



中航证券研究所
分析师：彭海兰
证券执业证书号：S0640517080001
邮箱：penghl@avicsec.com

联系人：陈翼
证券执业证书号：S0640121080014
邮箱：chenyyjs@avicsec.com

农林牧渔行业周报：本轮猪周期估值空间参考 15 年，当前预期下博弈或加剧

行业分类：农林牧渔

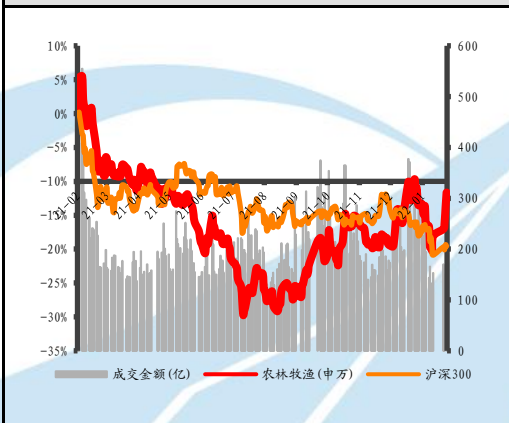
2022 年 02 月 12 日

行业投资评级 **中性**

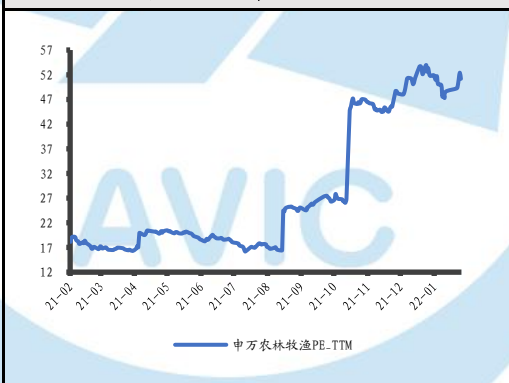
基础数据

申万农林牧渔指数	3735.75
近一周涨跌幅	5.26%
行业 PE (TTM)	51.17
行业 PB (LF)	3.37

行业走势图



农林牧渔（申万）PE-TTM



资料来源：wind，中航证券研究所

本周行情

申万农林牧渔行业（5.26%），申万行业排名（9/28）；
上证指数（3.02%），沪深 300（0.82%），中小 100（-1.19%）；

涨幅前五	金新农	傲农生物	新五丰	天康生物	仙坛股份
	21.8%	21.6%	16.5%	15.8%	15.1%
跌幅前五	海大集团	佳沃食品	国联水产	*ST 昌鱼	正邦科技
	-4.6%	-5.3%	-6.1%	-11.4%	-15.3%

重要资讯

- 2 月 8 日，据发改委监测，1 月 24 日-28 日当周，全国平均猪粮比价为 5.57：1，连续三周处于 5：1-6：1 之间，猪粮比价进入过度下跌二级预警区间，将视情启动猪肉储备收储工作。
- 2 月 11 日，中国饲料工业协会发布 2021 年全国饲料工业发展概况，2021 年饲料工业总产值 12234.1 亿元，同比增加 29.3%，饲料总产量 293443 吨，同比增加 16.1%。饲料企业规模化程度持续提高，饲料产品配方结构去向多元化，饲料行业高质量发展成效显著。
- 2 月 11 日，国务院印发“十四五”推进农业农村现代化规划，提出到 2025 年，农业农村现代化取得重要进展。粮食等重要农产品供给有效保障，产量保持在 1.3 万亿斤以上；实施农业种源关键核心技术攻关；将猪肉产能稳定在 5500 万吨左右。

核心观点

■ **养殖产业：生猪方面**，春节供需两旺，行情运行平稳。从历史看，春节后随着需求走弱，生猪行情存在下行压力。量上，受春节需求提振整体出栏量较高，节后需求放缓整体出栏量逐步下降。从过去五年的行业生猪季度出栏看，二季度平均出栏 1.6 亿头，较一季度下降 25.1%。价上，年前，腌腊灌肠备货需求基本结束，疫情压制部分需求，托市政策退出，主要养殖企业出栏加速，使得整体供需关系缓和。上市公司方面，12 月主要上市猪企销售均价除正邦以外均有下行，牧原、温氏月环比销售均价分别下降 7.6%、5.7%。春节期间，供给保障，鲜肉需求旺盛，行情平稳。初五全国生猪外三元价格较除夕微涨 1.1%，价格基本稳定。节后生猪价格走弱。截至 12 日，节后生猪价格下降 10.7%。而过去 5

股市有风险 入市须谨慎

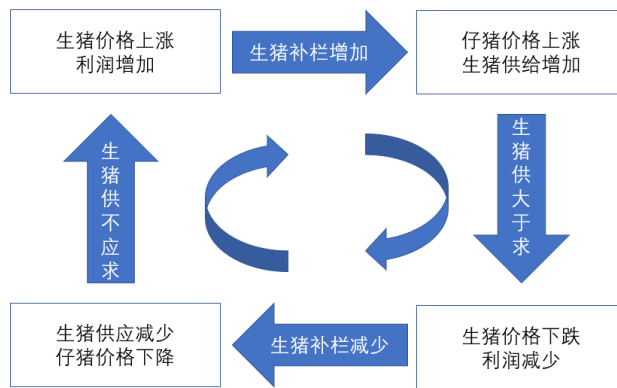
中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

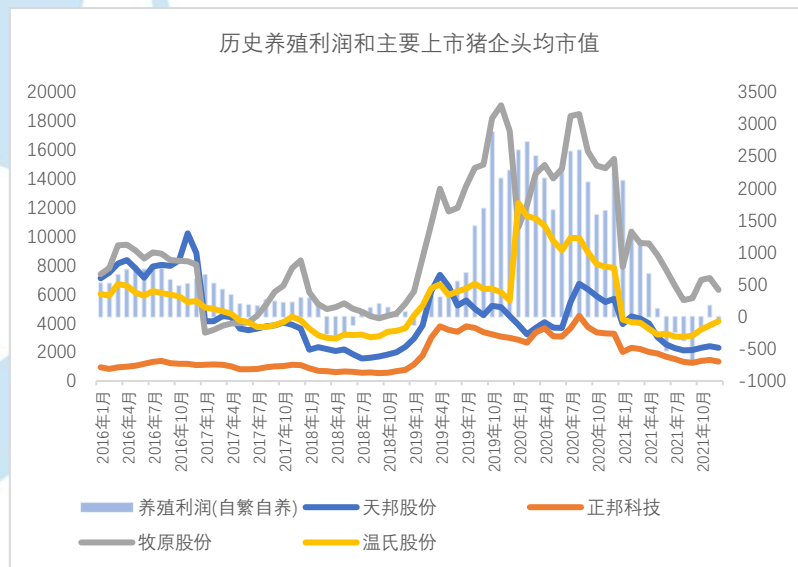
联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558
传真：010-59562637

年，春节当月生猪价格 21.3 元/公斤，节后次月和第二个月均价分别下降 0.9%和 7.4%。利润上，生猪养殖随着行情回落，养殖利润重回亏损区间。截至 2 月 11 日，生猪自繁自养利润-336.7 元/头，行业产能去化或加速。

我们认为，生猪板块的博弈已进入 3.0 阶段。经典的蛛网模型反映了：降价—>减产—>供不应求—>涨价—>增产—>再降价的市场逻辑。从历史和近期的资本市场表现看，资本市场对生猪板块的博弈从最初的博“涨价”（1.0 阶段），到博“减产”（2.0 阶段），已经逐步演化到了博“降价”（3.0 阶段）。资本市场已经消化年初降价的预期，提前形成了一定减产和未来周期向上的预期，“越降价、越减产、股价越涨”。资本市场博弈的“蛛网模型”逻辑链条不断前移。



近期随着节后生猪行情下行，资本市场对于猪周期反转的预期愈发强烈。本周生猪外三元价格下降 10.7%，而上周畜禽养殖板块上涨了 8.23%。根据我们测算，历史上，19-20 年猪周期顶点头部上市猪企头均市值达到 12000-18000 的水平，而 15-16 年猪周期顶点头部猪企出栏的头均市值达到 8000-10000 的水平（如下图）。我们认为，19-20 年猪周期的启动背景较为特殊，环保和非瘟因素短期对行业产能冲击十分明显。而目前看本轮猪周期如果反转，更多是周期性行业利润驱动的。参考估值，相较而言 15-16 年的猪周期（即 8000 左右的头均市值）更具可比性。



截至 2 月 11 日收盘，按照 22 年出栏目标估算，头部上市猪企牧原、温氏的头均市值分别达到约 5300、4500 元的水平。新希望、天邦分别达到约 2400、2300 的水平。可见当前估值水平下，市场已经提前反映了一定的周期反转预期，但降价后产能去化以及消费水平仍待观察验证，生猪板块将进入较为激烈的博弈阶段。



交易上，考虑资本市场已经反映了一定生猪周期反转的预期，建议关注短期降价减产不及预期带来的波动。但整体上第三季度的猪价低点和板块养殖亏损的极值也意味着板块最悲观预期已经释放，板块向下存在安全边际，且从最近的养殖利润看自繁自养和外购仔猪养殖利润进入深度亏损区间，产能去化将加快，逢低介入是较为妥当的策略。但本轮猪周期要回到 19 年那轮史诗级的周期并不具备环保和非瘟对产能冲击的外部环境，建议保持理性预期。

肉鸡方面，我们认为，黄羽鸡供需基本面将推动行情周期向上。1) 供给端，前期长时间的养殖亏损使得行业产能去化明显。据中国畜牧业协会，黄羽肉鸡父母代存栏已经处在近四年较低位置。我们认为，22 年黄羽肉鸡出栏整体将处于近年低位。2) 需求端，随着生猪和其他动物蛋白的行情筑底，黄羽肉鸡需求的替代挤压将逐步缓解边际向好。此外疫情压制的活禽消费已经在过去两年较为充分消化，边际改善；短期有年底消费支撑，长期经济复苏提振，黄羽肉鸡板块有望迎来景气周期。关注立华股份、湘佳股份、温氏股份等板块相关标的。

产业链一体化方面，我们认为头部养殖企业凭借自身在上游一体化、规模化的优势向下游屠宰加工、食品制造甚至终端销售延伸，业务不断丰富，价值不断提升。头部养殖企业有望依托核心优势不断提升竞争力，打开业绩增长曲线。

重点推荐：国内具有明显成本优势的规模养殖龙头【牧原股份】，产业链一体化进展较快的【新希望】和【圣农发展】。

- **种植产业：**种业迎来“三期叠加”的历史性机遇。**政策期**，2月11日国务院印发《“十四五”推进农业农村现代化规划》，在“推进创新驱动发展”章节中再次强调种业振兴——加强种质资源保护、开展育种创新攻关、加强种业基地建设、强化种业市场监管。**行业期**，粮食大宗价格持续高位，农民种粮意愿上升，玉米、水稻种子库存和供需有所优化，推动种业景气。**技术期**，转基因商业化推广临近。1月21日，农业转基因相关《农业转基因生物安全评价管理办法》《主要农作物品种审定办法》《农作物种子生产经营许可管理办法》《农业植物品种命名规定》4部规章正式落地施行。

中长期看，我们坚定看好民族种业前景、看好相关种业企业基本面提升。**种业振兴大旗下，行业的迭代和重塑是自上而下不断落地的**，是确定性很高的。“迭代”就是生物育种技术的迭代，1月转基因及基因编辑相关政策落地，支持相关品种高效审定，显示政策决心和力度。“重塑”就是行业格局的重塑，11月24日，全国种业企业扶优工作推进会中再次强调“做优做强一批具备集成创新能力、适应市场需求的种业龙头企业，打造种业振兴的骨干力量”，科研优势龙头种企会越来越突出。“自上而下”就是种业振兴大旗下从政策、制度到监管执法的落地兑现，整体行业基本面会越来越美好。

交易上，我们认为虽然行业业绩兑现存在时间周期，但种业振兴是持续且确定的。兑现周期必然会带来“浮躁”资金了结，引起波动，但同时也给“长期”资金带来了逢低配置的机会。退去短期高预期的“浮沫”，并随着风格压制走向尽头，将迎来较好的交易机会。

重点推荐：拥有转基因性状储备的种业龙头【隆平高科】，转基因技术领先、多条业务向好的【大北农】。

- **宠物产业：**宠物产业是迎合社会发展和消费趋势的优质赛道。据《中国宠物行业白皮书》，国内宠物行业千亿市场规模，年复合增长速度近 20%。当前海外巨头占有国内宠物食品和医疗等细分市场较高份额。我们认为，国产代工企业品牌化将不断加速，对国内传统、现代渠道的理解和深入具有比较优势，宠物产业将迎来国产替代机遇，我们将持续跟踪关注。

重点推荐：国内宠物食品行业领跑者【中宠股份】。

- **粮油产业：**受农产品周期、疫情下全球供应链扰动等因素影响，大豆等油籽价格走高，粮油企业成本端压力突显，压榨利润下滑明显。我们认为，随着成本端-未来农产品周期压力将边际改善，需求端-迎来年年初春节备货旺季，粮油企业业绩有望复苏。关注供应链一体化管理运营头部企业。

重点推荐：有望在整体厨房业务发力的粮油龙头【金龙鱼】。

风险提示：经济复苏不及预期，疫情等

一、市场行情回顾（2022.02.05-2022.02.11）

1.1 农林牧渔本期表现

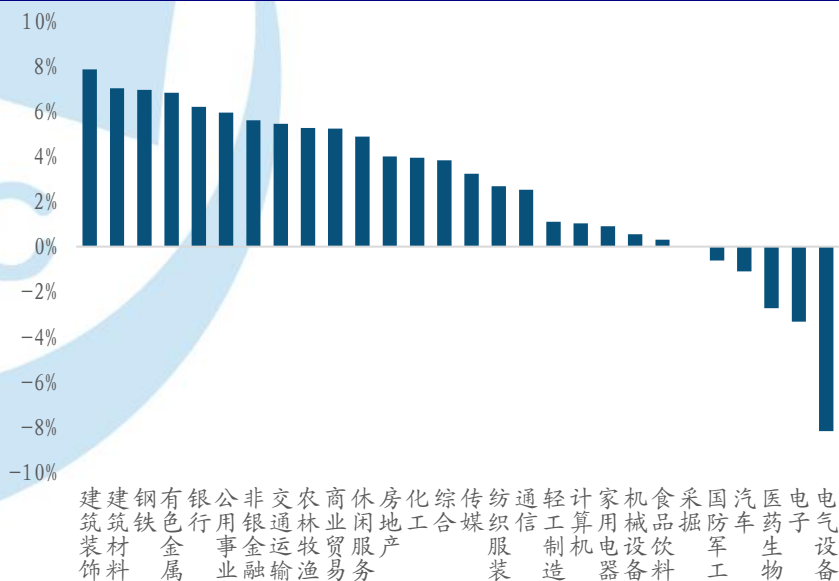
本期(2022.02.05-2022.02.11)上证综指收于3462.95,本周上涨3.02%;沪深300指数收于4601.40,本周上涨0.82%;本期申万农林牧渔行业指数收于3735.75,本周上涨5.26%,在申万28个一级行业板块中涨跌幅排名居第9位。二级板块动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农产品加工跑赢沪深300指数。其中,动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农业综合、农产品加工、林业的周涨跌幅分别为3.83%、8.23%、4.29%、0.90%、1.18%、0.00%、2.09%、0.00%。

图表 1：本期 SW 农林牧渔板块表现

	动物保健	畜禽养殖	种植业	渔业	饲料	农业综合	农产品加工	林业	农林牧渔,申万	中小100	沪深300
近一周涨跌	3.83	8.23	4.29	0.90	1.18	0.00	2.09	0.00	5.26	-1.19	0.82
月初至今涨跌	-19.97	8.44	5.46	3.30	-3.16	9.60	-16.39	-23.97	-0.35	-6.41	-13.70
年初至今涨跌	-10.31	5.68	-13.75	1.01	-13.18	0.55	-13.73	9.12	-4.53	-6.03	-11.70
收盘价	6027.90	4300.16	3019.19	926.64	6357.50	1968.06	2761.85	1126.44	3735.75	8969.67	4601.40

数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 2：本期申万一级行业板块涨跌幅排行（单位：%）



数据来源：WIND、中航证券研究所

二、重要资讯

2.1 行业资讯

➤ **国家发改委：猪粮比价进入过度下跌二级预警区间，将视情启动猪肉储备收储工作**

2月8日，根据国家发展改革委监测，1月24日-28日当周，全国平均猪粮比价为5.57:1，连续三周处于5:1-6:1之间，进入《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》设定的过度下跌二级预警区间。国家发展改革委将会同有关部门视情启动猪肉储备收储工作，并指导地方按规定开展收储工作。（发改委）

➤ **中国饲料工业协会：2021年饲料工业总产值12234.1亿元，饲料行业取得高质量发展新成效**

2月11日，中国饲料工业协会发布2021年全国饲料工业发展概况，2021年饲料工业总产值12234.1亿元，同比增加29.3%，饲料总产量293443吨，同比增加16.1%。饲料添加剂总产量1477.5万吨，比上年增长6.2%。此外，饲料企业规模化程度持续提高，饲料产品配方结构去向多元化，行业创新加快推进，年产饲料千万吨省份数量有所增加，饲料行业高质量发展成效显著。（中国饲料工业协会）

➤ **国务院：印发“十四五”推进农业农村现代化规划**

2月11日，国务院印发“十四五”推进农业农村现代化规划，《规划》提出，到2025年，农业农村现代化取得重要进展。梯次推进有条件的地区率先基本实现农业农村现代化，脱贫地区实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。粮食等重要农产品供给有效保障，粮食综合生产能力稳步提升，产量保持在1.3万亿斤以上；实施农业种源关键核心技术攻关；将猪肉产能稳定在5500万吨左右；鼓励有条件的地区实施家具家装下乡补贴和新一轮汽车下乡等。（国务院）

2.2 公司资讯

➤ **温氏股份：1月肉猪销售收入24.71亿元，环比增长7.86%**

2月11日，公司发布公告称，公司2022年1月销售肉猪150.61万头，收入24.71亿元，毛猪销售均价14.09元/公斤，环比变动为7.86%。1月销售肉鸡9,019.84万只，收入26.35亿元，毛鸡销售均价13.98元/公斤，环比变动分别为-5.63%、-8.57%、-4.25%。1月销售白羽鸡苗2,418.67万只。

➤ **牧原股份：2022年生猪销售量增长率不低于25%**

2月11日，公司披露股权激励计划，该计划拟授予的限制性股票数量8108.07万股，占公司股本总额的1.54%。授予价格为30.52元/股。各年度绩效考核目标：以2021年生猪销售量为基数，2022年生猪销售量增长率不低于25%；以2021年生猪销售量为基数，2023年生猪销售量增长率不低于40%。

➤ **正邦科技：控股股东签署超100亿元合作协议**

2月9日，公司发布公告，公司控股股东正邦集团与江西铁路航空投资签署不低于100亿合作协议，将展开产业基金、科技创新、供应链、铁路运输、仓储贸易五个方面的全方位战略合作。目前，江西铁路航空投资子公司已为正邦科技代采约8000万元的饲料，后续将在整体合作协议约定金额的基础上持续开展具体业务。此项合作将有利于解决上市公司的资金需求压力，更有利于公司应对持续低迷的市场环境。

➤ **隆平高科：约1.938亿股限售股将解禁**

2月10日，公司发布关于限售股份上市流通的提示性公告，此次限售股份实际可上市流通数量为193,815,722股，占公司总股本的14.7168%；此次限售股份可上市流通日期为2022年2月15日。

➤ **湘佳股份：1月份活禽销售数量同比上升36.07%**

2月10日，公司发布活禽销售简报，2022年1月份销售活禽386.61万只，销售收入8,317.22万元，销售均价11.35元/公斤，环比变动分别为0.59%、-10.87%、-10.51%，同比变动分别为36.07%、29.13%、-3.52%，主要是公司养殖产能扩张，出栏增加所致。

➤ **立华股份：1月商品鸡销售收入10.44亿元，环比增近6%**

2月9日，公司公告称，2022年1月销售商品肉鸡3475.87万只，销售收入10.44亿元，销售均价14.46元/公斤，环比变动分别为4.69%、5.78%、1.83%，同比变动分别为11.42%、21.11%、4.18%。

三、农业产业动态

3.1 粮食种植产业

- **玉米：**玉米现货均价周环比涨0.06%，DCE玉米期货价格周环比跌0.1%。
- **小麦：**小麦现货均价周环比涨0.1%。
- **大豆：**大豆现货均价周环比涨0.6%，CBOT大豆期货价格周环比涨0.1%。
- **豆粕：**豆粕现货均价周环比涨4.9%，DCE豆粕期货价格周环比涨3.0%。

图表 3.1-1：玉米现货均价（元/吨）



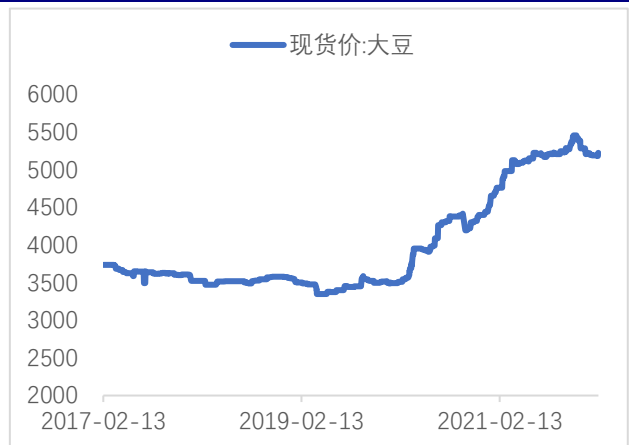
图表 3.1-2：DCE 玉米期货收盘价（元/吨）



数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.1-3：小麦现货均价（元/吨）

图表 3.1-4：大豆现货均价（元/吨）



数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.1-5：CBOT 大豆期货收盘价（元/吨）

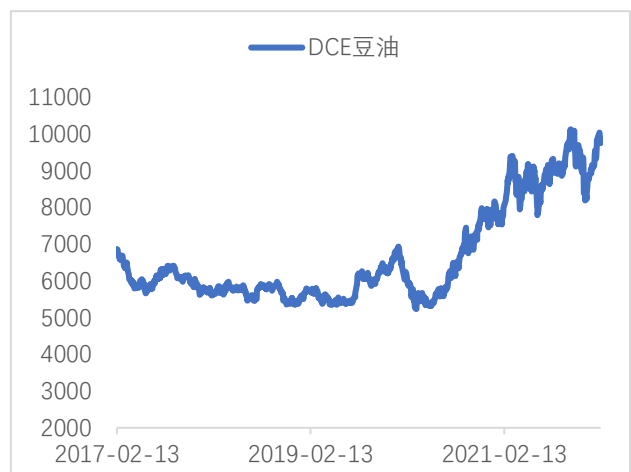
图表 3.1-6：豆粕现货平均价（元/吨）



数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.1-7：DCE 豆粕期货收盘价（元/吨）

图表 3.1-8：DCE 豆油期货收盘价（元/吨）



数据来源：WIND、中航证券研究所



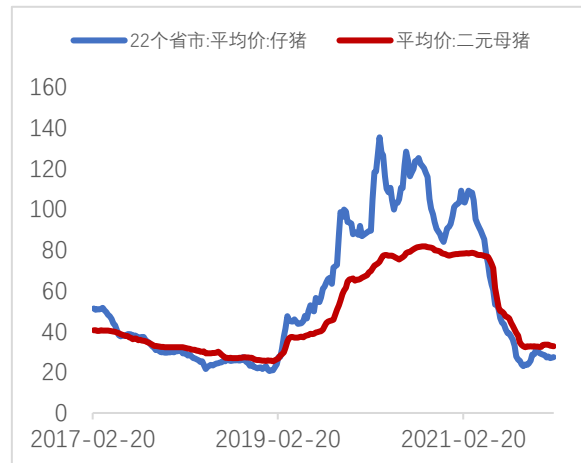
3.2 生猪产业

- 生猪价格：全国外三元生猪市场价较前一期跌 1.4%，二元母猪均价较上一期跌 0.76%。
- 饲料价格：育肥猪配合饲料较前一期持平。
- 养殖利润：自繁自养生猪养殖利润较上一期跌 8.1%，外购仔猪养殖利润周环比跌 68.6%。

图表 3.2-1： 全国生猪价格（元/公斤）



图表 3.2-2： 全国仔猪、二元母猪价格（元/公斤）

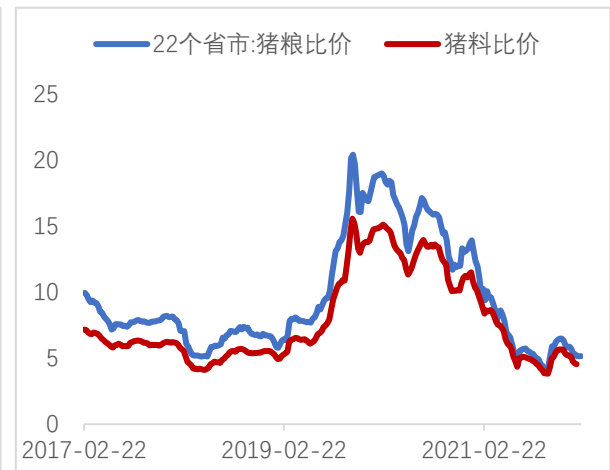


数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.2-3： 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



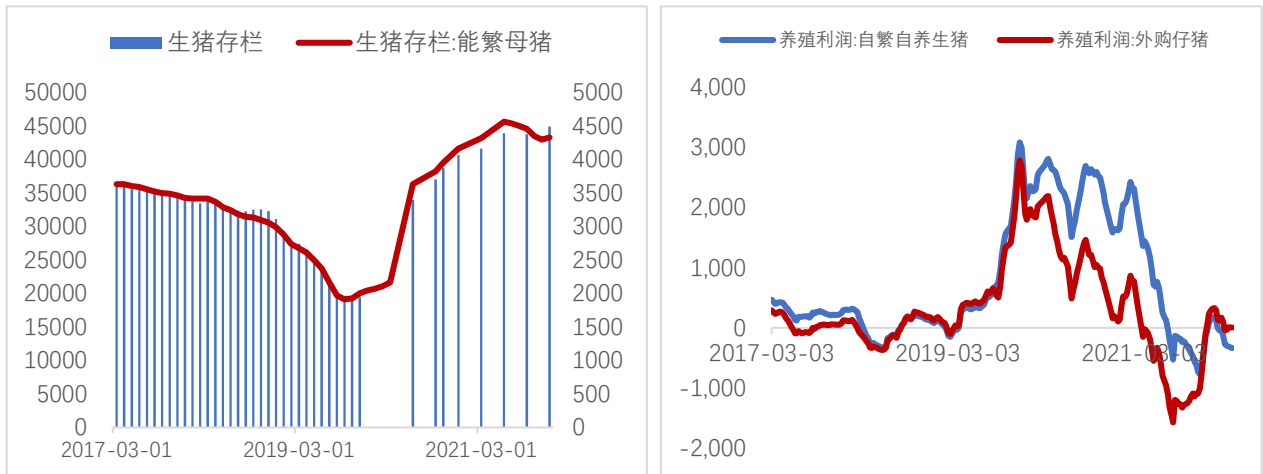
图表 3.2-4： 猪料比价



数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.2-5： 生猪、能繁母猪存栏量（万头）

图表 3.2-6： 养殖利润（元/头）

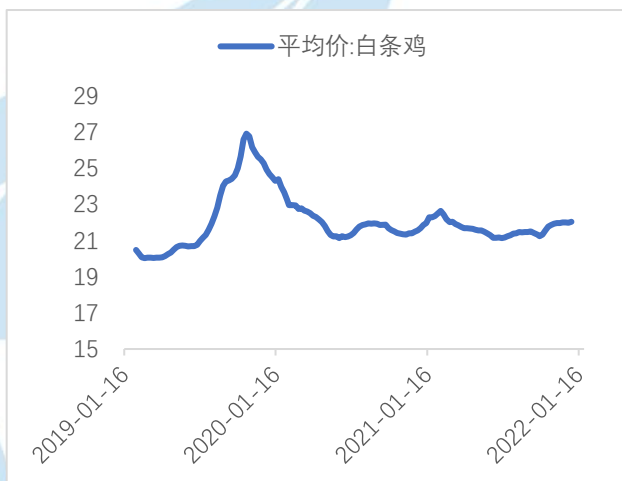


数据来源：Wind、中航证券研究所

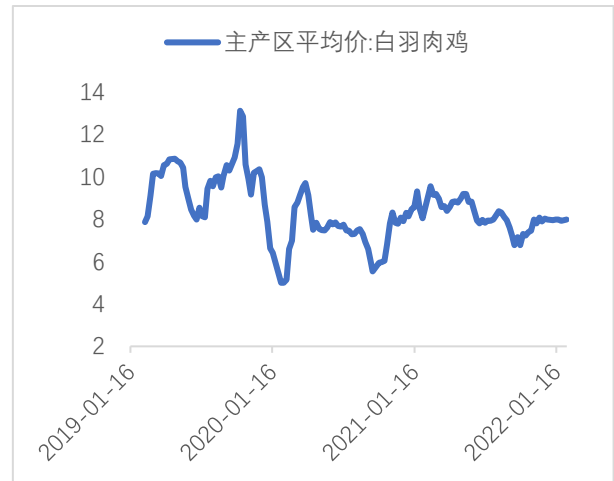
3.3 禽产业

- 禽价格：主产区白羽肉鸡平均价较上一期涨 0.8%，肉鸡苗平均价较上一期涨 27.3%。
- 饲料价格：肉鸡配合饲料较上一期涨 1.3%。
- 养殖利润：毛鸡养殖利润较上一期跌 0.04 元/羽。

图表 3.3-1：白条鸡价格（元/公斤）



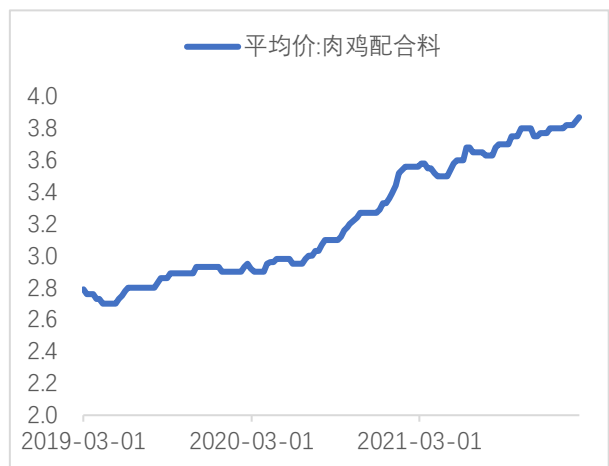
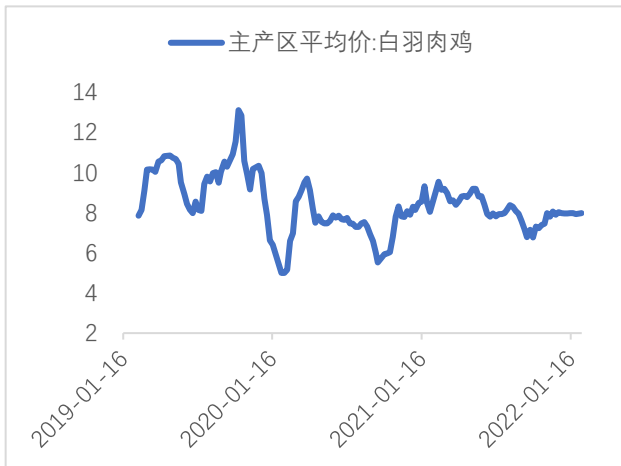
图表 3.3-2：白羽肉鸡平均价（元/公斤）



数据来源：WIND、中航证券研究所

图表 3.3-3：肉鸡苗平均价（元/羽）

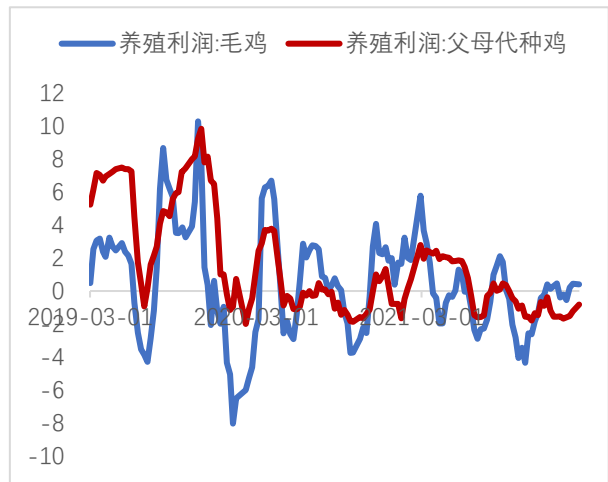
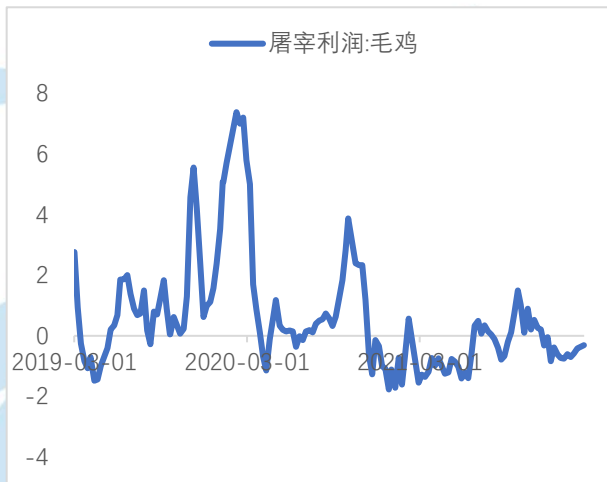
图表 3.3-4：肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



数据来源: WIND、中航证券研究所

图表 3.3-5: 毛鸡屠宰利润 (元/羽)

图表 3.3-6: 毛鸡、父母代种鸡养殖利润 (元/羽)



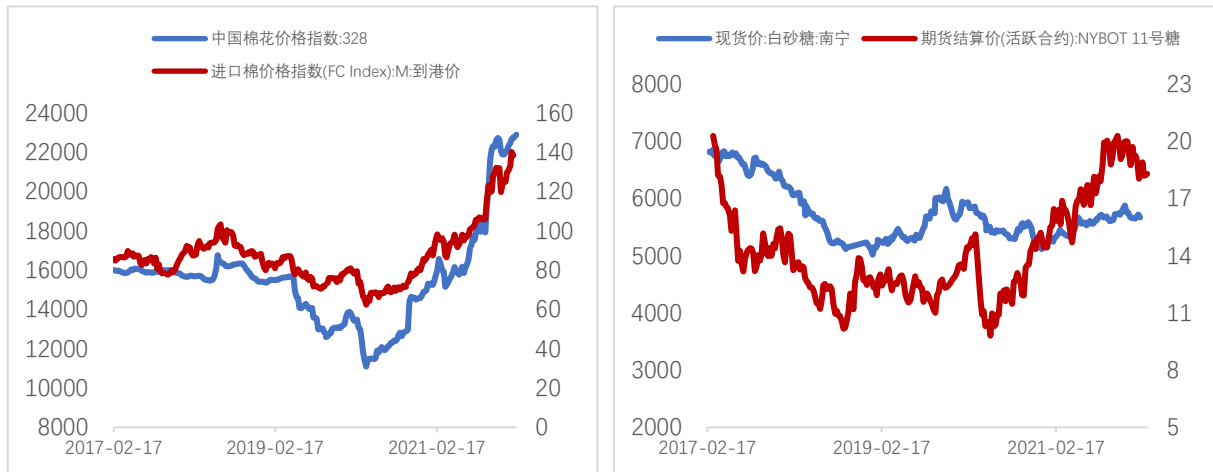
数据来源: WIND、中航证券研究所

3.4 其他农产品

- 棉花价格: 中国棉花价格指数 328 较上一期涨 0.7%, 进口棉价格指数较上一期涨 2.3%。
- 糖价格: 南宁白糖现货价较上一期涨 0.4%, NYBOT11 号原糖价周环比涨 0.2%。

图表 3.4-1: 国棉 (元/吨) 与进口棉价格指数 (美分/磅)

图表 3.4-2: 南宁白糖现货 (元/吨) 与 NYBOT11 号糖 (美分/磅)



数据来源: WIND、中航证券研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

彭海兰，SAC 执业证书号：S0640517080001，中航证券研究所农林牧渔行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。