

2022年06月25日

证券研究报告|行业研究|行业点评

农林牧渔

行业周观点：产能去化不是一蹴而就，生猪板块望

趋势向上

报告摘要

◆ 本周行情

申万农林牧渔行业 (1.90%)，申万行业排名 (15/28)；
上证指数 (0.99%)，沪深300 (1.99%)，中小100 (1.74%)；

涨幅前五	道道全	禾丰股份	东瑞股份	傲农生物	安琪酵母
	17.2%	9.0%	8.7%	8.5%	7.1%
跌幅前五	亚盛集团	丰乐种业	农发种业	新农开发	新赛股份
	-6.4%	-7.0%	-7.4%	-7.5%	-8.3%

◆ 核心观点

【养殖产业】

我们认为，生猪周期最差时点过去，纵有波折，趋势向上。回溯历史，生猪板块往往先于产能去化完成提前启动，珍惜周期蓄势区间，建议积极布局板块。

【事件】：6月21日，中国饲料工业协会公布5月饲料生产形势，全国工业饲料总产量2352万吨，环比增长4.6%，同比下降11.5%。猪饲料产量986万吨，环比增长2.4%，同比下降14.6%。

从饲料数据看，行业整体存栏仍处在一个较为正常的范畴，并不支持大范围去化的假设。5月行业猪饲料产量986万吨，环比增长2.4%。今年以来除1月份受节日因素影响饲料产量较高，2、3、4月份猪饲料产量均值966万吨，5月份数据延续相对平稳的产量，反映行业存栏没有出现较大幅度的变化。

中短期看，生猪供给边际收缩，行情有望得到支撑。一是21年6月母猪去化周期对应近月行业出栏降趋势下行。叠加冬季产仔存活率下降，冬季新生仔猪数下行也支撑近月出栏压力。二是产业端了解情况看，部分养殖户存在肥转母的现象，对短期生猪供给形成了进一步的压力。三是从历史看，4-8月是年中生猪价格向暖的月份，向旺季生猪需求逐步回暖，疫情压力边际缓和，行情有望得到支撑。

长期看，周期最差时点过去，行业产能去化不是一蹴而就，行情或有波折，但趋势向上。一是生猪强周期的启动需要母猪产能较高点去化20%左右，而本次产能去化仅约8%。5月末全国能繁母猪存栏量4192万头，相当于4100万头正常保有量的102.2%，未来供给仍有保障。二是近月随着行业利润修复和博年底行情情绪抬升，补产能情绪浓

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



作者

彭海兰 分析师

SAC执业证书：S0640517080001

联系电话：010-59562522

邮箱：penghl@avicsec.com

陈翼 研究助理

SAC执业证书：S0640121080014

联系电话：010-59562522

邮箱：chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

《珍惜生猪周期磨底区间，建议积极布局》

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

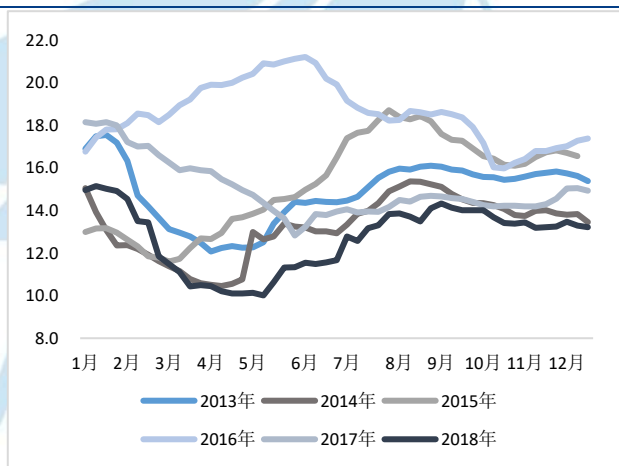
厚。据涌益咨询，5月能繁母猪存栏环比上升1.23%。由此推算23Q1随着旺季收尾，猪价或有压力。但伴随部分资金压力养殖主体的进一步收缩产能，周期整体有望趋势向上。

交易上，珍惜生猪周期底部蓄势区间，建议积极布局。从大周期看，当前生猪板块正处于底部波动蓄势磨底的区间中。周期最差时点已经过去，未来仍可能有波折，但总体趋势向上。而回溯权益历史表现，资本市场往往先于行业产能去化完成提前启动。务必珍惜猪周期蓄势配置窗口期。（见下右图）

【14-18年生猪周期】周期启动前最低点，行业产能没有去化彻底（较高点-6.52%），但板块走势已经逐步启动。到15年周期次低点，行业产能去化基本结束（较高点-19.41%），畜牧业（中信）指数较前低涨83.4%。

【18-22年生猪周期】周期启动前最低点，行业产能同样没有去化彻底（较高点-12.63%），板块走势已经逐步启动。到19年周期次低点，行业产能去化基本结束（较高点-27.18%），畜牧业（中信）指数较前低涨22.5%，次月较前低涨52.9%。

图1 猪价季节波动（时间：13-18年，单位：元/公斤）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图2 历史生猪周期和板块股价



资源来源：Wind，中航证券研究所

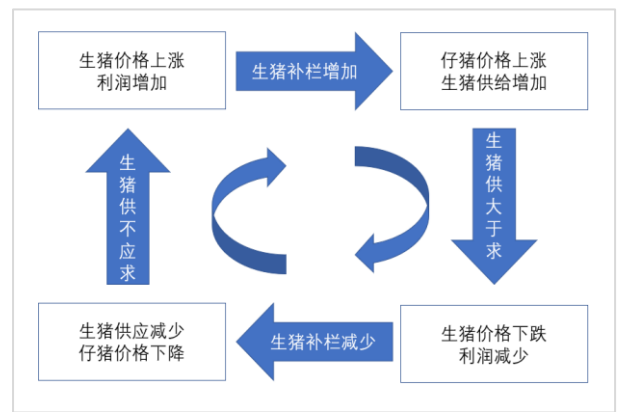
此外，建议持续关注养殖周期向上给动保板块带来的投资机会。理由如下：1）生猪周期反转带动养殖利润改善，动保需求提升，动保行业亦将反转。从板块历史走势看，生猪和动保板块行情有高度的一致性（见下左图），动保板块启动略有滞后，这也符合产业利润传导的逻辑。2）纵向看，动保行业整体估值已处于历史低位，性价比高。万得动物保健概念指数 PE-TTM 已经掉至10年最低位。3）横向看，与海外动保企业估值比也存在性价比。全球动保巨头硕腾（Zoetis）5年的PE均值约42倍。虽然国内动保企业核心研发、服务等能力尚有差距，但国内企业在动保细分国产替代和海外业务扩展上也具备爆发潜力，估值性价比凸显。关注动保板块相关标的普莱柯等。

图3 历史生猪和动保板块走势

图4 生猪周期逻辑



资源来源：Wind，中航证券研究所



资源来源：中航证券研究所

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。黄羽肉鸡父母代存栏已经处在近四年较低位置。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，黄羽肉鸡板块有望迎来景气周期。关注立华股份、湘佳股份、温氏股份等相关标的。

养殖板块重点推荐：降本提质资金压力较好的【温氏股份】、国内具有明显成本优势的规模养殖龙头【牧原股份】，具有产能优势和扩张潜力的规模养殖新势力【傲农生物】等。

【种植产业】

全球谷物供需或延续紧张的局面。按照 USDA 报告对 22/23 年度全球粮食供需的预测，全球谷物产量预计 22/23 年度产量下滑 2823 万吨，是近三年最大的减产。库存看，全球谷物预计 22/23 年度期末库存下滑 2058 万吨，是近十年的最大降库存。库销比看，全球谷物预计 22/23 年度库销比 28.1%，同比-0.7pcts，是 2018 年来的最低值。

俄乌局势也给全球化肥供应带来压力。2021 年俄罗斯是世界上最大的氮肥出口国，也是钾肥和磷肥的第二大供应国。俄罗斯钾肥约占全球供应量的 20%，而俄罗斯和白俄罗斯的出口量占全球钾肥出口总量的 40% 左右。俄乌局势不明朗给化肥等农资出口贸易带来诸多不确定性。

我们认为，俄乌局势和气候的影响仍有可能持续影响全球粮食总体产量，此外考虑俄乌局势尚未明朗、全球疫情下供应链仍有待修复，全球粮食仍存化肥、农药等农资成本持续高位、粮食贸易供应扰动的风险。交易上，建议关注种植、种业、农资流通板块的投资机会。

种业迎来“三期叠加”的历史性机遇。政策期，6 月 8 日，农业农村部印发《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》、《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》，转基因审定标准正式落地试行。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，22 年生物育种有望落地推广。预计生物育种推广方案有望明确：1) 方案低版本只涉及内蒙云南地区推广；2) 中版本在低版本基础上还推广东北玉米主产区；3) 高版本将全面放开。我们认为，考虑国家推动种业振兴决心和当前种植实际情况，中版本最终落地有较大概率。

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，转基因及基因编辑相关政策持续落地，显示政策决心和力度。“重塑”就是行业格局的重塑，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好。

交易上，我们认为虽然行业兑现存在时间周期，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。

重点推荐：关注生物育种优势性状企业【大北农】、【隆平高科】，以及优势品种企业【登海种业】。

【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】、【佩蒂股份】。

【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边际改善，需求端-迎来疫情缓和后的消费复苏，粮油企业业绩有望提振。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（2022.06.18-2022.06.24）

（一）农林牧渔本期表现

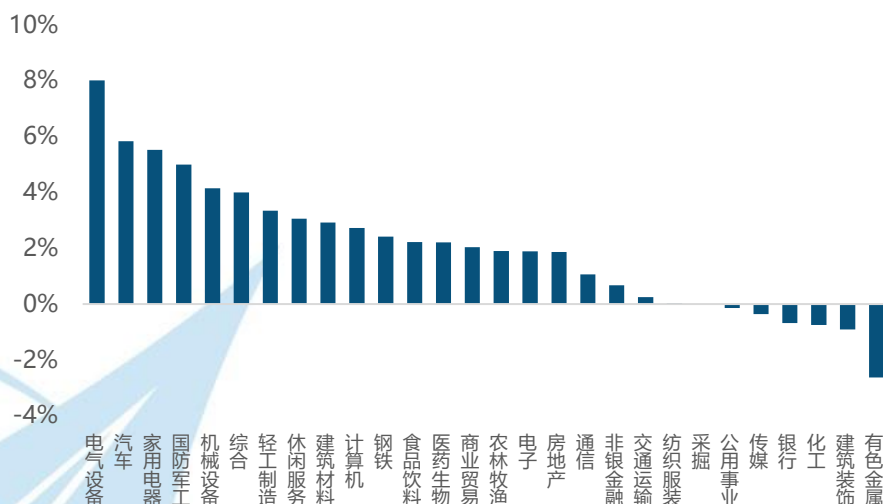
本期(2022.06.18-2022.06.24)上证综指收于 3349.75, 本周上涨 0.99%; 沪深 300 指数收于 4394.77, 本周上涨 1.99%; 本期申万农林牧渔行业指数收于 3589.57, 本周上涨 1.90%, 在申万 28 个一级行业板块中涨跌幅排名第 15 位, 二级板块畜禽养殖跑赢沪深 300。其中, 动物保健、畜禽养殖、种植业、渔业、饲料、农业综合、农产品加工、林业的周涨跌幅分别为 0.27%、4.09%、-2.37%、-0.67%、1.98%, 0.00%、-0.65%、0.00%。

图5 本期 SW 农林牧渔板块表现（单位：%）

	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	0.27	4.09	-2.37	-0.67	1.98	0.00	-0.65	0.00	1.90	1.74	1.99
月初至今涨跌	4.17	13.98	-9.15	-3.72	5.65	0.00	-2.07	0.00	5.96	8.64	7.41
年初至今涨跌	-24.42	4.83	-5.38	-8.87	-10.64	0.00	-9.96	0.00	-3.51	-13.42	-11.04
收盘价	4829.32	4164.15	3170.50	859.05	5846.03	1968.06	2711.51	1126.44	3589.57	8645.87	4394.77

资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 本期申万一级行业板块涨跌幅排行（单位：%）



资料来源：Wind，中航证券研究所

二、重要资讯

（一）行业资讯

1、中国饲料工业协会：5 月全国工业饲料总产量 2352 万吨

6 月 21 日，中国饲料工业协会公布 5 月饲料生产形势，全国工业饲料总产量 2352 万吨，环比增长 4.6%，同比下降 11.5%。从品种看，猪饲料产量 986 万吨，环比增长 2.4%，同比下降 14.6%；蛋禽饲料产量 258 万吨，环比增长 2.7%，同比下降 6.2%；肉禽饲料产量 713 万吨，环比增长 1.1%，同比下降 15.6%；水产饲料产量 252 万吨，环比增长 33.1%，同比增长 11.0%；反刍动物饲料产量 116 万吨，环比增长 1.0%，同比下降 4.9%。（中国饲料工业协会）

2、海关总署：2022 年 5 月中国玉米进口量同比减少 34%

6 月 21 日，中国海关总署公布的数据显示，2022 年 5 月份中国玉米、小麦、大麦和猪肉进口量分别为 208 万吨、67 万吨、80 万吨和 13 万吨，分别同比减少 34.1%、14.6%、28%和 65.7%。其中玉米 1 至 5 月份的进口量为 1139 万吨，同比降低 2.9%。（海关总署）

3、国常会：今年夏粮小麦增产丰收已成定局，大规模机收基本结束

6 月 22 日，国务院常务会议指出各有关方面狠抓粮食生产，今年夏粮小麦增产丰收已成定局、质量好于常年，杂粮杂豆产量略增，油菜籽产量明显增加，玉米等夏播已近八成，早稻和秋粮长势良好。农业农村部有关负责人表示，今年全国“三夏”小麦大规模机收从 5 月 28 日全面展开，由南向北快速推进。截至 6 月 21 日，四川、湖北、河南、安徽、江苏、陕西、山东、河北、山西等 9 省已收获 3.01 亿亩，收

获进度达 99.2%，全国大规模机收基本结束。（新华社）

4、国家统计局：6 月中旬生猪(外三元)价格环涨 3.8%，后续猪价将延续涨势

6 月 24 日，国家统计局据对全国流通领域 9 大类 50 种重要生产资料市场价格的监测显示，2022 年 6 月中旬与 6 月上旬相比，18 种产品价格上涨，30 种下降，2 种持平。2022 年 6 月中旬，流通领域生猪(外三元)市场价格为 16.4 元/千克，比上期上涨 0.6 元/千克，涨幅为 3.8%。（统计局）

（二）公司资讯

1、牧原股份：5 月份生猪养殖完全成本略低于 16 元/kg

6 月 22 日，公司投资者互动平台表示，截至 5 月底，公司生猪存栏量为 3500 万头左右，目前公司向控股股东定向增发事项正有序开展。公司 5 月份生猪养殖完全成本略低于 16 元/kg，会持续优化经营管理，提升育种技术，加强营养管理、疫病控制、环境控制等，实施自动化、智能化、标准化管理，从多方面着手提高生产成绩，降低养殖成本。

2、新希望：整体养殖成本在 18 元/公斤左右，养猪分/子公司约为 310 家，自建猪场项目约为 390 个

6 月 23 日，公司在投资者互动平台表示，目前公司猪产业仍处于亏损状态，整体养殖成本在 18 元/公斤左右，三季度猪产业能否实现盈利还要取决于生猪价格的走势情况。目前养猪分/子公司约为 310 家，自建猪场项目约为 390 个，其中自建 20 万及以上产能项目约为 100 个，猪产业 2 年及以上（含 2 年）司龄的员工占比约为 35%。

3、温氏股份：5 月份养猪综合成本为 8.5 元/斤左右

6 月 23 日，公司在投资者互动平台表示，5 月份不含肉猪存货跌价准备的养猪综合成本为 8.5 元/斤左右。目前公司库存资金充裕，近期收到第三限制性股票激励计划首次授予认购款近 10 亿元，5 月底公司库存资金规模超 110 亿元，还有几十亿规模可随时变现的财务性投资项目。同时，公司 5 月份总现金流转正，今年出栏目标为 1800 万头左右，明年考虑在今年出栏量的基础上，再增加 800-1000 万头。

4、正邦科技：与国家电投的合作目前主要以租赁经营形式推进项目

6 月 22 日，公司表示，目前与国家电投合作的 400 亿元“碳中和”综合智慧能源项目主要以租赁经营形式推进。项目前期主要将由国家电投进行投资建设，公司将通过租赁屋顶的方式收取租金。在此合作模式下，公司将提供符合条件的房屋建筑及土地，无资金流出，且可通过此项目收到租赁资金，加速现金回流，盘活资产。

5、登海种业：登海 206 亩产 896.62 公斤，刷新山东小麦单产历史记录

记录

6月24日，登海种业19试验场百亩攻关田，经山东省农业农村厅组织专家组实打测产，登海206连片实收10.53亩，平均亩产896.62公斤，刷新山东小麦单产历史记录。登海206是登海种业最新育成的高产、稳产小麦品种，2019年通过国家审定，已申请国家品种权保护。

三、农业产业动态

（一）粮食种植产业

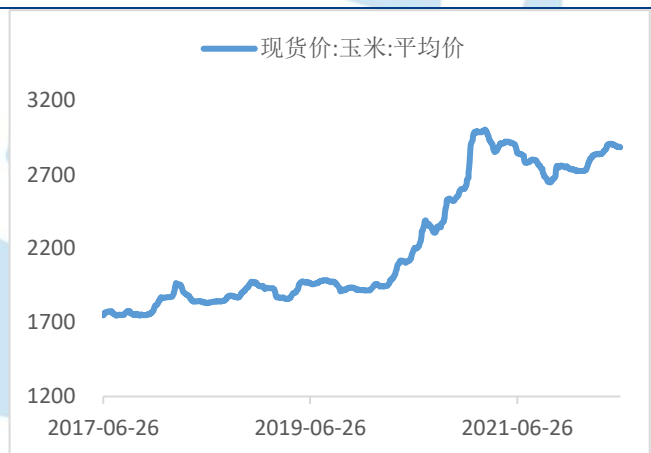
玉米：玉米现货平均价较上一期跌0.1%，DCE玉米期货价格周环比跌4.2%。

小麦：小麦现货平均价较上一期跌0.5%。

大豆：大豆现货平均价较上一期持平，CBOT大豆期货价格周环比跌16.8%。

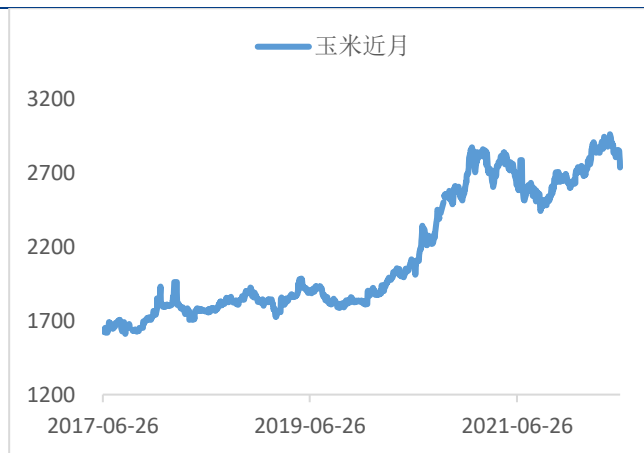
豆粕：豆粕现货平均价较上一期跌0.3%，DCE豆粕期货价格周环比跌9.7%。

图7 玉米现货平均价（元/吨）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图8 DCE玉米期货收盘价（元/吨）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图9 小麦现货平均价（元/吨）

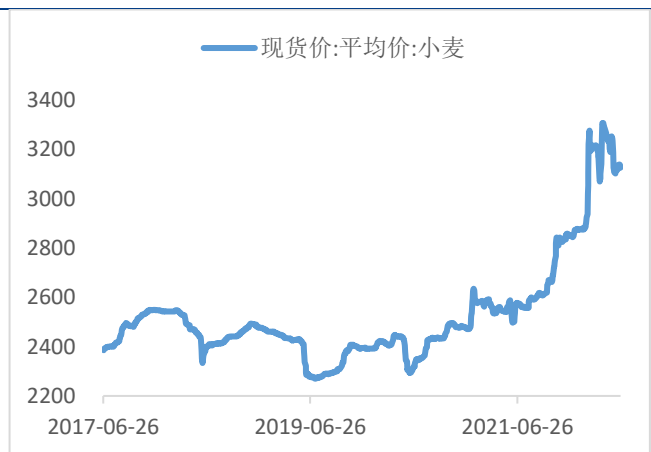
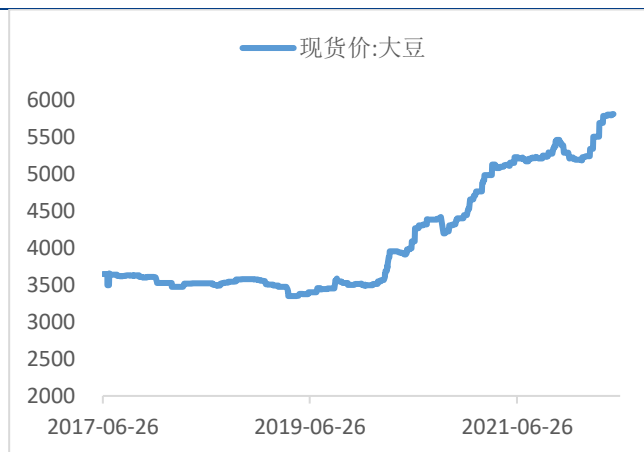
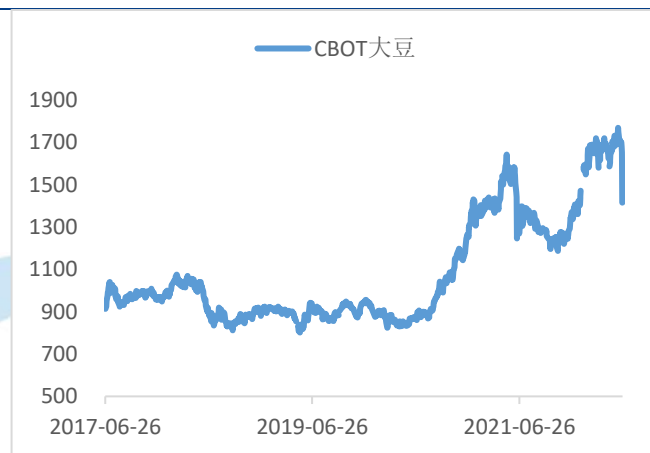


图10 大豆现货平均价（元/吨）



资源来源: Wind, 中航证券研究所

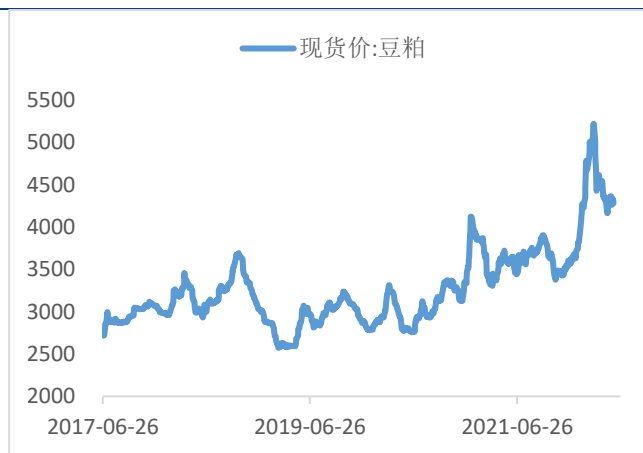
图11 CBOT 大豆期货收盘价 (元/吨)



资源来源: Wind, 中航证券研究所

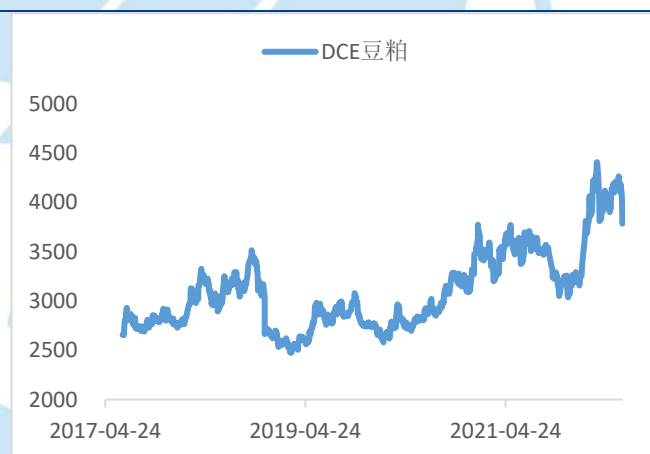
资源来源: Wind, 中航证券研究所

图12 豆粕现货平均价 (元/吨)



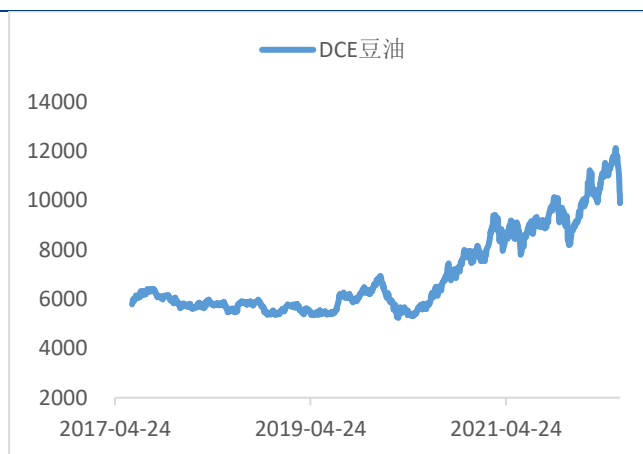
资源来源: Wind, 中航证券研究所

图13 DCE 豆粕期货收盘价 (元/吨)



资源来源: Wind, 中航证券研究所

图14 DCE 豆油期货收盘价 (元/吨)



资源来源: Wind, 中航证券研究所

(二) 生猪产业

生猪价格: 全国外三元生猪市场价周环比涨 7.0%, 二元母猪均价较前一期跌 0.69%。

饲料价格: 育肥猪配合饲料较前一期涨 0.3%。

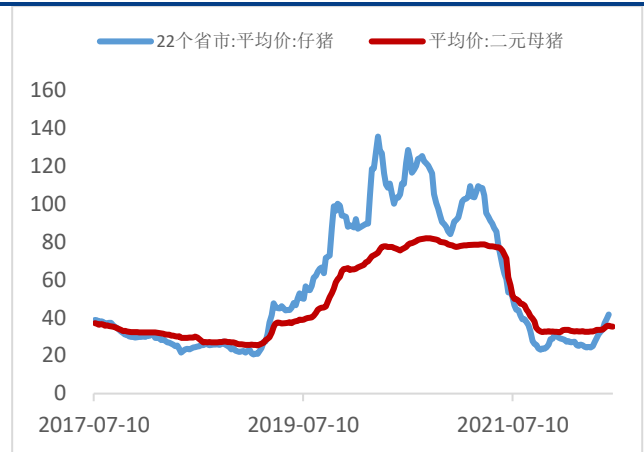
养殖利润: 自繁自养生猪养殖利润周环比涨 69.2%, 外购仔猪养殖利润较周环比涨 102.0%。

图15 全国生猪价格 (元/公斤)

图16 全国仔猪、二元母猪价格 (元/公斤)

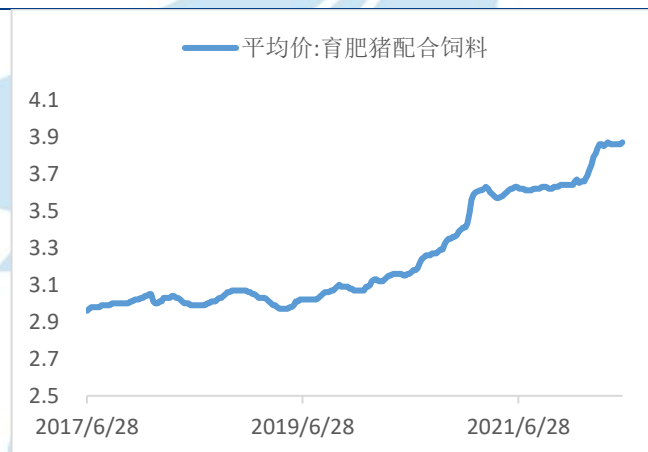


资源来源：Wind，中航证券研究所



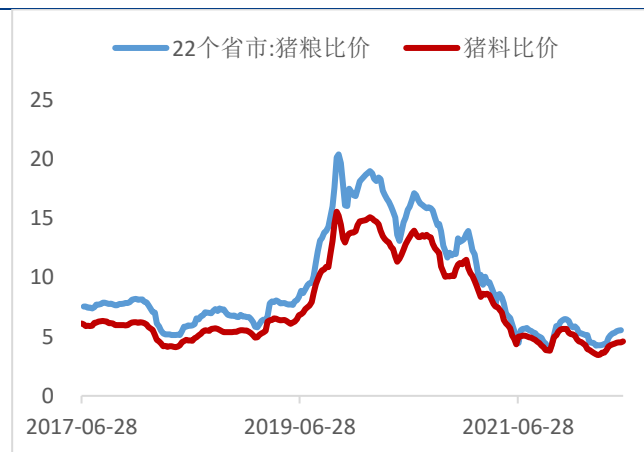
资源来源：Wind，中航证券研究所

图17 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



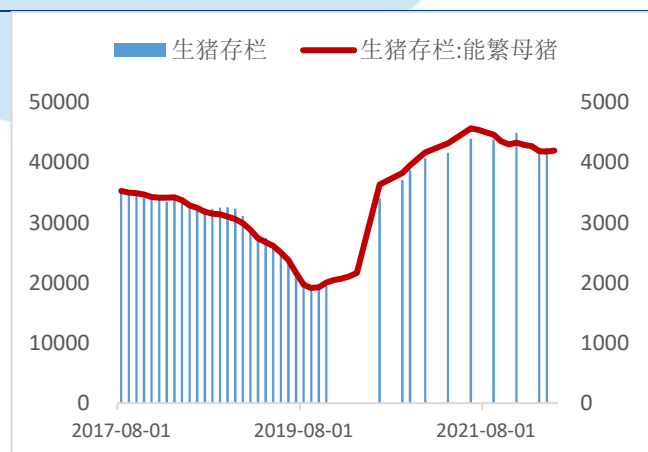
资源来源：Wind，中航证券研究所

图18 猪料比价



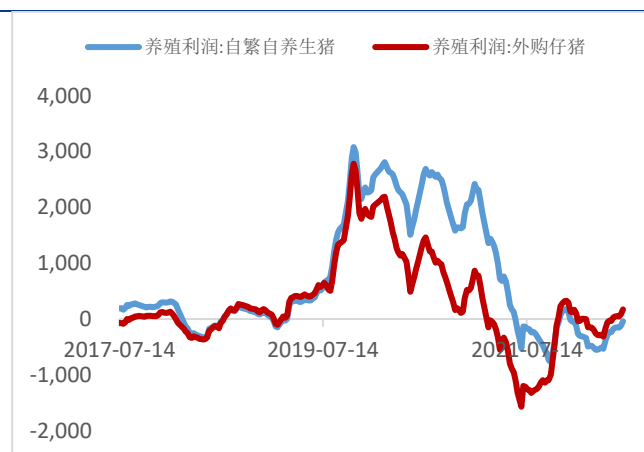
资源来源：Wind，中航证券研究所

图19 生猪、能繁母猪存栏量（万头）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图20 养殖利润（元/头）



资源来源：Wind，中航证券研究所

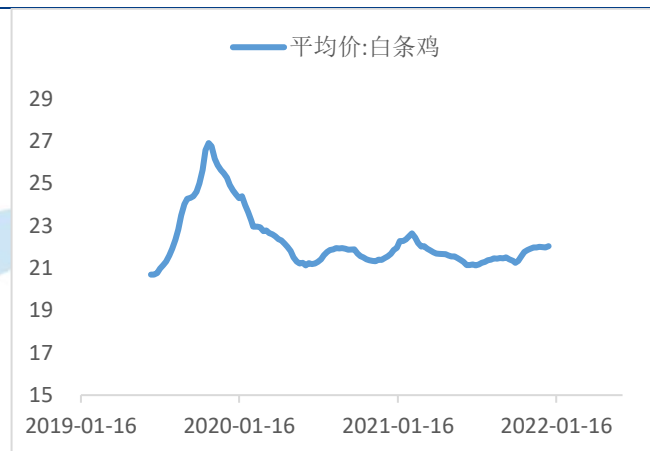
（三）禽产业

禽价格：主产区白羽肉鸡平均价周环比跌 0.9%，肉鸡苗平均价周环比跌 24.0%。

饲料价格：肉鸡配合饲料周环比持平。

养殖利润：毛鸡养殖利润周环比涨 0.43 元/羽。

图21 白条鸡价格（元/公斤）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图22 白羽肉鸡平均价（元/公斤）



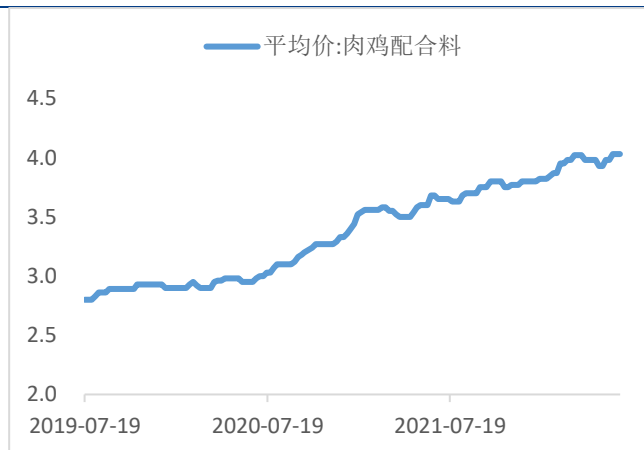
资源来源：Wind，中航证券研究所

图23 肉鸡苗平均价（元/羽）



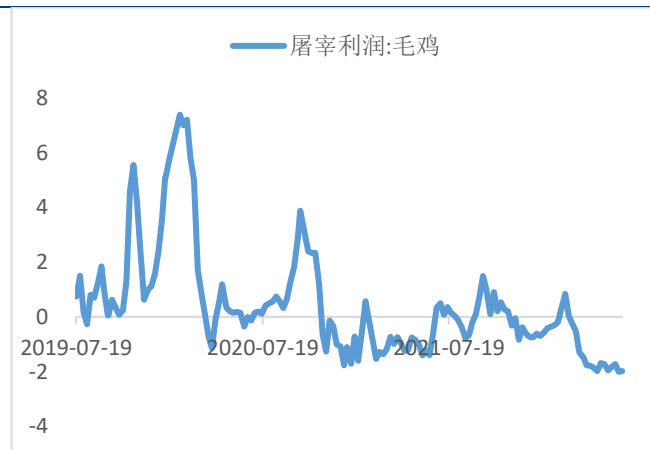
资源来源：Wind，中航证券研究所

图24 肉鸡配合饲料价格（元/公斤）



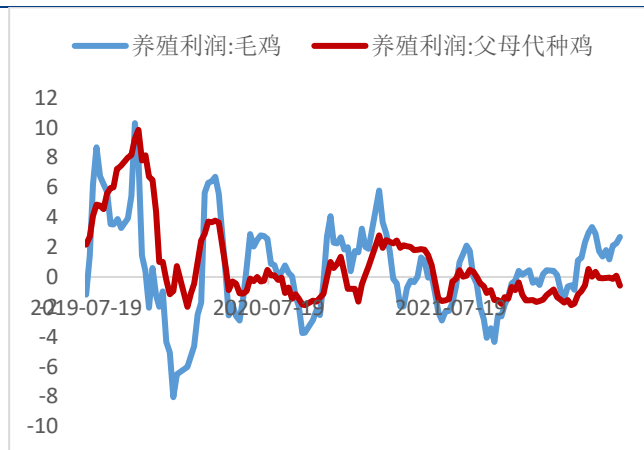
资源来源：Wind，中航证券研究所

图25 毛鸡屠宰利润（元/羽）



资源来源：Wind，中航证券研究所

图26 毛鸡、父母代种鸡养殖利润（元/羽）



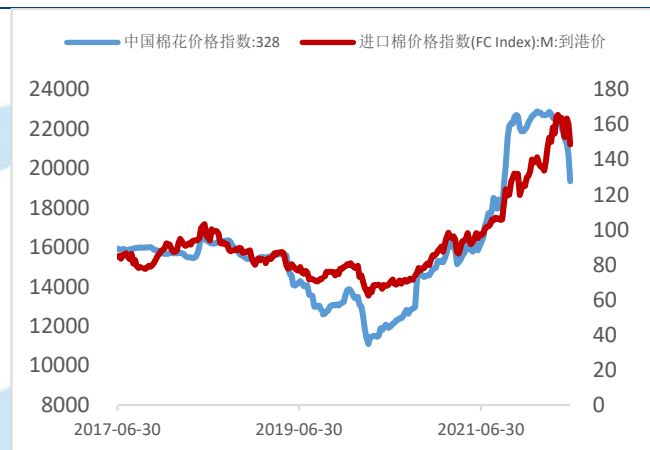
资源来源：Wind，中航证券研究所

(四) 其他农产品

棉花价格：中国棉花价格指数 328 周环比跌 6.6%，进口棉价格指数周环比跌 7.3%。

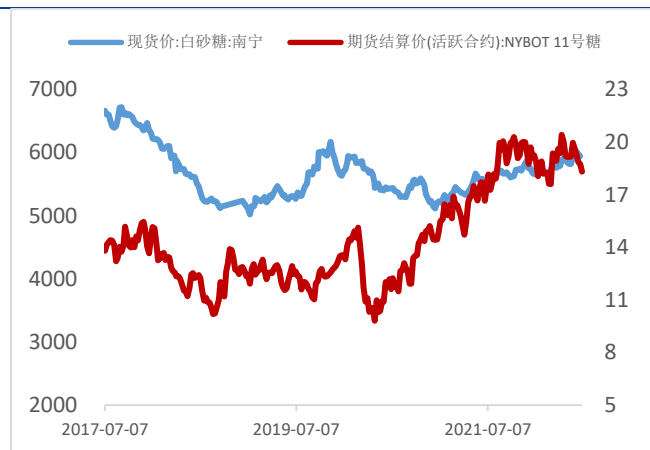
糖价格：南宁白糖现货价较上一期跌 0.7%，NYBOT11 号原糖价周环比跌 2.2%。

图27 国棉（元/吨）与进口棉价格指数（美分/磅）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图28 南宁白糖现货（元/吨）与 NYBOT11 号糖（美分/磅）



资料来源：Wind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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发送或为任何就送发、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、内容或其复印本给予任何其他人。

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。

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