



猪周期后半程，农业投资机会在哪里？

——农林牧渔行业2020年中期投资策略

姓名 陈雪丽（分析师）

证书编号：S0790520030001

邮箱：chenxueli@kysec.cn

姓名 关雪（联系人）

证书编号：S0790120030042

邮箱：guanxue@kysec.cn

2020年06月15日

1、养殖周期下行，偏向自下而上选股

随着生猪养殖产能逐步复苏，2020Q4开始行业将进入周期下行通道，但在非瘟导致补栏进度缓慢的背景下，猪、鸡价格跌势或较为平缓，下行周期将被拉长。我们认为，下行周期中板块性机会难寻，投资上建议更偏向自下而上寻找具备长期成长性的标的。

2、养殖：畜养殖寻找穿越周期个股，禽养殖继续关注食品业务布局情况

疫情拉大了各企业在养殖水平及生物安全防护上的差距，下行周期中将出现分化。我们建议从生物安全防护水平、出栏量成长性、养殖成本几个维度出发，优选真正具备穿越周期能力的高成长性个股，首选新希望、牧原股份。短期看，三季度建议关注中报各企业的业绩兑现情况。禽养殖方面，建议重点布局向食品方向进行产业链延伸的行业龙头圣农发展，同时，在黄羽鸡冰鲜渠道占有较高份额的湘佳股份也有望在行情波动中维持较高的利润稳定性。

3、后周期：饲料、动保边际改善，关注行业龙头

饲料方面，禽料、水产料增长良好，猪料环比已现改善，龙头企业海大集团竞争优势持续积累，有望享受高于行业的长期增长。动保方面，2020Q1经营拐点已现，未来两年行业景气度将持续提升，企业研发能力的持续打造有望改变行业竞争格局，重点看好在强毒研发上已获得先发优势的生物股份，以及在研发能力打造上已有多年积累的普莱柯。

4、风险提示

非洲猪瘟疫情加剧造成上市公司产能受损；禽流感等疫情发生打击消费需求；自然灾害等因素对行业造成直接或间接经济损失。

目 录

CONTENTS

- 1 生猪养殖：下行周期即将开启，关注高成长性个股
- 2 禽养殖：供给高位，价格趋势回落，优选食品业务布局个股
- 3 饲料：销售边际向好，重点关注龙头企业长期价值
- 4 动保：经营拐点已现，企业研发能力打造有望重塑行业格局
- 5 重点推荐个股
- 6 风险提示

1.1 长期：母猪存栏持续复苏，猪价将入下行通道

能繁母猪存栏已连续8个月回升，2021年猪价或高位震荡下行

根据农业农村部统计数据，自2019年10月以来，我国能繁母猪存栏量连续8个月环比回升，截止2020年5月，已累计增长23.3%，达到疫情前（2018年7月）存栏水平的74%，但考虑三元留种比例较高，有效存栏量或低于该比例。以10个月周期推算，2020年三季度末生猪出栏量或迎向上拐点，但由于三元母猪胎龄较短，未来母猪存栏回升进度或有反复。长期看，非洲猪瘟将导致该轮复产进度缓慢，2021年猪价或高位震荡下行。

图1：能繁母猪存栏量连续8个月回升（万头）

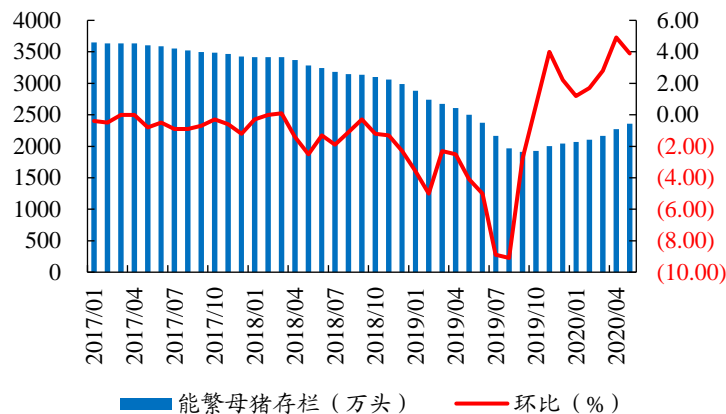
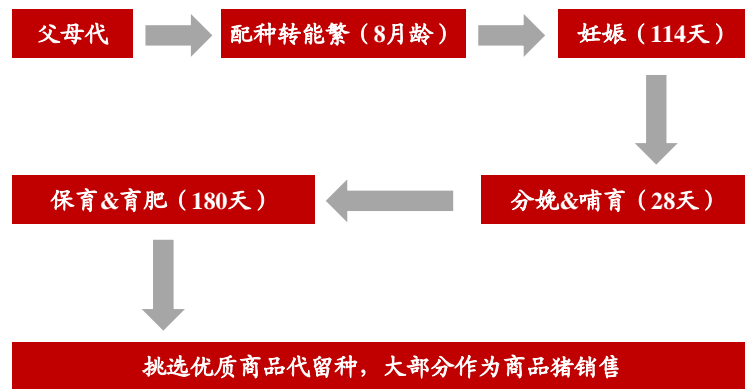


图2：能繁母猪到商品代出栏大致经历10个月时间



1.2 短期：供需两端压力缓解，价格筑底回升

持续下跌3个月后，猪价逐步筑底，三季度价格有望持续回升

2020年2月下旬到5月下旬，受新冠疫情影响，养殖端出栏不畅，下游消费持续低迷，导致猪价连续三个月下跌，5月底以来逐步筑底回升。供给端，随着前期压栏大猪出清，出栏均重显著下降。消费端，餐饮消费持续回暖，叠加传统的中秋、国庆以及秋季开学等阶段性需求旺季，我们预计三季度猪价有望持续回升。

图3：生猪出栏均重下降（公斤）

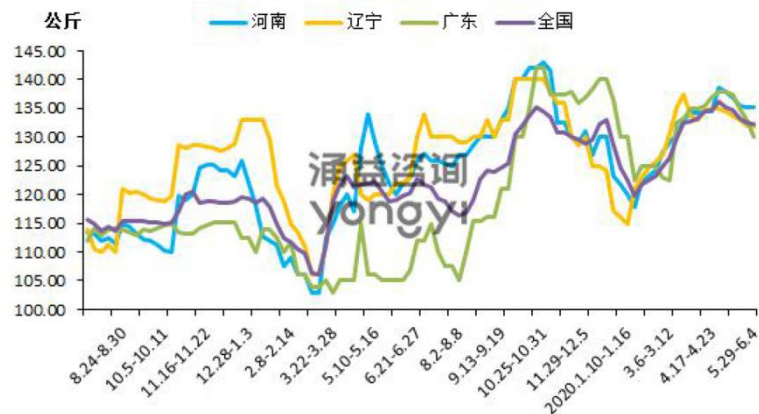


图4：生猪价格筑底回升（元/公斤）



1.3 下行周期中优选高成长性个股

非洲猪瘟造成养殖水平分化，三个维度优选个股

由于非洲猪瘟的长期存在，养殖密度难以提升至疫情前水平，复产进度或较为缓慢，我们预计此轮猪价下行周期或持续较长时间。同时，疫情拉大了各企业在养殖水平及生物安全防护上的差距，下行周期中将出现分化。我们建议从生物安全防护水平、出栏量成长性、养殖成本几个维度出发，优选真正具备穿越周期能力的高成长性个股，首选**新希望**、**牧原股份**。短期看，三季度建议关注中报各企业的业绩兑现情况。

图5：2020年前5月出栏量情况-牧原股份、新希望、傲农生物实现增长

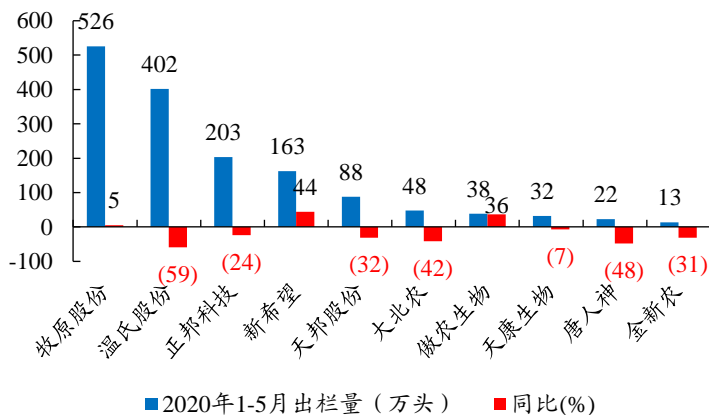
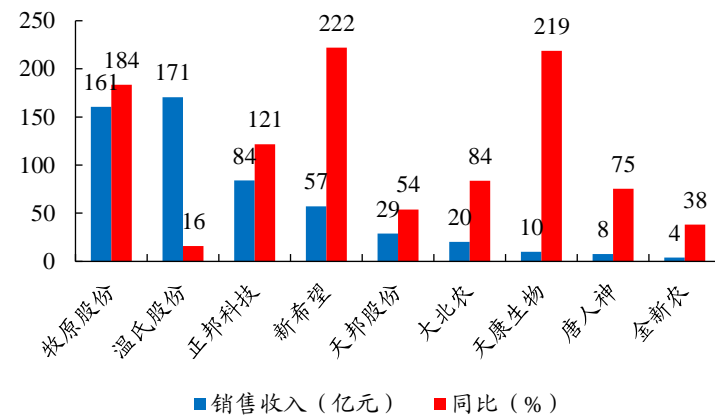


图6：2020年前5月养猪业务收入情况-新希望增速最高



目 录

CONTENTS

- 1 生猪养殖：下行周期即将开启，关注高成长性个股
- 2 禽养殖：供给高位，价格趋势回落，优选食品业务布局个股
- 3 饲料：销售边际向好，重点关注龙头企业长期价值
- 4 动保：经营拐点已现，企业研发能力打造有望重塑行业格局
- 5 重点推荐个股
- 6 风险提示

2.1 行业产能大增，供给处于历史高位

白羽肉鸡祖代、父母代在产存栏处历史高位

截止2020年5月底，白羽肉鸡样本企业父母代在产存栏量1548万套，处于2017年以来较高水平，仅略低于2019年同期。祖代角度看，目前在产存栏量106万套，高于2017-2019年水平，和2015年同期相当。行业产能整体处于高位。

图7：白羽肉鸡祖代在产存栏处于高位（万套）

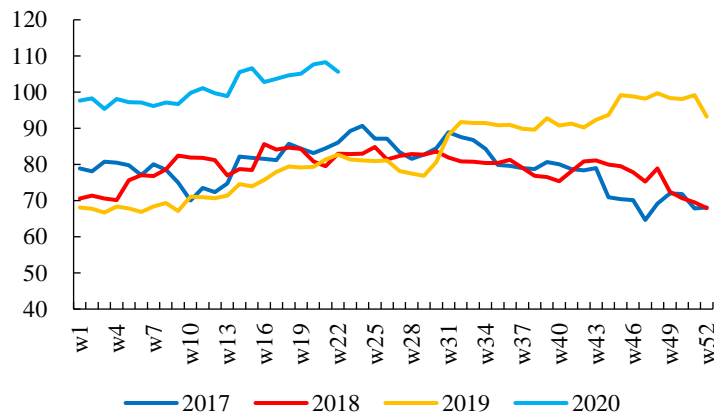
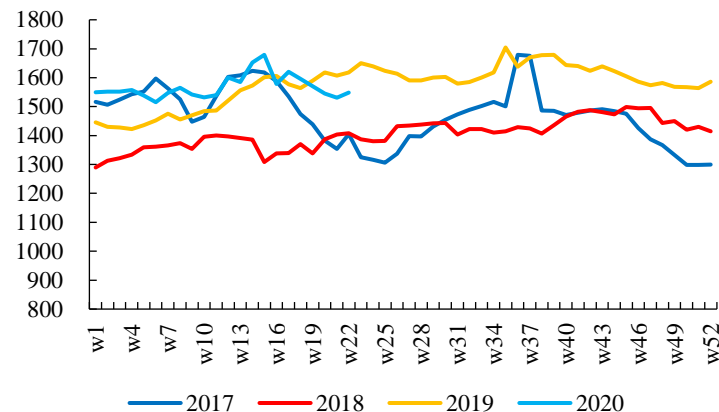


图8：白羽肉鸡父母代在产存栏仅略低于2019年同期（万套）



2.2 预计2020-2021年整体供给仍高

2020年祖代更新量下降，鸡肉进口量大幅增长

2019年我国祖代鸡更新量达122.35万套的近年高位，2020年由于上年更新量较大，加上新冠疫情影响，一季度全国祖代鸡累计仅更新9.45万套，同比下降62.8%。尽管祖代更新量下降，但考虑繁殖周期影响，我们预计2020-2021年商品代总体供给处于高位。此外，受到需求增加刺激，2020年我国鸡肉进口量大幅增加，1-4月累计进口量40.44万吨，同比增加89.8%。

图9：2020Q1白羽肉鸡祖代更新量大幅下降

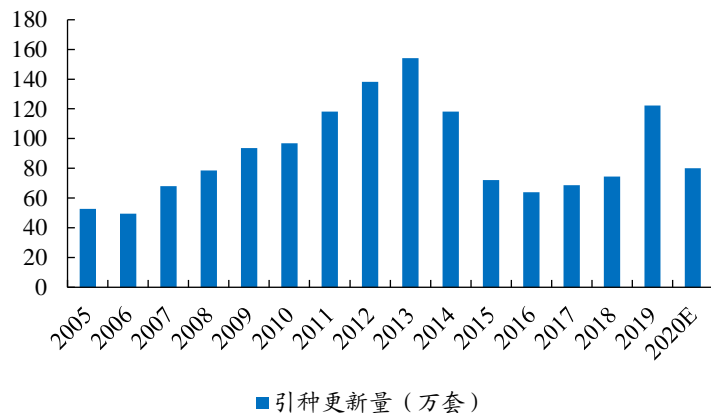
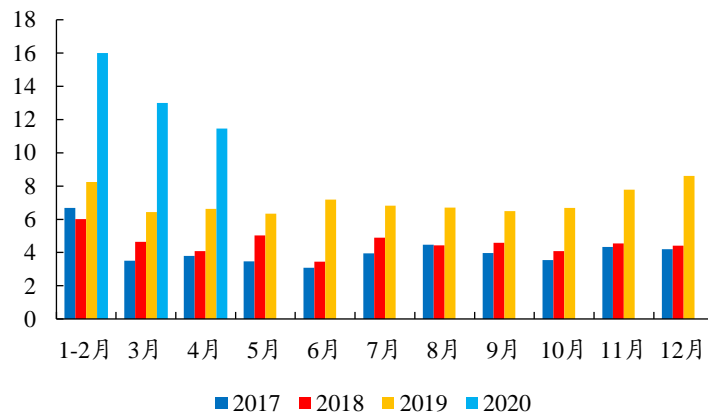


图10：2020年前4月鸡肉进口量大增 (万吨)



2.3 价格或随猪价下跌，优选产业链延伸个股

消费替代大幅提升鸡肉需求，猪价趋势回落或拉低鸡价，优选食品业务布局个股

非洲猪瘟的爆发导致生猪供给出现严重短缺，推高猪价，在此背景下，价格低廉的白羽鸡肉成为众多食品加工企业及团膳消费渠道的主要替代品。2019年白羽肉鸡全产业链实现高额盈利，行业产能大幅扩张。我们认为，在持续的消费替代之下，鸡价和猪价走势总体将趋于一致，2021年猪价的回落或将拉低鸡价，但2020年三季度，鸡价有望跟随猪价实现恢复性上涨。个股上，我们建议重点布局向食品方向进行产业链延伸的行业龙头**圣农发展**，同时，在黄羽鸡冰鲜渠道占有较高份额的**湘佳股份**也有望在行情波动中维持较高的利润稳定性。

图11：2020年鸡苗销售均价下跌（元/羽）

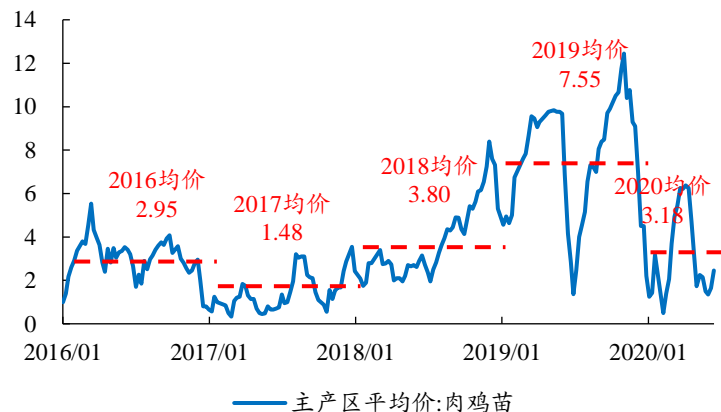


图12：2020年鸡产品均价下跌（元/公斤）



目 录

CONTENTS

- 1 生猪养殖：下行周期即将开启，关注高成长性个股
- 2 禽养殖：供给高位，价格趋势回落，优选食品业务布局个股
- 3 饲料：销售边际向好，重点关注龙头企业长期价值
- 4 动保：经营拐点已现，企业研发能力打造有望重塑行业格局
- 5 重点推荐个股
- 6 风险提示

3.1 短期：销售边际向好

猪料产量触底回升，禽料、水产料增势良好

生猪供给的下降带来其他肉类蛋白的替代性需求提升，牛羊、禽、水产养殖量都有不同幅度增长。2020年1-4月，各品类饲料产量中仅猪料同比下滑23.2%，其余品种皆同比增长，其中肉禽料和水产料增幅都达25%左右。同时，尽管猪料销量同比仍旧下滑，但随着补栏顺利推进，猪料销售边际持续改善，4月份同比下滑幅度收窄至15.3%，环比转正，增幅8.3%。

图13：2020年前4月仅猪料产量同比下滑，其余品种均同比增长

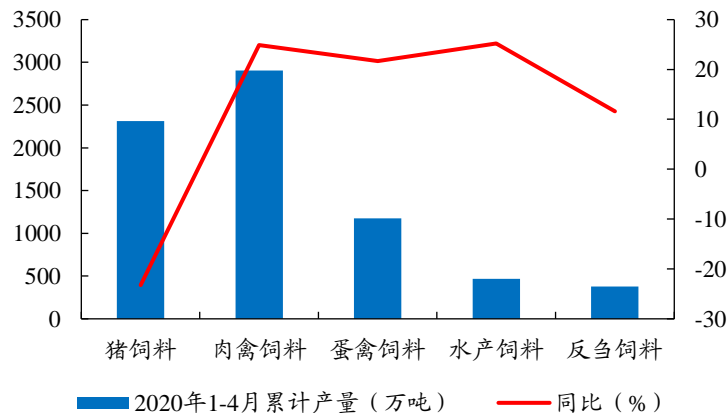
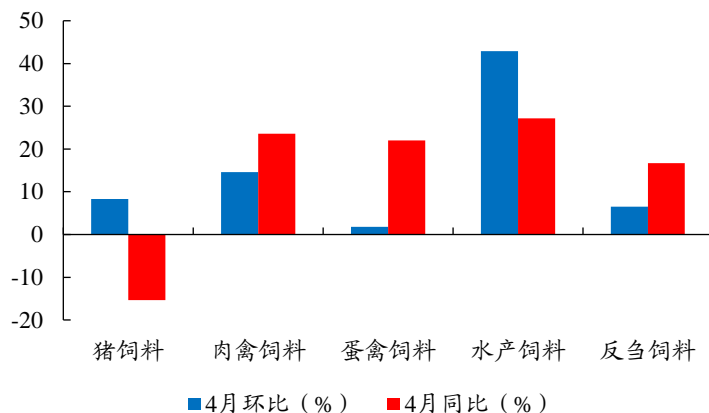


图14：2020年4月猪料产量已环比转正



3.2 长期：行业增速缓慢，关注龙头企业

龙头企业竞争优势持续积累，长期成长有望高于行业

长期角度看，商品化猪料、禽料渗透率已较高，水产料虽然渗透率较低，但由于养殖品类众多，产品开发和客户教育都需要时间，饲料市场整体增长缓慢。我们认为，饲料企业的竞争优势来自于经年累月对于技术和服务的持续积累，难以一蹴而就，以海大集团为例的龙头企业也是在长期的持续投入下实现了市场口碑和份额的持续提升，技术壁垒看似不高，实难以撼动。短期看，公司的优势品类禽料和水产料增长良好，而猪料市场也已看到明显拐点，公司有望率先受益行业的景气提升和改善，实现较高的业绩增长。长期看，在猪料市占率提升+区域市场拓展的策略下，公司饲料销量有望继续实现超出行业增长水平的稳健增长。

图15：海大集团营收10年复合增速25%

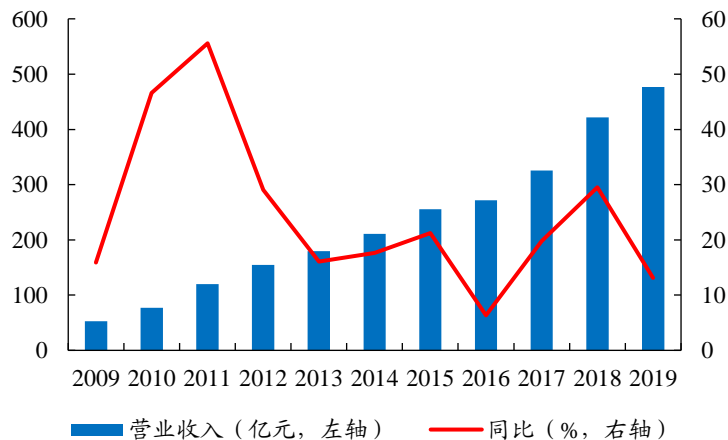
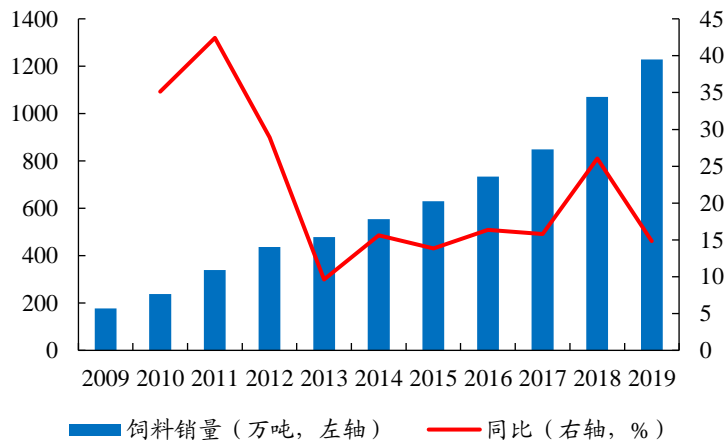


图16：海大集团饲料销量10年复合增速21%



目 录

CONTENTS

- 1 生猪养殖：下行周期即将开启，关注高成长性个股
- 2 禽养殖：供给高位，价格趋势回落，优选食品业务布局个股
- 3 饲料：销售边际向好，重点关注龙头企业长期价值
- 4 动保：经营拐点已现，企业研发能力打造有望重塑行业格局
- 5 重点推荐个股
- 6 风险提示

4.1 2020年一季度经营拐点已现，未来两年业绩有望持续回升

2020Q1动保企业收入利润同比转正

受非洲猪瘟疫情影响，2019年猪用疫苗企业收入利润大幅下滑，行业步入低谷期。但随着2020年下游养殖存栏回升，动保企业经营情况在一季度显著好转，收入利润同比增速基本都已转正，业绩拐点已现。我们认为，此轮养殖补栏时间周期或被拉长，未来两年都将处于产能上升期，动保需求将持续回暖，相关企业业绩有望持续回升。

图17：动保企业营收同比在2020Q1基本转正

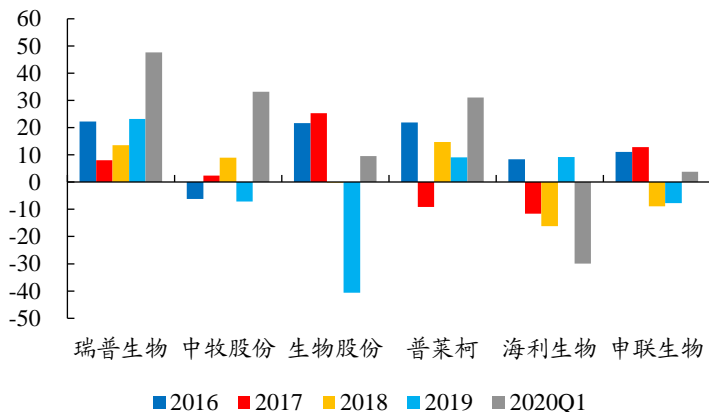
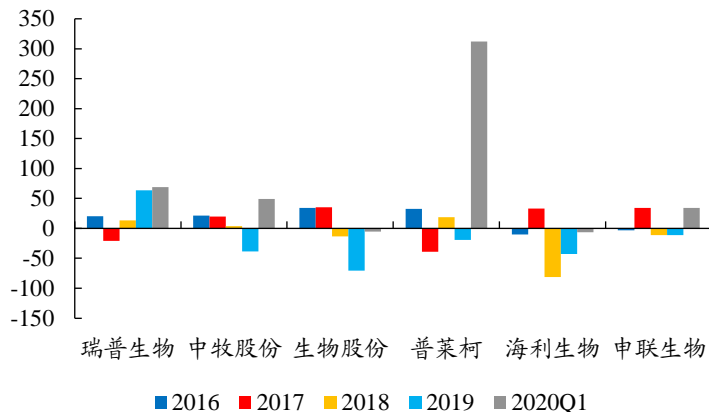


图18：动保企业归母净利润在2020Q1整体实现增长



4.2 企业研发能力提升，行业格局有望重塑

三级防护要求助推企业研发布局，看好具有先发优势个股

2016年11月，农业部发布《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》，口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业，涉及口蹄疫、禽流感活病毒操作的生产区域、质检室、检验用动物房、污物（水）处理设施以及防护措施等应于2020年11月30日前符合生物安全三级防护要求。在此背景下，以生物股份为首的头部企业开始自建P3实验室，由于口蹄疫、高致病性禽流感、非洲猪瘟等烈性传染病疫苗研发都要求在具备三级防护等级的实验室进行，P3实验室的建成将显著增强企业的研发能力。截至目前，生物股份的实验室已获得口蹄疫、非洲猪瘟等病毒的动毒资格，并已开始进行相关疫苗研发。我们认为，随着各企业P3实验室建成，过去由科研机构垄断的强毒疫苗研发资质将逐步下放到企业，有助于激活行业研发活力，重塑整个行业经营格局。重点看好在强毒研发上已获得先发优势的**生物股份**，以及在研发能力打造上已有多年积累的**普莱柯**。

目 录

CONTENTS

- 《 1 》 生猪养殖：下行周期即将开启，关注高成长性个股
- 《 2 》 禽养殖：供给高位，价格趋势回落，优选食品业务布局个股
- 《 3 》 饲料：销售边际向好，重点关注龙头企业长期价值
- 《 4 》 动保：经营拐点已现，企业研发能力打造有望重塑行业格局
- 《 5 》 重点推荐个股
- 《 6 》 风险提示

表1: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE		
		2020/6/12	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
000876.SZ	新希望	27.47	3.64	4.63	3.84	8	6	7
002714.SZ	牧原股份	66.70	8.75	7.61	4.89	8	9	14
002299.SZ	圣农发展	25.00	3.75	2.76	1.80	7	9	14
002311.SZ	海大集团	46.58	1.64	2.10	2.46	28	22	19
600201.SH	生物股份	23.92	0.40	0.67	0.90	60	36	27
603566.SH	普莱柯	27.75	0.53	0.70	0.85	52	40	33

非洲猪瘟疫情加剧造成上市公司产能受损；禽流感等疫情发生打击消费需求；自然灾害等因素对行业造成直接或间接经济损失。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注： 评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5% ~ 20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券