

养殖后周期与一号文关注度提升

——1月行业动态报告

核心观点

- **CPI 同比小幅上升，农林牧渔景气度维持** 20年12月我国CPI同比+0.2%，其中食品项同比+1.2%，食品中猪肉同比-1.3%。12月CPI环比为+0.7%。期间猪肉价格基本处于震荡上行态势，影响CPI猪肉环比+6.5%。12月我国农产品进口金额172.63亿美元，同比+14.75%，出口金额75.58亿美元，同比-7.38%，贸易逆差97.05亿美元，同比+40.99%。
- **动保企业业绩亮眼，市场关注度或回归** 猪周期已处于下行过程中，此时后周期的优势将逐步显现。部分企业2020年业绩预告已公告，呈现高增长状态，市场关注度有所提高。我们再次重申动保投资逻辑：1) 养殖存栏回升带来疫苗销量提升，即基数变大；2) 规模化、集中度提升，大型养殖场更偏好市场苗，意味着渗透率将提升，即在基数变大的基础上使用比率也提升了；3) 在现有的疫苗品类中，某些疫苗（猪圆环等）享受高弹性，主要源于养殖利润高位与生猪损失/体重下行之间的博弈；4) 非瘟疫苗若研制成功并市场化，将额外增加一块市场规模。我们认为随着动保企业业绩持续兑现，市场关注度将再次回归。
- **一号文预期强烈，关注种业潜在机会** 每年年末/年初为我国政策频出时期，农业行业受政策影响较大，尤其是种植业相关。20年玉米行业矛盾加剧，价格持续上行。转基因玉米研发与审批逐步推进，市场对一号文落地预期强烈，建议关注后续转基因玉米市场化。
- **年初至今板块表现弱于沪深300，动保板块表现较好** 年初至1月25日，农林牧渔板块-3.79%，同期沪深300上涨5.07%。其中林业跌幅最大(-10.42%)，种植业、渔业、农产品加工次之，分别为-9.40%、-7.92%、-2.84%；动物保健、饲料涨幅居前，分别为+1.55%、+0.55%。
- **投资建议** 20年动保企业业绩高增长印证后周期企业已走出行业低谷，随着养殖存栏回升等因素加成，我们认为动保企业业绩或将保持持续快速增长状态，建议关注中牧股份；此外，考虑后周期对饲料等业务的促进，我们推荐全产业链优质企业海大集团。一月末二月初为我国一号文发布时间点，市场对此预期强烈，考虑当前相关作物的供需矛盾以及转基因种子的持续推进，我们建议关注隆平高科等种业相关个股。
- **核心组合**

	证券代码	证券简称	月涨幅(%)	市盈率 PE(TTM)	市值(亿元)
核心组合	000998	隆平高科	-10.05	-66.61	246.01
	002311	海大集团	-0.63	42.75	1068.66
	600195	中牧股份	+6.71	29.08	136.60

- **风险提示** 猪价不达预期风险，疫病风险，原材料价格波动风险等。

农林牧渔行业

推荐 (维持评级)

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130519020001

白雪妍

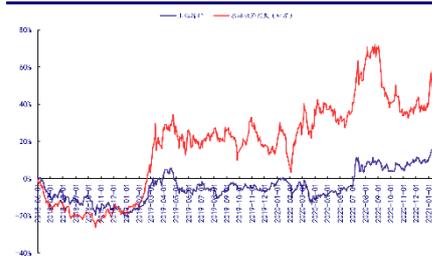
☎: 010-80927633

✉: baixueyan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520090002

行业数据

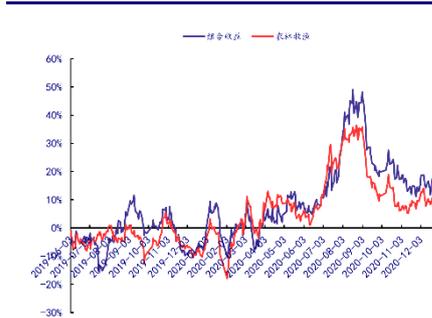
2021.1.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2021.1.25



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

- 1、2019.3.28 “读懂猪周期”系列深度报告三: 以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑
- 2、2020.3.6 草地贪夜蛾态势严峻, 关注玉米产量及转基因进展
- 3、2020.3.19 “读懂猪周期”系列深度报告五之新希望(000876.SZ): 猪价弹性+出栏高速增长, 农牧龙头腾飞时

目 录

一、物价指标增长收窄，农林牧渔业景气度维持.....	2
(一) 猪肉价格震荡行情，CPI 同比小幅上升	2
(二) 猪周期带动畜禽养殖产业链景气度提升	3
二、养殖后周期业绩高增受关注，种业热度持续.....	5
(一) 一号文落地预期强烈，转基因种子受关注	5
1. 玉米产需缺口扩大，行业拐点将至	5
2. 玉米种子市场规模较大，存上升空间	7
3. 转基因玉米或于 1-2 年内上市，增厚市场空间	8
(二) 疫苗企业业绩高增长兑现，看好未来发展	9
1. 政府疫苗招采目录及价格调整，对疫苗企业业绩影响较大	9
2. 市场苗扩容的双线逻辑，带动疫苗企业触底反弹	10
(三) 猪价节前高位震荡，行业集中度提升中	12
1. 猪价高位震荡中，自繁自养利润高位	12
2. 十年生猪规模化程度提高 33PCT，规模化持续提升是趋势	13
3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利	13
三、农林牧渔在资本市场中的发展情况.....	14
(一) 农林牧渔市值占比略升，农产品加工市值回升	14
(二) 年初至今板块表现弱于沪深 300，动物保健板块表现较好	15
四、投资建议及股票池	16
五、风险提示	16

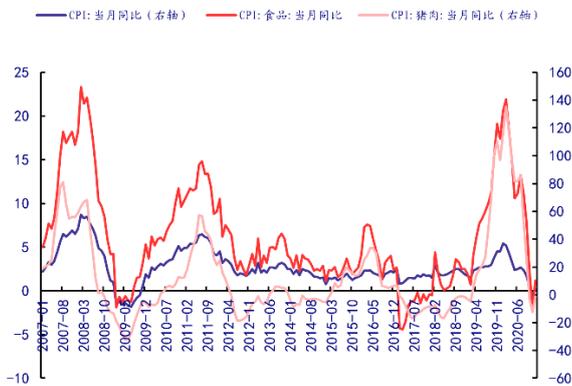
一、物价指标增长收窄，农林牧渔业景气度维持

(一) 猪肉价格震荡行情，CPI 同比小幅上升

2020 年 12 月，我国 CPI 同比上升 0.2%，其中食品项同比+1.2%，食品中猪肉同比-1.3%。从环比来看，12 月 CPI 环比为+0.7%。期间猪肉价格基本处于震荡上行态势，影响 CPI 猪肉环比上升 6.5%。

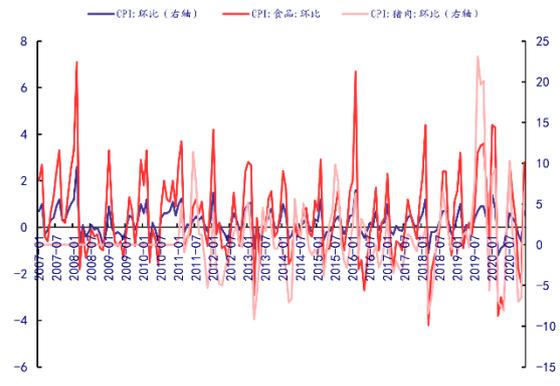
2020 年 1-12 月，我国农产品累计进口金额为 170.80 亿美元，同比+13.96%，出口金额为 760.34 亿美元，同比-3.20%，贸易逆差 947.67 亿美元，同比+32.89%。2020 年 12 月，我国农产品进口金额为 172.63 亿美元，同比+14.75%，出口金额为 75.58 亿美元，同比-7.38%，贸易逆差 97.05 亿美元，同比+40.99%。

图 1：2020 年 12 月我国 CPI 同比+0.2%



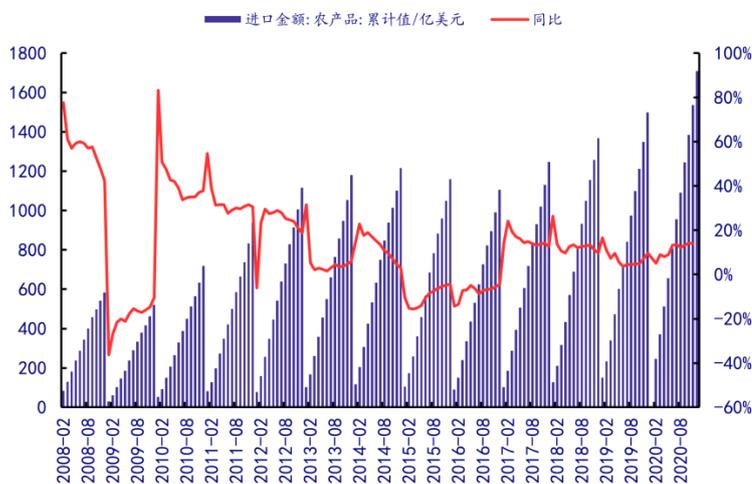
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：2020 年 12 月我国 CPI 环比+0.7%



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 3：2020 年 1-12 月我国农产品进口额累计为 1708.01 亿美元，同比+13.96%



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

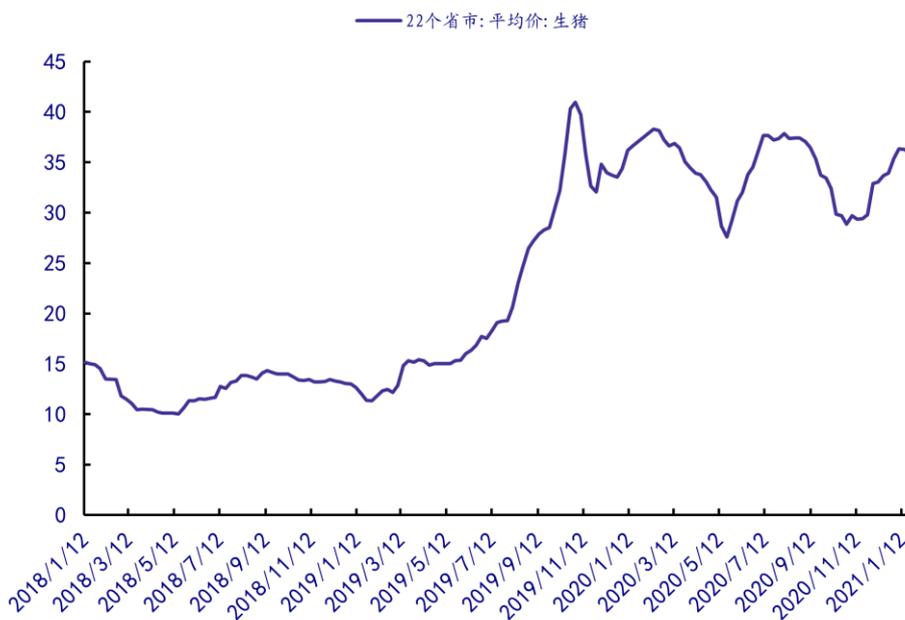
(二) 猪周期带动畜禽养殖产业链景气度提升

农业行业主要包括种植产业链与养殖产业链两大子产业，其中种植产业链涉及种业、农产品种植与加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、水产养殖、饲料、疫苗等子行业。从竞争力、盈利能力、管理能力等方面来考虑，养殖产业链具备更大的优势。结合当前非洲猪瘟对产能去化的影响以及猪周期的运行规律，猪价持续创高位，并将带动整体养殖产业链业绩向好。

受非洲猪瘟影响，本轮猪周期中能繁母猪产能去化彻底，19年1月开始，生猪与能繁母猪存栏量同比降幅达到两位数；19年9月能繁母猪存栏量降到历史低位1913万头，此后开始环比好转。根据农业部测算，2020年11月，能繁母猪、生猪存栏2625.31万头、2.53亿头；规模猪场新生仔猪超过3100万头，比年初+94.1%；全国规模猪场比年初增加1.6万家，散养户比年初增加228万户。对于生猪养殖企业来说，2020年为业绩爆发期，弹性巨大。

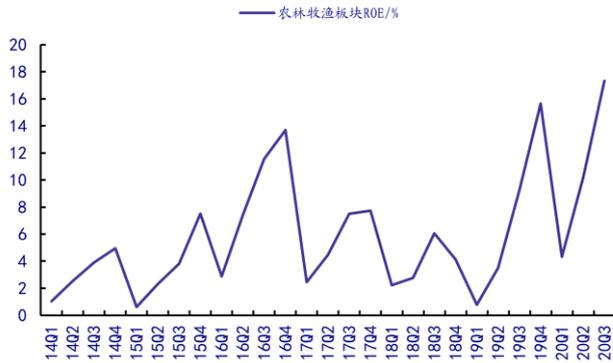
从杜邦分析以及相关财务指标来看，2016-2019年我国农林牧渔行业ROE呈现下行趋势，其中生猪养殖产业链上的企业从2016年高点逐渐下行至2018年低点，影响整体ROE水平，随后19年开始猪周期处上行趋势中，带动畜禽养殖板块ROE回升。如上文分析，我们认为上一轮猪周期在2018年5月结束，之后开启新一轮周期；2019年3月1日，据博亚和讯数据来看，猪价二次探底为12.06元/kg，随后开启猪价上行阶段；截至2021年1月22日，猪价涨幅达198.0%。

图4：我国猪价自19年3月开启上行趋势后，4-6月处于震荡期，6-10月持续上行，11月后开启震荡行情，2月受新冠疫情影响，猪价先升后震荡，5月底止跌回升，9月开启下行态势，10月末止跌，目前处于震荡过程中



资料来源：海关总署，中国银河证券研究院整理

图 5: 2014Q1 至今农林牧渔板块 ROE 情况



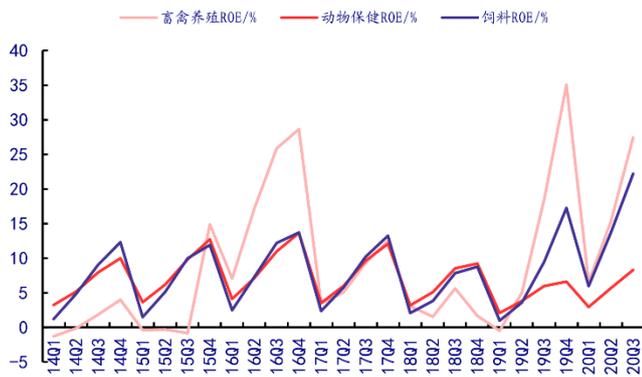
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 2014Q1 至今农林牧渔板块销售净利率情况



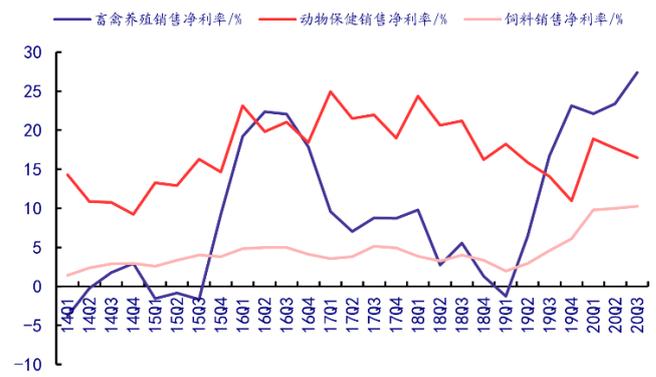
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 7: 2014Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料 ROE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 8: 14Q1 至今畜禽养殖、动物保健、饲料销售净利率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 1: 2016-2020 年农林牧渔行业及其子板块畜禽养殖行业 EPS 情况

行业	年份	一季报	中报	三季报	年报
农林牧渔	2016	0.06	0.14	0.20	0.28
	2017	0.07	0.12	0.19	0.17
	2018	0.06	-0.002	0.09	0.05
	2019	0.05	0.14	0.28	0.41
	2020	0.10	0.23	0.39	0.79
畜禽养殖	2016	0.16	0.41	0.57	0.63
	2017	0.07	0.06	0.11	0.08
	2018	0.05	-0.47	-0.28	-0.13
	2019	0.17	0.51	1.27	2.07
	2020	0.27	0.52	0.88	

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、养殖后周期业绩高增受关注，种业热度持续

农林牧渔行业可分为两大产业链，包括种植产业链和养殖产业链，其中种植产业链包括种业、种植业、农产品加工、林业等子行业，养殖产业链包括畜禽养殖、饲料、疫苗、渔业等子行业。

目前，种植产业链主要围绕技术升级(转基因)、土地改革、效率提升等几方面进行发展。我国农产品(如玉米、大豆等)成本居高不下，主要原因在于种业技术发展缓慢，核心技术由国际巨头垄断，同时人工成本高企，以及土地规模化程度不够而造成的效率低下，最终反映在成本与价格层面。对于种植产业链来说，未来急需技术与规模化的提升，进而实施精细化管理来提高生产效率，提升成长空间。当前，受草地贪夜蛾、新冠疫情等外部因素影响，玉米以及其他粮食行业或将受到部分影响。

在养殖产业链层面，其发展水平高于种植产业链，行业增长较为迅速。从规模化程度、企业集中度、研发实力以及生产效率来说，我国养殖业均处于高速发展时期。在此过程中，行业规范性也在逐步形成，以白羽鸡行业为例，各企业自发形成白羽肉鸡联盟，以期实现供需平衡，产能调节，行业自我治理。在行业快速发展至成熟阶段期间，养殖产业链涌现出一批优质企业，从研发端发力，到管理标准化、精细化，看好未来养殖产业链相关优质企业的长远发展。

(一) 一号文落地预期强烈，转基因种子受关注

1. 玉米产需缺口扩大，行业拐点将至

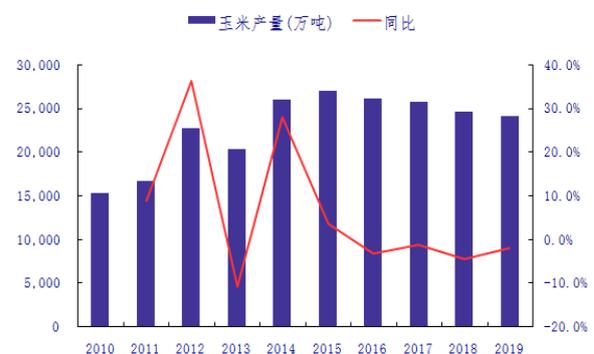
供给端：玉米产能持续下降，库存消化迅速。由于多年实行临储政策，国内玉米库存、产能均位于历史高位，玉米临时储备政策改革后，玉米价格主要由市场供需关系决定，玉米价格回落，2016年我国玉米种植面积和产量双双开启下行趋势，2019年玉米种植面积为4128万公顷，同比-2.02%，较2015年-8.20%；2019年玉米产量为2.41亿吨，同比-1.99%，较2015年-10.51%。

图9：玉米去库存效果显著，库消比持续下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：2019年我国玉米产量24106万吨，同比-1.99%



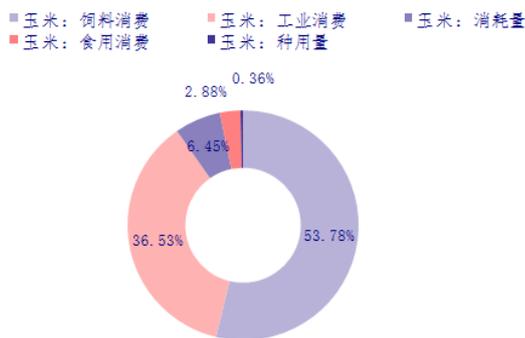
资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2016 年以来我国玉米行业进入去库存周期，玉米库存逐步消化，库消比快速下降。根据中国汇易显示，截至 2019 年，国内玉米期末库存 12309 万吨，同比-33.68%，库消比降至 39.93%。预计 2020 年国内玉米消费持续消化库存，库消比将持续下行。

需求端：全国母猪存栏呈环比上升趋势，玉米饲用消费逐步回暖。2019 年我国玉米消费以饲料消费为主，占总消费比重为 53.78%，其次工业消费占比为 36.53%，主要用于乙醇制作及深加工，其余消费种类占比不足 10%。根据 USDA 统计，中国畜禽饲料原料以玉米为主，占比为 66.02%，其次豆粕及大豆占比达 24.39%。

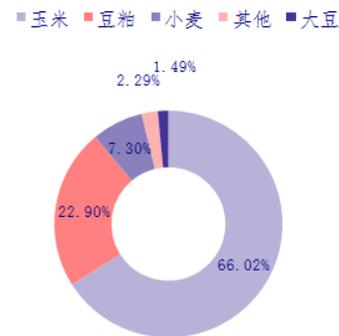
由于国内养殖环保压力叠加非洲猪瘟疫情对全国能繁母猪存栏量造成巨大影响，自 2018 年 4 月起，能繁母猪存栏量持续 18 个月持续下跌，2019 年 9 月跌至最低点 1913 万头，同比-38.25%。2019 年全国生猪年出栏量为 5.44 亿头，同比-21.57%；2019 年全国生猪存栏量为 3.1 亿头，同比-27.50%。2019 年 10 月，我国能繁母猪存栏环比增长率由负转正，且持续 5 个月维持正增长，预计 2020 年生猪存栏有望上升，带动饲料需求量上涨。

图 11：中国玉米消费结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 12：中国畜禽饲料原料结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

产需缺口扩大，玉米行业拐点将至。2016 年取消临储政策后，玉米价格持续下行，促进玉米消费量持续上升，至 2019 年我国玉米消费量 2.94 亿吨，同比-3.12%，我们认为伴随未来玉米饲用消费的上涨，玉米消费量预计将上行。2017 年我国玉米产需差额由正转负，且产需缺口持续扩大，2019 年玉米产需差额为-5300 万吨，为近十年低位，行业拐点将至。我们认为玉米价格或将开启上行趋势。

图 13: 2019 年我国玉米消费量 29407 万吨, 同比-3.12%



资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

图 14: 2019 年我国玉米产需差额为-5300 万吨



资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

2. 玉米种子市场规模较大, 存上升空间

受 2016 年玉米临储政策取消影响, 国内玉米产品价格大幅下跌, 玉米制种意愿受挫, 2017 年起杂交玉米制种面积大幅下滑, 降幅达 28.54%。近年由于需求端回暖、玉米库存压力缓解, 制种面积出现小幅回升。2019 年我国杂交玉米制种面积为 260 万亩, 同比+9.7%。单产为 380.77 公斤/亩, 同比小幅下滑 1.91%, 但仍处于历史较高水平。期末库存量为 6.5 亿公斤, 库存/需种量连续两年下滑, 玉米种子库存压力减轻。

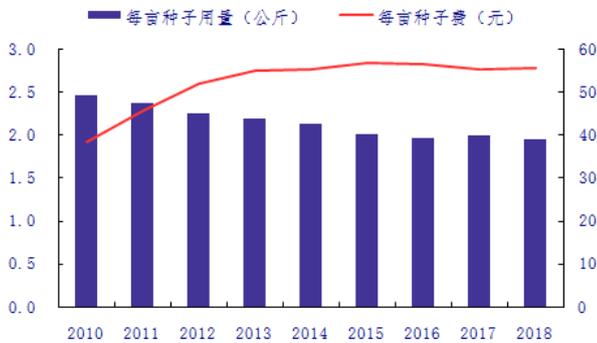
根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》, 2018 年我国玉米种植业每亩玉米种子用量 1.94 公斤, 每亩玉米种子费用为 55.72 元, 推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤, 估算玉米市场规模约为 316 亿元。

表 2: 杂交玉米种子供需平衡表 (万亩, 亿公斤)

年份	制种面积 (万亩)	可供种量 (亿公斤)	需种量 (亿公斤)	制种量 (亿公斤)	库存量 (亿公斤)
2010	388	15.8	10.5	11.5	4.3
2011	410	17.6	11.3	13.6	4.0
2012	435	15.0	11.0	15.7	5.5
2013	382	21.2	7.7	13.6	10.0
2014	294	23.6	11.5	10.1	10.0
2015	342	20.0	12.0	11.0	7.5
2016	410	18.5	11.8	14.7	6.0
2017	293	20.0	11.5	10.6	8.0
2018	237	18.0	11.0	9.2	7.0
2019	260	16.2	11.0	9.9	6.5

数据来源: 全国农技推广中心, 中国银河证券研究院

图 15: 2018 年玉米种子成本 55.72 元/亩, 用量 1.94 公斤/亩



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 16: 2018 年玉米种子平均价格 28.72 元/公斤



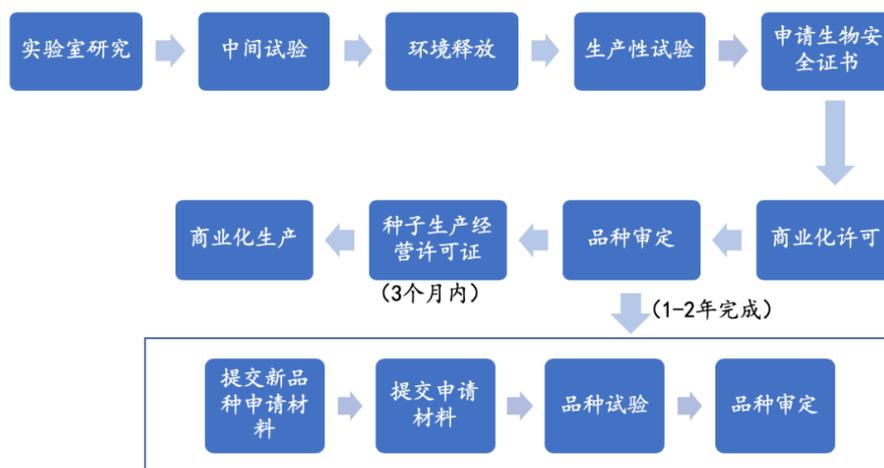
资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

3. 转基因玉米或于 1-2 年内上市, 增厚市场空间

2018 年, 我国转基因植物种植面积为 290 万公顷, 主要种植棉花、木瓜杨树、番茄等, 但小麦、玉米、水稻、大豆等主要粮食作物未种植转基因品种。

受草地贪夜蛾影响, 综合多种防治手段来看, 转基因玉米为长期抗虫的最有方式。目前农业部已为相关产品颁发转基因生物安全证书。根据我国转基因农作物商业化流程, 在品种取得生物安全证书以后, 还需经历商业化许可、品种审定、种子生产经营许可证等步骤。我们认为在一切顺利的背景下, 我国转基因玉米在 1-2 年内可实现终端市场销售。

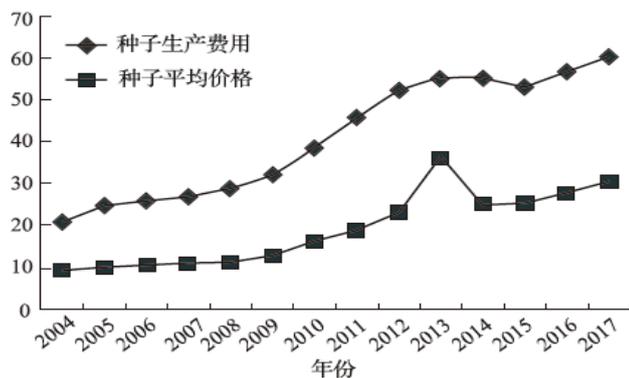
图 17: 转基因农作物上市流程



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

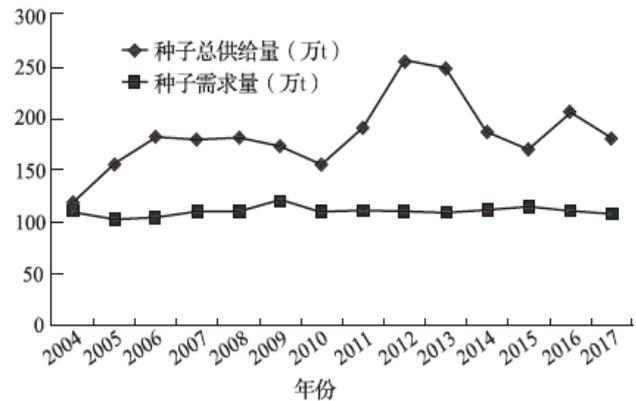
转基因玉米未来市场空间巨大。根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》，我们推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤，估算玉米市场规模约为 316 亿元。比对美国玉米价格情况，其转基因玉米种子较常规种子溢价约 25-50%，由此推算，基于 18 年数据，我国转基因玉米种子价格或约为 35.9-43.08 元/kg，市场规模增加 79-158 亿元，潜在空间巨大。

图 18: 2013-17 年国内玉米制种费用与价格变动图



资料来源:《中国玉米种子市场供需分析》, 中国银河证券研究院

图 19: 2004-17 年国内玉米种子供需情况



资料来源:《中国玉米种子市场供需分析》, 中国银河证券研究院

(二) 疫苗企业业绩高增长兑现, 看好未来发展

1. 政府疫苗招采目录及价格调整, 对疫苗企业业绩影响较大

2017 年以前, 我国动物疫苗政府招采主要包括四类: 口蹄疫疫苗、禽流感疫苗、猪瘟疫苗、蓝耳病疫苗, 以上四类招采苗成为部分企业的稳定销售产品, 年均销售收入以 5% 左右的速度增长。以往招采苗具备低价、质量一般的特征, 后期随着政府对疫苗质量的重视, 有采取优质优价策略的趋势, 招采价格有缓慢提升迹象。

2016 年 7 月, 农业部发文调整完善动物疫病防控政策, 对猪瘟和高致病性猪蓝耳并暂不实施国家强制免疫政策, 对符合条件的养殖场户的强制免疫实行“先打后补”, 逐步实现自主采购、财政直补。以上政策意味着政府取消猪瘟与蓝耳病疫苗的招标采购, 不再免费发放疫苗给养殖户, 需要养殖户自己采购疫苗予以防控。对于企业来说, 招采收入作为稳定现金流被取消, 业绩影响很大。政策中提到针对部分养殖户可自行采购口蹄疫与禽流感疫苗, 政府予以相应补贴。这部分影响相对较小, 招采苗数量只是轻微减少, 无法构成较大影响。

2018 年 1 月, 农业部公告自 2018 年 7 月 1 日起, 在全国范围内停止亚洲 I 型口蹄疫免疫, 停止生产销售含有亚洲 I 型口蹄疫病毒组分的疫苗。从疫情统计数据看, 自 2011 年 6 月开始口蹄疫亚洲 I 型未发生疫情, A 型疫情呈上升趋势。今年三季度以来, 亚洲 I 型完全退出市场, 猪口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗停止生产与销售。2018H1, 口蹄疫疫苗企业将口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗集中降价销售, 叠加猪价极低、深度亏损状态, 疫苗企业业绩受到显著影响。

综合来说, 疫苗政策的变化对疫苗企业有较大的影响, 尤其是依赖政府招采为生的企业, 政策风险较大。

近年，随着政府对疫苗质量的重视，有采取优质优价策略的趋势，招采价格有缓慢提升迹象。2019 年开始，我国招采苗价格提升幅度显著。从部分省份招采价格变化来看，相比于 2018 年，2020 年春防招采价格禽流感疫苗提价 50% 以上，口蹄疫疫苗提价幅度不等，但可以看出价差很大。

招采苗市场规模由量和价决定，量呈现底部向上缓慢恢复状态，价呈现大幅上涨态势，将显著提升市场规模。

表 3: 部分省份政府招采疫苗价格变化表

省份	名称	2018 年价格	2020 年价格	价差
甘肃	禽流感疫苗	200 元/升	300 元/升	+100
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	434 元/升	500 元/升	+66
黑龙江	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	440 元/升	740 元/升	+300
	猪口蹄疫 O 型合成肽疫苗	8800 元/万头份	14900 元/万头份	+6100
	禽流感疫苗	200 元/升	280 元/升	+80
山东	禽流感疫苗	900 元/万头份	3000 元/万头份	+2100
	口蹄疫 O 型、A 型二价灭活疫苗	497 元/升	500 元/升	+3
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	499 元/升	499 元/升	0
	口蹄疫 O 型合成肽疫苗	9980 元/万头份	9990 元/万头份	+10
福建	禽流感疫苗	80 元/升	250 元/升	+170
广东	禽流感疫苗	200 元/升	290 元/升	+90
	猪口蹄疫 O 型灭活疫苗	450 元/升	500 元/升	+50

资料来源：甘肃、黑龙江、山东、福建、山东政府招采网，中国银河证券研究院

2. 市场苗扩容的双线逻辑，带动疫苗企业触底反弹

猪瘟与蓝耳病疫苗退出政府招采目录、“先打后补”政策实施都表明疫苗市场化的趋势，如前文所述，政府招采苗存在质量、浪费等方面的问题，养殖户按需购买市场苗，政府予以一定的补贴，在一定程度上杜绝了浪费问题以及防疫效率问题。

从企业发展角度来看，市场苗定价是政府招采苗的 5-10 倍，毛利率高 10-20pct。大力发展市场苗，将扩大疫苗整体市场规模。以生物股份为例，于 2013 年进入口蹄疫市场苗领域，收入从 2013 年的 6.71 亿元增长到 2017 年的 19.01 亿元，归母净利润从 2.51 亿元增长到 8.7 亿元，实现快速增长，并成为口蹄疫疫苗龙头企业。未来，市场苗的增长是企业业绩增长的核心。

产品批文是企业加入市场竞争的门槛。口蹄疫 O、A、Asia-I 三价苗被停售以后，由口蹄疫 OA 二价苗替代。一开始市场上只有生物股份与中农威特可以生产销售，即 2018.7.1-2019.3 期间是以上两家公司寡头垄断的窗口期，市占率快速提高。2019 年 2 月 26 日，天康生物获得

猪口蹄疫 OA 二价苗批文，已实现生产与销售。随后，中牧股份、海利生物也已获得批文，竞争格局激烈化。对于公司来说，批文是未来业绩增长的基础；对于行业来说，批文是强化竞争程度的因素。

从市场苗角度出发，我们认为存在三大逻辑助力企业发展：

1、存栏量回升带动必选疫苗消费量提升。根据国家统计局、中国政府网数据，20Q1 末，我国能繁母猪存栏量为 2164 万头、生猪存栏量为 2.35 亿头，同比-19.1%、-14.4%，季度环比+5.8%、+3.98%。能繁母猪存栏量持续增长支撑未来生猪存栏回升。一般情况下，不论猪价高低，养殖户都会给生猪使用必选疫苗，因此必选疫苗消费量随着生猪存栏量的回升而逐步增加。

2、行业集中度与规模化加速推进，市场苗渗透率提升。国内生猪养殖行业格局正处于大变革阶段，曾经国内生猪养殖行业为完全竞争市场，表现为行业集中度低、养殖门槛低、散户养殖占比高、竞争激烈等特点。非洲猪瘟一定程度上加速了生猪养殖行业的整合，非瘟防控成本高、风险大、养殖资本及技术要求大幅上升等因素提升了行业门槛，上市养殖企业及龙头养殖企业对于疫情的抵抗能力强于小散养殖户，因此行业进入加速整合的阶段。

2019 年生猪养殖行业 CR3 为 6.35%，CR10 为 9.4%，我国生猪养殖业行业集中度依旧偏低。19 年开始各大上市集团加速圈地扩张，产能将于未来陆续释放，市场占有率将随之上升。

规模养殖场极为重视疫苗使用，有专业的免疫程序，对仔猪、外购猪、种猪进行不同的免疫计划。不同于政府招采苗，各规模养殖场生物环境不同对应不同品种疫苗需求，为降低生猪应激反应和免疫数，养殖场使用联苗获得组合免疫意愿逐渐强烈。

各大规模养殖场对于场内生物安全要求明显高于小散养殖户，愿意支付更高价格采购优质疫苗。因此，行业集中度的快速提升、规模化的逐步推进，促使我国动物疫苗市场化改革进程加速，未来市场苗渗透率将显著提升，市场规模进一步扩大。

3、可选疫苗在养殖利润高位下的爆发式增长。生猪疫病种类繁多，存在部分传染面较小、传播速度较慢、致死率不高的动物疫病，如猪圆环、链球菌、副猪嗜血杆菌、猪丹毒等。这类疫病病原多为细菌，其传播途径为高度接触传播，发病尽快隔离一定程度上可以控制其传播速度，在往年养殖利润较低的年份，很多养殖户为节省成本，会选择放弃接种这类疫苗。从防疫费与生猪头均利润变动关系来看，两者基本保持同向变动关系，意味着随着养殖利润的提升，防疫费用亦随之提升。

目前，生猪头均养殖利润依旧处于历史相对高位，从而使得养殖户对成本敏感度相应减小，对生物安全的重视程度不断提升，疫苗成本的投入预算大幅提升，大部分养殖户选择增加可选疫苗免疫程序。在头均利润高位、生猪存栏边际上行的背景下，可选疫苗销量高弹性。

此外，非洲猪瘟疫情非常严重，疫苗研发成为全行业关注重点。哈兽研已研制出非洲猪瘟候选疫苗，并已申请专利，目前处于临床试验过程中。但需要注意的是试验结果和时间均存在不确定性，面临保护力持续性问题、生产问题、散毒问题等。我们将持续关注疫苗研发进展。

表 4：疫苗行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
疫苗行业上游为病原微生物生产企业，议	疫苗行业下游为畜禽养殖行业以及政府，对应产品为市场苗	疫苗行业新进入者可理解为新产品批文下发，企业	市场上一种疫病有对应多种疫苗产品，且随着多联	疫苗行业产品差异较大，以口蹄疫为例，目前有 8

价能力较弱。以及招采苗。疫苗企业均努力争取大型养殖集团订单，且通过招投标拿到政府招采苗订单，因此下游议价能力强。可以生产销售某疫苗产品，对现有竞争格局影响较大，即新进入者威胁大。苗、多价苗的上市，对单一产品的替代效应较大。家公司参与竞争，而猪瘟疫苗公司达20家以上，综合来说，竞争程度中等。

资料来源：中国银河证券研究院

（三）猪价节前高位震荡，行业集中度提升中

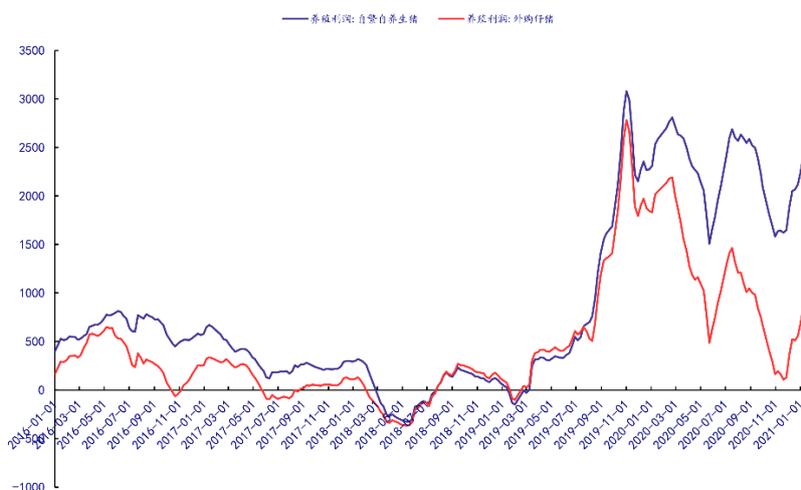
1. 猪价高位震荡中，自繁自养利润高位

2019年12月我国生猪存栏开启触底恢复趋势，存栏数据开始缓慢增长。根据农业部统计，2020年11月能繁母猪存栏同比增长31.2%，环比为+3.80%；生猪存栏同比增长29.8%，环比为+4.30%。11月底，全国生猪存栏和能繁母猪存栏均已恢复到常年水平的90%以上。我们认为大中型养殖场在资金、环保、防疫方面具备优势，补栏积极性更高，意味着未来规模化与集中度提升的趋势。在猪周期下行阶段，我们将更加关注生猪出栏增速以及成本管控情况。

2020年2月生猪价格有缓慢上行趋势，之后又开启震荡行情。我们认为主要源于受新冠疫情影响，终端需求急剧萎缩，同时因为运输问题生猪供给不及时叠加屠宰场开工率低，年后猪价出现上行趋势；随着供给端边际好转（运输、屠宰等方面），猪价处于震荡行情中，直至5月下旬止跌回升，并开启新一轮上行趋势；9月开始猪价呈现震荡下行态势。我们此前认为震荡上行行情将持续至21年1月。从当前时点看，猪价走势印证了我们的观点，猪价自去年10月底11月初时止跌，并保持震荡上升。

根据博亚和讯，2021.1.22，我国部分省市生猪均价为35.94元/kg，环比-0.96%；相比于去年11月末猪价，当前猪价+20.52%。生猪养殖利润层面，亦呈现震荡上行行情，据博雅和讯统计，2021年1月22日自繁自养、外购仔猪育肥利润分别为2312.96元/头、776.25元/头，相比于11月末分别+40.35%、+496.52%。

图 20：2021.01.22 自繁自养、外购仔猪养殖利润分别为 2312.96 元/头、776.25 元/头



资料来源：博亚和讯，中国银河证券研究院

受当前猪价震荡下行影响，生猪养殖股有较大回调。当前养殖股投资进入利润兑现和未来成长性预期阶段，意味着在猪价保持高位的状态下，上市企业母猪产能扩张、生猪出栏高增长，公司业绩将实现突破性增长。从年报公布的生产性生物资产来看，头部企业母猪产能恢复迅速，主要得益于较强的防疫能力和资金优势；对比行业产能持续下行来看，行业结构处于持续调整阶段，具备**产能优势、成本优势**的企业将脱颖而出。

表 4：部分养殖企业生产性生物资产变动情况

代码	企业名称	生产性生物资产（单位：亿元）				
		19H1 末	19 年末	20H1 末	20H1 末环比	20H1 末同比
002100	天康生物	0.58	1.98	2.78	31.32%	377.43%
300498	温氏股份	32.81	42.96	60.40	44.27%	84.12%
002714	牧原股份	17.68	38.35	53.59	11.66%	203.12%
002157	正邦科技	12.53	50.95	64.60	24.34%	415.55%
002124	天邦股份	3.78	9.54	20.76	44.38%	448.60%
000876	新希望	5.92	25.11	79.51	103.70%	1242.31%
603363	傲农生物	1.22	2.53	6.35	93.21%	420.27%
002567	唐人神	1.01	1.29	2.86	54.65%	183.47%
002548	金新农	0.82	0.82	1.80	116.98%	118.89%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 十年生猪规模化程度提高 33pct，规模化持续提升是趋势

我国生猪养殖以散户为主，2007 年年出栏 500 头以下的养殖户比例为 78.2%，至 2017 年该指标下降为 45%。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999 年），养殖户数量持续下降，1997 年美国存栏 1000 头以上的养殖场占比达 71%（有部分州高达 98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少 20pct）。16-17 年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18 年 8 月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升。

3. “大行业、小企业”特征显著，集中度提升创巨大成长红利

2019 年我国生猪出栏量为 5.44 亿头，前 20 家生猪养殖企业合计出栏生猪 6208 万头，CR20 约 11.41%；前 10 家合计出栏 5116 万头，CR10 约 9.4%；前 5 家合计出栏 4160 万头，CR5 约 7.64%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017 年，前 22 家生猪养殖企业出栏量增速达 36%。非洲猪瘟为行业带来变革的机会，经历 2019 年的调整，20 年开始头部养殖企业

实现加速扩张。以我国生猪出栏量第一第二的温氏股份、牧原股份为例，2017-2018 出栏量分别为 1904/724 万头、2230/1101 万头，增速分别为 11.2%/132.4%、17.1%/52.2%，均保持快速增长状态；2019 年受非瘟影响，上市公司出栏量受到部分影响，其中温氏、牧原出栏量分别为 1852 万头、1025 万头，同比-17%、-6.9%。20-21 年，牧原股份预计出栏生猪 1800/4500 万头，同比+75.6%/+150%。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

表 5: 部分养殖企业生猪出栏情况

代码	企业名称	生猪出栏量/万头		
		2019A	2020E	2021E
002100	天康生物	84	150	250
000876	新希望	355	800	2500
002714	牧原股份	1025	1750	4500
300498	温氏股份	1852	1000	2000
002157	正邦科技	578	900-1100	
002124	天邦股份	244	350-500	
002548	金新农	39	80	

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

表 6: 生猪养殖行业五力模型分析

上游议价能力	下游议价能力	新进入者威胁	替代品威胁	现有竞争程度
生猪养殖上游为饲料、疫苗、种猪企业，我国大型养殖企业数量较少，而服务企业众多，使得上游议价能力较弱。	生猪养殖下游为屠宰企业，受猪价以及供应量影响，屠宰企业议价能力有变化，一般来说，议价能力较弱。	生猪养殖为重资产行业，新进入者需要投入大量资金以此来打造大规模养殖场，同时需要具备养殖技术、管理等方面的要求，新进入者威胁较小。	生猪养殖替代品可理解为养殖牛羊，但考虑到我国为猪肉消费大国，对牛羊的食用接受程度以及价格接受度有一定差距，因此替代品威胁较小。	生猪养殖行业呈现大行业、小企业特征，未来发展趋势为大型养殖集团的产能扩张，目前来说现有竞争存在于各企业成本控制方面，相互的竞争程度较低。

资料来源：中国银河证券研究院

三、农林牧渔在资本市场中的发展情况

（一）农林牧渔市值占比略升，农产品加工市值回升

据申万行业分类，截至 2021 年 1 月 25 日，农林牧渔板块含上市公司 91 家，总市值为 21620.61 亿元人民币，占全部 A 股市值的 2.43%；其中农产品加工、种植业、饲料、畜禽养殖、动物保健分别包含 20 家、18 家、15 家、13 家、11 家，对应市值 9411.62 亿元、1767.60 亿元、3837.59 亿元、5220.15 亿元和 1015.92 亿元。从市值占比角度来看，农产品加工和畜禽养殖板块居前，分别为 43.53%、24.14%。

从板块 PE 来看，截至 2021 年 1 月 25 日，农林牧渔板块 PE 为 24.20 倍，而整体 A 股 PE 为 24.40 倍。相比于一年前，农林牧渔板块 PE 为 36.16 倍，目前估值有所回落。从农林牧渔板块内子行业 PE 来看，除负值板块以外，畜禽养殖、饲料行业 PE 较低，分别为 10.90 倍、14.01 倍，而林业 PE 最高，达到 456.74 倍。

（二）年初至今板块表现弱于沪深 300，动物保健板块表现较好

年初至 1 月 25 日，农林牧渔板块整体下跌 3.79%，同期沪深 300 上涨 5.07%。对比农林牧渔各子行业，林业跌幅最大（-10.42%），种植业、渔业、农产品加工次之，分别为-9.40%、-7.92%、-2.84%；动物保健、饲料涨幅居前，分别为+1.55%、+0.55%。

年初至今农林牧渔涨幅弱于沪深 300，只有动物保健、饲料两个后周期行业实现正向涨幅。由于猪周期行情处于下行趋势中，整体农业板块受关注度较低。当前随着部分企业业绩预告发布，市场呈现间歇性关注状态。养殖企业业绩高增、疫苗企业业绩高增均带来个股相应上涨。因此从板块来看，动保、饲料微涨。

图 21：农林牧渔总回报具备相对优势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 7：重点公司相关财务指标（收盘价为 2021 年 1 月 25 日，ROE 为 2020Q3 数据）

公司名称	代码	收盘价/ 元	EPS		PE		ROE
			2020E	2021E	2020E	2021E	
海大集团	002311.SZ	64.33	1.62	2.04	40	32	19.87
立华股份	300761.SZ	32.72	0.77	3	42	11	1.82
中牧股份	600195.SH	13.45	0.58	0.76	23	18	11.20
普莱柯	603566.SH	22.13	0.53	0.72	42	31	9.77
隆平高科	000998.SZ	18.68	0.32	0.43	58	43	-5.71
禾丰牧业	603609.SH	11.79	1.59	1.68	7	7	15.29
天康生物	002100.SZ	10.88	2.47	2.34	4	5	27.95

新希望	000876.SZ	21.35	3.27	4.27	7	5	16.23
生物股份	600201.SH	21.39	0.39	0.47	55	46	6.22
佩蒂股份	300673.SZ	36.05	0.71	1.01	51	36	6.29
中宠股份	002891.SZ	63.08	0.66	0.95	96	66	7.56
温氏股份	300498.SZ	17.97	5.3	4.06	3	4	17.94
正邦科技	002157.SZ	16.98	4.04	4.63	4	4	43.91
中粮糖业	600737.SH	9.49	0.38	0.54	25	18	9.06
北大荒	600598.SH	17.38	0.51	0.55	34	32	15.20
圣农发展	002299.SZ	28.00	3.29	2.49	9	11	17.14
益生股份	002458.SZ	10.65	1.82	1.32	6	8	4.27

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议及股票池

农业行业属性包含周期与消费,且更偏向周期。目前猪周期下行周期已开启,但当前至春节前猪价依旧高位震荡状态,节后或因需求减弱、冻肉供给增加等因素价格下行压力加剧。2021年针对生猪养殖行业,我们认为龙头养殖企业股价或仍将处于震荡磨底过程中,待市场看清公司生猪出栏增速及成本管控优势之后,股价或将有所变化。因此,当前时点我们建议跟踪生猪养殖个股,而关注更具优势的消费成长子行业,建议关注动物疫苗行业。另外,年末年初为政策频出期,农业受政策因素影响巨大,当前玉米供需矛盾较大,我们建议关注种植业相关政策以及转基因方面的推进。基于上述几点,个股方面建议关注隆平高科、中牧股份、海大集团。

表 8: 核心组合推荐 (收盘价为 2021 年 1 月 25 日)

公司名称	代码	收盘价	盈利预测 (EPS)			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
隆平高科	000998.SZ	18.68	-0.23	0.37	0.47	-81	50	40	推荐
海大集团	002311.SZ	64.33	1.04	1.62	2.04	62	40	32	推荐
中牧股份	600195.SH	13.45	0.3	0.58	0.76	45	23	18	推荐

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

猪价不达预期风险: 若猪价低于预期,养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险: 若企业遭受非洲猪瘟病毒,造成产能受损,将影响出栏量,进而业绩下降;另外,若发生类似于 H7N9“禽流感”的人感染疫病,造成消费恐慌,将对猪价、禽类价格产生较大负面影响,严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险: 玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险: 良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大

影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。五年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC农业第三名、Wind金牌分析师农业第一名团队成员。

分析师：**白雪妍**，北京大学法学学士、早稻田大学文学学士，新加坡南洋理工大学理学硕士。曾就职于农民日报及会计师事务所，证券从业时间2年，2018年加入银河证券研究院。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn