

### 中信证券研究部



**盛夏**  
首席农业分析师  
S1010516110001



**熊承慧**  
农业分析师  
S1010517070003

### 核心观点

**种植业“牧原”，其主产品稻麦的价格已现上行拐点、或回至 2014 年水平。土地扩张+单产提升，稻麦销量已较 2014 年明显增长、且有望继续扩张。地租再签或带动远期成本改善。全产业链优势明显，粮油业务成长可期。上调盈利预测，上调目标价至 20 元，维持“买入”评级。**

**■ 种植业“牧原”。**公司是以稻麦种植业务为主的粮油产业链经营企业，相当于种植业的“牧原”：1) 自有基地、自主规模化种植的经营模式；2) 多方增加种植面积+改善单产，稻麦销量规模持续增长；3) 稻麦种植成本具有明显优势；4) 粮价下行的逆势中，盈利仍持续增长。

**■ 农作物价格联动，稻麦已现涨价拐点。**生猪补栏拉动饲用消费需求+库存消化至低位，预计玉米价格在未来 2-3 年里有望持续上行。而小麦有望在饲用消费端替代玉米，其价格有望跟随玉米而进入上行周期。同时，考虑到粮价联动和特殊战略地位，预计国内稻谷价格易涨难跌。整体判断稻麦价格已现上行拐点，未来 2-3 年里或为苏垦的售价端带来 27%、11%的弹性。

**■ 土地扩张+单产提升，稻麦销量增长可期。**一方面，随着老龄农工的退休，发包面积或继续向集体种植面积转化，预计贡献约 12%的土地面积弹性；另一方面，粮价回暖后公司或重启土地流转战略，而当前土地流转框架协议如能全部落实，公司的耕地规模可增长一倍以上。另外，依赖良田好种优耕，公司的稻麦单产水平有望继续提升。

**■ 地租将再签，成本待下降。**公司的土地主要承包自集团（2019 年占比约 83%），对应支付的承包费每 5 年调整一次，调整依据为五年间稻麦最低收购价的走势。而 2018 年至 2020 年的稻麦最低收购价均低于 2017 年的水平，预计 2021 年底新签订的地租或较 2016 年下降 6%-9%。静态测算，预计地租重签后，公司 2022 年至 2026 年的种植成本或可节约 2340 万元-3456 万元。

**■ 全产业链优势明显，粮油业务成长可期。**依托自主研发的稻麦品种、自主经营的种植基地，公司的大米产品质量可追溯。目前主销民用米，稳定供货大型商超。未来或随大米加工行业的准入门槛提升而凸显先发优势。

**■ 风险因素：**粮价涨幅不达预期，农业支持补贴力度下降，异常天气导致公司稻麦减产和/或成本大幅抬升，稻麦销量不达预期，土地流转进度不达预期等。

**■ 投资建议：**稻麦丰产带来的成本改善和销量增长有望支撑 2020 年盈利高增，稻麦涨价+销量增长+地租下降，三因联动有望带动中长期盈利持续高增。上修 2020/21/22 年 EPS 预测至 0.57/0.73/1.01 元（原为 0.54/0.65/0.81 元）。考虑到公司在未来三年的盈利增速有望维持高位，同时考虑到粮食安全战略的重要性、及公司的规模化经营模式符合政策及行业发展大方向，参考同类上市公司在农作物价格上行期的历史估值水平，给予 2020 年 35 倍估值，上调目标价至 20 元，维持“买入”评级。

|             |               |
|-------------|---------------|
| <b>苏垦农发</b> | <b>601952</b> |
| <b>评级</b>   | <b>买入（维持）</b> |
| 当前价         | 13.07 元       |
| 目标价         | 20 元          |
| 总股本         | 1,378 百万股     |
| 流通股本        | 1,378 百万股     |
| 52 周最高/最低价  | 17.26/5.89 元  |
| 近 1 月绝对涨幅   | -1.06%        |
| 近 6 月绝对涨幅   | 2.48%         |
| 近 12 月绝对涨幅  | 29.40%        |

| 项目/年度           | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E     | 2022E     |
|-----------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)       | 4,883.60 | 8,027.82 | 9,600.45 | 11,195.40 | 12,770.31 |
| 营业收入增长率         | 13%      | 64%      | 20%      | 17%       | 14%       |
| 净利润(百万元)        | 605.44   | 591.37   | 785.95   | 1,003.91  | 1,394.34  |
| 净利润增长率          | 9%       | -2%      | 33%      | 28%       | 39%       |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 0.44     | 0.43     | 0.57     | 0.73      | 1.01      |
| 毛利率%            | 17%      | 13%      | 13%      | 14%       | 16%       |
| 净资产收益率 ROE%     | 10.82%   | 10.01%   | 12.24%   | 14.17%    | 17.38%    |
| 每股净资产（元）        | 4.06     | 4.29     | 4.66     | 5.14      | 5.82      |
| PE              | 30       | 30       | 23       | 18        | 13        |
| PB              | 3        | 3        | 3        | 3         | 2         |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 14 日收盘价

## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 种植业的“牧原股份” .....           | 1  |
| 农作物价格联动，稻麦已现涨价拐点 .....     | 4  |
| 库存去化+需求增长，玉米价格进入上行周期 ..... | 4  |
| 消费替代+粮食安全战略，稻麦涨价有望 .....   | 8  |
| 土地扩张+单产提升，稻麦销量增长可期 .....   | 12 |
| 老龄农工退休，发包面积继续转化 .....      | 12 |
| 种植扩张战略不改，土地流转或应时再起 .....   | 13 |
| 良田好种优耕，单产持续提升 .....        | 13 |
| 地租将再签，成本待下降 .....          | 14 |
| 全产业链优势明显，粮油业务成长可期 .....    | 16 |
| 风险因素 .....                 | 17 |
| 投资建议 .....                 | 17 |
| 关键假设 .....                 | 17 |
| 盈利预测及估值 .....              | 19 |

## 插图目录

|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 1：公司的实际控制人为江苏省国资委，旗下有 4 家核心子公司及 19 家分公司 ..... | 1  |
| 图 2：苏垦农发全产业链的主营业务架构示意图 .....                    | 2  |
| 图 3：2019 年公司的收入构成 .....                         | 2  |
| 图 4：2019 年公司的毛利构成 .....                         | 2  |
| 图 5：稻麦种植业务是公司盈利的主要来源 .....                      | 2  |
| 图 6：公司主要采取集体种植的经营模式 .....                       | 3  |
| 图 7：公司的核心基地为承包土地、并通过流转的方式扩张面积 .....             | 3  |
| 图 8：苏垦的粳稻种植成本低于全国平均水平 .....                     | 4  |
| 图 9：苏垦的小麦种植成本低于全国平均水平 .....                     | 4  |
| 图 10：近 8 年公司的营业收入情况 .....                       | 4  |
| 图 11：近 8 年公司的归属净利润情况 .....                      | 4  |
| 图 12：2006 年 7 月以来的玉米价格变化 .....                  | 5  |
| 图 13：2009-2016 年国家临储收购玉米总量 .....                | 5  |
| 图 14：饲用消费是玉米消费的主要构成部分 .....                     | 6  |
| 图 15：2018 年玉米饲用消费的构成 .....                      | 6  |
| 图 16：生猪存栏及能繁母猪存栏环比变化趋势 .....                    | 6  |
| 图 17：生猪存栏及能繁母猪存栏同比变化趋势 .....                    | 6  |
| 图 18：国家临储玉米拍卖成交价（截至 2020 年 8 月 20 日） .....      | 7  |
| 图 19：国家临储玉米拍卖成交率（截至 2020 年 8 月 20 日） .....      | 7  |
| 图 20：国内小麦的消费构成 .....                            | 8  |
| 图 21：小麦的饲用消费规模和其与玉米的差价正相关 .....                 | 8  |
| 图 22：牧原股份较常使用小麦作为饲料原料 .....                     | 9  |
| 图 23：玉米价格已涨至接近小麦价格 .....                        | 9  |
| 图 24：近年来小麦的播种面积一直较为稳定 .....                     | 9  |
| 图 25：近年来小麦的单产缓慢提高 .....                         | 9  |
| 图 26：近两年国内的稻谷种植面积开始下滑 .....                     | 10 |
| 图 27：稻谷价格自 2018 年开始大幅下跌 .....                   | 10 |
| 图 28：近年来稻谷的现货价、农户出售价及最低保护价 .....                | 12 |
| 图 29：近年来小麦的现货价、农户出售价及最低保护价 .....                | 12 |
| 图 30：公司的生产员工数量、母公司在职工数量持续下降 .....               | 12 |
| 图 31：公司的发包经营面积持续向集体种植面积转化 .....                 | 12 |
| 图 32：近年来公司放缓了土地流转步伐 .....                       | 13 |
| 图 33：苏垦的粳稻单产高于江苏和全国水平 .....                     | 14 |
| 图 34：苏垦的小麦单产高于江苏和全国水平 .....                     | 14 |
| 图 35：苏垦粳稻种植的成本构成（单位：元/亩） .....                  | 15 |
| 图 36：全国粳稻种植的成本构成（单位：元/亩） .....                  | 15 |
| 图 37：苏垦大小麦种植的成本构成（单位：元/亩） .....                 | 15 |
| 图 38：全国小麦种植的成本构成（单位：元/亩） .....                  | 15 |
| 图 39：近几年公司大米的可追溯面积 .....                        | 17 |
| 图 40：公司不同形式的大米产品的销量情况 .....                     | 17 |
| 图 41：公司大米产品的主要销售客户 .....                        | 17 |
| 图 42：2014 年至 2019 年苏垦米业的收入拆分 .....              | 18 |
| 图 43：2014 年至 2019 年苏垦米业的毛利率变化 .....             | 18 |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 44：2014 年-2019 年公司收到的政府补贴构成.....    | 19 |
| 图 45：2014 年-2019 年公司的亩均农业支持补贴水平 ..... | 19 |
| 图 46：北大荒的 PE-PB band .....            | 20 |
| 图 47：苏垦农发和北大荒的 PE 对比 .....            | 20 |
| 图 48：苏垦农发和北大荒的收入增速对比 .....            | 20 |
| 图 49：苏垦农发和北大荒的盈利增速对比 .....            | 20 |

## 表格目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 表 1：苏垦农发的三种种植模式对比.....                       | 3  |
| 表 2：国内玉米的供需平衡表.....                          | 5  |
| 表 3：近 5 年国储玉米拍卖成交量（截至 2020 年 8 月 20 日） ..... | 7  |
| 表 4：近 3 年的国家临储玉米竞价销售底价政策 .....               | 7  |
| 表 5：国内小麦的供需平衡表.....                          | 8  |
| 表 6：国内稻谷的供需平衡表.....                          | 10 |
| 表 7：近 5 年来一号文件中对于粮食安全的论述 .....               | 10 |
| 表 8：大华种业是国内销售收入第三大的种子企业、第三大的麦种销售企业 .....     | 14 |
| 表 9：预计公司 2022 年至 2026 年的地租将下降 6%-9% .....    | 16 |

## ■ 种植业的“牧原股份”

苏垦农发是一家国有大型农业企业。公司由江苏农垦体系改制而来，其最大控股股东为江苏农垦集团。农垦集团成立于 1997 年 6 月 25 日，其前身可追溯到 1952 年 2 月由中国人民解放军原步兵第 102 师整建制转成的农建四师。经过近七十年发展，农垦集团已形成了农工商综合经营的大型国有企业，旗下拥有 140 家全资或控制单位，其中：农垦集团拥有国有农场 18 个，分布在江苏省 13 个县（市、区）。2011 年，农垦集团将其种植业资源整合成立了苏垦农发。2012 年，苏垦农发整体变更为股份有限公司。2017 年 5 月，苏垦农发上市。2019 年 3 月，公司收购金太阳粮油 51.25% 的股份，布局油脂产业链。目前，苏垦农发的实际控制人为江苏省国资委，后者通过农垦集团间接持有公司 67.84% 的股份。

图 1：公司的实际控制人为江苏省国资委，旗下有 4 家核心子公司及 19 家分公司

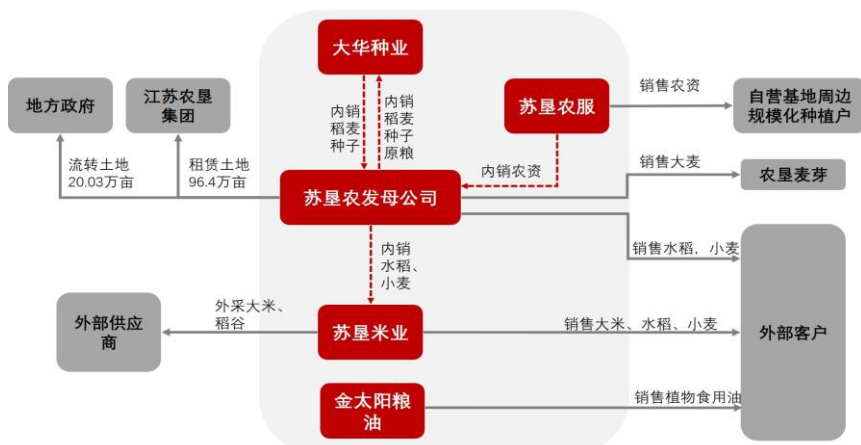


资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司是集稻麦种植、种子生产、粮油加工及销售于一体的粮油产业链经营企业。具体来说：苏垦农发主要通过母公司开展稻麦原粮（含商品粮和种子原粮）种植业务，种植所得的水稻和小麦部分销售给全资子公司苏垦米业用于大米加工或稻麦销售、部分销售给全资子公司大华种业用于稻麦种子加工、部分直接销售给外部客户；大华种业制种所得的稻麦种子部分内销给母公司、部分对外销售；另外，苏垦农发通过金太阳粮油和苏垦农服两家子公司分别运营食用油业务和农资业务。公司的主要销售产品包括粳稻、大小麦、大米、粳稻种子、小麦种子、食用油等。

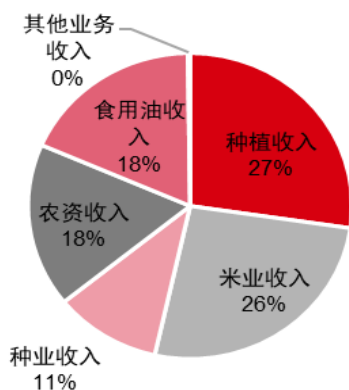
稻麦种植业务是公司的主要盈利来源。2019 年，公司实现营业收入 80.3 亿元（同比增长 64%）、归属净利 5.9 亿元（同比微降 2%）。其中，种植业务、米业、农资、食用油和种业的收入构成分别约 27%、26%、18%、18%和 11%；毛利构成分别约 50%、14%、5%、17%和 13%。上市以来，稻麦种植业务一直是公司的主要盈利来源，主要通过销售水稻和大小麦、获取种植补贴两方面实现盈利。2019 年，稻麦种植业务约贡献归属净利 4.34 亿元，盈利占比约 74%。

图 2：苏垦农发全产业链的主营业务架构示意图



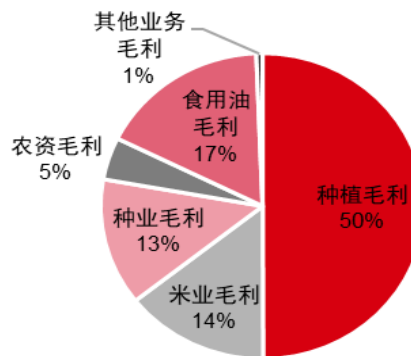
资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：面积数据为 2019 年秋播口径。

图 3：2019 年公司的收入构成



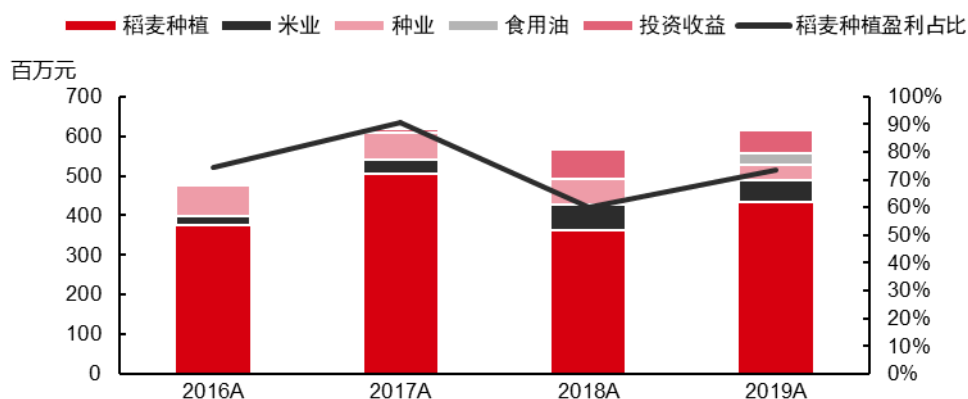
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：2019 年公司的毛利构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：稻麦种植业务是公司盈利的主要来源



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

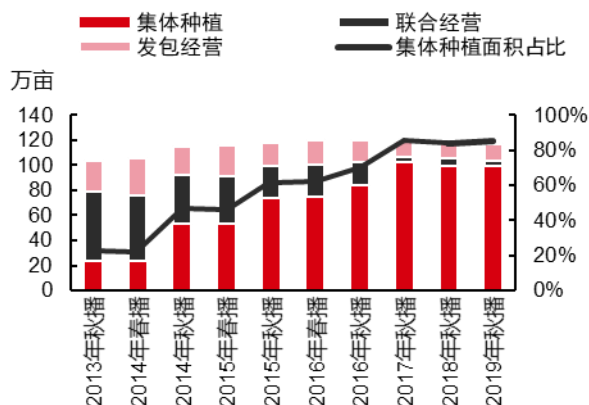
公司相当于种植业的“牧原股份”。具体来说：

1) 经营模式上, 公司采取的是自有基地、自主规模化种植的模式。截至 2019 年秋播, 公司共有 116.43 万亩土地用于开展稻麦种植业务, 其中 96.4 万亩是承包自大股东江苏农垦集团, 不仅租金水平低, 且土地规模连片、农业基础设施及配套设备齐全、利于规模化种植。这 96.4 万亩土地即构成了公司的核心自有基地。而在种植生产的组织模式上, 公司有集体种植、联合经营和发包经营三种形式, 其中主要采取的是集体种植模式, 即从管理到生产都是由公司的员工完成、种植成本和收益也都归属公司。截至 2019 年秋播, 公司约有 99 万亩集体种植土地, 约占总面积的 85%(占比较 2018 年秋播提高约 1 个百分点)。

2) 规模扩张: 近年来, 公司的稻麦销售规模持续增长。截至 2019 年, 公司的水稻和小麦销量分别达 72.5 万吨、55.3 万吨, 五年复合增速分别达 10%、6%。这主要是公司通过增加稻麦种植面积、改善单产两方面作用的结果。其中面积的增加方式主要有两种途径: 流转土地、将发包经营的土地改为集体种植。

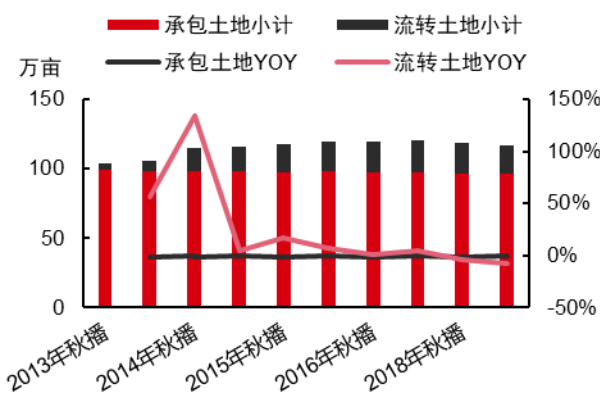
3) 成本优势: 近几年, 公司的小麦和粳稻种植成本相对于全国平均水平具备明显优势, 其中小麦尤为明显。2015 年至 2018 年, 公司的粳稻和小麦种植完全成本平均分别约 2.41 元/公斤、2.13 元/公斤, 分别较全国水平低 0.04 元/公斤、0.29 元/公斤。

图 6: 公司主要采取集体种植的经营模式



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 7: 公司的核心基地为承包土地、并通过流转的方式扩张面积



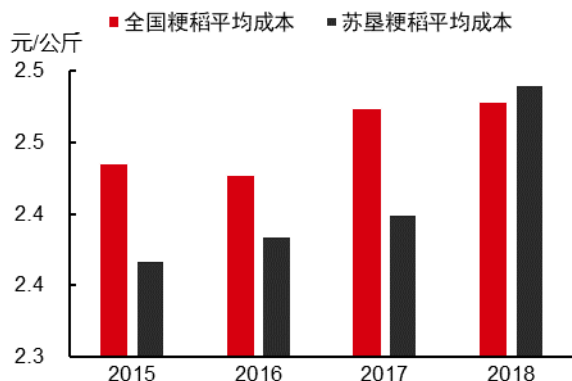
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 1: 苏垦农发的三种种植模式对比

| 经营模式  | 统一经营         |                                         | 土地发包                     |
|-------|--------------|-----------------------------------------|--------------------------|
|       | 集体种植         | 联合经营                                    |                          |
| 组织形式  | 公司统一管理土地组织生产 | “公司+农工”联合生产                             | 农工向苏垦农发缴纳土地承包费后取得土地承包经营权 |
| 管理主导者 | 苏垦农发公司       | 苏垦农发公司                                  | 承包土地的农工                  |
| 成本承担者 | 苏垦农发公司       | 苏垦农发公司                                  | 承包土地的农工                  |
| 公司收益  | 种植所得的全部收益    | 公司和农工按比例获取种植收益（2016 年比例为：公司 67%，农工 33%） | 收取土地承包金                  |
| 风险承担  | 公司承担全部种植风险   | 公司与农工签订条约，农工支付履约保证金承担部分风险               | 农工承担全部风险                 |

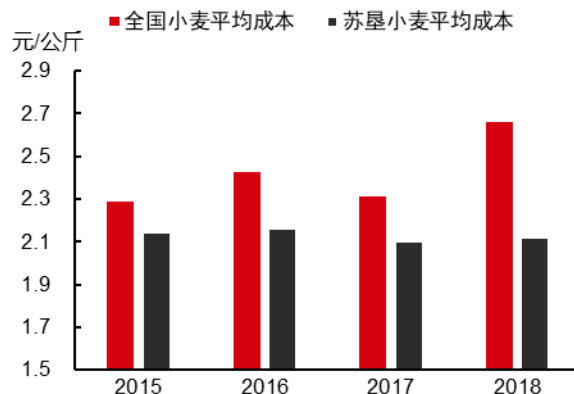
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 8：苏垦的粳稻种植成本低于全国平均水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

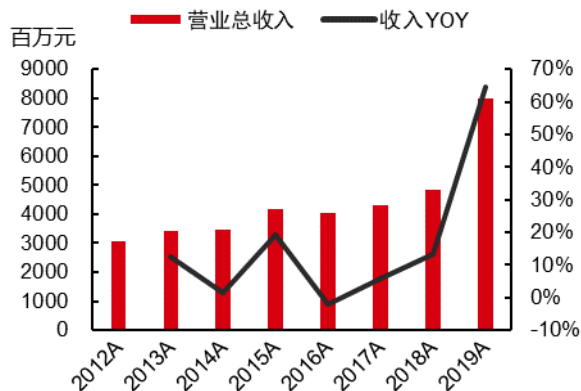
图 9：苏垦的小麦种植成本低于全国平均水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

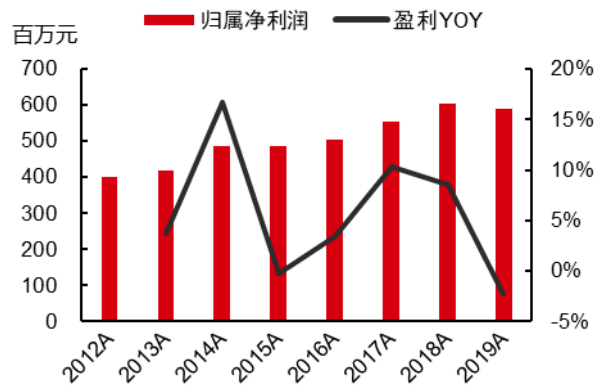
**规模扩张、投资并购的双驱动下，公司的收入和盈利持续逆势增长。**2015 年以来，粮价持续下行，但公司的收入和盈利仍分别录得 15%、5.6% 的五年复合增速。原因主要系：1) 规模扩张：公司的稻麦销量主要通过种植面积的增加、单产的提升而持续增长；2) 投资并购：一方面，通过并购金太阳粮油，公司的 2019 年营业收入和盈利得到明显增厚；另一方面，利用闲置资金购买理财产品，也自投资收益端增厚了公司 2017 年至 2019 年的盈利。

图 10：近 8 年公司的营业收入情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：近 8 年公司的归属净利润情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 农作物价格联动，稻麦已现涨价拐点

### 库存去化+需求增长，玉米价格进入上行周期

**供给侧改革，玉米库存降至低位。**为保障粮食供应、实现农民增收，我国曾在 2008 年末出台玉米临时收储政策，在东北及内蒙古东四盟地区按每年一定的收购价格向农民敞开收购玉米，并逐年提高临时收购价格。玉米的库存和价格相应逐年增加。根据中国汇易的统计，玉米库存最高时达 2.6 亿吨，相当于一年的消费量。在高库存、高粮价、高进口的压力下，国家在 2015 年秋粮上市时首次下调玉米临时收储价格、并在 2016 年 4 月取消

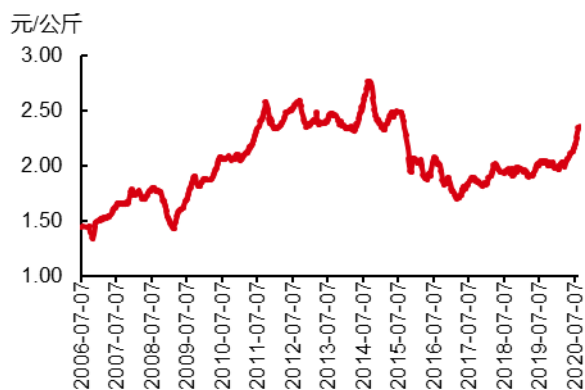
了玉米临储政策，改为“市场化收购加补贴”的新机制。玉米的供给侧改革相应启动。在政策和市场的双向引导下，玉米的播种面积和产量开始自 2016 年起持续下降，玉米深加工等需求爆发。供需缺口拉动下，玉米的库存从 2017/18 年度开始进入去化通道。截至 2019/20 年度，玉米已连续三年出现产需缺口、缺口高达 5307 万吨，期末库存估计可降至 1.4 亿吨、期末库存消费比降至 47%。2020 年，预计玉米产量或略有回升，但仍处低位，玉米或仍存在较大产需缺口。

表 2：国内玉米的供需平衡表

|       |     | 2011/12 | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 |
|-------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存  | 亿吨  | 0.24    | 0.32    | 0.42    | 0.85    | 1.63    | 2.37    | 2.59    | 2.39    | 1.86    | 1.40    |
| 产量    | 亿吨  | 1.67    | 2.28    | 2.03    | 2.60    | 2.69    | 2.61    | 2.58    | 2.46    | 2.41    | 2.49    |
| 进口量   | 百万吨 | 5.23    | 2.70    | 3.28    | 5.52    | 3.17    | 2.46    | 3.47    | 4.48    | 7.00    | 10.00   |
| 总供应量  | 亿吨  | 1.96    | 2.63    | 2.49    | 3.50    | 4.36    | 5.00    | 5.20    | 4.89    | 4.34    | 3.99    |
| 国内消费量 | 亿吨  | 1.63    | 2.21    | 1.64    | 1.87    | 1.99    | 2.41    | 2.81    | 3.04    | 2.94    | 3.03    |
| 出口量   | 百万吨 | 0.09    | 0.08    | 0.02    | 0.01    | 0.00    | 0.07    | 0.02    | 0.02    | 0.07    | 0.07    |
| 总消费量  | 亿吨  | 1.64    | 2.21    | 1.64    | 1.87    | 1.99    | 2.41    | 2.81    | 3.04    | 2.94    | 3.03    |
| 期末库存  | 亿吨  | 0.32    | 0.42    | 0.85    | 1.63    | 2.37    | 2.59    | 2.39    | 1.86    | 1.40    | 0.95    |
| 产需差   | 百万吨 | 3.46    | 7.10    | 39.17   | 72.87   | 70.39   | 19.60   | (23.44) | (57.59) | (53.07) | (54.15) |
| 期末库销比 |     | 20%     | 19%     | 52%     | 87%     | 119%    | 107%    | 85%     | 61%     | 47%     | 31%     |

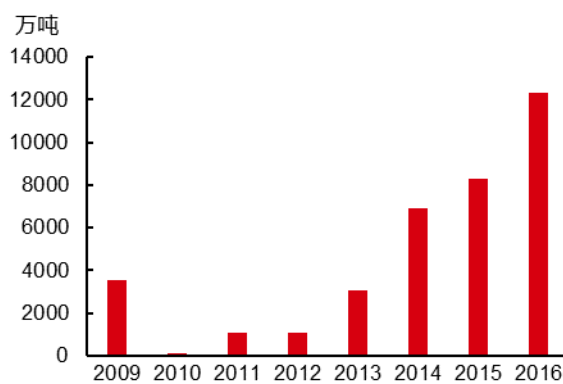
资料来源：中国汇易（含预测），中信证券研究部。注：玉米的市场年度为每年 10 月至次年 9 月。

图 12：2006 年 7 月以来的玉米价格变化



资料来源：中国畜牧业信息网，中信证券研究部

图 13：2009-2016 年国家临储收购玉米总量

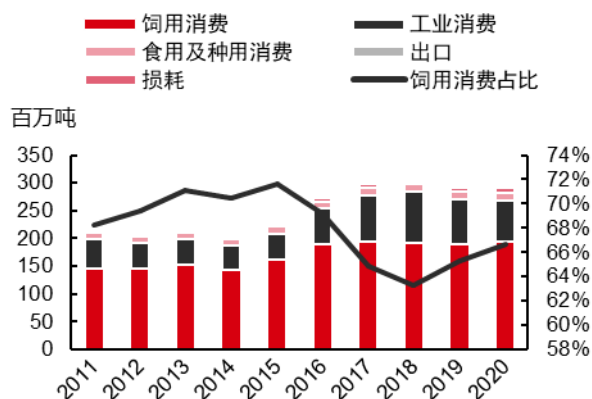


资料来源：国家粮油信息中心，中信证券研究部

**补栏拉动饲用消费，玉米需求进入上行通道。**玉米的下游消费主要包括饲用消费、工业消费、食用及种用消费、出口等。其中：1) 饲用消费是最主要的构成部分，占比约 65%-70%。饲用消费的规模随着畜禽养殖规模的周期性波动而呈现波动，但长期维度上受饲料工业化率提升的影响而持续上行；2001 年至 2018 年间，饲用消费的复合增速约 7%。2) 工业消费：即深加工为淀粉和淀粉糖、乙醇、味精、赖氨酸、柠檬酸等。工业消费规模在中短期维度上与玉米价格负相关，但是拉长来看仍是持续增长的。具体来说，2016 年至 2018 年，玉米价格低位，玉米消费规模快速增长。2019 年起，随着玉米价格的上涨，工业消费规模有所萎缩。2001 年至 2018 年间，工业消费规模的复合增速约 18%。我们估计，生猪补栏有望明显拉动未来 2-3 年的玉米饲用消费。结合肉类产量及饲料产量数据，我们估算猪料消费约占玉米饲用消费的 60%左右。受非洲猪瘟的影响，国内的生猪养殖规

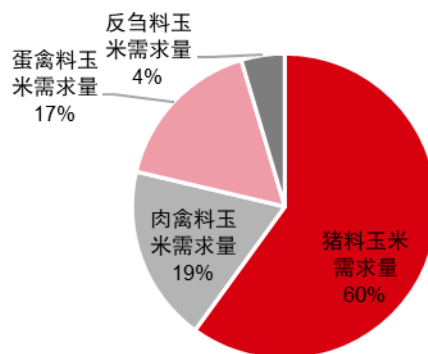
模在近两年明显萎缩，相应抑制了玉米的猪料加工用量。而高位猪价带动补栏积极性明显提升，国内的生猪养殖规模也在 2020 年起逐渐恢复。2020 年 2 月起，生猪存栏持续环比增长；2020 年 7 月，生猪存栏首度同比增长。如果非洲猪瘟疫情不出现二次大爆发，我们估计国内的生猪出栏量将在未来 2-3 年内从 2020 年的 3.5 亿头-4 亿头恢复至 7 亿头左右的规模，这将为玉米的饲用消费量带来约 4000 万吨-6000 万吨的增量。工业消费端，参考玉米供给侧改革前的工业消费规模，我们判断，即便在玉米涨价的压力下，玉米工业消费规模有所萎缩，其负面影响量预计在 2500 万吨以内。综合考虑后，我们预计玉米需求在未来 2-3 年内仍将持续增长。

图 14：饲用消费是玉米消费的主要构成部分



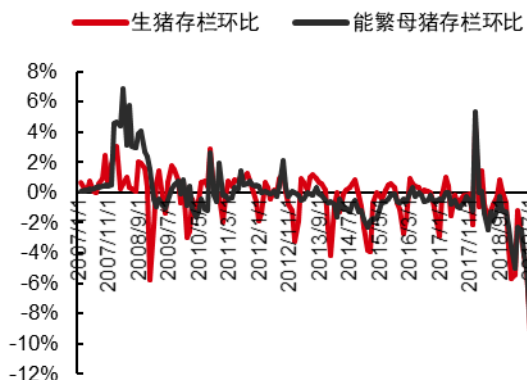
资料来源：布瑞克（含预测），中信证券研究部

图 15：2018 年玉米饲用消费的构成



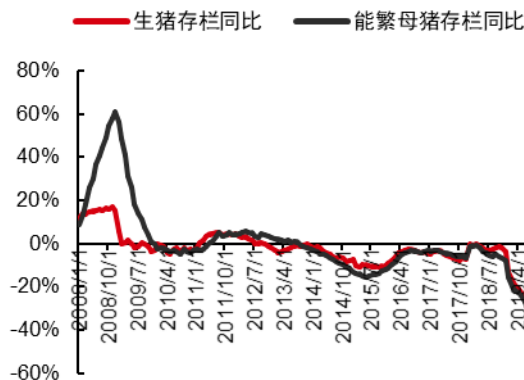
资料来源：饲料工业协会，国家统计局，中信证券研究部测算

图 16：生猪存栏及能繁母猪存栏环比变化趋势



资料来源：农业农村部，中信证券研究部

图 17：生猪存栏及能繁母猪存栏同比变化趋势



资料来源：农业农村部，中信证券研究部

**临储库存拍卖殆尽，政策调控力减弱。**近几年，我国政府每年在年中投放临储玉米库存，从而在新粮上市前保障市场供给、兼顾玉米的去库存。而临储玉米库存从 2016 年供给侧改革以来，已经从高位的 2.7 亿吨左右大幅下降。截至 2020 年 8 月 20 日，临储玉米库存已仅剩不到 1000 万吨可共拍卖。不仅如此，2020 年的临储玉米拍卖还出现了三个重要信号：1) 溢价：以往年份的拍卖成交价多在政府制定的销售底价范围内，而今年的成交价明显高于销售底价，溢价水平约 10%-25%。2) 高成交率：以往年份常有流拍的现象、平均成交率在 50% 以下，而今年的成交率几乎全是 100%。3) 新粮源加入拍卖：以往年份

的拍卖多投放的是 3-5 年前产的玉米，而今年 8 月 26 日国家粮食交易中心公告将投放 2018 年产的玉米。我们据此判断，一方面，临储玉米库存已降至低位，对市场价格的调控力减弱；另一方面，玉米的市场需求已实质转暖。

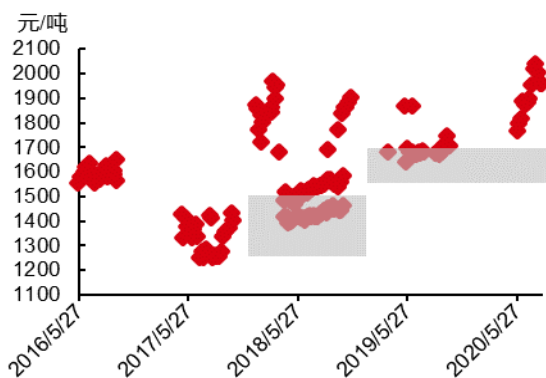
整体而言，我们预计，未来 2-3 年里，玉米价格有望受饲用消费明显拉动需求、库存消化至低位的影响下而持续上行。

表 3：近 5 年国储玉米拍卖成交量（截至 2020 年 8 月 20 日）（万吨）

|        | 全国    | 黑龙江  | 吉林   | 辽宁   | 内蒙古  |
|--------|-------|------|------|------|------|
| 2016 年 | 1965  | 143  | 328  | 311  | 254  |
| 2017 年 | 5725  | 1515 | 2265 | 667  | 1110 |
| 2018 年 | 10189 | 3726 | 3887 | 1029 | 1464 |
| 2019 年 | 1972  | 1025 | 563  | 91   | 293  |
| 2020 年 | 5195  | 2833 | 1188 | 297  | 876  |
| 合计     | 25045 | 9243 | 8232 | 2395 | 3998 |

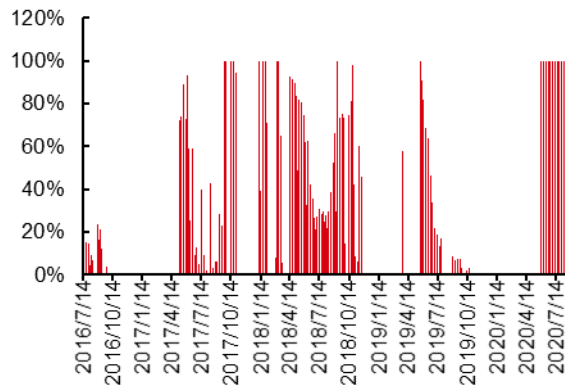
资料来源：国家粮油信息中心，中信证券研究部

图 18：国家临储玉米拍卖成交价（截至 2020 年 8 月 20 日）



资料来源：国家粮油信息中心，中信证券研究部。注：红点为拍卖成交价，灰色方框为拍卖底价范围。

图 19：国家临储玉米拍卖成交率（截至 2020 年 8 月 20 日）



资料来源：国家粮油信息中心，中信证券研究部

表 4：近 3 年的国家临储玉米竞价销售底价政策（元/吨）

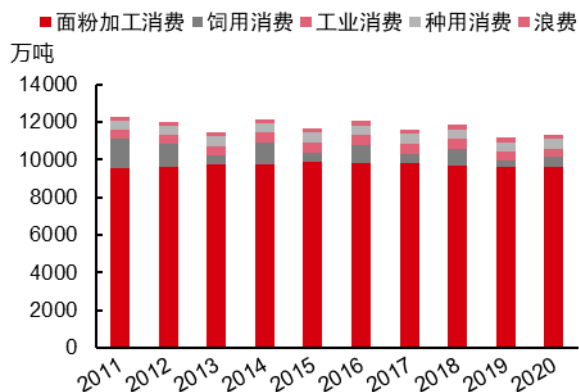
|            |           | 黑龙江、内蒙古兴安盟及以北 | 吉林        | 辽宁、内蒙古通辽及以南 |
|------------|-----------|---------------|-----------|-------------|
| 2018 年拍卖政策 | 2013 年产玉米 | 1250          | 1300      | 1350        |
|            | 2014 年产玉米 | 1350          | 1400      | 1450        |
|            | 2015 年产玉米 | 1400          | 1450      | 1500        |
| 2019 年拍卖政策 | 2014 年产玉米 | 1550          | 1600      | 1650        |
|            | 2015 年产玉米 | 1600          | 1650      | 1700        |
| 2020 年拍卖政策 | 2014 年产玉米 | 1550          | 1600      | 1650        |
|            | 2015 年产玉米 | 1600          | 1650      | 1700        |
|            | 2016 年产玉米 | 1650/1900     | 1700/2015 | 1889        |
|            | 2018 年产玉米 |               | 2015      | 2110        |

资料来源：国家粮食交易中心，中信证券研究部

## 消费替代+粮食安全战略，稻麦涨价有望

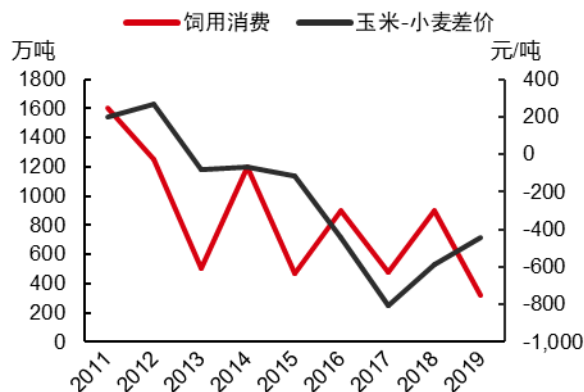
**饲用消费替代，小麦或跟随玉米涨价。**1) 小麦消费端：国内小麦的消费以食用消费为主（即面粉加工消费），饲用、种用和工业用消费为辅。其中，饲用需求是小麦消费端的主要弹性变量，其规模在 500 万吨-1600 万吨间波动。由于小麦可在饲料加工中作为能量原料替代玉米、且可同步减少豆粕的添加量，因此当玉米的价格偏高、而小麦的价格偏低时，小麦的饲用消费规模也相应加大。根据布瑞克的统计数据，近 10 年来发生过两次大规模的小麦替代玉米，分别是 2011-2012 年、2014 年，当时玉米相对小麦的价格优势分别为 200-300 元/吨、-64 元/吨，而小麦的饲用消费规模分别从 650 万吨提升至 1600 万吨、500 万吨提升至 1200 万吨。截至 2020 年 9 月 1 日，玉米的价格已上涨至 2325 元/吨左右，仅比小麦价格低 110 元/吨。如果玉米价格进一步上涨，则小麦的饲用消费替代或将被触发。考虑到生猪养殖的补栏或还将为玉米的饲用消费端带来 4000 万吨-6000 万吨的增量，而玉米的库存已降至低位、难以满足饲用消费端的增长，我们预计未来 2-3 年饲用消费端将再次出现大规模的小麦替代玉米现象。2) 小麦供给端：由于水资源的约束、种植效益偏低等因素的影响，我国的小麦种植面积近年来一直稳定在 3.7 亿亩左右，其产量的增长主要依赖于农艺技术提升、种植品种改良等带来的单产提升。而小麦单产的提升不可能是爆发式的、过去十年的复合增速约 1.3%，因此当消费端出现提升时，小麦的产需差将明显收窄、仅可依赖消化现有库存来满足需求。根据中国汇易的测算，2019 年国内小麦的产需差约 2000 万吨，2020 年产需差有望随消费量的增长而收敛至 1200 万吨、期末库存消费比约 98%。考虑到未来 2-3 年小麦的饲用消费规模或明显提升，我们预计 2021 年小麦或出现产需缺口、库存消费比或开始下降，从而带动小麦价格的上涨。

图 20：国内小麦的消费构成



资料来源：布瑞克（含预测），中信证券研究部

图 21：小麦的饲用消费规模和其与玉米的差价正相关



资料来源：布瑞克，wind，中信证券研究部

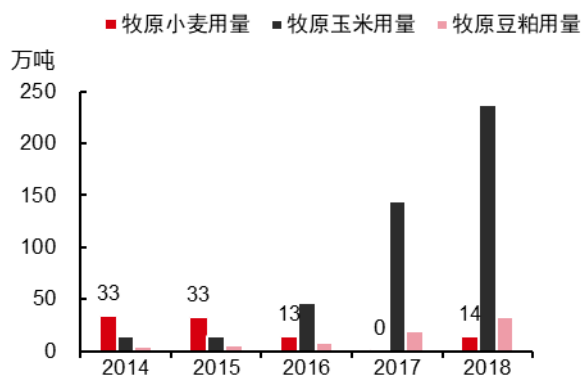
表 5：国内小麦的供需平衡表

|            | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020-E |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 期初库存（百万吨）  | 53   | 38   | 28   | 34   | 31   | 45   | 48   | 68   | 77   | 102    |
| 产量（百万吨）    | 102  | 98   | 104  | 114  | 124  | 120  | 128  | 122  | 131  | 131    |
| 进口量（百万吨）   | 2.9  | 2.9  | 6.7  | 1.8  | 3.4  | 4.2  | 3.5  | 2.7  | 4.8  | 5.3    |
| 总供给量（百万吨）  | 158  | 139  | 139  | 150  | 158  | 169  | 180  | 193  | 214  | 239    |
| 国内消费量（百万吨） | 120  | 111  | 105  | 109  | 113  | 120  | 112  | 115  | 111  | 120    |

|           | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020-E |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|
| 出口量（百万吨）  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0  | 0.0    |
| 总消费量（百万吨） | 120  | 111  | 105  | 109  | 113  | 120  | 112  | 115  | 111  | 120    |
| 期末库存（百万吨） | 38   | 28   | 34   | 41   | 45   | 48   | 68   | 77   | 102  | 118    |
| 产需差（百万吨）  | (18) | (13) | (1)  | 5    | 11   | (1)  | 17   | 6    | 20   | 11     |
| 期末库销比     | 32%  | 25%  | 33%  | 38%  | 40%  | 40%  | 61%  | 67%  | 92%  | 98%    |

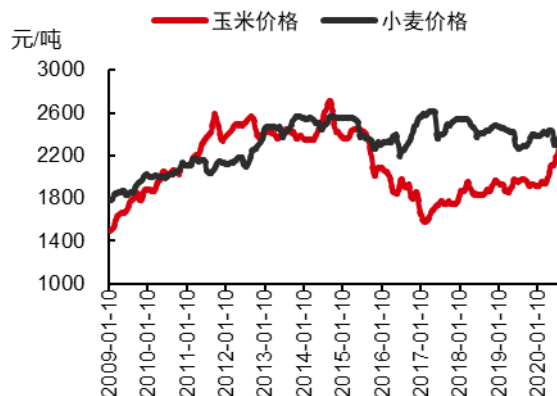
资料来源：中国汇易（含预测），中信证券研究部

图 22：牧原股份较常使用小麦作为饲料原料



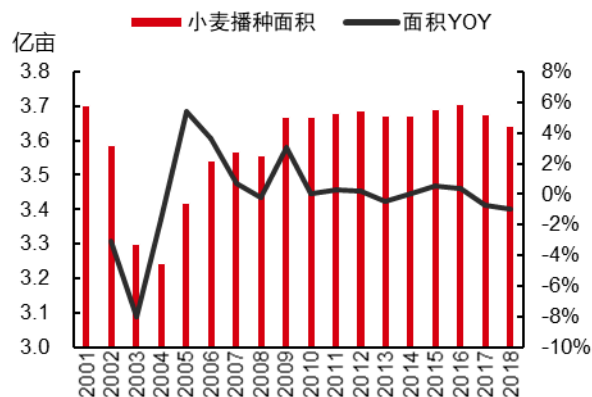
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23：玉米价格已涨至接近小麦价格



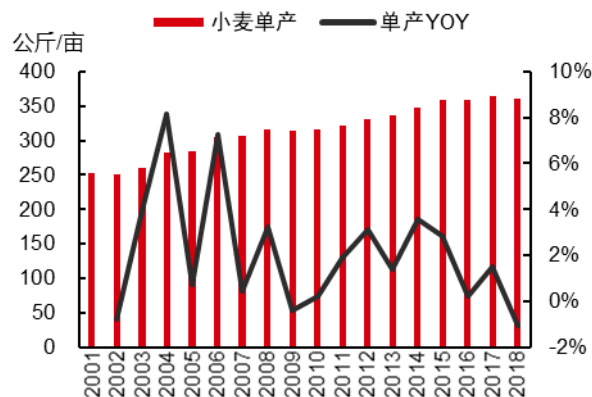
资料来源：wind，中信证券研究部

图 24：近年来小麦的播种面积一直较为稳定



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 25：近年来小麦的单产缓慢提高

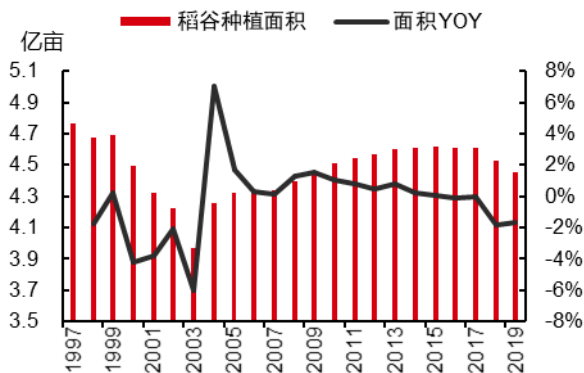


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

**农作物价格联动+战略地位特殊，国内稻谷价格易涨难跌。**2018年，在高库存压力下，国家大幅下调了稻谷的最低保护，导致国内的稻谷价格大幅下跌，其中早稻、中晚籼稻和粳稻的最大跌幅分别达20%、14%、19%。截至2019/20年度末，国内稻谷的库存量仍有1.4亿吨，相当于一年消费量的72%，处于较为充足的状态。但是，受稻谷种植收益缩减、政策引导“双改单”两方面因素的影响，我国的稻谷种植面积和产量自2018年起已开始下滑。如果稻谷价格持续低迷，低位的种植收益或导致稻谷种植面积和产量继续下降，从而形成产需差，拉动库存消费比下降、价格上涨。另外，进口难以满足中国的口粮消费需求，从粮食安全战略的角度考虑，稻谷是需要维持较高水平的库存的。具体来说，国内每年的大米消费量约1.1-1.2亿吨，而全球的大米出口量仅4000-5000万吨，也就是说，

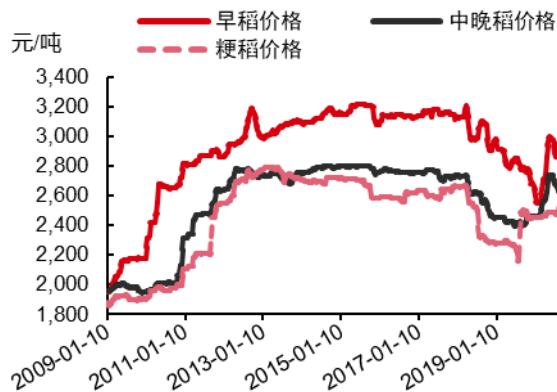
即便把全球出口的大米都进口到中国，也仅够中国人 4-5 个月消费量。不仅如此，我国的一号文件中也多次强调粮食安全的战略重要性，国家发改委也在 2020 年上调了早籼稻和中晚籼稻的最低保护价。因此，考虑到种植面积和产量继续下降的可能、及稻谷的特殊战略地位，我们判断当前稻谷价格已是易涨难跌。

图 26：近两年国内的稻谷种植面积开始下滑



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 27：稻谷价格自 2018 年开始大幅下跌



资料来源：wind，中信证券研究部

表 6：国内稻谷的供需平衡表

|           | 2010/11 | 2011/12 | 2012/13 | 2013/14 | 2014/15 | 2015/16 | 2016/17 | 2017/18 | 2018/19 | 2019/20 | 2020/21 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 期初库存（百万吨） | 59      | 62      | 69      | 79      | 86      | 96      | 109     | 121     | 132     | 138     | 144     |
| 产量（百万吨）   | 196     | 201     | 204     | 204     | 207     | 208     | 207     | 208     | 204     | 202     | 202     |
| 进口量（百万吨）  | 0.6     | 2.0     | 2.2     | 2.4     | 3.0     | 3.6     | 4.0     | 3.3     | 2.6     | 2.5     | 2.5     |
| 总供给量（百万吨） | 255     | 265     | 276     | 285     | 296     | 308     | 320     | 332     | 339     | 343     | 348     |
| 国内消费量     | 193     | 196     | 196     | 199     | 200     | 199     | 198     | 198     | 198     | 197     | 197     |
| 出口量（百万吨）  | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.3     | 0.4     | 0.3     | 1.0     | 1.7     | 2.9     | 2.4     | 2.7     |
| 总消费量（百万吨） | 193     | 196     | 196     | 199     | 200     | 199     | 199     | 200     | 201     | 199     | 200     |
| 期末库存（百万吨） | 62      | 69      | 79      | 86      | 96      | 109     | 121     | 132     | 138     | 144     | 148     |
| 产需差（百万吨）  | 2.8     | 5.1     | 7.8     | 4.5     | 6.5     | 9.4     | 8.0     | 8.3     | 3.1     | 3.1     | 2.3     |
| 期末库销比     | 32%     | 35%     | 40%     | 43%     | 48%     | 55%     | 61%     | 66%     | 69%     | 72%     | 74%     |

资料来源：布瑞克（含预测），中信证券研究部

表 7：近 5 年来一号文件中对于粮食安全的论述

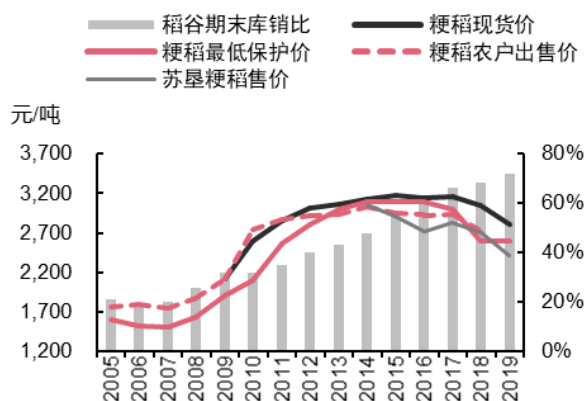
| 年份     | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2020 年 | <b>稳定粮食生产。</b> 确保粮食安全始终是治国理政的头等大事。粮食生产要稳字当头，稳政策、稳面积、稳产量。强化粮食安全省长责任制考核，各省（自治区、直辖市）2020 年粮食播种面积和产量要保持基本稳定。进一步完善农业补贴政策。调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，稳定农民基本收益。推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点。加大对大豆高产品种和玉米、大豆间作新农艺推广的支持力度。抓好草地贪夜蛾等重大病虫害防控，推广统防统治、代耕代种、土地托管等服务模式。加大对产粮大县的奖励力度，优先安排农产品加工用地指标。支持产粮大县开展高标准农田建设新增耕地指标跨省域调剂使用，调剂收益按规定用于建设高标准农田。深入实施优质粮食工程。以北方农牧交错带为重点扩大粮改饲规模，推广种养结合模式。完善新疆棉花目标价格政策。拓展多元化进口渠道，增加适应国内需求的农产品进口。扩大优势农产品出口。深入开展农产品反走私综合治理专项行动。 |
| 2019 年 | <b>稳定粮食产量。</b> 毫不放松抓好粮食生产，推动藏粮于地、藏粮于技落实落地， <b>确保粮食播种面积稳定在 16.5 亿亩</b> 。稳定完善扶持粮食生产政策举措，挖掘品种、技术、减灾等稳产增产潜力，保障农民种粮基本收益。发挥粮食主产区优势，完                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

| 年份     | 内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|--------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|        | <p>善粮食主产区利益补偿机制，健全产粮大县奖补政策。压实主销区和产销平衡区稳定粮食生产责任。严守 18 亿亩耕地红线，全面落实永久基本农田特殊保护制度，确保永久基本农田保持在 15.46 亿亩以上。建设现代气象为农服务体系。强化粮食安全省长责任制考核。</p> <p>实施重要农产品保障战略。加强顶层设计和系统规划，立足国内保障粮食等重要农产品供给，统筹用好国际国内两个市场、两种资源，科学确定国内重要农产品保障水平，健全保障体系，提高国内安全保障能力。<b>将稻谷、小麦作为必保品种，稳定玉米生产，确保谷物基本自给、口粮绝对安全。</b>加快推进粮食安全保障立法进程。在提质增效基础上，巩固棉花、油料、糖料、天然橡胶生产能力。加快推进并支持农业走出去，加强“一带一路”农业国际合作，主动扩大国内紧缺农产品进口，拓展多元化进口渠道，培育一批跨国农业企业集团，提高农业对外合作水平。加大农产品反走私综合治理力度。</p>                                                                                   |
| 2018 年 | <p>夯实农业生产能力基础。深入实施藏粮于地、藏粮于技战略，<b>严守耕地红线，确保国家粮食安全，把中国人的饭碗牢牢端在自己手中。</b>全面落实永久基本农田特殊保护制度，加快划定和建设粮食生产功能区、重要农产品生产保护区，完善支持政策。大规模推进农村土地整治和高标准农田建设，稳步提升耕地质量，强化监督考核和地方政府责任。加强农田水利建设，提高抗旱防洪除涝能力。实施国家农业节水行动，加快灌区续建配套与现代化改造，推进小型农田水利设施达标提质，建设一批重大高效节水灌溉工程。加快建设国家农业科技创新体系，加强面向全行业的科技创新基地建设。深化农业科技成果转化和推广应用改革。加快发展现代农作物、畜禽、水产、林木种业，提升自主创新能力。高标准建设国家南繁育种基地。推进我国农机装备产业转型升级，加强科研机构、设备制造企业联合攻关，进一步提高大宗农作物机械国产化水平，加快研发经济作物、养殖业、丘陵山区农林机械，发展高端农机装备制造。优化农业从业者结构，加快建设知识型、技能型、创新型农业经营者队伍。大力发展数字农业，实施智慧农业林业水利工程，推进物联网试验示范和遥感技术应用。</p> |
| 2017 年 | <p>统筹调整粮经饲种植结构。按照稳粮、优经、扩饲的要求，加快构建粮经饲协调发展的三元种植结构。<b>粮食作物要稳定水稻、小麦生产，确保口粮绝对安全</b>，重点发展优质稻米和强筋弱筋小麦，继续调减非优势区籽粒玉米，增加优质食用大豆、薯类、杂粮杂豆等。经济作物要优化品种品质和区域布局，巩固主产区棉花、油料、糖料生产，促进园艺作物增值增效。饲料作物要扩大种植面积，发展青贮玉米、苜蓿等优质牧草，大力培育现代饲草料产业体系。加快北方农牧交错带结构调整，形成以养带种、牧林农复合、草果菜结合的种植结构。继续开展粮改饲、粮改豆补贴试点</p>                                                                                                                                                                                                                                 |
| 2016 年 | <p>优化农业生产结构和区域布局。树立大食物观，面向整个国土资源，全方位、多途径开发食物资源，满足日益多元化的食物消费需求。<b>在确保谷物基本自给、口粮绝对安全的前提下</b>，基本形成与市场需求相适应、与资源禀赋相匹配的现代农业生产结构和区域布局，提高农业综合效益。启动实施种植业结构调整规划，<b>稳定水稻和小麦生产，适当调减非优势区玉米种植。</b>支持粮食主产区建设粮食生产核心区。扩大粮改饲试点，加快建设现代饲草料产业体系。合理调整粮食统计口径。制定划定粮食生产功能区和大豆、棉花、油料、糖料蔗等重要农产品生产保护区的指导意见。积极推进马铃薯主食开发。加快现代畜牧业建设，根据环境容量调整区域养殖布局，优化畜禽养殖结构，发展草食畜牧业，形成规模化生产、集约化经营为主导的产业发展格局。启动实施种养结合循环农业示范工程，推动种养结合、农牧循环发展。加强渔政渔港建设。大力发展旱作农业、热作农业、优质特色杂粮、特色经济林、木本油料、竹藤花卉、林下经济。</p>                                                           |

资料来源：中共中央国务院，中信证券研究部

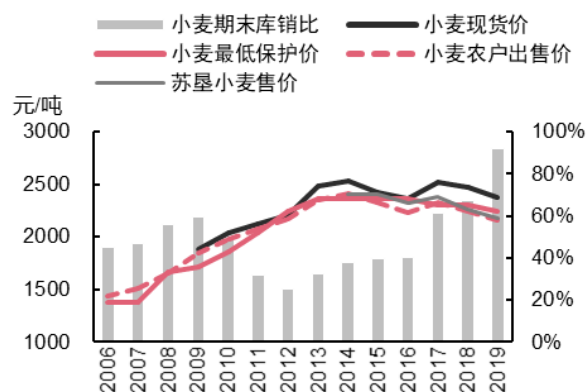
**稻麦涨价或分别为苏垦的售价端带来 27%、11%的弹性。**以农户出售价的口径来看，近 15 年来国内稻谷和小麦价格的高点是在 2014 年。之后，随着国家的政策支持力度减弱（不再提高最低保护价、甚至下调最低保护价）、稻麦的库存压力提高，小麦和稻谷的现货价相继走弱，且农户出售价与现货价/最低保护价的差距拉大、甚至在最低保护价下方运行。我们判断，随着玉米和稻麦供需形势的改善，稻麦的出售价一方面会跟随玉米价格而上涨，另一方面也会修复与现货价/最低保护价间的差距，从而展现价格弹性。2014 年，苏垦的粳稻和小麦售价分别为 3050 元/吨、2410 元/吨。而 2019 年，苏垦的粳稻和小麦售价已降至 2410 元/吨、2179 元/吨，均低于最低保护价（2600 元/吨、2240 元/吨）。若稻麦价格在未来 2-3 年内如我们预计的那样回到 2014 年的水平，则价格弹性分别约 27%、11%。

图 28：近年来稻谷的现货价、农户出售价及最低保护价



资料来源：全国农作物成本收益资料汇编，国家发改委，wind，布瑞克，苏垦农发公司公告，中信证券研究部

图 29：近年来小麦的现货价、农户出售价及最低保护价



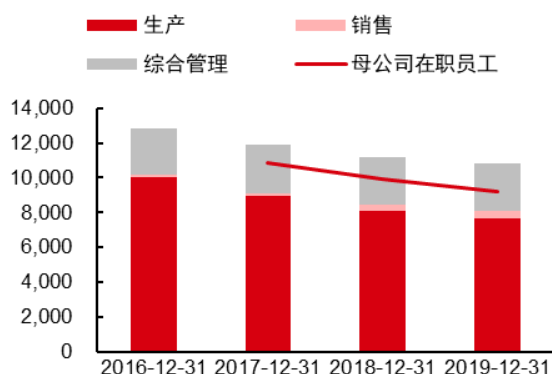
资料来源：全国农作物成本收益资料汇编，国家发改委，wind，中国汇易，苏垦农发公司公告，中信证券研究部

## ■ 土地扩张+单产提升，稻麦销量增长可期

### 老龄农工退休，发包面积继续转化

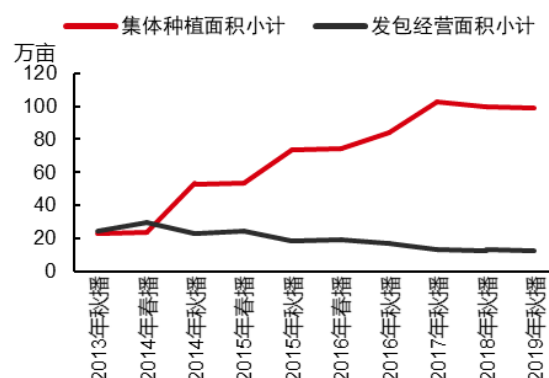
公司引导+农工退休，公司存量土地有望继续优化结构。正如我们在前面所介绍的那样，公司的种植业务采取了集体种植、联合经营和发包经营的三种形式（见图 6、表 1）。其中发包经营模式下农业职工享有发包耕地所产农产品的收益权，而苏垦农发仅收取土地承包金。即，发包模式下的土地面积不贡献公司的稻麦销量。而随着公司逐步扩大集体种植比例并控制发包经营面积，以及参加发包的农工退休后将其承包的土地交还给公司进行集体种植，发包土地的面积有望持续转为集体种植面积。2017 年至 2019 年，公司的生产人员数量减少 1321 人至 7632 人、母公司在职工减少 1612 人至 9224 人。我们估计员工数量的减少正是从事发包经营的老龄农工退休所带动的。相应的，2014 年秋播至 2019 年秋播，公司约有 10 万亩发包土地面积转化为集体种植面积。截至 2019 年秋播，公司仍有约 13 万亩土地采取的是发包经营的模式。静态测算的话，如果这 13 万亩土地未来全部转化为集体种植面积，则公司的稻麦种植面积可增长约 12%至 116 万亩。

图 30：公司的生产员工数量、母公司在职工数量持续下降



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：公司的发包经营面积持续向集体种植面积转化



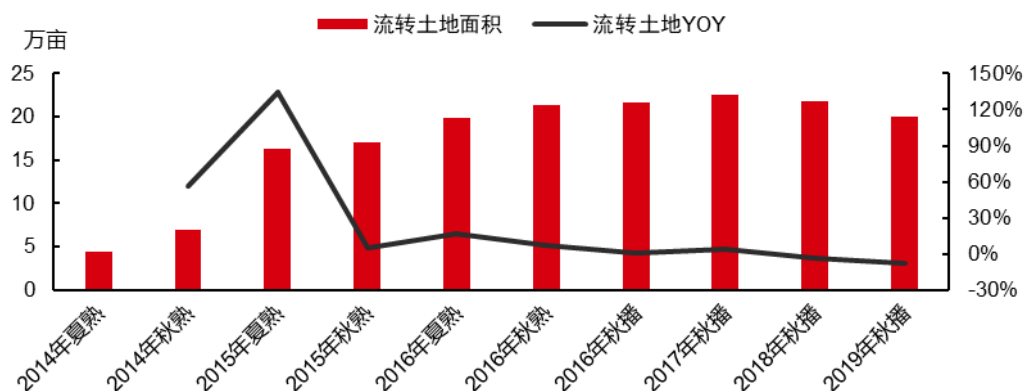
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 种植扩张战略不改，土地流转或应时再起

近两年公司的土地流转进度放缓，但种植扩张战略不改。公司的种植用土地主要来源于承包集团土地、和流转社会耕地。其中后者是公司近年来种植总面积增长的主要动力。2013 年秋播至 2016 年秋播，公司的土地流转面积从 4.5 万亩增长至 21.73 万亩，年复合增速约 69%。2017 年起，由于水稻和小麦的最低收购价双双下调、影响了种植收益，而土地租金维持高位，公司相应阶段性放缓了土地流转进度。但是，公司通过土地流转实现规模扩张的战略不变。2017 年，公司已与江苏 20 多个县（区）级政府签订了 137.8 万亩土地的流转战略框架协议。2018 年，土地流转战略框架协议的面积进一步增长至 138.2 万亩。如能全部落实，公司的耕地规模有望增长一倍以上。

政策端无障碍，粮价回暖后公司或重启土地流转战略。我国已出台有多项土地政策，鼓励土地流转。例如，2017 年已完成“两权贷款”（农村承包土地的经营权和农民住房财产权）试点工作计划，全国承包地的确权登记颁证已进入收尾阶段，十九大报告上明确指出我国的农村土地承包期将再延长 30 年（预计从 2028 年延长至 2058 年），等。我们判断，如果粮价如期回暖、种植收益预期提升，公司将适时重启土地流转战略，将战略框架协议面积转化为实际耕种面积。

图 32：近年来公司放缓了土地流转步伐



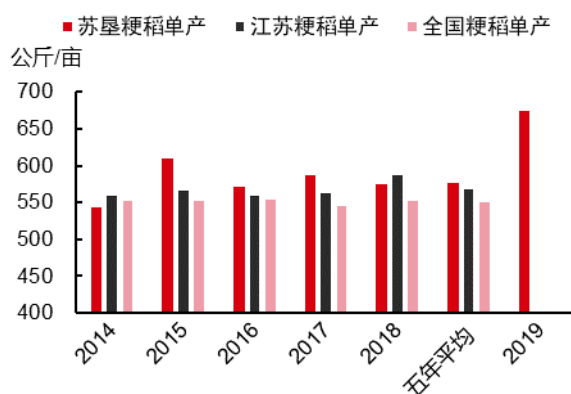
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 良田好种优耕，单产持续提升

**良田好种优耕，单产持续提升。**公司的稻麦单产水平具备明显优势。2014 年至 2018 年，公司的平均粳稻单产为 578 公斤/亩，较江苏省平均水平高 2%、较全国平均水平高 5%；公司的平均小麦单产为 441 公斤/亩，较江苏省平均水平高 26%、较全国平均水平高 8%。不仅如此，公司的稻麦单产水平还在持续提升。截至 2019 年，公司的粳稻单产提至 674 公斤/亩，五年复合增速约 4.4%；公司的小麦单产提至 521 公斤/亩，五年复合增速约 2%。我们认为，公司的单产优势主要源自良田好种优耕三方面，未来可持续增长。具体来说：1）良田，即土地资源优势。公司通过承包集团土地（2019 年秋播约 96.4 万亩）、流转土地（2019 年秋播约 20.03 万亩）的方式形成了得天独厚的优质耕地资源优势：不仅土地规模连片，农作物品种和布局统一，土地集约化经营程度高，且农业基础设施及配套设施齐全，农技推广体系健全，利于规模化种植。2）好种，即育种研发优势。公司的下属子公司

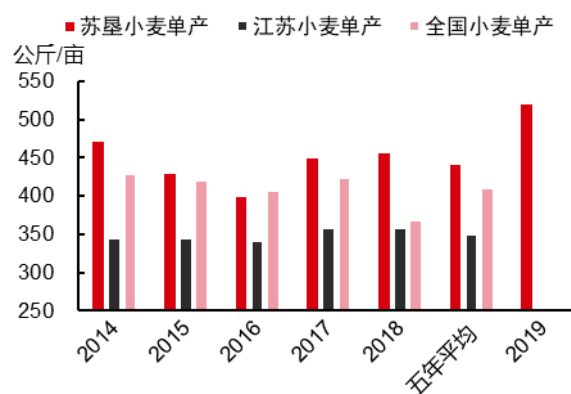
大华种业是国内第三大种子企业、第三大麦种企业，且是国内少数的育繁推一体化种子企业之一，具备自主研发改良品种的能力。依赖大华种业提供的优质好种，公司的单产水平可以从育种端进行持续改良。3) 优耕，即规模化经营模式优势。公司的种植标准化水平高、机械化水平高，基地生产实行投入品的统一供应和规范化使用，稻麦生产从播种到收获基本实现机械化，生产效率更高。不仅如此，公司在种植收获的组织上具备管理优势。根据草根调研，受益于其仓储、物流、烘干的良好配套及优秀的组织管理，公司可将小麦的收获时长从一个月缩短到 5-7 天，从而减少阴雨天气可能带来的产量损失。

图 33：苏垦的粳稻单产高于江苏和全国水平



资料来源：公司公告，全国农产品成本收益资料汇编，国家统计局，中信证券研究部

图 34：苏垦的小麦单产高于江苏和全国水平



资料来源：公司公告，全国农产品成本收益资料汇编，国家统计局，中信证券研究部

表 8：大华种业是国内销售收入第三大的种子企业、第三大的麦种销售企业

| 2018 年种子销售收入综合排名 |        |                  |                  |    |        |                  | 2018 年小麦商品种子销售收入排名 |    |        |                |                |
|------------------|--------|------------------|------------------|----|--------|------------------|--------------------|----|--------|----------------|----------------|
| 排名               | 企业     | 2018 年种子销售收入（亿元） | 2019 年种子销售收入（亿元） | 排名 | 企业     | 2018 年种子销售收入（亿元） | 2019 年种子销售收入（亿元）   | 排名 | 企业     | 2018 年麦种收入（亿元） | 2019 年麦种收入（亿元） |
| 1                | 隆平高科   | 35.8             | 31.3             | 6  | 中国种子集团 | N/A              | N/A                | 1  | 中农发种业  | 3.26           | 2.95           |
| 2                | 北大荒垦丰  | 16.5             | 13.8             | 7  | 山东登海种业 | 7.6              | 8.2                | 2  | 九圣禾种业  | N/A            | N/A            |
| 3                | 江苏大华种业 | 12               | 12.4             | 8  | 中农发种业  | 6                | 5.8                | 3  | 江苏大华种业 | 7.72           | 7.87           |
| 4                | 安徽荃银高科 | 9.1              | 11.5             | 9  | 九圣禾种业  | N/A              | N/A                | 4  | 河北众信人信 | N/A            | N/A            |
| 5                | 广东鲜美种苗 | N/A              | N/A              | 10 | 富尔农艺   | N/A              | N/A                | 5  | 中国种子集团 | N/A            | N/A            |

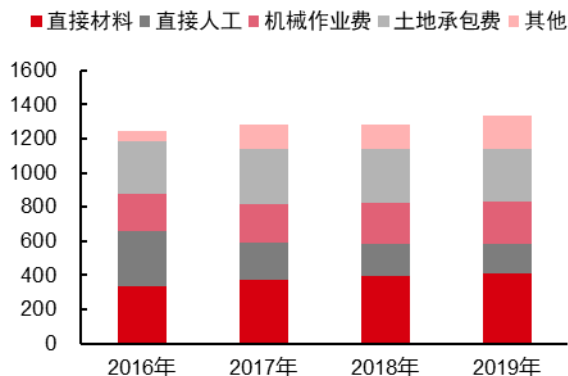
资料来源：全国农技推广中心，公司公告，中信证券研究部。注：大华种业的麦种收入未扣除内销口径。

## ■ 地租将再签，成本待下降

地租成本和人力成本是公司的稻麦种植成本优势所在。公司的稻麦种植成本主要包括 5 部分：直接材料（包括种子费用、化肥成本、农药成本、排灌费、低值易耗品成本）、直接人工、机械作业费、土地承包费和其他成本（包括折旧摊销、水电费、运输烘干费用、保险、等）。2019 年，地租成本和人力成本分别占公司水稻种植成本的 23%和 13%、占公司大小麦种植成本的 17%和 8%。以 2018 年的数据来看，与全国平均水平相比，公司水稻种植的每亩人工成本和土地成本分别为 315 元、190 元，较全国平均水平低 242 元、81

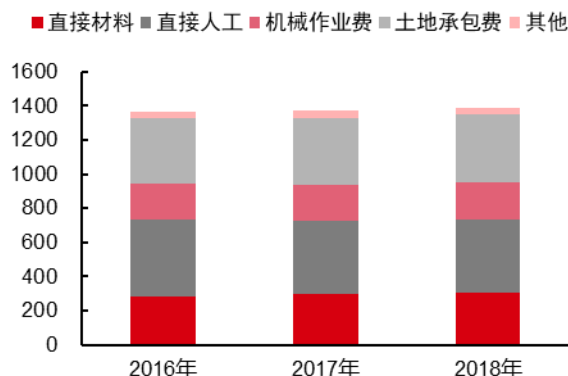
元。主要原因系：1）公司通过提高机械化水平、管理精细化、联营种植改为集体种植等方式以减少人工投入；2）集团给予公司的地租水平偏低。

图 35：苏垦粳稻种植的成本构成（单位：元/亩）



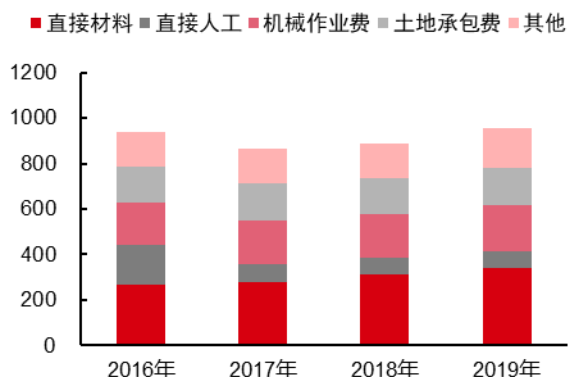
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：全国粳稻种植的成本构成（单位：元/亩）



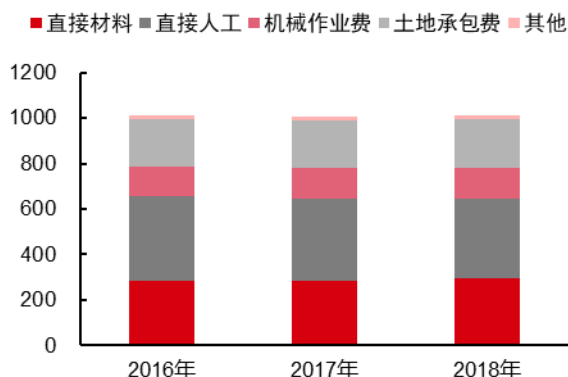
资料来源：全国农作物成本收益资料汇编，中信证券研究部

图 37：苏垦大小麦种植的成本构成（单位：元/亩）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 38：全国小麦种植的成本构成（单位：元/亩）



资料来源：全国农作物成本收益资料汇编，中信证券研究部

**地租再签在即，成本再降可期。**公司向农垦集团支付的承包费每 5 年调整一次。调整的比例如下：以该 5 年内第一年度的粳稻、红小麦、白小麦最低收购价的加权平均值为基数，该五年内从第二年度起每一年的度的粳稻、红小麦、白小麦国家最低收购价的加权平均值对应技术增长百分比的算数平均值，根据该算数平均值，下五年土地承包费顺应调整。其中，粳稻、红小麦、白小麦的权重以其各自当年种植面积占该 3 类品种当年种植面积总面积的比重确定。2011 年 12 月，公司与农垦集团签订了《土地承包协议》，承包费确定为每年每亩 360 元，对应为公司在 2011 年 11 月 1 日至 2015 年 10 月 31 日期间承包集团土地的地租成本；2016 年 12 月，公司与农垦集团签订了《土地承包协议之补充协议》，承包费调整为每年每亩 398.33 元。据此推测，公司将于 2021 年 12 月和集团再次协议调整承包费，调整依据为 2018 年至 2021 年的稻麦最低收购价水平相对于 2017 年的变化。而 2018 年至 2020 年，粳稻和小麦的最低收购价均低于 2017 年的水平。我们预计，公司与集团新签订的地租或较 2016 年下降 6%-9%，即每亩 24 元-36 元。以 2019 年秋播的承包

面积计算，地租重签或有望为公司的 2022 年至 2026 年的种植成本节约 2340 万元-3456 万元。

表 9：预计公司 2022 年至 2026 年的地租将下降 6%-9%

|        |    | 粳稻最低<br>收购价<br>(元/50<br>公斤) | 白小麦最<br>低收购价<br>元/50 公<br>斤) | 红小麦最<br>低收购价<br>元/50 公<br>斤) | 稻谷/小麦<br>产量加权<br>系数 | 加权<br>价格<br>系数 | 加权价<br>格增长<br>百分比 | 地租<br>涨幅 | 签约地<br>租 (元<br>/亩) |
|--------|----|-----------------------------|------------------------------|------------------------------|---------------------|----------------|-------------------|----------|--------------------|
| 2007 年 |    | 76                          | 74                           | 69                           | 1.30                | 170            |                   |          |                    |
| 2008 年 |    | 75                          | 77                           | 72                           | 1.30                | 172            |                   |          |                    |
| 2009 年 |    | 82                          | 87                           | 83                           | 1.30                | 192            |                   |          |                    |
| 2010 年 |    | 95                          | 90                           | 86                           | 1.30                | 212            |                   |          |                    |
| 2011 年 |    | 105                         | 95                           | 93                           | 1.30                | 231            |                   |          | 360                |
| 2012 年 |    | 128                         | 102                          | 102                          | 1.30                | 268            |                   |          |                    |
| 2013 年 |    | 140                         | 112                          | 112                          | 1.20                | 280            | 4%                |          |                    |
| 2014 年 |    | 150                         | 118                          | 118                          | 1.31                | 314            | 17%               |          |                    |
| 2015 年 |    | 155                         | 118                          | 118                          | 1.22                | 308            | 15%               |          |                    |
| 2016 年 |    | 155                         | 118                          | 118                          | 1.13                | 293            | 9%                | 11%      | 398                |
| 2017 年 |    | 155                         | 118                          | 118                          | 1.03                | 278            |                   |          |                    |
| 2018 年 |    | 150                         | 115                          | 115                          | 1.03                | 269            | -3%               |          |                    |
| 2019 年 |    | 130                         | 112                          | 112                          | 1.04                | 248            | -11%              |          |                    |
| 2020 年 |    | 130                         | 112                          | 112                          | 1.05                | 249            | -11%              |          |                    |
| 2021 年 | 保守 | 155                         | 120                          | 120                          | 1.05                | 283            | 2%                | -6%      | 374                |
|        | 中性 | 135                         | 115                          | 115                          | 1.05                | 257            | -8%               | -8%      | 366                |
|        | 乐观 | 130                         | 112                          | 112                          | 1.05                | 249            | -11%              | -9%      | 362                |

资料来源：国家发改委，公司公告，中信证券研究部测算

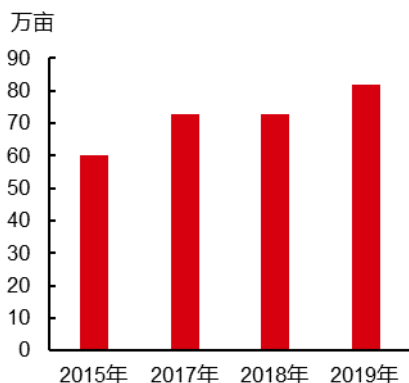
## ■ 全产业链优势明显，粮油业务成长可期

**全产业链经营模式，稻米质量可追溯。**公司的全产业链布局涉及种子生产、粮食种植、大米加工业以及食用油加工业等领域。依托自主研发的稻麦品种、自主经营的种植基地，公司的大米产品可实现从消费者至稻谷原粮种植田间全过程的信息追溯。自 2008 年起，苏垦农发开始建设农产品质量追溯体系。截至 2019 年底，公司大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积达 82 万亩，同比增长 13%。为提高农产品质量水平、保障农产品消费安全、增强农产品市场竞争力，农业部自 2001 年起开始推行“三品一标”工程（无公害农产品、绿色食品、有机农产品和农产品地理标志统称“三品一标”）、大力发展“安全优质品牌农产品”，促使农产品形成“生产有记录、流向可追踪、信息可查询、质量可追溯”的质量保障体系。我们预计，未来“三品”认证或逐渐成为大米加工行业的准入门槛，而苏垦农发这样布局较早的公司则有望取得先发优势。

**主销民用米，稳定供货大型商超。**苏垦农发的大米加工业务由全资子公司苏垦米业（含其下属分子公司）运营。公司大米加工业务的稻谷原粮以自产为主、对外采购为辅，主要产品大米可根据用途不同分为民用米和食品工业米。2014 年至 2016 年，民用米的销量占比分别为 80%、85%、81%。1）民用米：主要为中高档粳米，主要销往江浙沪区域，部分销往广东、福建等其他十余省市，与苏果超市有限公司、浙江物美超市、卜蜂莲花（或

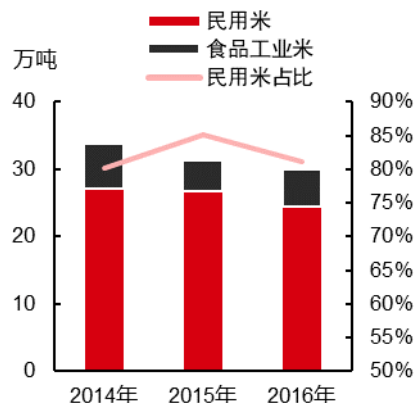
称易初莲花）超市、欧尚（中国）投资有限公司以及杭州联华华商集团有限公司等大型连锁超市建立了稳定的业务合作关系。同时，苏垦米业凭借可靠的质量保障，成为 2013 年第二届亚洲青年运动会、2014 年第二届夏季青年奥林匹克运动会运动员餐厅大米供应商；取得了向南京市主城区中小学食堂供应大米的资格，并供应大米产品。2）食品工业米：主要销售给亨氏联合有限公司、贝因美集团、百威英博啤酒、青岛啤酒、江苏洋河酒厂股份有限公司等大型食品企业或酒类企业。

图 39：近几年公司大米的可追溯面积



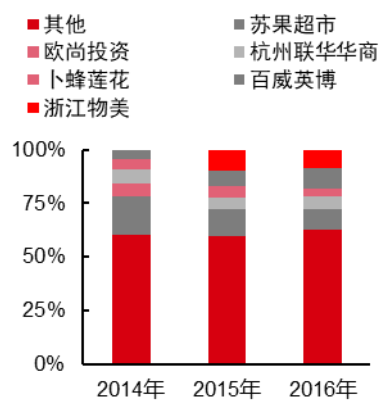
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 40：公司不同形式的大米产品的销量情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 41：公司大米产品的主要销售客户



资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 风险因素

**行业风险：**稻麦价格涨幅不达预期，农业支持补贴力度下降等。

**公司风险：**异常天气导致公司稻麦减产或成本大幅抬升，稻麦销量不达预期，土地流转进度不达预期等。

## ■ 投资建议

### 关键假设

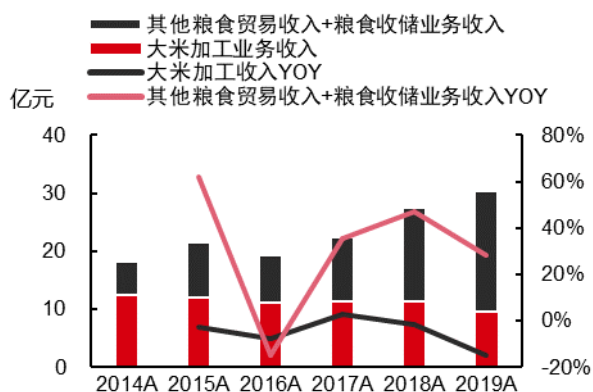
**水稻种植业务：**1) 销量：考虑到 2019 年的水稻增产有望带动公司 2020 年的水稻销量增长、2020/21/22 年公司或可通过单产提升/种植面积增长/加大库存水稻销售/加大水稻外采规模的方式实现销量增长，假设 2020/21/22 年公司的水稻销量保持低双位数的增速。2) 售价：假设 2020/21/22 年的水稻售价持续同比增长，至 2022 年涨回 2014 年的水平（3050 元/吨）。3) 成本：考虑到 2019 年的水稻增产有望带动公司 2020 年的水稻销售成本低位、农资涨价/外采水稻成本提高等因素或可能抬高销售成本、2022 年公司对集团的承包地租或有望下降，假设 2020/21/22 年公司的水稻吨销售成本分别同比增长 0%、8%、0%。

**大小麦种植业务：**1) 销量：根据公司的 2020 年半年报数据，2020 年公司大小麦产量为 56.24 万吨。假设 2020/21/22 年公司保持 1 万吨的外采规模、假设 2021/22 年公司

的小麦单产保持 1% 的增速、假设 2020 年秋播起公司加大土地流转面积导致 2021/22 年的小麦收获面积连续增长。相应的，我们假设 2020/21/22 年公司的大小麦销量保持 4%-6% 的增速。2) 售价：假设 2020/21/22 年的小麦售价持续同比增长，至 2022 年涨回 2014 年的水平（2410 元/吨）。3) 成本：假设小麦的单吨生产成本每年下降 1%。

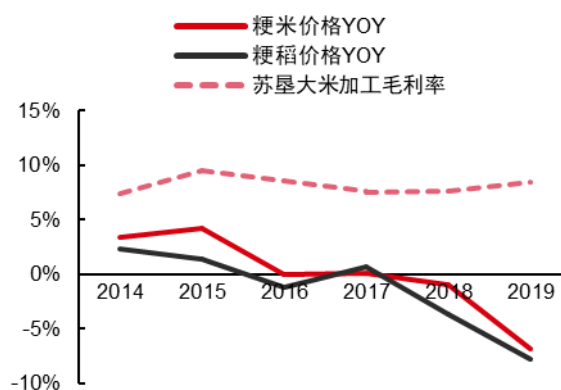
**米业：**1) 收入端：公司的米业收入主要来自大米加工业务、其他粮食贸易和收储业务。由于公司逐年减少大米贸易量，其大米加工业务的销量近年来持续萎缩；叠加 2016 年起米价持续下跌的影响，大米加工业务的收入近年来持续下降。而其他粮食贸易和收储业务则保持了较为稳定的收入增长，近五年的复合增速约 29%。假设 2020/21/22 年公司的大米销量受新冠疫情下的民生需求、自产水稻规模增长等因素的影响而逐渐增长，假设大米售价逐年增长，假设其他粮食贸易和收储业务收入保持 10% 的增速。相应的，我们假设公司米业收入在 2020/21/22 年保持 15%-25% 的增速。2) 毛利率：假设米业毛利率在 2020 年受民生需求的拉动而提升、2021 年受米价涨价滞后于稻价成本上升的影响而下降、2022 年受米价上涨的带动而提升。

图 42：2014 年至 2019 年苏垦米业的收入拆分



资料来源：公司公告，中信证券研究部

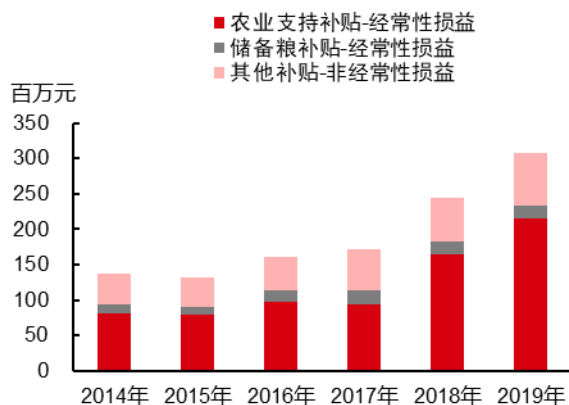
图 43：2014 年至 2019 年苏垦米业的毛利率变化



资料来源：公司公告，国家统计局，wind，中信证券研究部

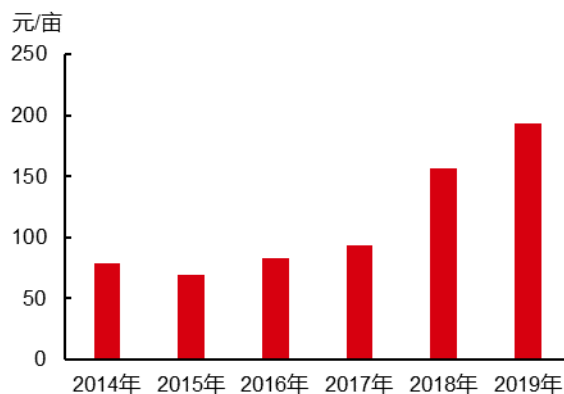
**补贴/其他收益：**农业补贴是我国“三农”政策的重要组成部分。在过去 3 年内，公司分别确认了各项补贴收入 1.72 亿元、2.46 亿元、3.07 亿元，其中经常性损益 1.13 亿元（占比 66%）、1.83 亿元（占比 75%）、2.33 亿元（占比 76%）。公司的经常性补贴主要包括农业支持补贴（由种粮直补、农资补贴、良种补贴合并而来）、和粮食储备库专项补贴。2019 年公司确认农业支持补贴约 2.3 亿元。考虑到：1) 农业支持补贴属于绿箱补贴，在支农政策“黄箱”改“绿箱”的背景下，未来或只增不减；2) 农业支持补贴的政策目标公司是支持耕地力保护和粮食适度规模经营，而公司的经营模式与政策目标正好一致；我们假设农业支持补贴的亩均补贴标准维持 2019 年的水平，其他补贴每年约 6000 万元。

图 44：2014 年-2019 年公司收到的政府补贴构成



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：2014 年-2019 年公司的亩均农业支持补贴水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

**种业：**假设粮价回升等因素带动种业收入在 2020/21/22 年持续增长，且毛利率逐步提升。

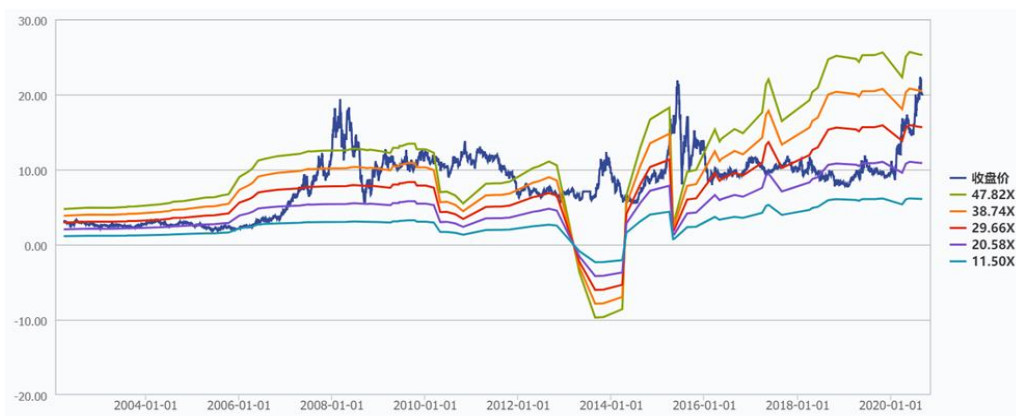
**食用油：**假设 2020/21/22 年收入增速分别为 30%、18%、15%，谨慎假设毛利率保持在 7%。

**投资收益：**公司使用闲置募集资金和自有资金用于投资保本型理财产品、结构性存款和大额存单以及其他低风险、保本型投资产品。2019 年公司投资收益科目相应确认 6209 万元。假设此类投资收益可持续。

## 盈利预测及估值

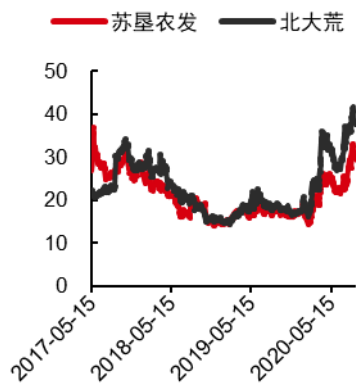
短期来看，2019 年稻麦丰产带来的成本改善和销量增长有望支撑 2020 年种植业务的盈利高增。中长期来看，公司有望受益于稻麦涨价、面积扩张及单产提升带动的销量增长、2022 年起的地租下降而保持盈利持续高增。量化粮价上行弹性和成本下行弹性后，我们上修公司 2020 年-2022 年 EPS 预测至 0.57/0.73/1.01 元（原为 0.54/0.65/0.81 元）。考虑到公司在未来三年的盈利增速有望维持高位，同时考虑到粮食安全战略的重要性、公司的规模化经营模式符合政策及行业发展大方向，参考同类上市公司在农产品价格上行期的历史估值水平（北大荒在 2007 年至 2010 年间的 PE 估值约 30-40 倍），给予 2020 年 35 倍估值，上调目标价至 20 元，维持“买入”评级。

图 46：北大荒的 PE-PB band



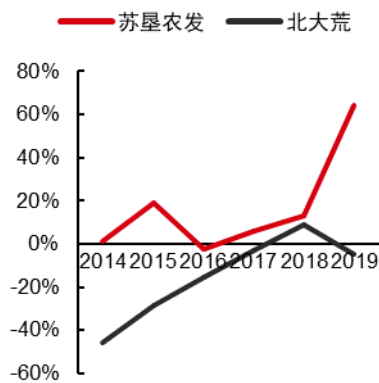
资料来源：wind，中信证券研究部

图 47：苏垦农发和北大荒的 PE 对比



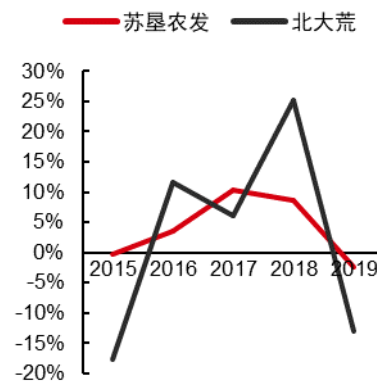
资料来源：wind，中信证券研究部

图 48：苏垦农发和北大荒的收入增速对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 49：苏垦农发和北大荒的盈利增速对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**利润表（百万元）**

| 指标名称         | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 4,884  | 8,028  | 9,600  | 11,195 | 12,770 |
| 营业成本         | 4,039  | 7,012  | 8,328  | 9,619  | 10,678 |
| 毛利率          | 17.29% | 12.65% | 13.25% | 14.08% | 16.38% |
| 营业税金及附加      | 6      | 7      | 11     | 12     | 13     |
| 销售费用         | 167    | 269    | 307    | 313    | 370    |
| 营业费用率        | 3.42%  | 3.35%  | 3.20%  | 2.80%  | 2.90%  |
| 管理费用         | 325    | 390    | 384    | 403    | 473    |
| 管理费用率        | 6.66%  | 4.85%  | 4.00%  | 3.60%  | 3.70%  |
| 财务费用         | (1)    | 9      | 21     | 44     | 24     |
| 财务费用率        | -0.02% | 0.11%  | 0.22%  | 0.40%  | 0.19%  |
| 投资收益         | 102    | 62     | 75     | 50     | 50     |
| 营业利润         | 651    | 658    | 864    | 1,095  | 1,502  |
| 营业利润率        | 13.33% | 8.19%  | 9.00%  | 9.78%  | 11.76% |
| 营业外收入        | 4      | 3      | 4      | 2      | 2      |
| 营业外支出        | 5      | 5      | 6      | 8      | 10     |
| 利润总额         | 650    | 655    | 862    | 1,089  | 1,494  |
| 所得税          | 37     | 43     | 39     | 44     | 49     |
| 所得税率         | 5.64%  | 6.63%  | 4.50%  | 4.00%  | 3.30%  |
| 少数股东损益       | 8      | 21     | 37     | 42     | 51     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 605    | 591    | 786    | 1,004  | 1,394  |
| 净利率          | 12.40% | 7.37%  | 8.19%  | 8.97%  | 10.92% |

**现金流量表（百万元）**

| 指标名称         | 2018 | 2019 | 2020E  | 2021E | 2022E  |
|--------------|------|------|--------|-------|--------|
| 税前利润         | 650  | 655  | 862    | 1,089 | 1,494  |
| 所得税支出        | -37  | -43  | -39    | -44   | -49    |
| 折旧和摊销        | 185  | 213  | 72     | 72    | 72     |
| 营运资金的变化      | -358 | -134 | -1,350 | -393  | -180   |
| 其他经营现金流      | -89  | -32  | -52    | -6    | -26    |
| 经营现金流合计      | 352  | 659  | -507   | 719   | 1,310  |
| 资本支出         | -205 | -250 | -100   | -100  | -100   |
| 投资收益         | 102  | 62   | 75     | 50    | 50     |
| 其他投资现金流      | 178  | -218 | -23    | -30   | -40    |
| 投资现金流合计      | 75   | -406 | -48    | -80   | -90    |
| 发行股票         | 5    | 5    | 0      | 0     | 0      |
| 负债变化         | 587  | 690  | 1,453  | -92   | -742   |
| 股息支出         | -276 | -276 | -276   | -341  | -453   |
| 其他融资现金流      | -514 | -893 | -21    | -44   | -24    |
| 融资现金流合计      | -198 | -475 | 1,156  | -477  | -1,220 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 229  | -222 | 601    | 161   | 0      |

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

**资产负债表（百万元）**

| 指标名称          | 2018  | 2019  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金          | 803   | 582   | 1,183  | 1,344  | 1,344  |
| 存货            | 2,031 | 2,526 | 3,821  | 4,239  | 4,484  |
| 应收账款          | 160   | 264   | 324    | 371    | 425    |
| 其他流动资产        | 2,466 | 2,743 | 2,892  | 2,979  | 3,055  |
| 流动资产          | 5,461 | 6,115 | 8,220  | 8,933  | 9,307  |
| 固定资产          | 1,323 | 1,506 | 1,534  | 1,563  | 1,591  |
| 长期股权投资        | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 无形资产          | 133   | 199   | 199    | 199    | 199    |
| 其他长期资产        | 68    | 238   | 260    | 290    | 331    |
| 非流动资产         | 1,524 | 1,942 | 1,993  | 2,052  | 2,121  |
| 资产总计          | 6,985 | 8,057 | 10,213 | 10,985 | 11,428 |
| 短期借款          | 123   | 152   | 1,605  | 1,313  | 571    |
| 应付账款          | 223   | 263   | 412    | 456    | 478    |
| 其他流动负债        | 734   | 1,138 | 1,146  | 1,261  | 1,432  |
| 流动负债          | 1,079 | 1,554 | 3,162  | 3,029  | 2,481  |
| 长期借款          | 0     | 0     | 0      | 200    | 200    |
| 其他长期负债        | 222   | 246   | 246    | 246    | 246    |
| 非流动性负债        | 222   | 246   | 246    | 446    | 446    |
| 负债合计          | 1,301 | 1,800 | 3,409  | 3,476  | 2,928  |
| 股本            | 1,378 | 1,378 | 1,378  | 1,378  | 1,378  |
| 资本公积          | 1,996 | 1,996 | 1,996  | 1,996  | 1,996  |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 5,594 | 5,910 | 6,420  | 7,083  | 8,024  |
| 少数股东权益        | 90    | 347   | 384    | 426    | 477    |
| 股东权益合计        | 5,684 | 6,257 | 6,804  | 7,509  | 8,500  |
| 负债股东权益总计      | 6,985 | 8,057 | 10,213 | 10,985 | 11,428 |

**主要财务指标**

| 指标名称          | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | 13.16% | 64.38% | 19.59% | 16.61% | 14.07% |
| 营业利润增长率       | 12.80% | 1.04%  | 31.31% | 26.81% | 37.15% |
| 净利润增长率        | 8.66%  | -2.32% | 32.90% | 27.73% | 38.89% |
| 毛利率           | 17.29% | 12.65% | 13.25% | 14.08% | 16.38% |
| EBITDA Margin | 17.08% | 10.39% | 9.55%  | 10.39% | 12.05% |
| 净利率           | 12.40% | 7.37%  | 8.19%  | 8.97%  | 10.92% |
| 净资产收益率        | 10.82% | 10.01% | 12.24% | 14.17% | 17.38% |
| 总资产收益率        | 8.67%  | 7.34%  | 7.70%  | 9.14%  | 12.20% |
| 资产负债率         | 18.62% | 18.62% | 33.38% | 31.64% | 25.62% |
| 所得税率          | 5.64%  | 6.63%  | 4.50%  | 4.00%  | 3.30%  |
| 股利支付率         | 45.52% | 46.60% | 43.39% | 45.17% | 45.06% |

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                                                      |      | 评级   | 说明                             |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|--------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间  |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上        |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。