

农林牧渔

农林牧渔问答系列：关于猪和种业的再思考

证券研究报告

2021年12月25日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010002
wuli1@tfzq.com

陈潇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070002
chenx@tfzq.com

林逸丹

分析师

SAC 执业证书编号: S1110520110001
linyidan@tfzq.com

陈炼

联系人

chenlian@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业投资策略:2022 年度策略：拥抱周期，播种未来》 2021-12-15
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2021 年第 48 周周报：11 月生猪产能去化如何？》 2021-12-05
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2021 年第 46 周周报：行业产能去化养猪股投资价值逐步凸显，关注种业近期政策持续推出情况》 2021-11-21

一问：如何看待猪周期？

第一，中长期看，产能去化趋势已成，预期明年年中猪价反转。在行业深度亏损的情况下，产能在持续去化，从第三方数据或天风农业问卷调研数据来看，过去一段时期内真实产能出清幅度或超预期；从能繁母猪存栏对应的生猪出栏时间来看，预计明年年中前后，生猪产能达到峰值转而下降，这或将是猪价底部反转的拐点，但还需值得注意的是后备母猪补栏情况，若今年 11 月至明年 1 月期间后备补栏上量较快，拐点时间可能会有所延后。

第二，短期看，多空因素博弈，重点关注猪病爆发对产能去化的影响。短期多空因素博弈，季节性消费旺季提振需求、但节前集中出栏现象明显，若短期反弹过高，有可能延缓产能去化节奏，需重点关注短期猪价反弹高度及养殖户产能情绪。此外，冬季为仔猪腹泻病、非瘟疫情高发期，在当前养殖全面亏损下，饲料营养、动保防疫、猪场管理均有所下降，或增加猪群染病风险敞口，若疫病爆发，或将加速产能去化，届时猪周期反转有望提前到来。上周，河北省农业农村厅发布，秦皇岛市山海关区在查获的外省调运生猪中排查出非洲猪瘟疫情，后续需重点关注猪病发生情况及对产能影响幅度。

二问：如何看待养猪股投资机会？

今年猪价大幅回落，养猪股回调显著，当前阶段我们认为估值优势已现，养猪股已到重点关注时点。在当前时点，从安全性（储备“过冬”资金充裕+估值安全边际高）、成长性（出栏量成长性+成本下降空间）来看，标的上：重点是【温氏股份】（成长弹性高，资金储备充足）、【牧原股份】（具有成本优势，成长稳健），其次【新希望】、【天康生物】、【傲农生物】、【正邦科技】、【天邦股份】、【唐人神】、【中粮家佳康】等。

三问：种业后续怎么看？

第一，相关政策有望持续强化。我们认为，近 2-3 月内种业相关政策和会议较为密集，包括 2021 年 12 月底中央农村工作会议（2020 年习近平出席中央农村工作会议并发表重要讲话，强调要坚持农业科技自立自强，加快推进农业关键核心技术攻关）、2021 年底 2022 年初转基因安全证书发放、2022 年 1-2 月一号文件（2021 年一号文件提出“打好种业翻身仗。农业现代化，种子是基础”）等、政策有望对种业继续强调，引发市场对于种业的关注度。建立实质性派生品种制度，加强原始创新保护。

第二，持续跟踪转基因品种审批及落地情况，关注种子 α 分化。建议关注转基因玉米和大豆种子的品种获批进度以及获批的公司，如果获批，建议在 2022 年 Q3 关注获批品种的预收账款情况以及 2022 年 Q4 带来的收入利润情况。此外，行业套牌和非法种子被打击、农产品涨价等因素也有望带动种业板块关注度提升。

第三，标的上，我们认为，重视研发投入、创新能力强，特别是转基因技术储备丰富的公司有望获得更大的市场份额。此外，北方低温冻害、春旱等可能性或造成明年农产品价格上涨，特别关注玉米、小麦供需情况。继续重点推荐：【隆平高科】（水稻玉米种子领先公司，参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出）、【大北农】（转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广）、【登海种业】（玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇）、【荃银高科】（业务质地好，背靠先正达集团，有望实现跃进式发展）。

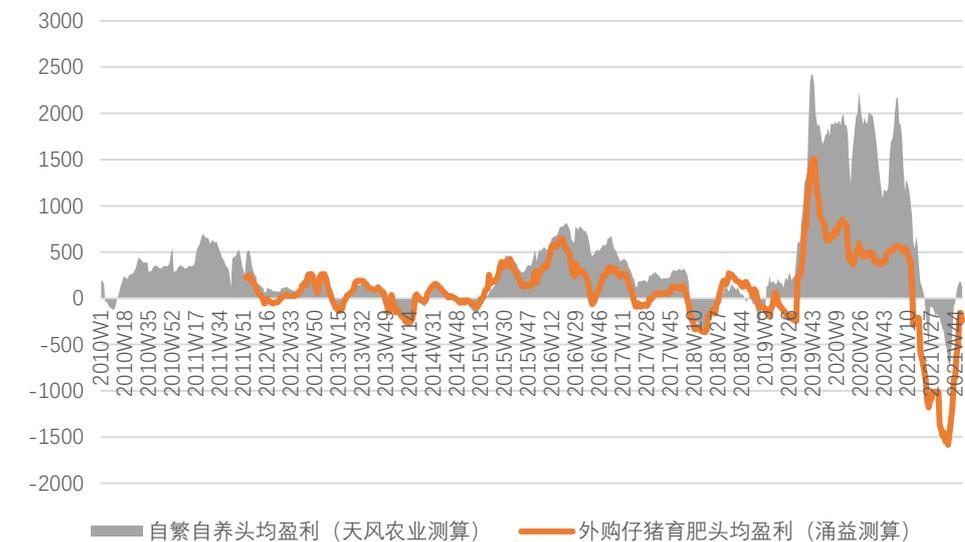
风险提示：出栏量不及预期、能繁母猪淘汰不及预期、疫情风险、政策风险、自然灾害风险。

一问：如何看待猪周期？

生猪价格判断的实质是供需关系的判断，我们假设需求相对稳定（若新冠疫情边际严重或边际放缓，则有可能抑制或提振消费），则影响本轮猪周期拐点的重要指标就是供给。国内猪肉供给主要由四个指标决定：1) 能繁母猪存栏量、2) psy 或 msy 、3) 生猪出栏体重、4) 冻肉库存。从中长周期价格判断趋势来看，需要重点关注能繁母猪存栏量的变化。

虽然前期猪价反弹对养殖亏损幅度有一定程度改善，但反弹后猪价回调，目前自繁自养模式盈利已回落至盈亏平衡线附近，外购仔猪出栏仍亏损。我们认为目前生猪产能去化趋势已成。截止到目前，本轮周期下行阶段养殖亏损已有 6 个月以上，其中深度亏损月份约有 4 个月左右，特别是 9 月份猪价更是降至 14 元/kg 以下，多数养殖场/户已开始亏损现金成本；外购仔猪育肥养户亏损更为严重且更早，由于前期仔猪外购价格较高，外购仔猪育肥户基本从 4 月份开始亏损，且 6 月中下旬以来，头均亏损基本都在 1000 元/头以上，在 2019-2020 年猪价高峰期，这部分外购仔猪育肥的养户头均盈利基本都在 500 元/头左右，亏损幅度巨大。

图 1：生猪养殖利润变化情况（元/头）



资料来源：涌益资讯，天风证券研究所（注：2021 年 8 月 19 日开始，外购仔猪养殖利润统计口径有所调整）

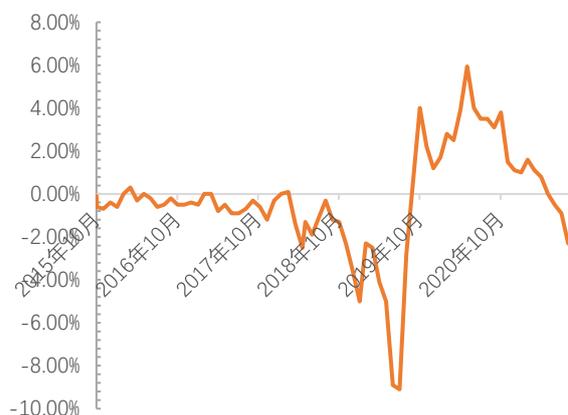
养猪行业整体的亏损带来的是产能明显去化。根据涌益咨询的数据显示，截止到 2021 年 11 月份，其样本能繁母猪存栏量环比 10 月继续下降，降幅为 0.13%；从降幅结构来看，母猪 1000 头以上养殖场能繁母猪存栏量下降 1.32%，去化节奏基本不变，而母猪 1000 头以下的散户母猪淘汰进入阶段性尾声；且涌益数据显示其样本能繁母猪存栏从 6 月至 11 月底已出现连续的环比下降，累计去化程度已达到 11.21%。从农业农村部数据来看，截止到 2021 年 10 月份，我国定点监测能繁母猪存栏量环比继续下降 2.5%，相比于能繁母猪存栏高点的 5 月份，已持续下降 5 个月，累计下降幅度超 5%。

图 2：能繁母猪环比变化（%，涌益咨询）

图 3：能繁母猪环比变化（%，农业农村部）



资料来源：涌益资讯，天风证券研究所



资料来源：wind、农业农村部，天风证券研究所

我们认为：

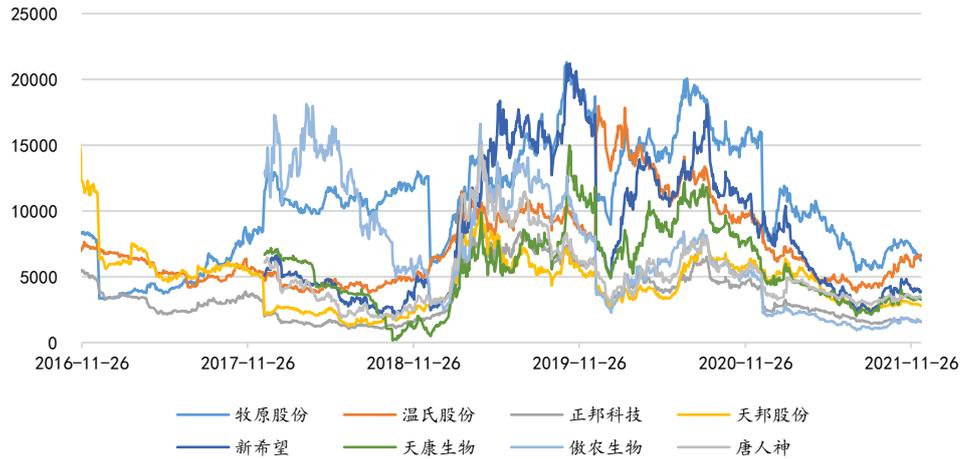
第一，中长期看，产能去化趋势已成，预期明年年中猪价反转。在行业深度亏损的情况下，产能在持续去化，从涌益数据或天风农业问卷调研数据来看，过去一段时期内真实产能出清幅度或超预期；从能繁母猪存栏对应的生猪出栏时间来看，预计明年年中前后，生猪产能达到峰值转而下降，这或将是猪价底部反转的拐点，但还需值得注意的是后备母猪补栏情况，若今年11月至明年1月期间后备补栏上量较快，拐点时间可能会有所延后。

第二，短期看，多空因素博弈，重点关注猪病爆发对产能去化的影响。短期多空因素博弈，季节性消费旺季提振需求、但节前集中出栏现象明显，若短期反弹过高，有可能延缓产能去化节奏，需重点关注短期猪价反弹高度及养殖户产能情绪。此外，冬季为仔猪腹泻病、非瘟疫情高发期，在当前养殖全面亏损下，饲料营养、动保防疫、猪场管理均有所下降，或增加猪群染病风险敞口，若疫病爆发，或将加速产能去化，届时猪周期反转有望提前到来。上周，河北省农业农村厅发布，秦皇岛市山海关区在查获的外省调运生猪中排查出非洲猪瘟疫情，后续需重点关注猪病发生情况及对产能影响幅度。

二问：如何看待养猪股投资机会？

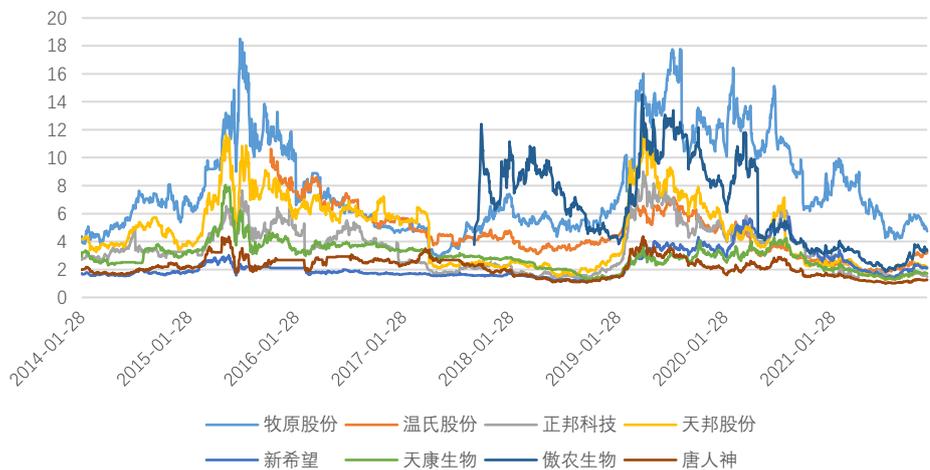
今年猪价大幅回落，养猪股回调显著，当前阶段我们认为估值优势已现。在当前时点推荐有超额成本优势、资金流相对充裕的养猪股，从头均市值角度，对应2022年预估出栏量，当前上市公司头均市值来看，其中牧原股份4000-5000元/头、温氏股份3000-4000元/头、天康生物和唐人神2000-3000元/头、新希望、正邦科技、天邦股份、傲农生物2000元/头以下；从市净率角度，多股已回到历史周期底部区间市净率水平，牧原股份5-6倍，温氏和傲农2-3倍，其他个股1-2倍。

图4：主要生猪养殖企业的头均市值（元/头）



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 部分养殖企业市盈率变动情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

标的上: 重点是【温氏股份】(成长弹性高, 资金储备充足)、【牧原股份】(具有成本优势, 成长稳健), 其次【新希望】、【天康生物】、【傲农生物】、【正邦科技】、【天邦股份】、【唐人神】、【中粮家佳康】等。

三问: 种业后续怎么看?

继中央经济工作会议强调“深入实施种业振兴行动, 中国人的饭碗任何时候都要牢牢端在自己手中”, 12月16日人民网发布《打好种业翻身仗, 又有新动作》文章, 提出要“大力扶持优势企业做大做强”; 12月23日农业农村部党组召开部党组理论学习中心组(扩大)学习交流会议, 会议强调, 要选育优良品种, 挖掘面积潜力, 推广玉米大豆带状复合种植等新模式, 深入实施种业振兴行动。12月24日, 十三届全国人大常委会第三十二次会议对种子法作出了最新修改, 建立实质性派生品种制度, 加强原始创新保护。我们认为, 近2-3个月内种业相关政策和会议较为密集, 包括2021年12月底中央农村工作会议(2020年习近平出席中央农村工作会议并发表重要讲话, 强调要坚持农业科技自立自强, 加快推进农业关键核心技术攻关)、2021年底2022年初转基因安全证书发放、2022年1-2月一号文件(2021年一号文件提出“打好种业翻身仗。农业现代化, 种子是基础”)等, 政策有望对种业继续强调, 引发市场对于种业的关注度。建立实质性派生品种制度, 加强原始创新保护。

除了相关的政策和会议，建议关注转基因玉米和大豆种子的品种获批进度以及获批的公司，如果获批，建议在 2022 年 Q3 关注获批品种的预收账款情况以及 2022 年 Q4 带来的收入利润情况。

此外，行业套牌和非法种子被打击、农产品涨价等因素也有望带动种业板块关注度提升。

我们认为，重视研发投入、创新能力强，特别是转基因技术储备丰富的公司有望获得更大的市场份额！此外，北方低温冻害、春旱等可能性或造成明年农产品价格上涨，特别关注玉米、小麦供需情况。继续重点推荐：【隆平高科】（水稻玉米种子领先公司，参股公司转基因技术储备丰富，传统品种和渠道优势突出）、【大北农】（转基因技术领先，大北农生物转基因玉米扩区面积最广）、【登海种业】（玉米种子龙头，有望把握转基因玉米机遇）、【荃银高科】（业务质地好，背靠先正达集团，有望实现跃进式发展）。

风险提示：

- 1、出栏量不及预期。若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致公司养殖扩张节奏发生变化，从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期，公司未来的高成长性或将受到影响。
- 2、能繁母猪淘汰不及预期。若后续出现生猪价格持续上涨且幅度较大可能会导致养殖户淘汰情绪减弱，从而拉长周期拐点到来时间。
- 3、养殖疫病风险。非洲猪瘟疫情使得生猪养殖产业受到极大影响，产业结构以及猪价都随之变化。养殖企业在非洲猪瘟疫情方面的防疫能力构成其发展壮大的基础。
- 4、政策变动风险。包括新冠肺炎带来的隔离，对生猪养殖产业的经营造成了冲击；对美国猪肉进口政策或对国内猪价形成影响；政策对国内生猪养殖产业的扶持政策或环保政策的变化也将对生猪养殖产业产生影响。
- 5、自然生产灾害。若发生水、旱、虫等自然灾害，将会对农业企业的经营产生影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com