

享受周期红利，布局种业升级

农林牧渔行业2022年中期投资策略 证券研究报告

太平洋证券研究院

农业分析师程晓东

执业资格证书编号：S1190511050002

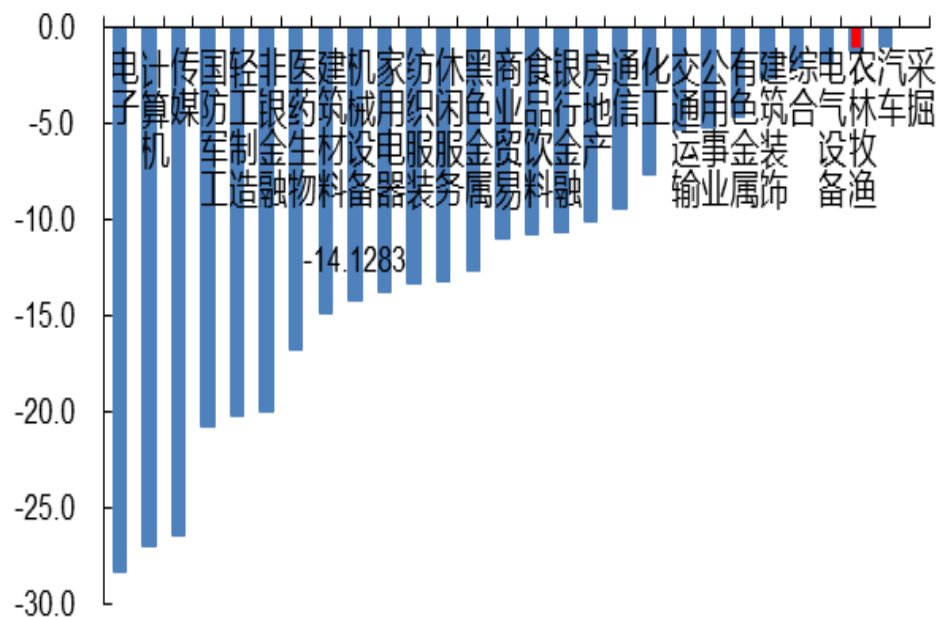
2022年7月19日

1.1 行情回顾

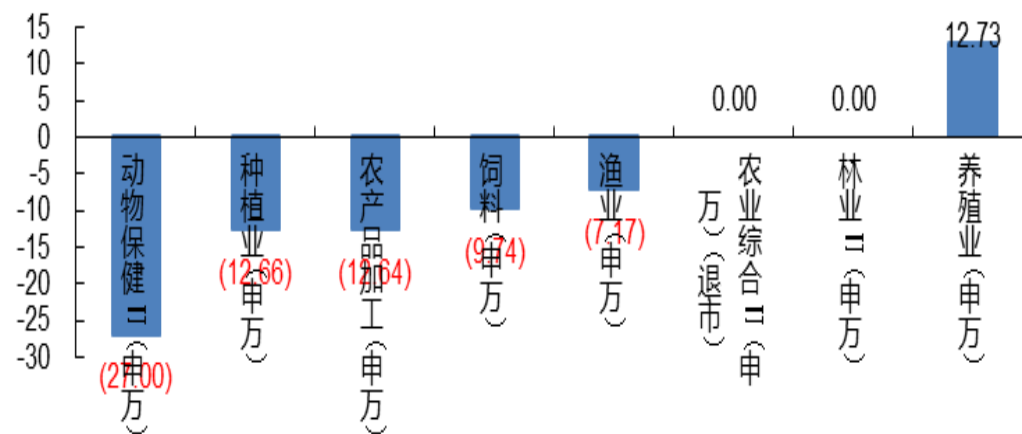
行情：上半年农业板块表现明显优于大市

年初至今（22/7/18），申万农业指数下跌了1.13%。同期，上证综指下跌9.93%，深证成指下跌15.64%，农业板块跑赢绝大多数行业，表现明显优于大市。具体来看，8个二级子板块涨少跌多，其中有5个子板块下跌，只有养殖板块上涨。下跌子板块中，渔业和饲料跌幅较小。

图：年初至今，申万28个一级子行业涨跌幅



图：年初至今，申万农业8个二级子行业涨跌幅

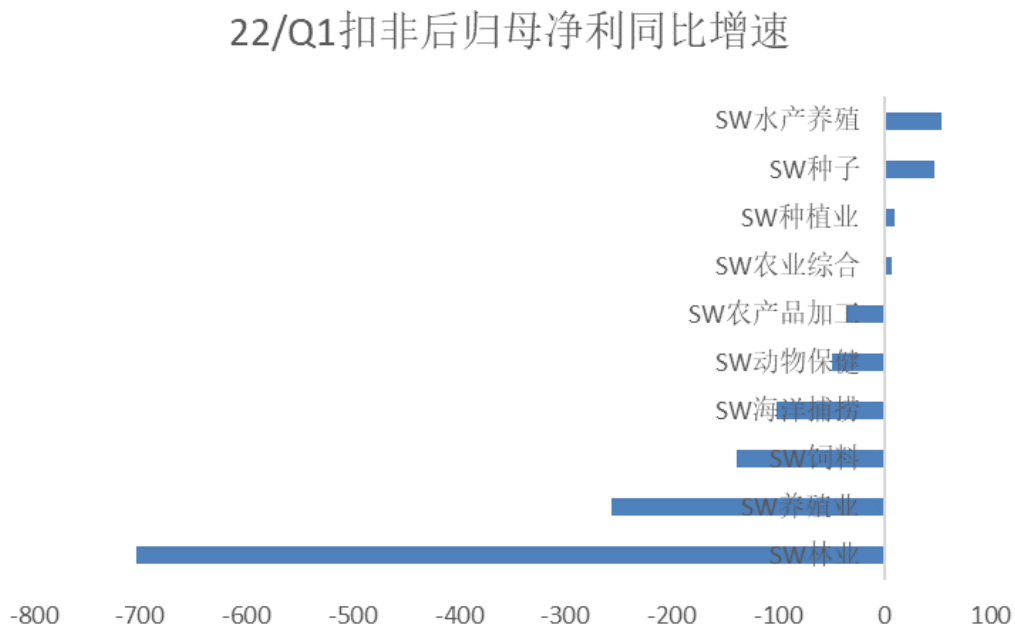


1.1 行情回顾

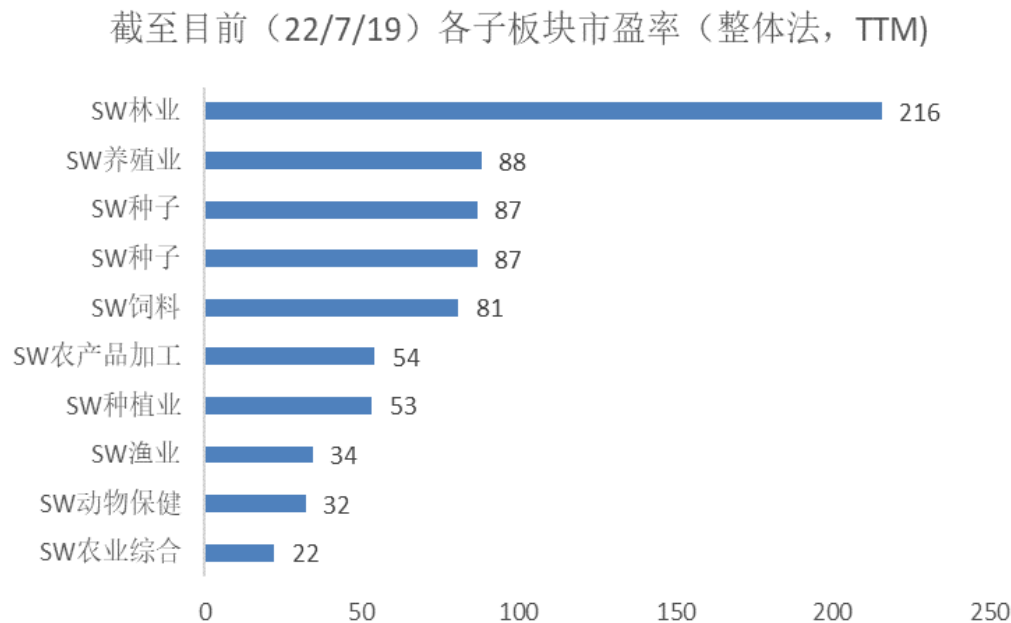
基本面：权重子板块上市公司Q1业绩下滑，Q2预期好转

1) 22/Q1，受猪价下跌的影响，权重子板块饲料/养殖/动保业绩下滑，扣非后归母净利润同增-255%/-139%/-48.9%；22/Q2，猪价触底反转，业绩预期好转；2) 种子及种植板块业绩增长明显。22/Q1，种子/种植扣非后归母净利同增47%/10%，估值回落明显。所以说，猪价触底反转带来的权重子板块业绩好转预期是农业板块整体表现良好的主因。

图：22年Q1，农业子行业扣非后归母净利同比增速



图：目前，农业各子板块市盈率



1.2 行业评级及投资策略

基本面展望及评级：下半年，猪价周期上涨趋势明显，并有望传导至黄鸡，生猪和黄鸡产业景气将继续上行；政策落地，转基因种子上市在即，种业进入全新阶段。从基本面出发，给予农业看好评级

投资策略和建议：重点推荐养殖行业和种子行业

➤ 生猪：下半年猪价处于周期上行阶段，行业景气将继续上升；景气上升期，**首选弹性大的**公司，主要关注低成本的牧原以及出栏增长和成本下降都明显的天康、金新农和唐人神，一并关注温氏、傲农、巨星等。

➤ 黄鸡：猪价上涨将传导至鸡价，下半年行业景气将继续上行；首选量快增、弹性大的公司，重点推荐立华股份，一并关注温氏股份和湘佳股份。

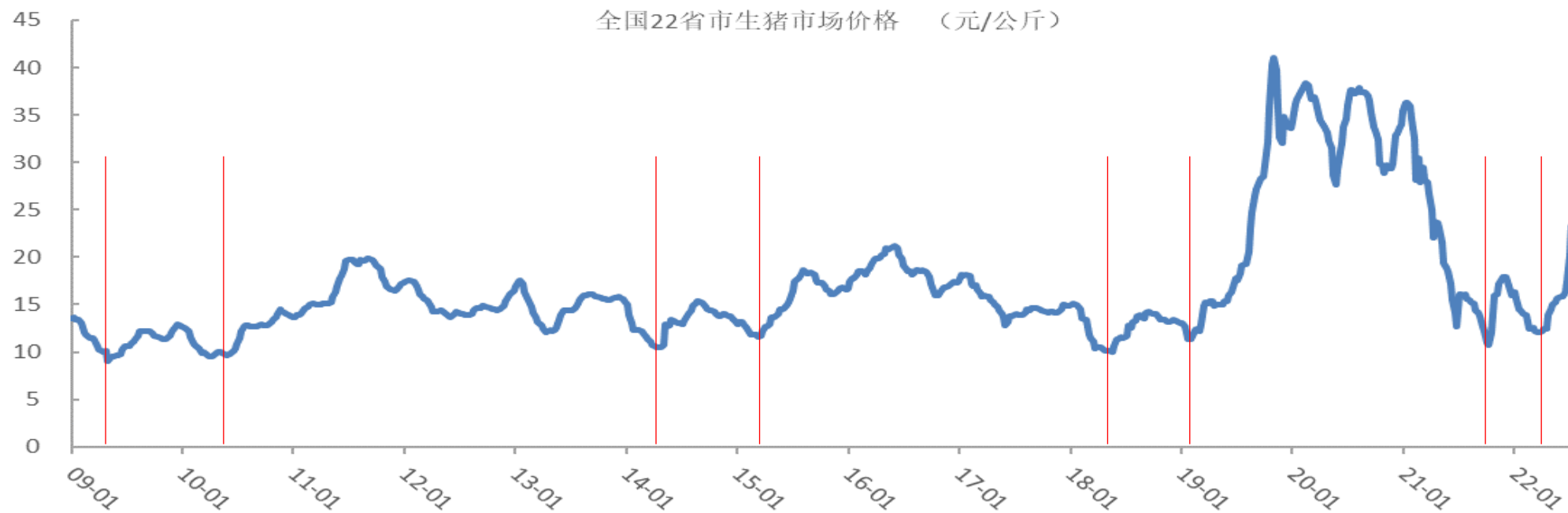
➤ 种子：政策落地后，转基因种子即将上市，23年渗透率实现突破。龙头企业在研发和产品布局方面具有领先优势，市场份额有望扩大。关注具有领先优势、业绩有望率先体现的大北农和隆平高科，即将IPO上市的先正达，以及具有种质资源和品种组合优势的登海种业。

2.1 生猪产业迎来新周期，猪价上涨，盈利修复

猪价在春节后完成二次探底，进入新一轮周期

2021年H2受全面亏损的影响，行业产能去化启动，到22年4月去化幅度超过9%。猪价在21年10月初跌破11元/公斤，完成第一次探底；在22年3月底再次跌到11-12元/公斤，完成第二次探底，之后进入新一轮周期，目前已涨至23元/公斤上方。行业22年Q1亏损严重，Q2将大幅减亏，产能开始小幅修复。

图：2009年至今，全国22省市生猪出厂价走势

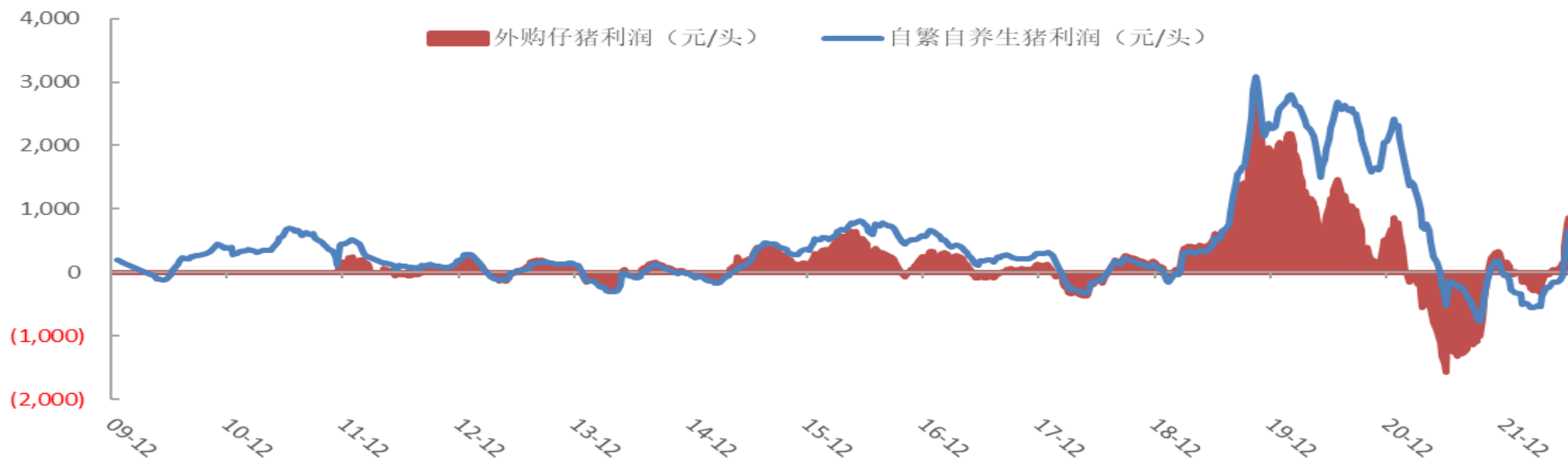


2.2 新周期，猪价和盈利波动强于正常周期

新周期特征：猪价和盈利波动强于正常周期

- 猪价上涨速度快，涨幅超过正常周期。自22年4月至今，用时3个月，猪价涨幅接近1倍，高点23元/公斤超过以往任何一轮正常周期。
- 行业迅速扭亏为盈。目前，自养模式头猪利润达660元，外购仔猪模式头均盈利871元，接近以往两轮正常周期的盈利峰值。

图：自繁自养模式自21年6月进入亏损区，外购仔猪模式提前1个季度进入亏损

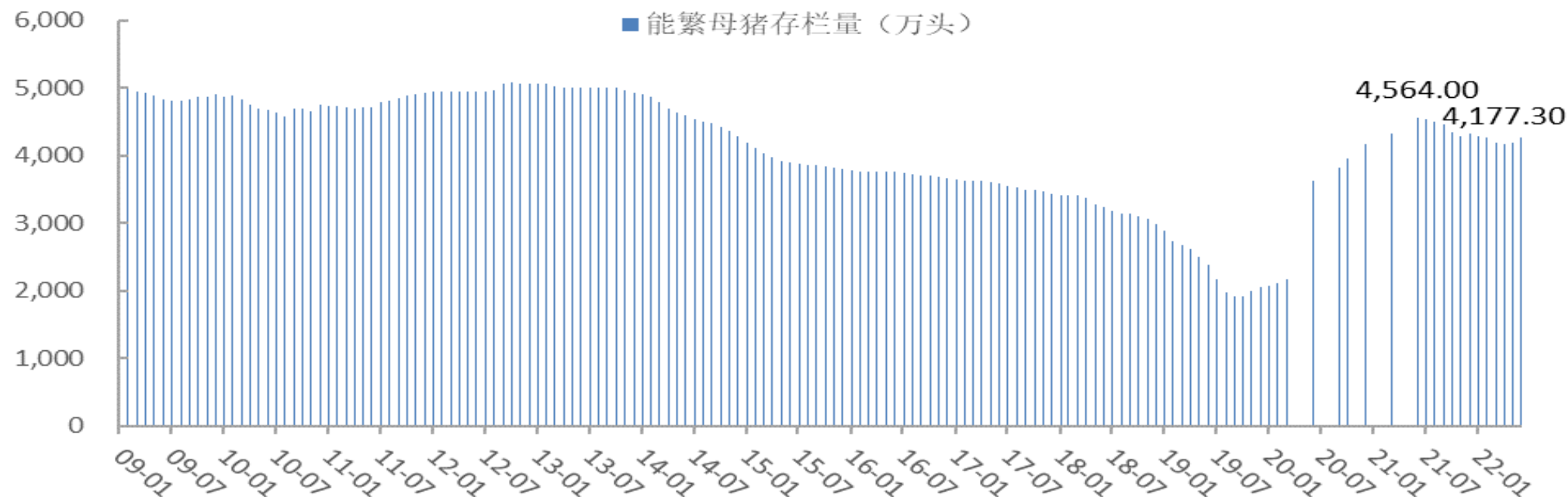


2.3 产能去化以后小幅修复，下半年猪价上涨趋势明确

行业产能去化持续10个月，近期开始小幅修复

生猪产能自21年6月见顶以来持续下滑，到22/04累计去化幅度超过9%，5-6月份小幅修复。截至6月末，全国能繁母猪存栏量4277万头，同比下降8.6%；生猪生产周期10个月，根据生产周期，预计肥猪出栏量低点和猪价高点将于23年1-2月出现。

图：09.1月-22.6月，全国能繁母猪存栏量

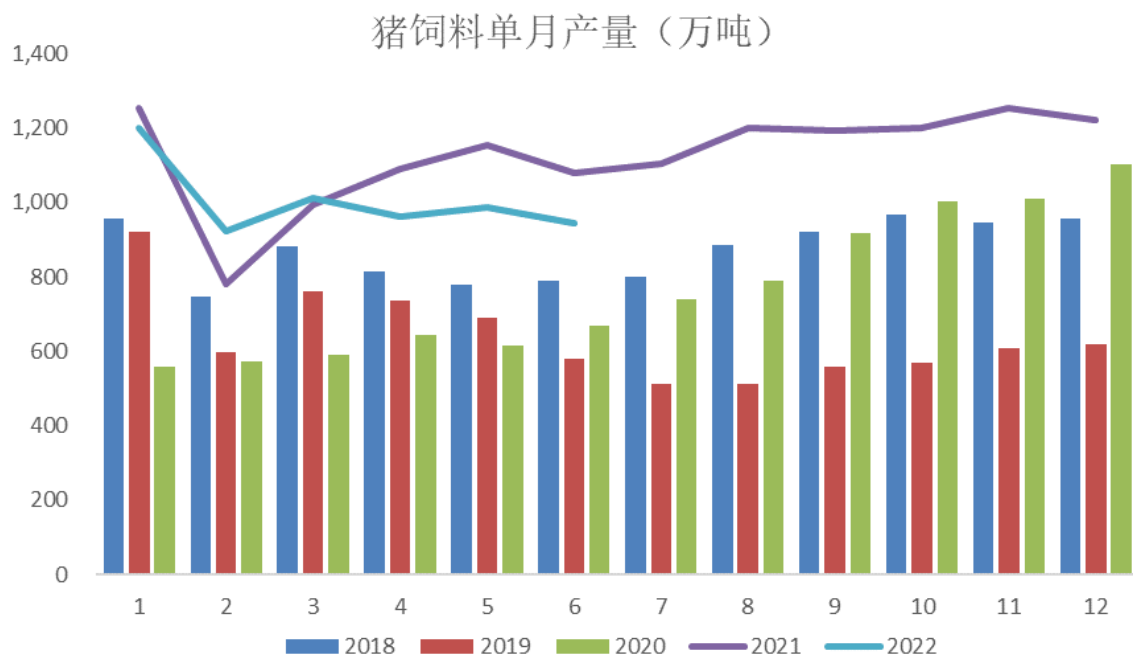


2.4 实际产能去化幅度或超预期，下半年猪价涨幅值得期待

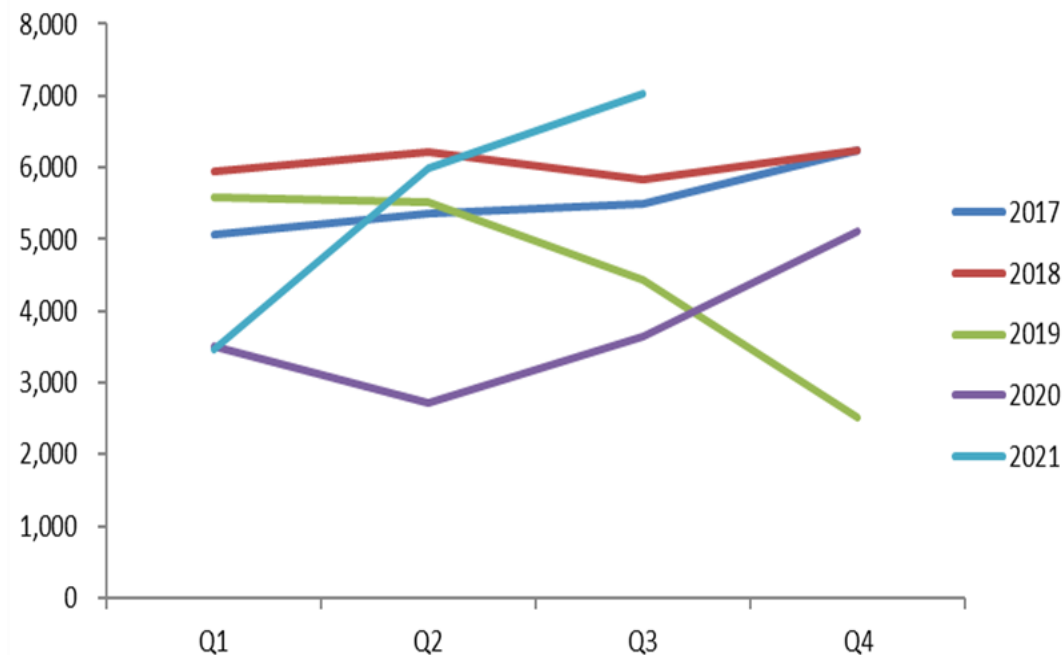
实际产能去化幅度或超预期，叠加消费旺季因素，下半年猪价涨幅值得期待

从母猪料产量和母猪用疫苗批签发情况来看，实际产能去化幅度或超预期。且猪肉消费具有明显的季节性，下半年通常要好于上半年，其中4季度又好于其他3个季度。综上，认为猪肉市场Q3/Q4总体供需格局趋紧，猪价有望逐季抬高。预计，猪价在4季度末或2023年1-2月可触碰阶段性高点30元/公斤。

图：18.1月-22.6月，全国猪料产量（万吨）



图：4季度屠宰量通常高于其他季度



2.5 原粮价格高位回落，养殖成本端将逐渐改善

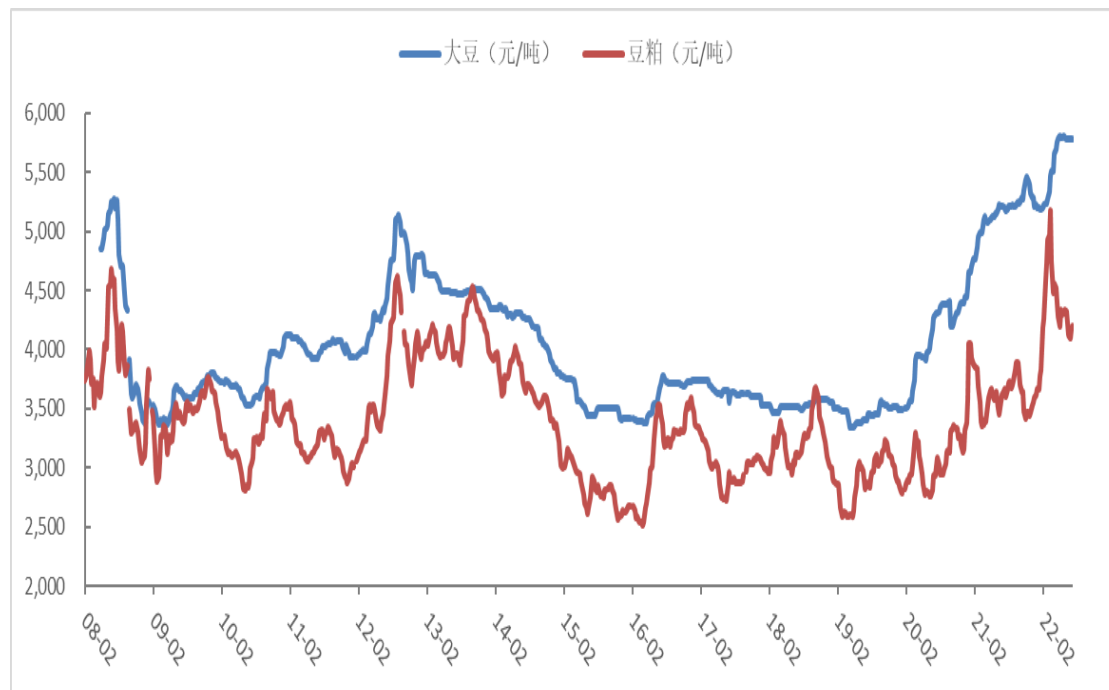
原粮价格跟随油价高位回落，养殖成本端逐渐改善

受宏观经济预期由通胀转为滞涨甚至衰退的影响，全球大宗商品价格普遍回落。随着北半球粮食Q3进入收获季节，库存上升，粮价仍有一定回落空间。玉米和豆粕是饲料的主要原料，是影响养殖成本的核心要素。随着饲料价格的回落，养殖成本端下半年将得到改善。

图：06.07月至今，全国22省市玉米均价（元/公斤）



图：08.02月至今，全国大豆/豆粕均价（元/吨）



2.5 投资建议及观点

投资观点：从扭亏为盈到盈利扩大，给予行业看好评级。首选“降本量增业绩弹性大”公司

1、新周期不同之处：猪价和盈利波动超出正常周期，产能修复或缓慢，预计下半年行业盈利逐季扩大

2、从大幅亏损到迅速扭亏为盈，**首选降本量增业绩弹性大**的公司。

投资建议：主要关注低成本且启动扩张的牧原以及降本和量增明显业绩弹性大的天康、金新农、唐人

代码	公司	出栏量（万头）				其他业务		头均市值（元/头）			总市值（亿元）
		2020	2021	2022E	2023E	利润	对应市值	当前（对应23年出栏）	合理目标	当前距合理	2022-07-19
002157	正邦	955	1493	700	800	2	30	2178	5538	154%	204
002124	天邦	306	428	500	600	0	0	2455	5538	126%	147
300498	温氏	954	1322	1800	3000	30	300	4189	5538	32%	1557
002714	牧原	1811	4026	5300	6000	0	0	5474	7385	35%	3284
002567	唐人神	102	154	200	300	3	30	2891	5538	92%	117
603363	傲农	137	211	350	520	2	20	3384	5538	64%	196
002100	天康	134	160	220	350	6	80	2578	5538	115%	170
600975	新五丰	70	42	100	200	0.3	3	3585	5538	54%	75
603609	禾丰	50	80	80	100	5	50	4327	5538	28%	93
000876	新希望	829	998	1300	1800	30	350	2288	5538	142%	762
002548	金新农	80	107	130	200	1	12	1987	5538	179%	52
603477	巨星	32	80	150	300	0.5	7.5	5604	6646.5	19%	176
2385	唐人神	185	431	500	800	5	175	1591	5538	248%	802

请务必阅读

本报告之后免责声明条款部分

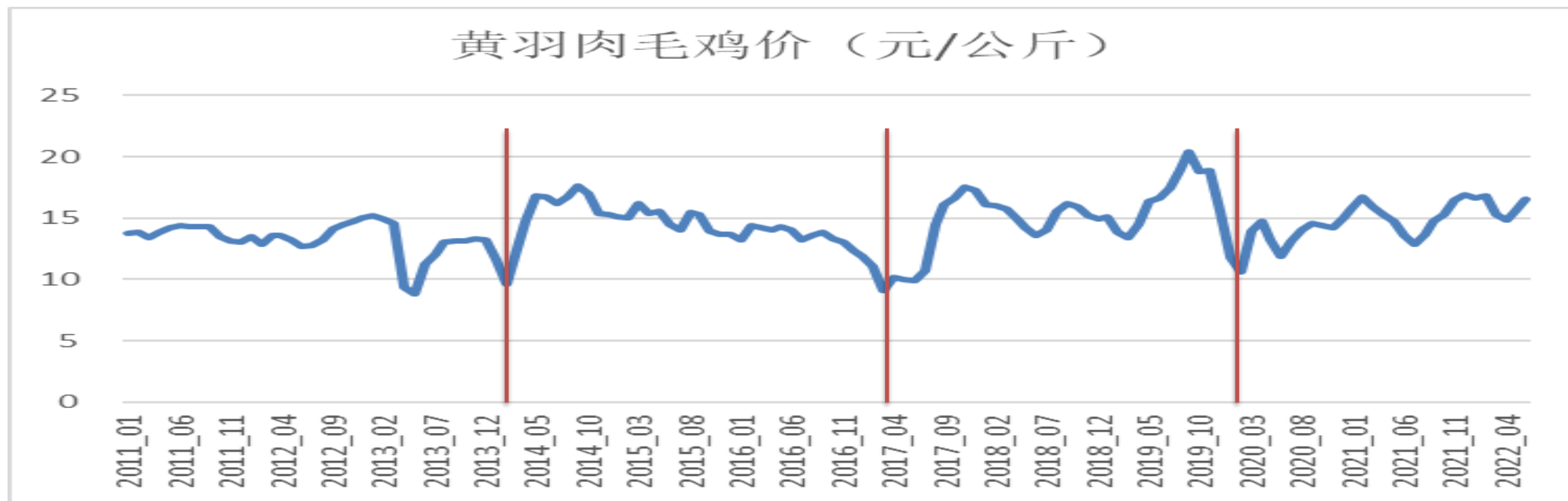
守正出奇 宁静致远

3.1 黄鸡产业处于新周期，鸡价波动上行

黄鸡产业处于新周期，鸡价震荡上涨，近期再次冲击本轮高点

2011年以来，黄鸡经历了2个完整大周期，核心驱动因素是13-17年的H7N9禽流感疫情。2020年初，新冠疫情爆发，活禽调运暂停，餐饮消费低迷，行业产能去化，鸡价断崖式下跌，到20年5月触底后震荡上涨，目前已经运行到了成本线上方。

图：2011年至今，全国黄羽肉毛鸡均价走势

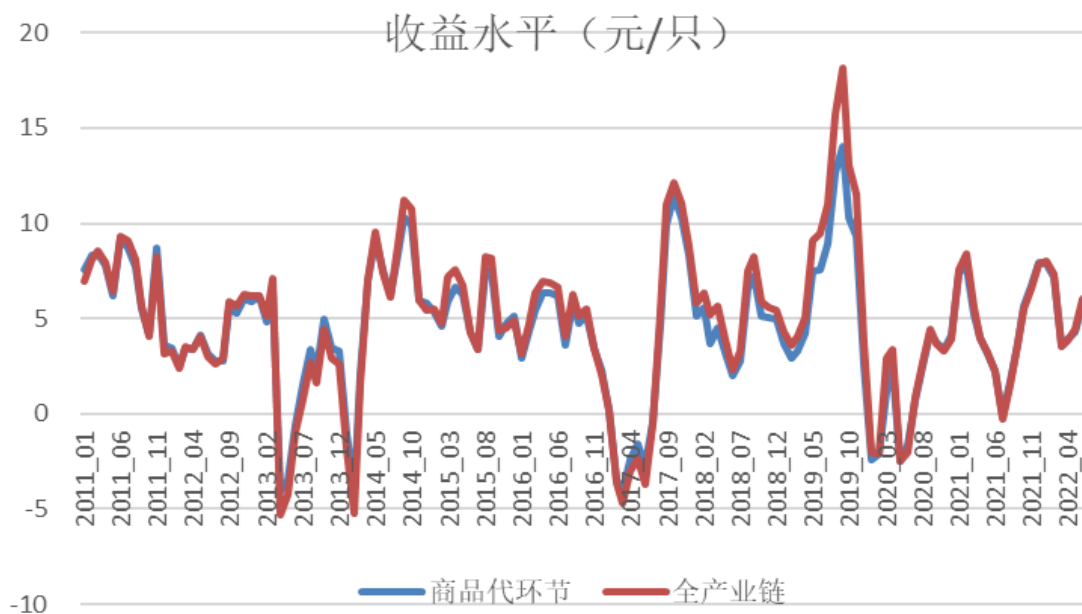


3.2 黄鸡产业处于新周期，盈利中枢上升

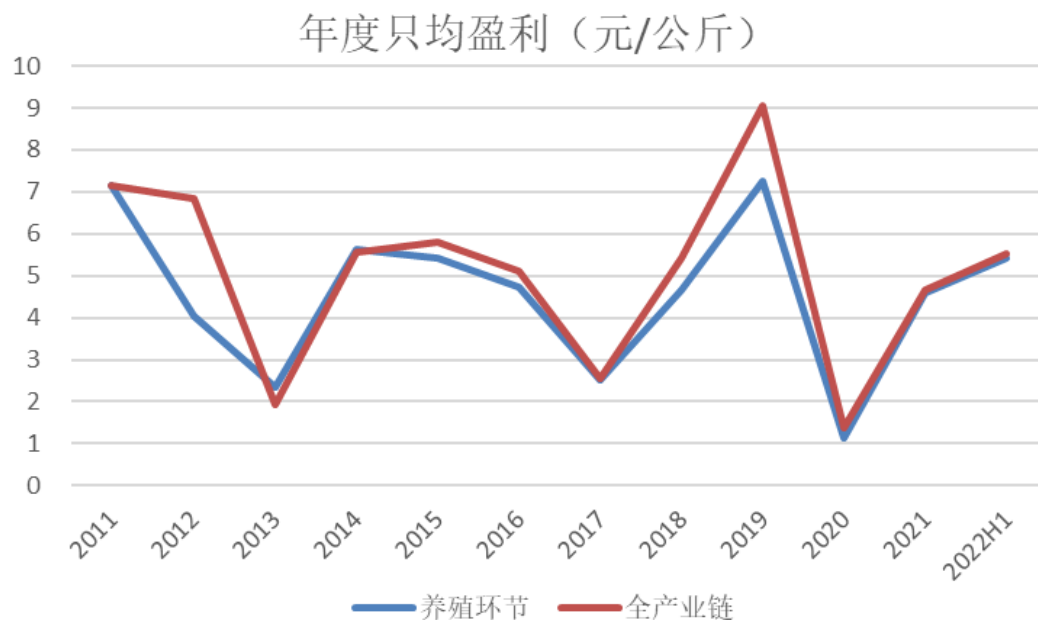
特征：鸡价温和上行，行业盈利中枢稳步上升

- 22/H1鸡价温和上行，波动区间12-17元/公斤，均价15.96元/公斤，较上年同期15.33元/公斤涨4%；
- 行业盈利中枢稳步上移。据统计，22/H1，商品代养殖环节只均盈利5.43元，较上年同期4.94元增9.91%，产业链一体化模式只均盈利5.53元，较上年同期5.16元增7.18%，盈利处于历史中上水平；

图：2011年至今，黄鸡出栏只均盈利变化



图：11-22年，黄鸡出栏年化只均盈利变化

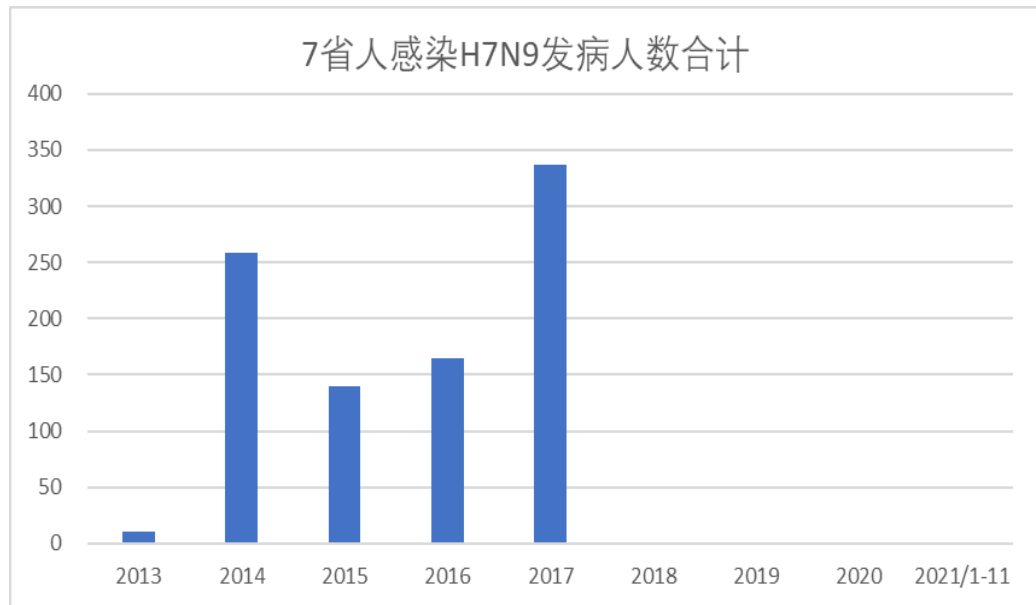


3.3 消费逐渐复苏，拉动鸡价和盈利中枢继续上移

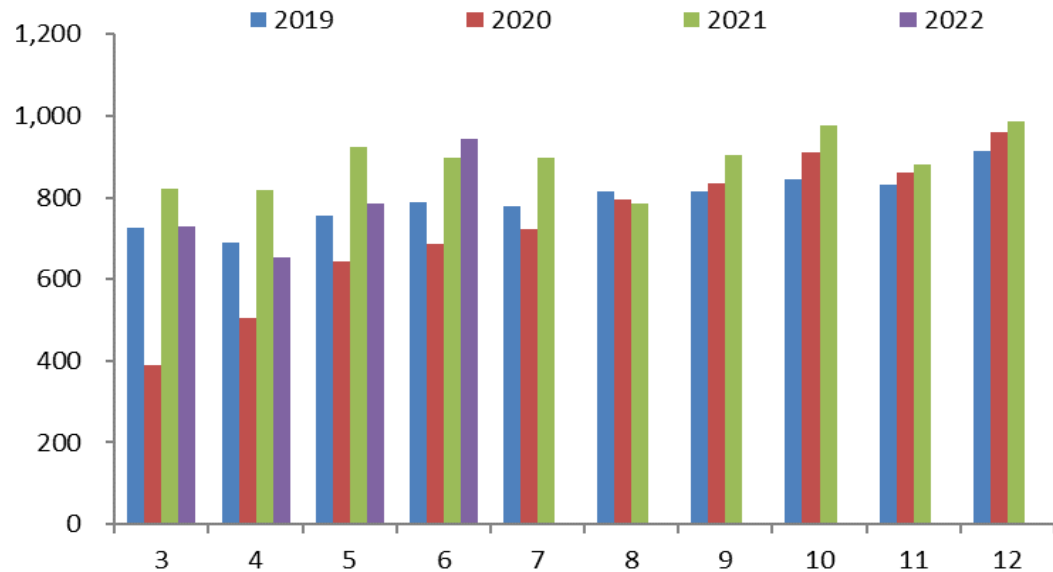
受疫情影响，22/Q1消费回落，Q2回升，预计22/H2继续回升

22/Q1，新冠疫情影响餐饮。22/Q2，随着疫情减弱，餐饮消费逐渐恢复至疫情前水平。22/06月，限额以上餐饮企业收入总额945亿元，同减2.2%，较19/10增19.8%。下半年节日增多，节日效应和猪价传导效应有望共同拉动餐饮和家庭消费增长，带动鸡价和养鸡行业盈利中枢上移。

图：2018年以后，人感染H7N9发病人数清零



图：19/3-21/10，限上餐饮企业收入总额（亿元）

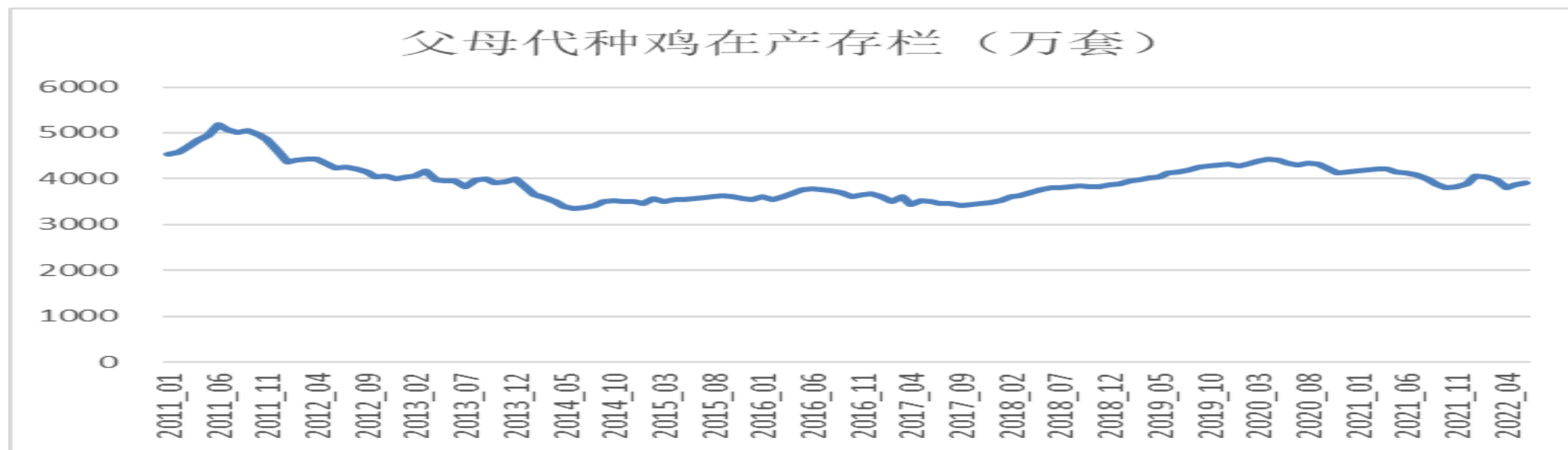


3.4 产能去化充分，下半年供给端仍偏紧

产能自20年5月逐渐下滑，目前处于近10年来相对底部区域

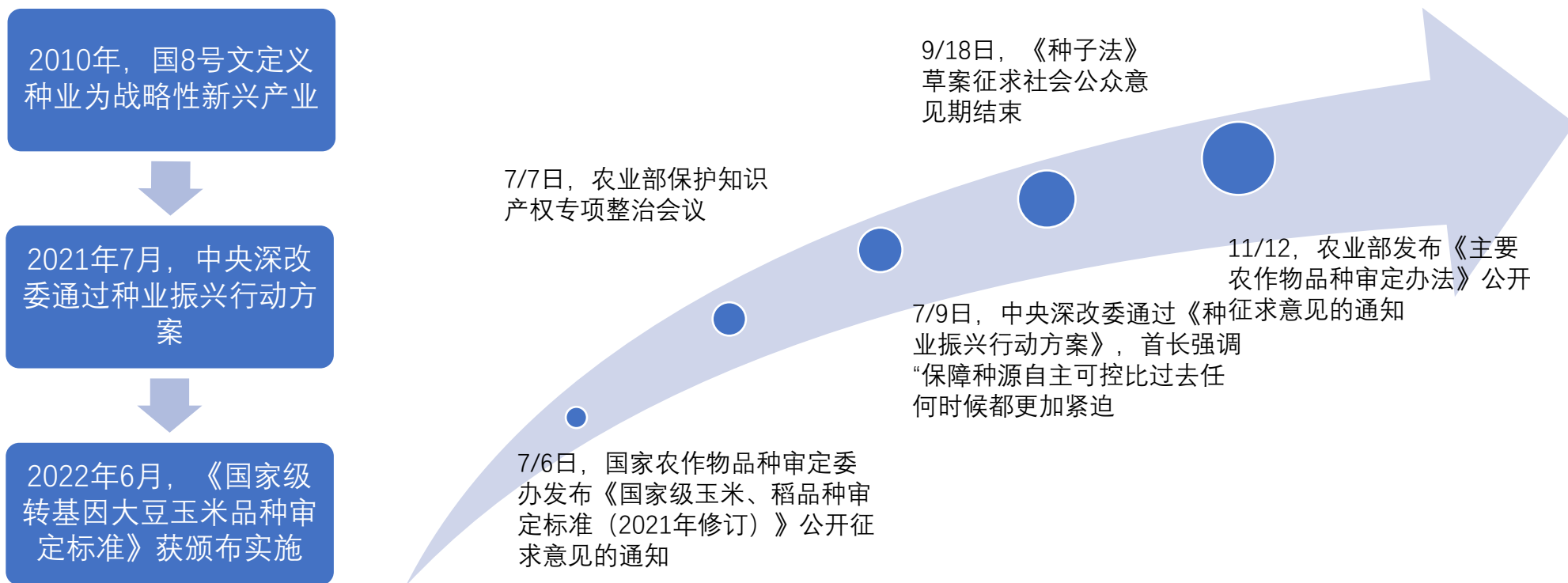
受新冠疫情影响，行业主动淘汰产能，种鸡存栏自20年4月见顶后逐渐下滑。截至2022年6月末，全国父母代在产存栏3913万套，较周期高点减11.51%，处于2011年以来底部区间；根据生产周期，预计到2022年底黄鸡供给仍偏紧，叠加消费增长，共同推动鸡价上涨，预计下半年毛鸡均价超16元/公斤。投资建议：从盈利复苏到盈利扩大，首选量增弹性大的公司，重点推荐立华股份，一并关注温氏股份和湘佳股份。

图：01/11-11/21，全国父母代在产存栏变化



4.1 中国种业利好政策落地，行业将进入全新发展期

2021年下半年以来，种业各项利好政策密集发布。2021年12月，新种子法正式落地；2022年6月，《国家级转基因大豆玉米品种审定标准》获准颁布实施。随着政策的落地实施和转基因种子产品的正式上市，种业将迎来新的快速发展期。



4.2 投资建议及观点

国内主粮转基因商业化，玉米和大豆先行。玉米和大豆转基因技术研发门槛高，早期布局的企业将获得领先优势，市场份额有望迅速扩大。

投资建议：关注在转基因研发和产品布局方面具有领先优势的大北农和隆平高科，即将IPO上市的先正达，以及具有种质资源和品种组合优势的登海种业。

图：2020-2022年，隆平高科参股的杭州瑞丰和大北农的转基因产品率先获得安全证书

转化事件	研发单位	基因	抗玉米螟	批准阶段
双抗12-5（适用全国）	浙江大学/杭州瑞丰	cryAb、cry2Aj、G10evo-epsps、CDP450、cp4epsps	高抗玉米螟、棉铃虫、粘虫等，抗草甘膦	安全证书（获批）
GAB-3	浙江大学/杭州瑞丰	cryAb、cry2Ab、G10evo-epsps	高抗玉米螟、棉铃虫、粘虫等	生产性实验
DBN9858（庇护所）	大北农	epsps、PAT	抗草甘膦、草铵膦	安全证书（获批）
DBN9936	大北农	cryAb、CP4-epsps	抗玉米螟、抗草甘膦	安全证书（获批）
DBN9501	大北农	cryAb、CP4-epsps	抗玉米螟、抗草甘膦	安全证书（获批）
DBN9004	大北农	cryAb、CP4-epsps	抗草甘膦、草铵膦	安全证书（获批）
BT11 × MIR162 × GA21	隆平高科	cry1Ab、pat、Vip3Aa20、mepsps	高抗玉米螟、棉铃虫、粘虫等，抗草甘膦	安全证书（获批）

资料来源：隆平高科公告、大北农公告、先正达公告、登海种业公告、中国种子集团

有关公告

正出奇 宁静致远

5 重点推荐个股

图：重点推荐个股盈利预测

代码	名称	最新评级	EPS				PE				股价 2022/07/19
			2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E	
000876	新希望	增持	1.17	(2.20)	(0.20)	1.40	14.50	(7.71)	(84.68)	12.08	16.97
300761	立华股份	买入	0.63	(0.98)	1.65	3.54	62.61	(40.21)	23.84	11.13	39.39
002567	唐人神	买入	1.07	(1.00)	(0.04)	1.32	9.17	(9.80)	(241.03)	7.43	9.81
002311	海大集团	买入	1.60	0.96	1.59	2.76	36.58	60.96	36.76	21.22	58.52
601952	苏垦农发	买入	0.49	0.53	0.69	0.78	26.47	24.47	18.72	16.71	12.97
002041	登海种业	增持	0.12	0.26	0.38	0.52	171.70	75.24	52.08	37.99	19.90
002548	金新农	增持	0.36	(1.60)	1.05		21.17	(4.76)	7.26		7.62
002714	牧原股份	增持	10.80	1.28	1.31	5.65	5.75	48.52	47.30	10.99	62.10
600201	生物股份	增持	0.38	0.34	0.40	0.52	22.89	25.59	21.92	16.83	8.70
300498	温氏股份	增持	1.18	(2.11)	(0.29)	2.00	20.55	(11.44)	(82.90)	12.08	24.15
002100	天康生物	增持	1.70	(0.62)	0.33	1.92	7.36	(20.18)	37.91	6.52	12.51
688526	科前生物	买入	1.38	1.23	1.28	1.67	18.10	20.31	19.54	14.99	24.98
000876	新希望	增持	1.17	(2.20)	(0.20)	1.40	14.50	(7.71)	(84.68)	12.08	16.97
300761	立华股份	买入	0.63	(0.98)	1.65	3.54	62.61	(40.21)	23.84	11.13	39.39

风险提示

- 1、非洲猪瘟病毒变异或其他突发疫病爆发，影响生猪生产；
- 2、畜禽、水产价格、玉米等农产品价格大幅下跌；
- 3、种业等政策变化不及预期；
- 4、全球疫情进一步恶化，影响食品消费；
- 5、全球经济下滑，居民收入、支出增速回落，消费能力进一步受抑制；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

销售人员

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号D座
投诉电话： 95397
投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



期待与您合作!

THANKSFORWATCHING