

分析师：唐俊男
 登记编码：S0730519050003
 tangjn@ccnew.com 021-50586738
 研究助理：张蔓梓
 登记编码：S0730120110019
 zhangmz@ccnew.com 13681931564

前路漫漫亦灿灿，行业迎来景气度回升

——农林牧渔行业 2022 年半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

强于大市(维持)

发布日期：2022 年 06 月 27 日

盈利预测和投资评级

公司简称	21EPS	22EPS	22PE	评级
大北农	-0.11	0.19	39.14	增持
隆平高科	0.05	0.22	75.82	未评级
牧原股份	1.28	1.50	38.49	增持
天康生物	-0.62	0.07	134.51	未评级

农林牧渔相对沪深 300 指数表现



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

《农林牧渔行业周报：行业东风到来，生物育种商业化在即》 2022-06-10

《农林牧渔行业周报：猪价偏强运行，粮价走势分化》 2022-05-27

《农林牧渔行业周报：行业“寒冬”加速生猪产能去化》 2022-03-18

联系人：马敬琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- 行情回顾：**2022 年以来，中信农林牧渔指数表现整体强于上证指数和沪深 300 指数。截至 6 月 24 日，2022 年中信农林牧渔指数下跌 0.81%，跑赢沪深 300 指数 10.23 个百分点，在 30 个中信一级行业中排第八位，行业表现强于 2021 年同期。从农林牧渔细分行业来看，2022 年以来，水产捕捞、畜禽养殖板块涨幅居前，分别上涨 8.75%、7.51%；水产品加工板块跌幅居前，下跌 31.49%。受到行业整体业绩的影响，目前农林牧渔指数市盈率为负值，随着行业周期景气度提升，有望迎来估值回归。
- 生猪养殖：**2022 年 6 月下旬，猪价表现强势，呈现出淡季不淡，涨幅扩大的趋势。整体来看，2022 年二季度规模化猪企出栏量已集中出现明显的下降趋势，2022 年下半年随着消费端的反弹和市场上生猪供应逐步减少，猪价的反弹行情有望得到延续。同时，国际粮价变化对国内粮食品种影响相对有限，成本端饲料价格持续高位运行的支撑不足，在新一轮周期来临之际相关上市公司有望受益于行业利润剪刀差的扩大。
- 种业：**受到地缘冲突事件影响，粮食贸易保护主义抬头，国际粮价屡创新高，我国粮食进口成本大幅增加，保障粮食安全显得愈发重要，生物育种技术的应用有助于我国实现种业科技自强自立、种源自主可控的国家战略。近年来生物育种产业化相关政策陆续出台，为行业的长期健康发展做好铺垫。玉米作为我国主要农产品，下游饲用需求趋紧导致养殖户盈利能力受损，生物育种商业化的落地有望带动转基因玉米品种的快速推广。随着行业配套法规的不断完善，我国生物育种商业化已经到来，2022 年将成为生物育种元年，对于前期获得转基因生物安全证书的企业来说意义重大。
- 投资建议：**整体来看，2022 年农林牧渔行业基本面发生较大改善。考虑到畜牧养殖板块迎来周期逆转，国际粮价屡创新高的催化下种植产业链高度景气，粮食种子销售迎来量价齐升的良好局面，进一步推动我国生物育种技术的商业化应用。板块经过前期调整后，目前估值处于相对低位，有望迎来估值回归，维持行业“强于大市”投资评级。生猪养殖：建议关注出栏量最高的行业龙头牧原股份（002714）、产能快速扩张的天康生物（002100）；种业：建议关注转基因性状储备较充裕的（002385）、隆平高科（000998）。

风险提示：生猪产能去化不及预期，猪价大幅下跌，粮价大幅波动，非洲猪瘟再次大范围扩散；我国生物育种商业化进程不及预期，食品安全问题，自然灾害事件。

内容目录

1. 行情回顾：行业步入上行周期，有望迎来估值回归	4
2. 生猪养殖：行业景气周期渐行渐近	6
2.1. 2022 年 5 月能繁母猪产能环比上升	6
2.2. 2022 年下半年生猪出栏压力有望逐步减小	6
2.3. 预计 2022 年下半年猪价有望迎来周期反转	8
2.4. 成本端有望得到改善	9
2.5. 行业向规模化养殖模式发展	10
3. 种业：生物育种产业化步入黄金发展期	12
3.1. 行业政策春风下生物育种迎来商业化元年	12
3.2. 转基因玉米潜在百亿市场空间	13
3.2.1. 玉米是我国第一大粮食作物	13
3.2.2. 中国转基因玉米种子潜在市场规模测算	13
3.3. 相关种企迎来历史性机遇	14
3.3.1. 大北农：转基因品种储备丰富，种子板块蓄势待发	14
3.3.2. 隆平高科：种业龙头布局转基因市场	15
4. 投资评级及主线	17
4.1. 生猪养殖子行业估值处于低位	17
4.2. 投资评级	18
4.3. 投资主线	18
5. 风险提示	19

图表目录

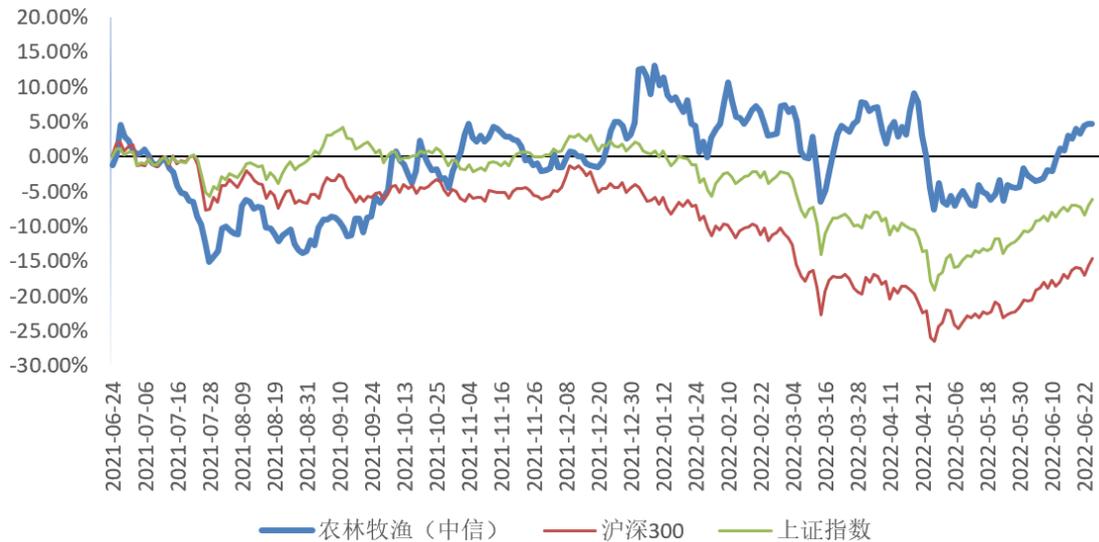
图 1：近 1 年农林牧渔指数表现	4
图 2：2022 年以来中信行业涨跌幅	4
图 3：2022 年以来农林牧渔子行业涨跌幅（%）	5
图 4：农林牧渔子行业市盈率（倍）	5
图 5：中信行业市盈率（倍）	5
图 6：2018-2022 年全国能繁母猪存栏量	6
图 7：2015-2022 年生猪出栏量	7
图 8：2022 年 4 月 10 家上市猪企合计出栏量环比下降（万头）	7
图 9：2018-2022 年生猪、仔猪、猪肉价格走势（元/公斤）	8
图 10：2021-2022 年生猪期货价格走势	8
图 11：2018-2022 年生猪养殖利润（元/头）	9
图 12：2018-2022 年生猪养殖预期盈利	9
图 13：玉米现货价格迎来回调	9
图 14：豆粕现货价格高位回调	9
图 15：育肥猪配合饲料价格走势	10
图 16：猪粮比价提升至 5: 1 以上	10
图 17：2017-2022 年全国生猪存栏量	10
图 18：中国年出栏生猪 100 头以下养殖户数量变化	11
图 19：中国年出栏生猪 1 万头以上养殖户数量变化	11
图 20：2021Q1 部分上市猪企出栏量及市占率	11
图 21：中国玉米单产水平较美国仍有一定差距（吨/公顷）	12
图 22：我国转基因商业化配套法律法规逐步完善	12

图 23: 2021 年国内玉米种植面积由降转增.....	13
图 24: 国内玉米库存仍处于相对低位.....	13
图 25: 2021 年公司业务结构	15
图 26: 2013-2021 年公司玉米种子板块业绩情况	16
图 27: 2012-2022 年畜牧业指数（中信）市净率变化.....	17
图 28: 2012-2022 年畜牧业指数（中信）PB band	17
图 29: 农林牧渔（中信）指数 PE（TTM）加权.....	18
图 30: 农林牧渔（中信）指数 PB（LF）	18
表 1: 2022 年生物育种行业相关事件.....	13
表 3: 公司转基因品种获批情况.....	15
表 5: 重点关注标的估值情况.....	18

1. 行情回顾：行业步入上行周期，有望迎来估值回归

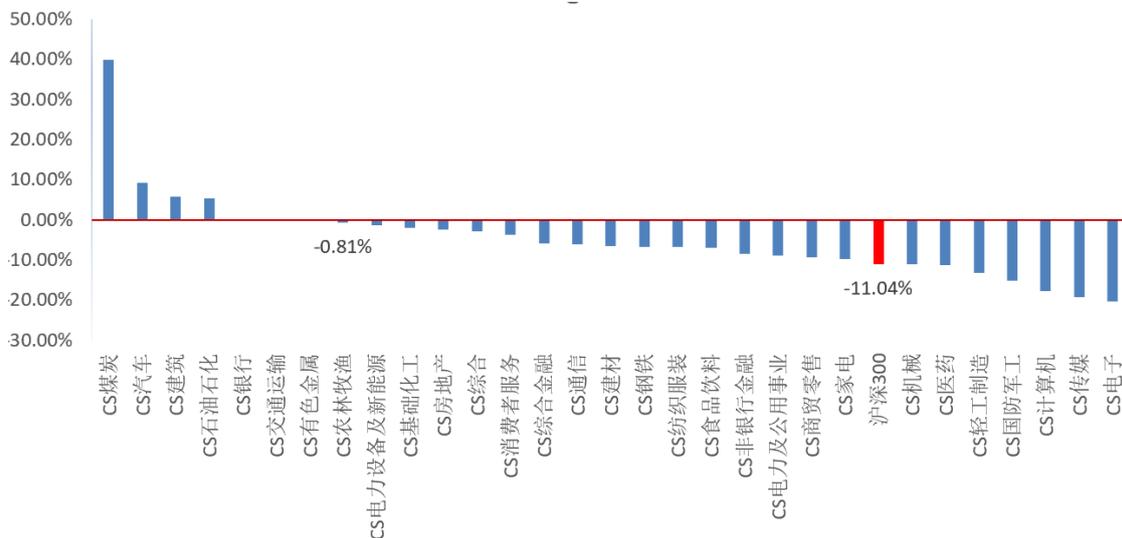
2022年以来，中信农林牧渔指数表现整体强于上证指数和沪深300指数。截至6月24日，2022年中信农林牧渔指数下跌0.81%，跑赢沪深300指数10.23个百分点，在30个中信一级行业中排第八位，行业表现强于2021年同期（-9.91%）。

图 1：近 1 年农林牧渔指数表现



资料来源：Wind，中原证券

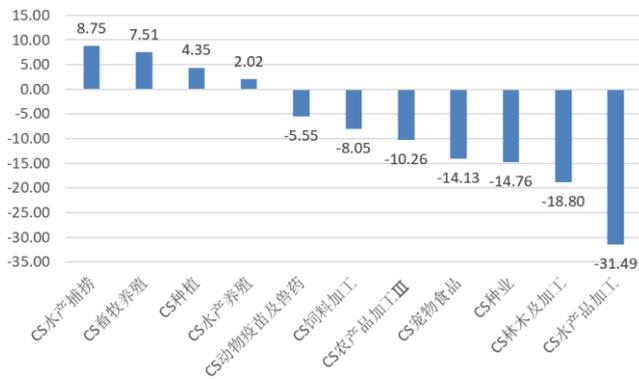
图 2：2022 年以来中信行业涨跌幅



资料来源：Wind，中原证券（截至 2022 年 6 月 24 日收盘）

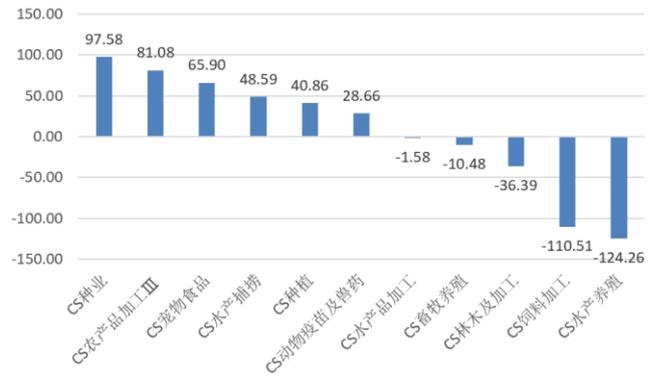
从农林牧渔细分子行业来看，2022 年以来，水产捕捞、畜禽养殖板块涨幅居前，分别上涨 8.75%、7.51%；水产品加工板块跌幅较大，下跌 31.49%。根据 PE TTM，政策预期下的种业板块估值较高。

图 3：2022 年以来农林牧渔子行业涨跌幅（%）



资料来源：Wind，中原证券

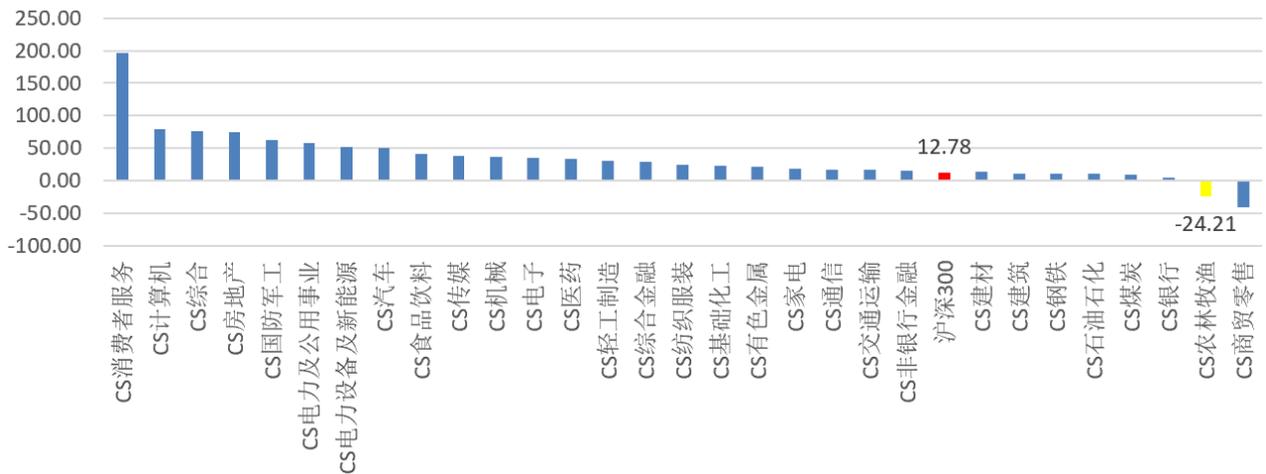
图 4：农林牧渔子行业市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券

受到行业整体业绩的影响，目前农林牧渔指数市盈率为负值，随着行业周期景气度提升，有望迎来估值回归。

图 5：中信行业市盈率（倍）



资料来源：Wind，中原证券

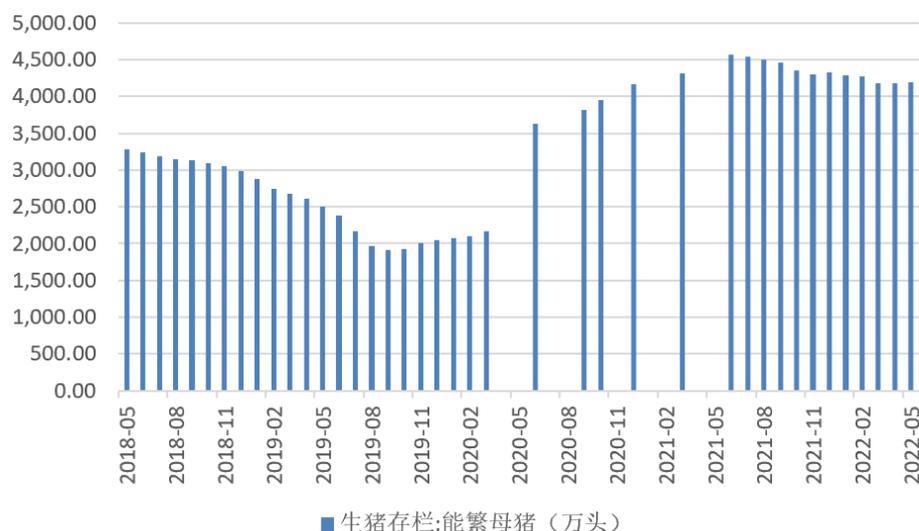
2. 生猪养殖：行业景气周期渐行渐近

2.1. 2022 年 5 月能繁母猪产能环比上升

根据农业农村部公布数据，截至 2022 年 5 月末，全国能繁母猪存栏量为 4192 万头，环比上升 0.4%，同比下降 4.9%，处于正常保有量的 102.2%，能繁母猪环比由降转升。咨询机构数据显示变化更为突出，根据钢联数据，2022 年 5 月能繁母猪存栏较 4 月环比上升 1.86%，其中规模养殖场环比增加 1.83%，散户养殖环比增加 2.71%。这意味着自 2021 年 7 月开始为期 10 个月的能繁母猪产能去化告一段落，从 2023 年 3 月起市场上生猪出栏量将再次进入环比增加阶段。

此轮能繁母猪去产能较 2018 年的产能去化过程结束较快，主要是受到宏观调控因素的影响，一方面轮番启动冻猪肉收储提振市场信心，同时地方财政加大生猪养殖补贴力度，致力于稳定当地能繁母猪数量和降低猪价波动幅度，一定程度上增加了养殖户的生产动力。猪肉作为我国消费量最大的肉类品种，稳定生猪产能对于保障居民菜篮子安全具有重要意义。

图 6：2018-2022 年全国能繁母猪存栏量

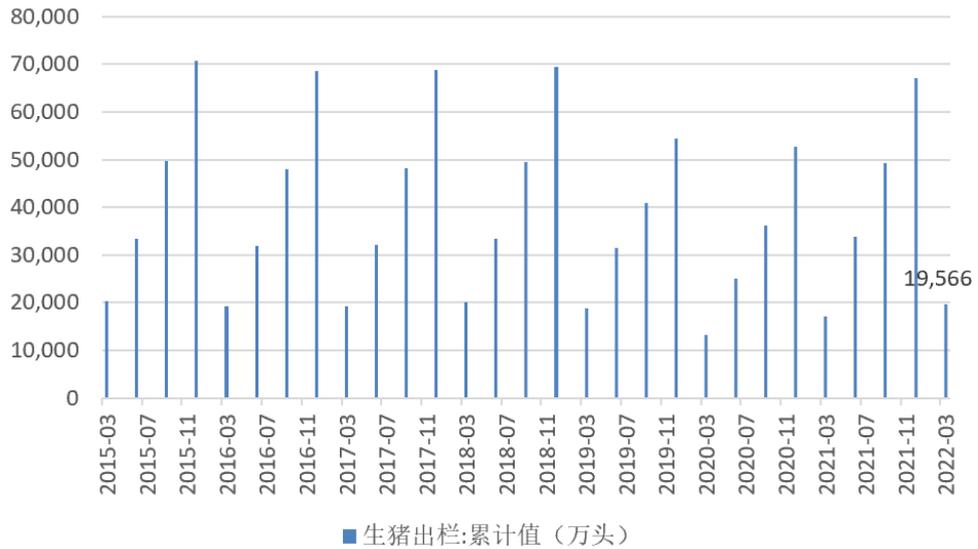


资料来源：农业农村部，中原证券

2.2. 2022 年下半年生猪出栏压力有望逐步减小

2022 年一季度，全国生猪出栏量 1.96 亿头，环比增长 9.09%，同比增长 14.13%，市场上生猪供应仍较为充足。自 2021 年 7 月起，能繁母猪存栏量进入环比下降阶段，对应 2022 年 5 月市场上生猪出栏量将逐步减少。

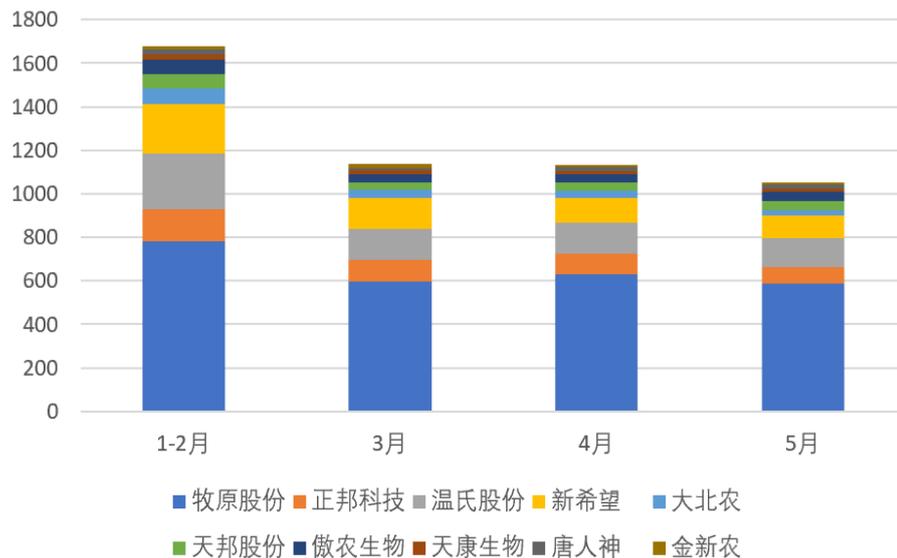
图 7：2015-2022 年生猪出栏量



资料来源：国家统计局，中原证券

从出栏量前十位上市猪企公布的销售数据来看，2022 年 4 月开始规模化猪企生猪出栏量呈现环比下降趋势。具体来看，2022 年 4 月，10 家上市猪企合计出栏量 1131.45 万头，较 3 月减少 8.27 万头，环比下降 0.73%，同比增长 65.36%；2022 年 5 月，10 家上市猪企合计出栏量 1052.65 万头，环比下降 6.96%，同比增长 39.32%，环比降幅扩大，同比增幅缩窄。受到 2021 年能繁母猪产能去化的影响，2022 年下半年生猪出栏压力有望逐步得到缓解。

图 8：2022 年 4 月 10 家上市猪企合计出栏量环比下降 (万头)



资料来源：公司公告，中原证券

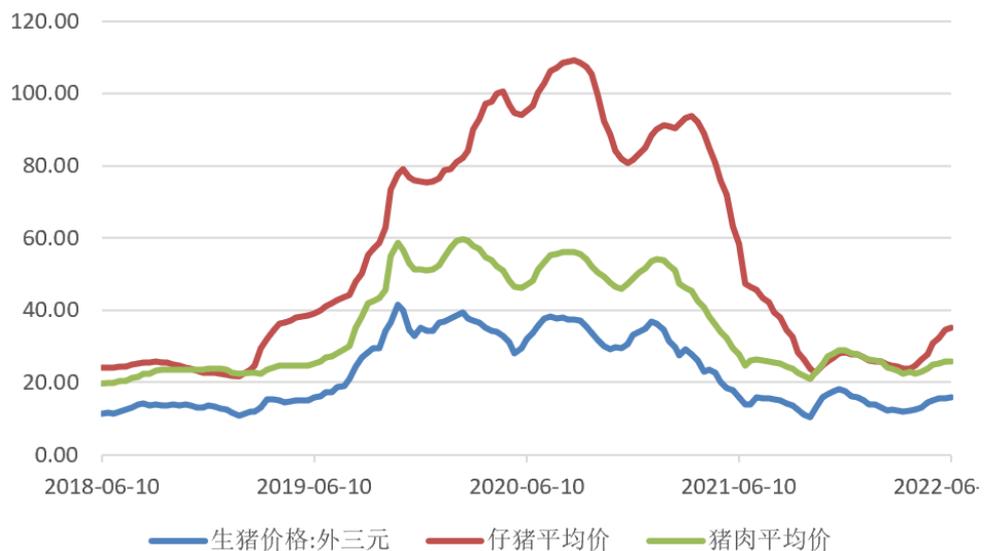
2022 年 1-5 月，规模化猪企在出栏结构方面也出现了明显变化。以牧原股份为例，2022 年 5 月仔猪出栏占比由 1-2 月的 3.60% 提升至 21.83%。受到近期猪价反弹影响，养殖户补栏情绪高涨，仔猪采购比重大幅提升，同时也带动母猪产能增加以满足仔猪需求。另外，2022 年 5 月生猪出栏体重有所增加，一定程度上缓冲了市场上出栏量环比下降带来的影响。

2.3. 预计 2022 年下半年猪价有望迎来周期反转

随着生猪产能的逆转，2022 年 3 月猪价进入新一轮反弹行情。截至 2022 年 6 月中旬，全国生猪（外三元）价格达到 15.80 元/公斤，较 3 月最低点反弹幅度超过 30%，局部地区生猪价格涨至 16 元/公斤；仔猪补栏需求快速增长，仔猪价格反弹达到 47% 以上。同时，生猪期货也走出上行趋势。在“五一”、“端午”双节过后，市场需求相对下降，终端猪肉价格缺乏持续上涨动力，屠宰企业盈利能力表现不佳，在一定程度上抑制了生猪价格的反弹幅度。

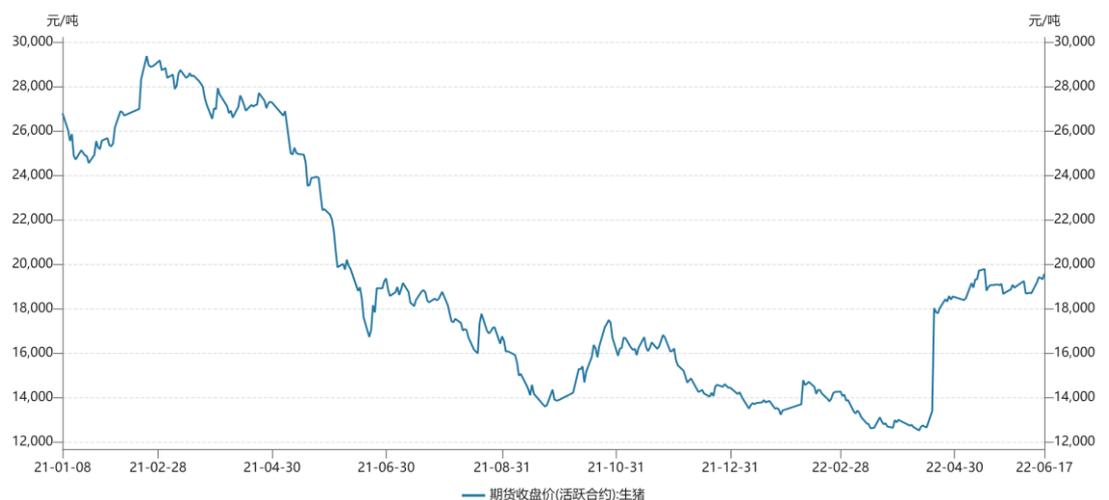
进入 2022 年下半年，随着消费端的回暖，叠加市场上生猪供应压力逐步减小，猪价有望迎来周期反转。由于此次能繁母猪产能去化不够彻底，预计猪价难以形成上轮周期的超级反弹行情，未来生猪养殖行业盈利能力的周期性有望减弱。

图 9：2018-2022 年生猪、仔猪、猪肉价格走势（元/公斤）



资料来源：国家统计局，农业部，中原证券

图 10：2021-2022 年生猪期货价格走势



资料来源：Wind，中原证券

2022 年 5 月，外购仔猪养殖户已经进入盈利阶段，生猪养殖预期盈利也在持续提升。随

着猪价的止跌企稳，养殖户盈利能力有望进一步扩大。

图 11: 2018-2022 年生猪养殖利润 (元/头)



资料来源: Wind, 中原证券

图 12: 2018-2022 年生猪养殖预期盈利

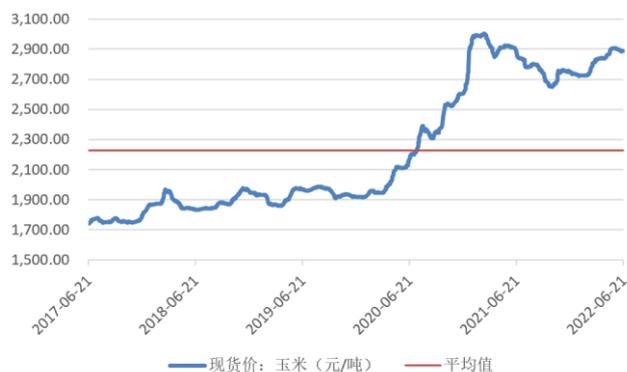


资料来源: 国家发改委, 中原证券

2.4. 成本端有望得到改善

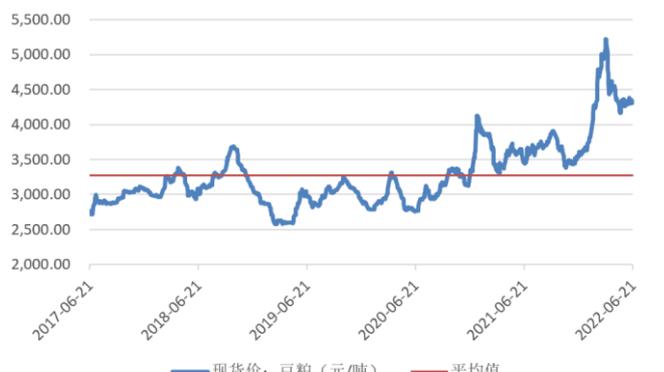
2022 年 3 月以来, 在地缘冲突加剧、国际贸易保护主义抬头、全球粮价上行预期下, 玉米、小麦、豆粕等农产品价格迎来大幅上涨并带动饲料价格走高, 畜禽养殖成本增加, 叠加 2022 年一季度猪价处于下行区间, 养殖户一度陷入成本上涨和猪价下跌的双面挤压。2022 年 4 月, 主要农产品价格在大幅上涨后都出现了高位回调, 同时也带动饲料厂商下调产品价格, 猪粮比价提升, 养殖户亏损程度缩窄。

图 13: 玉米现货价格迎来回调



资料来源: 汇易网, 中原证券

图 14: 豆粕现货价格高位回调



资料来源: 汇易网, 中原证券

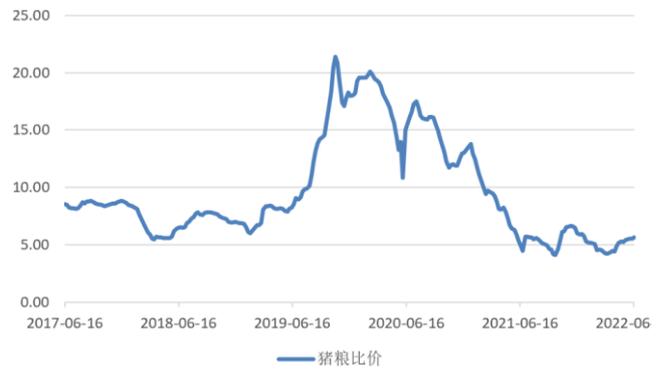
玉米、豆粕作为猪饲料的主要组成部分, 我国玉米对外依存度不足 10%, 国际粮价的上涨提升了我国玉米的进口成本, 但对国内玉米价格整体水平影响有限。我国大豆对外依存度较高, 国际上大豆价格变动对国内饲料价格有直接影响。截至 2022 年 4 月, 我国生猪存栏量 4.24 亿头, 距离 2021 年末的 4.49 亿头下降了 5.6%, 此次生猪产能高峰已经过去。随着国内大豆种植面积的增加和生猪产能的去化情况, 进口大豆需求预期较低, 支撑饲料价格持续走高的概率较小。

图 15: 育肥猪配合饲料价格走势



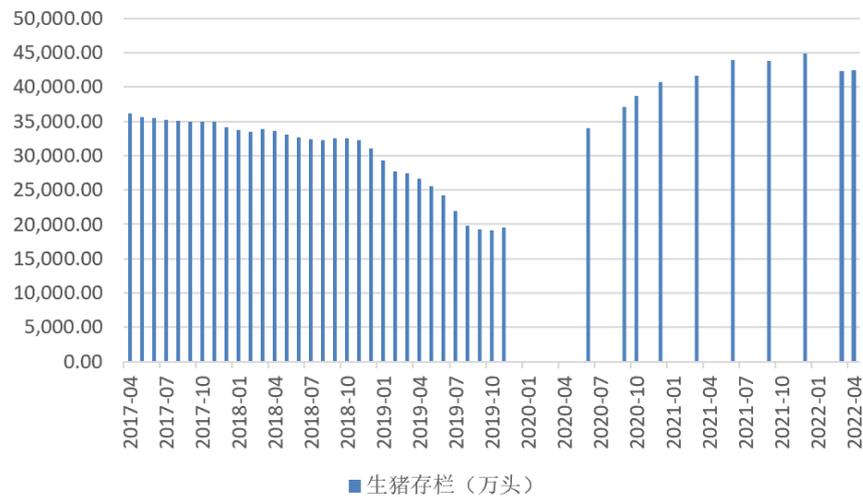
资料来源: 农业部, 中原证券

图 16: 猪粮比价提升至 5: 1 以上



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 2017-2022 年全国生猪存栏量



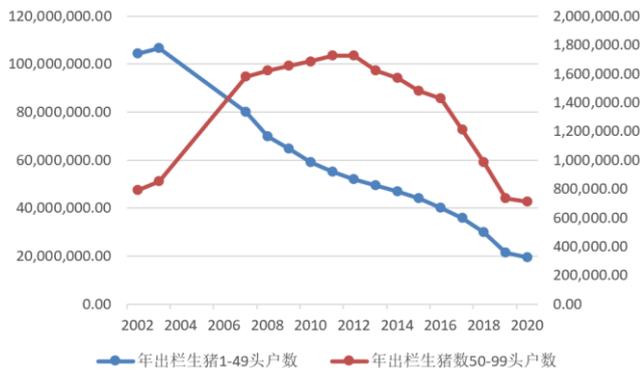
资料来源: 中国政府网, 中原证券

2.5. 行业向规模化养殖模式发展

我国传统生猪养殖行业集中度较为分散,以散户养殖和小规模养殖为主。相较于散户养殖,规模化、标准化的养殖企业在资金、技术、质量管理等多个方面具有明显优势。因此,大规模一体化的生猪养殖模式在我国将成为行业的必然发展趋势,行业集中度也将逐步得到提升。

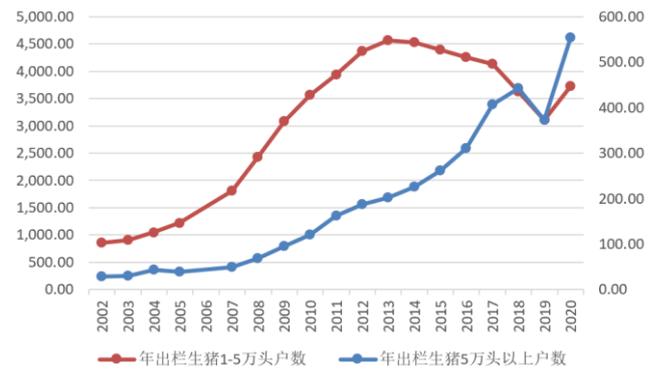
根据中国畜牧兽医年鉴公布数据,我国年出栏生猪 100 头以下的散养户数量呈现持续下降的趋势,年出栏 1 万头以上的规模化养殖场数量大幅增长。截至 2020 年末,我国年出栏生猪 100 头以下养殖户数量为 2020 万户,较 2019 年下降了 8.9%;年出栏 1 万头以上生猪的养殖场数量为 4283 户,较 2019 年增长 23.3%。我国生猪养殖行业的规模化进程加速发展,行业周期性将逐步弱化,头部猪企有望率先受益。

图 18: 中国年出栏生猪 100 头以下养殖户数量变化



资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 中原证券

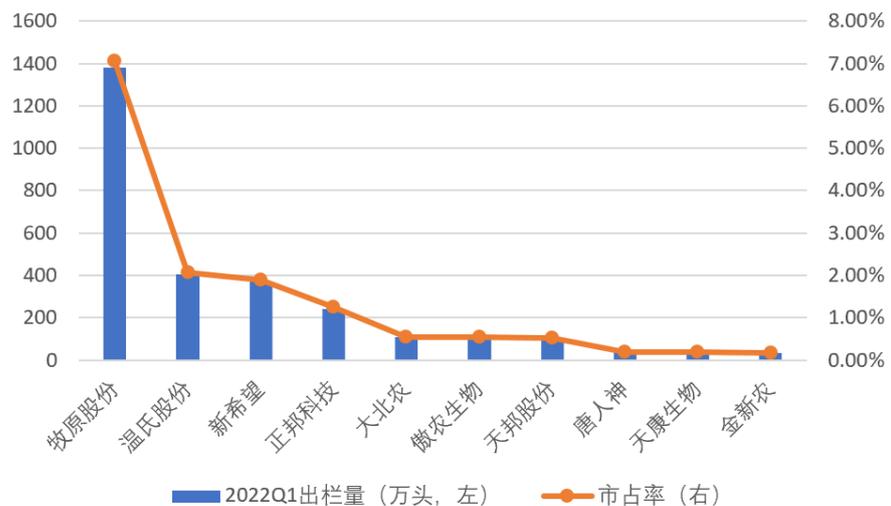
图 19: 中国年出栏生猪 1 万头以上养殖户数量变化



资料来源: 中国畜牧兽医年鉴, 中原证券

从行业集中度来看, 2020 年生猪养殖行业 CR10 约 12%。2021 年, 根据上市猪企披露数据, 出栏量前 10 的上市猪企市占率为 14.07%; 2022 年一季度, 出栏量前 10 的上市猪企合计出栏生猪 2818 万头, 市占率提升至 14.4%。随着行业规模化进程的推动, 头部猪企的市占率持续提升。另外, 行业的成本端持续上涨动力不足, 2022 年下半年猪价或迎来周期逆转, 在新一轮周期到来之际, 相关公司利润剪刀差有望扩大, 将从行业集中度和利润率两方面提升盈利能力。

图 20: 2021Q1 部分上市猪企出栏量及市占率



资料来源: Wind, 中原证券

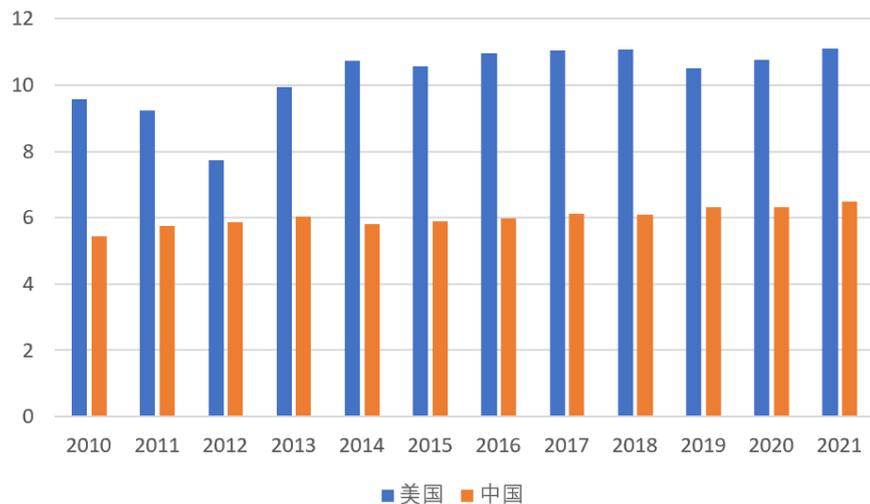
3. 种业：生物育种产业化步入黄金发展期

3.1. 行业政策春风下生物育种迎来商业化元年

种子安全是粮食安全的根本前提，我国粮食种子一直存在单产水平低，严重依赖进口的情況。以玉米为例，2021年相对于美国11.11吨/公顷的单产水平，我国玉米单产水平仅有6.5吨/公顷，跟美国相比仍有较大差距。中国拥有世界上约7%的耕地，要满足全球20%的人口口粮；同时我国又时常面对各类自然灾害、瘟疫等事件的发生，要做到确保谷物自给，口粮绝对安全，我国必须突破耕地、水、热等资源约束，依靠科技创新增加粮食供给。目前种业科技仍是我国的短板，发展生物育种技术是保障国家粮食安全的重要手段。

除了农作物生产水平以外，转基因作物的抗除草剂特性可实现土地免耕，抗虫特性能够减少农药的使用，帮助农户节省种植过程中的人工和农资成本，提升农作物种植效益，生物育种技术的商业化发展也顺应了实现乡村振兴的国家战略。

图 21：中国玉米单产水平较美国仍有一定差距（吨/公顷）



资料来源：国家统计局，USDA，中原证券

在行业政策方面，从育种技术的知识产权保护政策、转基因行业监管方案、到转基因品种性状审定标准都陆续发布；2022年3月起行业开始实施《新种子法》，此次新《种子法》的通过对于加强种业知识产权保护和鼓励育种原始创新具有重要意义。随着行业配套法规的不断改善，我国生物育种商业化已经到来，对于率先获得转基因生物安全证书的企业来说意义重大。

图 22：我国转基因商业化配套法律法规逐步完善



资料来源：公开资料整理，中原证券

表 1: 2022 年生物育种行业相关事件

时间	事件	主要内容
2022 年 1 月 21 日	《主要农作物品种审定办法》	文件完善了转基因品种的审定法规, 提出申请审定的转基因品种最短, 只需开展一年的生产试验。
2022 年 2 月 22 日	《一号文件》发布	文件针对农村改革和农业发展做出具体战略部署, 突出“三农”工作的重要地位。
2022 年 3 月 1 日	《新种子法》开始施行	此次修订的内容主要聚焦于种业知识产权保护, 包括扩大植物新品种知识产权权利保护范围及保护环节, 建立实质性派生品种制度, 完善侵权处罚赔偿和加大行政处罚力度等三个方面。
2022 年 4 月 29 日	农业农村部颁发新一批转基因生物安全证书	杭州瑞丰、中国种子集团的转基因玉米性状获得生物安全证书。
2022 年 6 月 8 日	《国家级转基因大豆品种审定标准(试行)》和《国家级转基因玉米品种审定标准(试行)》	明确了针对耐除草剂、抗虫性两种性状的具体标准, 标志着我国转基因玉米、大豆有望实现市场准入, 我国生物育种产业化又迈出关键一步。

资料来源: 公开资料整理, 中原证券

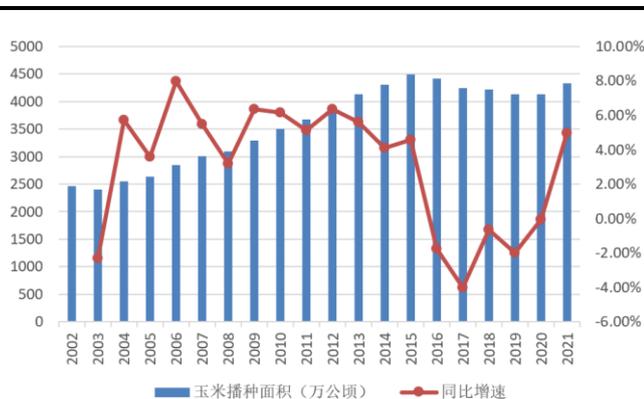
3.2. 转基因玉米潜在百亿市场空间

3.2.1. 玉米是我国第一大粮食作物

玉米是我国第一大粮食作物, 玉米种子的市场规模也是最高的。受到生猪产能大幅增长和地缘冲突因素, 玉米价格大幅上涨后并维持高位带动农民种植积极性增加, 2021 年国内玉米种植面积由降转增, 同比增长 4.98%。同时国内玉米库存量也逐步攀升, 但距离历史高位仍有较大空间。

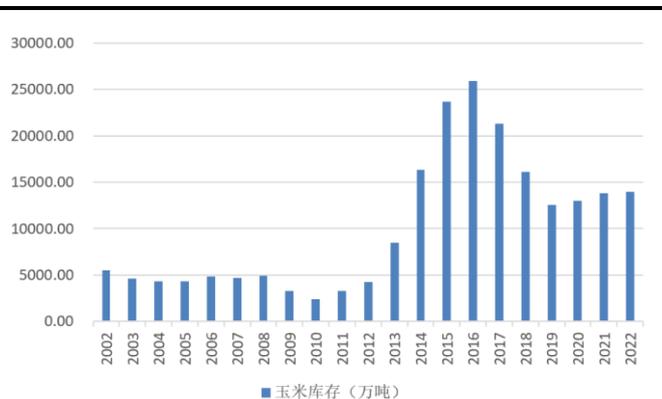
目前, 国内生猪存栏仍在高位, 且此轮生猪产能去化相对有限, 饲用需求对玉米价格的高位运行起到强支撑的作用。随着地缘冲突的加剧, 国际粮食贸易保护主义抬头, 粮食进口成本提高, 预计国内玉米种植面积仍有进一步提升空间, 并带动相关转基因品种的商业化应用。

图 23: 2021 年国内玉米种植面积由降转增



资料来源: 国家统计局, 中原证券

图 24: 国内玉米库存仍处于相对低位



资料来源: 中国汇易, 中原证券

3.2.2. 中国转基因玉米种子潜在市场规模测算

- 玉米种植面积: 截止 2021 年, 我国的玉米的播种面积为 4332 万公顷, 尚未到达历史

最高水平。根据农业农村部提出的“两稳两扩”政策和下游的刚性需求，预计玉米种植面积将保持稳中有增。假设我国未来玉米播种面积按照 2021 年水平计算。

- **转基因玉米种子渗透率：**对比美国自 1996 年开始转基因商业化种植，其玉米和大豆 1996 年转基因平均渗透率达到了 5.9%，此后两年分别为 14.3%和 35.7%，七年后的 2003 年达到了 62%，2019 年达到了 93%。预计我国转基因玉米实现商业化种植以后，前两年渗透率可分别达到 15%、30%左右，最终渗透率可达到约 80%。
- **单位面积用种费用：**据美国 USDA 数据，2018 年，美国每公顷玉米种子用量为 18.7 公斤，按照 2018 年美元：人民币平均汇率计算，每公顷玉米种子费用为 1573 元/公顷。根据经济学上的“一价定律”原则，假设我国转基因种子商业化以后的价格可达到美国相同品种转基因种子的价格，则最终我国玉米种子费用可达到约 1573 元/公顷。

表 2：我国转基因玉米种子市场规模预测

	工业用玉米	工业+饲料用玉米
占总播种面积比例 (%)	30	90
渗透率 (%)	80	80
转基因玉米种植面积 (万公顷)	1040	3119
单位面积用种费用 (元/公顷)	1573	1573
潜在市场规模 (亿元)	163.59	490.62

资料来源：中原证券

我国作为世界上玉米产量及消费量第二大国，根据测算，假设按照工业玉米占比的 30%播种面积来计算，未来国内转基因玉米种子的市场空间可达 163.59 亿元；若按照工业用玉米加上饲料用玉米总和占比 90%的比例估算，则未来国内转基因玉米种子的市场空间可达 490.62 亿元。

3.3. 相关种企迎来历史性机遇

3.3.1. 大北农：转基因品种储备丰富，种子板块蓄势待发

2020 年 1 月，大北农研发的玉米性状产品 DBN9936（丰脉保抗）获得农业农村部生物安全证书，是近年来我国首次发放抗虫转基因玉米品种的安全证书，具有重大意义。同年 7 月，公司控股子公司的 DBN9858 玉米品种获得农业转基因生物安全证书，此次获批玉米 DBN9858 性状产品能耐受标签推荐中剂量 4 倍的草甘膦和 2 倍的草铵膦，为抗性昆虫治理提供有效解决方案，保障农业生物技术产业健康与可持续发展。2021 年 1 月，子公司北京大北农生物技术玉米性状产品 DBN9936（丰脉保抗）和 DBN9858（丰脉 GGT 庇护所）继获得北方春玉米区的批准之后，又获得了黄淮海夏玉米区、西南玉米区、西北玉米区、南方玉米区的安全证书。

大北农前期获批的第一代产品生物安全证书范围扩大至全国，新获批的抗虫耐除草剂玉米性状产品 DBN9501 是前期的升级，可与 DBN9936 叠加使用，形成第一代升级产品 DBN9936

×DBN9501（丰脉倍抗），适用于草地贪夜蛾高发区域。另外，2019年公司的转基因大豆品种已经在阿根廷获得种植许可，并于2020年获得国内进口安全证书，此次新大豆品种成果是公司成功转向国内市场的开始。目前，公司共拥有4个转基因玉米性状和1个转基因大豆性状获批，是国内获得转基因生物安全证书最多的种企。公司在转基因技术方面优势领先、储备丰富，有望率先受益于生物育种商业化应用的落地。

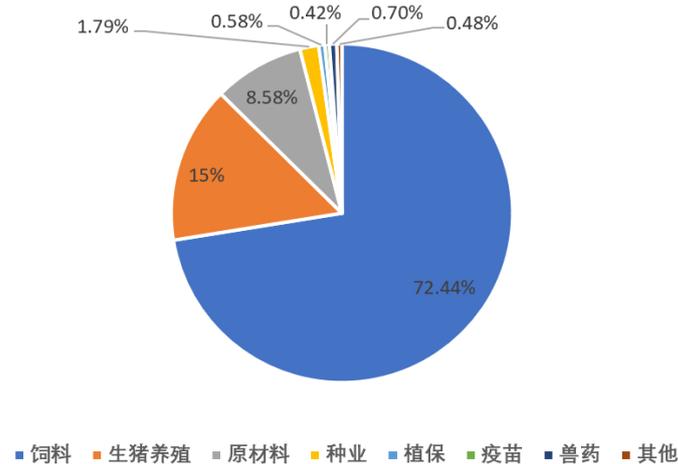
表 3：公司转基因品种获批情况

产品	审批编号	转基因作物
玉米	农基安证字（2019）第 291 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936（北方春玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 218 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936（黄淮海夏玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 219 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936（南方玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 220 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936（西南夏玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 221 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9936（西北玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 195 号	耐除草剂玉米 DBN9858（北方春玉米区）
玉米	农基安证字（2020）第 223 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN9501（北方春玉米区）
玉米	农基安证字（2021）第 366 号	抗虫耐除草剂玉米 DBN3601T（西南玉米区）
大豆	农基安证字（2020）第 001 号	耐除草剂大豆 DBN0-9004-6（进口）
大豆	农基安证字（2020）第 224 号	耐除草剂大豆 DBN9004（北方春大豆区）

资料来源：农业农村部，中原证券

2021年，公司种子业务销量为2,393.84万公斤，同比增长25.98%；销售收入为5.61亿元，同比增长37.49%，占总营收比例1.79%。其中，水稻种子销售收入3.16亿元，同比增长19.91%；玉米种子销售收入2.29亿元，同比增长75.25%。2022年是我国生物育种元年，随着转基因作物试点面积的逐步扩大，种子业务的快速成长有望为公司打开增量业绩。

图 25：2021 年公司业务结构



资料来源：公司公告，中原证券

3.3.2. 隆平高科：种业龙头布局转基因市场

公司业务以销售水稻种子、玉米种子为主。按照销售收入计算，公司是全球前十大种企，同时也是国内两杂种子（杂交水稻、杂交玉米）龙头。2021年，公司玉米种子实现营业收入10.15亿元，同比增长2.74%，占总营收比例为28.97%。假设中国玉米种植面积为6.5亿亩（约

4333 万公顷)，按照种子收入计算，公司玉米种子市场占有率 7%左右，处于行业领先地位，有望受益于生物育种商业化的落地。

图 26：2013-2021 年公司玉米种子板块业绩情况



资料来源：Wind，中原证券

转基因育种方面，公司依托杭州瑞丰、隆平生物两个主体，开展抗虫、抗除草剂玉米基因性状开发和转基因玉米品种转育，目前开发的优异性状基因和转育成功的多个主导品种助力公司成为国内第一批玉米转基因上市储备公司。其中，公司参股的杭州瑞丰生物科技的转基因抗草甘膦抗虫玉米种子瑞丰 125 和大北农的转基因玉米种子在同一时间获得生物安全证书。随后，杭州瑞丰研发的抗虫玉米性状浙大瑞丰 8 和耐除草剂玉米性状 nCX-1 又相继获得转基因生物安全证书。

表 4：公司参股杭州瑞丰科技转基因品种获批情况

产品	审批编号	转基因作物
玉米	农基安证字（2021）第 003 号	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125（黄淮海夏玉米区）
玉米	农基安证字（2021）第 004 号	抗虫耐除草剂玉米瑞丰 125（西北玉米区）
玉米	农基安证字（2021）第 365 号	抗虫玉米浙大瑞丰 8（南方玉米区）
玉米	农基安证字（2022）第 029 号	耐除草剂玉米 nCX-1（南方玉米区）

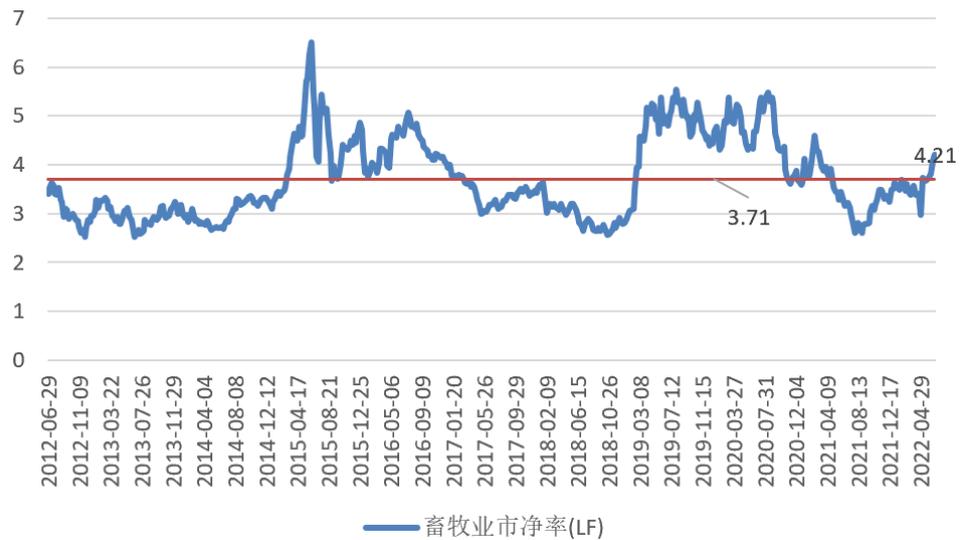
资料来源：农业农村部、中原证券

4. 投资评级及主线

4.1. 生猪养殖子行业估值处于低位

过去 10 年，行业市净率最大值 6.50，最小值为 2.52，平均值为 3.71。根据历史经验来看，畜牧养殖属于周期性较强的行业，在上行周期区间行业成长性可以较快消化高估值，并在市场上迎来趋势性反弹行情。目前，畜牧业指数市净率为 4.21 倍，处于行业历史 PB 相对低位，仍有提升空间。

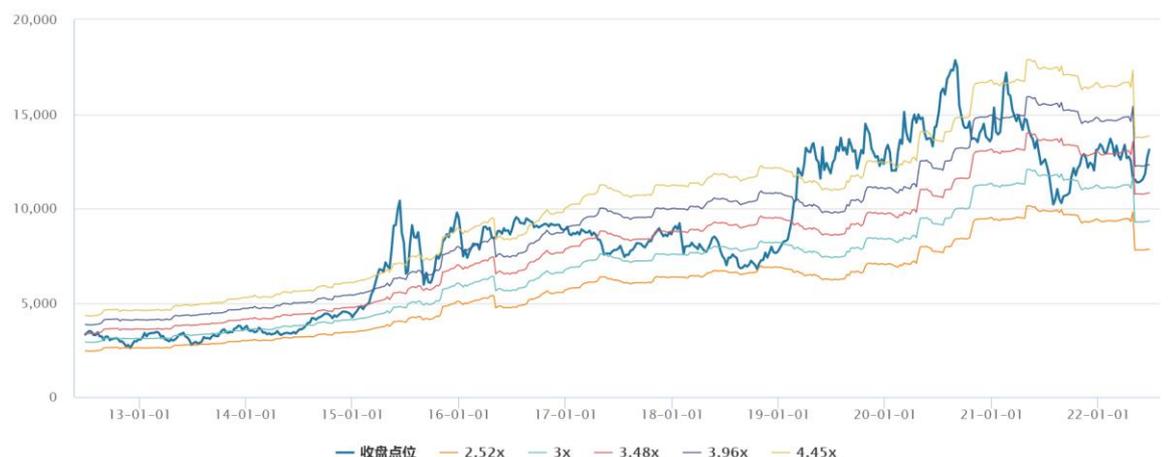
图 27：2012-2022 年畜牧业指数（中信）市净率变化



资料来源：Wind，中原证券

当前行业市净率处于 PB band 0.5 分位线上方，当行业迎来周期反转时，市场普遍会给予一定估值溢价，行业市净率到达 100%分位线上方。

图 28：2012-2022 年畜牧业指数（中信）PB band



资料来源：Wind，中原证券

4.2. 投资评级

整体来看，2022 年农林牧渔行业基本面发生较大改善。首先，在持续 10 个月的生猪产能去化下，猪价走势震荡攀升且近期涨幅扩大，同时带动肉禽价格的回升，畜牧养殖板块迎来周期逆转；在粮食贸易保护主义抬头，国际粮价屡创新高的催化下种植产业链高度景气，2021 年、2022 年农作物种植面积扩大，粮食种子销售迎来量价齐升的良好局面，有助于进一步推动我国生物育种技术的商业化应用。板块经过前期调整后，目前估值处于相对低位，有望迎来估值回归，维持行业“强于大市”投资评级。

图 29：农林牧渔（中信）指数 PE (TTM) 加权



资料来源：Wind，中原证券

图 30：农林牧渔（中信）指数 PB (LF)



资料来源：Wind，中原证券

4.3. 投资主线

建议关注迎来周期逆转的生猪养殖板块、政策预期下的种业板块。

生猪养殖：牧原股份、天康生物；

种业：大北农、隆平高科。

表 5：重点关注标的估值情况

公司简称	总股本/亿股	流通股/亿股	股价(元/股, 6.24)	EPS (元)		每股净资产 (22AQ1)	PE(倍)		PB(22AQ1)	投资评级
				2022E	2023E		2022E	2023E		
牧原股份	53.22	36.01	56.90	1.18	5.56	8.84	48.32	10.23	6.44	增持
天康生物	13.54	13.54	9.83	0.07	1.41	5.17	134.51	6.97	1.90	未评级
大北农	41.41	32.61	7.83	0.19	0.50	2.53	39.14	14.92	3.10	增持
隆平高科	13.17	12.98	16.76	0.22	0.37	4.56	75.82	45.88	3.68	未评级

资料来源：Wind 一致预期，中原证券

5. 风险提示

生猪产能去化不及预期，猪价大幅下跌，粮价大幅波动，非洲猪瘟再次大范围扩散；我国生物育种商业化进程不及预期，食品安全问题，自然灾害事件。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5% 至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。