

农林牧渔行业2020年中期策略报告

养殖链自上而下寻找确定性，种植链景气回升事件驱动

2020年6月30日



行业评级

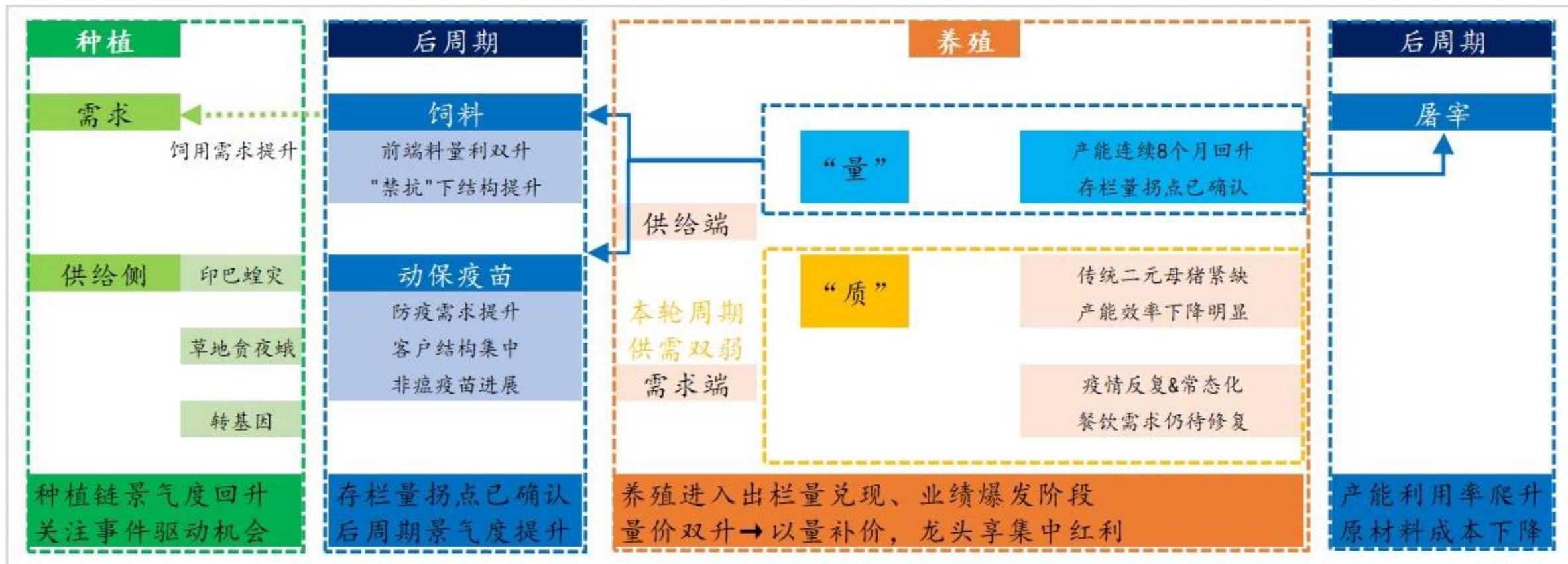
强于大市（维持）

证券分析师

蒋寅秋 投资咨询资格编号：S1060519100001

JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

养殖链自上而下寻找确定性，种植链景气回升事件驱动



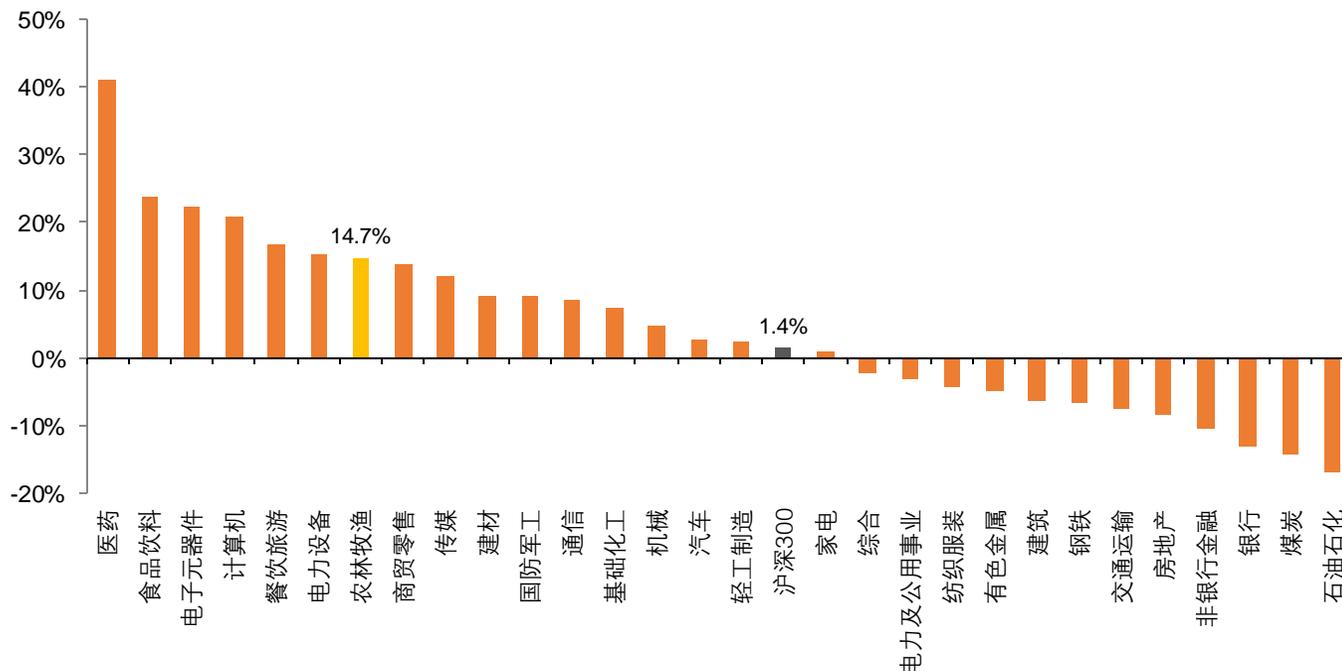
目录 CONTENTS

- 市场回顾：行业涨幅第6，养殖业绩兑现，后周期&种植估值抬升
- 行业展望：供给端传统产能紧缺+效率下降，需求端需较长时间修复
- 选股思路：养殖链自上而下寻找确定性，种植链关注事件驱动型机会
- 投资建议、盈利预测、风险提示

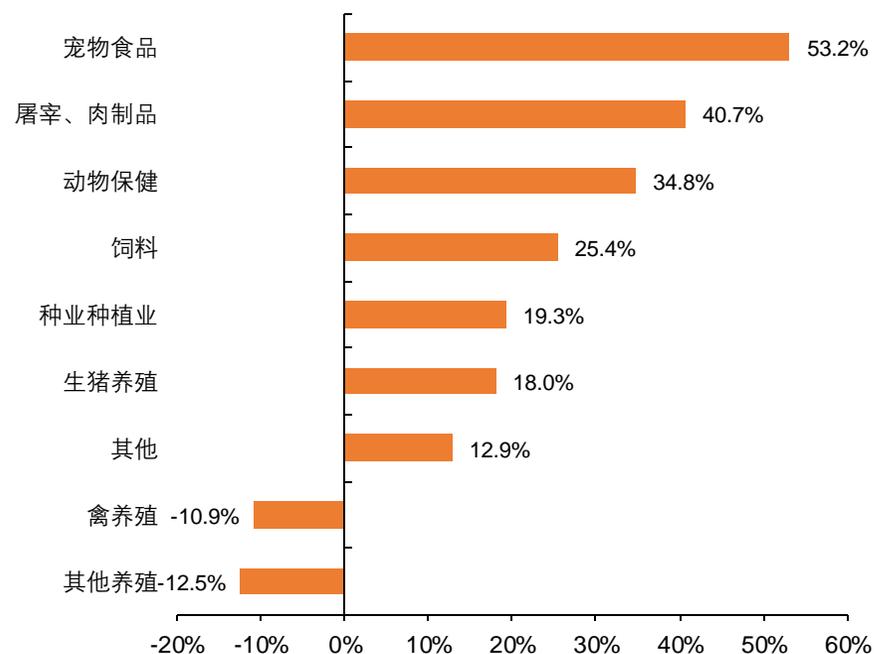
1.1 市场回顾：1H20农林牧渔涨幅15%，养殖及后周期涨幅均较大

- 中信农业指数涨14.7%，排第7，跑赢沪深300（1.4%）指数13.3 pct；
- 细分板块看，宠物食品、养殖后周期涨幅靠前，其中屠宰（肉制品）、动保、饲料、种业、生猪养殖涨幅分别为42%、36%、27%、21%、19%；禽养殖表现不佳，跌幅为9%。

农林牧渔（中信行业）1-6月上涨14.7%，排名第七



农林牧渔细分板块1-6月相对沪深300涨幅

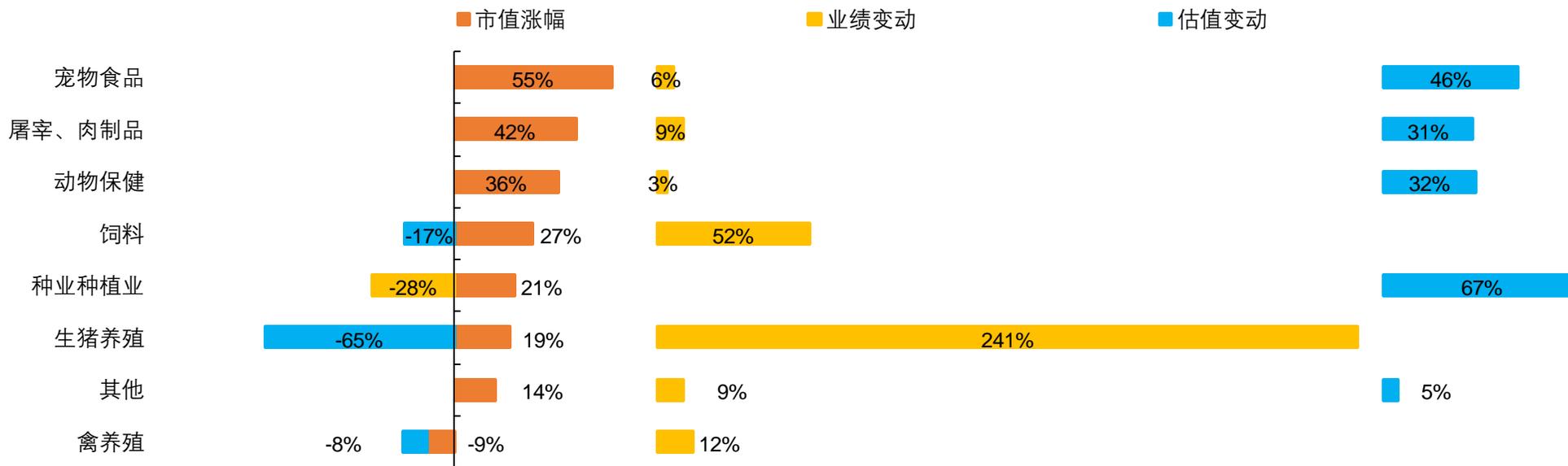


备注：1) 考虑饲料企业近2年业务重心向养殖转移，本细分行业划分中，生猪养殖板块包含：新希望、正邦科技、大北农、天邦股份、天康生物、罗牛山、傲农生物、中粮肉食、唐人神、新五丰；2) 收盘价截止至2020年6月26日。

1.2 股价驱动因素：养殖兑现盈利，后周期&种植估值提升

- 生猪养殖盈利兑现，消化估值：股价上涨19%，其中业绩驱动241%，估值降65%；
- 后周期饲料业绩提升，屠宰&动保健估值驱动：屠宰、动保涨幅分别为42%、36%，其中估值分别提升31%、32%；饲料涨幅主要由业绩驱动；
- 种业种植业事件驱动，估值提升：种业种植业涨幅21%，估值提升67%，主要因年初一号文件、转基因、虫害、粮食危机等系列事件驱动。

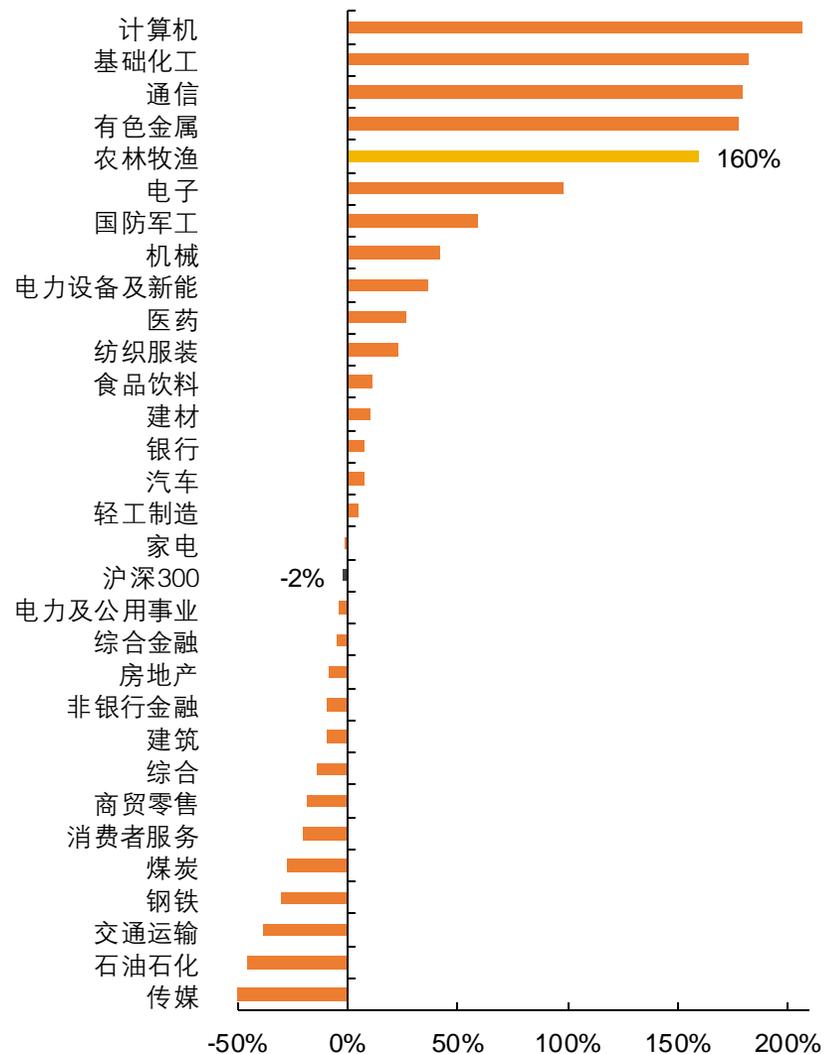
农林牧渔各细分板块股价驱动因素拆分



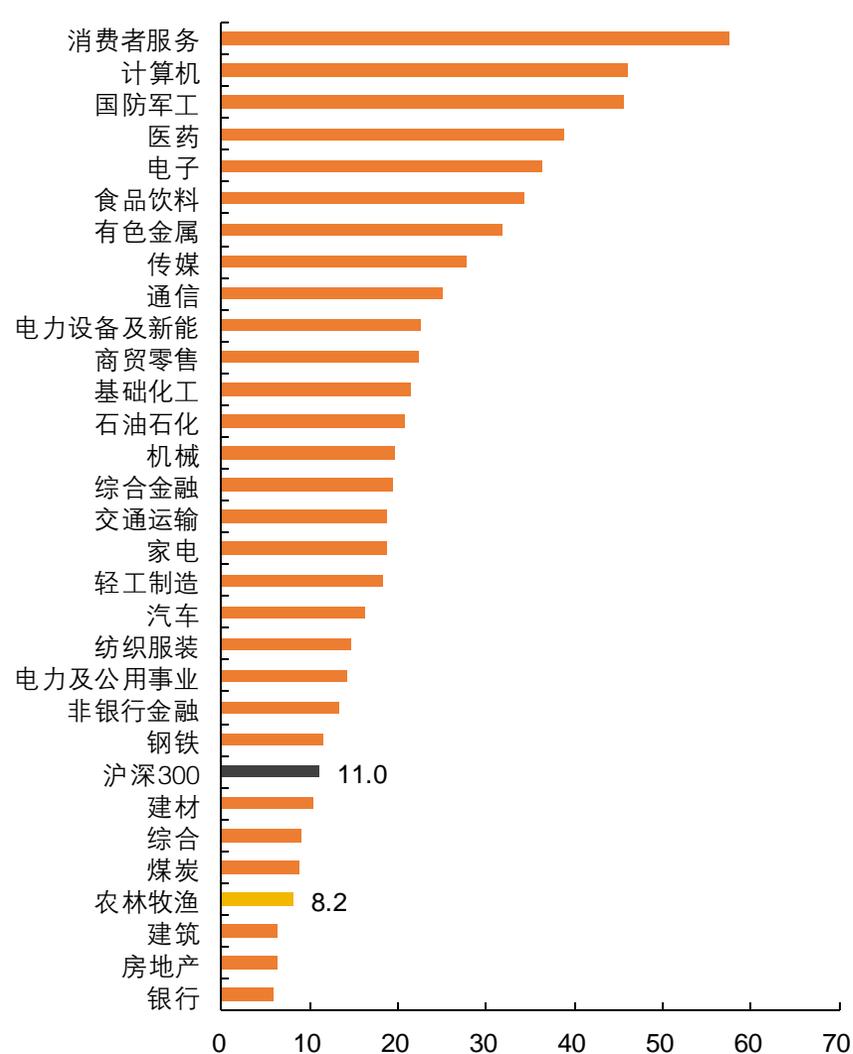
备注：1) 考虑饲料企业近2年业务重心向养殖转移，本细分行业划分中，生猪养殖板块包含：新希望、正邦科技、大北农、天邦股份、天康生物、罗牛山、傲农生物、中粮肉食、唐人神、新五丰；2) 收盘价截止至2020年6月26日。

1.3 2020年净利增速位于市场前列，PE排名位于市场后位

2020年预测净利润增速 (WIND一致预期)



2020年预测PE (WIND一致预期)



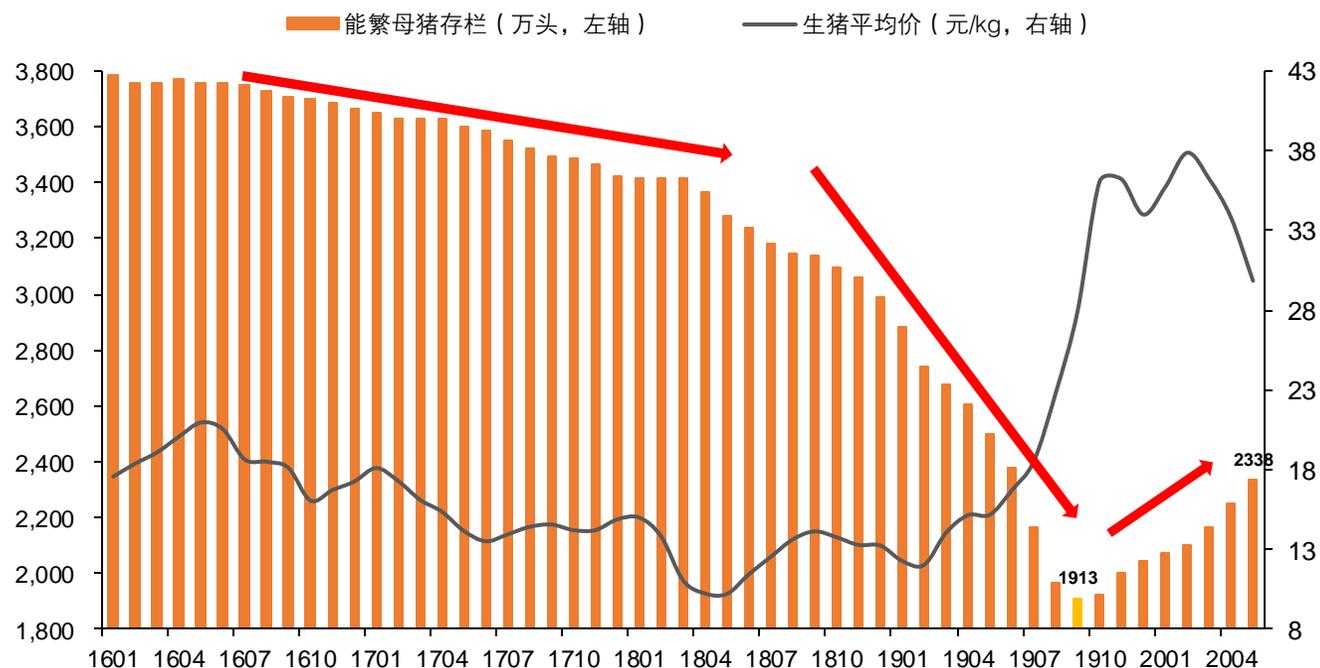
目录 CONTENTS

- 市场回顾：行业涨幅第6，养殖业绩兑现，后周期&种植估值抬升
- 行业展望：供给端传统产能紧缺+效率下降，需求端需较长时间修复
- 选股思路：养殖链自上而下寻找确定性，种植链关注事件驱动型机会
- 投资建议、盈利预测、风险提示

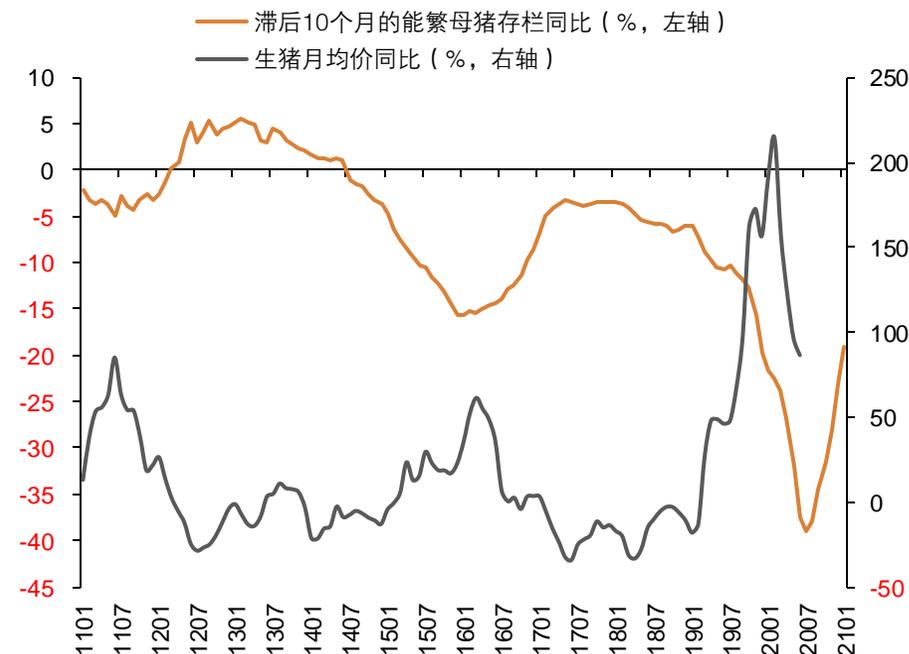
2.1.1 养殖 供给端“量”：产能连续8个月回升，存栏量拐点确认

- **产能**：5月能繁母猪存栏环比增3.9%，连续8个月增长，增幅23.3%；**生猪存栏**：5月环比增长3.9%，连续4个月增长；**新生仔猪数量**：环比增5.4%，连续4个月增长，增幅26.2%。
- **周期顶点已过**：产能与存栏量底部均已确认，根据生猪生长周期，若非瘟未出现再次大规模爆发，出栏量底部应能在3Q20出现。

5月能繁母猪存栏环比增3.9%



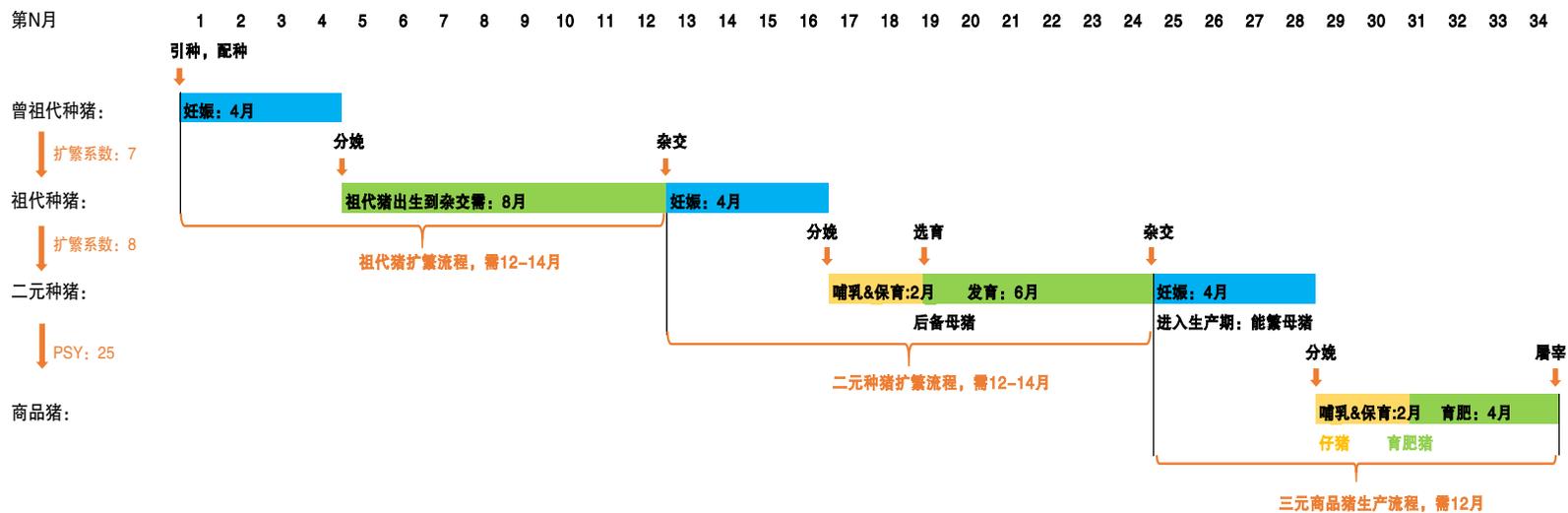
滞后10个月的能繁母猪存栏同比与生猪月均价同比的关系



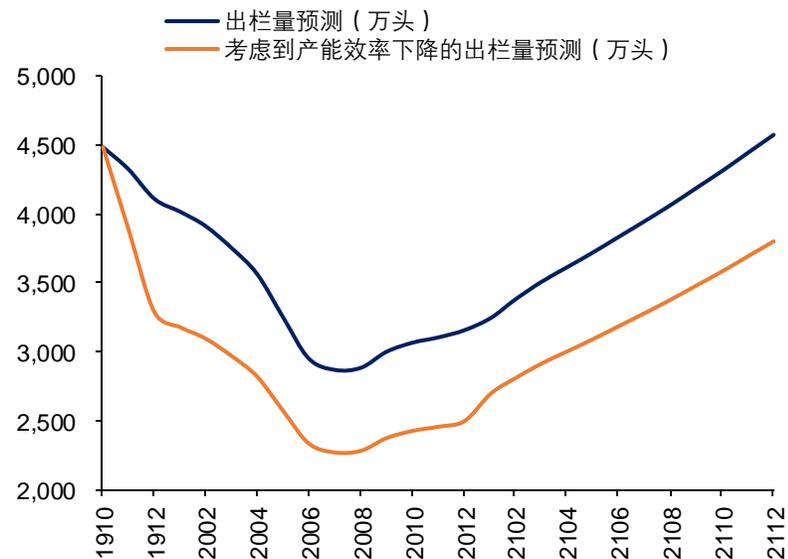
2.1.1 供给端“质”：传统二元母猪紧缺，产能效率下降明显

- 猪价高位持续时间较长：考虑到当前“三元肥转母”占比较高，生产效率下降明显，最终实际出栏量仍需较长时间恢复，预计本轮周期猪价高位持续时间较长。
- 2020-2021年供给端主要矛盾：1) 三元杂交体系受损严重：非瘟无差别冲击祖代&父母代，传统三元杂交育种体系完全修复至少需要约2年；2) 效率损失：“三元肥转母”能繁占比已达40%+, 后备占比达70%+, 大集团效率损失约10-20%，一般养殖户达30%，甚至有中小散户在3-4Q19留的三元母猪无法配种，造成大量损失。
- 此外，外购仔猪、二次育肥比例提升：地方政府出栏压力增加，以及周期下行前期，母猪、仔猪、二次育肥销售比例提升；造成统计上的重复计算。

传统三元杂交育种体系的修复仍需要22个月+



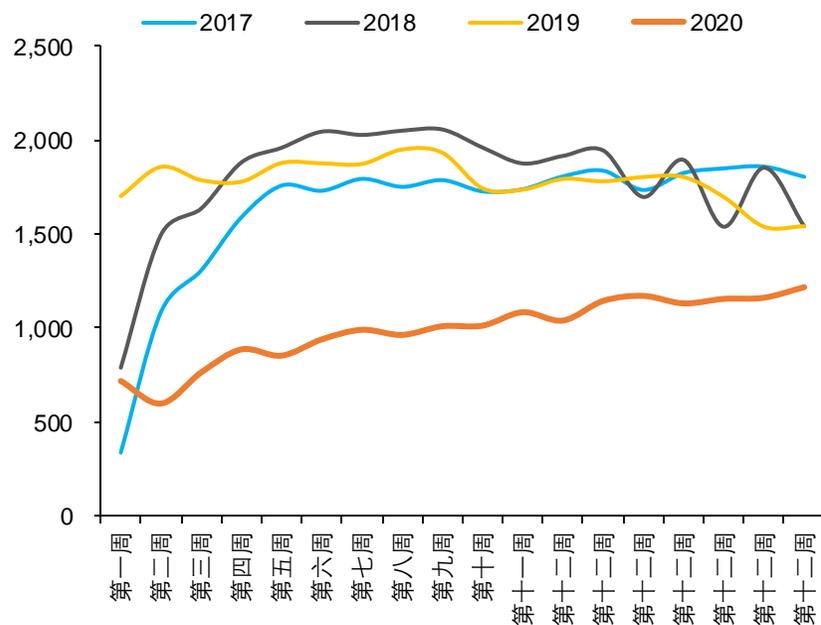
考虑到产能效率下降的最终出栏量预测



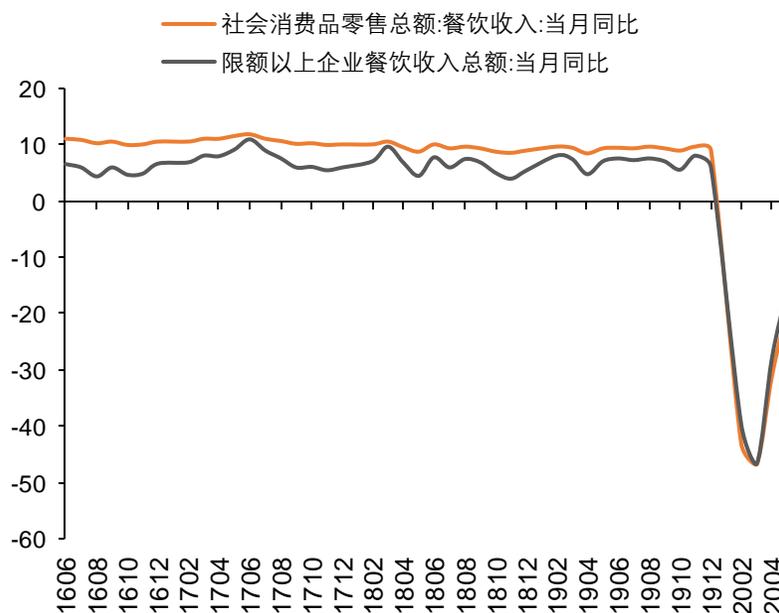
2.1.2 需求端：新冠疫情反复&常态化，社会餐饮修复或仍需2-3个季度

- 需求端变动已成为2020-2021年猪价分析的主要矛盾之一：北京疫情复发以及欧美国家“群体免疫”策略，使得新冠疫情在疫苗推出前物理限制及隔离成为防疫常态，国内疫情控制与“六保”间需取得平衡，预计社会餐饮需求的修复或仍需要2-3个季度的修复。
- 1) 社零餐饮、规上餐饮5月同比降18.9%、15.4%；2) 根据哗啦啦大数据，当前营业额、客流量、账单数较正常日-35.4%、-25.8%、-16.5%；

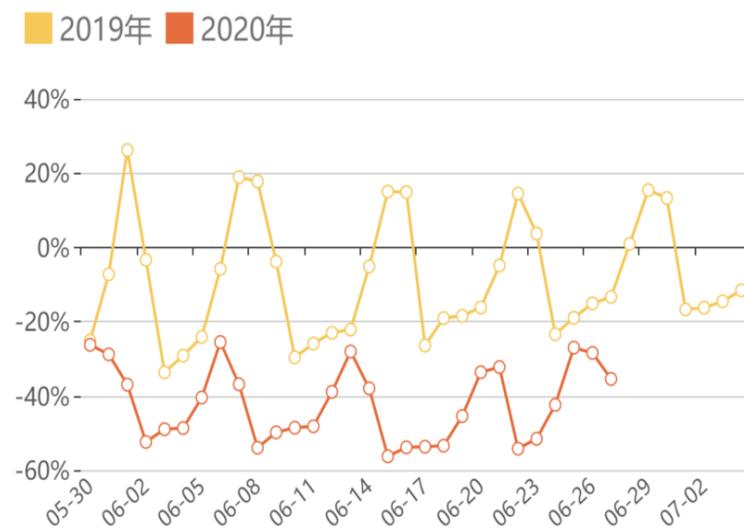
批发：春节后新发地白条猪日均上市量(头)



社零餐饮、规上餐饮5月同比降18.9%、15.4%



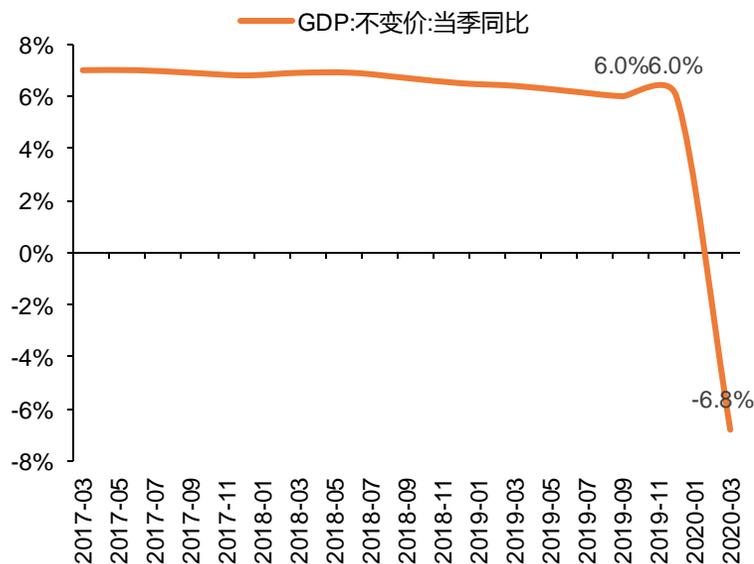
餐饮账单数对比当年1月1日的涨跌幅



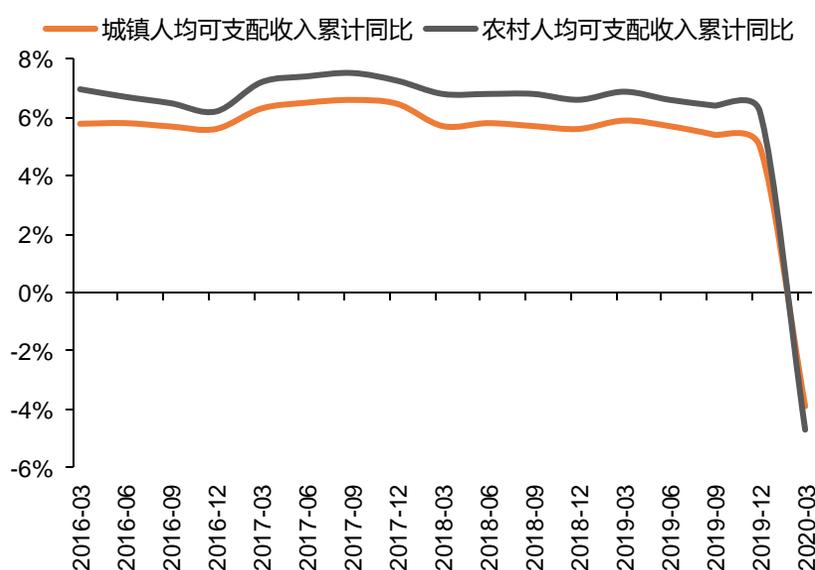
2.1.2 需求端：居民部门实际&预期收入下滑，报复性消费难见

- 1Q20季度GDP增速-6.8%，疫情对短期经济活动造成较大冲击；19年人均可支配收入增速逐季度放缓，已呈现下行态势，疫情冲击下1Q20城镇、农村人均可支配收入分别同比-3.9%、-4.7%；消费者信心指数在2月出现大幅滑坡，3月环比有所改善，但4月再次下滑且低于2月水平，消费意愿处于低位；
- 经济下滑&失业率上升，居民部门实际&预期收入下滑，或将在较长时期抑制消费。

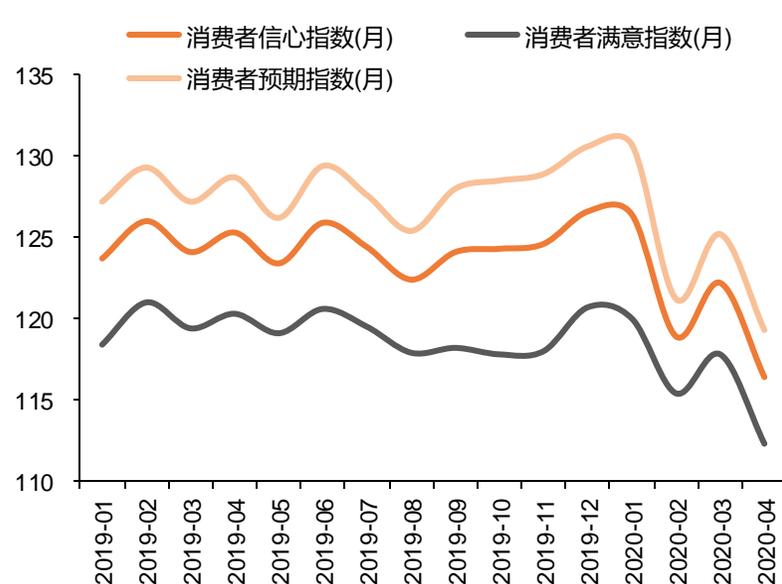
1Q20 GDP下滑6.8%



1Q20 城乡人均可支配收入均同比下滑



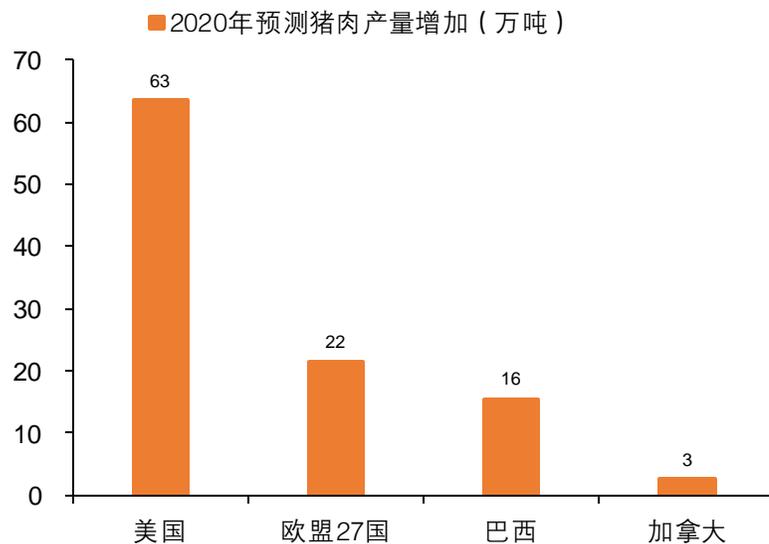
消费者信心有待修复



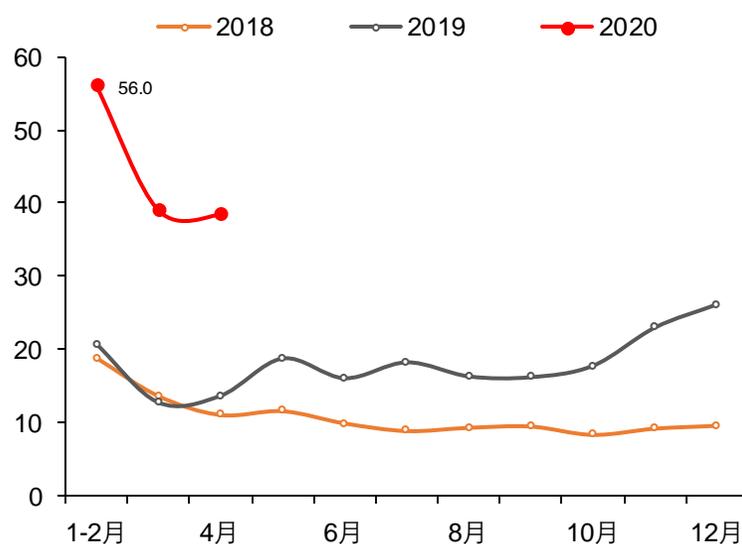
2.1.3 进口：上半年进口量激增，下半年全球生产&出口不确定性增加

- 中国猪肉巨大缺口下，全球主要生产国产量均有提升：预测2020年美国、欧盟、巴西、加拿大猪肉产量增加63、22、16、3万吨，中国1-4月进口量增183%，全年预计新增100万吨。
- 全球新冠疫情肆虐，主要生产国肉食加工企业聚集性感染频发，2H20全球猪肉生产及出口充满不确定性。

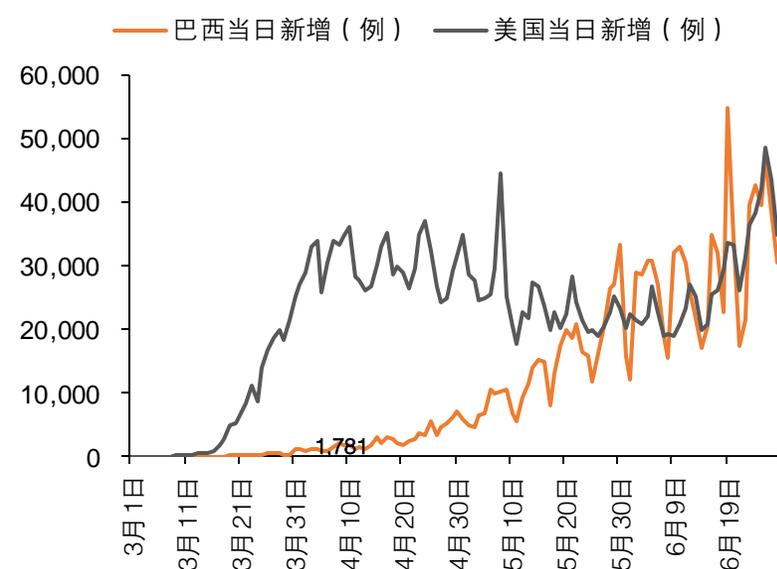
全球主要猪肉生产国2020年预测产量均有提升



1-4月中国猪肉进口量133.4万吨，同比增183%



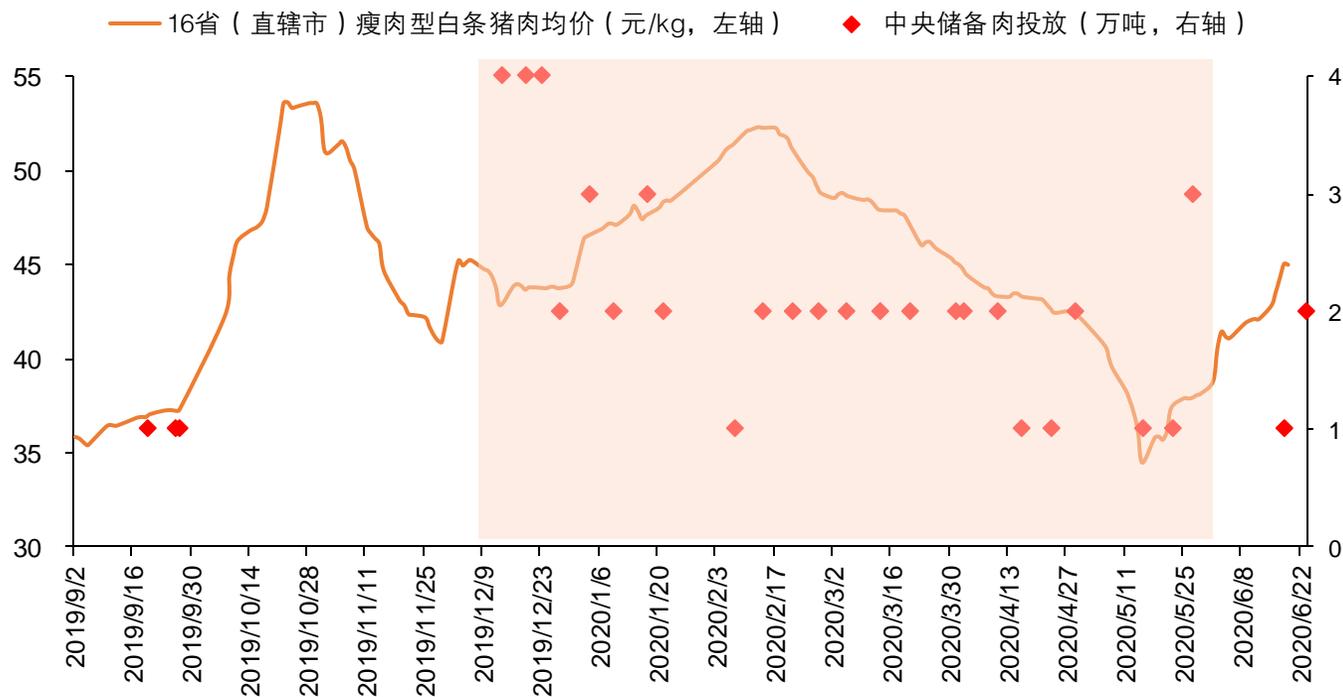
主要生产国新冠疫情拐点仍未现



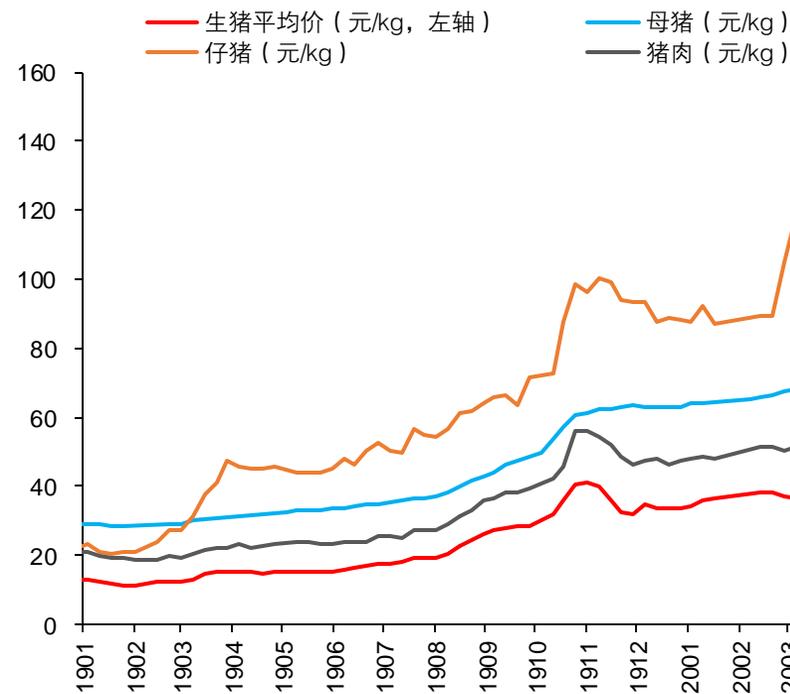
2.1.4 政策：冻肉投放力度或下降，地方出栏任务压力加大

- 政策主线：短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级。
- 1) 中央层面：系列政策鼓励复产+冻肉调控保供、稳价，冻肉投放力度在两会后减弱，未来主要以平抑超高价为主；
- 2) 地方层面：2020年出栏任务压力较大，外购仔猪需求较高，有较大动力帮助企业补栏扩产能。

2020年春节至“两会”期间中央储备冻肉密集投放



预计猪价短期进入缓慢震荡向上通道



2.2 种植：生猪存栏量回升拉动饲用需求，虫灾大年转基因预期加快

➤ 农产品：口粮绝对安全，生猪存栏增加拉动玉米和大豆饲用需求

1) 口粮绝对安全：稻米&小麦维持供需宽松格局，进口依赖度低+库消比维持高位。2) 国内玉米进入紧平衡阶段：20/21年度产量微降，消费量小幅增加，生猪存栏回升有望带动玉米饲用消费，深加工产能继续增加并逐步释放带动工业消费。中国玉米进口依赖度较低，全球供需宽松下进口量有望增加。另一方面，库存消费比下降明显，进入供需紧平衡阶段。3) 生猪存栏增加拉动饲用需求。大豆播种面积连续5年增加，预计20/21年产量同比增4%。生猪存栏增加拉动大豆压榨量回升，食用消费量小幅增加。在全球大豆供应宽松+需求受疫情影响略疲软的环境下，预计20/21年中国大豆进口量小幅增加。

➤ 虫害大年：印度、巴基斯坦迎二次蝗灾，国内草地贪夜蛾形势较严峻

1) 印度、巴基斯坦2月蝗灾中主粮未受严重影响，而当前新一轮蝗群再临，正值印、巴主要农作物生长的重要时节，若蝗群未得到有效控制继续蔓延，水稻、棉花、甘蔗等当季作物都将受到较大影响。2) 国内2020年玉米型草地贪夜蛾形势较严峻。境内外虫源双重叠加、越冬基数大、北迁时间提前、发生代次增加，当前向黄淮海等北方玉米区扩散蔓延，威胁区域占玉米种植区域的50%以上，预计全年发生面积1亿亩左右。

➤ 转基因品种商业化种植进程有望加快

2019年12月30日，农业部科教司公示拟批准颁发农业转基因生物安全证书，其中含3个主粮品种：大北农子公司北京大北农生物技术有限公司申报的DBN9936抗虫耐除草剂玉米、瑞丰生物和浙江大学联合申报的双抗12-5玉米、上海交通大学申报的SHZD32-01抗草甘膦转基因大豆。

2020年6月23日，大北农控股子公司大北农生物技术有限公司的耐除草剂大豆DBN-09004-6农业转基因生物安全证书（进口），意味着该产品可在阿根廷进行商业化种植并进口至国内。

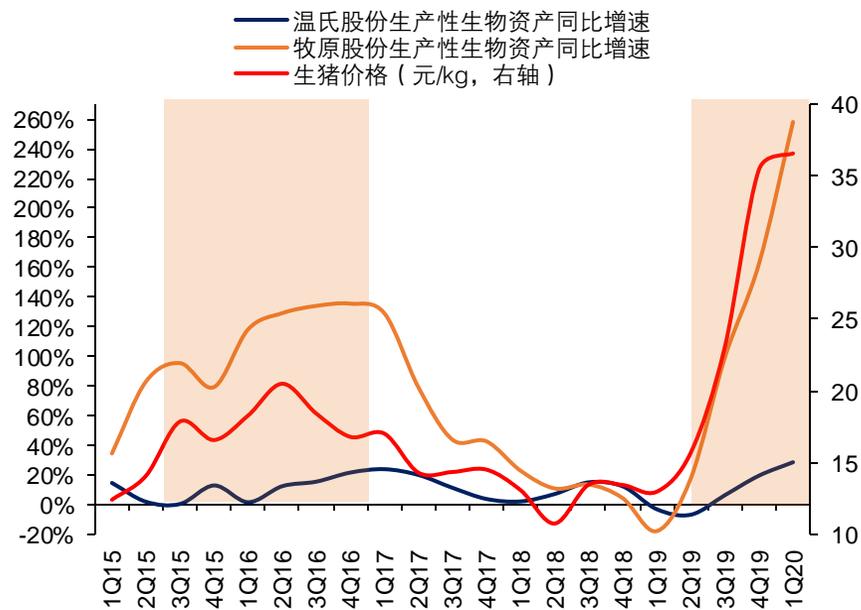
目录 CONTENTS

- 市场回顾：行业涨幅第6，养殖业绩兑现，后周期&种植估值抬升
- 行业展望：供给端传统产能紧缺+效率下降，需求端需较长时间修复
- 选股思路：养殖链自上而下寻找确定性，种植链关注事件驱动型机会
- 投资建议、盈利预测、风险提示

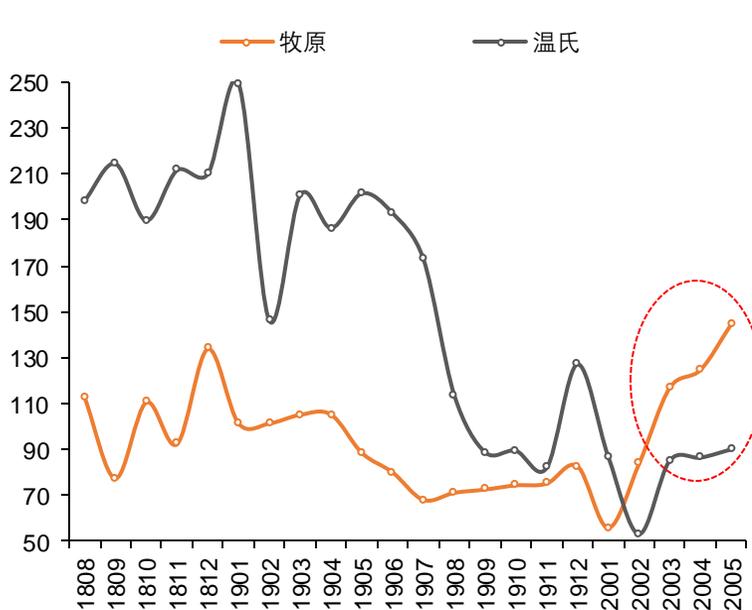
3.1 养殖：从量价齐升到以量补价，首选“爆量+低成本”头部公司

- 猪周期炒作进入“量价齐升”阶段：以价补量，价格预期→价格超预期→量价齐升，业绩爆发→以量补价；
- 本轮周期不同之处：非瘟导致成本快速上升，量价本三升持续1-2个季度，随后转向量本双升，而价格进入下行通道；
- 从“量价齐升”到“以量补价”，首选真成长，“爆量+低成本”的头部公司。

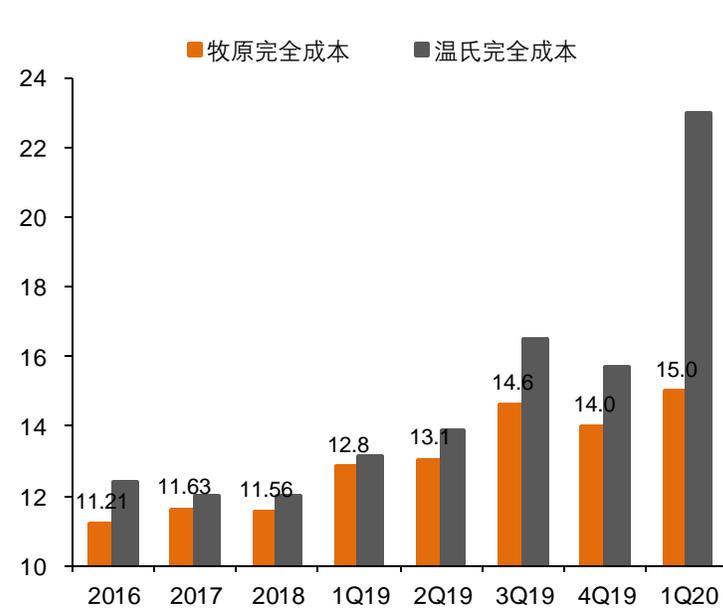
二元轮回杂交育种体系下，牧原产能迅速恢复



龙头进入量价齐升阶段, 单位: 万头



非瘟后牧原成本 (元/kg) 优势扩大



3.1 猪周期进入“出栏量兑现、量价齐升”阶段

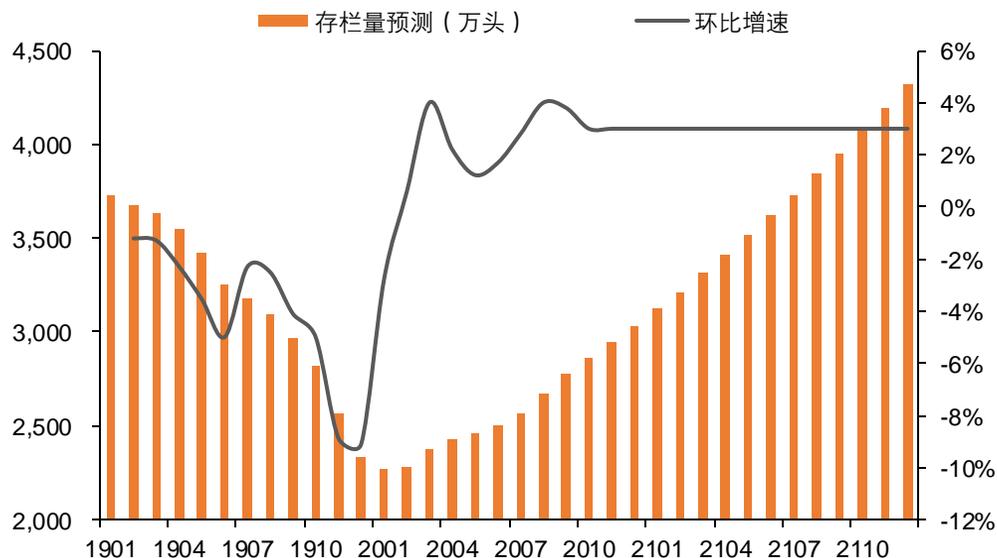
以牧原股份市值变化复盘本轮周期

	市值 (亿元)	月环比涨幅	PB	猪价 环比增速	猪价 同比增速	出栏量 同比增速	市值变动归因
2018年8月	479	-14.1%	5.09	8.7%	-5.5%	43.3%	
2018年9月	519	8.4%	5.52	3.7%	-3.0%	-2.4%	
2018年10月	478	-8.0%	4.86	-2.6%	-3.1%	79.7%	
2018年11月	563	17.9%	5.73	-3.5%	-6.5%	46.0%	估值修复
2018年12月	600	6.4%	6.10	-0.3%	-11.0%	78.9%	
2019年1月	720	20.2%	7.33	-7.3%	-18.1%	66.3%	
2019年2月	934	29.6%	7.60	-1.9%	-12.9%	66.3%	量价预期
2019年3月	1320	41.3%	13.43	16.7%	27.0%	5.4%	
2019年4月	1337	1.2%	14.39	7.8%	47.9%	20.1%	
2019年5月	1321	-1.2%	14.22	0.2%	48.6%	5.6%	
2019年6月	1226	-7.2%	13.20	10.1%	46.1%	-1.8%	
2019年7月	1597	30.3%	17.39	10.9%	47.8%	-32.1%	价格兑现
2019年8月	1677	5.0%	17.71	23.0%	67.4%	-36.9%	
2019年9月	1524	-9.1%	10.55	22.6%	97.8%	-6.3%	
2019年10月	2129	39.7%	13.24	29.0%	161.9%	-32.7%	价格超预期
2019年11月	1877	-11.9%	11.66	0.4%	172.6%	-18.6%	
2019年12月	1920	2.3%	11.93	-6.1%	156.6%	-38.2%	
2020年1月	1801	-6.2%	9.93	5.1%	191.0%	-44.7%	
2020年2月	2568	42.6%	14.16	6.0%	214.6%	-17.1%	价格反弹超预期
2020年3月	2694	4.9%	13.05	-4.3%	157.8%	11.2%	
2020年4月	2809	4.2%	11.19	-6.7%	123.0%	18.5%	
2020年5月	2650	-5.7%	10.56	-11.7%	96.6%	63.5%	
2020年6月	2923	10.3%	12.24	10.1%	96.5%		出栏量兑现，量价双升

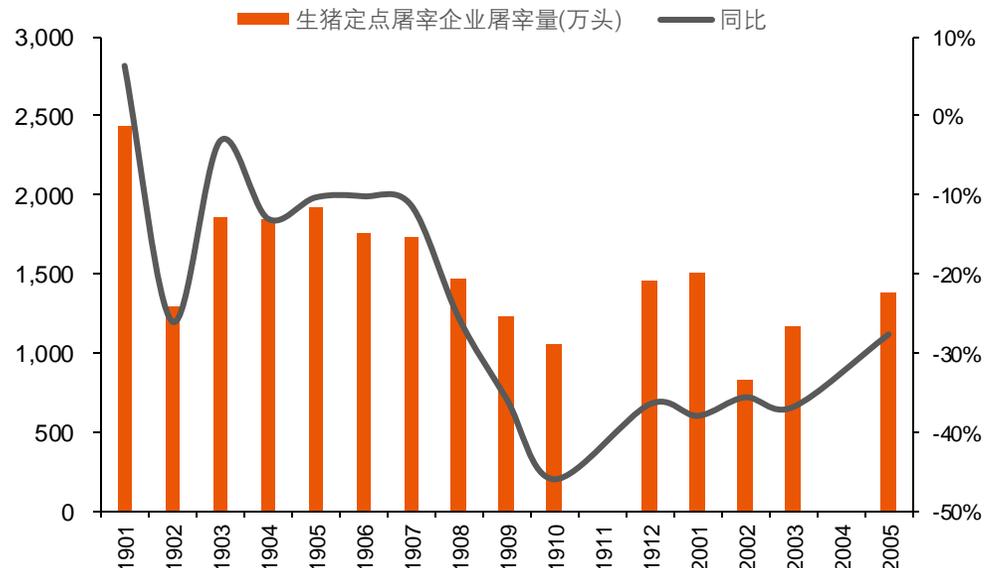
3.1 后周期：饲料&疫苗随存栏量拐点确认，屠宰产能利用率爬升

- **饲料**：需求随存栏量拐点确认，首选量利齐升的前端料，此外关注“禁抗”下产品结构提升；
- **疫苗**：疫病防控需求提升、存栏量提升、客户结构集中度提升、行业规范、非瘟疫苗研发事件驱动，景气度快速回升；
- **屠宰**：1Q20定点屠宰量同比降37.1%，屠宰量全年或仍有较大幅度下滑，月度降幅有望逐步收窄，行业产能利用率有望缓慢提升，预计改善趋势可长期延续。

生猪存栏量及环比增速预测



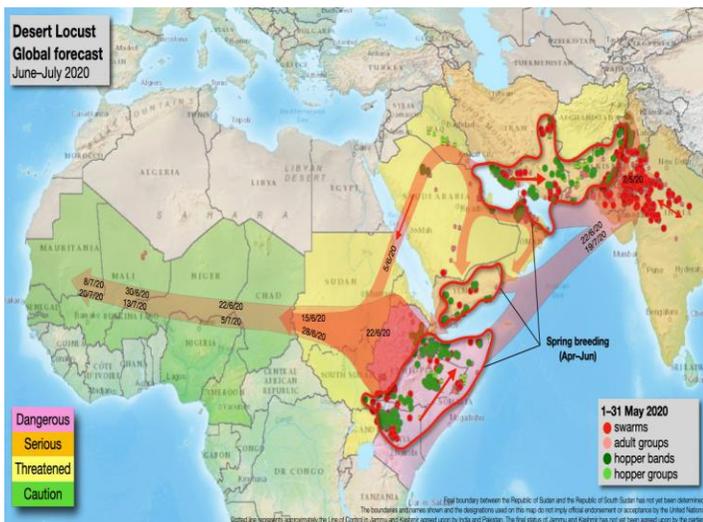
定点屠宰量呈边际改善态势



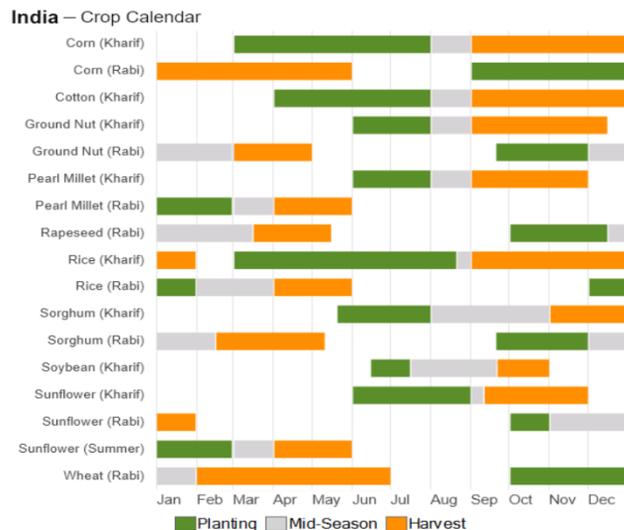
3.2 种植链：重点关注虫灾、转基因等事件驱动型机会

- 种业种植业板块1H20市值+23%，估值（ttm）+71%，主要受一号文件、转基因、虫灾、粮食危机等概念炒作推动估值；
- 虫灾大年，景气度提升。2020年为虫灾大年，印度、巴基斯坦迎二次蝗灾，主要农作物生产受冲击。国内草地贪夜蛾形势较严峻，20/21年玉米或减产5%。需求端看，随着非瘟常态化，生猪产能、存栏量见底回升带动玉米、大豆饲料需求，种植业景气度向上，此外虫灾肆虐有望加快转基因品种审定；
- 往后看，重点关注事件驱动型机会：1、印度、巴基斯坦蝗灾对小麦、棉花、白糖减产影响；2、国内草地贪夜蛾对玉米减产的影响；3、龙头公司转基因种子审批进展。

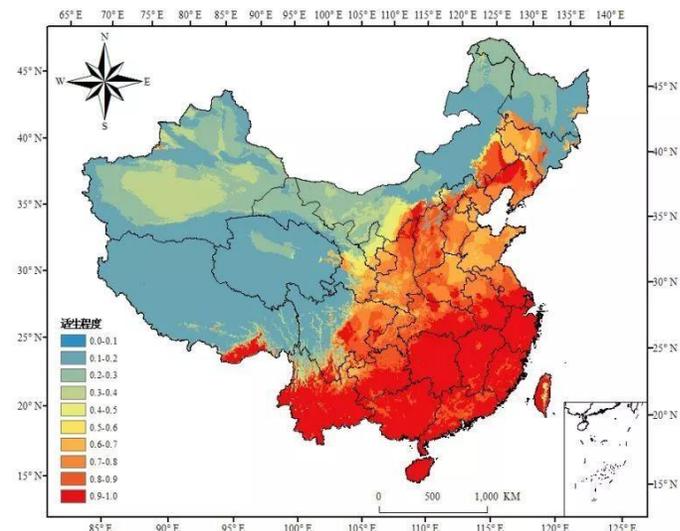
沙漠蝗群6月-7月形势预测



印度主要作物进入播种、生长期



国内草地贪夜蛾形势较为严峻



目录 CONTENTS

- 市场回顾：行业涨幅第6，养殖业绩兑现，后周期&种植估值抬升
- 行业展望：供给端传统产能紧缺+效率下降，需求端需较长时间修复
- 选股思路：养殖链自上而下寻找确定性，种植链关注事件驱动型机会
- 投资建议、盈利预测、风险提示

投资建议：养殖链自上而下寻找确定性，种植链关注事件驱动型机会

- **养殖进入量价双升，业绩爆发期：强烈推荐牧原股份**，短看量价双升、利润爆发，“自育肥”+“二元轮回杂交”+杠杆，最大化享受本轮集中度提升红利，长看加速屠宰、终端布局，成本优势参与终端竞争。
- **养殖后周期随存栏量拐点确认：1) 饲料**：需求随存栏量拐点确认，首选量利齐升的前端料，此外关注“禁抗”下产品结构提升，**推荐大北农**：养猪出栏量增加，利润释放，养殖成本有较大下降空间。转基因：公司转基因耐除草剂大豆DBN-09004-6产品安全证书（进口）获批，可在阿根廷进行商业化种植并进口至国内，耐除草剂玉米DBN9936、DBN9858已获安全证书。长期看种业、疫苗、农信互联等高附加值产业打开新的增长空间，公司长期商业价值逐步显现。**2) 疫苗**：疫病防控需求提升、存栏量提升、客户结构集中度提升、行业规范、非瘟疫苗研发事件驱动，景气度快速回升。**建议关注生物股份、中牧股份；3) 屠宰**：月度屠宰量降幅有望逐步收窄，行业产能利用率有望缓慢提升，预计改善趋势可长期延续，**推荐双汇发展**。
- **肉蛋白平台龙头价值有待重估**：乳肉蛋白平台型公司由养殖向屠宰、终端延伸，产品矩阵、渠道正逐步搭建，未来有望参与终端竞争赚取品牌溢价，平台价值有待重估，**推荐温氏股份，建议关注新希望、圣农发展**。
- **种业种植业景气度回升，关注事件驱动型机会**：2020年为虫灾大年，印度、巴基斯坦迎二次蝗灾，主要农作物生产受冲击。国内草地贪夜蛾形势较严峻，20/21年玉米或减产5%。需求端看，随着非瘟常态化，生猪产能、存栏量见底回升带动玉米、大豆饲料需求，种植业景气度向上，此外虫灾肆虐有望加快转基因品种审定，**建议关注大北农、隆平高科、苏垦农发、登海种业、荃银高科**。

盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格		EPS		P/E			评级
		2020/6/30	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
牧原股份	002714.SZ	78.00	1.63	8.35	7.38	47.9	9.3	10.6	强烈推荐
双汇发展	000895.SZ	46.06	1.64	1.67	2.03	28.1	27.6	22.7	强烈推荐
大北农	002385.SZ	8.91	0.12	0.66	0.72	72.8	13.5	12.3	推荐
温氏股份	300498.SZ	21.60	2.63	5.02	3.07	8.2	4.3	7.0	推荐
新希望	000876.SZ	29.03	1.22	3.38	4.10	23.8	8.6	7.1	未评级
圣农发展	002299.SZ	28.64	3.30	3.22	2.49	8.7	8.9	11.5	未评级
生物股份	600201.SH	26.70	0.20	0.42	0.62	133.5	62.9	43.3	未评级
中牧股份	600195.SH	15.29	0.30	0.48	0.58	50.4	31.6	26.4	未评级
隆平高科	000998.SZ	16.39	-0.23	0.30	0.47	-71.3	54.3	34.6	未评级
苏垦农发	601952.SH	9.47	0.43	0.48	0.58	22.0	19.6	16.3	未评级
登海种业	002041.SZ	12.50	0.05	0.13	0.21	264.3	97.7	59.7	未评级
荃银高科	300087.SZ	13.07	0.22	0.34	0.50	59.4	38.8	26.0	未评级

备注：未评级公司2020-2021年EPS预测采用Wind一致预期平均值

资料来源：Wind，平安证券研究所

风险提示

- **1、重大疫情及自然灾害的风险：**养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对生猪行业公司的生产销售、业绩影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。2018年下半年爆发的非洲猪瘟对生猪养殖行业产生了重大影响。由于非洲猪瘟具有潜伏期长、发病后死亡率高的特点，且当前没有一直没有有效的疫苗研发成功，在国内也属于第一次大规模集中爆发，无论是大型养殖企业，还是养殖中小散户在疫情爆发初期都缺乏有效的防控手段，因此都不同程度地遭受了损失。
- **2、生猪价格波动的风险：**生猪价格变动将影响行业到公司的营收与利润水平。生猪价格在经历了2016年的高位运行之后，2017年到2018年进入下行期，特别在2018年上半年一度跌至近8年最低价，2019年重启猪价上行周期。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，或者行业内公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，都将面临利润下降甚至亏损的风险。
- **3、沙漠飞蝗、草地贪夜蛾等虫灾对主粮产量冲击超出预期的风险：**若我国蝗虫、草地贪夜蛾防治体系未能有效防治虫灾，造成玉米等供需偏紧的作物进一步减产的风险。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2020版权所有。保留一切权利。