



猪周期反转在即，种植链景气延续

农林牧渔行业2022年度投资策略

姓名：陈雪丽

证书编号：S0790520030001

邮箱：chenxueli@kysec.cn

2021年11月03日

1. 生猪—周期反转在即，产能去化加速

行业产能去化需经受持续亏损刺激，而亏损程度（时间、空间）将直接影响产能去化节奏。基于上述研究，以当前时间节点来看，我们认为短期猪肉供给过剩状况并未实质性改变，行业正处于养殖产能去化的关键阶段，**重点关注，行业成本领先牧原股份；生产指标加速恢复，成本快速下降温氏股份、新希望；业务均衡支撑，现金流稳定傲农生物，受益标的巨星农牧。**

2. 农产品—涨价传导及天气助力景气度延续

以“能源涨价”及“商品涨价传导”角度来看，2007/2008年货币宽松政策及玉米生物质燃料需求增加情况与当前节点相似。新一种植季，成本增长趋势已基本确认，预计将以成本加成形式支撑2021/2022年主要粮食产品价格高位。从供需-价格角度来看，国内生猪存栏量高，小麦能量原料替代性减弱，玉米饲料需求重归主位。短期2021年秋季作物已基本完成收割，玉米价格回落，但以期末库存角度测算，对下一季价格的压制能力偏弱。**建议重点关注苏垦农发，受益标的北大荒。**

3. 种子—转基因商业化在即，市场格局重塑

随着《种业振兴行动方案》的发布，我国现代种业发展迎来黄金期。当前我国转基因育种商业化落地内、外部环境均已具备。技术层面来看，当前我国转基因育种双抗（抗虫、耐除草剂）性状与国际主流推广性状处于同一代次。**基于审批时间优势及技术优势推荐大北农、隆平高科。国际种业巨头A股上市在即，公司聚合转5个基因抗虫耐除草剂玉米正处于国内生产应用生物安全证书申请阶段，受益标的先正达（拟上市）。**

4.风险提示：冬季动物疫病风险，新冠疫情散点发生，需求受疫情压制，行业产能去化节奏等。

目录

CONTENTS

1

生猪—周期反转在即，产能去化加速

2

农产品—涨价传导及天气助力景气度延续

3

种子—转基因商业化在即，市场格局重塑

4

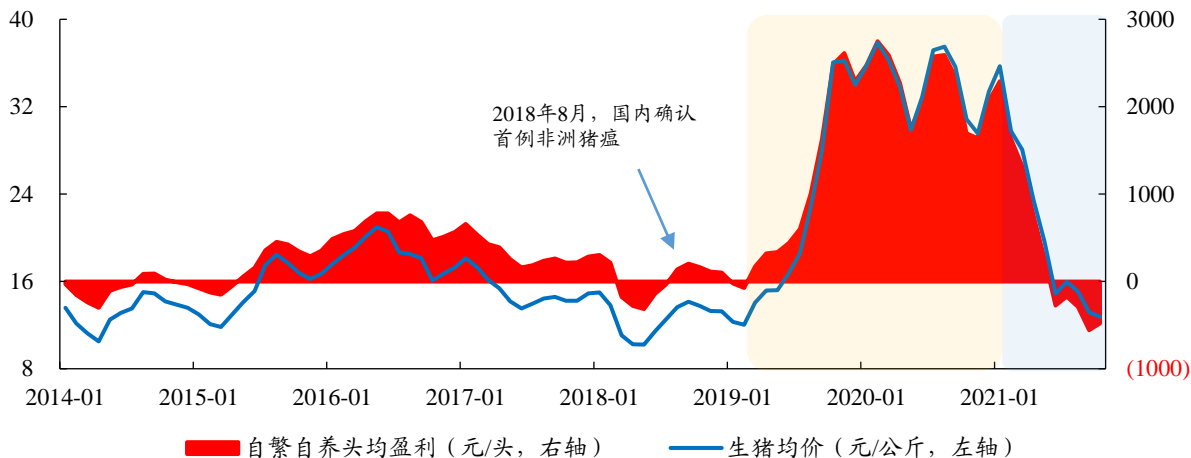
盈利预测及估值 & 风险提示

1.1 史诗级“猪周期”，行业积累高额利润垫

2021年初至今，猪价已持续下行近10个月

2018年8月3日国内首次确诊非洲猪瘟病例，此后猪价在历经约7个月的产能去化后于2019年3月开启单边上涨行情，权益市场则于2018年底提前启动。2021年初以来生猪价格进入单边下跌阶段，至6月底行业便跌入深度亏损，产能增长势头亦于6月环比停滞，进入去化阶段。

图1：上行期维持22个月，下行期已持续10个月



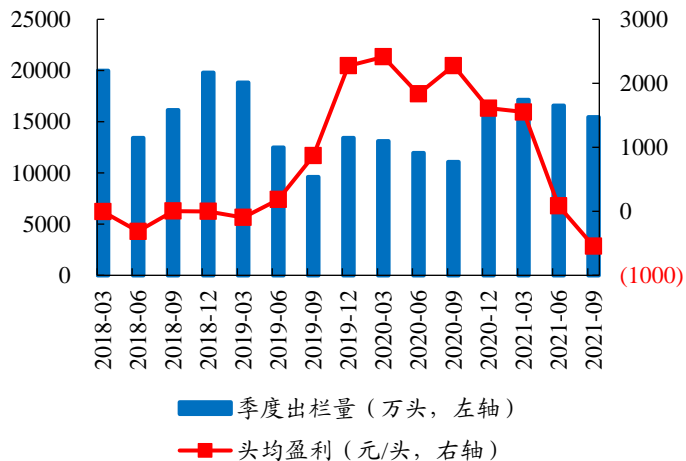
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1 史诗级“猪周期”，行业积累高额利润垫

周期上行阶段，行业累计利润近1.7万亿

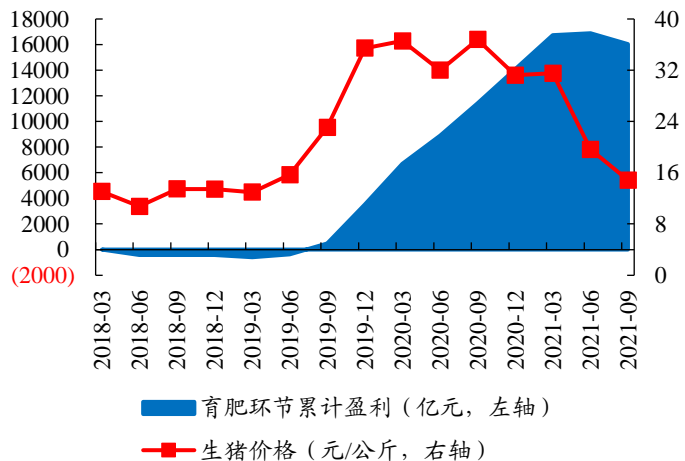
猪价上行速度快且幅度大，据自繁自养头均利润扣除折旧摊销费用计算，本轮猪周期高点时期单头盈利最高达2500元，加之此轮周期猪价顶部时间延续相对较长，截至2021年6月，我们测算行业育肥环节累计盈利规模接近1.7万亿元。

图2：头均盈利水平最高至约2500元/头



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图3：2018Q1起行业育肥环节累计盈利近1.7万亿



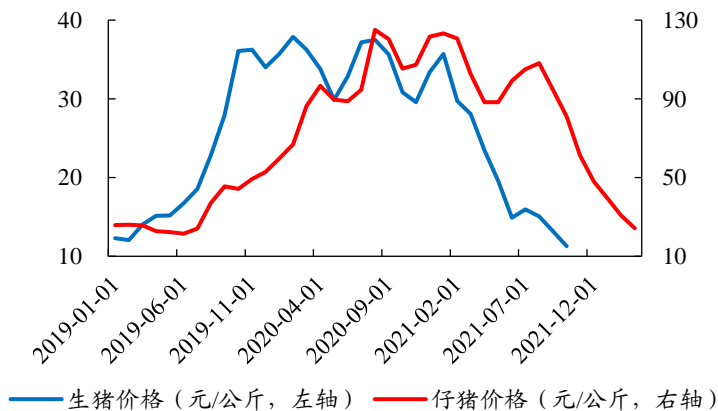
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

1.2 行业全面亏损程度将直接影响产能去化节奏

猪价下行阶段，猪价降速快、降幅深，持续时长将直接影响产能去化节奏

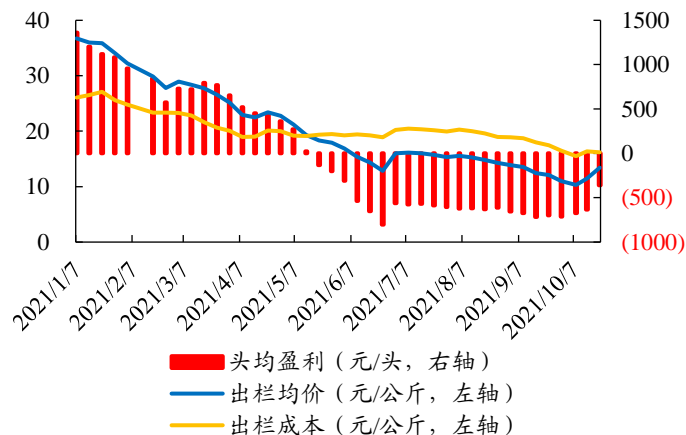
猪价下行阶段同样表现出降速快、降幅深的特征。若以2021年春节作为此轮周期转入下跌期的节点，行业外购仔猪养殖利润节后首周便已转亏，自繁自养利润于3个月后6月初转入亏损，亦呈现出猪价降速快的特点。降幅深则表现为，耗时不到一个月，6月末自繁自养单头亏损便达到520元/头，外购仔猪养殖亏损则相对更深，达1500元/头。由于前期外采仔猪价格较高，养殖端在猪价快速下跌中十分被动，继而对于Q2-Q3承受深度亏损。

图4：养殖周期导致成本下降存在时滞性



数据来源：Wind、涌益咨询、开源证券研究所

图5：2021年Q2-Q3行业被动承受深度亏损

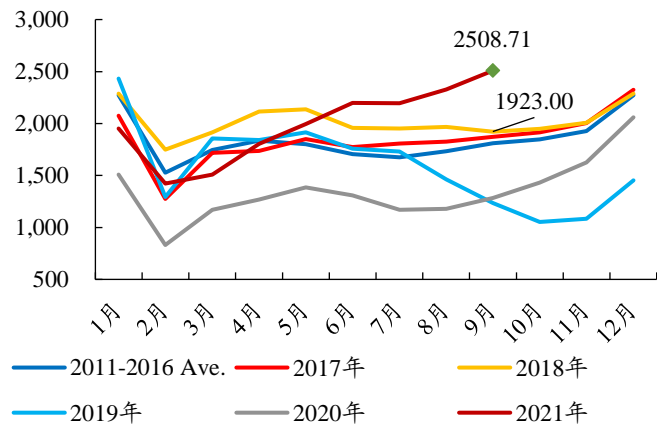


数据来源：Wind、开源证券研究所

近期猪价反弹系短期供需错配导致，供给过剩局面未实质改变

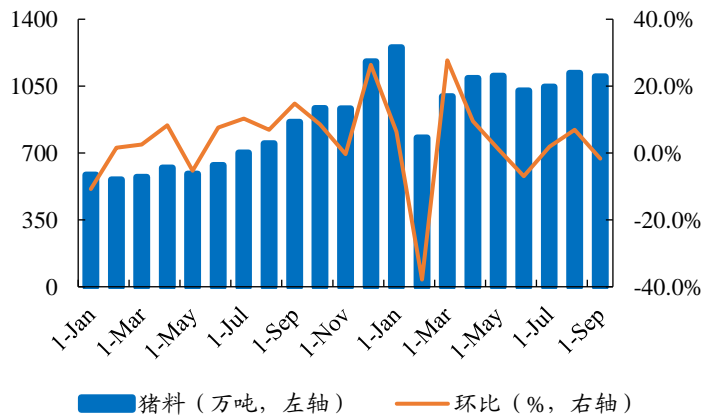
以农业农村部月度屠宰量来看，短期生猪出栏量处于历史同期高位；饲料工业协会月度数据看，9月猪料销量环比回落1.7%，我们认为主要系压栏大肥于9月大批量出栏供应9月双节行情，存栏生猪均重下滑，料肉比下降，继而验证10月上旬肥猪供应短缺拉动标猪均价上涨逻辑。结合农业农村部数据来看，短期生猪存栏量并未有较大幅度下滑并维持窄幅环比增长。因此我们认为短期猪价反弹为存栏结构变化驱动，并非实质性缺猪反转。

图6：2021年8-9月规模以上屠宰企业月屠宰量远高历史同期



数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图7：2021年9月全国猪饲料产量环比下降1.7%



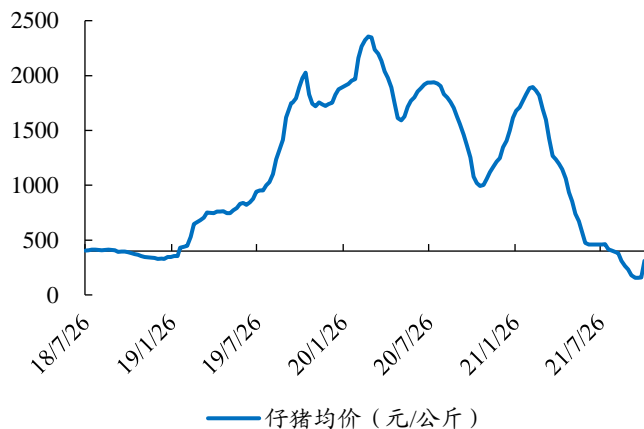
数据来源：饲料工业协会、开源证券研究所

1.3 补栏情绪低迷，仔猪外售折价，释放周期反转信号

补栏情绪低迷致使仔猪外售折价，释放周期反转信号

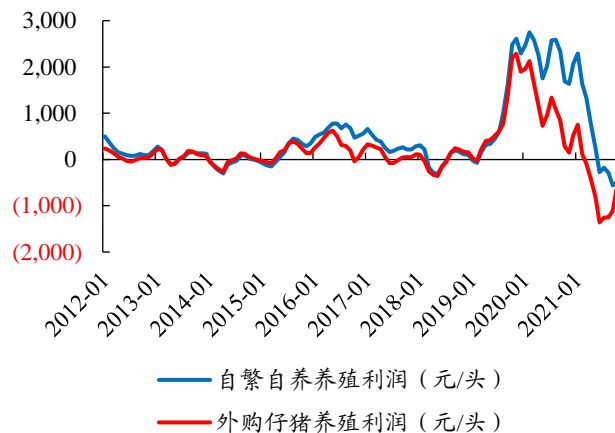
9月以来，由于补栏情绪低迷，致使种猪场仔猪外售折价程度加深，外购育肥与自繁自养单头亏损差异缩小。以历史来看，猪价低谷期，纯育肥环节基于未来猪价悲观预期收缩仔猪补栏，仔猪外售折价进而导致种猪场面临亏损，若程度进一步加深，将催生无害化处理比率或配种节奏，产能去化将呈现加速趋势；该阶段一体化自繁自养较外购育肥成本优势趋弱，优势成本驱动的产能扩张及成本劣势单位的挤压能力失效，产能变动将趋于放缓、停止或收缩。

图8：仔猪价格下跌使得外购育肥成本下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：外购育肥与自繁自养头均盈利差距缩小



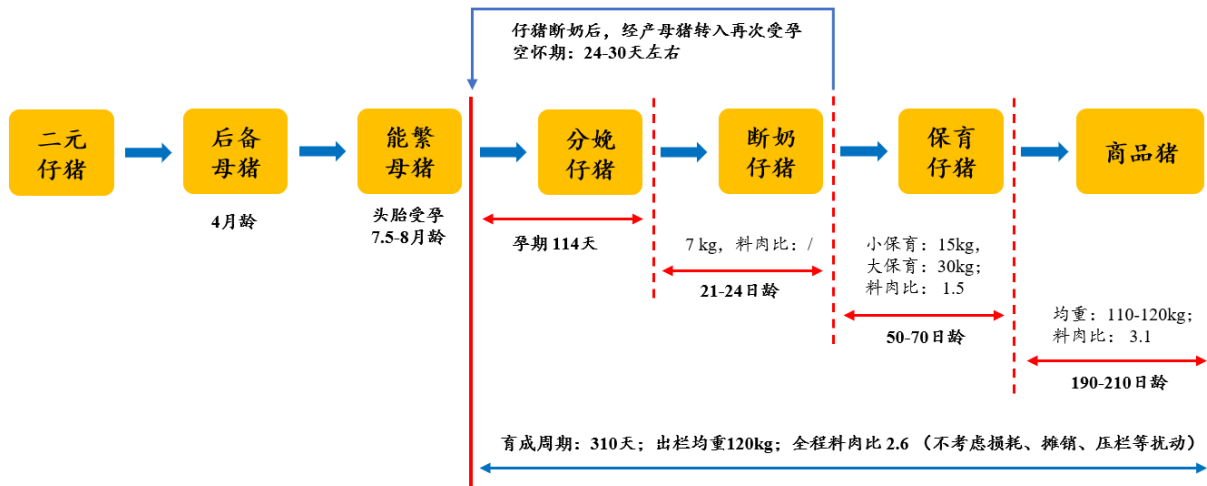
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

基于前述特征，推演2022年周期反转节点

通常行业划定能繁母猪存栏量为产能指标，若划定120Kg为商品猪标准出栏体重，则生产周期约310天（即自能繁母猪受孕至肥猪出栏）；若以保育仔猪（即外售仔猪）为起始节点，则生产周期为140-160天。在生猪养殖过程中生长周期作为固定项，通常在能繁母猪受孕后出栏弹性逐环节减弱。

图10：生猪养殖周期约为140-310天



资料来源：开源证券研究所

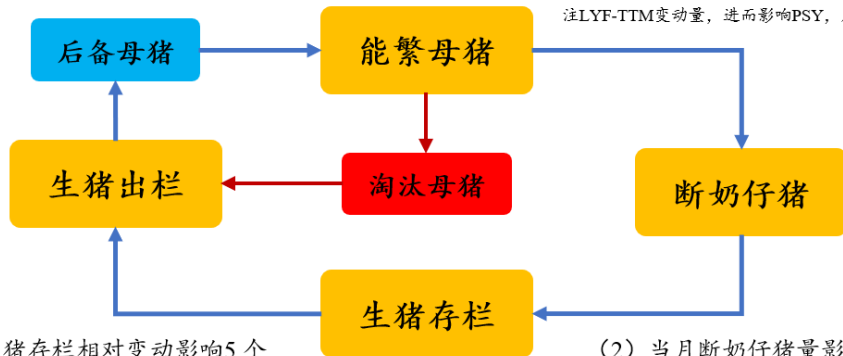
1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

各环节扰动因素包括：（1）当月生猪盈亏通常影响当月能繁母猪环比变动量；（2）当月能繁母猪配种量及平均配种时长间隔；（3）窝均断奶仔猪数量。通常当仔猪进入到育肥环节后，其人为扰动因素将减弱，变量转为疫病或环境因素带来的系统性风险。研究将基于关键变量进行假设对2022年生猪出栏进行推演。

图11：产能变动至生猪存栏过程中的扰动因素及其影响方式

（4）生猪出栏-屠宰-消费量边际变化，影响猪肉价格，进而以盈亏遍变化影响养殖产能扩张或缩减

（1）能繁母猪变动量影响4个月后断奶仔猪量（成正比）（需要关注LYF-TTM变动量，进而影响PSY，成反比）



（3）当月生猪存栏相对变动影响5个月
后生猪出栏量（成正比）
（需关注生猪存栏结构，关注季度出栏结构同/环比变化）

（2）当月断奶仔猪量影响24-30天后
生猪存栏量（成正比）
（极限情况下，需关注乳猪-保育留存率）

资料来源：开源证券研究所

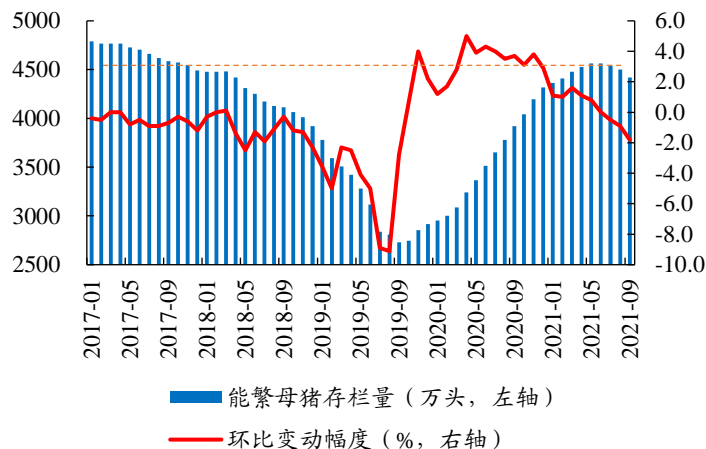
注：根据国家统计局口径，生猪存栏数为一定时点的全部生猪饲养头数（含公猪、母猪、仔猪和育肥猪）。

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

生猪产能已于2021年中恢复至非瘟前水平，并快速反转进入去化周期

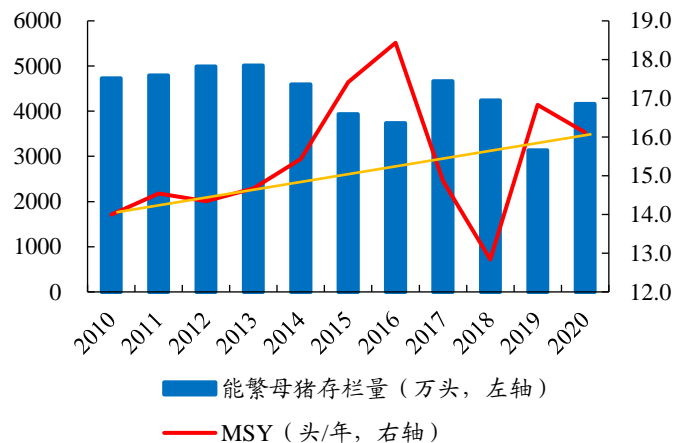
根据国家统计局数据，2021年6月我国能繁母猪存栏量恢复至4459万头，相当于正常保有量的108.8%。MSY来看，非瘟折损短期MSY水平，但将长期加速行业养殖效率的提升。基于2021Q3全行业产能轮新，若2021年冬季疫情相对稳定，则预计全年MSY将在16以上。基于上述假设，我们对2022年生猪出栏量做出预测。

图12：2021年2-9月我国能繁母猪已恢复至2017年末水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：基于过往PSY回测，当前行业MSY水平预估在16以上



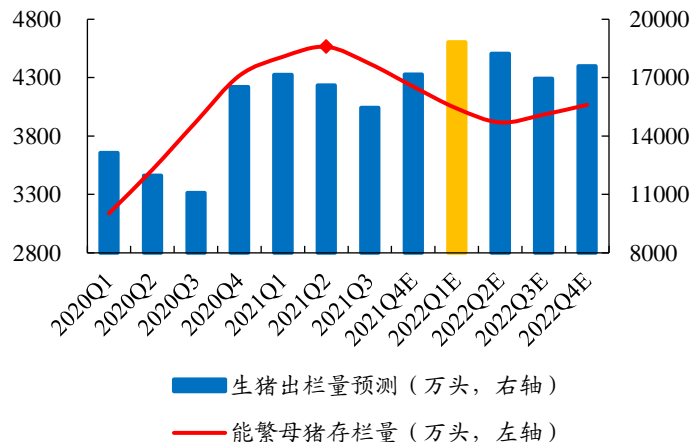
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

2022H1生猪供应量将高于常年水平，下半年供给存在变数

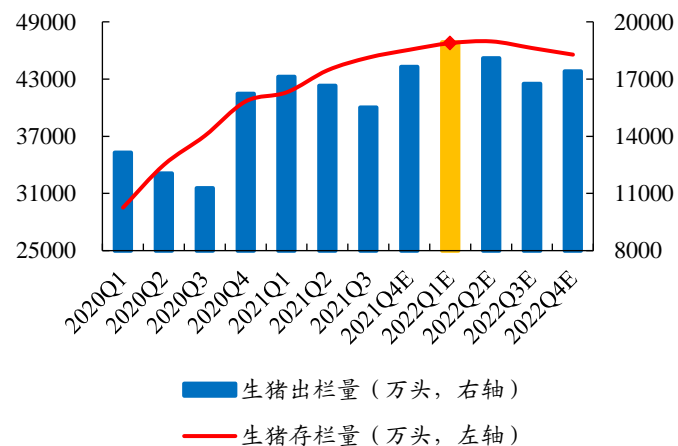
我们测算2022年生猪出栏量约7.1亿头。此外，由于2021年7月能繁母猪存栏变动环比转负，2022年下半年生猪出栏或逐步下行，2022年上半年出栏量在全年总出栏量中的占比较常年水平偏高，因此2022年上半年猪肉供给量相对偏高。

图14：基于能繁母猪测算2022年生猪出栏量在7.1亿头以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：基于生猪存栏测算2022年生猪出栏量在7.1亿头以上



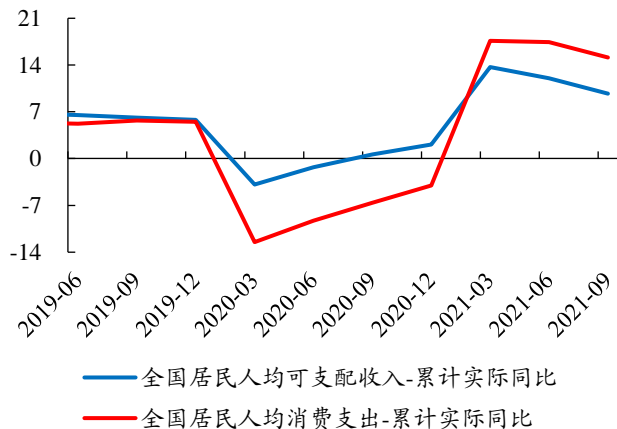
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

2021H1猪肉消费未恢复至常年同期水平，因此不支撑猪肉高价

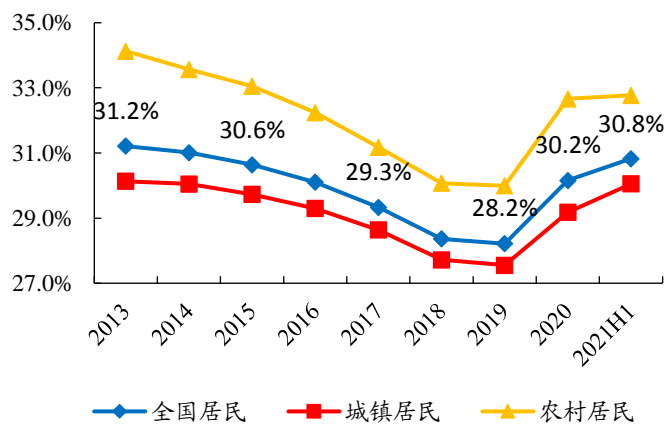
新冠疫情散点式发生，致使消费仍处于恢复过程中。此外，由于2021年居民收入增速相对消费支出增速的剪刀差形成，压制短期消费需求，进而显现为2021H1居民恩格尔系数环比2020年底进一步升高至30.8%。基于此，我们认为短期消费量虽受到低猪价拉动，但仍受到消费场景、外出消费频次、收入水平增速下降、储蓄率提升等因素限制，短期需求仍弱于常年水平，因此短期猪价温和反弹更多为季节性需求拉动。

图16: 收入-消费增速剪刀差形成压制消费需求



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图17: 2021年居民恩格尔系数进一步升高



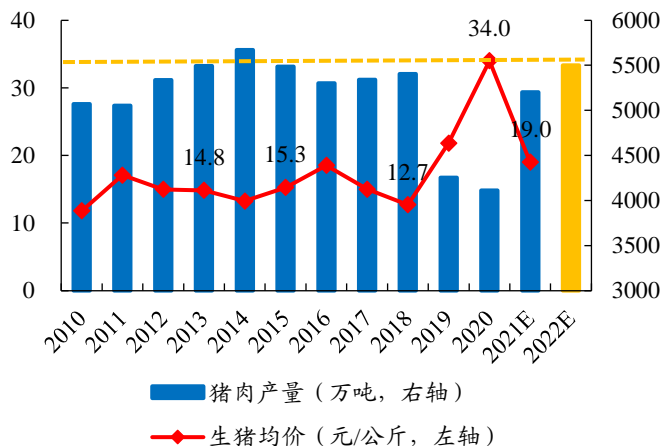
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

若2022H1价格再次下探，仔猪补栏将再次收缩，年底生猪出栏收缩将迎二次确认

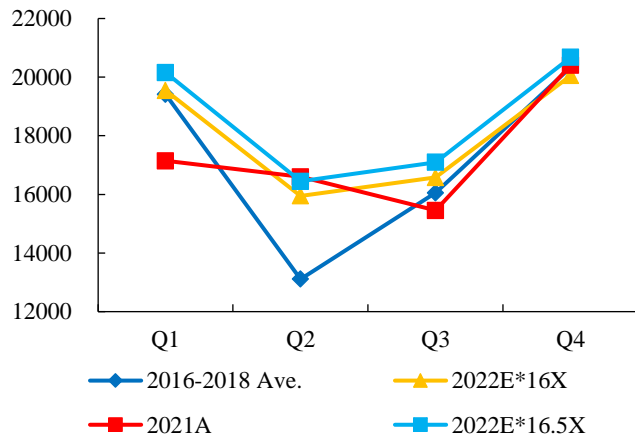
结合猪肉消费量来看，我国常年（2016-2018年）猪肉消费量约在5400万吨左右，对应月均消费量450万吨左右。实际消费存在明显的季节性特征，即秋、冬季消费量高于春夏季，因此Q3-Q4生猪供给平衡量合计高于Q1-Q2合计。因此若将常年出栏量作为供需平衡的参考基准，2022年Q2猪肉供应量或相对消费量出现供给过剩，大概率猪价将于2022Q2再次深度下探。而Q2是全年仔猪补栏旺季，若低迷猪价持续压制仔猪补栏情绪，2022年底及2023年初生猪出栏或相对需求出现缺口。

图18: 2016-2018年我国年猪肉产销平衡量约5400万吨（加冻肉）



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图19: 2021Q2以来生猪出栏量高于常年同期（万头）



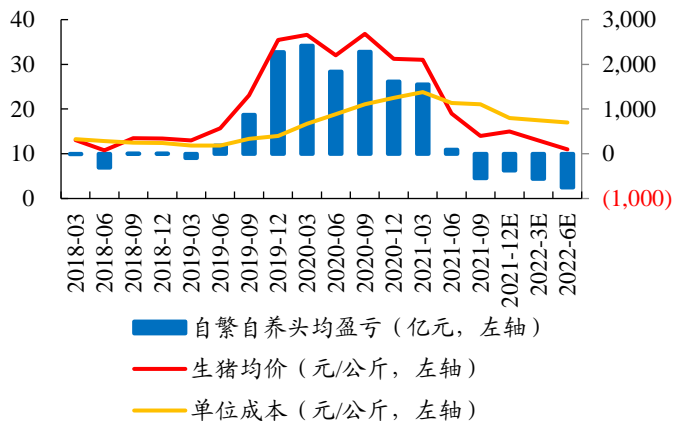
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

若2022H1单头亏损加剧，将驱动前利润周期利润垫加速去化

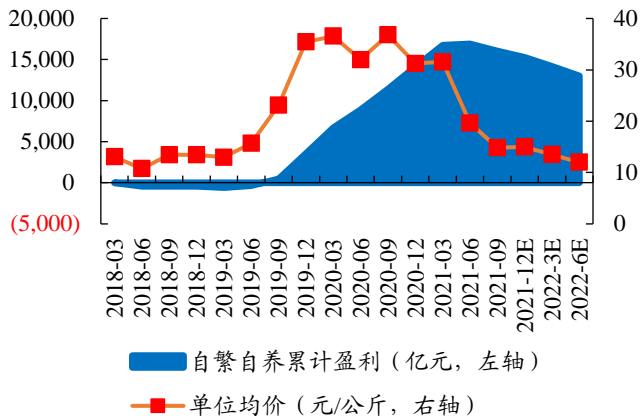
基于前述分析，我们进一步对行业累计盈利的消耗进行测算。假设2021Q4-2022Q2行业单季度养殖全成本分别为18.0/17.5/17.0元/公斤，销售均价分别为15.0/13.0/11.0元/公斤，对应行业季度头均亏损分别为375/562/750元/头。行业新一轮利润垫消耗将显著加快。叠加新一轮周期产能恢复过程的成本前置，即固定产能升级投入及高价母猪补栏前置性消耗行业实际留存利润，预计2022H1行业压力将加速释放，为2022H2周期反转孕育动能。

图20：预计2022H1生猪头均亏损幅度将再次升高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：行业利润垫速度预计将显著加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 欲扬先抑，周期反转或于2022年下半年出现

2022年上半年行业产能去化或将迎来加速，下半年周期反转可期

行业产能去化需经受持续亏损刺激，而亏损程度（时间、空间）将直接影响产能去化节奏。基于上述研究，以当前时间节点来看，我们认为短期猪肉供给过剩状况并未实质性改变，行业正处于养殖产能去化的关键阶段，重点关注，行业成本领先牧原股份；生产指标加速恢复，成本快速下降温氏股份、新希望；业务均衡支撑，现金流稳定傲农生物。

目录

CONTENTS

1

生猪—周期反转在即，产能去化加速

2

农产品—涨价传导及天气助力景气度延续

3

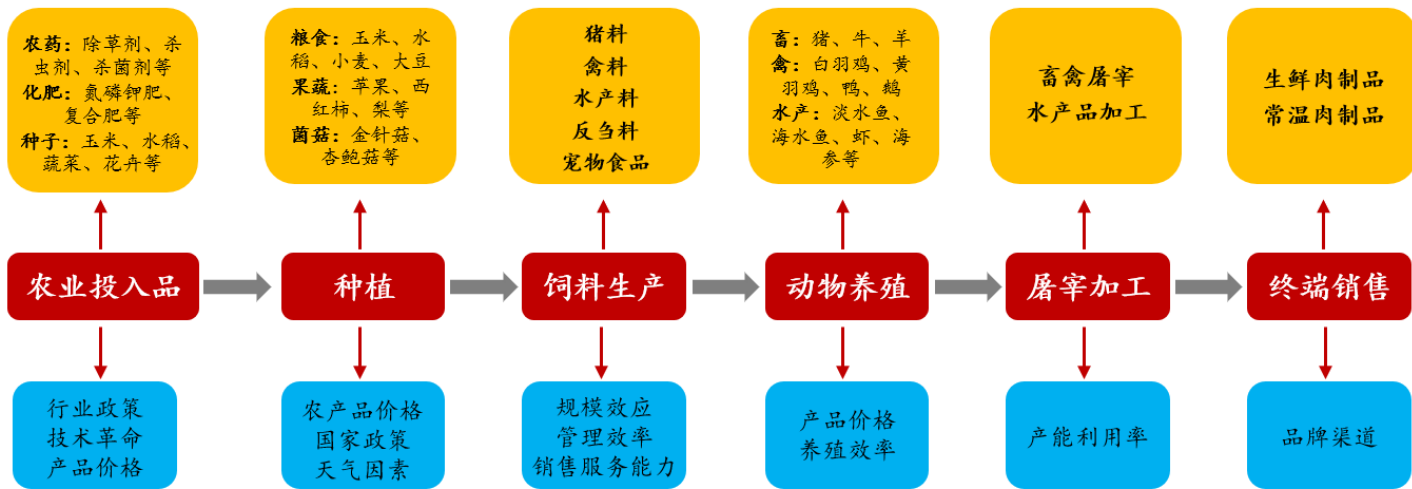
种子—转基因商业化在即，市场格局重塑

4

盈利预测及估值 & 风险提示

通胀传导及天气因素或致2022年大宗农产品价格维持景气高位。（1）大宗商品价格上涨所带来的价格传导。从农业产业链角度来看，农业投入品位于农业产业链最上游，其主要组成以农化产品为主，2021年以来农化原料价格持续走高，预计将在下一种植季产生成本转嫁的自上至下传导；（2）“拉尼娜”形成或增加天气不确定性。

图22：大宗商品价格波动将由农化产品在下一种植季向“农业-食品”链条传导

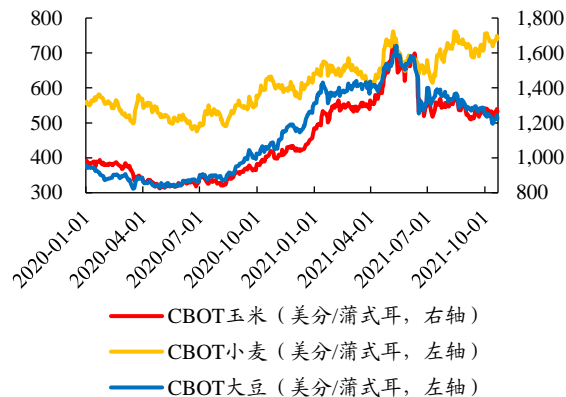


资料来源：开源证券研究所

2.1 大宗商品涨价向农产品价格传导路径已初步形成

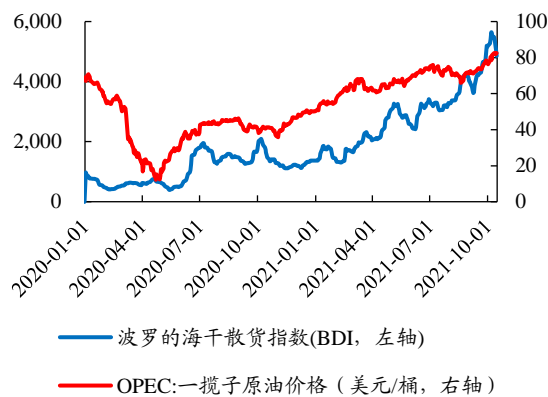
大宗商品涨价对农产品价格传导的路径主要有三种：贸易传导、上下游传导、替代品传导。首先以**贸易传导路径**来看，2020年Q3以来受种植面积下降、天气、需求及贸易量增加等因素影响，美洲玉米、大豆、小麦价格持续上行，国内则由于玉米库存处于低位及生猪存栏恢复带动需求提升，进口量大幅提升，进而贸易传导路径打通。同时，疫情恢复背景下，波罗的海干散货指数走高，运输成本提升，进一步使得2021国内外粮食价格维持在相对高位。短期来看，国际能源价格上行及波罗的海干散价格维持高位，贸易量或受抑制，内循环供给受需求拉动能力增强。

图23: CBOT农产品价格于2020Q3走高



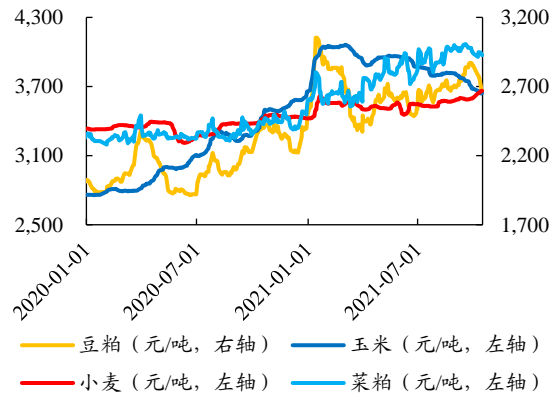
数据来源: Wind、开源证券研究所

图24: 干散货运价格交织能源价格持续走高



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 需求景气、供给短缺打通国内外价格传导

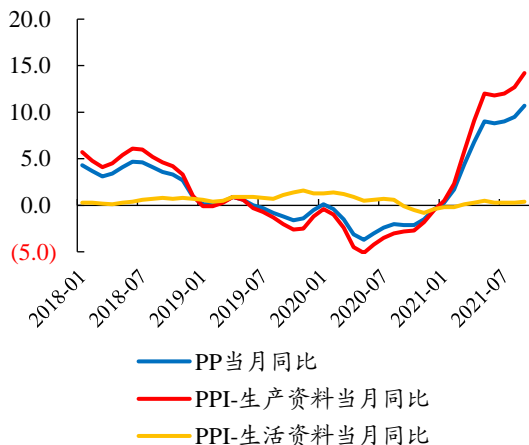


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.1 大宗商品涨价向农产品价格传导路径已初步形成

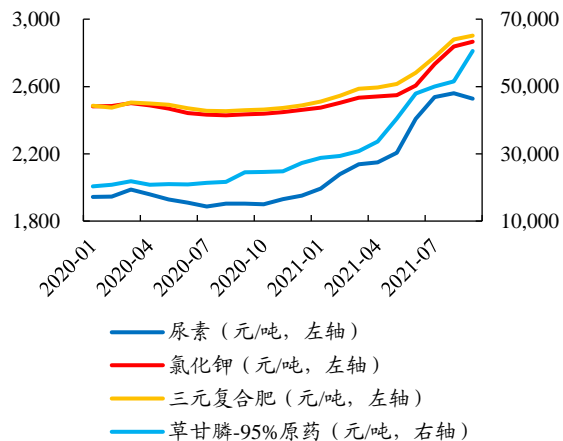
上下游传导路径来看，2021年以来，我国PPI月度同比亦持续走高，特别是在8月之后PPI并未因高基数而增幅边际减弱。聚焦农业链条的传导路径来看，以农化产品为代表的农业投入品价格自2020年底以来持续走高。截至2021年10月10日，以草甘膦为代表的除草剂价格较2020年底上涨155%；氮磷钾肥价格同比2020年增长18%以上。从其在三大主粮成本中的占比来看，2019年化肥、农药费用占到三大主粮生产总成本的79%左右，若叠加种子成本及动力燃料及机械作业费用则占三大主粮成本的79%，因此预计下一种植季三大主粮全周期成本将会显著抬升。

图26：生产资料PPI驱动9月PPI整体再度上扬



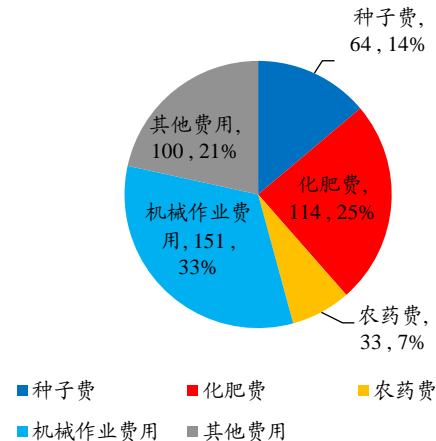
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2021年初以来，农业投入品价格持续走高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2019年农业投入品约占三大主粮成本的79%（元）

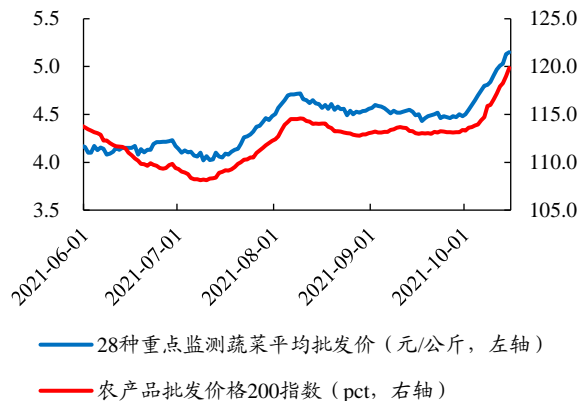


数据来源：《全国农产品成本收益汇编（2020年）》、开源证券研究所

2.1 大宗商品涨价向农产品价格传导路径已初步形成

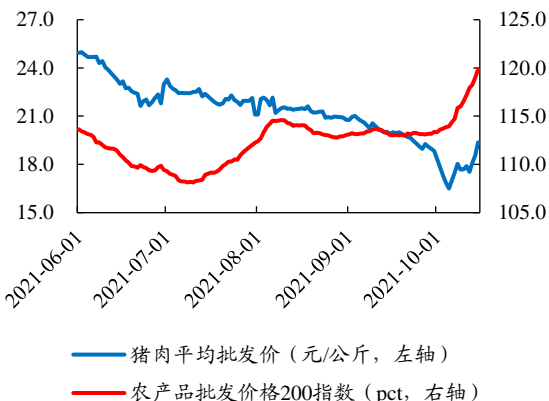
替代品传导路径来看，进入10月以来，农产品价格指数出现加速上扬。具体拆解来看，驱动农产品价格指数走高的主导原因并非猪肉，而是蔬菜价格。国庆节后半段，福建的解封及北方气温的快速下降带动消费需求回暖，整体需求转旺成为驱动猪肉价格节后反转走高的原因之一。对比其他肉制品，牛肉、羊肉、水产品价格均较同期出现明显上涨或维持高位。我们认为，随着产业链上游种植环节（口粮、蔬菜等）价格的先行走高，猪肉将在其他食品通胀背景下，以消费转移的方式拉动需求提升，进而对其价格形成整体性拉动。

图29：蔬菜价格上涨驱动农产品价格指数走高



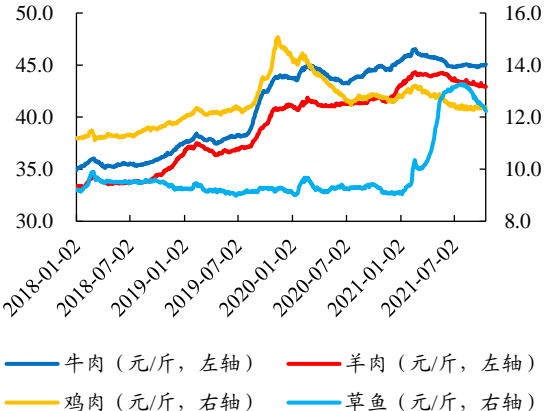
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：冬季整体需求爬坡带动猪肉价格反转



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：其他肉类价格亦稳定在相对高位



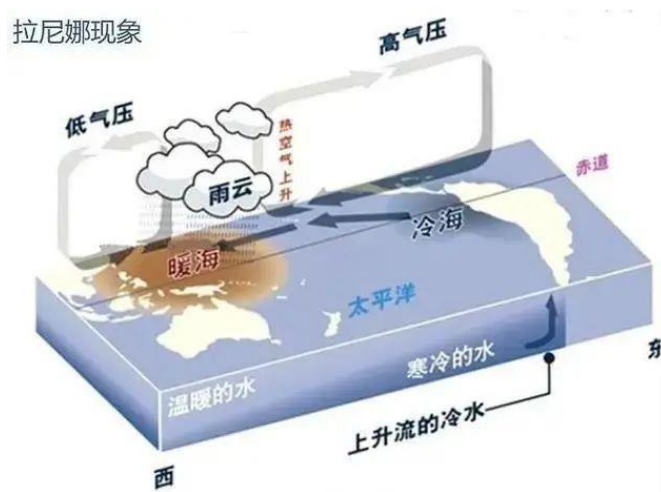
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 卷土重来，2021年冬天大概率出现“双峰拉尼娜”

双峰拉尼娜出现概率升高，2021年“冷冬将至”

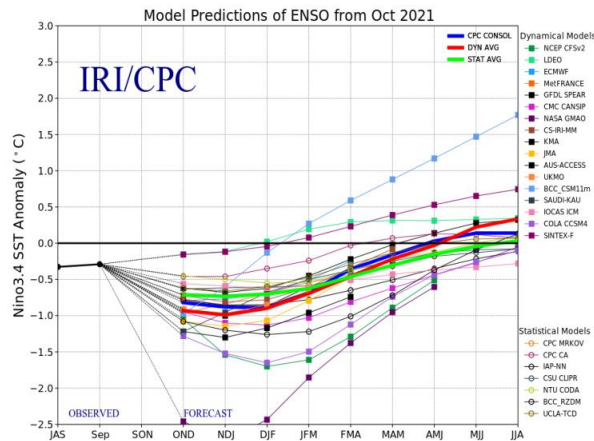
根据NOAA、IRI/CPC等气象机构预测及统计，预计2021年冬季将大概率出现“拉尼娜”现象（ -0.5oC for the Oceanic Niño Index）。拉尼娜出现将会导致在西北太平洋生成和登陆我国的热带气旋增多，冬季较寒冷，寒潮多发，且南方易出现冻雨、风雪。基于历史来看，1988年及2008年冬季由于拉尼娜现象的出现，我国均在冬季出现较为严重的雪灾。2014年及2020则出现较严重的南方洪涝灾害。

图32：拉尼娜将导致我国冬季温度偏低



资料来源：NOAA

图33：全球多家气象机构预测2021年冬季拉尼娜出现概率较高



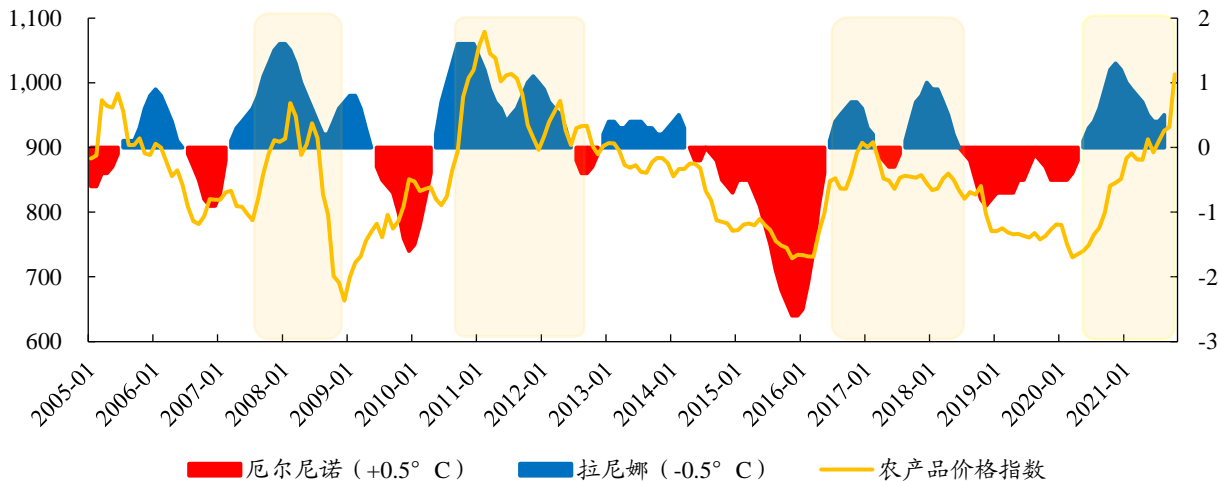
资料来源：IRI/CPC

2.2 卷土重来，2021年冬天大概率出现“双峰拉尼娜”

拉尼娜对农业生产带来的负面影响较大，或催化农产价格高位运行

拉尼娜（ONI）指数与国内农产品价格指数相关性较强。具体而言，冷冬主要影响我国冬小麦苗期的成长，为防止小麦冻害发生，需要在追肥（4-5公斤氮肥/亩）的同时在叶面连续喷洒2-3遍防冻液（98%磷酸二氢钾），进而致使春季备肥提前，肥料用量预计增加。

图34：拉尼娜对农产品价格影响呈现显著正相关

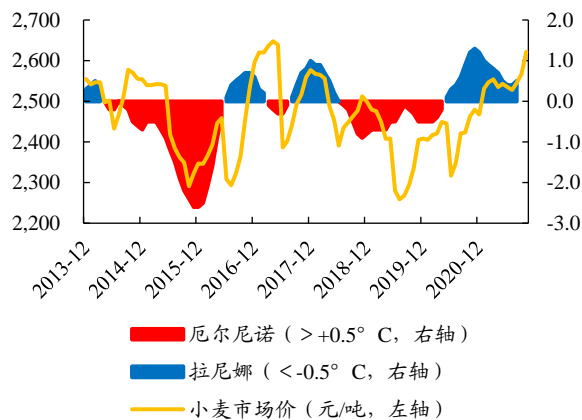


数据来源：Wind、NOAA、开源证券研究所

拉尼娜或致使国内小麦价格走高，间接影响玉米价格

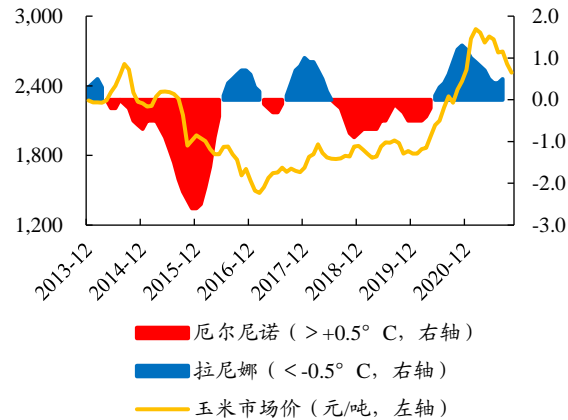
具体来看，拉尼娜与我国小麦价格呈现出较强的相关性，与玉米价格的直接相关性不强。主要系拉尼娜主要对越冬作物产生影响，拉尼娜对玉米价格的影响则通过“小麦-玉米价差”变动的形式对需求-替代性强弱产生间接影响。基于近期小麦对玉米价差的重新转正，预计下一种植季小麦对玉米的替代性将持续减弱，饲料能量原料将重新转为以玉米为主，基于生猪高存栏，叠加2022种植季种植成本将普遍提升，我们认为2022年玉米价格的高位支撑仍相对较强。

图35: 拉尼娜对我国小麦价格显示正相关性



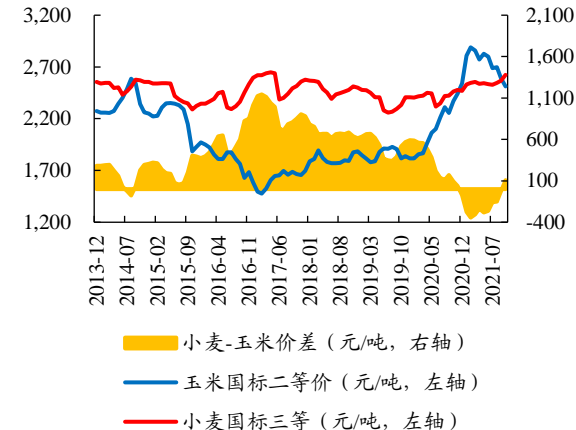
数据来源: Wind、NOAA、开源证券研究所

图36: 拉尼娜对我国玉米价格直接相关性偏弱



数据来源: Wind、NOAA、开源证券研究所

图37: 小麦-玉米替代关系将间接传导天气影响

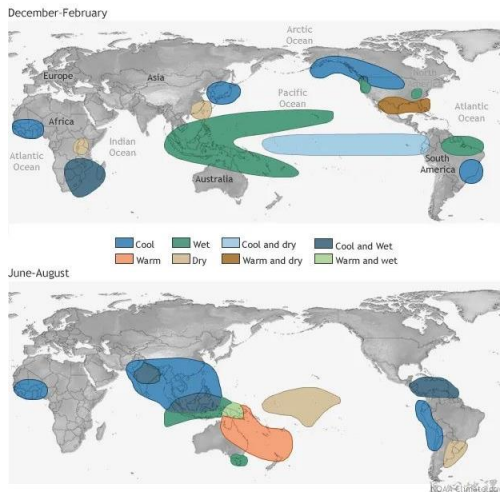


数据来源: Wind、开源证券研究所

拉尼娜或致使拉美大豆减产，全球作物生产稳定性受到挑战

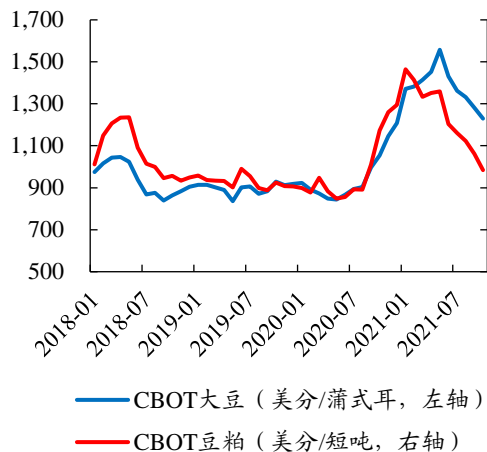
国际视角来看，沃克环流所导致的太平洋冷热位移将导致拉丁美洲面临夏季干旱。“拉尼娜”将对大豆期末亩产水平产生挑战，基于2019/2020种植季情况来看，减产幅度预估将在700-1000万吨。此外，拉尼娜还会为赤道低纬度地区带来更多降雨，是有利于东南亚地区棕榈油产量的增加，以及利于印度等蔗糖主产国产量的增加。

图38：拉尼娜或导致拉丁美洲面临夏季干旱



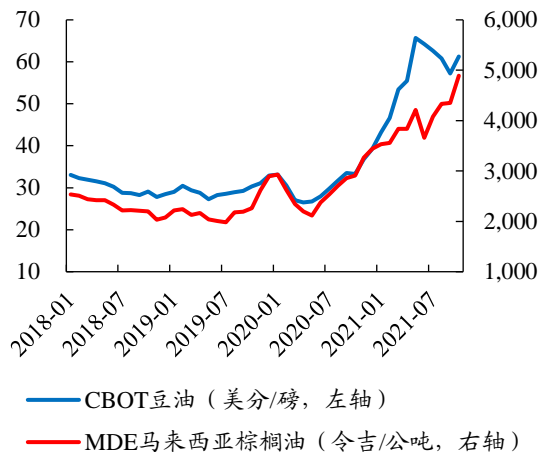
资料来源：NOAA

图39：2021年大豆增产价格回落，2022存挑战



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：全球油料价格仍处于相对高位

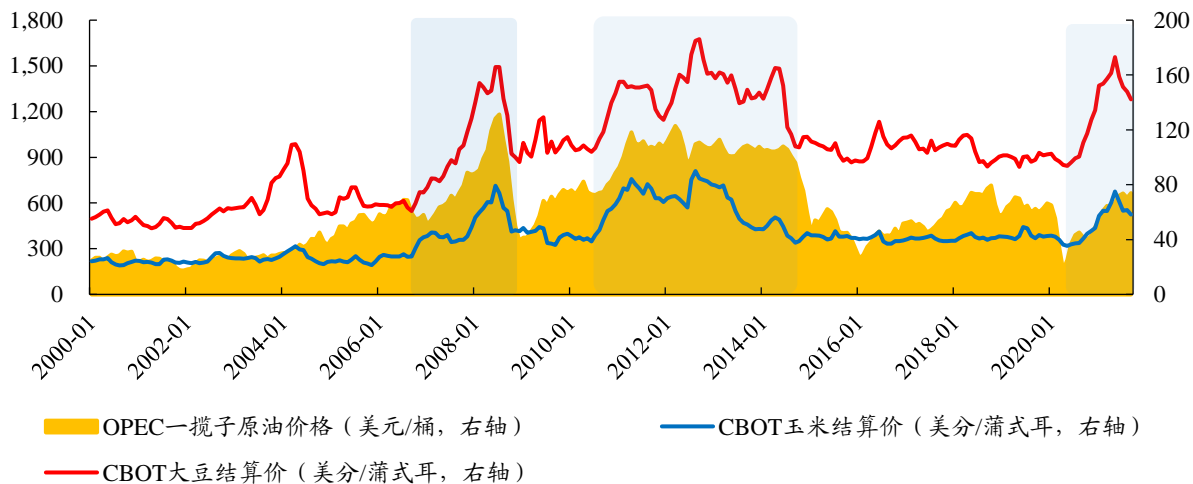


数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年全球主要农产品价格或将维持高位运行

基于“能源涨价”及“商品涨价传导”，2007/2008年货币宽松政策及玉米生物质燃料需求增加情况与当前节点相似。新一种植季来看，种植成本增长趋势已基本确认，预计将以成本加成形式支撑2021/2022年主要粮食产品价格高位。从供需-价格角度来看，国内生猪存栏量高，小麦能量原料替代性减弱，玉米饲料需求重归主位。短期2021年秋季作物已基本完成收割，玉米价格回落，但以期末库存角度测算，对下一季价格的压制能力偏弱。建议重点关注苏垦农发，受益标的北大荒。

图41：历史回溯来看，能源涨价与主要农产品价格呈现显著正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

生猪—周期反转在即，产能去化加速

2

农产品—涨价传导及天气助力景气度延续

3

种子—转基因商业化在即，市场格局重塑

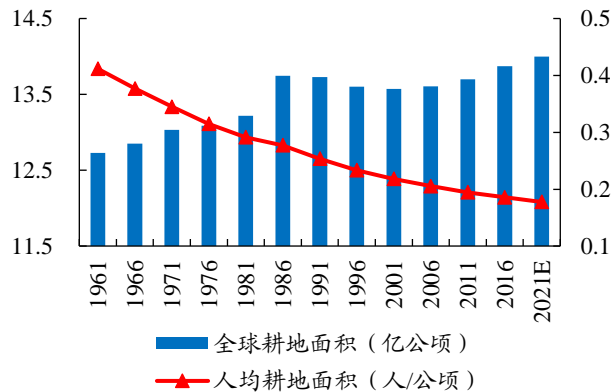
4

盈利预测及估值 & 风险提示

全球粮食供需逐年趋紧，亩产水平提升支撑粮食安全

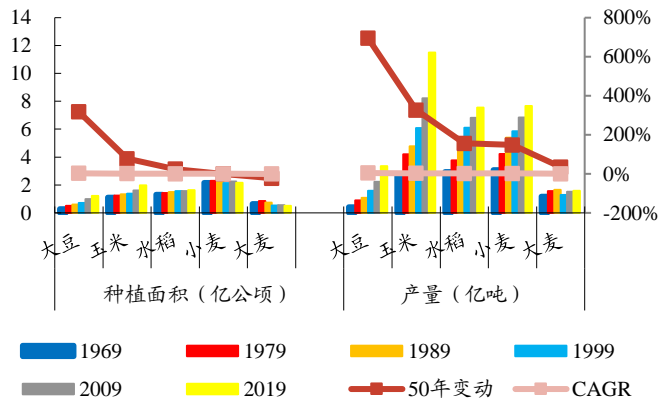
过去60年间（1961-2020年）全球人口数量持续高速增长，由1961年31亿人增至2020年78亿人。同期全球耕地面积仅增加1.22亿公顷至13.95亿公顷。人均耕地面积大幅下降，全球粮食供需平衡状态逐年趋紧。FAO预测全球耕地面积在未来30年内较难实现增加，人均耕地面积在未来30年内将进一步下降。加之气候因素带来的负面影响，粮食供需平衡将更易被打破。而亩产水平提升成为粮食安全的主支撑，过去50年间（1969-2019年）全球主要粮食作物产量增速明显高于对应作物种植面积增速，特别是以大豆、玉米、水稻、小麦为代表的主粮作物品种。

图42：1961年以来全球人均耕地面积持续下降



数据来源：Wind、FAO、开源证券研究所

图43：亩产水平提升成为粮食增产的主要驱动力



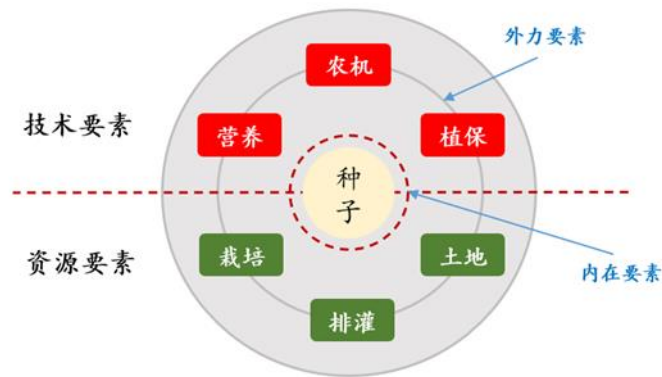
数据来源：Wind、FAO、开源证券研究所

3.2 生物育种商业化助力作物抗逆性提升

育种水平提升成为增产稳产的核心

分拆助力增产的要素来看，种子性状优势是增产的核心。全球视角来看，随着全球生物育种水平及转基因作物种植面积的持续提升，全球大豆、玉米、油菜等主要粮食作物及经济作物的生长抗逆性（抵抗恶劣天气减产）能力已显著增强。截至2020年，除中国外的全球前五大农作物种植国家，转基因种子采用率已达到90%以上，转基因作物种植国家，经受恶劣环境造成大幅度减产的概率亦相对降低，粮食安全性及稳定性提升。

图44：育种水平是亩产水平提升的核心要素



资料来源：开源证券研究所

图45：全球转基因作物种植面积超1.9亿公顷



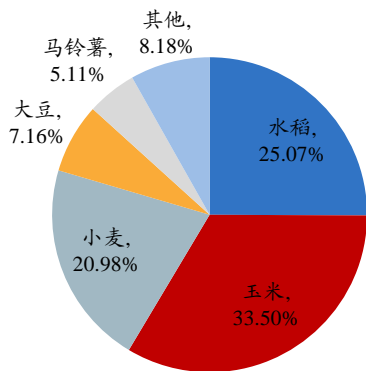
资料来源：ISAAA、开源证券研究所

3.3 我国现代种业虽起步较晚，但市场基础已基本成型

我国现代种业虽起步较晚，但市场基础已基本成型

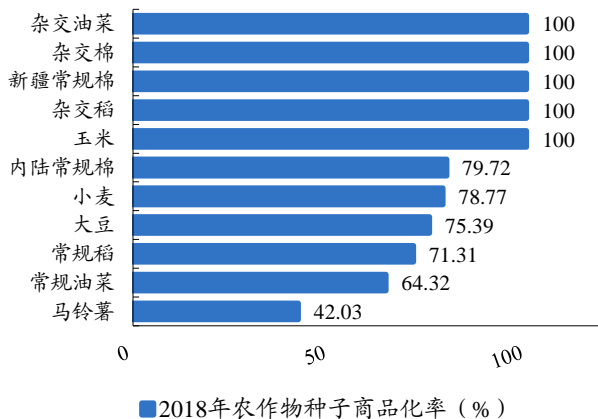
我国作为传统的农业大国，种业发展经历历史悠久，但现代种业起步相对较晚，2011年以后国内种业才开启现代种业阶段，形成以市场为导向的商业化育种新格局。经过10年间的快速发展，当前我国主要大品类农作物商品化率已达到70%以上，其中玉米、杂交水稻、杂交油菜种子商品化率已达到100%。意味着我国种业发展正式由自留种耕作转向现代化育种-制种-售种时代。

图46：2018年中国玉米用种面积达33.50%



数据来源：《2019年中国种业发展报告》、开源证券研究所

图47：2018年中国主要农作物种子采用率达70%以上



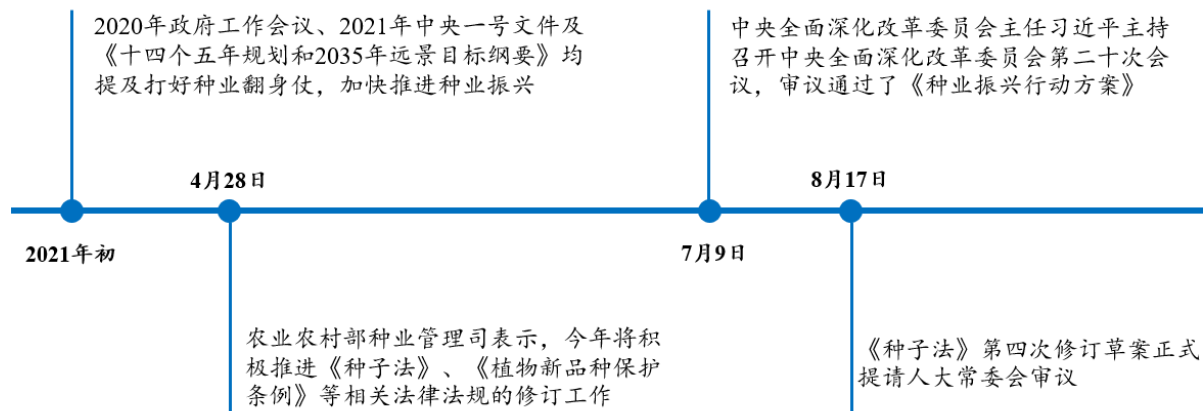
数据来源：《2019年中国种业发展报告》、开源证券研究所

3.4 种业振兴，我国现代种业迎来发展黄金期

国家高度重视粮食安全及现代种业发展

2021年年初至今，种业相关政策密集发布。7月《种业振兴行动方案》的发布、8月新《种子法（草案）》提交人大审议，10月以来，农业农村部等部门更是连续出台政策，推进种业振兴行动进一步落地。综合，外部环境气候多变，虫害频发等因素，加快我国种业现代化进程的内、外部环境均已具备，预计随着主法规《种子法》完成修订，以《中华人民共和国植物新品种保护条例》、《主要农作物品种审定办法》等为代表的相关配套法律法规也将随之快速变动、修订。

图48：2021年以来我国“种业振兴”相关政策密集发布



资料来源：农业农村部、新华社、开源证券研究所

3.5 转基因政策落地在即，布局种业市场格局重塑窗口期

当前我国转基因育种双抗（抗虫、耐除草剂）性状与国际主流推广性状处于同一代次。基于我国转基因政策落地在即，审批时间优势及技术优势推荐大北农、隆平高科。国际种业巨头A股上市在即，当前公司聚合转5个基因抗虫耐除草剂玉米Bt11 × MIR162 × MON89034 × GA21正处于国内生产应用生物安全证书审批阶段，受益标的先正达（拟上市）。

表1：2019年底来多个玉米、大豆品种获得国内生产应用型生物安全证书

年份	审批编号	转基因生物	抗性基因片段名称	用途	单位/企业	有效期
2021	农基安证字（2021）第005号	耐除草剂大豆中黄 6106（北方春大豆区）	g2-epsps、gat	生产应用	中国农业科学院作物科学研究所	2021年2月10日至2026年2月9日
2021	农基安证字（2021）第003-004号	抗虫耐除草剂玉米瑞丰125（黄淮海夏玉米区/西北玉米区）	cry1Ab、cry2Aj、g10evo-epsps	生产应用	杭州瑞丰生物科技有限公司	2021年2月10日至2026年2月9日
2021	农基安证字（2021）第002号（续申请）	抗虫水稻华恢1号（湖北省）	cry1Ab、cry1Ac	生产应用	华中农业大学	2021年2月10日至2026年2月9日
2021	农基安证字（2021）第001号（续申请）	抗虫 Bt 汕优 63（湖北省）	cry1Ab、cry1Ac	生产应用	华中农业大学	2021年2月10日至2026年2月9日
2020	农基安证字（2020）第196号	耐除草剂大豆中黄6106（黄淮海夏大豆区）	g2-epsps、gat	生产应用	中国农业科学院作物科学研究所	2020年6月11日至2025年6月11日
2020	农基安证字（2020）第195、214-217号	耐除草剂玉米DBN9858（北方春玉米区/黄淮海夏玉米区/南方玉米区/西南玉米区/西北玉米区/南方玉米区）	epsps、pat	生产应用	北京大北农生物技术有限公司	2020年6月11日至2025年6月11日
2020	农基安证字（2020）第218-221号	抗虫耐除草剂玉米DBN9936（北方春玉米区/黄淮海夏玉米区/南方玉米区/西南玉米区/西北玉米区/南方玉米区）	cry1Ab、epsps	生产应用	北京大北农生物技术有限公司	2020年6月11日至2025年6月11日
2020	农基安证字(2019)第291号	抗虫耐除草剂玉米抗虫抗虫耐除草剂玉米DBN9936（黄淮海夏玉米区）	cry1Ab、epsps	生产应用	北京大北农生物技术有限公司	2019年12月2日至2024年12月2日
2019	农基安证字(2019)第292号	抗虫耐除草剂玉米瑞丰125（北方春玉米区）	cry1Ab、cry2Aj、g10evo-epsps	生产应用	杭州瑞丰生物科技有限公司-浙江大学	2019年12月2日至2024年12月2日
2019	农基安证字(2019)第293号	耐除草剂大豆SHZD3201（南方大豆区）	g10evo-epsps	生产应用	上海交通大学	2019年12月2日至2024年12月2日

资料来源：农业农村部、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

生猪—周期反转在即，产能去化加速

2

农产品—涨价传导及天气助力景气度延续

3

种子—转基因商业化在即，市场格局重塑

4

盈利预测及估值 & 风险提示

4.1 重点推荐公司盈利预测及估值

表2: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)		EPS			PE		
			2021/11/2	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002714.SZ	牧原股份	买入	58.0	1.63	1.36	8.10	35.6	42.7	7.2	
300498.SZ	温氏股份	买入	16.9	-1.61	0.09	1.86	-10.5	187.9	9.1	
000876.SZ	新希望	买入	14.2	-1.35	-0.11	0.93	-10.5	-129.0	15.3	
601952.SH	苏垦农发	买入	12.1	0.58	0.65	0.72	20.8	18.6	16.8	
603363.SH	傲农生物	买入	10.5	-0.29	-0.97	1.89	-36.1	-10.8	5.5	
002385.SZ	大北农	买入	9.1	0.02	0.08	0.58	455.0	113.8	15.7	
000998.SZ	隆平高科	买入	22.8	0.21	0.37	0.53	108.5	61.6	43.0	

数据来源: Wind、开源证券研究所

4.2 风险提示

冬季动物疫病风险，新冠疫情散点发生，需求受疫情压制，行业产能去化节奏等。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券