35	4	4	买入(维持)
002548.SZ	金新农	40	9.13	0.33	2.15	2.27	28	4	4	买入(维持)
000876.SZ	新希望	1,134	26.90	1.20	3.32	3.15	22	8	9	买入(维持)
002100.SZ	天康生物	148	13.90	0.60	2.54	2.15	23	5	6	买入(维持)

资料来源：Wind，2020年、2021年EPS为光大证券研究所预测；股价时间为：2020年6月12日。

注：1) 温氏股份2020年、2021年盈利预测未发生变化，因2020年6月11日施行送转方案(2019年分红方案)，导致股本增加，从而EPS调整；2) 牧原股份2020年、2021年盈利预测未发生变化，因2020年6月4日施行送转方案(2019年分红方案)，导致股本增加，从而EPS调整。



## 2.2、禽：供需博弈激烈

### 2.2.1、供给：引种大增，存栏高位

正常情况下，我国年均引种量经测算在 80-90 万套左右。近年来我国鸡肉消费量基本稳定在 1100-1300 万吨之间，我们按照受非洲猪瘟影响之前的禽肉需求进行测算。根据美国 USDA 统计，2016、2017 年中国鸡肉总消费量为 1234 万吨、1148 万吨。而据中国畜牧业协会统计，白羽鸡肉至少占整个禽类总产量的 60% 以上。故而我们按照 65% 的占比推算，2016、2017 年我国白肉鸡鸡肉消费量为 802 万吨、746 万吨。按照每羽肉鸡生产 1.7KG 鸡肉折算，对应肉鸡需求分别为 47.18 亿羽、43.89 亿羽，按 1:4500 折算，对祖代鸡的产能需求为 105 万套、98 万套。考虑强制换羽，祖代鸡产蛋效率提升 18%，对应产能需求为 89 万套、83 万套。

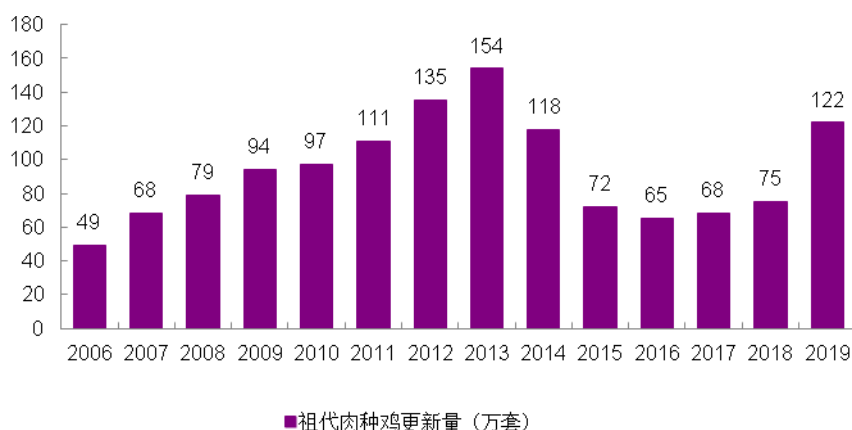
表 4：我国祖代鸡供需平衡测算表

	2016	2017
鸡肉消费（万吨）	1234	1148
白羽肉鸡消费量（万吨）	802	746
肉鸡需求（亿羽）	47	44
祖代鸡需求（不考虑强制换羽）	105	98
祖代鸡需求（强制换羽）	89	83
实际引种量（万套）	65	68
需求缺口（万套）	24	15

资料来源：wind，光大证券研究所测算

中国白羽鸡的引种量，在 2013 年达到高峰，后随着行业去产能以及海外禽流感疫情影响，我国祖代更新量在 2015-2017 年持续处于相对低位。2018 年下半年起，由于非洲猪瘟疫情影响，国内生猪供给短缺开始显现，禽肉的替代性需求开始展现，我国白羽肉鸡引种量开始大幅提升。2019 年全年引种量 122 万吨，同比增长 67%，创近 5 年新高，显著高于均衡量。

图 8：我国祖代鸡更新量



资料来源：中国禽业协会

祖代存栏高位。随着引种量的增加，我国祖代肉种鸡的存栏量，同时由于 2019 年禽链高景气，强制换羽频繁（延长产蛋周期），故祖代存栏自 2018 年 7 月以来持续回升。截止至 2020 年 5 月 24 日，我国祖代存栏共 166.24

万套（其中在产 108.3 万套，后备 57.94 万套），同比增加 19.80%，已与 2014 年行业产能大幅过剩时期相当。

图 9：祖代存栏持续增加



资料来源：中国畜牧业协会，数据截至 2020 年 5 月 24 日。

父母代存栏高位。2019 年由于大面积推行延迟淘汰、强制换羽，父母代出栏大幅增长。根据博亚和讯数据，2019 年常规在产种鸡平均存栏同比增长 9.1%，再考虑到强制换羽等，在产种鸡种存栏量达 3400 万套。2019 年底在产种鸡存栏同比上涨 16.9%。

图 10：2019 年父母代存栏及鸡苗销量位于高位



资料来源：博亚和讯

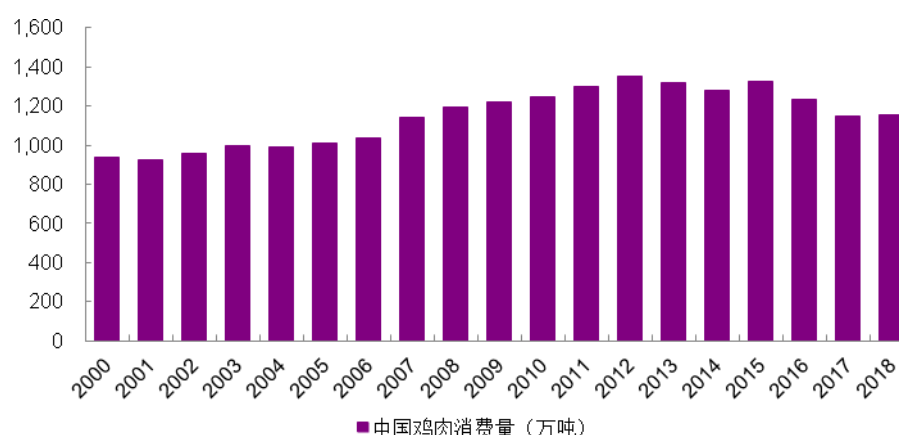
注：常规产蛋期、强制换羽产蛋期对应左轴，左轴单位为万套；商品鸡苗销量对应右轴，右轴单位为亿羽。

由于祖代鸡更新量影响 14 个月后的肉鸡供给，2018 年四季度开始增加的引种量将在 2020 年陆续释放，尤其是 2020 年四季度后肉鸡供给将明显增加。我们预计 2020 年肉鸡出栏同比增长在 20% 左右。

## 2.2.2、需求：替代需求推动 2019 年行业高景气

鸡肉已成为我国仅次于猪肉的第二大肉类消费品。正常年份，我国肉类消费中，猪肉、鸡肉、牛、羊肉为主，其中猪肉占比达到 62-63%，鸡肉约 13% 左右。2004 年至 2012 年，我国鸡肉年产量及消费量持续增长，2015 年-2018 年受禽流感疫情、行业去产能等因素的影响，鸡肉产量及消费量稍有下降。2019 年在替代性需求推动下，鸡肉消费量或增长较多。

图 11：中国鸡肉消费量



资料来源：美国农业部

非洲猪瘟导致猪肉供给大幅减少，我国蛋白质供给缺口巨大。按照 2018 年我国猪肉消费量测算，在猪肉产量下降 5%、10%、15%、20%、25% 和 30% 六种情况下，鸡肉需求的提升量分别为：12%、24%、35%、47%、59% 和 71%。2019 年鸡肉对猪肉的替代性需求是推动禽养殖高景气的关键因素，随着生猪供给逐步恢复，2020 年替代性需求将减弱。

表 5：不同猪肉缺口下，鸡肉替代需求量

2018 年猪肉产量 (万吨)	假设猪肉产量降幅 (%)	对应猪肉下降数量 (万吨)	鸡肉替代比例 (%)	鸡肉需求增量 (万吨)	鸡肉需求提升比 (%)
5404	5%	270.2	51%	137.80	12%
5404	10%	540.4	51%	275.60	24%
5404	15%	810.6	51%	413.41	35%
5404	20%	1080.8	51%	551.21	47%
5404	25%	1351.0	51%	689.01	59%
5404	30%	1621.2	51%	826.81	71%

资料来源：wind，光大证券研究所测算

### 2.2.3、价格：2019 年历史新高，2020 年承压

价格短期反弹后再度调整。受疫情影响，2020 年 2 月禽产业链价格大幅下挫，苗价最低至 1.5 元/羽（2 月 10 日）；毛鸡价格低至 2.4 元/斤（2 月 18 日）。随着保障农产品供应政策的落实、疫情缓和、五一备货需求等，3-4 月禽产业链价格有所反弹。但 5 月以来，在猪肉价格下跌带动下，禽产业链价格再度调整。截至 6 月 2 日，烟台鸡苗价格为 1.6 元/羽，毛鸡价格为 3.75 元/斤。

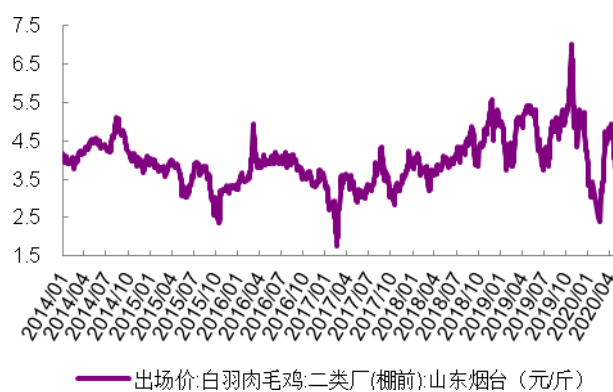
短期看，6 月下旬禽产业链价格或有反弹，主因：农忙结束将提升补栏积极性；前期快速出栏，将导致后期毛鸡、鸡肉供给偏紧；终端需求有所好转。但从 2020 年全年看，行业供给增加、需求减弱趋势明显，价格承压。

图 12: 商品代鸡苗价格走势 (截至 2020 年 6 月 2 日)



资料来源: wind

图 13: 白羽肉鸡毛鸡价格走势 (截至 2020 年 6 月 2 日)



资料来源: wind

非洲猪瘟导致我国肉类紧缺,禽肉替代需求旺盛,从而使禽链景气度到达本轮周期高点。2019 年白羽肉鸡市场再创新高,毛鸡、鸡苗价格均明显高于往年。2020 年行业盈利依然较好,但相较 2019 年环比或有下降压力。

### 1) 开局不利

新冠肺炎疫情对行业造成巨大损失。肉鸡养殖行业生产效率高、各环节之间依存度高。疫情期间封城封路、延迟复工、活禽市场关闭,对行业生产、消费都产生了巨大影响。饲料等生产资料无法进场,肉鸡养殖“断供”,“毁苗”等情形突出,同时下游餐饮等需求急剧下滑。2 月中旬鸡苗价格一度下跌至成本线以下。

### 2) 2020 年:供需博弈激烈,价格同比下行压力大

供应:2019 年祖代更新量同比大幅增长 67%,上游供应明显增加,同时行业积极扩张,种鸡换羽频繁,2020 年白羽肉鸡供应端呈逐渐恢复状态。

需求:替代需求是推动肉鸡行业 2019 年高景气的核心因素,但当前能繁母猪存栏已从 2019 年 10 月底触底回升,预计下半年生猪供给将较快恢复,肉鸡的替代性需求将减弱。

肉鸡供应的逐渐增加,叠加替代性需求减少,2020 年肉鸡市场供需博弈将较为激烈。结合肉鸡产能释放、替代性需求趋势等因素来看,预计四季度鸡价或有明显下滑。从全年来看,2020 年国内蛋白质整体供给依然短缺,支撑禽产业链依然维持较好盈利,但相较 2019 年或有所下降。2021 年则需要密切关注生猪产能恢复状况及自身引种等情况。

### 2.2.4、投资建议

禽产业公司 2020 年业绩压力显现,预计全年业绩会一定程度下滑,但仍获利不错。市场对景气向下的行业会有所担心,这是压制板块估值的核心原因。2020 年机会在于:超跌反弹、价格波动带来的阶段机会。一体化养殖企业业绩稳健,重点推荐圣农发展、仙坛股份;育种企业业绩弹性高,重点推荐益生股份、民和股份。

表 6：禽产业重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS (元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002299.SZ	圣农发展	311	25.03	3.29	2.44	1.98	8	10	13	买入(维持)
002746.SZ	仙坛股份	61	13.18	2.16	1.52	1.39	6	9	9	买入(维持)
002458.SZ	益生股份	148	15.08	2.22	1.61	1.41	7	9	11	增持(维持)
002234.SZ	民和股份	64	21.31	5.33	3.43	3.25	4	6	7	增持(维持)

资料来源：Wind，2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测；股价时间为：2020 年 6 月 12 日。

### 3、疫苗：周期拐点显现

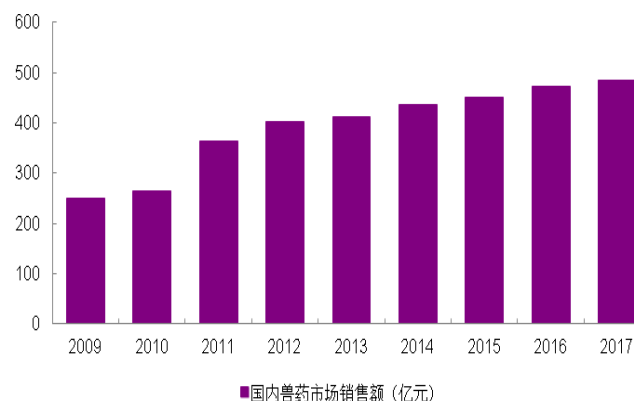
#### 3.1、市场规模大，非瘟拖累行业

我国动物保健行业不断发展，整体规模不断提升。整体来看，2012 年前我国兽药行业快速发展，2013 年之后随着兽药企业的增多，市场竞争加剧，行业进入稳健发展时期。

1) 从销售额看：2009 年-2017 年，国内兽药产品销售规模由 250.57 亿元增长至 484.05 亿元，年均复合增长率为 8.58%，显著高于世界其他地区增速。

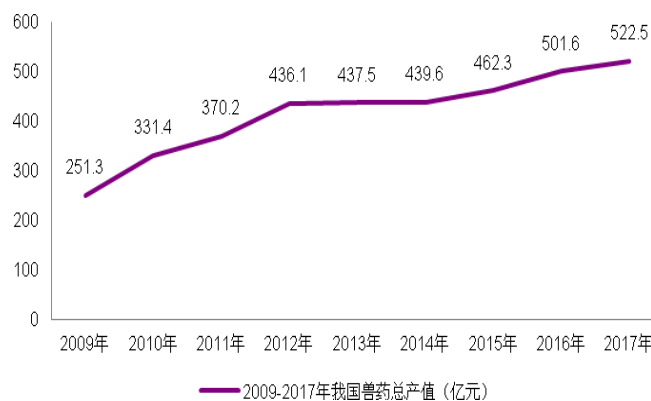
2) 从生产总值看：2009 年-2017 年，兽药生产总值从 2009 年的 251.3 亿元到 2017 年的 522.5 亿元，增长了 107.9%，即 271.2 亿元。十年间，兽药生产总值呈持续增长趋势，2009 年-2012 年增长较快，2013 年至今，增长速度放缓。

图 14：2009 年-2017 年国内兽药市场销售额



资料来源：中国兽药协会

图 15：2009 年-2017 年国内兽药生产总值



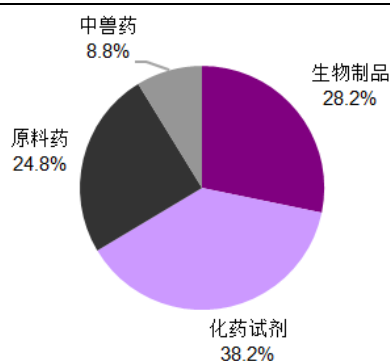
资料来源：中国兽药协会

我国兽药产品主要分为生物制品、原料药、化药制剂和中药几个类别。2017 年我国兽用生物制品的销售额已达 133.64 亿，占兽药总销售额的 28.2%，占比仅次于化学试剂。

2013-2017 年国内兽用生物制品的销售额年均增长率为 9.1%，高于整体兽药行业增速。2018 年我国兽用生物制品的销售额达 132.9 亿，同比下降 5.4%；主因非瘟导致生猪存栏快速下降，疫苗行业需求大幅萎缩。2019 年非瘟疫情更加严重，推测兽用疫苗销售额下滑更多。

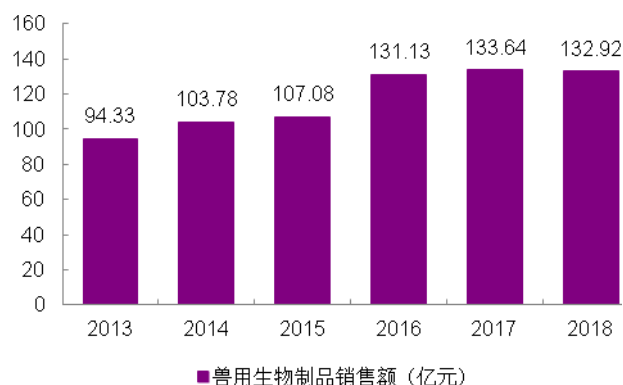


图 16：2017 年国内兽药生产总产值占比



资料来源：中国兽药协会

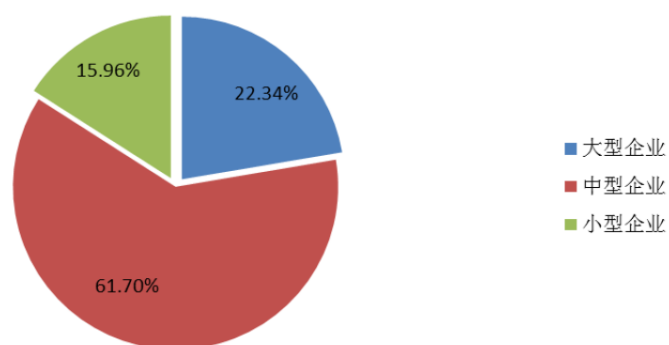
图 17：2018 年中国兽用生物制品销售额小幅下滑



资料来源：中国兽药协会

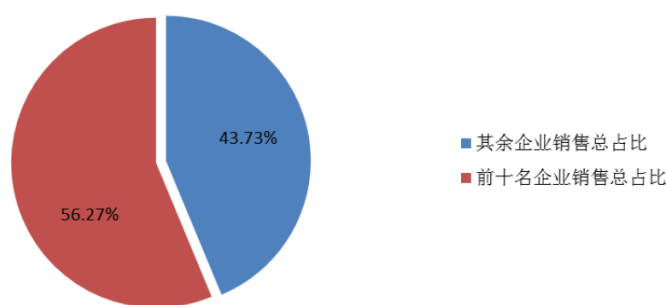
经过多年的行业变迁，我国兽用疫苗行业市场集中度已经较高。近 10 年来，我国动物疫苗企业保持在 60-100 家左右（按企业统计）。截至 2017 年底，兽用生物制品行业共有 94 家企业，根据国家统计局等部门出台的大中小微企业划分标准，其中大型企业 21 家，中型企业 58 家，小型企业 15 家，无微型企业。2017 年前十大型企业销售额占比达 56.27%。

图 18：2017 年兽用生物制品行业不同规模企业占比



资料来源：科前生物招股说明书

图 19：2017 年兽用生物制品行业市场集中度



资料来源：科前生物招股说明书

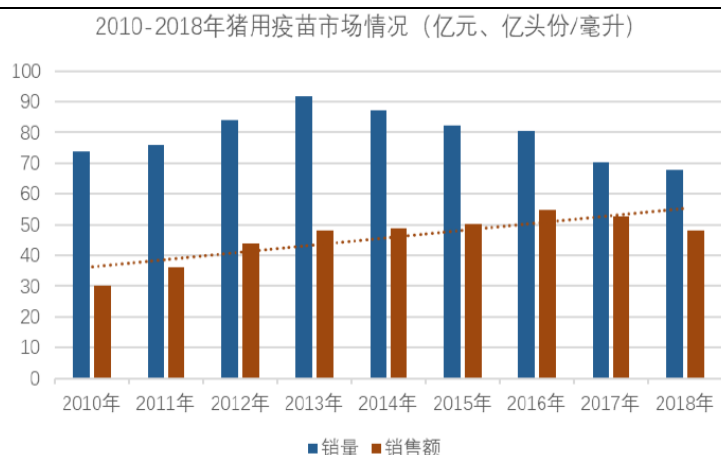
### 3.2、猪用疫苗：2020 年见底回升

猪用疫苗是我国最大的兽用疫苗领域。2017 年我国猪用疫苗销售额为 52.64 亿元，占生物制品总市场规模的 39.39%。

我们认为目前我国猪用疫苗处于底部区域，未来行业好转主要由两方面推动：一是生猪存栏的见底回升。2018 年发生非洲猪瘟，导致我国生猪存栏大幅下滑，目前已触底回升。我国生猪存栏于 2019 年 11 月环比转正，环比上升 2%。据国家统计局统计，2020 年 Q1 生猪存栏 32120 万头，环比上升 3.5%。能繁母猪存栏于 2019 年 10 月触底后连续 6 个月环比上升；二是，从中长期看，虽然非洲猪瘟疫苗上市尚有时日，但其商业化应用是大势所趋。非洲猪瘟疫苗市场空间广阔，将给行业带来新的发展机会。2020 年 Q1 生物股份、中牧股份业绩环比大幅好转，佐证行业触底。



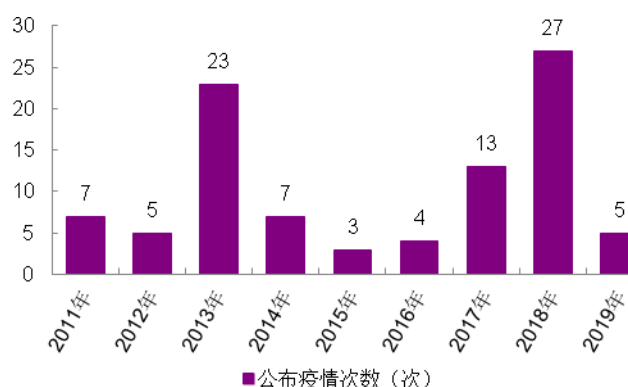
图 20：猪用疫苗市场概况



资料来源：刘冲《猪用疫苗市场二十年发展》

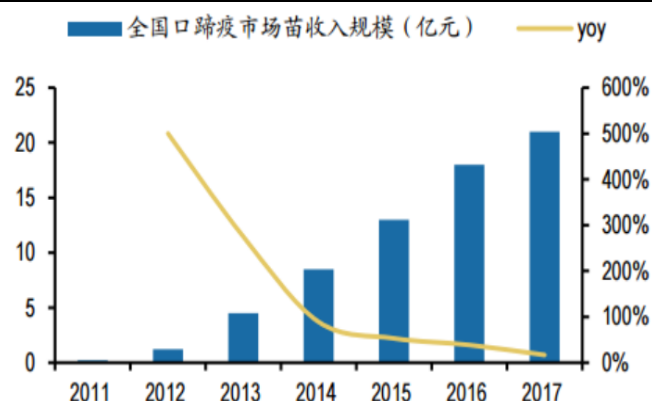
口蹄疫疫苗是猪用疫苗中市场规模最大的疫苗种类，2017 年市场规模达 41 亿元，约占兽用生物制品的 31%。2011 年到 2019 年我国共公布口蹄疫疫情次数 94 次，其中 2018 年我国公布动物口蹄疫疫情次数高达 27 次。我国对口蹄疫实施强制免疫，要求群体免疫密度常年维持在 90% 以上。2016 年政府招采规模达 20 亿元，市场苗销售额为 18 亿元。

图 21：2011-2019 年我国公布口蹄疫疫情次数



资料来源：中国产业信息网

图 22：我国口蹄疫市场苗销售额

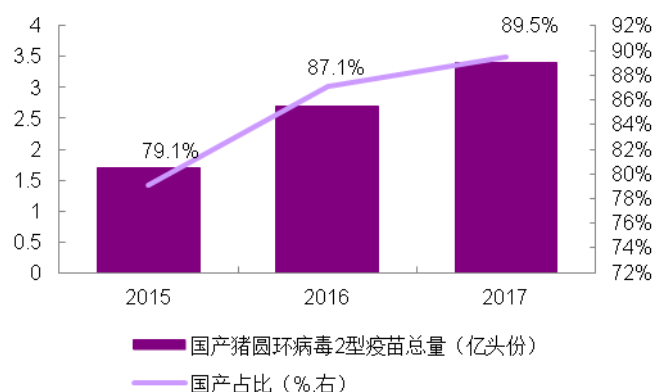


资料来源：中国产业信息网

猪圆环疫苗：国产逐渐替代进口。猪圆环疫苗商业化应用始于 2006 年美国，2009 年我国开始引进德国勃林格殷格翰公司生产的猪圆环病毒疫苗，至此我国开始猪圆环疫苗国产化。2015 年-2017 年我国猪圆环病毒 2 型疫苗总量较快增长，每年平均增速为 35.6%。

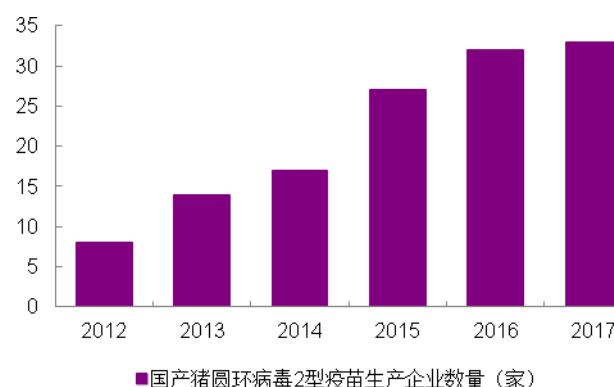
2012 年~2017 年国产猪圆环病毒 2 型疫苗增长迅猛，平均每年增长 47.2%。目前，国内一些企业的猪圆环病毒 2 型疫苗产品总量已经超过或接近勃林格，多元多强的格局正在形成。国产疫苗的快速成长主要受益于两方面：一是国内技术的突破，国产疫苗品种和生产企业快速增长；二是国产产品价格优势明显，平均 8-16.8 元/头份，而进口产品价格高达 20~30 元/头份。

图 23：猪圆环病毒 2 型疫苗产量



资料来源：杨利勇，李春风《猪圆环病毒 2 型在我国的流行及疫苗研究现状》

图 24：国产猪圆环病毒 2 型疫苗生产企业数量

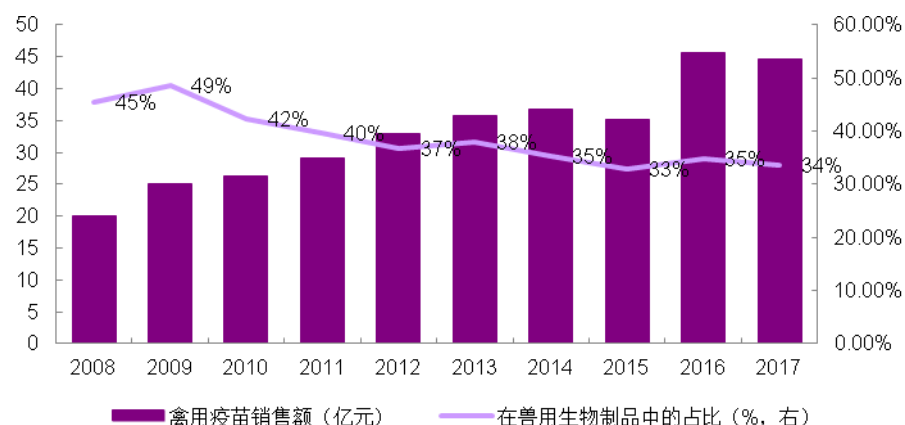


资料来源：杨利勇，李春风《猪圆环病毒 2 型在我国的流行及疫苗研究现状》

### 3.3、禽用疫苗：2020 年持续高景气

我国禽用疫苗市场发展平稳，根据中国兽药协会统计，2017 年，我国禽苗的销售规模 44.6 亿元，占我国兽用生物制品销售额的 33.9%。其中强制免疫疫苗（高致病性禽流感疫苗）市场销售规模 13.99 亿元，占禽用生物制品销售总规模的 31.31%；常规禽用疫苗销售额约 23 亿左右。

图 25：禽用疫苗销售额及占比



资料来源：中国兽药协会，光大证券研究所整理

毒株更换推动产品价格提升。针对严峻复杂的禽流感防疫形势，我国高致病性禽流感强制免疫疫苗种类也由最开始的 H5 亚型重组禽流感（二价或三价灭活疫苗）升级为 H5+H7 亚型高致病性禽流感（三价灭活疫苗）。2019 年是禽流感疫苗从二价向三价苗转换的第一年。受产品升级影响，招采价格显著提高，2019 年禽流感春招平均价格为 0.3 元/毫升左右，而 2018 年的均价为 0.2 元/毫升左右，提升 50%。

表 7：部分省市禽流感疫苗春招情况

省市	2019 年		2018 年	
	类型	单价 (元/毫升)	类型	单价 (元/毫升)
湖北省	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活苗	0.2
黑龙江	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活苗	0.2
甘肃省	三价灭活疫苗	0.3	二价灭活疫苗	0.2

资料来源：中国政府采购网，光大证券研究所整理

在非洲猪瘟影响下，我国蛋白质短缺，禽肉的替代作用开始显现，禽类产品价格不断创新高。同时高价格促使养殖户扩大养殖规模，我国肉禽出栏量快速提升。一方面白羽肉鸡祖代更新量从 2018 年四季度开始回升，2019 年白羽鸡祖代更新量 122 万套。祖代更新量的快速增长，意味着商品代出栏将大幅增加；另一方面非洲猪瘟疫情导致众多猪场空栏，在疫情压力以及禽养殖高额利润推动下，许多养殖户在原有生猪养殖场上进行肉禽养殖。整体来看，我们预计 2020 年我国肉禽出栏量同比将提升 20% 以上。由于高致病性禽流感属于强制免疫范畴，2020 年下游禽养殖出栏的持续高增长，将使禽苗需求维持高位。

### 3.4、非瘟疫苗：市场潜力大，商业化尚待时日

我国兽用疫苗研制实行行政审批制，一般情况下，一个基因工程疫苗产品从开始申请转基因生物安全评价到获得新兽药证书至少需要 7 至 10 年。

图 26：兽用基因工程疫苗研发及审批程序



资料来源：农业农村部，中国兽药信息网，光大证券研究所整理

我国非洲猪瘟疫苗研发距离真正商业化应用尚需时日。哈尔滨兽医研究院研制的非洲猪瘟疫苗属于基因缺失疫苗，目前处于临床实验阶段。考虑到非洲猪瘟疫情的影响，疫苗商业化应用的迫切性，预计其最快于 2020 年底上市。

2018 年我国生猪养殖量约占世界总养殖量 50%，非洲猪瘟疫苗对缓解当前疫情影响十分重要。参考蓝耳病疫苗上市初期，非洲猪瘟疫苗在生产初期或面临着供不应求的局面，初期将由政府招采、统一调配；随着产能的提升以及疫情的稳定，将逐步走向市场化。

1) 考虑到非洲猪瘟造成的巨大经济影响，预计其将会 100% 强制免疫。我们假设非洲猪瘟疫苗全部由政府统一招采，每头生猪免疫 2 次，母猪免疫

3 次。非洲猪瘟造成生猪供给减少，假设非洲猪瘟疫苗上市初期，生猪出栏 5.5 亿头、母猪 2200 万头（2018 年生猪出栏 6.9 亿头）。同时由于政府补贴，其价格将相对较低，预计 1.5 元/头份。故依据以上假设测算，我们预计非洲猪瘟疫苗上市初期在政府招采的市场规模将达 17.5 亿。

**表 8：非洲猪瘟疫苗上市初期，政府招采规模测算**

	数量（万头）	免疫次数（次）	单价（元/头份）	市场规模（亿元）
生猪	55,000	2.0	1.5	16.5
能繁母猪	2,200	3.0	1.5	1.0
合计	57,200	--	--	17.5

资料来源：光大证券研究所测算

2) 后期非洲猪瘟疫苗走向市场化，疫情得到控制，我国生猪产能恢复；我们按照生猪出栏 6.5 亿头、母猪 3000 万头测算；同时市场苗价格均价为 3 元/头份。依据以上假设测算，我们预计非洲猪瘟疫苗在完全市场化条件下，市场规模将达 41.7 亿。

**表 9：全部市场化条件下，非洲猪瘟疫苗市场规模测算**

	数量（万头）	免疫次数（次）	单价（元/头份）	市场规模（亿元）
生猪	65,000	2.0	3.0	39.0
能繁母猪	3,000	3.0	3.0	2.7
合计	68,000	--	--	41.7

资料来源：光大证券研究所测算

从生产端来看，非洲猪瘟疫苗对生产工艺要求高，我们预计首批获得生产资格的企业或在 10 家上下，非洲猪瘟疫苗上市或造成行业新一轮洗牌。

### 3.5、投资建议

行业观点显现，龙头企业优先受益。1) 禽用疫苗：延续量价齐升格局。下游禽养殖高景气，同时产品升级带动禽苗价格上涨。2) 猪用疫苗：拐点到来。猪存栏不断回升，需求触底向上；规模化养殖倒逼行业集中度、渗透率提升；叠加非瘟疫苗催化，其最早或于 2020 年底上市，新增 20-40 亿的市场规模，且被龙头企业占据。**重点推荐：口蹄疫疫苗龙头生物股份、央企动保龙头中牧股份、研发能力突出的普莱柯以及禽用疫苗龙头瑞普生物。**

**表 10：动物疫苗产业链重点推荐公司**

代码	公司	市值(亿元)	股价（元/股）	EPS（元/股）			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600201.SH	生物股份	278	24.65	0.20	0.44	0.63	126	57	39	买入（维持）
600195.SH	中牧股份	126	14.90	0.30	0.52	0.62	49	29	24	买入（维持）
603566.SH	普莱柯	91	28.21	0.34	0.56	0.71	83	51	40	买入（维持）
300119.SZ	瑞普生物	69	17.09	0.48	0.62	0.77	36	27	22	买入（维持）

资料来源：Wind，2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测；股价时间为：2020 年 6 月 12 日。

## 4、糖：周期底部，关注油价及疫情影响

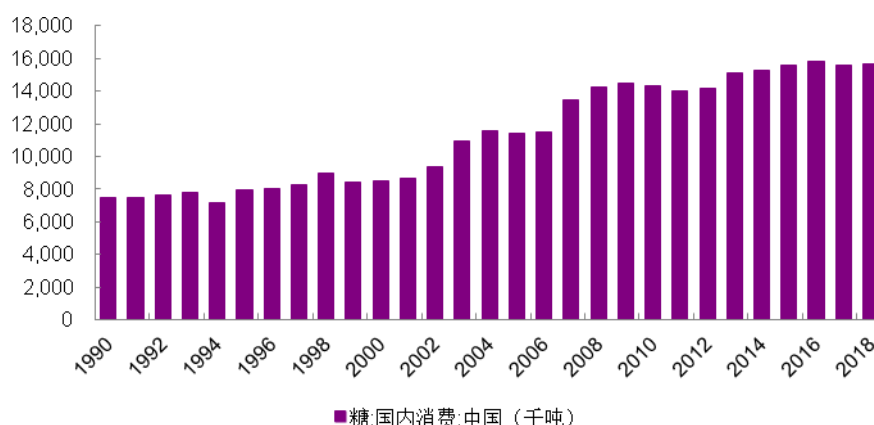
### 4.1、国产：供需紧平衡

#### 4.1.1、疫情影响需求

国内白糖需求稳定。当前我国食糖消费呈现“以工业消费为主、居民消费为辅”的格局。居民直接用糖稳定，食品工业用糖量成为需求主要动力，占总消费量的70%左右。由于人口增长放缓、我国经济向新常态转换，近年我国食糖消费量整体波动较小。根据美国农业部数据，2018年我国食糖消费量为1580万吨；而根据中国糖业协会数据统计显示，2017/2018榨季我国食糖消费量为1510万吨，同比增加20万吨。综合来看，近年来我国食糖消费量在1500-1600万吨左右。

受新冠疫情影响，国内餐饮、饮料、乳制品等需求萎缩，预计2020年国内糖消费量下降10%左右至1400-1500万吨。

图 27：国内白糖消费量平稳



资料来源：USDA

#### 4.1.2、供给：进入减产周期，关注进口

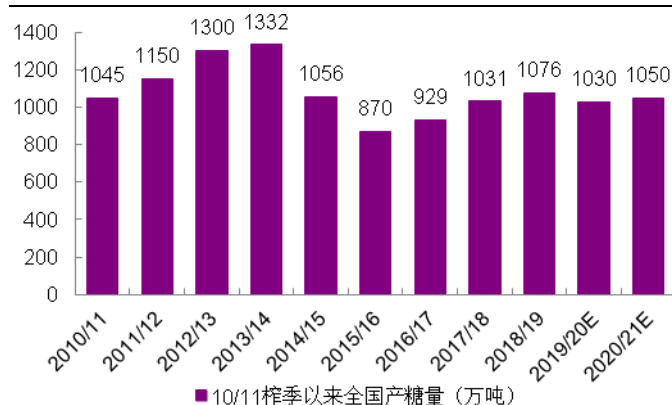
##### 自产糖：进入减产周期

食糖生产具有周期性，带动糖价剧烈波动。由于受到自然灾害和自身生长周期等因素的影响，糖料作物的产量呈现出周期性波动。甘蔗是三年蔗根作物，会呈现出3年增产3年减产的周期性特征，因而我国食糖生产也会呈现5-6年一个生产周期的特征，前3年为增产周期，后3年为减产周期。

国内制糖进入减产周期。国内制糖呈3年增产、3年减产的周期特征。上一轮增产周期的低点为2010/11榨季的1045万吨，高点为2013/14榨季的1332万吨；本轮增产周期的低点为2015/16榨季的870万吨，高点为2018/19榨季的1076万吨；高低点分别下移了256万吨和175万吨。

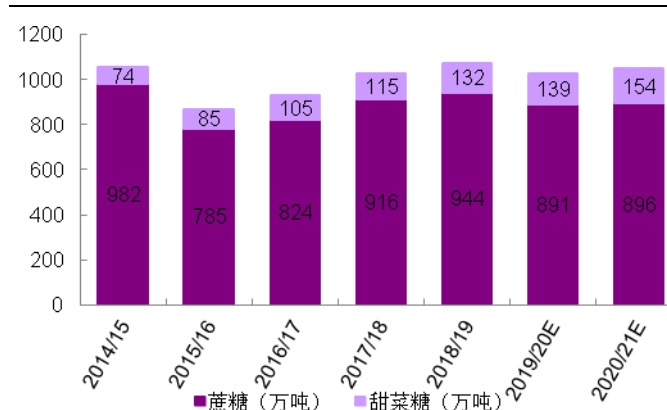
国内糖产量呈下降趋势。2019/20榨季已接近尾声，目前两广、海南已经全面收榨，截止至4月底，全国产糖量1021万吨。根据农业农村部5月预测，2019/20榨季国内糖产量将下降至1030万吨；受新冠肺炎疫情的影响，2019/20榨季消费量5月预测比4月预测下调40万吨为1480万吨。2020/21榨季预测产糖量为1050万吨，依然维持低位。

图 28：我国食糖产量及预测



资料来源：农业农村部，光大证券研究所整理，农业农村部预测

图 29：我国食糖产量构成及预测



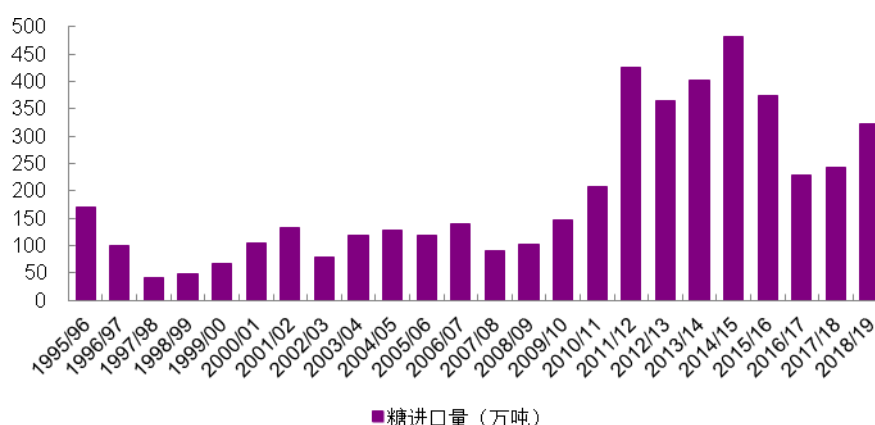
资料来源：农业农村部，光大证券研究所整理，农业农村部预测

## 进口糖：管控严格，关注进口糖浆

我国对食糖进口实行关税配额管理制度。1999 年发放 160 万吨，以后 5 年内每年增加 5%，2004 年配额增长到 194.5 万吨，此后这一数额延续。目前，我国白糖进口关税配额分为国营配额和非国营配额，国营配额占 70% 比例，私营配额占 30%。进口关税配额证自每年 1 月 1 日起至当年 12 月 31 日有效。

中国是全球第二大食糖进口国（仅次于印度尼西亚）。我国白糖长期处于供不应求的状态，进口是弥补缺口的重要途径。2018/2019 榨季我国食糖进口量为 323.6 万吨，较上榨季增长 33.4%；进口额为 10.8 亿美元，同比增长 13.8%。

图 30：国内糖进口量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

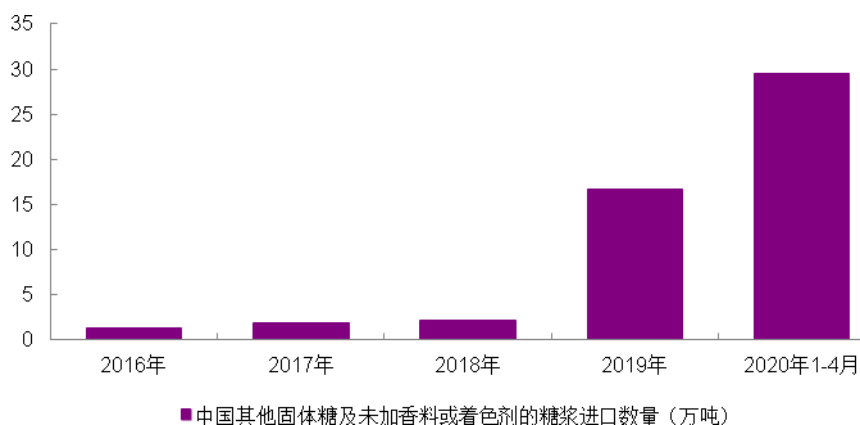
注：2017 年 5 月 22 日由于我国对配额外进口食糖实施贸易保障措施，在原有 50% 关税的基础上征收“贸易保障关税”，导致我国配额外进口食糖明显下滑。

关注进口糖浆大幅增长。2019 年 9 月份之前，我国进口糖浆一直处于平稳的水平，2019 年 10 月份开始大幅上升。2020 年 3 月单月进口量达到 9.2 万吨，是 2018 年全年的 4.2 倍，4 月份高达 12 万吨。2020 年一季度的累计进口量超过 2019 年全年，是 2018 年全年的 7.7 倍。糖浆进口大幅增长，主因其仍然维持低税率政策，进口至国内加工为白糖即可进入市场销售。



2020 年 1-4 月累计进口糖浆总量已达 29.48 万吨，已为 2019 年全年进口量的 1.8 倍，按照糖浆 0.75 的含糖度测算，糖浆进口增量替代国内食糖消费量已经高达 22.11 万吨。如果糖浆进口得不到有效遏制，将对我国食糖市场造成较大影响。

图 31：中国糖浆进口量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

保障性关税如期取消。2020 年 5 月 21 日，贸易保障关税措施到期，之后该关税措施不再实施，配额外关税税率从 85% 恢复至 50%，此结果符合预期。但部分投资者担心，保障性关税取消将使配额外进口成本明显下降，将会使进口糖大幅增加，从而冲击国内市场。我们认为，我国对白糖管控严格，同时行业有进口资格的企业都是资质相对较好的，其行业自律将相对较高。故保障性关税并不一定会带来进口量的激增，其具体影响需进一步观察。

#### 走私糖：维持地量

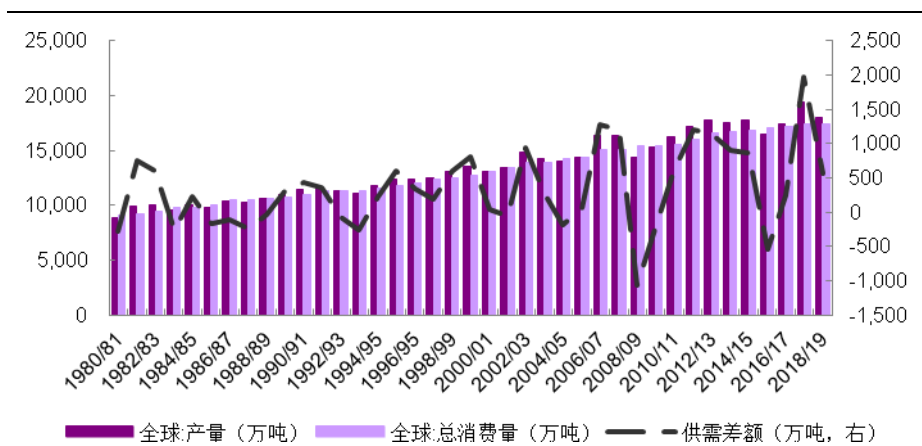
因内外差价，走私糖可以获得丰厚利润，故在我国边境，白糖走私现象普遍。往年每年走私进中国的白糖近 200 万吨以上。但 2018 年起，中国开始严厉打击白糖走私，2019 我国白糖走私量大幅下降，预计 2020 年依然在 50 万吨左右的地量。

## 4.2、国外：印度、泰国减产兑现，巴西成为最大变数

全球 80% 左右的食糖为甘蔗糖，由于甘蔗的宿根性，全球食糖产量也呈现 5-6 年为一个周期的特征。2017/18 榨季由于印度产量的快速增长，全球糖产量达到历史最高，约为 1.94 亿吨。受天气影响，主要产糖国印度、泰国及欧盟在 2018/19、2019/20 榨季均有所减产。

疫情抑制需求。近年来，由于人口增长放慢以及人们开始意识到过度摄入糖份的不利影响，近年来全球糖消费量增速明显放缓。根据美国农业部数据，2001-2018 年，全球糖消费量从 1.3 亿吨增长至 1.74 亿吨，年均复合增速为 1.73%。而新冠疫情在海外持续，将进一步抑制需求。

图 32：全球食糖产量及消费量情况

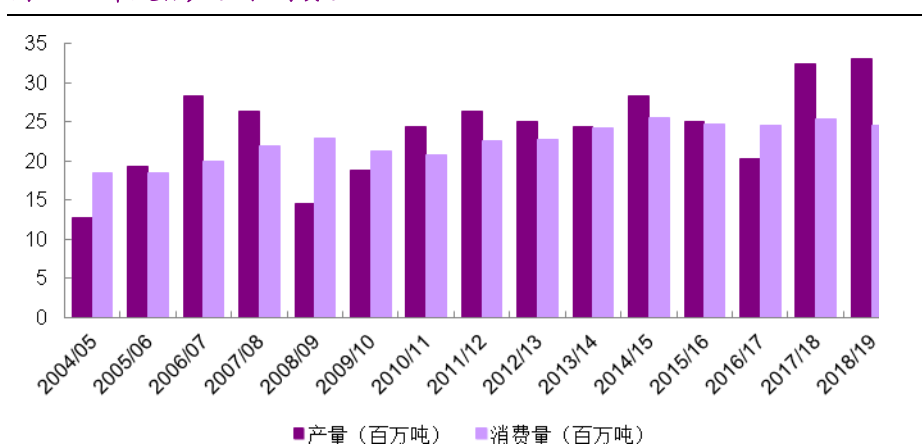


资料来源：美国农业部

#### 4.2.1、印度：产量减少，库存积压

糖业是印度第二大农产品产业，2019/20 榨季大幅减产。印度食糖产量占全球总产量的 15% 左右，2018/19 榨季印度糖产量达 3316 万吨，已成为全球最大的食糖消费国和最大食糖生产国。受干旱影响，印度主产区马哈拉施特拉邦、卡纳塔克邦甘蔗种植面积大幅减少。印度糖厂协会表示，由于受干旱影响，印度主产区马哈拉施特拉邦的食糖产量下降，截至 5 月 15 日，印度糖厂 2019/20 榨季（去年 10 月至今年 5 月）累计产糖 2650 万吨，比去年同期下降了 19%。预计 2019/20 榨季印度产糖量 2700 万吨，同比下降 600 万吨。

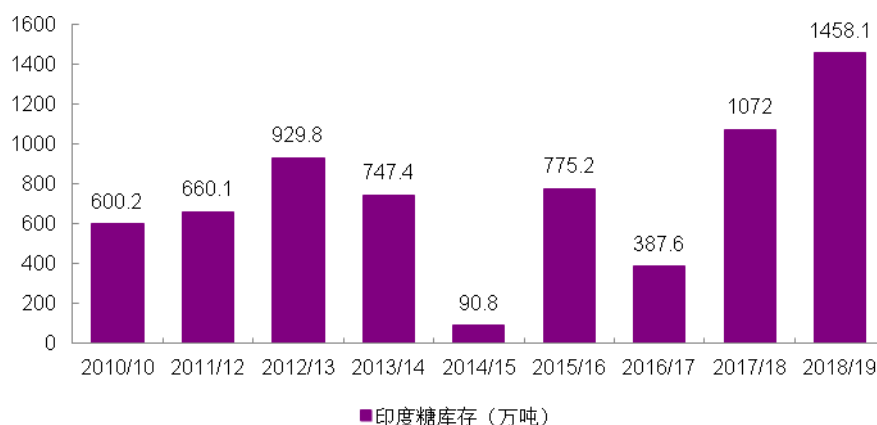
图 33：印度糖产量和消费量



资料来源：ISMA

过去两个榨季供给过剩凸显，库存高企。印度食糖消费相对稳定，但生产量波动较大。近两个榨季食糖产量大幅增长，造成大量积压库存。据 ISMA 统计数据显示，截至自 2018/19 榨季，印度糖库存已经达 1458.1 万吨，库存消费比近 60%；且预计 2019 年底库存还将继续攀升至 1620 万吨。印度高库存是全球食糖市场重要的不确定因素。

图 34：印度糖库存高企

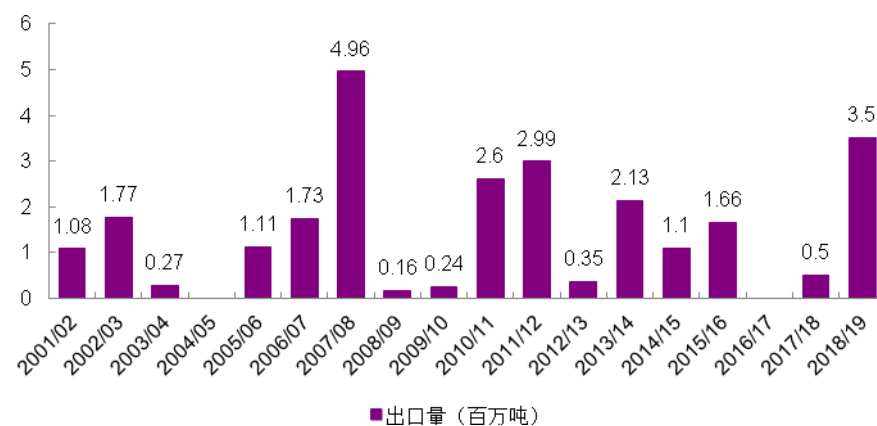


资料来源：ISMA，光大证券研究所整理

鼓励出口政策效果不如意，出口低于预期。为了解决印度食糖库存过高的问题，2019 年 11 月，印度政府通过决议，决定在 2019-2020 榨季为每吨出口食糖提供 10448 卢比补贴（约合 1000 元人民币），共计 626.8 亿（约合 62 亿人民币）卢比的补贴。2018/19 榨季印度食糖出口量 350 万吨，远低于预期的 500 万吨，主因全球糖市供过于求以及国际糖价低迷。

由于地理及市场容量等原因，中国为印度扩大出口的主要对象之一。目前来看，由于中国在糖进口方面政策执行严格，预计从印度进口糖的提升空间不大。

图 35：印度糖出口量



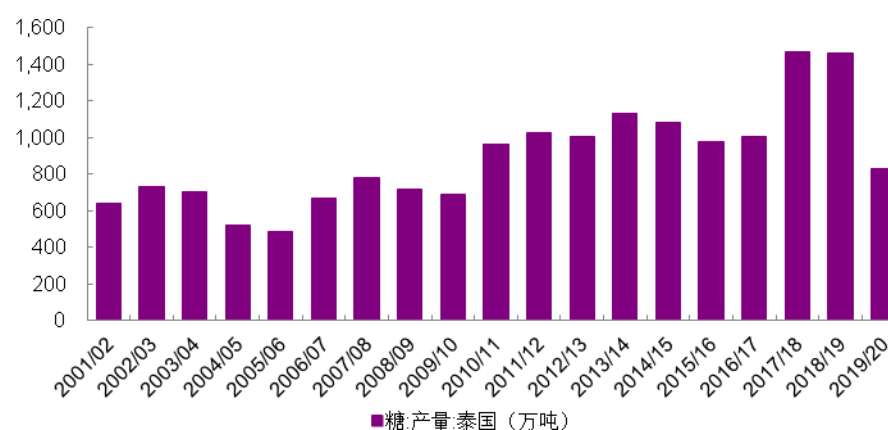
资料来源：ISMA，光大证券研究所整理

#### 4.2.2、泰国：干旱影响，大幅减产

泰国是全球第三大糖生产国，约占全球产量的 5% 左右。2017/2018 榨季泰国糖产量达到历年最高 1471 万吨，2018 年后，由于干旱天气影响，产糖量下降，2018/2019 榨季累计产糖 1458 万吨，小幅下降。

受天气影响，预计产量下行。泰国甘蔗种植地区大部分靠雨水，只有 30% 左右甘蔗利用水利设施灌溉。2019 年持续干旱，对泰国甘蔗产量产生较大影响。2019/2020 榨季糖产量仅为 827 万吨，同比下降 43.3%，为近十年最低。且由于持续干旱以及甘蔗收购价价格低迷，泰国糖厂协会（TSMC）预计 2020/2021 榨季泰国食糖产量仍将下滑。

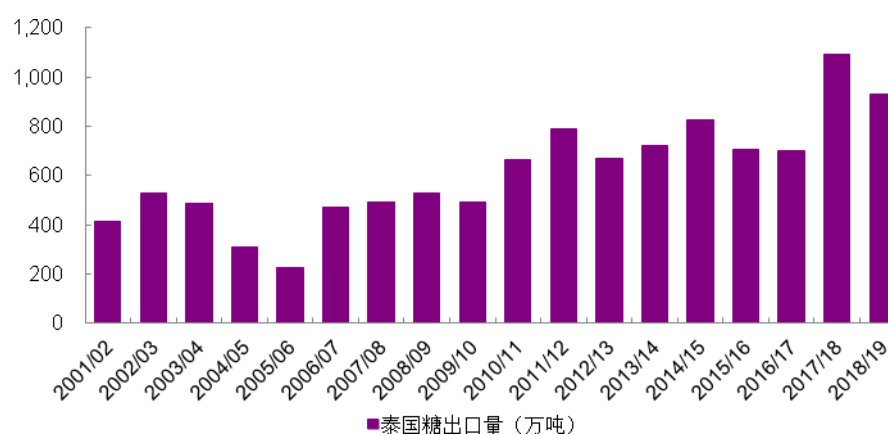
图 36: 泰国糖产量



资料来源: 美国农业部

泰国是全球第二大糖出口国。泰国砂糖产量按三种配额进行管理, A 类配额规定在国内销售, B 类配额用于出口, 除去上述两种配额剩余的部分为 C 类配额, 由榨糖厂自行支配以保证国内供应充足。其中每年 A 类内销配额约 260-270 万吨左右, 其余用于出口。而 2018/19 榨季泰国糖出口为 930 万吨, 随着糖产量的下降, 我们预计泰国 2019/20 榨季将出口将继续下降。

图 37: 泰国糖出口量

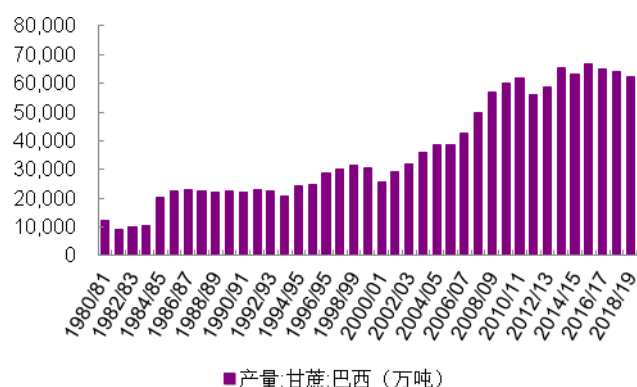


资料来源: OSCB, 光大证券研究所整理

#### 4.2.3、巴西: 油价大跌推升糖醇比

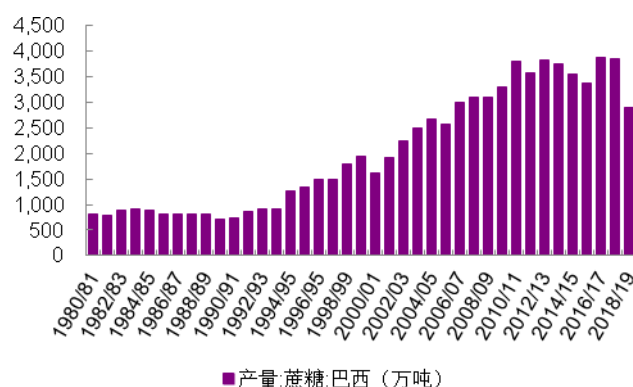
过去几年巴西糖产量处于历史低位。近年来由于蔗糖供给过剩, 国际糖价低迷等原因, 巴西甘蔗产量从 2015/16 榨季持续下滑, 2018/19 榨季巴西甘蔗产量 6.2 亿吨, 同比下降 3.1%。在糖料产量下降的同时, 由于燃料乙醇的替代作用, 糖醇比快速下降, 巴西糖产量下降幅度则更超甘蔗产量。2018/19 榨季巴西产糖 2904 万吨, 同比下降 24.8%, 为 2006/07 榨季以来最低。2019/20 榨季产量 2980 万吨, 低位微幅回升 2.6%, 波动较小。

图 38：巴西甘蔗产量



资料来源：巴西甘蔗协会

图 39：巴西蔗糖产量

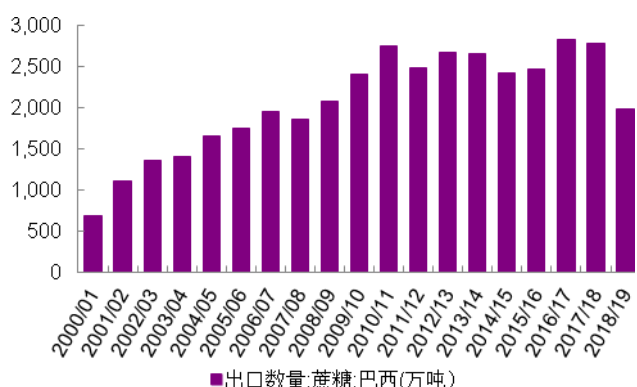


资料来源：巴西甘蔗协会

出口低位。巴西长期占据了全球出口第一大国的地位，约占全球出口量30%以上。近年来，由于食糖产量下降，其出口量亦有所影响。2018/19榨季巴西累计出口量为1995万吨，同比减少28.29%，2019/20榨季2019年4-12月巴西累计出口糖1513.72万吨，同比减少8.47%。

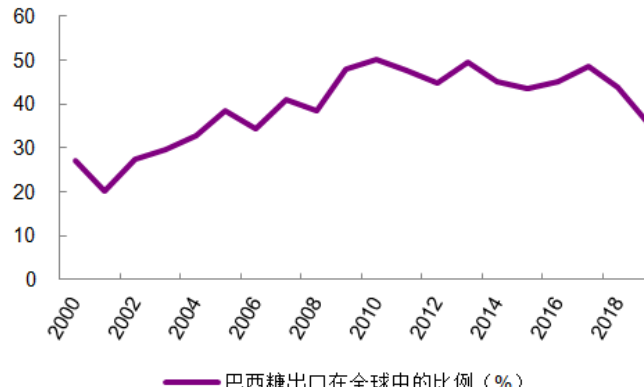
随着巴西糖醇比的快速回升，2020/21榨季其食糖产量或将较大幅度增长，从而带动其出口增长。巴西食糖生产和出口成为影响全球食糖产业格局的关键因素。

图 40：巴西糖出口量



资料来源：巴西甘蔗协会

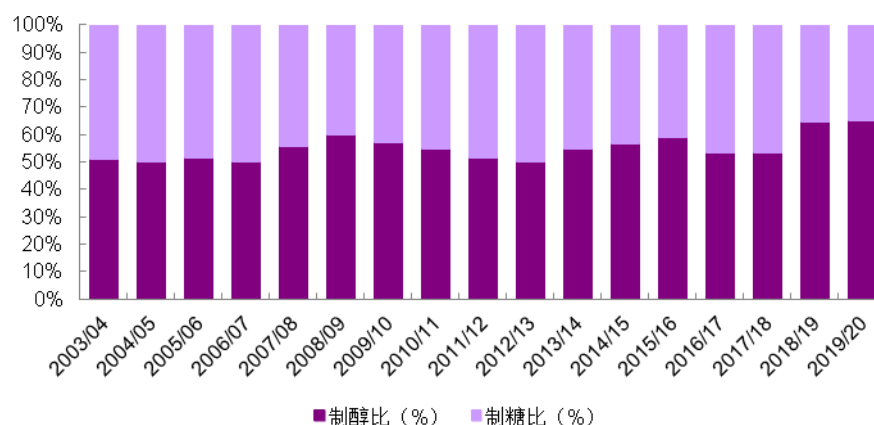
图 41：2000 年-2018 年巴西糖出口量在全球的占比



资料来源：美国农业部

近年来由于乙醇较汽油具有较大的价格优势，市场对乙醇的需求不断增加，生产乙醇的收益大幅高于食糖，因此糖厂制造乙醇热情高涨。根据巴西糖业协会数据，2018/19榨季巴西制醇比达64.8%，创2003/04以来最高；2019/20榨季制醇比为65.1%，高位继续攀升。

图 42：巴西历年糖醇比



资料来源：巴西甘蔗协会，光大证券研究所整理

近期油价暴跌，糖醇比快速上升，巴西成为影响全球食糖供需格局的关键。4月开始的巴西 2020/2021 榨季，截至 5 月 16 日巴西主产区—中南部地区已累计产糖 549 万吨，同比上年同期大幅增长 83.88%。制糖比提高至 45.31%。如巴西持续维持高制糖比，其糖产量可增产 600-1000 万吨，可抵消掉印度、泰国的减产，从而使全球食糖产业供需格局逆转，食糖产业周期底部延长。

### 4.3、短期价格有望企稳

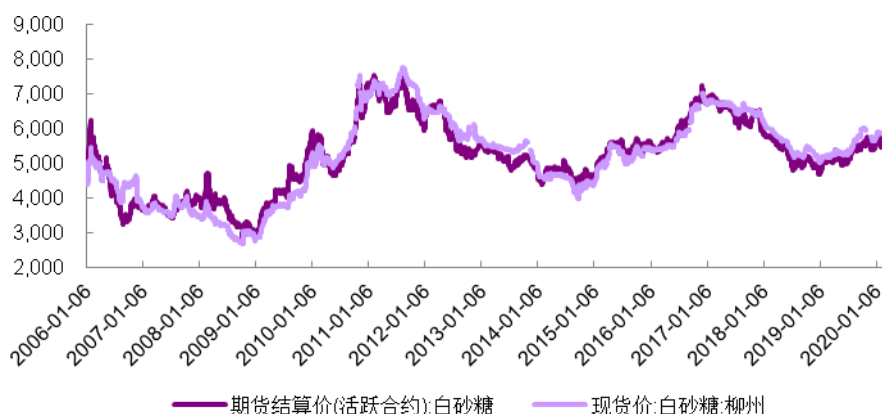
#### 1、国内供需紧平衡，进入消费旺季

国内供给：1) 截止 4 月底全国产糖量 1021 万吨，两广、海南已经全面收榨。农业部预计 19/20 榨季白糖产量 1030 万吨，小幅下滑；2) 走私今年仍旧严控，预计 50 万吨左右；3) 一季度国内食糖进口 40.4 万吨，同比增长 19.5%。预计今年整体进口量在 300 万吨左右。糖浆进口问题近期发酵或倒逼监管层出台措施控制（19/20 榨季，截止 4 月底，累计进口糖浆 38.3 万吨，折算成食糖 28.9 万吨）。

国内需求：受疫情影响，预计 2020 年国内需求将出现 10 个点以内的下滑，最终需求量在 1400~1500 万吨，进入 5 月天气转热，下游食品饮料等行业进入需求旺季，中下游将开始备货。短期对糖价有所支撑。



图 43：柳糖价格趋势（单位：元/吨）



资料来源：wind，数据截止至 2020 年 6 月 12 日

## 2、底部周期或被延长，原糖价格随着油价触底反弹

供给：三大主产国：印度 19/20 榨季产量下降 600 万吨至 2700 万吨；泰国下降 600 万吨至 820 万吨。巴西 20/21 榨季截止 4 月底制糖比明显回升，成为最大不确定因素。目前主流机构预期巴西增产 600 万-1000 万吨；已可抵消印度、泰国的减产量。

需求：海外疫情持续时间较长，白糖海外需求今年或下滑 10% 左右。

图 44：纽糖价格趋势（单位：美分/磅）



资料来源：wind，数据截止至 2020 年 6 月 12 日

## 4.4、投资建议

中国糖业进入减产周期，国际糖业供给减少，糖产业供需格局改善，糖价上涨可期。重点推荐中粮糖业：公司在国内、外有完善的产业布局，拥有从国内外制糖、进口及港口炼糖、国内贸易、仓储物流的全产业链运营模式。公司年自营及代理进口量约占中国进口总量 50% 左右，糖价上涨将为公司带来极大业绩弹性。

表 11：糖产业重点推荐公司

代码	公司	市值(亿元)	股价(元/股)	EPS (元/股)			PE			评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
600737.SH	中粮糖业	169	7.88	0.27	0.47	0.63	29	17	12	买入(维持)

资料来源：Wind，2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测；股价时间为：2020 年 6 月 12 日。

## 5、风险分析

**需求不及预期风险：**新冠肺炎疫情对餐饮等终端消费影响巨大，虽然目前情况有所改善，但恢复到正常水平仍需时间；另产品价格高位，亦会对需求有所压制。

**发生疫情风险：**重大疫情的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，同时也会对兽药、饲料行业造成较大的影响。若非洲猪瘟疫情超预期，或发生其他重大疫情，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。

**原材料价格波动风险：**饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

## 重点覆盖上市公司盈利预测及估值评级情况

代码	公司	市值(亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (X)			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300498.SZ	温氏股份	1,335	20.95	2.19	4.34	2.99	10	5	7	买入 (维持)
002714.SZ	牧原股份	2,477	66.10	1.62	7.25	5.00	41	9	13	买入 (维持)
002157.SZ	正邦科技	396	15.80	0.66	2.84	2.66	24	6	6	买入 (维持)
002567.SZ	唐人神	71	8.48	0.24	2.33	2.01	35	4	4	买入 (维持)
002548.SZ	金新农	40	9.13	0.33	2.15	2.27	28	4	4	买入 (维持)
000876.SZ	新希望	1,134	26.90	1.20	3.32	3.15	22	8	9	买入 (维持)
002100.SZ	天康生物	148	13.90	0.60	2.54	2.15	23	5	6	买入 (维持)
002299.SZ	圣农发展	311	25.03	3.29	2.44	1.98	8	10	13	买入 (维持)
002746.SZ	仙坛股份	61	13.18	2.16	1.52	1.39	6	9	9	买入 (维持)
002458.SZ	益生股份	148	15.08	2.22	1.61	1.41	7	9	11	增持 (维持)
002234.SZ	民和股份	64	21.31	5.33	3.43	3.25	4	6	7	增持 (维持)
600201.SH	生物股份	278	24.65	0.20	0.44	0.63	126	57	39	买入 (维持)
600195.SH	中牧股份	126	14.90	0.30	0.52	0.62	49	29	24	买入 (维持)
603566.SH	普莱柯	91	28.21	0.34	0.56	0.71	83	51	40	买入 (维持)
300119.SZ	瑞普生物	69	17.09	0.48	0.62	0.77	36	27	22	买入 (维持)
600737.SH	中粮糖业	169	7.88	0.27	0.47	0.63	29	17	12	买入 (维持)

资料来源: wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 12 日。

注: 2020 年、2021 年 EPS 为光大证券研究所预测;

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼