

掘金安全自主，拾珠周期景气

农业 2023 年年度策略

核心观点

- **安全主线：种业自主，护航国家安全。** 1) **粮食：**二十大报告将“粮食安全”依然放在重要位置，表现出其对人民生活的重要意义。国内饲料粮依然面临着缺口问题，而在今年东北天气冲击、饲用需求恢复下，玉米缺口预计扩大至 2500 万吨，补足缺口的手段正在逐步减少，提升玉米种植效率迫在眉睫。2) **种子：**经历政策的陆续修订，国内转基因涉及的重要法规基本完善，转基因种子静待商业化的最后一块拼图“品种审定”即可开启制种和销售，以最快进度计，若今年品种审定名单可以获批，种企将在 23-24 年迎来业绩爆发期，种企业经营格局有望迎来革命性变化。3) **白鸡：**长期以来，我国白羽肉鸡种源一直依赖进口，而受到今年以来的海外禽流感冲击，白鸡种源自主可控再度提上日程，2021 年我国审定通过 3 个大中型白羽肉鸡品种，其中圣泽 901 产能储备充分，2022 年底父母代产能将突破 1750 万套，外部不确定性有望提振国产推广速度，白鸡种源有望实现国产替代。
- **周期主线：景气轮替，迎接周期兑现。** 1) **生猪：**2022 年猪价如期见底回升，但在分歧之下，生产决策短多长空，5 月以来，能繁母猪的环比增幅始终未超过 1%，偏弱的补栏数据或提升周期下行后的猪价中枢，我们预计 2023 年生猪均价仍将在 20 元/公斤左右，对于成本表现坚挺与出栏量高增长的猪企而言，仍可兑现丰厚业绩。2) **肉鸡：黄鸡方面，**今年以来黄鸡价格持续上行，但由于父母代环节盈利尚在积累初期，叠加部分散养户的退出，本轮周期补栏速度偏缓慢，1-9 月父母代鸡苗销量 4670.7 万套，同比增加 0.3%，预期后续价格回落或有限；**白鸡方面，**受航班熔断、禽流感影响，1-10 月祖代白羽肉雏鸡更新量 71.6 万套，同比下降 31.7%，叠加种鸡性能下降，产能短缺基本确立，预计价格反转自明年 Q2 开启，并将按照“父母代鸡苗→商品代鸡苗→商品代毛鸡”的代际关系逐级依次反应。3) **油料：大豆方面，**2022/23 全球大豆产量将达到 3.91 亿吨，同比增加 9.8%，由于南美是新作增产的主力，大豆供应近少远多，在南美增产不能证伪的当下，预计大豆价格未来稳步回落；**菜籽方面，**22/23 年度全球油菜籽预计产量 8482 万吨，同比增长 14.8%，库消比增加 3.1pct 至 8.9%，由于加拿大的增产基本落地，远期供应预计恢复，随着进口量的提升，菜系价格有望回落。

投资建议与投资标的

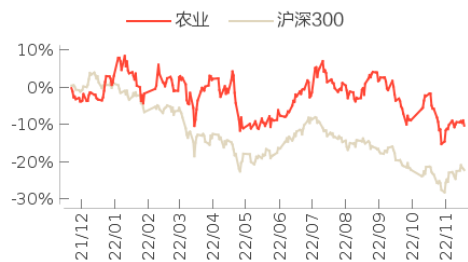
- **安全主线之种植：**玉米产需缺口问题依然是行业阵痛，长期来看效率提升依然是保证国内谷物供应格局改善的重要途径，关注种子与种植企业**大北农、隆平高科、登海种业、苏垦农发、北大荒。**
- **安全主线之养殖：**海外禽流感疫情催化自主种源进口替代，关注具备自主种源并有望实现父母代种鸡推广的**圣农发展。**
- **周期主线之养殖：**猪价预期调整有望推动板块估值修复，关注**牧原股份、温氏股份、新希望、傲农生物**；全年更新量不足逐渐明朗化，白鸡有望迎来周期反转，关注**圣农发展、禾丰股份、仙坛股份、益生股份、民和股份**；黄鸡补栏速度缓慢，景气周期有望延长，关注**立华股份**。随着养殖反转，饲料、动保企业盈利预期恢复，关注**海大集团、禾丰股份、科前生物。**
- **周期主线之油脂：**关注油脂油料成本下降带来的盈利修复的油脂加工企业**金龙鱼、道道全。**

风险提示

农产品价格波动风险、疫病风险、政策风险、行业竞争与产品风险、假设条件发生变化风险等。

行业评级 看好 (维持)

国家/地区	中国
行业	农业行业
报告发布日期	2022 年 11 月 22 日



证券分析师

张斌梅	021-63325888*6090 zhangbinmei@orientsec.com.cn 执业证书编号: S0860520020002 香港证监会牌照: BND809
-----	--

联系人

樊嘉敏	fanjiamin@orientsec.com.cn
肖嘉颖	xiaojaying@orientsec.com.cn

相关报告

新旧周期接力，概念成长换挡：农业行业 2022 年年度策略	2021-11-24
景气为锚，再看成长：农业行业 2021 年年度策略	2020-12-21

目录

种业自主，护航国家安全	6
粮食：谷物缺口持续，供应压力仍存	6
种子：种业振兴深入，转基因推广临近	9
白鸡：外部风险加剧，国产推广提速	10
景气轮替，迎接周期兑现	13
生猪：估值见底，预期重塑	13
预期疲软，生产决策短多长空	14
价格重估，产能指引预期上移	15
估值见底，关注猪企兑现能力	17
肉鸡：黄鸡景气，白鸡接力	18
引种断档，白鸡周期启动在即	18
补栏偏弱，黄鸡景气或可持续	20
养殖配套：下游回暖，配套受益	21
困境已过，饲料改善节点来临	21
周期反转，动保业绩明显修复	23
油料：近强远弱，静待拐点	25
美豆减产落地，新作聚焦南美	25
菜籽增产确认，远期供应恢复	26
投资建议	29
风险提示	29

图表目录

图 1: 近年来玉米与小麦价格位于高位.....	6
图 2: 预计 22/23 年度国内玉米存在减产压力.....	7
图 3: 农业部预计产量上升依赖单产上升.....	7
图 4: 饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比.....	7
图 5: 预计 2022/23 年度玉米饲用需求上升.....	7
图 6: 2021 至 2022 年累计定向稻谷成交量 4462 万吨.....	8
图 7: 小麦拍卖成交量明显下降.....	8
图 8: 全球（除中国）玉米产量下降、缺口扩大.....	8
图 9: 全球玉米主产国产量预期变化.....	8
图 10: 国内进口替代谷物有所下降.....	9
图 11: 进口替代谷物的价格正在攀升.....	9
图 12: 转基因商业化流程.....	10
图 13: 2005-2021 年祖代白羽肉雏鸡更新数量.....	11
图 14: 白羽肉鸡苗价格波动剧烈.....	11
图 15: 全国祖代白羽肉雏鸡品种分布情况.....	11
图 16: 我国进口种用白羽肉鸡来源国家结构.....	11
图 17: 全球禽流感疫情情况.....	12
图 18: 10 月美国报告家禽禽流感 93 起.....	12
图 19: 10 月野生禽类检测出感染禽流感疫情数 499 只.....	12
图 20: 国内自繁比例不断提高.....	13
图 21: 圣泽种鸡产能规划.....	13
图 22: 本轮猪价周期仍处于上行阶段.....	14
图 23: 生猪出栏量同比降幅较小.....	15
图 24: 定点屠宰企业屠宰量减少明显.....	15
图 25: 5 月以来能繁母猪环比增幅持续偏低.....	15
图 26: 本轮周期能繁母猪价格表现疲软.....	15
图 27: 9 月下旬以来生猪期货主力合约贴水于现货.....	16
图 28: 生猪期货价格持续下探.....	16
图 29: 能繁母猪同比拐点对应 10 个月后猪价拐点.....	17
图 30: 猪价与生猪养殖指数.....	18
图 31: 猪价与牧原股份头均市值.....	18
图 32: 前三季度祖代白羽肉雏鸡更新量明显下降.....	19
图 33: 种用肉鸡进口量在 5-7 月出现断档.....	19
图 34: 2022Q1-3 祖代更新品种构成.....	19

图 35: 2021 年国内白羽肉鸡出栏量达到 58.1 亿只.....	20
图 36: 白羽肉鸡消费结构.....	20
图 37: 上市白羽肉鸡公司所处产业链的不同环节.....	20
图 38: 父母代黄羽肉种鸡存栏量下降.....	21
图 39: Q2 以来黄羽肉鸡价格持续上行.....	21
图 40: 父母代环节盈利水平仍需积累.....	21
图 41: 父母代黄羽肉种鸡补栏速度偏慢.....	21
图 42: 8 月全国饲料产量 2635 万吨, 环比增加 7.2%.....	22
图 43: 饲料产量同比有所下降, 但环比开始改善.....	22
图 44: 8 月全国猪料产量 1067 万吨, 环比增加 8.5%.....	22
图 45: 猪料产量变化和行业存栏变化具有较高相关性.....	22
图 46: 8 月全国蛋禽料产量 253 万吨, 环比增加 3.2%.....	23
图 47: 8 月全国肉禽料产量 789 万吨, 环比增加 6.2%.....	23
图 48: 8 月全国水产料产量 369 万吨, 同比增加 3%.....	23
图 49: 水产品价格仍处于历史高位.....	23
图 50: 2022Q3 猪用疫苗批签发数量同比增加 32%.....	24
图 51: 2022Q1-3 猪细小病毒苗批签发数同比持平.....	24
图 52: 2022Q1-3 口蹄疫批签发数同比增长 5.6%.....	24
图 53: 2022/23 全球大豆产量将达到 3.90 亿吨, 库消比 26.4%.....	25
图 54: 22/23 新作大豆主要产量变化国.....	25
图 55: 22/23 年度南美 3 国预计大豆收获面积增加 3.5%.....	25
图 56: 22/23 年度南美 3 国大豆单产明显增加.....	25
图 57: 南美大豆生长周期.....	26
图 58: 外盘大豆期货价格弱于国内大豆现货价格.....	26
图 59: 22/23 年度全球油菜籽预计产量 8482 万吨, 同比增长 14.8%.....	26
图 60: 22/23 年度油菜籽主产国增产预期.....	26
图 61: 22/23 年度加拿大油菜籽预计单产上升 47.4%.....	27
图 62: 加拿大 NDVI 好于去年.....	27
图 63: 菜籽当月进口情况.....	27
图 64: 菜籽油当月进口情况.....	27
图 65: 加菜籽压榨量预期持续恢复.....	28
图 66: ICE 油菜籽期货价格中枢回落.....	28
图 67: 油厂菜籽库存情况.....	28
表 1: 政策陆续颁布支持转基因发展.....	9
表 2: 转基因玉米增量市场空间测算(单位: 亿元).....	10
表 3: 圣泽 901 种鸡性能与国外品种对比.....	13

表 4: 圣泽 901 肉鸡性能与国外品种对比	13
表 5: 历年猪价上行周期回顾	14
表 6: 各省份腌腊启动时间	16
表 7: 2023 年生猪价格季度预测表	17
表 8: 主要生猪养殖上市公司出栏量与成本统计	18
表 9: 2022Q1-3 上市动物疫苗公司收入增速	24

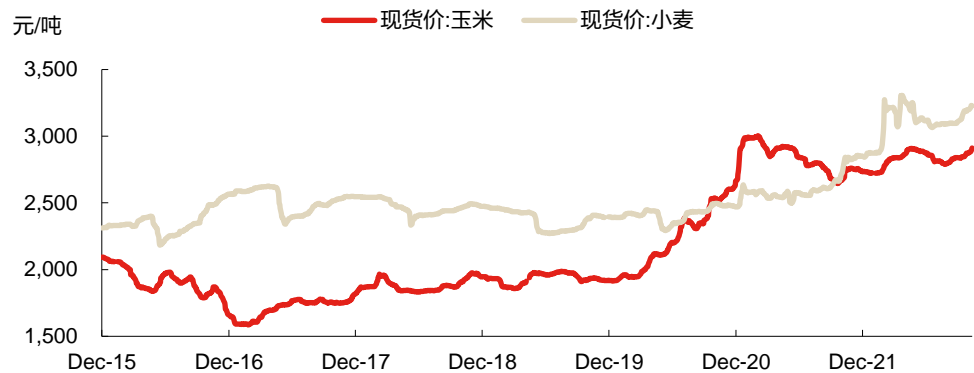
种业自主，护航国家安全

农业是关系国计民生的基本问题，在外部环境纷繁复杂的当下，二十大报告将“粮食安全”依然放在重要位置，表现出其对人民生活的重要意义。在消费升级的当下，大食物观框架的粮食安全已不仅仅局限于口粮的安全，也逐步延伸到蛋白肉类的安全，其一方面表现为我国近年来始终面临着的饲料粮缺口；另一方面表现为对海外畜禽种源的依赖。围绕这一主线，政策始终支持源头种业的技术研发和发展，随着商业化落地，种业振兴已经从概念蓝图进入实际推广，引领粮食供应格局发生革命性变化。

粮食：谷物缺口持续，供应压力仍存

2022 年前三季度在经历俄乌冲突、衰退交易、养殖与深加工利润倒挂等因素，玉米与小麦价格出现了宽幅调整，随着旧作玉米以翘尾行情结束，新作玉米的缺口炒作拉开帷幕。

图 1：近年来玉米与小麦价格位于高位

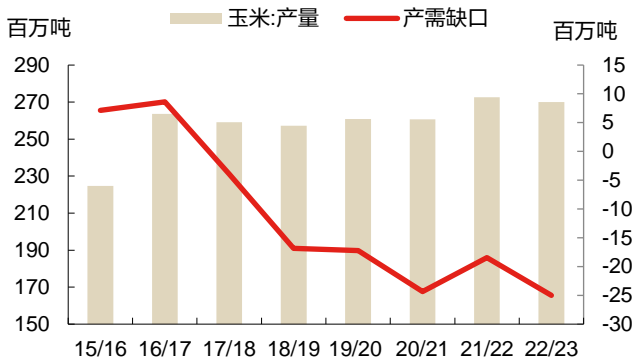


数据来源：汇易网，东方证券研究所

缺口出发，新作玉米或面临缺口放大隐忧。供需缺口已是难以消弭的问题，而新作玉米正在放大缺口的预期。

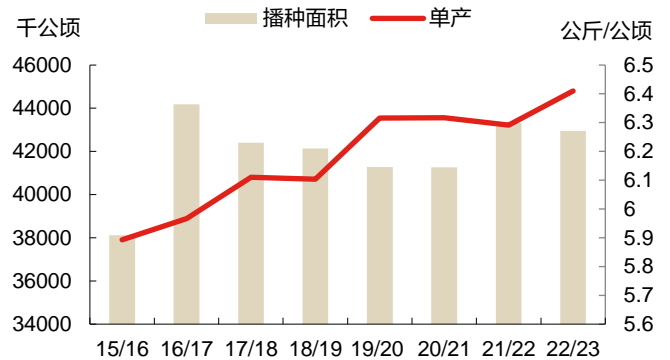
- 产量压力：**农业部在 11 月的平衡表中对 22/23 年度玉米的产量预期在 2.75 亿吨，与旧作相比略增 1%，但由于本年度大豆对玉米面积的替代导致面积下降，产量持平依赖单产的提升，实际今年玉米种植季的天气情况并不乐观，尤其是 6-7 月东北的极端降雨，导致东北玉米作物区出现了内涝灾害，USDA FAS 预计东北玉米产量下降 400 万吨，但黄淮海地区涨势较好，增产预计 150 万吨，合计估计较预期减产 250 万吨，预期 2.7 亿吨，同比减少 0.9%。

图 2：预计 22/23 年度国内玉米存在减产压力



数据来源：USDA FAS，东方证券研究所

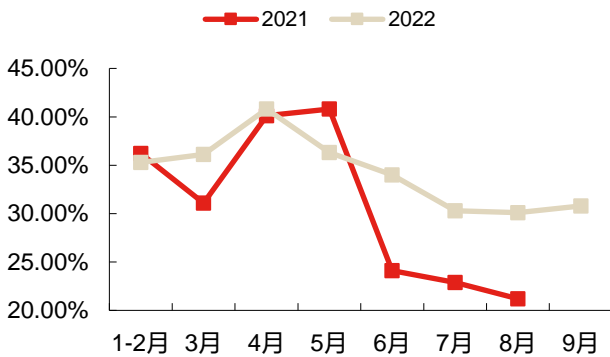
图 3：农业部预计产量上升依赖单产上升



数据来源：农业部，东方证券研究所

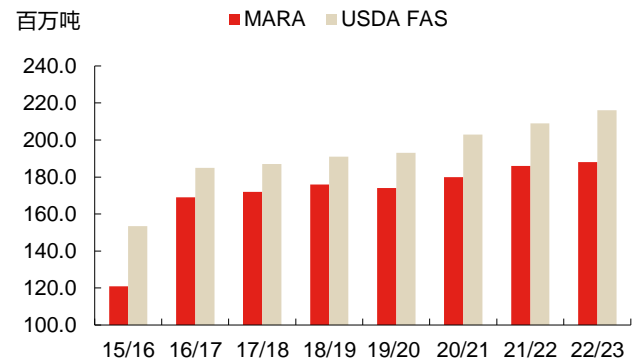
- **需求上升**：虽然生猪存栏走低，但是受到小麦高价退出饲用领域的影响，玉米饲用占比回升。1-8 月配合饲料玉米添加比例已经达到 35%，同比增加 4%。同时，新粮也面临着下游养殖利润回暖带动的补栏需求对饲用消费预期的重估。目前，农业部预期新作玉米饲用需求增加 200 万吨至 1.88 亿吨；USDA FAS 预测新作玉米饲用与损耗需求增加 600 万吨至 2.16 亿吨。

图 4：饲料企业生产的配合饲料中玉米用量占比



数据来源：中国饲料工业协会，东方证券研究所

图 5：预计 2022/23 年度玉米饲用需求上升

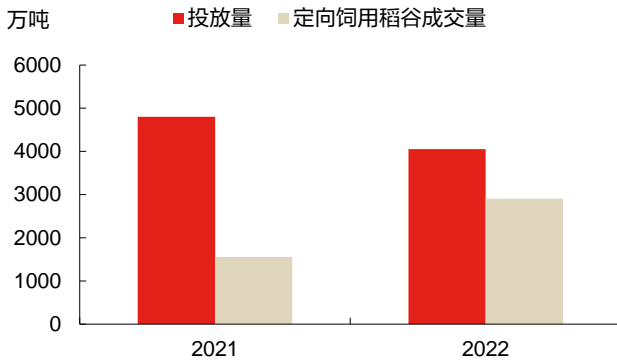


数据来源：USDA FAS，农业部，东方证券研究所

在缺口存在且放大的预期下，价格的趋势指向对缺口的交易，但定价的关键在于缺口的填补。

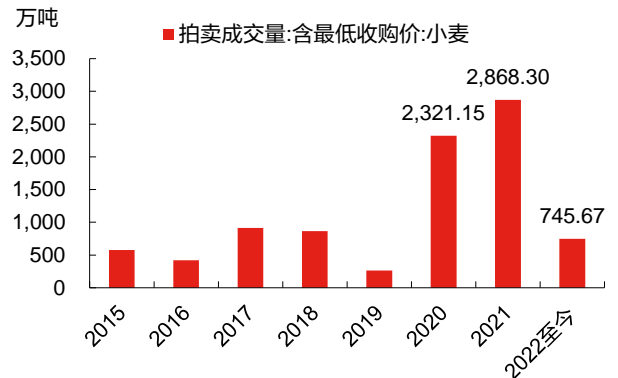
- **稻麦替代量或逐步走弱**。在 2020 年国储玉米库存见底后，陈稻谷和小麦同样作为主粮是替代玉米作为饲用的主要品种，但随着近 2 年持续大量的抛售，陈稻谷去库存任务基本完成，2021 至 2022 年累计定向稻谷成交量达到 4462 万吨；小麦价格则进入高位，丧失对玉米的性价比，2022 年至今拍卖成交量 745.67 万吨，下滑明显。

图 6：2021 至 2022 年累计定向稻谷成交量 4462 万吨



数据来源：Mysteel，东方证券研究所

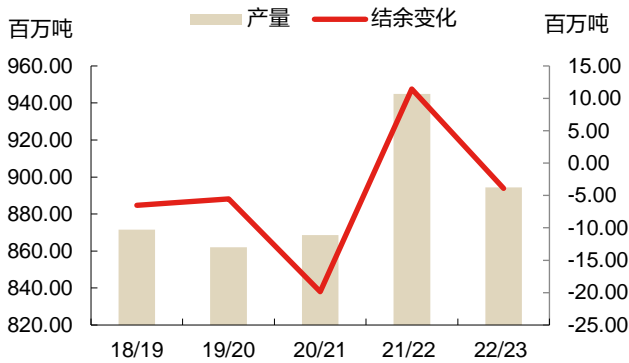
图 7：小麦拍卖成交量明显下降



数据来源：国家粮食交易中心，东方证券研究所（截止 2022.11.21）

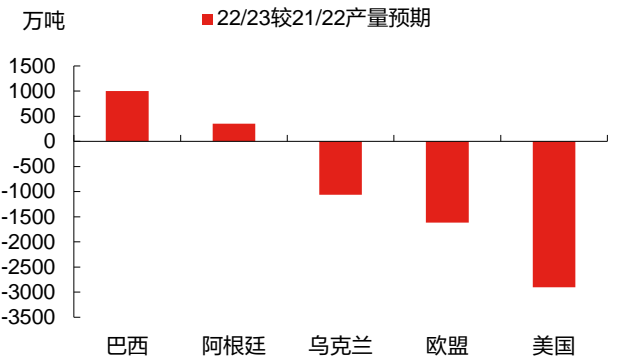
- 进口玉米成本上升。**北半球种植季的高温干旱叠加俄乌冲突导致全球玉米产量下降明显，根据 USDA11 月供需平衡表，22/23 年全球（除中国）玉米产量预估 8.94 亿吨，同比减少 5.3%，产需缺口 390 万吨，美国、欧盟、乌克兰均出现明显减产，外盘玉米价格推升国内进口成本，或进一步抬高国内现货成本。

图 8：全球（除中国）玉米产量下降、缺口扩大



数据来源：USDA，东方证券研究所

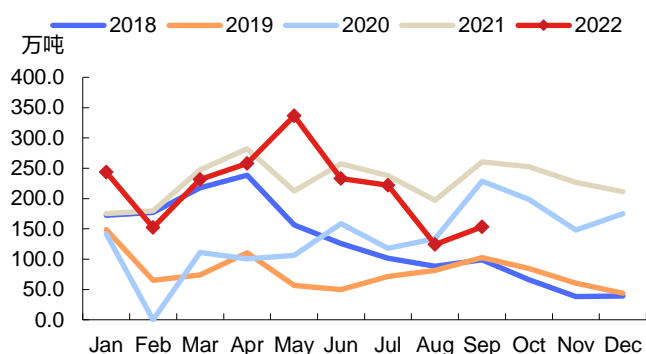
图 9：全球玉米主产国产量预期变化



数据来源：USDA，东方证券研究所

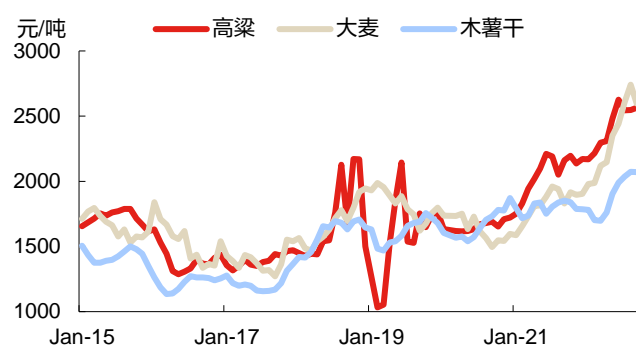
- 进口谷物性价比降低。**1-9 月国内其他谷物（高粱、大麦、木薯干）累计进口量 2049.4 万吨，同比下降 4.6%，但是受到全球谷物价格上涨以及人民币贬值的影响，进口谷物的性价比优势正在逐步丧失，近几个月趋势下行明显，9 月单月进口同比降幅达到 37%。美国高粱的报价在过去六个月里上涨了 20%以上，达到 507 美元（3500 元人民币）。截至 2022 年 9 月初，中国仅持有 6.8 万吨美国 2022/23 年度高粱合同，比去年同期减少 95%。

图 10：国内进口替代谷物有所下降



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 11：进口替代谷物的价格正在攀升



数据来源：海关总署，东方证券研究所

综合来看，新一年度玉米面临的内外部环境明显变化，过去以低成本替代谷物来填补缺口的难度上升，而在玉米紧平衡的状态下，相关谷物的保供稳价的诉求进一步提升，预计在下一年度春播到来之前，谷物价格或维持高位震荡。

种子：种业振兴深入，转基因推广临近

稳住粮食安全基本盘，种业振兴最为关键。粮食安全始终是国家安全的关注重点，二十大报告中明确指出要全方位夯实粮食安全根基，强化农业科技和装备支撑。在耕地面积有限，供应缺口持续的当下，政策指向种植高效率革命是纾困当前谷物缺口的首要办法。

多项政策法规陆续出台，为转基因商业化落地保驾护航。2022年1月21日，《农业转基因生物安全评价管理办法》、《农业植物品种命名规定》、《农作物种子生产经营许可管理办法》、《主要农作物品种审定办法》修改后重新发布，本次修改对转基因品种审定做出具体说明，优化了安全评价申报要求，为我国转基因商业化打下基础。3月1日，第四次修改的《种子法》正式实施，新《种子法》加大了对品种权的保护力度，从知识产权维度做好转基因商业化准备。6月8日，农业农村部官网发布《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》、《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》，为转基因在法规层面完成最后一步。

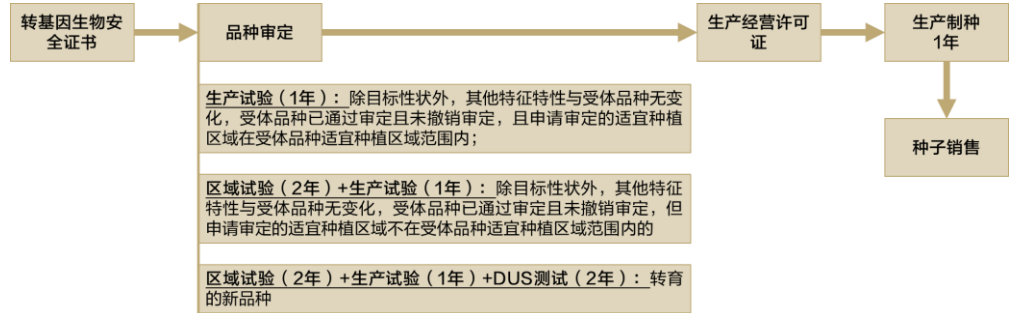
表 1：政策陆续颁布支持转基因发展

时间	文件名	内容
2022年1月21日	《农业转基因生物安全评价管理办法》《农业植物品种命名规定》《农作物种子生产经营许可管理办法》《主要农作物品种审定办法》修改后重新公布	对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作出修改，补充完善转基因品种审定的流程、材料以及转基因作物种子生产经营许可的条件和命名规则。
2022年3月1日	第四次修改的《种子法》正式实施	加大新品种权保护力度，加强种质资源保护，建立实质性派生品种制度，激励育种原始创新
2022年6月28日	《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）》	制定转基因大豆、玉米品种审定标准，为转基因在法规层面完成最后一步

数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

从转基因商业化流程看，在获得农业转基因生物安全证书后，转基因种子需要经过区域试验、生产试验、DUS 测试三步以通过品种审定，品种审定最快耗时 1 年，在此基础上，可以申请农作物种子生产经营许可证。2019 年以来我国共有 14 个玉米、大豆转基因项目获得农业转基因生物安全证书（生产应用），部分转基因种子已进入品种审定环节。以最快进度计，若今年品种审定名单可以获批，那么种子企业将在 23-24 年迎来业绩爆发期。

图 12：转基因商业化流程



数据来源：农业农村部，东方证券研究所

按照国际惯例，转基因性状公司的收入来源于农民使用转基因种子后的超额收益，从中收取一部分作为技术使用费，具体比例取决于转基因种子的市场竞争情况。根据我们 11 月 20 日发布的《转基因龙头迈上新征程——大北农首次覆盖报告》中的测算，转基因种子使用后，玉米每亩盈利增加 85 元/亩。假设农民、转基因性状公司、种子公司、渠道分别受益 75%、10%、10%、5%，则性状公司、种子公司、渠道在转基因玉米方面可以分别增收 8.5、8.5、4.3 元/亩。以 20/21 年度我国玉米种植面积 6.5 亿亩为基础，当渗透率达到 90%时，转基因玉米增量市场空间预计 125 亿元，其中性状公司和种子公司可获益 50 亿元，渠道商可获益 25 亿元。

表 2：转基因玉米增量市场空间测算（单位：亿元）

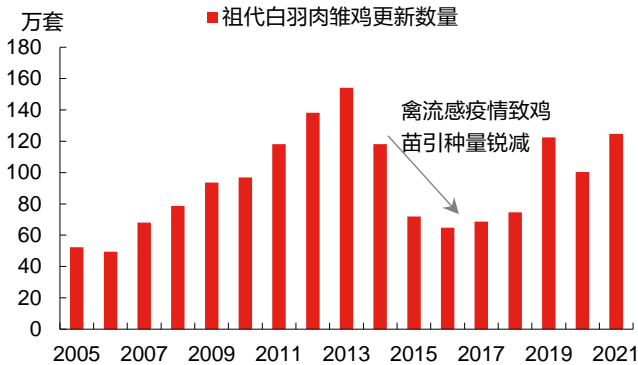
渗透率	性状	种子	渠道	总计
2.5%	1.4	1.4	0.7	3.5
20%	11.1	11.1	5.5	27.7
55%	30.5	30.5	15.2	76.2
80%	44.4	44.4	22.2	110.9
90%	49.9	49.9	25.0	124.8

数据来源：东方证券研究所

白鸡：外部风险加剧，国产推广提速

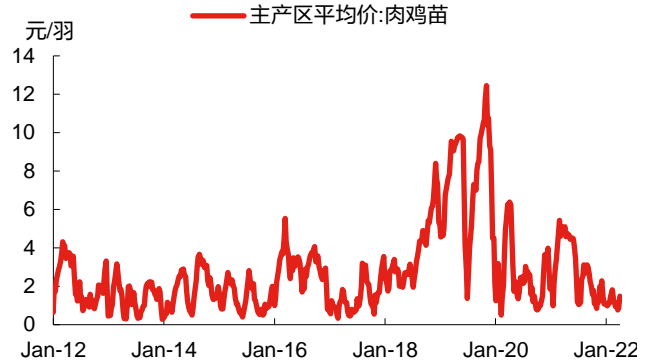
长期以来，我国白羽肉鸡种源一直依赖进口。2019 年以前，由于我国白羽肉鸡育种中断，生产中使用的原种鸡开始全部从国外引进，一旦国外供应商由于疫病或其他原因减少或停止输出种鸡，将会影响祖代鸡引种进度，而种源端调节频繁也会导致祖代鸡质量下降。

图 13：2005-2021 年祖代白羽肉雏鸡更新数量



数据来源：中国畜牧业协会、东方证券研究所

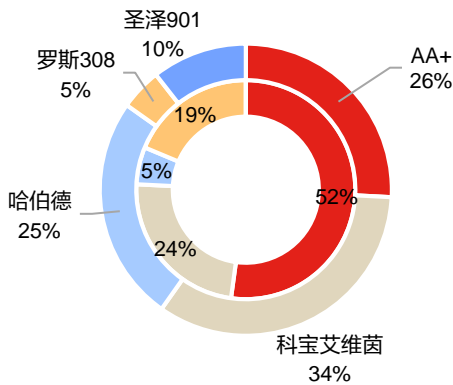
图 14：白羽肉鸡苗价格波动剧烈



数据来源：博亚和讯、东方证券研究所

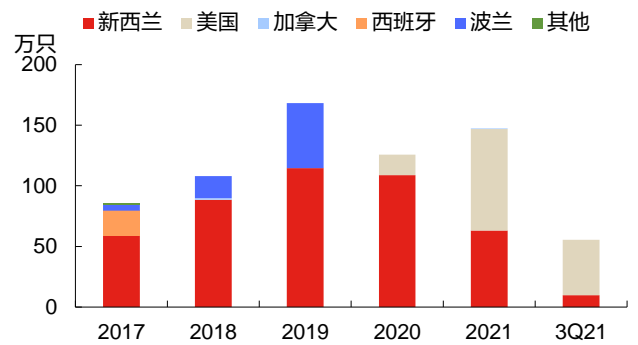
由于全球白羽肉鸡育种的垄断，国内市场白羽肉鸡品种高度集中。2021 年全国祖代白羽肉雏鸡品种分布来看，AA+、科宝、哈伯德分别占国内更新数量的 25.8%、34.0%、25.0%；从进口国家来看，近 5 年我国白羽肉种鸡进口国高度集中在新西兰，5 年占比超过 60%，2021 年 3 月底，新西兰安伟捷祖代鸡检测出疾病等问题，我国暂停自新西兰进口，9 月重启自美国进口，22 年 1-9 美国进口量占比大幅提升至 92%。

图 15：全国祖代白羽肉雏鸡品种分布情况



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所（外圈 2021 年、内圈 2005 年）

图 16：我国进口种用白羽肉鸡来源国家结构



数据来源：海关总署，东方证券研究所

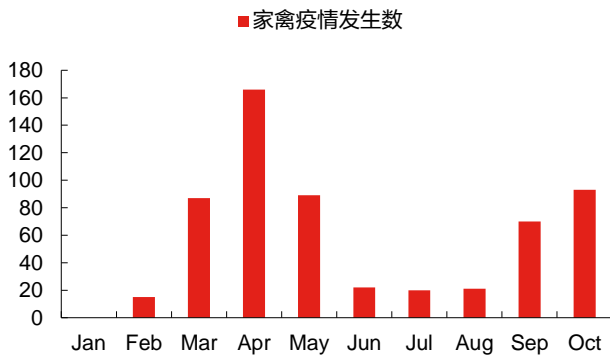
全球禽流感蔓延，种源进口预期降低。本年度全球发生较为严重的禽流感疫情，波及加拿大、美国、欧洲和非洲。10 月，美国已共计报告家禽禽流感疫情 93 起、野禽流感感染数 499 只，较上月明显增加，疫情有反弹之势。同时，欧洲在经历迄今为止最大的禽流感疫情，覆盖了 37 个欧洲国家，包括我国曾经历史上有过引种的西班牙、波兰。

图 17: 全球禽流感疫情情况



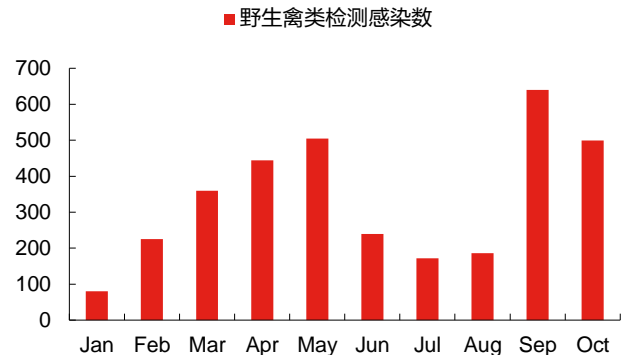
数据来源: WOA, 东方证券研究所

图 18: 10月美国报告家禽禽流感 93 起



数据来源: CDC, 东方证券研究所

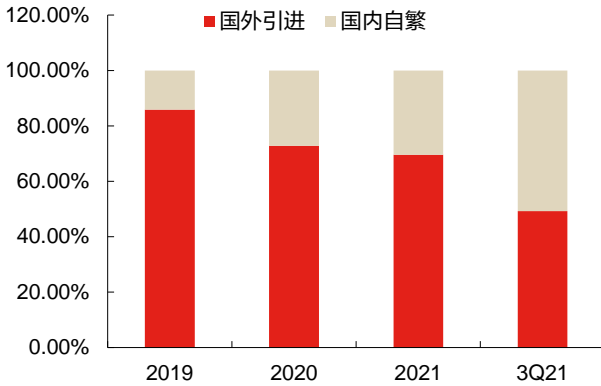
图 19: 10月野生禽类检测出感染禽流感疫情数 499 只



数据来源: CDC, 东方证券研究所

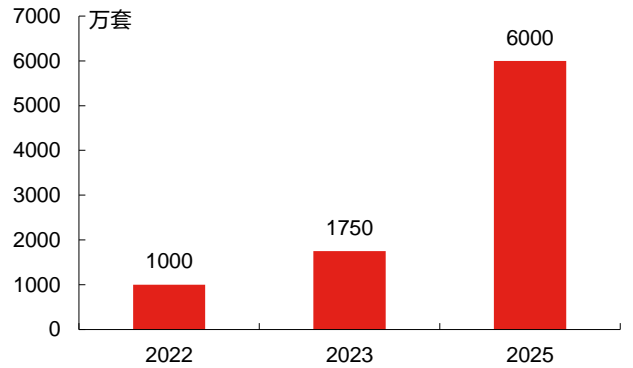
国内自繁比例不断提高，自主培育品种商用推进。2021 年 12 月，国家畜禽遗传资源委员会正式审定通过包括“圣泽 901”在内的 3 个快大型白羽肉鸡品种。随着外部风险的加剧，国内白羽肉鸡品种迎来发展机遇，2022 年前三季度祖代雏鸡自繁比例由 2019 年的 14.1% 上升至 50.75%。今年以来自主培育的白羽肉鸡品种陆续投入使用，性能表现良好，2022 年底圣泽 901 将突破 1750 万套，“十四五”期间可达到 6000 套，能够完全满足国内全行业需求，我们认为，外部不确定性将提振下游对国内品种的使用意愿，本次禽流感也给予国产品种推广的良机，预计国产品种的市占率有望不断提升。

图 20: 国内自繁比例不断提高



数据来源: 中国畜牧业协会, 东方证券研究所

图 21: 圣泽种鸡产能规划



数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 3: 圣泽 901 种鸡性能与国外品种对比

	圣泽 901	AA+/Ross308	Cobb500
0-24 周龄成活率 (%)	96	95-96	96
65 周入舍母鸡累计产合格蛋数 (枚/只)	180	178	177
65 周入舍母鸡累计产健雏数 (只/只)	152	151	150

数据来源: 中国畜牧业协会, 东方证券研究所

表 4: 圣泽 901 肉鸡性能与国外品种对比

	圣泽 901	AA+/Ross308	Cobb500
出栏日龄 (天)	42	42	42
成活率 (%)	97	97.2	97.1
饲料转化率	1.615	1.611	1.61
公母平均体重 (g)	2965	2918	2952
胸肉率 (%)	25.1	24.9	25.4
腿肉率 (%)	23.8	23.3	23.4

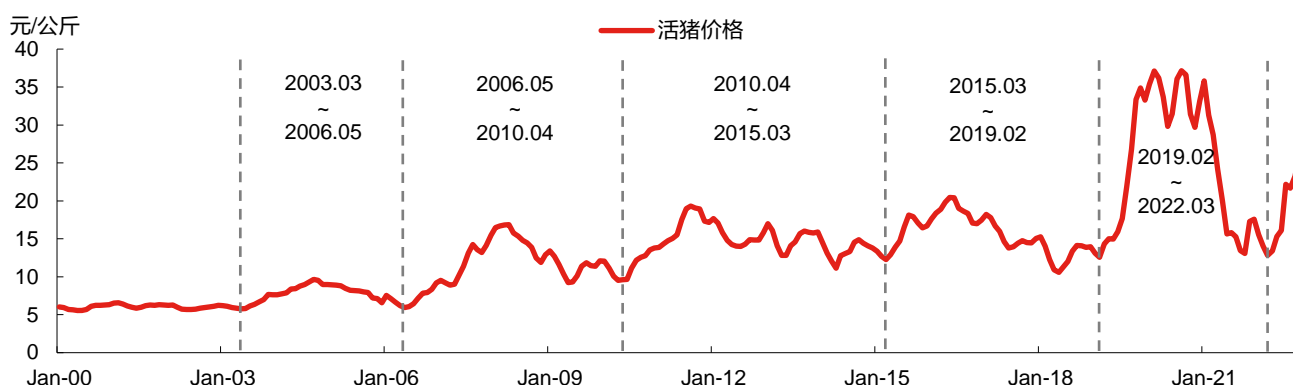
数据来源: 中国畜牧业协会, 东方证券研究所

景气轮替，迎接周期兑现

生猪：估值见底，预期重塑

2022 年猪价如期见底回升，目前仍处于上行阶段。4 月中旬以来猪价呈现持续上涨，月均价从低点的 12.8 元/公斤上涨至 10 月的 26.6 元/公斤，涨幅达到 108%，从长度来看，本轮周期已经持续 7 个月，目前仍处于上行期。

图 22：本轮猪价周期仍处于上行阶段



数据来源：农业部，东方证券研究所

表 5：历年猪价上行周期回顾

上行周期	时长(年)	上行均价(元/公斤)	月最高价(元/公斤)	涨幅
2003.05~2004.09	1.4	6.02	9.66	73.74%
2006.05~2008.04	1.9	11.16	16.87	183.05%
2010.04~2011.08	1.3	13.79	19.33	102.83%
2015.03~2016.05	1.2	16.79	20.45	83.90%
2019.02~2020.08	1.9	23.09	37.51	254.87%
2022.03~至今	0.5	19.80	26.64	108.0%

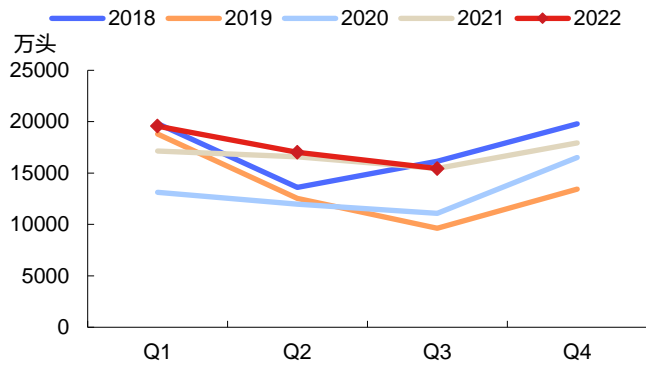
数据来源：农业部，东方证券研究所

预期疲软，生产决策短多长空

情绪扭曲之下，生产决策转向短期。由于产能去化阶段较低的减量数据，本轮周期始终面临着偏弱的预期压制，虽然随着上行周期的持续演绎，养殖主体开始接受价格上行的事实，但也始终存在着产生对远期周期下行的担忧。

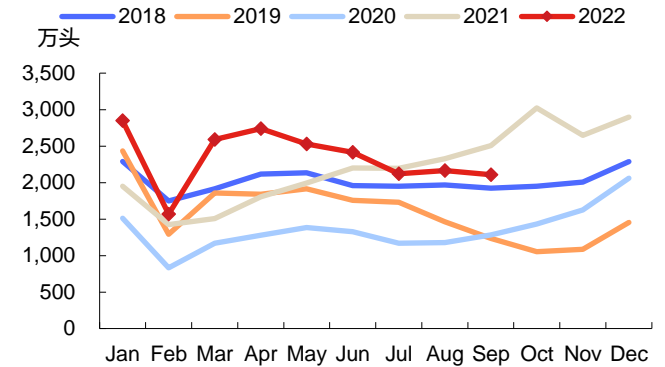
- **短期决策：二次育肥。**猪价中枢的持续上抬、远月价格的不明朗使得短期压栏成为当前最佳的生产决策。尤其在 9-10 月的时间窗口期，面对 11-12 月的节前消费提振的经验规律，行业压栏热情达到高位。根据国家统计局，2022Q3 出栏生猪 1.54 亿头，同比下降仅 0.1%，但定点屠宰企业屠宰量 6395 万头，同比降幅达到 9.1%，出栏量与屠宰和价格的不匹配说明部分生猪并没有真正进入屠宰端形成供给，而是进入二次育肥环节。

图 23: 生猪出栏量同比降幅较小



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

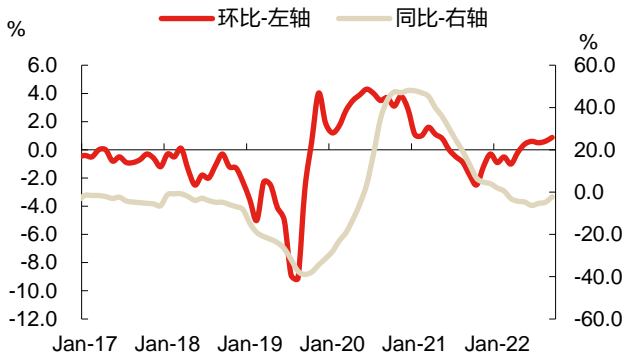
图 24: 定点屠宰企业屠宰量减少明显



数据来源: 商务部, 东方证券研究所

- **长期决策: 谨慎补栏。**猪价的超预期的快涨虽然恢复了养殖端的盈利能力, 但是也同样提升了产业端对未来价格回落的担忧, 特别在原料价格高企的当下, 为了避免再度陷入深度亏损的泥沼, 产业端的补栏情绪极为谨慎, 5 月以来, 能繁母猪的环比增幅始终未超过 1%, 即使在连续补栏的情况下, 当前能繁母猪存栏量仍未同比转正。

图 25: 5 月以来能繁母猪环比增幅持续偏低



数据来源: 农业部, 东方证券研究所

图 26: 本轮周期能繁母猪价格表现疲软

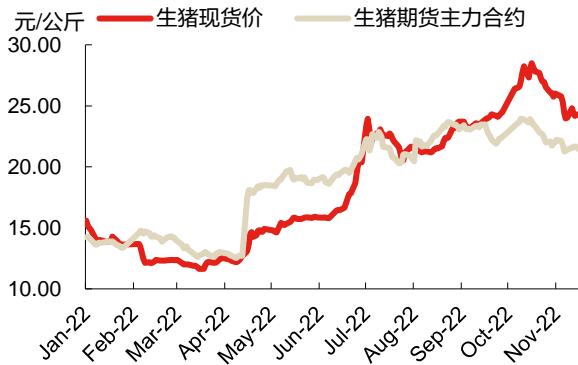


数据来源: 农业部, 东方证券研究所

价格重估，产能指引预期上移

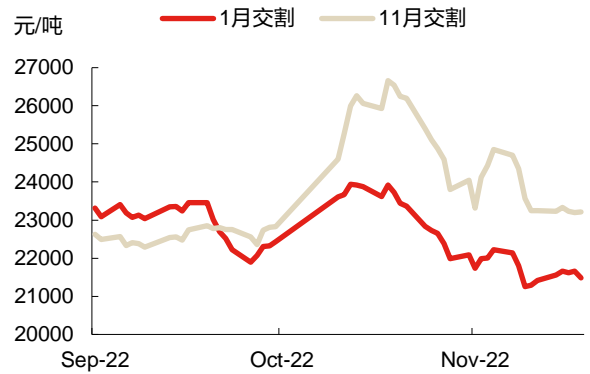
9 月下旬以来, 期货主力合约持续深度贴水于现货, 反映市场对未来猪价的悲观预期。11 月 18 日, 11 月、1 月合约的结算价格分别为 23215、21485 元/吨, 较上月同期下跌 10.2%、12.9%, 1 月合约与现货价格相比贴水达到约 3 元/公斤。

图 27：9 月下旬以来生猪期货主力合约贴水于现货



数据来源：大连商品交易所，博亚和讯，东方证券研究所

图 28：生猪期货价格持续下探



数据来源：大连商品交易所，东方证券研究所

短期：二次育肥的供应影响价格走势，但不改变均价中枢。由于 9-10 月二次育肥对价格涨幅的透支，11-12 月的价格阻力在预期之内。一方面，行业需求能否支撑是价格走向何方的重要因素之一，据涌益咨询，南方腌腊季通常在 11 月下旬和 12 月下旬两个节点开始，与供应增量的节点基本匹配；另一方面，在供应基数偏低的情况下，二次育肥带来的供应量增有限，在 10 月已经超涨事实下，即使后续月均价跌破 24 元/公斤，价格中枢仍在 25 元/公斤水平。

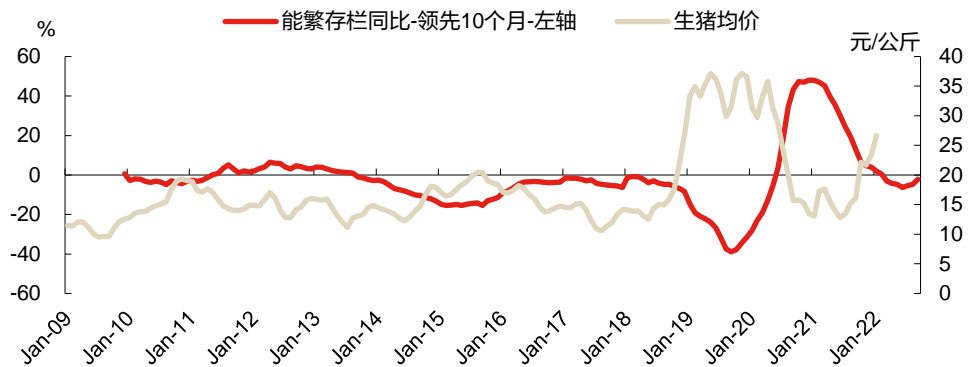
表 6：各省份腌腊启动时间

省份	2020 年腌腊时间	2021 年腌腊时间
广东	冬至以后	11 月下旬
广西	11 月下旬、1 月	11 月下旬
四川	11 月 20 日后	10 月猪价低时、11 月 20 日后少量
云南	11 月底	冬至前后
贵州	冬至前后	11 月中下旬的零星开始
湖北	冬至前后	10 月猪价低时、11 月 20 日后少量
湖南	11 月下旬	10 月猪价低时、11 月 20 日后少量
浙江	冬至前后	冬至前后

数据来源：涌益咨询，东方证券研究所

长期：产能指引周期趋势，价格上行预计持续至 23Q1。能繁母猪始终是指引周期变化的核心指标，从本轮周期的拐点来看，2021 年 6 月的能繁母猪环比见顶与 2022 年 4 月的猪价见底从时间维度上恰好对应母猪到生猪繁育周期的 10 个月，虽然绝对值与相对值变化面临样本和统计偏差的考验，但是价格趋势与产能趋势仍有较强的逻辑对应关系。由于能繁母猪存栏下降持续至今年的 4 月，因此价格上行理论可以持续到明年 Q1，此后将进入趋势性回落的状态。

图 29：能繁母猪同比拐点对应 10 个月后猪价拐点



数据来源：农业部，东方证券研究所

我们依然通过能繁、体重、需求三个维度预期 2023 年各季度猪价情况，在产能弱补栏的情况下，本轮周期尚未进入到产能严重过剩的情形，**全年价格在成本线附近应有支撑，全年均价预计 20 元/公斤左右**。分季度来看，按能繁趋势，本轮周期预计在 Q1 出现拐点，随后趋势下行，随着下行趋势的确立，体重有望逐步回落，在 Q2、Q3 的消费淡季体重降幅明显，Q4 的消费旺季降幅收窄，各季度猪价预计分别为 24.0、19.3、17.1、18.7 元/公斤。

表 7：2023 年生猪价格季度预测表

前瞻指标	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
能繁母猪存栏量同比	-6%	-2%	5%	9%
预测指标	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
定点生猪屠宰量同比	-16%	-5%	12%	21%
系数（屠宰/能繁）	2.5	2.5	2.5	2.5
体重增速	4%	-8%	-11%	-4%
生猪均价增速	69%	29%	-23%	-23%
生猪均价（元/公斤）	24.0	19.3	17.1	18.7

数据来源：农业部，东方证券研究所预测

估值见底，关注猪企兑现能力

分歧之下，估值进入周期底部。在产能和猪价的分歧之下，本轮周期生猪养殖板块上涨动力不足，虽然猪价在 10 月已经突破了预期高点，但股价却回落至周期底部。以牧原股份为例，按 2023 年 7000 万头出栏量预期，11 月第三周收盘头均市值水平仅 3677 元，低于 2021 年周期底部水平。

图 30: 猪价与生猪养殖指数



数据来源: Wind, 博亚和讯, 东方证券研究所

图 31: 猪价与牧原股份头均市值



数据来源: Wind, 东方证券研究所

估值反应预期过于悲观，长线配置成本优势标的。从周期维度看，当前投资已经走过“反转预期”和“猪价上涨”阶段，在价格上涨进入中程、预期拐点即将来临的阶段，公司自身的竞争力尤为重要，对于企业盈利的三个环节“本”、“量”、“利”来说，成本优势与出栏量高增长不仅在短期内仍可兑现高猪价带来的盈利高增，而且可以在下行周期用“质”与“量”抵抗价格压力，保持盈利。

表 8: 主要生猪养殖上市公司出栏量与成本统计

公司简称	1-10 月累计出栏量	2022 出栏量目标	计划完成度	2023 出栏量目标	完全成本水平	成本备注	2022 年底成本目标
牧原股份	5000.28	5000-5600	89.1%-100.1%		15.5 元/kg	10 月	15 元/kg
温氏股份	1407.11	1800	78.2%	2600-2800	16.4 元/kg	Q3	16 元/kg
新希望	1135.58	1450	78.3%	1850	16.9 元/kg	9 月	16 元/kg
唐人神	163.14	200	81.6%	350			
傲农生物	422.61	550	76.8%	800	仔猪断奶成本 430 元/头	6 月	17 元/kg
天康生物	165.06	220	75.0%		17.3 元/kg	Q3	16 元/kg
天邦食品	347.75	440-450	77.1%-79.1%		18.37 元/kg	Q3	16 元/kg
华统股份		120-130		250-300	18 元/kg	Q3	17.5 元/kg
神农集团	71.69	100	71.72%	130	16.6 元/kg	Q3	
东瑞股份	41.74	60	69.6%	100	18.4 元/kg	Q3	17 元/kg

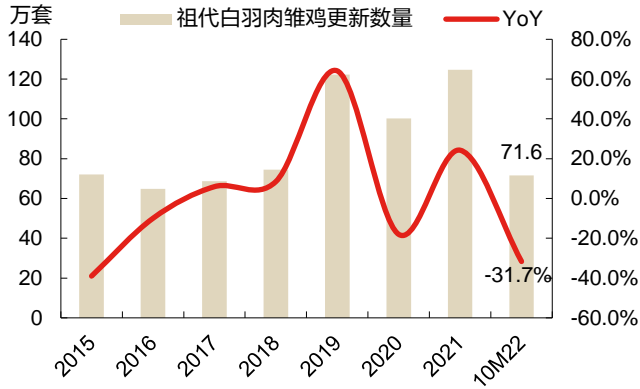
数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

肉鸡: 黄鸡景气, 白鸡接力

引种断档, 白鸡周期启动在即

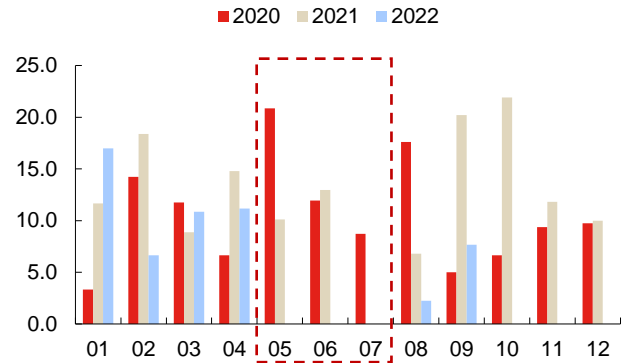
祖代引种断档, 周期预期反转。受航班熔断、禽流感影响, 1-10 月祖代白羽肉雏鸡更新量 71.6 万套, 同比下降 31.7%。5-7 月的引种中断, 更新祖代均为国内自繁, 据海关总署, 1-9 月种用肉鸡进口量仅 55.5 万只, 同比减少 46.5%。

图 32：前三季度祖代白羽肉雏鸡更新量明显下降



数据来源：海关总署，东方证券研究所

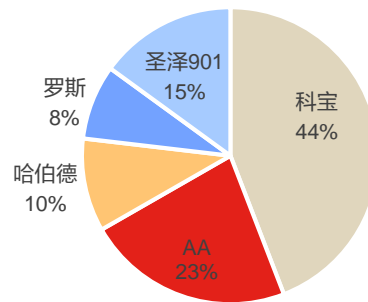
图 33：种用肉鸡进口量在 5-7 月出现断档



数据来源：海关总署，东方证券研究所

品系变化性能下降，换羽难度或提升。禽流感不仅冲击了国内祖代的“量”，也改变了国内祖代的“质”，由于美国主要供应安伟捷公司的 AA+、罗斯、哈伯德，由于其适应性强、产蛋性能好，这三大品种 2021 年占据国内 55.5% 的市场份额，而科宝出成高、料肉比低但抗病能力较差的特征，更适合全产业链企业养殖，占据国内 34% 的市场份额。本年度受美国引种骤降的影响，前三季度安伟捷品系的更新量占比降至 40.9%，而科宝上升至 44%。由于科宝抗病能力较差及产蛋率偏低的特征，加大了种鸡群体通过换羽增加产能弹性的难度。

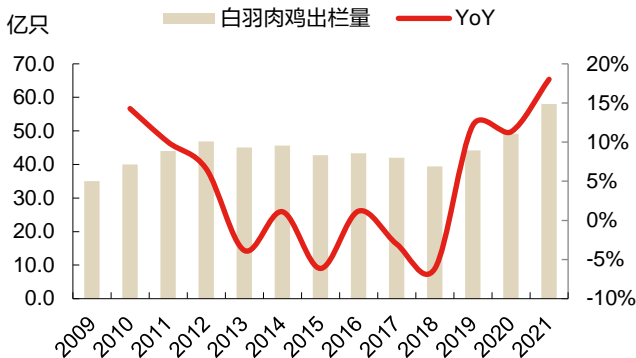
图 34：2022Q1-3 祖代更新品种构成



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

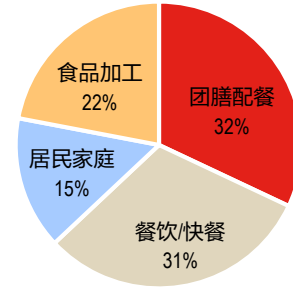
需求持续上行，产能短缺基本确立。国内白羽肉鸡产业正不断向深加工转型，白羽肉鸡消费有望在便捷、轻食的消费新业态登上新的台阶，2021 年国内白羽肉鸡出栏量已经达到 58.1 亿只，近 3 年来持续维持增加态势，按未来年需求量 60 亿只测算，国内祖代鸡更新平衡量约为 120 万套，假设考虑 2 次全部强制换羽，则约为 90 多万套，从目前海外禽流感形势和种鸡性能来看，供应短缺或基本确立。

图 35：2021 年国内白羽肉鸡出栏量达到 58.1 亿只



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

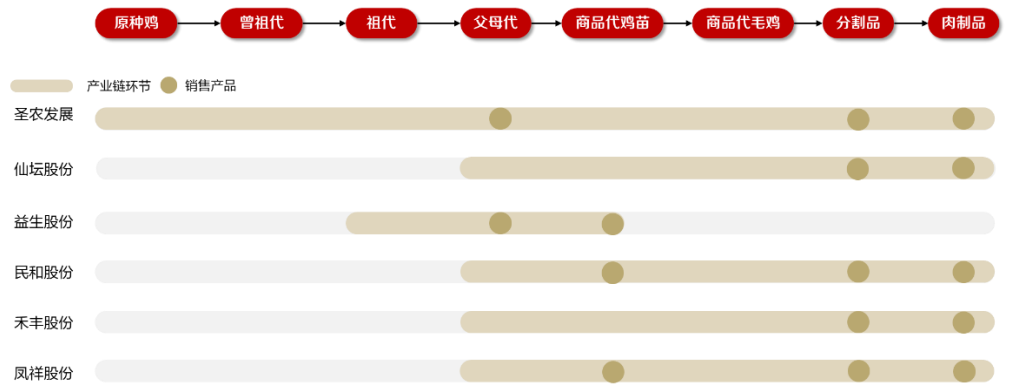
图 36：白羽肉鸡消费结构



数据来源：USDA，东方证券研究所（2019 年数据）

供给自上而下短缺，价格逐级传导。我们在《解码白鸡周期》中研究得出，白羽肉鸡各代次之间的周期是 3 个季度，以 5 月作为祖代短缺的起点，则父母代环节最快预计在 2023Q1 开始短缺，商品代环节最快预计在 2023Q4 开始短缺，价格将按照“父母代鸡苗→商品代鸡苗→商品代毛鸡”的代际关系逐级反应，关注各节点在不同产业链环节企业的投资机会。

图 37：上市白羽肉鸡公司所处产业链的不同环节

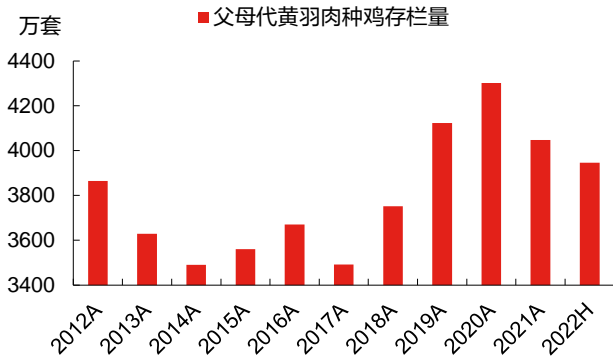


数据来源：公司公告，东方证券研究所

补栏偏弱，黄鸡景气或可持续

产能进入低位，价格中枢上移。黄鸡产能调整自 2021 年便已经开始，2022 年上半年，父母代黄羽肉种鸡存栏量 3946.8 万套，较 2021 年下降 2.5%，较 2020 年下降 8.3%。随着产能水平的降低，Q2 以来黄鸡价格持续上行，10 月中旬已达到 20 元/公斤以上。

图 38：父母代黄羽肉种鸡存栏量下降



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

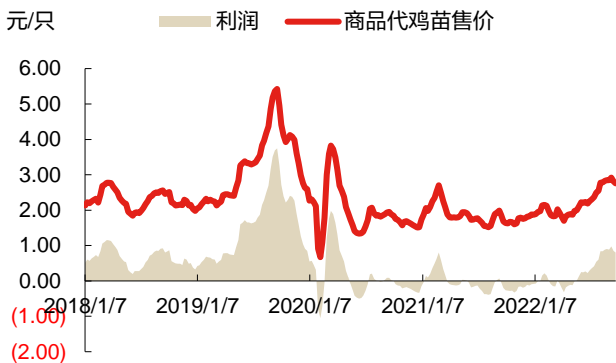
图 39：Q2 以来黄羽肉鸡价格持续上行



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

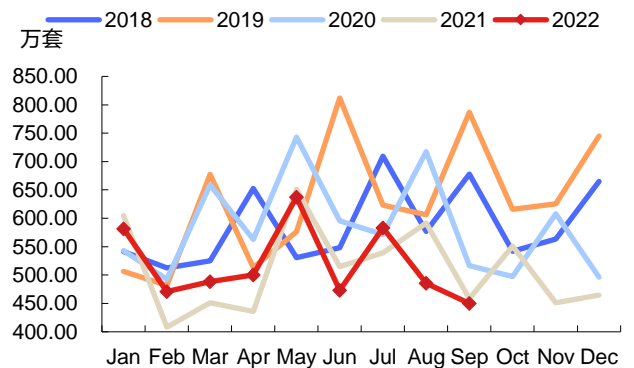
父母代补栏速度偏缓，价格景气有望持续。虽然行业下游涨价明显，但是由于原料成本上涨较多，父母代环节盈利仍需要积累，叠加部分散养户的退出，本轮周期父母代环节补栏速度偏缓慢，1-9月父母代鸡苗销量 4670.7 万套，同比增加 0.3%，预期后续价格回落或有限。

图 40：父母代环节盈利水平仍需积累



数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

图 41：父母代黄羽肉种鸡补栏速度偏慢



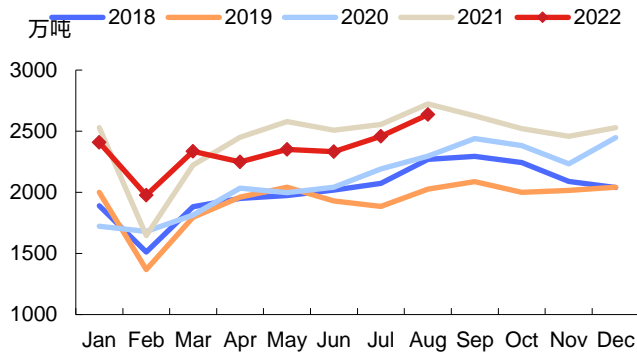
数据来源：中国畜牧业协会，东方证券研究所

养殖配套：下游回暖，配套受益

困境已过，饲料改善节点来临

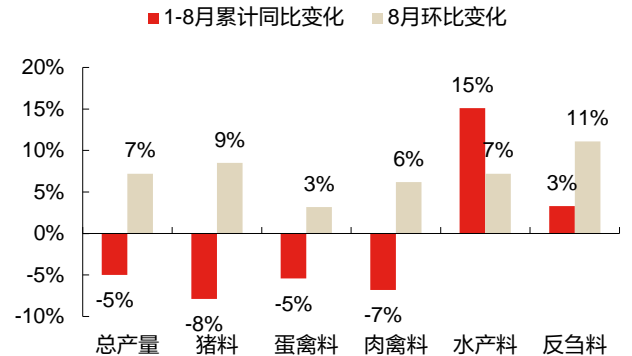
今年以来，受下游养殖行情不佳影响，畜禽饲料产销大幅下降。2022 年 1-8 月，全国饲料累计产量 1.87 亿吨，同比下降 5%。分项来看，猪料降幅较大，累计同比降幅达到 7.9%，禽料表现也较为疲软，蛋禽、肉禽料降幅分别达到 5.4%、6.8%。但随养殖利润修复，饲料环比出现明显提升。8 月饲料总产量 2635 万吨，环比增加 7.2%，猪料、蛋禽、肉禽环比分别增加 8.5%、3.2%、6.2%。

图 42: 8 月全国饲料产量 2635 万吨, 环比增加 7.2%



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

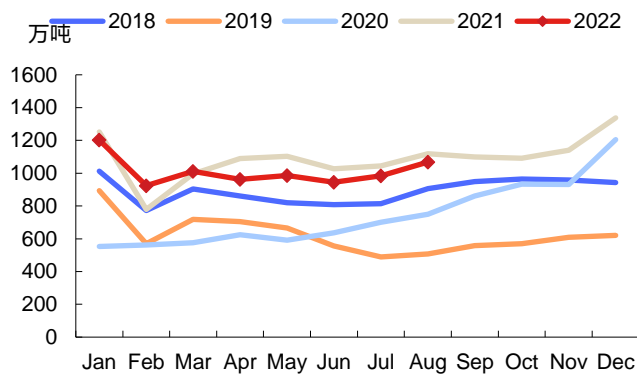
图 43: 饲料产量同比有所下降, 但环比开始改善



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

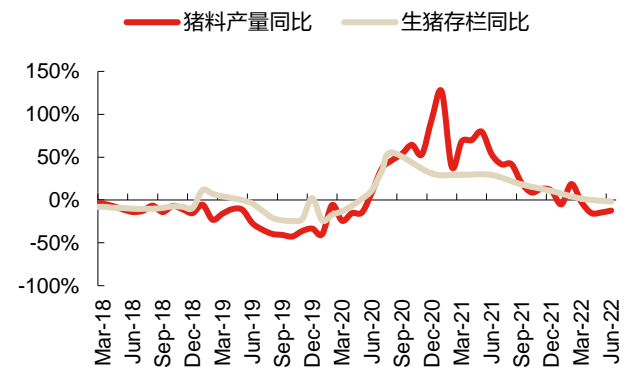
猪料: 周期换挡, 利润或先修复。2022 年 1-8 月全国猪料累计产量 8081 万吨, 同比减少 7.9%, 8 月单月同比降幅 11.2%, 环比增加 8.5%。猪料销售和行业存栏具有较高相关性, 年初至今猪料同比下降表明生猪存栏量大幅减少, 侧面印证生猪产能去化。但下半年以来, 猪价高位震荡, 下游养殖利润丰盈, 叠加下半年节日较多、提振终端需求, 使得猪料环比有所增加。随着周期推进, 猪价回升提升养殖户盈利能力, 带动行业补栏, 我们认为母猪料、仔猪料等高毛利前端料或率先恢复, 猪料整体需求将在 23 年得到明显好转。

图 44: 8 月全国猪料产量 1067 万吨, 环比增加 8.5%



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

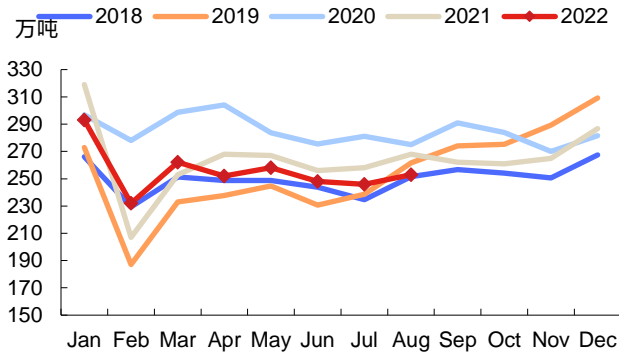
图 45: 猪料产量变化和行业存栏变化具有较高相关性



数据来源: 中国饲料工业协会, 农业部, 东方证券研究所

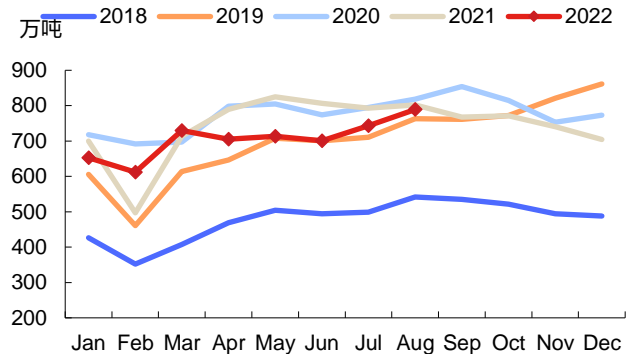
禽料: 前期产量疲软, 关注后期补栏。1-8 月累计蛋禽、肉禽饲料产量分别为 2045 万吨、5646 万吨, 同比分别下降 5.4%、6.8%。8 月, 全国蛋禽饲料产量同比下降 9.9%、环比增加 3.2%; 肉禽饲料产量 789 万吨, 同比下降 4.8%、环比增加 6.2%。禽养殖经历过去年低迷行情后, 产能已出现了一定去化, 导致禽料整体承压。今年下半年以来, 禽价回暖, 或使禽料销售迎来恢复。

图 46: 8 月全国蛋禽料产量 253 万吨, 环比增加 3.2%



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

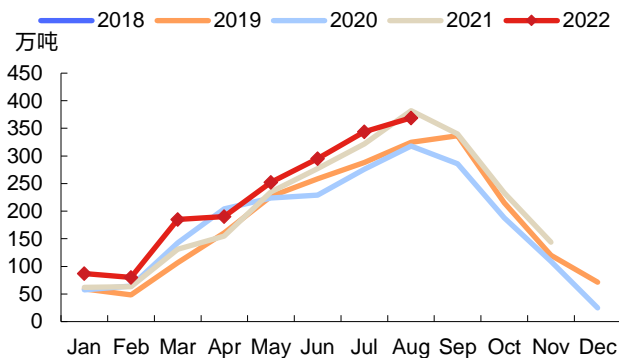
图 47: 8 月全国肉禽料产量 789 万吨, 环比增加 6.2%



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

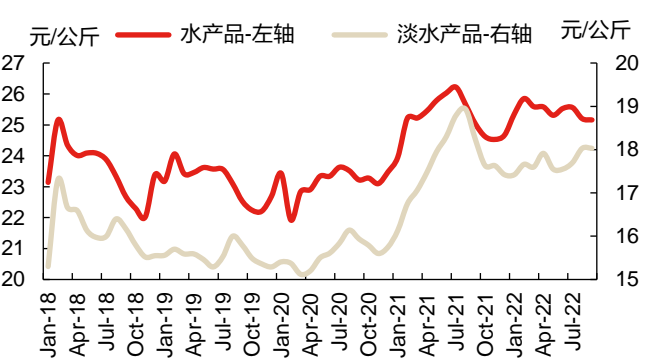
水产料: 景气仍处高位。水产饲料 1-8 月累计产量 1803 万吨, 同比上涨 15.1%。8 月全国水产料产量为 369 万吨, 环比增长 7.2%, 同比增长 3%。一季度, 受华东疫情和存塘鱼量上升影响, 水产料保持较高增速。5 月以来水产料增速明显放缓, 至 7-8 月份, 夏季高温影响下, 水产品投料困难, 水产料旺季不旺。目前水产品价格仍处于历史高位, 总体利好水产饲料需求。看明年, 上半年或因高基数有所承压, 下半年若不受异常天气影响, 水产料需求有望得到明显恢复。

图 48: 8 月全国水产料产量 369 万吨, 同比增加 3%



数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

图 49: 水产品价格仍处于历史高位

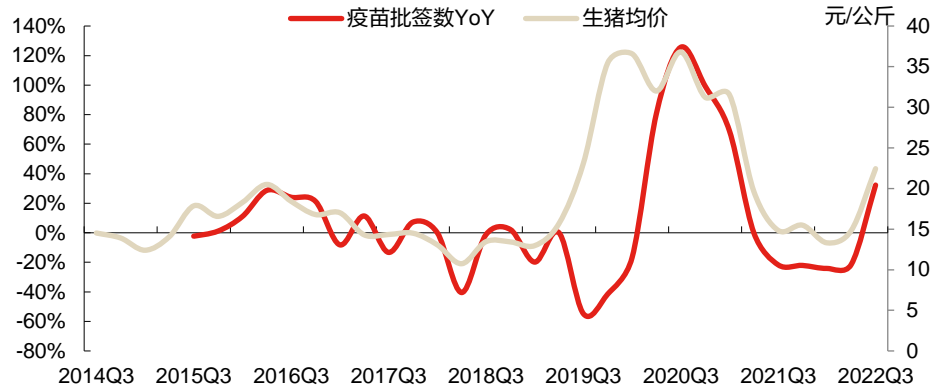


数据来源: 中国饲料工业协会, 东方证券研究所

周期反转, 动保业绩明显修复

上半年受猪价下行影响, 动保行业整体承压。下半年以来, 随猪价回升疫苗需求得到明显修复。从疫苗批签发数量来看, 2022 年 Q1、Q2 猪用疫苗批签发数据同比下降 24%、21%, Q3 随猪价上涨, 猪用疫苗批签发数量明显上升, 环比增加 52%, 同比增加 32%。其中, 母猪用疫苗猪细小病毒苗 Q1-3 批签发数同比持平, 单 Q3 同比增加 132.4%; 必免品口蹄疫 Q1-3 批签发数同比增加 5.6%, 单 Q3 同比增加 21.1%。

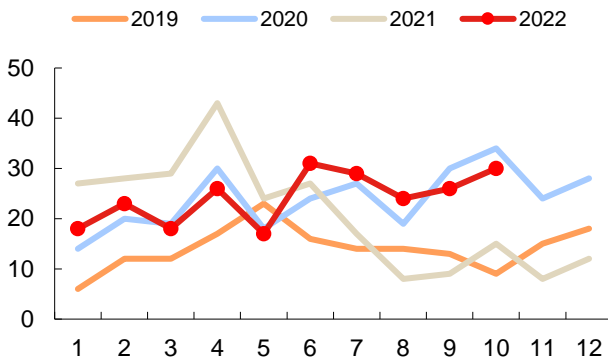
图 50：2022Q3 猪用疫苗批签发数量同比增加 32%



数据来源：国家兽药基础数据库，Wind，东方证券研究所

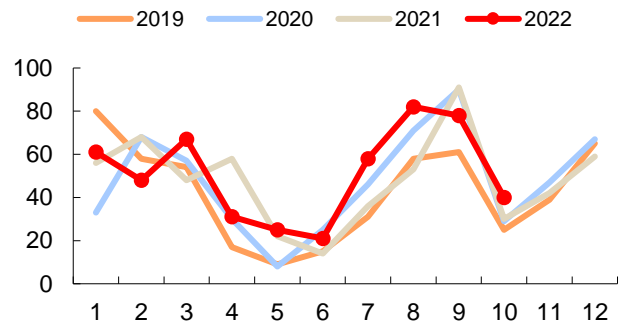
注：猪用疫苗统计含伪狂犬、圆环、口蹄疫、猪蓝耳、猪细小病毒

图 51：2022Q1-3 猪细小病毒疫苗批签发数同比持平



数据来源：国家兽药基础数据库，东方证券研究所

图 52：2022Q1-3 口蹄疫批签发数同比增长 5.6%



数据来源：国家兽药基础数据库，东方证券研究所

猪价高位，动保企业稳健增长。猪价低点虽然对应生猪存栏量高，但是下游养殖行业亏损最为严重、预期最差之时。高亏损迫使养殖户降低头均防疫支出，导致动保企业在猪价低谷时处于基本面底部。相反，随猪价回升至高位，养殖户疫苗积极性提升，并在动保企业的业绩上得到体现。从上市公司业绩看，单三季度大部分动保企业业绩有明显好转，科前生物、瑞普生物、普莱柯、申联生物、中牧股份营收同比增速实现两位数增长。看明年，在猪价高位、补栏推动下，我们认为动保企业业绩将保持稳健增长。

表 9：2022Q1-3 上市动物疫苗公司收入增速

	Q1	Q2	H1	Q3	Q1-3
科前生物	2.03	1.91	3.94	2.93	6.87
YoY	-36.46%	-15.55%	-27.78%	26.97%	-11.50%
瑞普生物	3.91	5.18	9.09	5.68	14.77
YoY	-30.20%	7.64%	-12.72%	24.05%	-1.48%
普莱柯	2.45	2.67	5.12	3.13	8.25
YoY	-20.54%	-1.16%	-11.48%	29.45%	0.57%
申联生物	0.89	0.49	1.38	1.48	2.86
YoY	7.48%	-29.87%	-9.65%	24.24%	5.20%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

生物股份	3.42	3.00	6.42	4.67	11.09
YoY	-34.22%	-6.48%	-23.63%	-6.31%	-17.18%
中牧股份	11.23	14.73	25.96	15.29	41.25
YoY	-12.93%	13.84%	0.48%	15.71%	5.63%

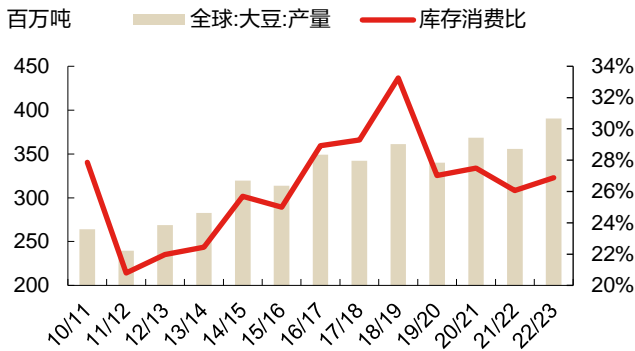
数据来源：公司公告，东方证券研究所

油料：近强远弱，静待拐点

美豆减产落地，新作聚焦南美

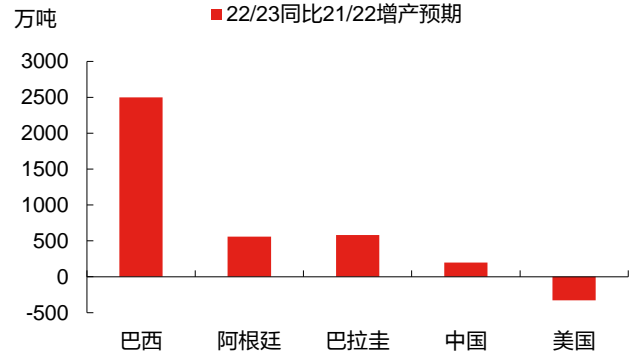
全球大豆增产，预期有所下调。根据 USDA11 月预测数据，2022/23 全球大豆产量将达到 3.91 亿吨，同比增加 9.8%。南美是新作大豆供应增量的主力，南美三国预计增产 3640 万吨。由于消费量增幅偏小，库存预计增至 1 亿吨，库消比同比继续修复至 26.9%，同比增加 0.8pct。

图 53：2022/23 全球大豆产量将达到 3.90 亿吨，库消比 26.4%



数据来源：USDA，东方证券研究所

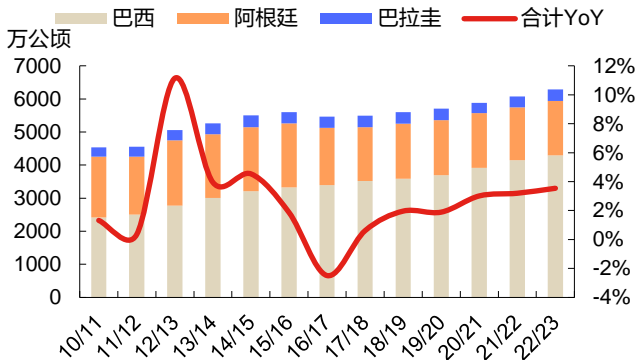
图 54：22/23 新作大豆主要产量变化国



数据来源：USDA，东方证券研究所

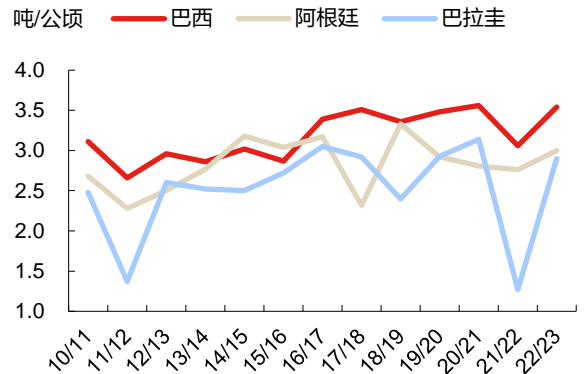
南美种植大幕拉开，天气挑战单产预期。南美是新作大豆增产的主力，新作全球大豆增产中，南美贡献了 104% 的增量，巴西、阿根廷、巴拉圭分别增产 2500、560、580 万吨，其中面积增幅分别为 3.4%、3.8%、4.5%，单产的增幅分别为 15.7%、8.7%、128.3%，可以看出新作的增产中，单产的恢复性增加扮演较为重要的角色。南美主要国家的大豆最早从 10 月开始种植，1-2 月进入生长期。在目前以单产贡献主要增长预期的前提下，未来生长期的天气带来的产量变数仍需密切关注。

图 55：22/23 年度南美 3 国预计大豆收获面积增加 3.5%



数据来源：USDA，东方证券研究所

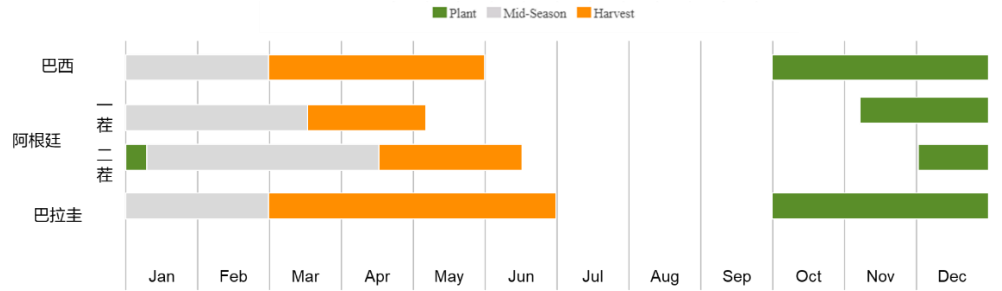
图 56：22/23 年度南美 3 国大豆单产明显增加



数据来源：USDA，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

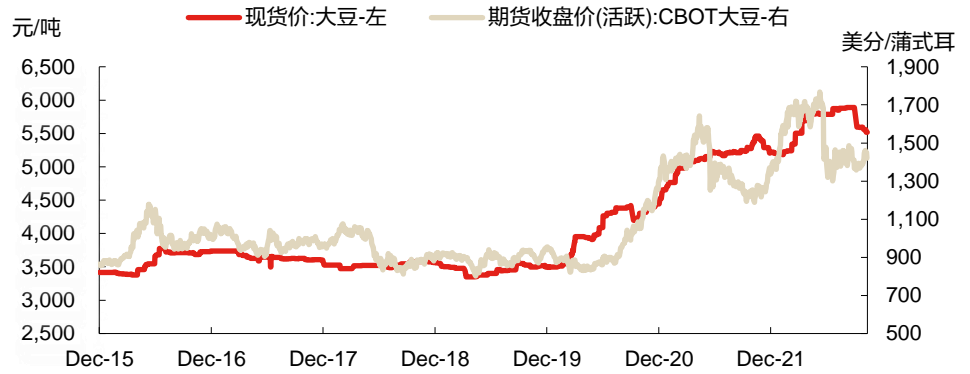
图 57：南美大豆生长周期



数据来源：USDA，东方证券研究所

由于南美增产尚未落地，因此现货供应依然偏紧，国内现货价格保持高位，随着新作美豆收获结束和南美产量落地，未来大豆价格有望回落。

图 58：外盘大豆期货价格弱于国内大豆现货价格

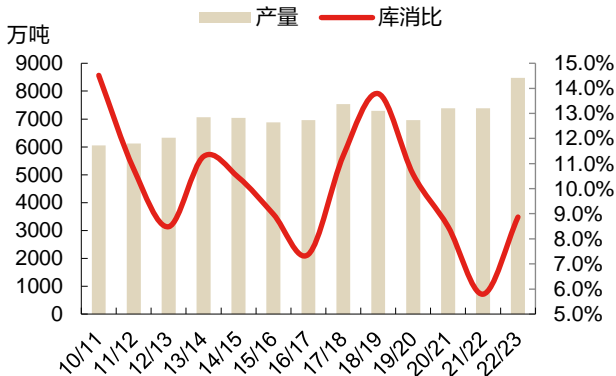


数据来源：汇易网，CBOT，东方证券研究所

菜籽增产确认，远期供应恢复

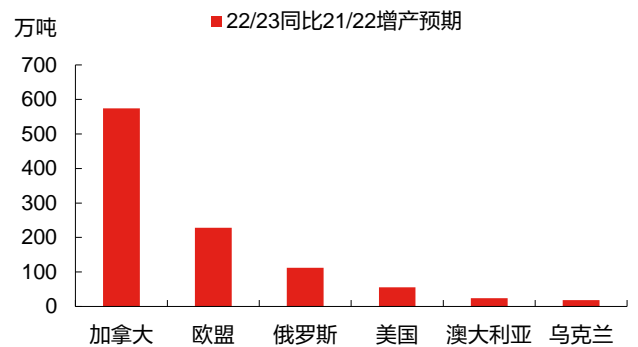
加拿大菜籽恢复性增产，全球菜籽油供给增加。根据 USDA 11 月供需平衡表，22/23 年度全球油菜籽预计产量 8482 万吨，同比增长 14.8%，库消比增加 3.1pct 至 8.9%。新作增加的 1095.9 万吨菜籽中，加拿大增产 574.3 万吨，是新作菜籽增产的主力；欧盟、俄罗斯分别增产 228.4、112.5 万吨。

图 59：22/23 年度全球油菜籽预计产量 8482 万吨，同比增长 14.8%



数据来源：USDA，东方证券研究所

图 60：22/23 年度油菜籽主产国产增预期

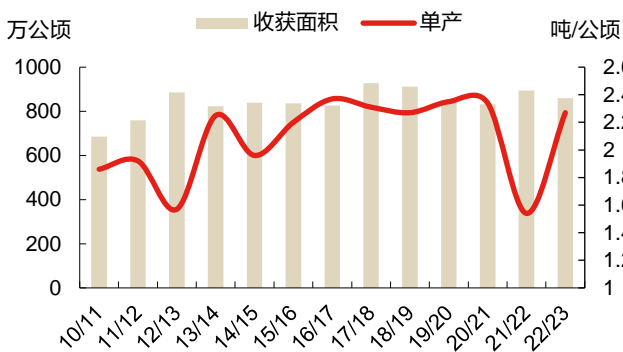


数据来源：USDA，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

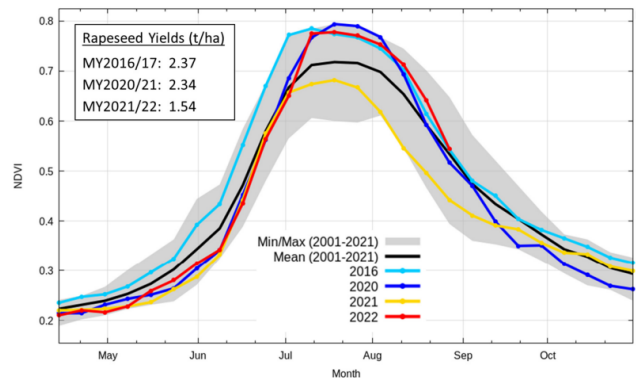
作物区天气良好，加拿大新作增产基本定调。加拿大是全球最大的菜籽生产国和出口国，也是新作全球油菜籽增产的主力。加拿大菜籽的生长周期是4月到10月，21/22年度由于天气干旱问题，出现了大幅减产，当年度单产水平下降40%至1.4吨/公顷。新作增产的核心在于单产的恢复，22/23年度预计收获面积860万公顷，同比下降3.9%；单产2.27吨/公顷，同比增长47.4%，目前加拿大收获基本结束，产量基本定调。

图 61：22/23 年度加拿大油菜籽预计单产上升 47.4%



数据来源：USDA，东方证券研究所

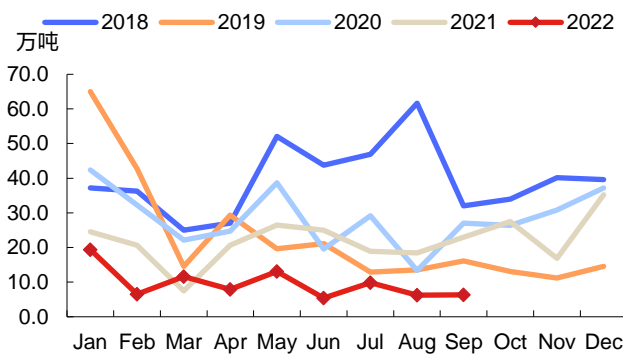
图 62：加拿大 NDVI 好于去年



数据来源：USDA，东方证券研究所

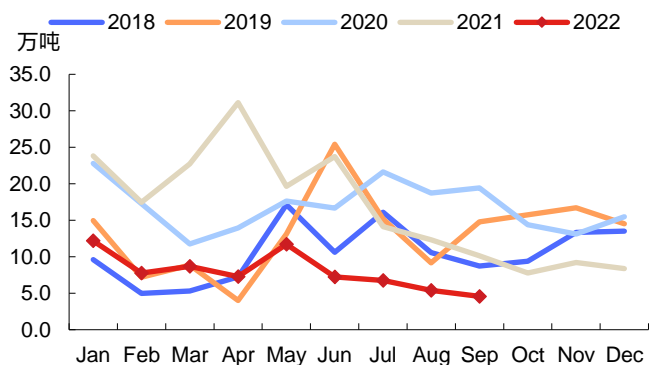
近强远弱格局明显，油厂库存有望回升。由于加菜籽上产季减产，国内进口量偏低，油厂库存持续回落，1-9月进口菜籽、菜籽油累计分别86.2、71.5万吨，同比减少53.4%、59.1%；11月第一周油厂油菜籽库存3.5万吨，同比减少81.8%，现货供应偏紧持续助涨现货价格。

图 63：菜籽当月进口情况



数据来源：海关总署，东方证券研究所

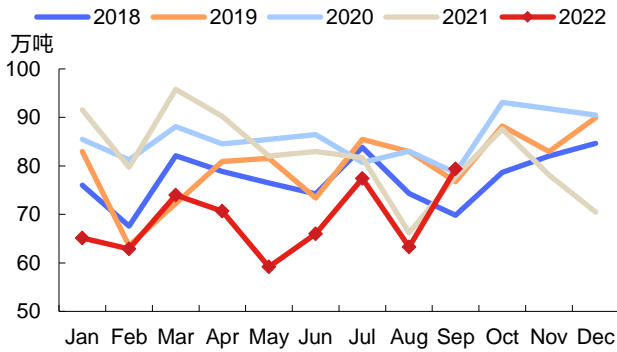
图 64：菜籽油当月进口情况



数据来源：海关总署，东方证券研究所

但是，由于加拿大的增产基本落地，远期供应预计恢复，从月度压榨量来看，9月当月油菜压榨量已经恢复至79.4万吨，同比增加2%，加菜籽通常8月开始收获，10月收获结束，随着收获完毕，后续压榨量会稳步提升，11月第三周油厂油菜籽库存26.5万吨，同比增加43.2%，已显示出供应恢复趋势，当前期货价格中枢基本反应增产预期，后续将逐步向现货市场传递。

图 65: 加菜籽压榨量预期持续恢复



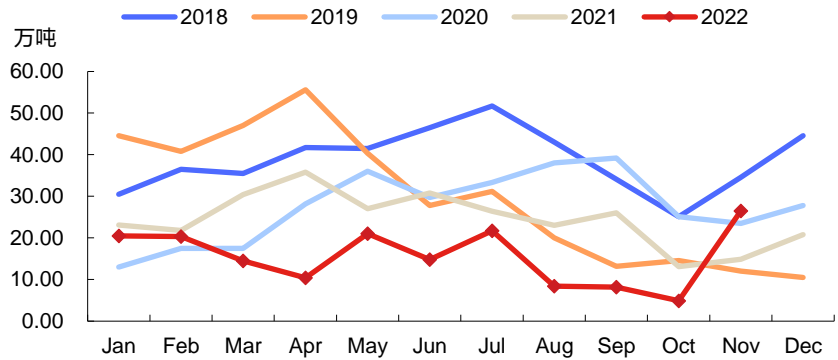
数据来源: 加拿大油籽加工工业协会, 东方证券研究所

图 66: ICE 油菜籽期货价格中枢回落



数据来源: ICE, 东方证券研究所

图 67: 油厂菜籽库存情况



数据来源: 汇易网, 东方证券研究所

投资建议

安全主线——

种植链：随着原料替代的性价比减弱，玉米供需偏紧的问题依然是行业阵痛，长期来看效率提升依然是保证国内谷物供应格局改善的重要途径。

- 转基因商业化落地有望提速，关注转基因性状公司大北农(002385，买入)、隆平高科(000998，未评级)，以及传统种业龙头登海种业(002041，未评级)；
- 机械化、规模化种植可最大化资源的利用率，大型农垦集团长期来看有望得到资源的倾斜，关注苏垦农发(601952，未评级)、北大荒(600598，未评级)。

养殖链：海外禽流感疫情催化自主种源进口替代，关注具备自主种源并有望实现父母代种鸡推广的圣农发展(002299，买入)。

周期主线——

生猪养殖：短期高猪价延续和长期猪价预期调整有望推动板块估值修复，关注成本优势明显的养殖龙头牧原股份(002714，买入)、温氏股份(300498，买入)；以及成本改善空间大、成长性较强养殖标的的预期差机会，关注新希望(000876，买入)、傲农生物(603363，买入)。

肉鸡养殖：随着全年更新量不足逐渐明朗化，白鸡有望迎来周期反转，关注鸡苗与肉鸡弹性标的圣农发展(002299，买入)、禾丰股份(603609，买入)、仙坛股份(002746，未评级)、益生股份(002458，未评级)、民和股份(002234，未评级)；黄鸡补栏速度缓慢，景气周期有望延长，关注有望兑现盈利的黄鸡龙头立华股份(300761，未评级)。

养殖配套：随着养殖反转，下游利润修复带动上游销量恢复，带动饲料、动保企业盈利预期恢复，关注海大集团(002311，买入)、禾丰股份(603609，买入)以及科前生物(688526，未评级)。

油脂加工：油脂油料价格近强远弱格局形成，关注成本下降带来的盈利修复的油脂加工企业金龙鱼(300999，买入)、道道全(002852，未评级)。

风险提示

农产品价格波动风险：农产品极易受到天气影响，若发生较大自然灾害，会影响销售情况、运输情况和价格走势；

疫病风险：畜禽类价格的阶段性波动易受到疫病等因素影响；

政策风险：农业政策推进的进度和执行过程易受非政策本身的因素影响，造成效果不及预期，影响行业变革速度和公司的经营情况；

行业竞争与产品风险：公司产品（种子、疫苗等）的推广速度受到同行业其他竞争品的影响，可能造成销售情况不及预期。

假设条件发生变化风险

文中所涉及测算均基于设定的假设前提，若假设条件发生变化，则可能导致测算结果产生偏差。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

资产管理、私募业务合计持有禾丰股份(603609，买入)股票占发行量1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。