

农林牧渔

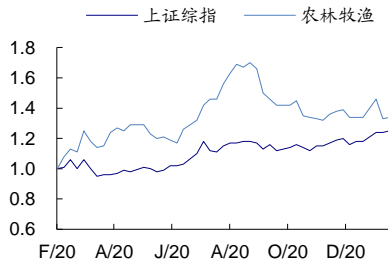
农林牧渔 2020Q4 基金持仓分析

超配

(维持评级)

2021年01月25日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《IPO 业务提速，两融规模扩大》——2021-01-18
- 《农林牧渔 2021 年 1 月投资策略：粮价表现超预期，大农业把握龙头》——2021-01-15
- 《种植链行业点评系列二：转基因生物安全证书落地，种植链有望再迎强催化》——2021-01-11
- 《生猪期货专题：期货落地在即，利好养殖龙头》——2021-01-08
- 《农业行业-实质性派生品种专题：EDV 重塑行业，头部最为受益》——2020-12-24

证券分析师：鲁家瑞

电话：021-61761016
E-MAIL: lujiarui@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520110002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业专题

农业超配减弱,成长股逆势上扬

● 基金持仓：成长股地位稳固，种植链增持明显

2020Q4 重仓农业个股 TOP10 中，海大集团、牧原股份、金龙鱼、圣农发展等管理层优秀的成长股拔得头筹，荃银高科、隆平高科这两大种业头部企业的重仓占比在 2020Q4 明显提升，基金增持比例较大。此外，基金对生猪板块的偏好明显，2020Q4 重仓持股总市值排名前五的标的中有三家都属于生猪板块，分别为牧原股份、大北农、正邦科技，展现了生猪板块在农业板块资产配置中的卓越地位。

● 生猪板块持仓：板块整体超配减弱，个股持仓分化加速

生猪板块是带动农业板块持仓的主要贡献因素。当前生猪板块超配比例处于历史低位，2020Q4 生猪板块个股的重仓基金数量较 2020Q3 均有所下降，但是个股分化明显，2020Q4 重仓基金向头部优质生猪标的加速集中，牧原股份、正邦科技、温氏股份、傲农生物的重仓持股数量均实现环比增长，分别为 11%、0.001%、172%、52%。

● 行业观点：顺周期把握景气，逆周期拥抱成长

逆周期在大农业领域继续推具备优秀管理层的标的，我们认为不断成长的公司需要具备伟大的企业家。农业成长股的核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益；此外，做好现有业务的同时，我们更看好具备多元化业务扩展能力的上市标的。顺周期一方面重点推荐种业，看好粮价后周期与转基因带来的成长共振，相对历史持仓来看，种业未来仍有足够上行空间；另一方面重点关注疫苗板块，看好生猪后周期，考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长。

● 投资建议

成长股核心推荐：海大集团、牧原股份、金龙鱼、湘佳股份、圣农发展。顺周期-种植链：1) 种业推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农；2) 种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。顺周期-动保推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
000998	隆平高科	买入	18.59	245	0.04	0.19	465	98
601952	苏垦农发	买入	12.51	172	0.49	0.73	26	17
688526	科前生物	买入	45.23	210	0.89	1.23	51	37
002311	海大集团	买入	61.72	1025	1.54	1.92	40	32
002714	牧原股份	买入	81.99	3082	8.16	9.74	10	8
300999	金龙鱼	买入	131.99	7156	1.48	1.54	89	86

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

2020Q4 基金重仓报告公布，本报告对开放式主动偏股型基金（普通股票型+偏股混合型+灵活配置型）的持仓情况进行分析，我们认为生猪板块对于农业板块资产配置的战略地位显著，2020Q4 农业板块个股的重仓占比分化明显，成长股持仓依然坚挺，逆周期在大农业领域看好具备优秀管理层的标的。我们认为不断成长的公司需要具备伟大的企业家，成长股的核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益。此外，2020Q4 种植板块及动保板块的重仓占比相比整体农业板块整体表现较为突出，顺周期一方面重点推荐种业，看好粮价后周期与转基因带来的成长共振，另一方面重点关注疫苗板块，看好生猪后周期，考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长。标的推荐：核心推荐成长股：海大集团、牧原股份、金龙鱼、湘佳股份、圣农发展。顺周期-种植链：1) 种业推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农；2) 种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。顺周期-动保推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

核心假设或逻辑

第一，粮价后周期与转基因带来成长共振，种植链长期景气上行。

第二，畜禽产能恢复明显，看好生猪后周期，考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长。

与市场预期不同之处

我们不仅仅分析标准农林牧渔子行业板块持仓指标，还从生猪板块角度探讨当前基金对生猪板块资产配置的趋势与偏好变化，为未来把握生猪领域投资机遇提供一定的参考建议。

股价变化的催化因素

第一，未来如果转基因玉米与大豆放开，国内玉米种业将由周期性行业转为成长行业，头部企业最为受益，市占率将大幅提升。

第二，生猪养殖龙头市占率快速提升。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，恶劣天气带来的不确定性风险。农业的种植企业直接从事农业种植生产，种子公司也需要种植才制种。如果发生恶劣天气，可能造成上市公司产品损毁，造成公司损失。

第二，不可控的动物疫情引发的潜在风险。农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

内容目录

基金持仓分析：成长股持仓坚挺 生猪个股分化加速	5
农业板块：整体重仓占比回落 种植链增持明显.....	5
2020Q4 重仓农业个股 TOP10：成长股拔得头筹，种业增持显著.....	6
子行业持仓：种植业重仓增长强劲，动保板块仍有支撑.....	7
生猪板块：战略地位显著 个股持仓分化.....	8
行业观点：顺周期把握景气 逆周期拥抱成长	10
顺周期一：看好种植大周期 重点推荐种业板块.....	10
顺周期二：生猪后周期关注疫苗板块 把握短期交易机会.....	12
逆周期：把握优秀管理层 拥抱核心成长股.....	13
投资建议	14
风险提示	15
国信证券投资评级	16
分析师承诺	16
风险提示	16
证券投资咨询业务的说明	16

图表目录

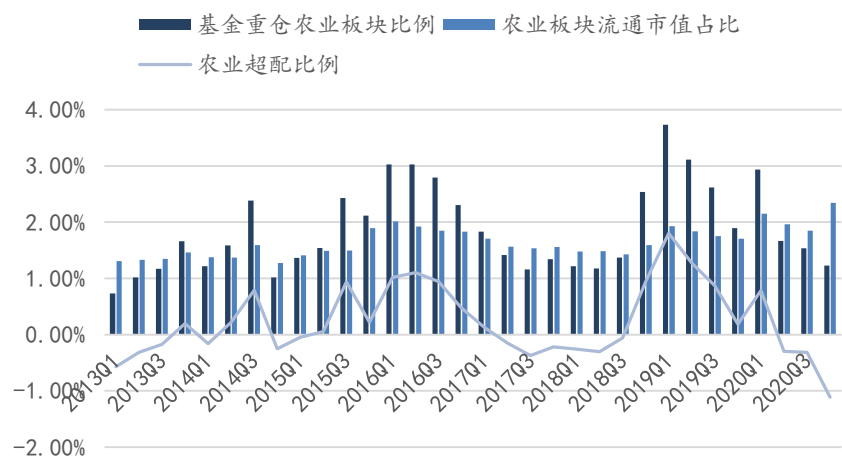
图 1:	2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓农业板块比例处于历史较低水平	5
图 2:	开放式主动偏股型基金重仓农业子板块比例	5
图 3:	近 8 个季度开放式主动偏股型基金重仓农业的前 20 标的 (按重仓市值排序)	7
图 4:	种植业开放式主动偏股型基金重仓占比情况	7
图 5:	渔业开放式主动偏股型基金重仓占比情况	7
图 6:	畜禽养殖开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 7:	饲料开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 8:	农业综合开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 9:	农产品加工开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 10:	林业板块开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 11:	动物保健开放式主动偏股型基金重仓占比情况	8
图 12:	2018Q4 起生猪板块重仓和农业板块重仓比例保持高度正相关性	9
图 13:	玉米制种面积创 2003 年以来新低	11
图 14:	甘肃与新疆承担国内大部分的玉米制种任务	11
图 15:	国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区	12
图 16:	转基因放开, 玉米种子利润空间扩容明显	12
图 17:	能繁母猪存栏环比与同比快速恢复	13
图 18:	生猪价格仍保持在较高水平	13
图 19:	猪饲料整体生产恢复较好	13
图 20:	小猪存栏在 2020 年 2 月-3 月开始环比回升	13
图 21:	市场空间的行业更容易出现大市值企业	14
表 1:	2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓股中农业板块前 20 大标的	6
表 2:	2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓生猪板块情况	9
表 3:	全球玉米供需平衡表	10
表 4:	全球大豆供需平衡表	10
表 5:	国内玉米种子库存回归正常	11

基金持仓分析：成长股持仓坚挺 生猪个股分化加速

农业板块：整体重仓占比回落 种植链增持明显

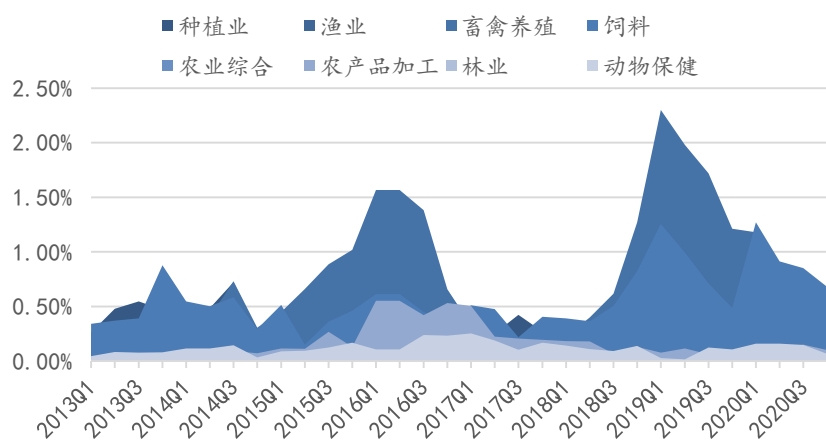
开放式主动偏股型基金重仓农业板块占比处于历史较低水平，提升空间较大。农业板块基金重仓占比从 2019Q1 起持续回落，2020Q4 农业板块占主动偏股型基金重仓股总市值比为 1.23%，环比减少 0.3%；其中，种植业占 0.13%，渔业占 0%，畜禽养殖业占 0.26%，饲料业占 0.68%，农业综合占 0%，农产品加工占 0.10%，林业占 0%，动物保健占 0.07%。

图 1：2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓农业板块比例处于历史较低水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（开放式主动偏股型基金重仓农业板块比例=开放式主动偏股型基金重仓农业板块市值/开放式主动偏股型基金重仓总市值）

图 2：开放式主动偏股型基金重仓农业子版块比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（开放式主动偏股型基金重仓农业子版块比例=开放式主动偏股型基金重仓农业子版块市值/开放式主动偏股型基金重仓总市值）

2020Q4 重仓农业个股 TOP10: 成长股拔得头筹, 种业增持显著

按开放式主动偏股型基金重仓持股总市值排序, 2020Q4 排名前 10 的农业个股分别为: 海大集团、牧原股份、圣农发展、大北农、正邦科技、安琪酵母、荃银高科、生物股份、金龙鱼、隆平高科。其中, 海大集团(特水饲料龙头、蓄力生猪养殖的农牧白马)、牧原股份(生猪养殖龙头)、金龙鱼、圣农发展(白羽肉鸡一体化龙头)属于养殖链中管理层优秀的优质成长股, 备受基金青睐。荃银高科、隆平高科则为种业技术实力最强的两大头部标的, 受益转基因及粮价上涨带来的种植链景气上行, 重仓占比在 2020Q4 明显提升, 基金增持比例较大。此外, 牧原股份、大北农、正邦科技均属于生猪板块的优质标的, 在 2020Q4 重仓持股总市值中排名均在前五, 体现了基金对生猪板块优质企业的偏好。

表 1: 2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓股中农业板块前 20 大标的

排名	股票代码	股票名称	重仓基金数(个)		重仓持股总量(万股)		重仓持股总市值(万元)		所属行业
			2020Q4	2020Q3	2020Q4	2020Q3	2020Q4	2020Q3	
1	002311.SZ	海大集团	110	105	17,325	12,729	1,134,817	780,665	饲料 II
2	002714.SZ	牧原股份	52	56	5,161	4,641	397,900	343,438	畜禽养殖 II
3	002299.SZ	圣农发展	15	10	6,323	6,153	167,809	134,628	畜禽养殖 II
4	002385.SZ	大北农	15	18	17,265	18,287	166,776	163,673	饲料 II
5	002157.SZ	正邦科技	6	9	7,432	7,425	126,636	134,991	饲料 II
6	600298.SH	安琪酵母	19	41	2,459	3,644	125,424	219,447	农产品加工
7	300087.SZ	荃银高科	15	9	3,933	845	120,475	15,271	种植业
8	600201.SH	生物股份	11	32	5,576	7,913	116,490	213,650	动物保健 II
9	300999.SZ	金龙鱼	22	0	905	0	92,007	0	农产品加工
10	000998.SZ	隆平高科	13	18	3,124	4,809	61,878	88,048	种植业
11	002041.SZ	登海种业	5	2	2,361	788	52,692	13,366	种植业
12	000876.SZ	新希望	8	29	2,082	6,108	46,641	169,203	饲料 II
13	601952.SH	苏垦农发	9	9	2,971	2,148	41,769	28,249	种植业
14	002891.SZ	中宠股份	5	7	254	387	14,546	17,079	饲料 II
15	300119.SZ	瑞普生物	8	3	676	707	12,766	14,405	动物保健 II
16	603566.SH	普莱柯	4	12	421	590	8,734	14,828	动物保健 II
17	688526.SH	科前生物	12	0	177	0	7,377	0	动物保健 II
18	300673.SZ	佩蒂股份	5	4	208	177	6,499	6,745	饲料 II
19	603363.SH	傲农生物	4	4	503	331	6,226	6,320	饲料 II
20	300498.SZ	温氏股份	3	4	332	122	6,057	2,390	畜禽养殖 II

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

成长股厚积薄发, 养猪股备受青睐。从近 8 个季度主动偏股型基金重仓农业板块的重仓总市值排名前 20 的标的来看, 牧原股份的地位稳固, 一直稳居前二。此外, 海大集团也从 2019Q1 的第四名逐步跃升, 2020Q2-Q4 的重仓市值排名稳居第一。由此可见, 基金投资者对管理层优秀的成长股拥有长期持有的信心。此外, 在农业重仓前 20 标的中, 生猪板块一直占据较大席位, 牧原股份、大北农、正邦科技、新希望、傲农生物常驻近 8 个季度主动偏股型基金重仓农业版

块 TOP20 标的之列。

图 3：近 8 个季度开放式主动偏股型基金重仓农业的前 20 标的（按重仓市值排序）

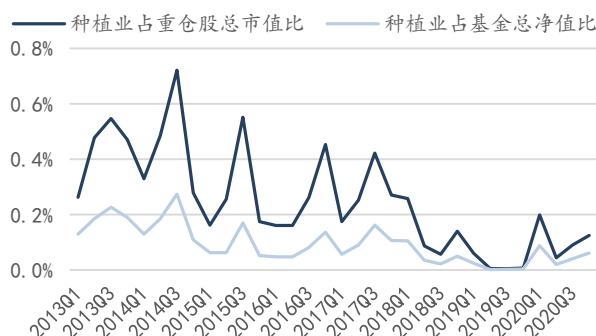
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
1	温氏股份	温氏股份	牧原股份	牧原股份	牧原股份	海大集团	海大集团	海大集团
2	牧原股份	牧原股份	温氏股份	温氏股份	海大集团	牧原股份	牧原股份	牧原股份
3	通威股份	正邦科技	海大集团	海大集团	新希望	生物股份	安琪酵母	圣农发展
4	正邦科技	海大集团	新希望	新希望	温氏股份	新希望	生物股份	大北农
5	海大集团	新希望	正邦科技	正邦科技	隆平高科	安琪酵母	新希望	正邦科技
6	天邦股份	安琪酵母	生物股份	生物股份	正邦科技	圣农发展	大北农	安琪酵母
7	圣农发展	圣农发展	圣农发展	安琪酵母	生物股份	正邦科技	正邦科技	圣农发展
8	安琪酵母	天邦股份	安琪酵母	圣农发展	安琪酵母	天康生物	圣农发展	生物股份
9	新希望	唐人神	天邦股份	益生股份	大北农	大北农	隆平高科	金龙鱼
10	唐人神	禾丰牧业	唐人神	天康生物	天康生物	隆平高科	隆平高科	隆平高科
11	隆平高科	益生股份	益生股份	大北农	天邦股份	天邦股份	天邦股份	登海种业
12	仙坛股份	民和股份	民和股份	普莱柯	圣农发展	温氏股份	苏垦农发	新希望
13	益生股份	仙坛股份	普莱柯	中牧股份	傲农生物	中牧股份	中牧股份	苏垦农发
14	雪榕生物	傲农生物	中牧股份	天邦股份	益生股份	瑞普生物	圣农发展	中牧股份
15	生物股份	梅花生物	禾丰牧业	中牧股份	中牧股份	中牧股份	普莱柯	瑞普生物
16	禾丰牧业	大北农	大北农	仙坛股份	中牧股份	傲农生物	瑞普生物	普莱柯
17	民和股份	生物股份	仙坛股份	傲农生物	登海种业	佩蒂股份	登海种业	科前生物
18	天康生物	中牧股份	傲农生物	登海种业	普莱柯	晨龙生物	禾丰牧业	佩蒂股份
19	金新农	中牧股份	中牧股份	瑞普生物	瑞普生物	禾丰牧业	中牧股份	傲农生物
20	佩蒂股份	金新农	天康生物	北大荒	雪榕生物	唐人神	金丹科技	温氏股份

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

子行业持仓：种植业重仓增长强劲，动保板块仍有支撑

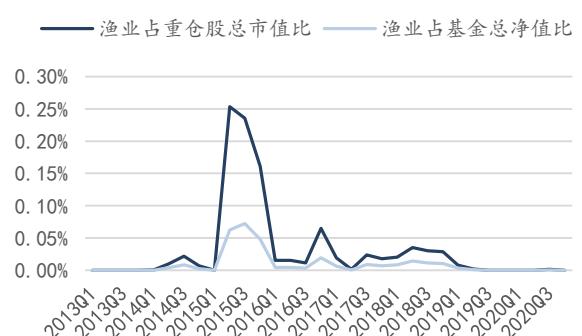
2020Q4 种植业的重仓占比明显提升，其他子板块略有回落。种植业受益种植链景气上行，2020Q4 重仓占比环比增长 0.1%；相对于 2016-2017 年行业高景气持仓比例，我们认为种植链仍有明显提升空间，继续看好。此外，饲料及动物保健板块的重仓占比虽略有回落，但受益畜禽产能恢复，仍处于历史中位水平。农产品加工板块由于金龙鱼上市且获得部分基金青睐，板块整体的重仓占比处于历史较高水平。

图 4：种植业开放式主动偏股型基金重仓占比情况



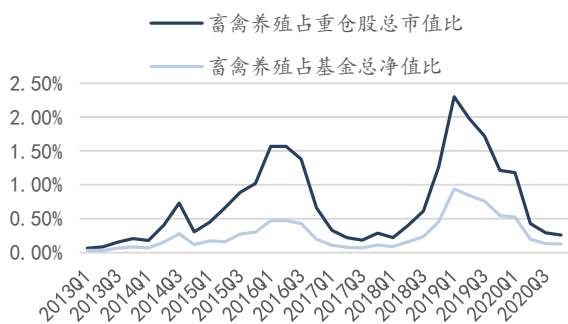
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：渔业开放式主动偏股型基金重仓占比情况



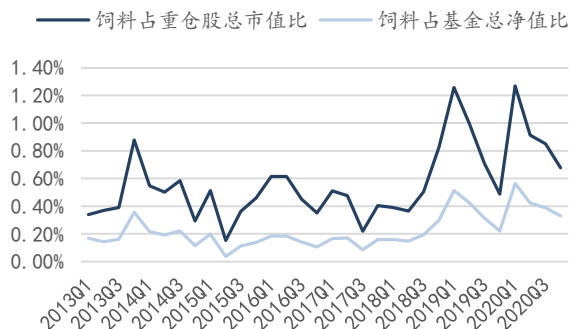
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6: 畜禽养殖开放式主动偏股型基金重仓占比情况



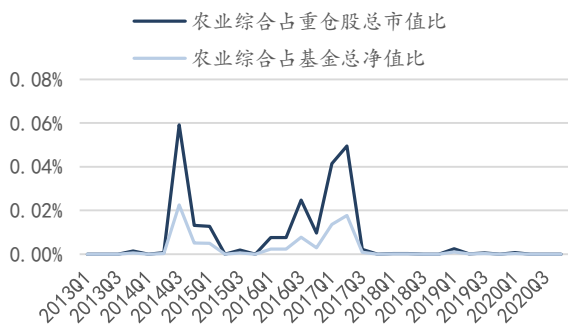
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 饲料开放式主动偏股型基金重仓占比情况



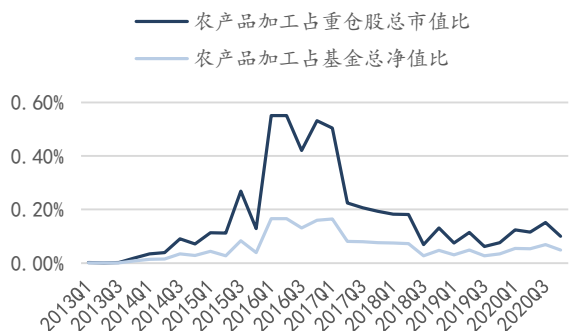
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 农业综合开放式主动偏股型基金重仓占比情况



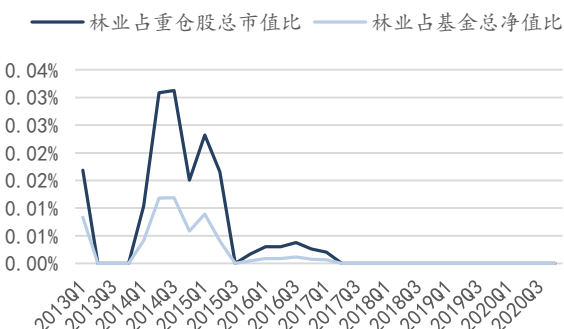
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 农产品加工开放式主动偏股型基金重仓占比情况



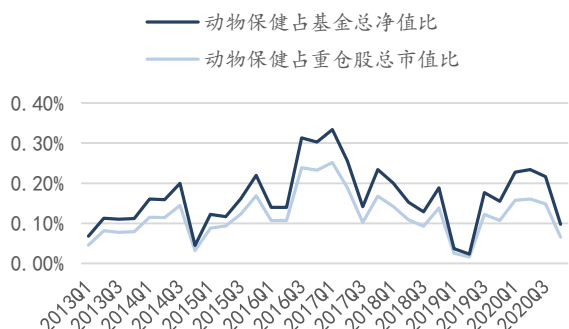
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 林业板块开放式主动偏股型基金重仓占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 动物保健开放式主动偏股型基金重仓占比情况



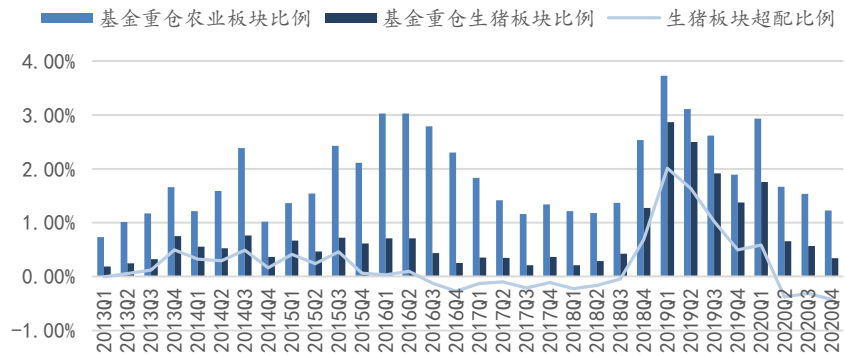
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

生猪板块: 战略地位显著 个股持仓分化

生猪板块超配比例处于历史低位。生猪板块在农业板块基金资产配置的地位至关重要,从历史数据来看,主动偏股型基金重仓生猪板块的比例和重仓农业板块的比例

保持高度正相关，生猪板块是带动农业板块重仓占比增长的主要贡献因素。2020Q2-2020Q4 主动偏股型基金对生猪板块的超配比例呈明显下降趋势，处于历史较低水平，从而也拉低了基金重仓农业板块的比例。

图 12: 2018Q4 起生猪板块重仓和农业板块重仓比例保持高度正相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

个股分化明显，2020Q4 重仓基金向头部优质生猪标的加速集中。从主动偏股型基金重仓生猪板块的个股情况来看，2020Q4 生猪板块个股的重仓基金数量较 2020Q3 均有所下降，但牧原股份、正邦科技、温氏股份、傲农生物的重仓持股数量实现环比增长，分别为 11%、0.001%、172%、52%。在整体农业板块配置占比降低的情形下，头部优质生猪标的依然实现了持仓逆势增长，预计未来在猪价下行期，个股分化依然是生猪板块投资的主要趋势。

表 2: 2020Q4 开放式主动偏股型基金重仓生猪板块情况

股票名称	重仓基金数量 (个)			重仓持股数量 (万股)			重仓持股总市值 (万元)			股票区间
	本期	上期	季节变动	本期	上期	环比增幅	本期	上期	环比增幅	涨幅
牧原股份	52	56	-4	5160.83	4641.05	11%	397900.26	343437.98	16%	4%
正邦科技	6	9	-3	7431.69	7425.23	0%	126636.00	134990.73	-6%	-7%
温氏股份	3	4	-1	332.25	122.30	172%	6056.84	2389.71	153%	-7%
新希望	8	29	-21	2082.19	6108.41	-66%	46641.01	169202.97	-72%	-20%
天邦股份	3	5	-2	189.30	2297.57	-92%	2763.71	37335.53	-93%	-11%
大北农	15	18	-3	17264.64	18287.44	-6%	166776.46	163672.61	2%	6%
傲农生物	4	4	0	502.52	331.04	52%	6226.17	6319.57	-1%	-15%
天康生物	1	10	-9	96.53	5894.06	-98%	1022.25	84933.37	-99%	-27%
唐人神	1	-	-	15.47	-	-	122.68	-	-	-9%
金新农	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7%
新五丰	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

行业观点：顺周期把握景气 逆周期拥抱成长

顺周期一：看好种植大周期 重点推荐种业板块

农业农村部自 2021 年 1 月 11 日公布新一批的转基因安全证书后，种植板块均有一定幅度回调；核心原因在于：1) 一方面板块静态估值较高；2) 另一方面，市场将该政策解读为利好出尽，短期预期博弈较强。我们认为，种植链未来 2-3 年的周期景气均处于上行通道当中，在粮价上涨以及转基因落地预期下，种植板块将迎来周期与成长的共振，中长期继续看好。

看好 2021 粮价表现，玉米与大豆等饲料粮表现或将尤为突出。2021 年 1 月 13 日，USDA 发布了 1 月份供需报告。全球大豆、玉米和小麦产量均有不同幅度调减，其中玉米和大豆库存持续下降，供需偏紧格局继续演变；而小麦产量 2020/21 年度虽然也面临调减，但整体库存水平仍处于高位，大米产量则继续调增，带动库存水平上升，价格维持平稳。整体来看，USDA 本次报告利多粮价；其中，我们认为玉米与大豆等饲料粮基本面景气上行，价格表现或将尤为突出。

表 3：全球玉米供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12 月预估)	2020/21 (1 月预估)
期初库存	340.76	320.04	303.42	303.01
产量	1123.77	1116.41	1143.56	1133.89
进口	164.42	165.17	179.57	176.28
国内饲用量	703.63	714.83	727.98	725.02
国内总使用量	1144.49	1133.45	1158.01	1153.06
出口量	181.73	169.99	185.97	183.63
期末库存	320.04	303.01	288.96	283.83
库销比	28.0%	26.7%	25.0%	24.6%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

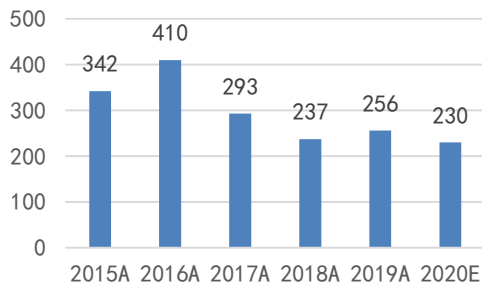
表 4：全球大豆供需平衡表

百万吨	2018/19	2019/20	2020/21 (12 月预估)	2020/21 (1 月预估)
期初库存	98.91	112.8	95.46	95.39
产量	361.04	336.47	362.05	361
进口	145.47	165.41	166.33	166.84
国内压榨量	298.06	309.37	321.64	321.81
国内总使用量	343.79	354.56	369.72	369.82
出口量	148.83	164.73	168.48	169.1
期末库存	112.8	95.39	85.64	84.31
库销比	33%	27%	23%	23%

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

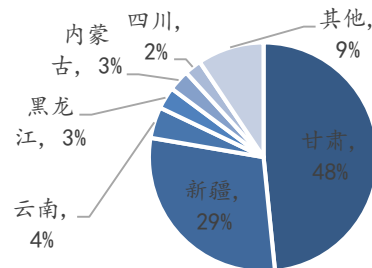
玉米种子自身库存反转，优质品种将迎来量价双击。玉米制种面积受玉米现货价格影响明显，由于制种与种植不同步，存在 1 个种植季的滞后期。2016 年种子整体误判市场，制种面积较大，造成公司与渠道出现高库存。2017-2018 年渠道价格开始紊乱，降价成为主旋律。2019/20 种植季结束，行业结转库存的消费比将进一步下滑约至 50+%。从我们草根调研来看，2020 年国内制种面积受新冠疫情和转基因因素干扰，制种面积预计同比下滑 15% 以上。如上判断，我们认为 20/21 种植季行业玉米种子将面临短缺，其中优质的玉米种子更加稀缺，2021 年底有望迎来量价双击。

图 13: 玉米制种面积创 2003 年以来新低



资料来源: 全国农技中心, 国信证券经济研究所整理

图 14: 甘肃与新疆承担国内大部分的玉米制种任务



资料来源: 《中国种业发展报告》, 国信证券经济研究所整理

表 5: 国内玉米种子库存回归正常

	15/16 种植季	16/17 种植季	17/18 种植季	18/19 种植季	19/20 种植季	20/21 种植季预测
有效期初库存 (亿公斤)	8	6	8	8	6	5
制种面积 (万亩)	342	410	293	237	256	230
单亩产量 (公斤/亩)	320	357	361	389	387	390
新产种子 (亿公斤)	11.0	14.7	10.6	9.2	9.9	9.0
种子总供给 (亿亩)	18.5	20.7	19.0	16.9	16.0	14.2
玉米种植面积 (亿亩)	6.6	6.0	5.8	5.6	5.7	6.4
单亩平均用种量 (公斤/亩)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
商业种需求量 (亿公斤)	11.9	10.8	10.4	10.1	10.3	11.5
期末库存 (亿公斤)	7	10	9	7	6	3
库存损耗率 (%)	8%	15%	10%	10%	10%	10%
期末有效库存 (亿公斤)	6	8	8	6	5	2
期末库存消费比 (%)	50%	78%	73%	61%	51%	21%

资料来源: 全国农机中心, 国信证券经济研究所预测

转基因玉米进展或将超预期。农业部 2019 年 12 月 30 日公告拟批准颁发玉米与大豆的转基因生物安全证书, 引发市场关注。我们认为国内存在放开转基因玉米的可能, 放开转基因符合国情, 原因分析如下:

- **转基因推行广泛, 安全性有验证。**根据 ISAAA 统计数据, 全球转基因种植面积连年增加, 截至 2018 年全球有 26 个国家种植了 1.92 亿公顷的转基因作物, 其中大豆、玉米、棉花等非口粮作物成为主要的转基因种植作物, 并在美国、巴西和阿根廷等主要农业大国得到广泛推广。目前, 全球流通的玉米和大豆基本都是转基因产物, 多年下来未出现安全事件, 国内现在放开符合大趋势。
- **国内科研储备充分。**技术储备充足, 以隆平高科、大北农和浙江大学为代表的企业与科研单位已经做了充足的科研储备, 目前下发的转基因玉米安全证书命名基因主要为抗虫和抗除草剂, 具备推广商业价值。

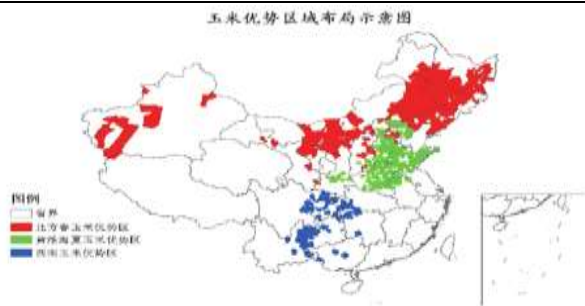
国内市场倒逼政策放开。从我们草根调研来看, 东北市场海外流入的非法转基因玉米推广面积已经不小, 对市场形成了劣币驱逐良币的恶劣影响, 及时放开

政策限制，有利于保护国内种业大企业，从根源上保证粮食生产安全。

假设转基因放开后，国内玉米种业将由周期转为成长行业。前后逻辑变化如下：

- **旧逻辑-同质化存量竞争：**种植面积不变，玉米种业天花板已现；玉米种子太容易套牌、冒牌，同质化高，劣币驱逐良币，集中度无法提升。
- **转基因后新逻辑-增量且市占率集中：**转基因可以增产，省人工，省农药，种子价格将提升，天花板明显上移，预计市场容量增加 60 亿以上；打假成本大幅降低，一定程度上减少套牌、冒牌种子数量，“良币”生存环境改善。

图 15：国内玉米种植主要集中在东北与黄淮海地区



资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

图 16：转基因放开，玉米种子利润空间扩容明显

转基因/非转基因	亩均出厂价 (元)	亩均利润空间 (元)	种植面积 (亿亩)	市场规模 (亿元)	市场利润空间 (亿元)
2018 整体	30	7	5	150	35
2018 有效	30	7	2	60	14
转基因后	36	12	5	180	60

资料来源：国信证券经济研究所整理

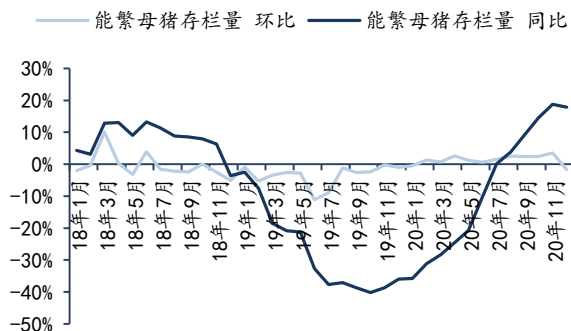
种植链投资观点：看好周期与成长带来的共振。受益畜禽存栏回升带来的需求提升以及玉米库存周期反转，玉米和大豆等饲料粮价格后续走势保持乐观。口粮与白糖虽供给较为充足，但受饲料粮需求替代、恶劣天气等外在因素影响，2021 年仍有较好的涨价基础，因此我们看好种植链景气上行，给予重点推荐。

标的方面，优选种子与种植板块。其中，种子板块推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业，建议关注：大北农；农产品种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。

顺周期二：生猪后周期关注疫苗板块 把握短期交易机会

在畜禽存栏回升，尤其是生猪产能快速恢复的背景下，动物疫苗短期业绩确定性高增长。考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长，推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

图 17: 能繁母猪存栏环比与同比快速恢复



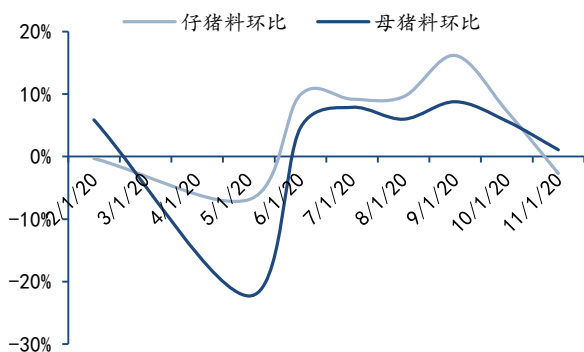
资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

图 18: 生猪价格仍保持在较高水平



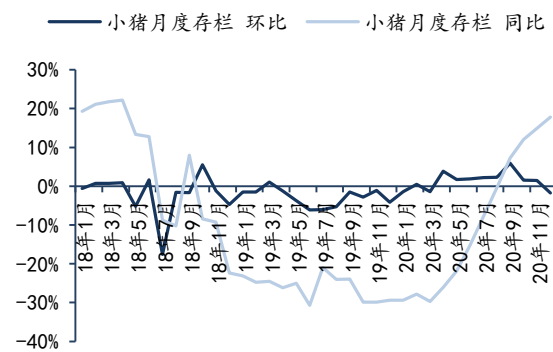
资料来源: 农业农村部, 国信证券经济研究所整理

图 19: 猪饲料整体生产恢复较好



资料来源: 中国饲料工业协会, 国信证券经济研究所整理

图 20: 小猪存栏在 2020 年 2 月-3 月开始环比回升



资料来源: 涌益咨询, 国信证券经济研究所整理

逆周期: 把握优秀管理层 拥抱核心成长股

农业市场空间大, 具备孵化伟大公司的土壤。对照白酒、调味品、汽车、空调和水泥等成熟行业, 我们发现市场空间大的行业均容易产生几千亿市值的龙头企业。其中, 消费行业的潜力更大, 其中调味品行业的海天味业表现尤为突出。我们认为背后核心的原因在于行业的赚钱效应和现金流优质程度。我们认为农业有孵化大市值伟大公司的行业土壤, 原因如下:

- 农业是典型的大行业小公司格局。从大农业角度出发, 从上游的原材料到餐桌, 整个行业是十几万亿的消费空间。如此规模的大市场, 却没有一家大市值上市企业。
- 内循环开启城市反哺农村之路, 农业现金流与赚钱效应即将好转。建国以来, 农业一方面消化高价格的生产资料, 另一方面, 粮食价格被管控以低价向城市居民销售。但随着工业的成熟, 以及国内内循环大政策的推进, 城市反哺农业成为可能, 未来行业的现金流与赚钱效应或将好转, 加快优质公司快速成长。

图 21： 市场空间的行业更容易出现大市值企业



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

选择优秀的管理层，相关标的：海大集团、牧原股份、金龙鱼、湘佳股份、圣农发展。我们认为不断成长的公司需要具备伟大的企业家。在农业领域，成长股的核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益；此外，做好现有业务的同时，我们更看好具备多元化业务扩展能力的上市标的，推荐标的：海大集团、牧原股份、金龙鱼；建议关注：湘佳股份、圣农发展。

投资建议

2020Q4 基金重仓报告公布，本报告对开放式主动偏股型基金（普通股票型+偏股混合型+灵活配置型）的持仓情况进行分析，我们认为生猪板块对于农业板块资产配置的战略地位显著，2020Q4 农业板块个股的重仓占比分化明显，成长股持仓依然坚挺，逆周期在大农业领域看好具备优秀管理层的标的。我们认为不断成长的公司需要具备伟大的企业家，成长股的核心优势在于将自有业务的成本降低行业最低，或者具备单位超额收益。此外，2020Q4 种植板块及动保板块的重仓占比相比整体农业板块整体表现较为突出，顺周期一方面重点推荐种业，看好粮价后周期与转基因带来的成长共振，另一方面重点关注疫苗板块，看好生猪后周期，考虑到 2020H1 行业生猪存栏基数低，2021H1 相关猪疫苗上市公司的业绩有望维持高增长。

标的推荐：核心推荐成长股：海大集团、牧原股份、金龙鱼、湘佳股份、圣农发展。顺周期-种植链：1) 种业推荐：隆平高科、荃银高科、登海种业、大北农；2) 种植推荐：苏垦农发、中粮糖业。顺周期-动保推荐：科前生物、生物股份、普莱柯。

风险提示

- 1、恶劣天气带来的不确定性风险。农业的种植企业直接从事农业种植生产，种子子公司也需要种植才制种。如果发生恶劣天气，可能造成上市公司产品损毁，造成公司损失。
- 2、不可控的动物疫情引发的潜在风险。农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2021年1月 22日 收盘价	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
000998.SZ	隆平高科	买入	19.11	-0.23	0.04	0.19	-83	478	101
300087.SZ	荃银高科	买入	30.42	0.22	0.28	0.47	138	109	65
002041.SZ	登海种业	买入	19.93	0.05	0.14	0.28	399	142	71
002385.SZ	大北农	未评级	9.98	0.12	0.52	0.59	83	19	17
601952.SH	苏垦农发	买入	12.95	0.43	0.49	0.73	30	26	18
600737.SH	中粮糖业	买入	9.70	0.27	0.42	0.56	36	23	17
688526.SH	科前生物	买入	44.94	0.67	0.89	1.23	67	50	37
600201.SH	生物股份	买入	19.82	0.2	0.38	0.59	99	52	34
603566.SH	普莱柯	买入	20.99	0.34	0.63	0.83	62	33	25
002311.SZ	海大集团	买入	63.64	1.04	1.54	1.92	61	41	33
002714.SZ	牧原股份	买入	83.58	2.82	8.16	9.74	30	10	9
002982.SZ	湘佳股份	未评级	66.40	2.98	2.52	3.14	22	26	21
300999.SZ	金龙鱼	买入	137.31	1.11	1.48	1.54	124	93	89
002299.SZ	圣农发展	未评级	28.29	3.3	2.07	1.98	9	14	14

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万德一致预期）

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032