

农林牧渔

农业行业 2023 年中期策略

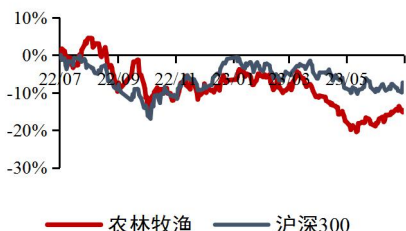
同步大市-A(维持)

看好稳健生猪养殖股、海大集团、圣农发展在当前的配置时机

2023 年 7 月 27 日

行业研究/行业中期策略

农林牧渔板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票	评级
002311.SZ 海大集团	买入-A
002299.SZ 圣农发展	买入-B
300498.SZ 温氏股份	买入-B
002567.SZ 唐人神	增持-B
603477.SH 巨星农牧	增持-B
001201.SZ 东瑞股份	增持-B
605296.SH 神农集团	增持-B
000876.SZ 新希望	增持-B

相关报告：

【山证农林牧渔】看好稳健生猪养殖股、海大集团和圣农发展当前的布局时机-

【山证农业】农业行业周报 2023.7.23

【山证农林牧渔】以“亏损期+低 PB”策略逢低布局经营稳健的养殖股-【山证农业】农业行业周报 2023.7.17

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

投资要点：

年初以来，我们一直提示要重视母猪生产效率提升对供给的潜在影响。2023 年上半年，我国生猪出栏量和猪肉产量分别为 37548 万头和 3032 万吨，同比分别增长 2.6% 和 3.2%，生产效率提升对供给的影响已经逐渐得到印证。由于 2022 年 5 月到 12 月，行业出现高效率母猪的补栏，根据从能繁母猪补栏到育肥猪出栏的生产周期，预计 2023 年全年猪肉供给较为充足，同时由于年初以来需求端乏力，预计猪价在下半年大部分时间仍将持续磨底。猪价在年底旺季局部时间或有温和反弹，但难以修复资产负债表，不改行业产能去化大趋势，产能去化仍将是贯穿 2023 年的行业“主基调”。

受下游消费需求不振和供给压力的影响，生猪产业业内对 6 月中下旬猪价回升至盈亏线的预期落空后，业内对后续猪价走势预期显得更为悲观。这种悲观预期也逐渐反应在仔猪价格走势上。近期仔猪价格出现明显下跌，局部地区已跌破成本线。在经历 2021-2023 年 3 个亏损期的持续资金消耗后，生猪养殖行业的整体负债率已经处于历史较高水平。根据同样经历 3 个亏损期的 2013-2015 年经验，随着行业资金链紧张，越往后亏损期的产能去化幅度可能越大。

根据我们的养殖股“亏损期+低 PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的稳健标的进行布局，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股逻辑框架，随着生猪产能的进一步去化，后续生猪养殖股或有望沿着“产能去化”的逻辑演绎。

推荐海大集团：综合考虑生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等下游周期趋势，以及饲料原料上涨压力或有望缓解，我们认为饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年。与此同时，行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中。公司的《2023 年员工持股计划》有助于提升员工业务拓展的积极性，利于业务目标的达成。目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。

推荐圣农发展：目前产业资本在肉鸡行业的博弈程度和拥挤程度要明显低于生猪行业，白羽肉鸡行业本轮周期产能去化的阻力要小于生猪行业。白羽肉鸡行业正处于周期底部。随着 2022 年国内祖代白羽肉鸡引种更新量下降带来供给收缩的影响逐步体现，后续白羽肉鸡供需格局有望继续呈现改善趋势。站在目前时点，从周期角度，圣农发展处于业绩周期和 PB 估值周期的双底部，已经具备配置价值。

风险提示：疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。



目录

生猪养殖板块：配置稳健生猪养殖股正当时.....	4
2023 年以来生猪养殖持续亏损.....	4
母猪生产效率提升对供给的影响已经逐渐得到印证.....	5
预计 2023 年全年猪肉供给较为充足，价格承压.....	7
持续深度亏损是母猪产能去化的重要驱动力.....	9
2023 年已经进入本轮周期的第三个“亏损底”.....	9
本轮周期亏损深度和时间长度有所扩大，符合生猪产业自身发展规律.....	10
在行业资金链趋紧的背景下，生猪产能去化节奏有望进一步纵深发展.....	14
以“亏损期+低 PB”策略在第三个“亏损底”布局生猪养殖股.....	16
家禽养殖板块：建议关注处于业绩和估值周期底部的优质企业.....	17
白羽肉鸡行业周期底部复苏.....	17
PB 估值处于底部的优质禽业股已经具备配置价值.....	19
饲料板块：2023 年景气度或优于 2022 年，建议关注头部企业机会.....	20
2023 年饲料行业总量有望保持增长趋势.....	20
2023 年饲料原料价格压力同比明显减小.....	21
种子和种植板块.....	23
种子板块：产品价格或有望稳中趋好.....	23
全球主要粮食作物逐渐进入增产通道.....	23
投资建议.....	25
风险提示.....	26

图表目录

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）.....	4
图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）.....	4
图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....	4
图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....	4
图 5：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）.....	5
图 6：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势.....	5
图 7：我国生猪当年度累计出栏量和同比增速.....	5
图 8：我国猪肉当年度累计产量和同比增速.....	5
图 9：“当年生猪出栏量÷上一年能繁母猪平均存栏量”趋势.....	6
图 10：出栏 1 万头以上养殖场（企业）的产量占比.....	6
图 11：美国生猪养殖规模化进程.....	6
图 12：美国生猪产业 MSY 趋势（单位：头）.....	6
图 13：美国历史能繁母猪数量和生猪出栏量.....	7
图 14：我国各年度的猪肉产量（万吨）.....	7
图 15：我国生猪出栏头数（万头）.....	8
图 16：2021-2023 年我国能繁母猪存栏量（万头）.....	8
图 17：我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系.....	8
图 18：能繁母猪存栏量环比变动和养殖盈利的历史关系.....	9

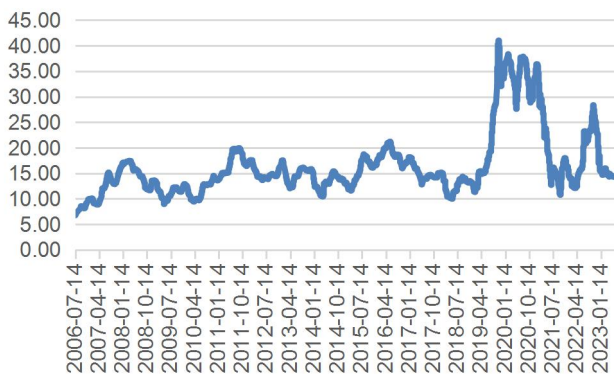
图 19：2023 年已经进入本轮周期的第三个“亏损底”	10
图 20：美国 1974-2009 年生猪自繁自养单头盈利情况（美元/头）	11
图 21：1970 年以来美国猪价走势（单位：美元/美担）	12
图 22：美国生猪养殖企业排名及其市场份额	12
图 23：中国生猪养殖企业排名及其市场份额	13
图 24：中国和美国生猪行业前 20 强份额对比	13
图 25：在猪周期的运行中，生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势	14
图 26：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强	15
图 27：生猪养殖股运行方向的驱动因素	16
图 28：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎	16
图 29：生猪养殖股在各个阶段的逻辑演绎	17
图 30：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）	18
图 31：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）	18
图 32：白羽商品代肉鸡苗均价（元/羽）	18
图 33：鸡蛋市场零售价（元/公斤）	18
图 34：中速黄羽鸡价格（元/斤）	18
图 35：快大黄羽鸡价格（元/斤）	18
图 36：家禽养殖上市公司业绩情况	19
图 37：圣农发展处于业绩周期和 PB 估值周期的双底部，已经具备配置价值	19
图 38：我国历年饲料总产量及增速	20
图 39：全国猪饲料历年产量（万吨）	21
图 40：全国禽饲料历年产量（万吨）	21
图 41：全国水产饲料历年产量（万吨）	21
图 42：2023 年全国工业饲料当月产量和增速	21
图 43：国内玉米现货价（元/公斤）	22
图 44：国内大豆现货价（元/吨）	22
图 45：国内小麦现货价（元/吨）	22
图 46：国内豆粕现货价（元/吨）	22
图 47：育肥猪配合饲料均价（元/公斤）	22
图 48：肉鸡配合料均价（元/公斤）	22
图 49：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势	23
图 50：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势	23
图 51：全球和中国玉米供需平衡表	24
图 52：全球和中国大豆供需平衡表	24
图 53：全球和中国小麦供需平衡表	24
图 54：全球和中国大米供需平衡表	25
图 55：重点公司盈利预测、估值与评级	26

生猪养殖板块：配置稳健生猪养殖股正当时

2023 年以来生猪养殖持续亏损

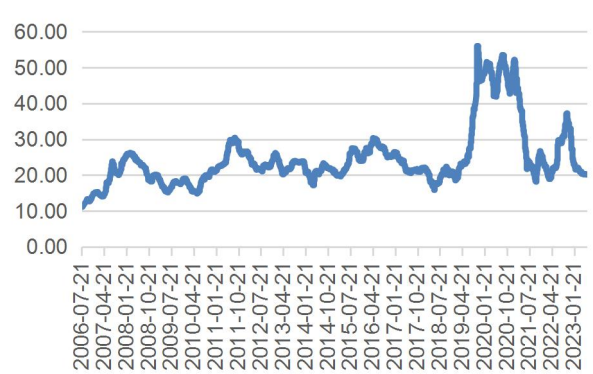
2023 年年初以来，受到前期产能释放所带来的供给压力影响，国内生猪价格运行水平整体呈现逐渐下行的趋势，从年初的 15.56 元/公斤下滑至近期的约 14 元/公斤，且持续处于盈亏线下方。年初以来国内生猪自繁自养单头平均亏损约 302 元/头，外购仔猪育肥单头平均亏损约 344 元/头。此前，生猪产业内部对 2 季度末传统旺季里的猪价抱有较高的预期。然而，受下游消费需求不振和供给压力的影响，国内生猪价格没有出现回升趋势。涨价预期落空后，业内对后续猪价走势预期显得更为悲观。这种悲观预期也逐渐反应在仔猪价格走势上，仔猪价格出现明显下跌。受持续亏损冲击，行业资金状况逐渐趋紧，年初以来持续处于产能去化状态。

图 1：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



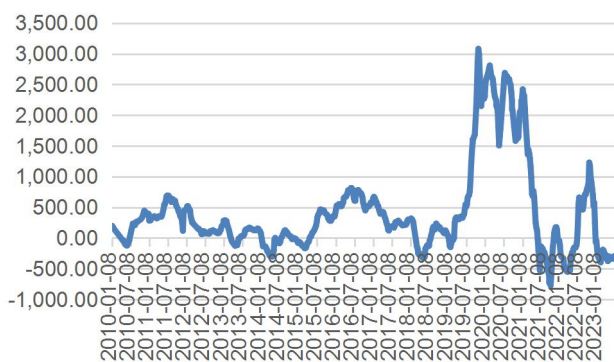
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



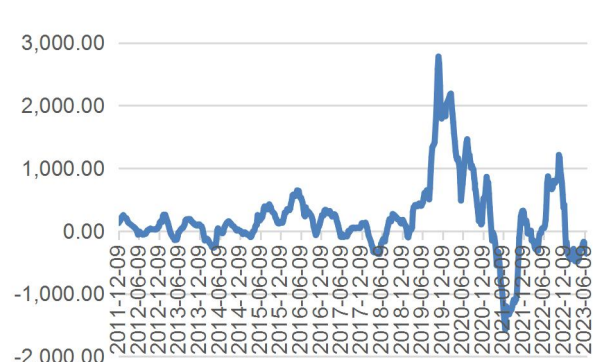
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



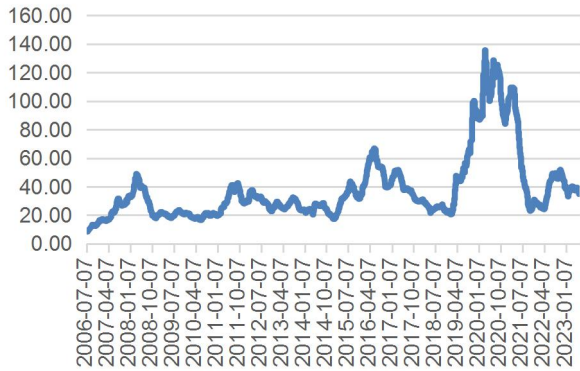
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



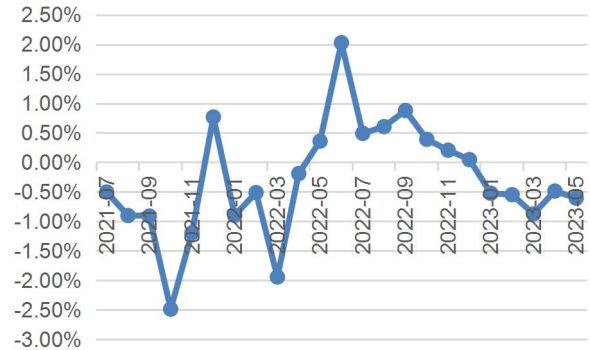
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势

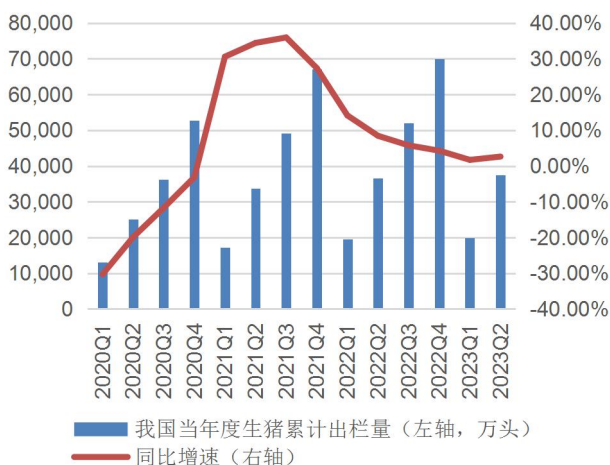


资料来源：Wind、山西证券研究所

母猪生产效率提升对供给的影响已经逐渐得到印证

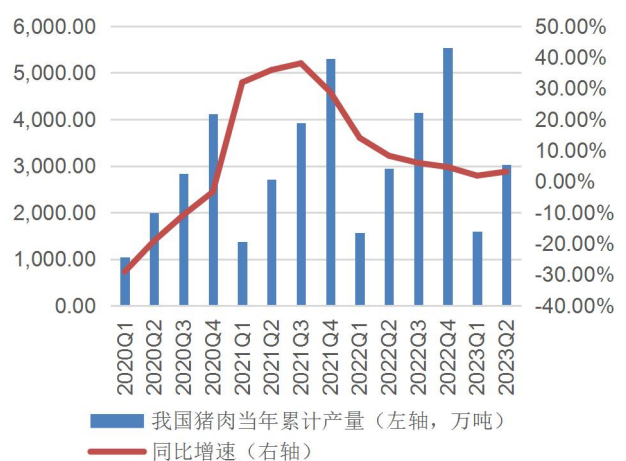
年初以来，我们一直提示要重视母猪生产效率提升对供给的潜在影响。2023 年上半年，我国生猪出栏量和猪肉产量分别为 37548 万头和 3032 万吨，同比分别增长 2.6%和 3.2%，母猪生产效率提升对供给的影响已经逐渐得到印证。

图 7：我国生猪当年度累计出栏量和同比增速



资料来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

图 8：我国猪肉当年度累计产量和同比增速

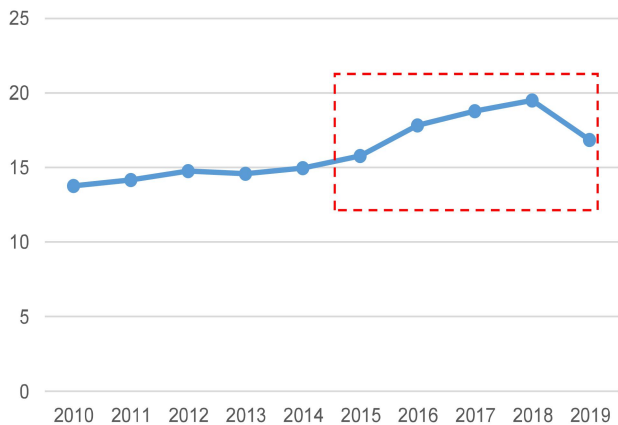


资料来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

育肥猪出栏量=能繁母猪数量×MSY（每头母猪一年提供的商品猪数量）。2022 年 5 月到 12 月高效母猪的补栏可能会带来能繁母猪结构的优化和整体生产性能的提高，从而使得相同数量的母猪可能比以往提供更多的商品猪出栏。这一现象曾经在 2014-2018 年发生过。当时的产业背景是，在环保和各地禁养限养政策的

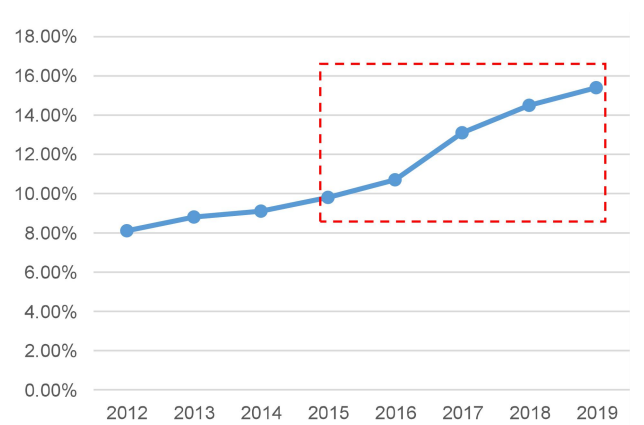
影响之下，大量生产效率较低的散养户退出市场，同时出栏 1 万头以上的大型养殖场（企业）出栏量占比明显上升，从而带动该时期的行业平均生产效率出现较为明显的提升。

图 9：“当年生猪出栏量÷上一年能繁母猪平均存栏量”趋势



资料来源：Wind、山西证券研究所

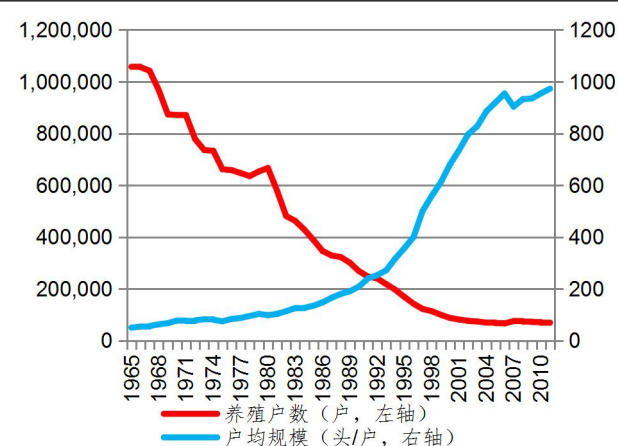
图 10：出栏 1 万头以上养殖场（企业）的产量占比



资料来源：《生猪规模化养殖渐成趋势》、山西证券研究所

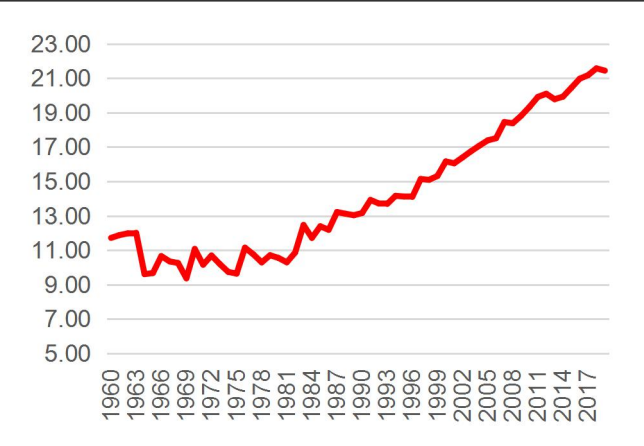
上述国内生猪养殖行业 2014-2018 年产业变化趋势在美国的生猪养殖行业也曾上演过。美国从 1980 年代开始，生猪养殖业的规模化进程出现加速现象，进入其发展史上最为快速的规模化阶段。美国生猪行业在规模化和专业化的进程中，实现了生产效率的提高和养殖成本的下降，PSY、MSY 等生产效率指标从 1980 年代开始持续明显提升。随着单头母猪提供商品猪数量的提升，相同生猪出栏量所需要的能繁母猪数量明显减少，也就意味着相同数量的母猪比以往提供更多的商品猪出栏。

图 11：美国生猪养殖规模化进程



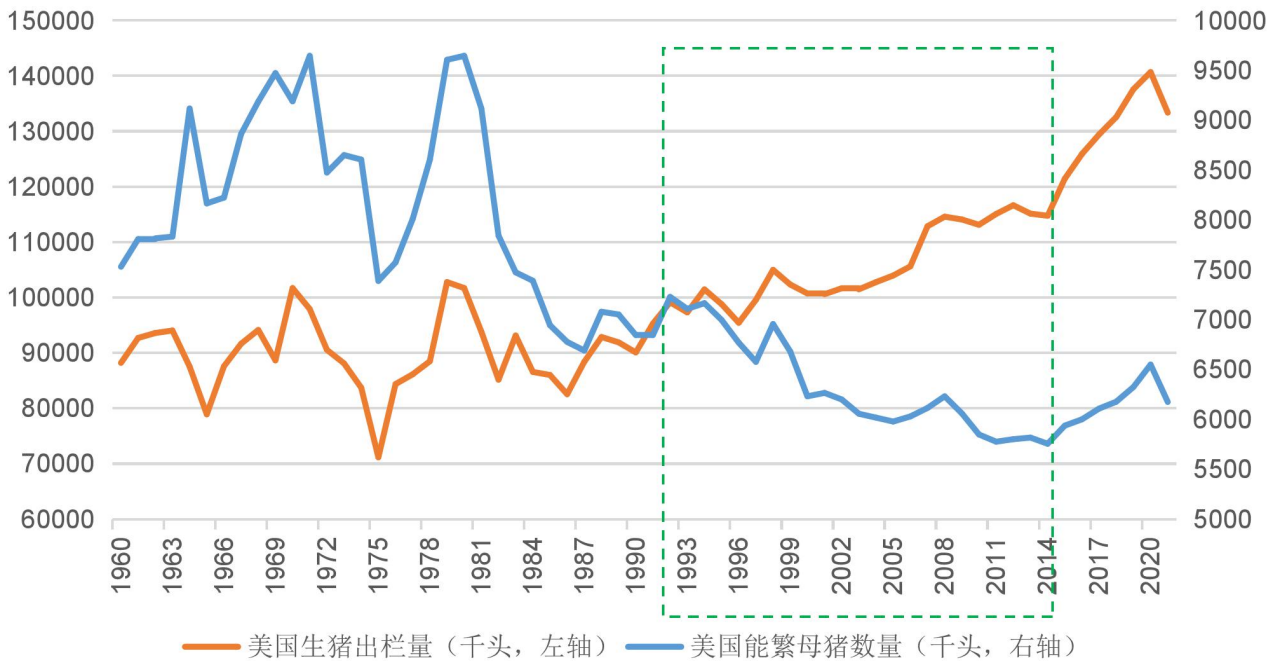
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 12：美国生猪产业 MSY 趋势（单位：头）



资料来源：USDA、Wind、山西证券研究所

图 13：美国历史能繁母猪数量和生猪出栏量

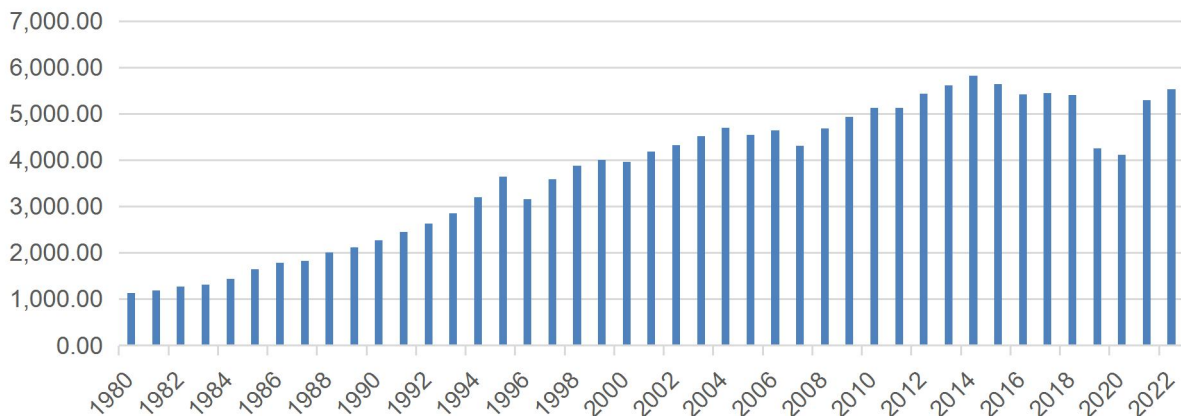


资料来源：Wind、山西证券研究所

预计 2023 年全年猪肉供给较为充足，价格承压

进入后“非瘟”时期，国内生猪产能和产能得到逐步恢复。2022 年，我国生猪出栏量约 7 亿头，猪肉产量 5541 万吨，均已回升至历史较高水平，并且在 2023 年上半年继续保持增长。由于 2022 年 5 月开始到 12 月，行业出现高效率母猪的补栏，根据从能繁母猪到育肥猪出栏的生产周期，预计 2023 年国内猪肉产量将有望进一步增长。综合考虑年初以来的消费需求不振，预计 2023 年全年猪肉供给较为充足，价格承压。

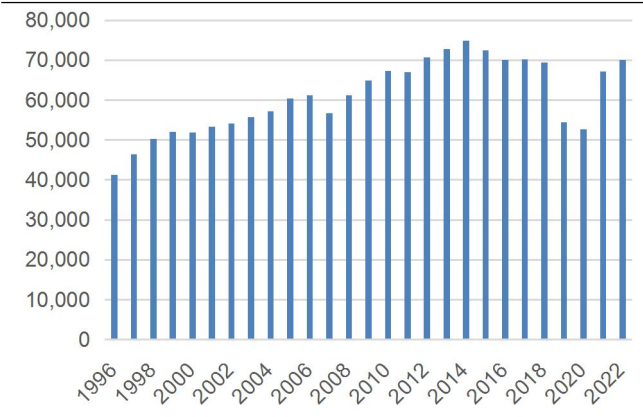
图 14：我国各年度的猪肉产量（万吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

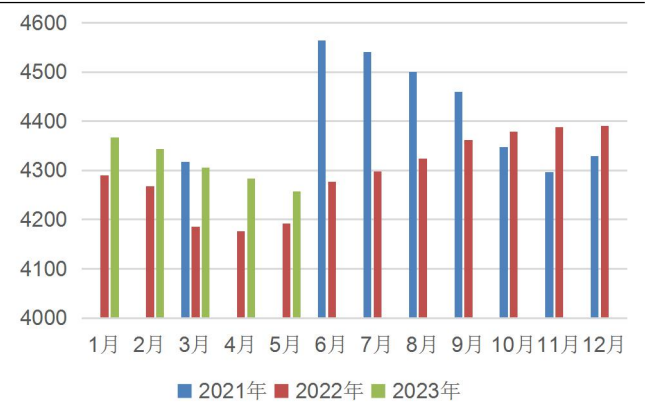


图 15：我国生猪出栏头数（万头）



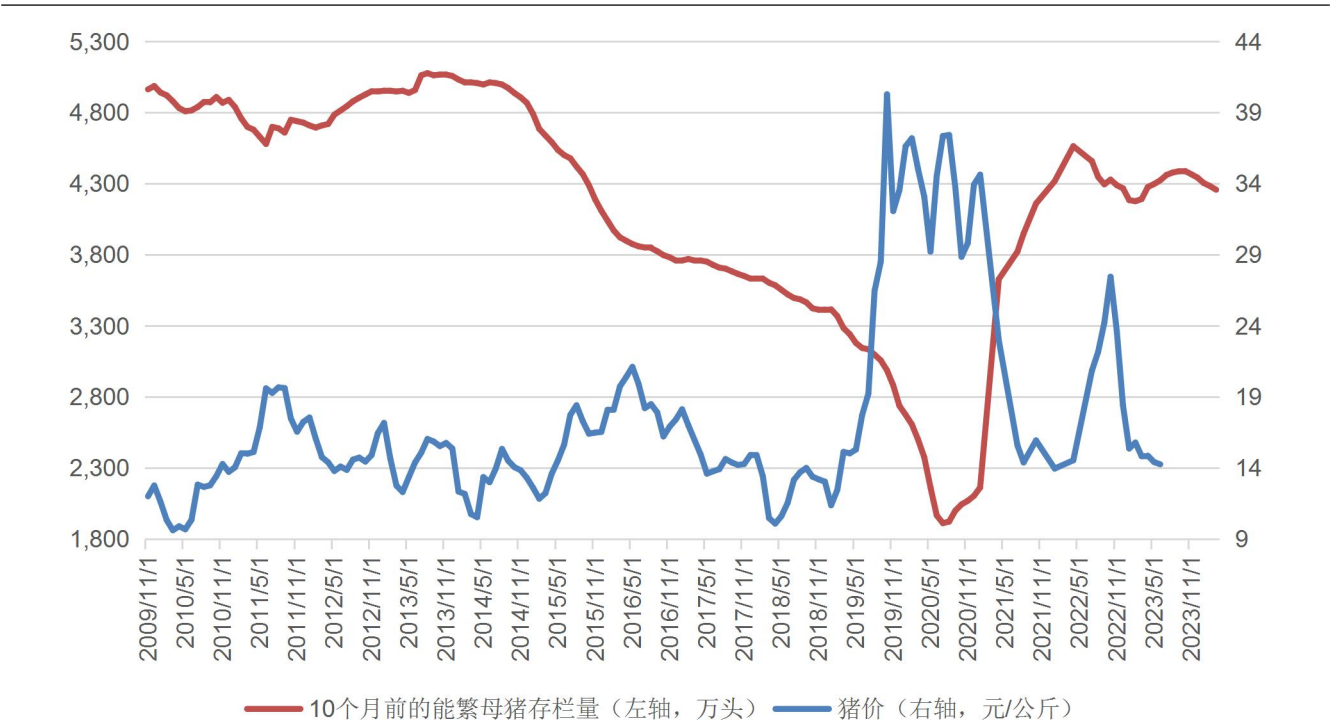
资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

图 16：2021-2023 年我国能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 17：我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系

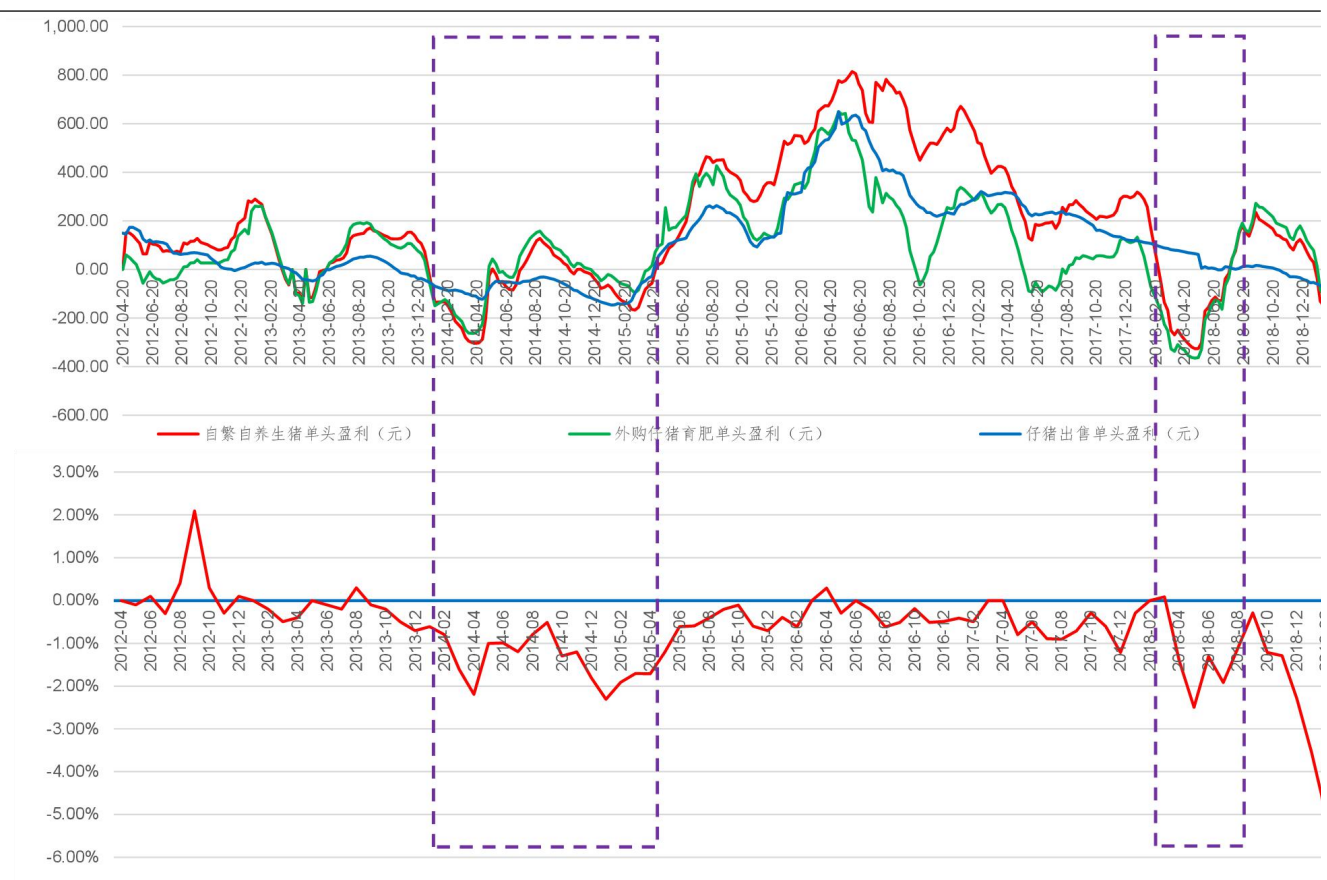


资料来源：Wind、山西证券研究所

持续深度亏损是母猪产能去化的重要驱动力

回顾前几轮周期，在不考虑疫情的情况下，持续深度亏损是母猪产能去化的重要驱动力。在 2010 年 3 月-2015 年 3 月的猪周期里，能繁母猪在 2014 年才出现大规模去产能，此前的 2012 年（猪价下行但仍在盈利区）和 2013 年（小幅亏损）均没有出现行业大幅去产能。在 2015 年 3 月-2019 年 2 月的猪周期里，能繁母猪在 2018 年才出现大规模去产能的趋势，此前的 2017 年（猪价下行但仍在盈利区）没有出现行业大幅去产能。

图 18：能繁母猪存栏量环比变动和养殖盈利的历史关系



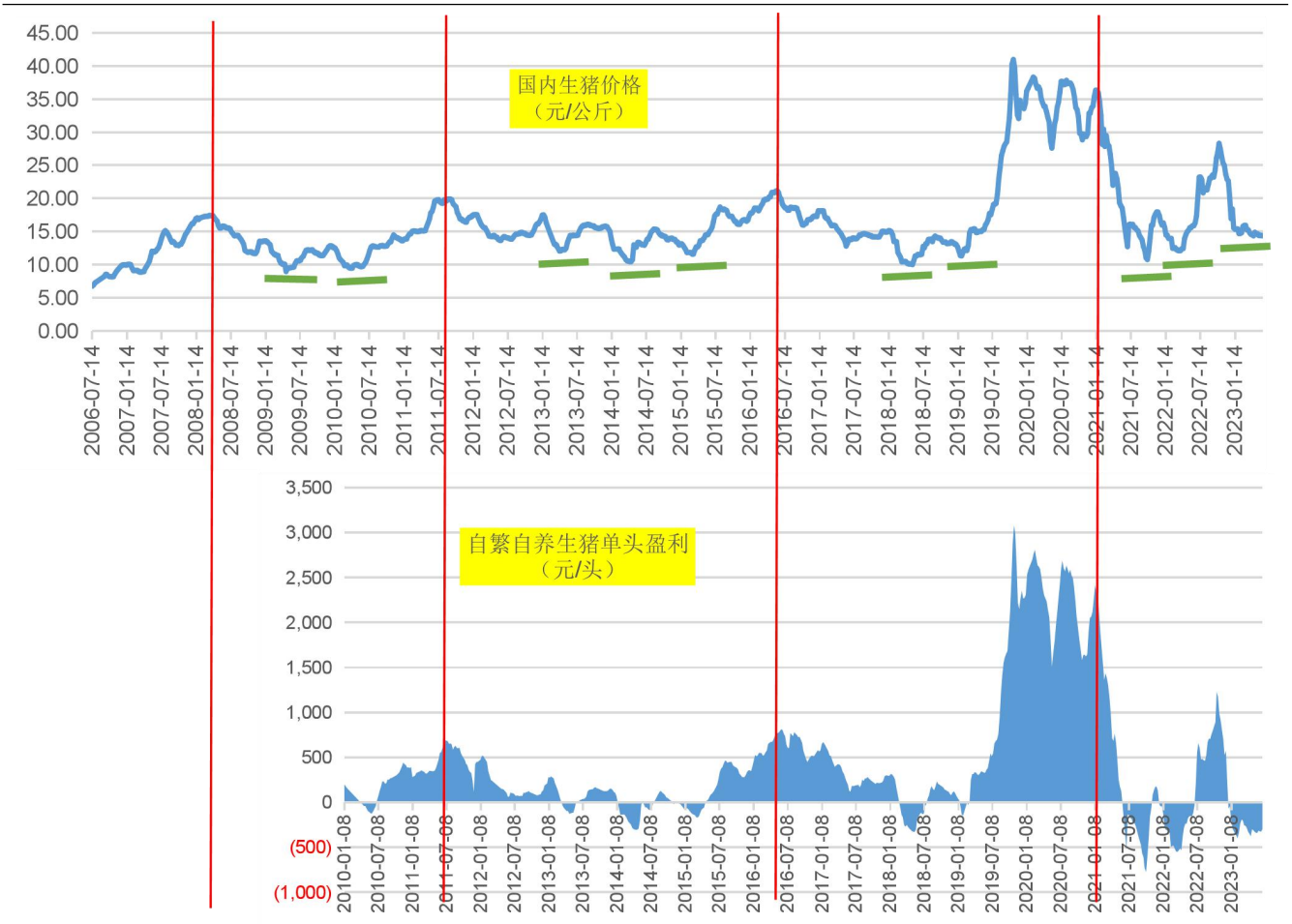
资料来源：Wind、山西证券研究所

2023 年已经进入本轮周期的第三个“亏损底”

2006 年以来，我国生猪行业经历了 4 轮猪周期。第一轮周期：2006 年 5 月-2010 年 3 月，周期时长 46 个月；第二轮周期：2010 年 3 月-2015 年 3 月，周期时长 60 个月；第三年轮周期：2015 年 3 月-2019 年 2 月，周

期时长 47 个月。前 3 轮周期的持续时间均在 46 个月以上，且亏损底为 2-3 个。第四轮周期，始于 2019 年 2 月，当前正处于本轮周期筑底、磨底阶段的第 3 个亏损期（2021、2022、2023 年）。

图 19：2023 年已经进入本轮周期的第三个“亏损底”



资料来源：Wind、山西证券研究所

本轮周期亏损深度和时间长度有所扩大，符合生猪产业自身发展规律

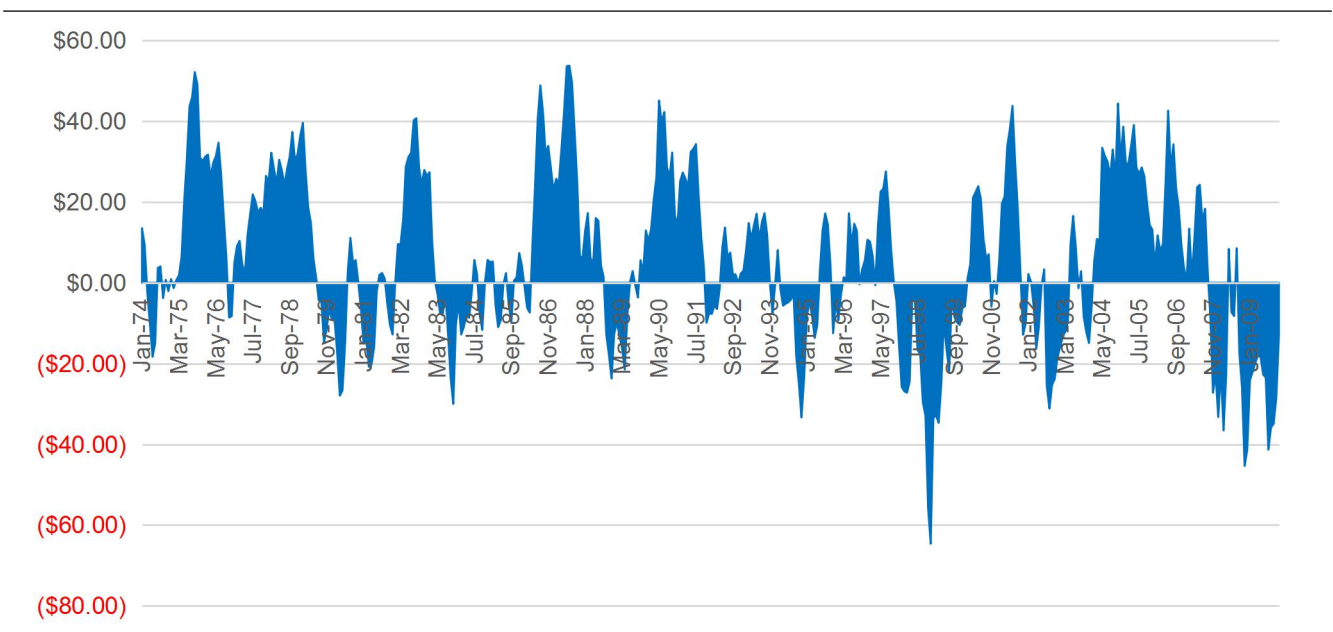
国内生猪养殖行业从 2021 年初进入下行周期以来，相比前几轮周期，行业亏损的深度和时间长度有明显的扩大。这一现象符合生猪产业自身发展规律，类似的情况在美国的生猪产业也曾经上演过。

通过分析美国 1974-2009 年生猪自繁自养月度单头盈利曲线的历史走势，我们发现在快速规模化之前和初期，盈利曲线位于盈亏平衡线上方的时间宽度和盈利深度均要明显大于盈亏平衡线下方的部分。伴随着规模化进程的推进，盈亏平衡线上方和下方盈利曲线的对称性趋于增强。

在生猪产业规模化的过程中，我们认为出现上述盈利曲线特征变化的主要原因在于养殖场经营个体特征的差异和养殖结构的变迁。与大型专业养殖户、专业化养殖企业相比，个体小养殖户的明显特征是：个体养

殖户收入来源多样，不局限于农业，资本约束明显小于大型专业养殖户和专业化养殖企业，生产和产能调整对市场行情的反应更灵活。在生猪产业快速规模化之前和初期，个体小养殖户的出栏占比相对较高，在猪价下行并进入亏损阶段时，由于个体小养殖户仍有其他非养殖收入来源、资本约束小，其很容易压缩产能和减少产量，甚至是停产或彻底退出生猪养殖，因而行业去产能的速度相对较快。随着规模化进程的推进，大型专业养殖户和专业化养殖企业的出栏占比逐渐提高。由于此类养殖经营者为专业化经营，固定资产投资较大，生猪养殖是重要收入来源（或主要收入来源），使得其面临较强的资本约束，因此在猪价下行并进入亏损阶段时，在压缩产能和停产的动作上，这类型的经营者无论是能力还是意愿均比个体小养殖户要弱，因而行业低谷去产能的速度会更慢，行业亏损幅度更大或亏损持续时间更长。

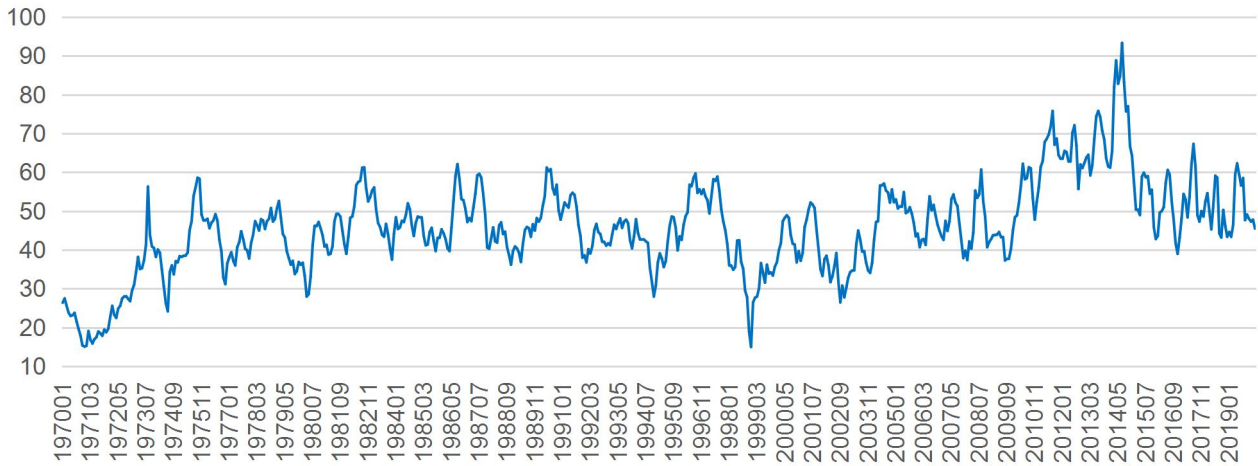
图 20：美国 1974-2009 年生猪自繁自养单头盈利情况（美元/头）



资料来源：Iowa State University、山西证券研究所

与此同时，通过分析美国 1970 年以来的猪价走势，我们发现在美国生猪行业规模化的进程中，猪周期并没有消失，而且局部时段会受到疫情影响而加大周期波动。例如，美国生猪产业在 2013 年和 2014 年发生了猪流行性腹泻病毒疫情，给产业造成较大影响，每窝产子数、PSY 和 MSY 均有所降低，出栏量下降，从而推高猪价，该周期为非常周期。美国生猪产业在规模化程度较高的时期尚有明显的猪周期，当前我国生猪产业的规模化程度仍大幅低于与美国，我国猪价未来仍将会呈现周期波动特征。

图 21：1970 年以来美国猪价走势（单位：美元/美担）



资料来源：USDA、山西证券研究所

图 22：美国生猪养殖企业排名及其市场份额

排名	2006年美国生猪养殖20强企业	母猪存栏数(头)	市场份额	排名	2015年美国生猪养殖25强企业	母猪存栏数	市场份额	排名	2016年美国生猪养殖35强企业	母猪存栏数(头)	市场份额
1	Smithfield Foods	995,325	16.50%	1	Smithfield Foods	894,000	15.05%	1	Smithfield Foods	880,000	14.66%
2	Triumph Foods	399,800	6.63%	2	Triumph Foods	445,550	7.50%	2	Triumph Foods	385,500	6.42%
3	Seaboard Foods	213,600	3.54%	3	The Maschhoffs	218,000	3.67%	3	Seaboard Foods	290,000	4.83%
4	Iowa Select Farms	150,000	2.49%	4	Seaboard Foods	217,000	3.65%	4	The Maschhoffs	218,000	3.63%
5	Prestage Farms	140,000	2.32%	5	JBS	175,000	2.95%	5	The Pipestone System	185,000	3.08%
6	The Pipestone System	130,000	2.16%	6	The Pipestone System	170,000	2.86%	6	JBS	177,000	2.95%
7	The Maschhoffs	116,000	1.92%	7	Prestage Farms	170,000	2.86%	7	Prestage Farms	175,000	2.92%
8	Cargill	87,000	1.44%	8	Iowa Select Farms	165,000	2.78%	8	Iowa Select Farms	171,000	2.85%
9	Maxwell Foods	76,000	1.26%	9	Carthage System	120,000	2.02%	9	Carthage System	145,000	2.42%
10	AMVC Management	75,000	1.24%	10	AMVC Management Services	112,500	1.89%	10	AMVC Management Services	115,000	1.92%
11	Tyson Foods	70,000	1.16%	11	Maxwell Foods	95,000	1.60%	11	Maxwell Foods	98,000	1.63%
12	Progressive Swine Tech.	55,200	0.92%	12	Tyson Foods	62,500	1.05%	12	Tyson Foods	62,500	1.04%
13	Hormel Foods	51,000	0.85%	13	Trioak Food	61,000	1.03%	13	Trioak Food	59,500	0.99%
14	Nebraska Pork Partners	45,000	0.75%	14	Schwartz Farms	58,000	0.98%	14	Schwartz Farms	58,000	0.97%
15	Wakefield Pork	41,000	0.68%	15	Country View Family Farms	55,100	0.93%	15	Clemens Food Group	55,100	0.92%
16	Hatfield Quality Meats	36,100	0.60%	16	Holden Farms	55,000	0.93%	16	Holden Farms	55,000	0.92%
17	Whitestone Farms	35,000	0.58%	17	Pillen Family Farms	55,000	0.93%	17	Pillen Family Farms	55,000	0.92%
18	Texas Farm	33,500	0.56%	18	Great Plains Management	53,500	0.90%	18	Great Plains Management	53,500	0.89%
19	Holden Farms	32,000	0.53%	19	Hormel Foods	50,000	0.84%	19	Hormel Foods	52,000	0.87%
20	Coharie Farm	31,000	0.51%	20	Wakefield Pork	48,500	0.82%	20	Wakefield Pork	50,000	0.83%
	20强企业合计	2,812,525	46.63%	21	Swine Graphics Enterprises	34,000	0.57%	21	Sietsema Farms	37,000	0.62%
				22	Texas Farm	32,000	0.54%	22	Protein Source	34,700	0.58%
				23	Protein Source	31,200	0.53%	23	Cactus Family Farms	34,000	0.57%
				24	Tosh Farms	27,000	0.45%	24	Pork Vision	33,000	0.55%
				25	Brenneman Pork	26,500	0.45%	25	Reicks View Family	29,500	0.49%
				25强企业合计	3,431,350	57.78%	26	Tosh Farms	29,500	0.49%	
								27	Brenneman Pork	29,000	0.48%
								28	Cooper Farms	28,500	0.47%
								29	Fine Swine	27,000	0.45%
								30	SuidaeHP	27,000	0.45%
								31	Hord Livestock Company	26,500	0.44%
								32	TDM Farms	25,500	0.42%
								33	J.C. Howard Farms	25,000	0.42%
								34	Kalmbach Feeds	25,000	0.42%
								35	Livingston Enterprises	25,000	0.42%
								35强企业合计	3,776,300	62.92%	

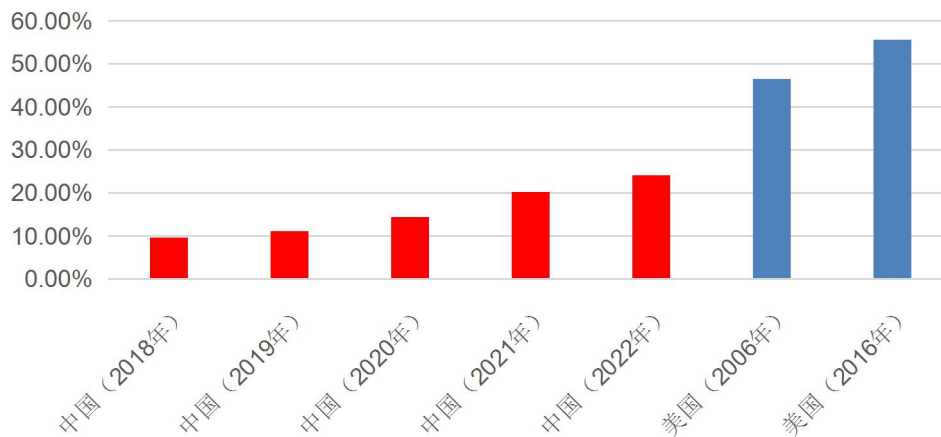
资料来源：Successful Farming、山西证券研究所

图 23：中国生猪养殖企业排名及其市场份额

规模排名	2022年			2021年			2020年			2019年		
	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额	公司	生猪出栏量(万头)	市场份额
1	牧原	6120	8.74%	牧原	4026	6.00%	牧原	1812	3.44%	温氏	1852	3.40%
2	温氏	1791	2.56%	正邦	1493	2.22%	正邦	956	1.81%	牧原	1025	1.88%
3	新希望	1461	2.09%	温氏	1322	1.97%	温氏	955	1.81%	正邦	578	1.06%
4	正大	1100	1.57%	双胞胎	1165	1.74%	新希望	829	1.57%	新希望	355	0.65%
5	双胞胎	933	1.33%	新希望	998	1.49%	双胞胎	520	0.99%	正大	350	0.64%
6	正邦	845	1.21%	正大	800	1.19%	正大	450	0.85%	天邦	244	0.45%
7	傲农	519	0.74%	德康	560	0.83%	天邦	308	0.58%	双胞胎	200	0.37%
8	德康	500	0.71%	大北农	431	0.64%	扬翔	220	0.42%	中粮	199	0.37%
9	扬翔	480	0.69%	天邦	428	0.64%	中粮	210	0.40%	大北农	163	0.30%
10	大北农	443	0.63%	扬翔	400	0.60%	德康	200	0.38%	扬翔	150	0.28%
11	天邦	442	0.63%	傲农	325	0.48%	大北农	185	0.35%	德康	150	0.28%
12	中粮	410	0.59%	中粮	313	0.47%	佳和	135	0.26%	佳和	120	0.22%
13	海大	320	0.46%	大象	263	0.39%	傲农	135	0.26%	光明	116	0.21%
14	桂垦牧业	304	0.43%	海大	197	0.29%	天康	135	0.26%	大象	108	0.20%
15	大象	266	0.38%	佳和	178	0.27%	大象	116	0.22%	天康	84	0.15%
16	唐人神	216	0.31%	天康	160	0.24%	光明	110	0.21%	唐人神	84	0.15%
17	天康	203	0.29%	唐人神	154	0.23%	唐人神	102	0.19%	安佑	76	0.14%
18	新五丰	183	0.26%	广西力源	152	0.23%	广西农垦	99	0.19%	铁骑力士	75	0.14%
19	广西力源	195	0.28%	桂垦牧业	140	0.21%	海大	98	0.19%	海大	74	0.14%
20	佳和	170	0.24%	辽宁禾丰	130	0.19%	铁骑力士	82	0.16%	金锣	70	0.13%
	前20强合计	16901	24.15%	前20强合计	13635	20.31%	前20强合计	7657	14.53%	前20强合计	6073	11.16%
	行业总量	69995		行业总量	67128		行业总量	52704		行业总量	54419	

资料来源：猪业高层交流论坛、wind、山西证券研究所

图 24：中国和美国生猪行业前 20 强份额对比

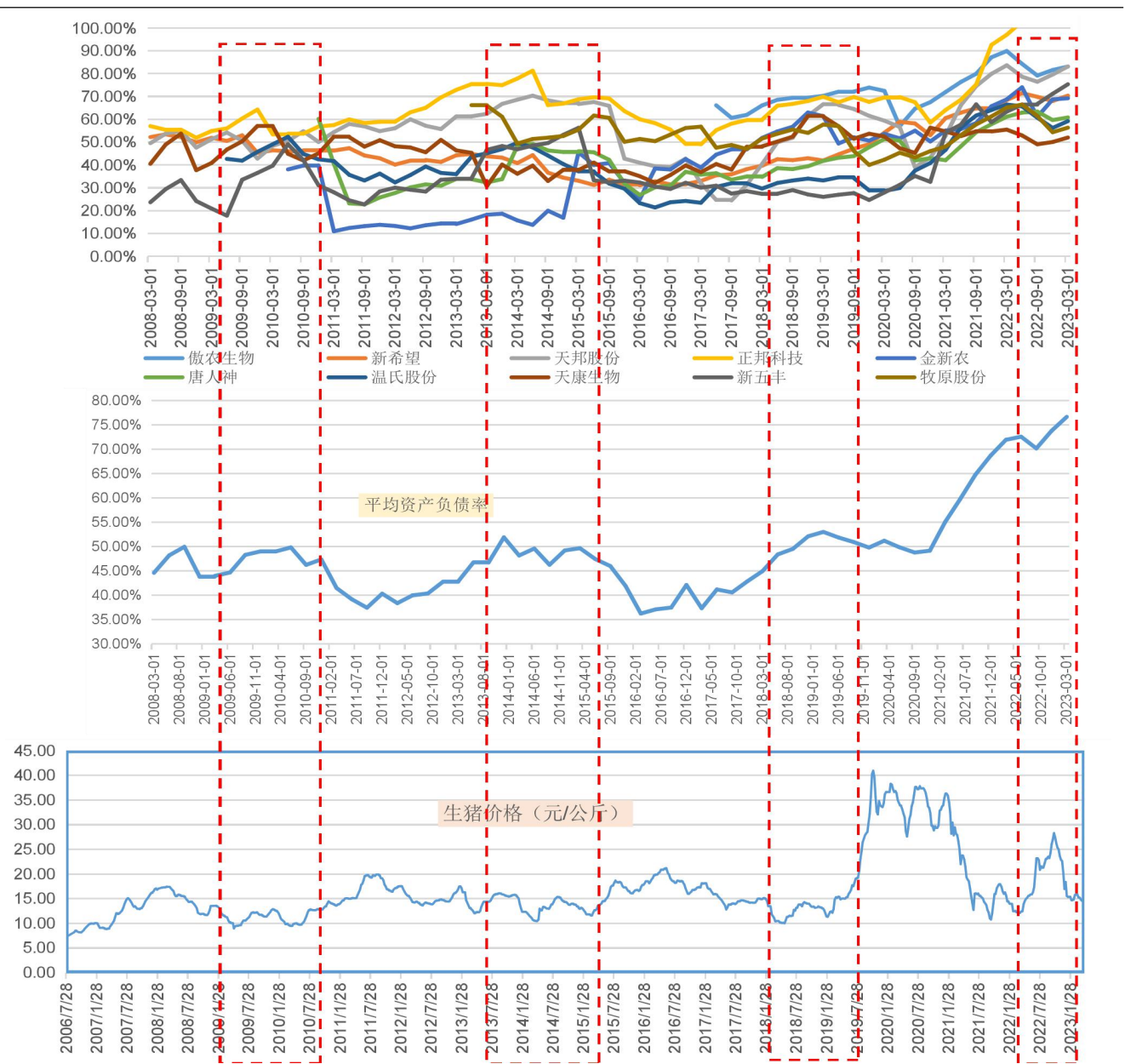


资料来源：猪业高层交流论坛、Wind、SF、山西证券研究所

在行业资金链趋紧的背景下，生猪产能去化节奏有望进一步纵深发展

在经历本轮周期 3 个“亏损底”的消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。虽然 2022 年 4 月猪价出现回升，但外购仔猪养殖和自繁自养分别从 5 月下旬和 7 月初才开始摆脱亏损进入盈利区，12 月底又再次触及亏损区，几个月的盈利对生猪行业资产负债表的修复程度较为有限。以上市公司为例，截止 2023Q1，总体负债率仍处于历史较高水平。

图 25：在猪周期的运行中，生猪养殖上市公司资产负债率变动趋势

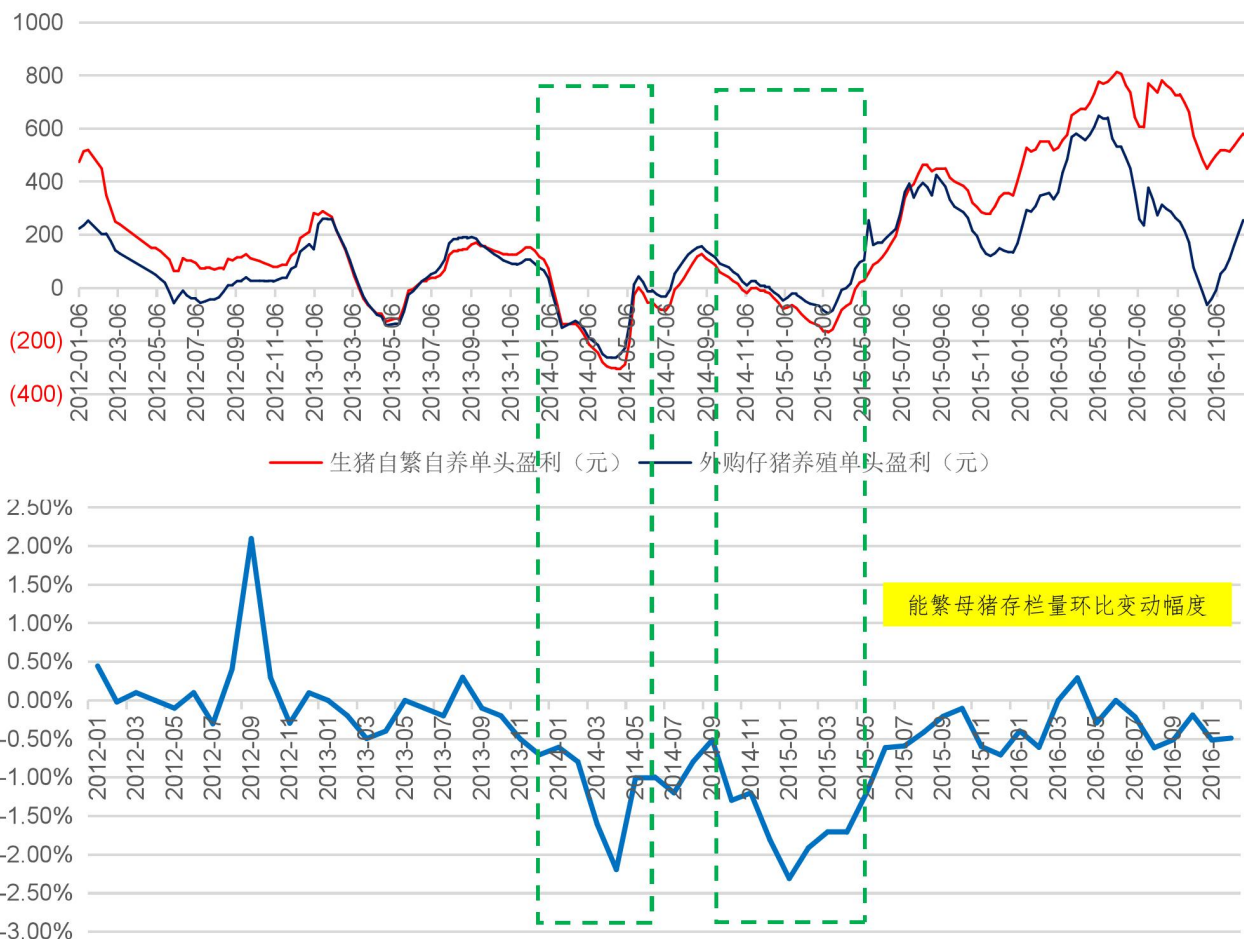


资料来源：Wind、山西证券研究所

根据历史经验，随着资金的持续消耗和负债率水平处于历史高位，后续生猪养殖行业产能去化进度对亏损幅度的敏感度有可能会趋于明显增强。此外，第三个“亏损底”也有望使得本轮产业投机行为大幅收敛。

复盘 2013-2015 年的周期底部（2018-2019 年为非洲猪瘟疫情带来的产能淘汰，不具有可比性），2015 年的亏损幅度虽然比 2014 年明显要小，但 2015 年能繁母猪产能去化的幅度不亚于 2014 年；与此同时，虽然 2015 年的亏损幅度与 2013 年较为接近，但是 2015 年能繁母猪产能去化的幅度要明显大于 2013 年。这一现象背后潜在的逻辑在于：在周期底部的初期，虽然行业有所亏损，但此时现金流和负债率还相对宽松；随着亏损时间的不断累积，资金持续消耗，负债率和现金流进入较为紧张的临界区域，即使小幅的亏损也有可能引发较大规模的被动淘汰。

图 26：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强

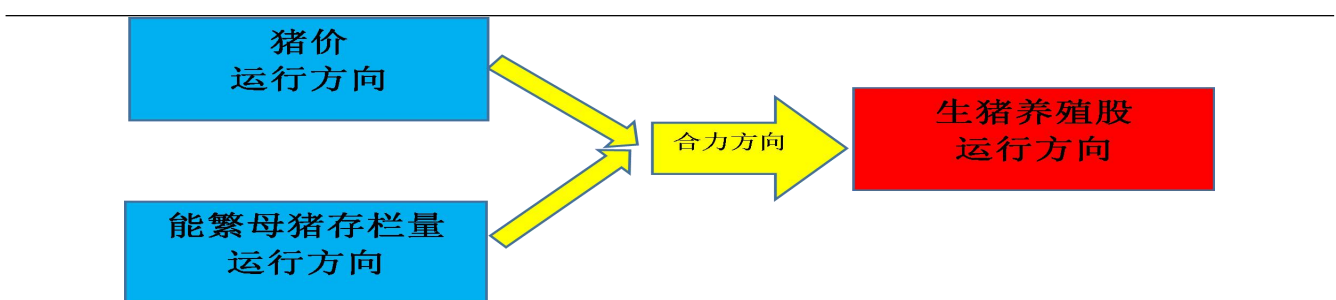


资料来源：Wind、山西证券研究所

以“亏损期+低PB”策略在第三个“亏损底”布局生猪养殖股

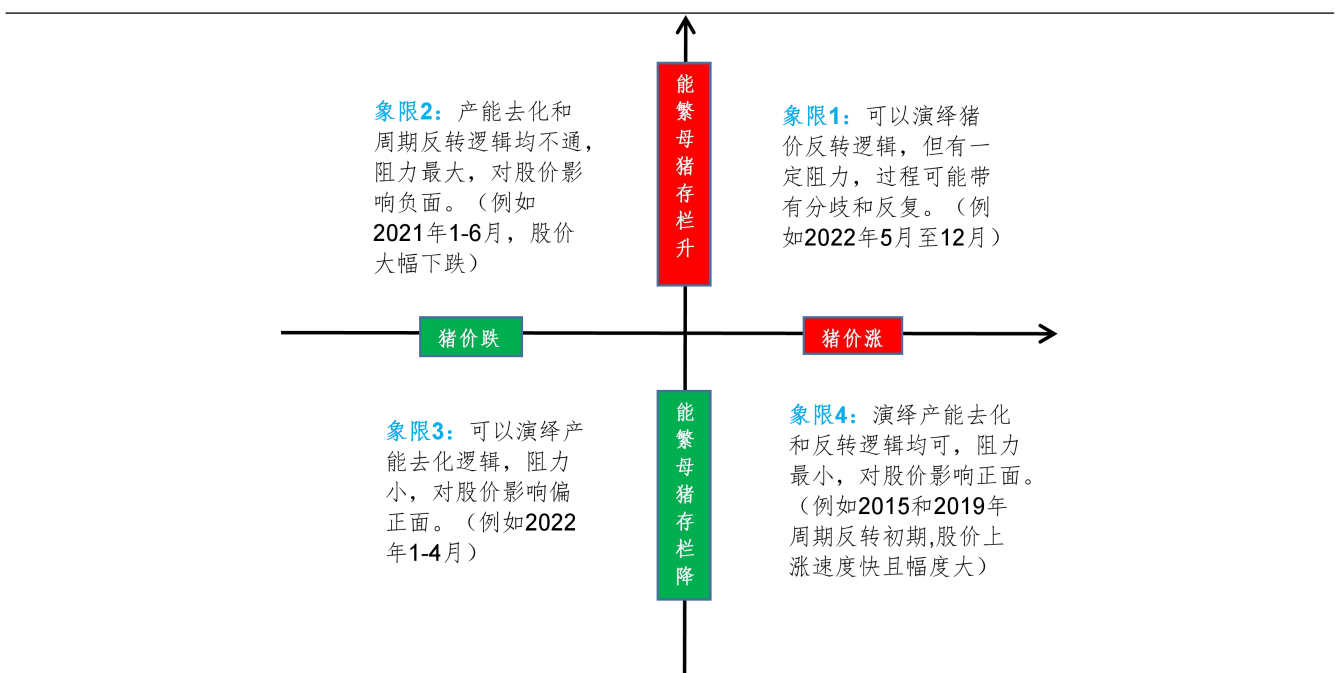
根据我们的养殖股“亏损期+低PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择PB接近或跌破自身历史底部的稳健标的进行布局，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股逻辑框架，随着生猪产能的进一步去化，后续生猪养殖股或有望沿着“产能去化”的逻辑演绎。

图 27：生猪养殖股运行方向的驱动因素



资料来源：山西证券研究所

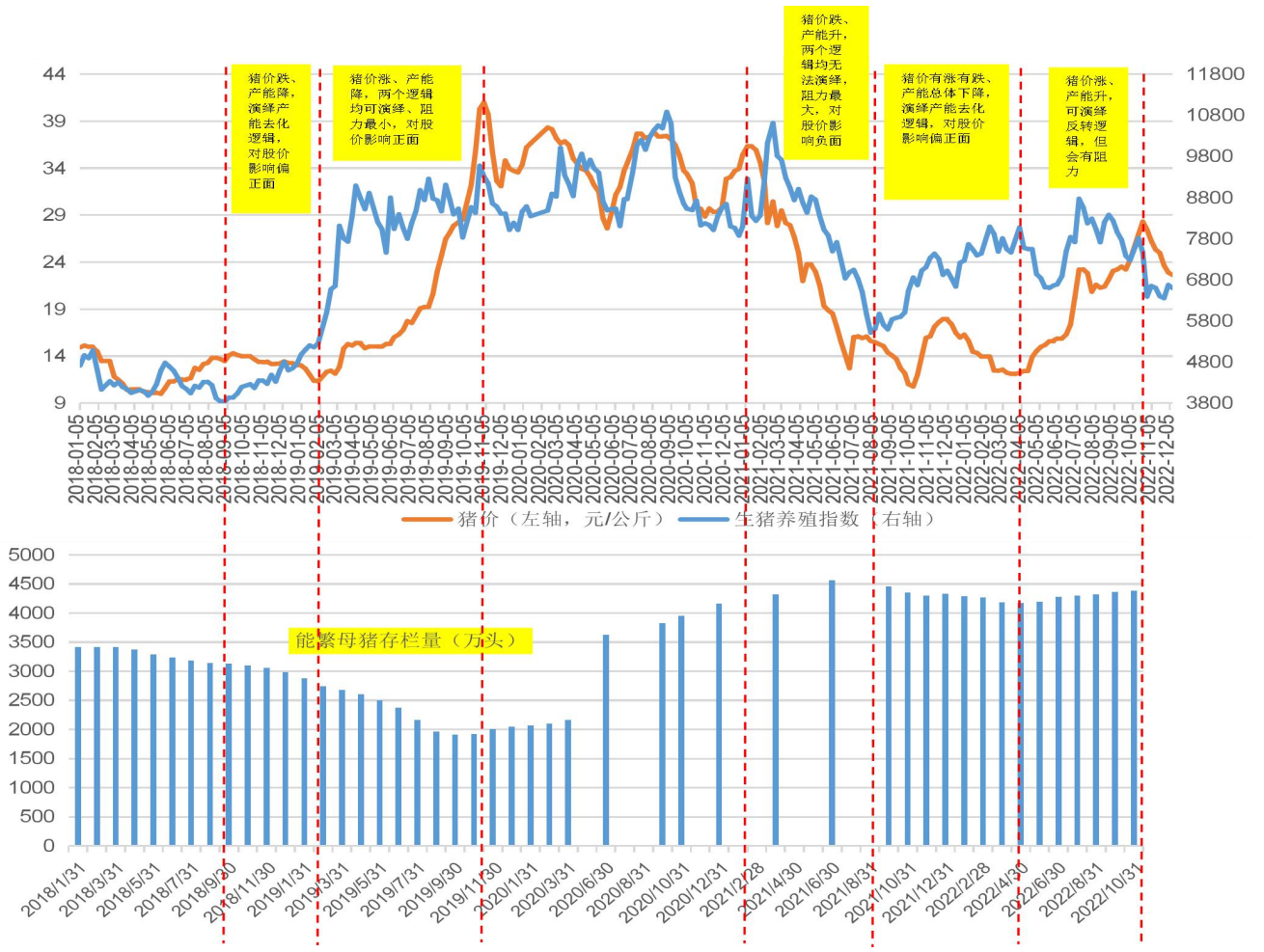
图 28：能繁母猪产能和猪价走势组合的 4 个象限，及其可能对应的逻辑演绎



资料来源：山西证券研究所



图 29：生猪养殖股在各个阶段的逻辑演绎



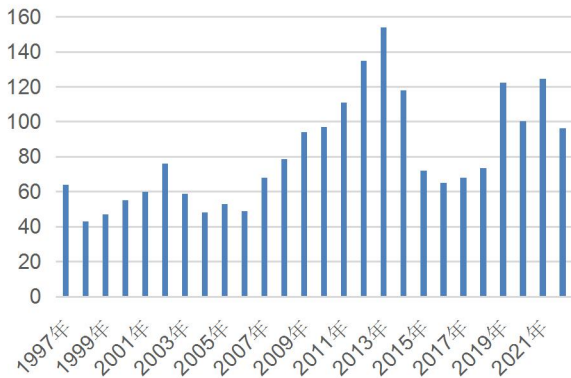
资料来源：Wind、山西证券研究所

家禽养殖板块：建议关注处于业绩和估值周期底部的优质企业

白羽肉鸡行业周期底部复苏

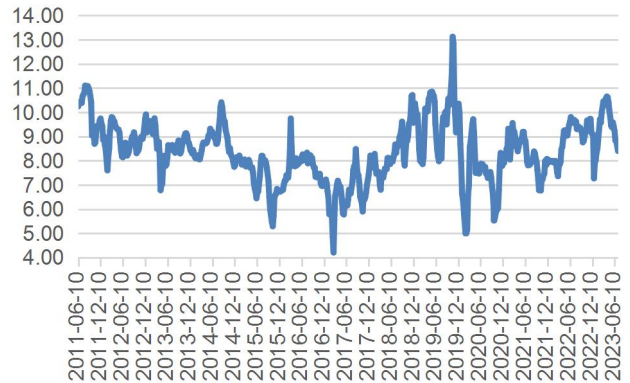
年初以来，白羽肉鸡和黄羽肉鸡板块走势出现分化。在经历过 2022 年下半年的相对景气后，2023 年国内黄羽肉鸡价格有所回落。与此同时，国内白羽肉鸡行业景气度在 2023 年同比出现明显改善趋势。受此影响，白羽肉鸡板块 2023Q1 业绩和 2023Q2 业绩预告开始呈现复苏趋势。

图 30：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



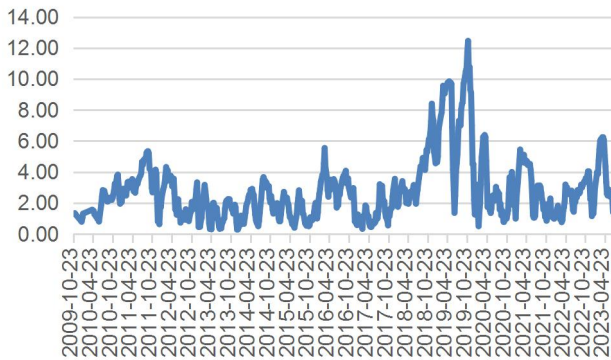
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 31：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）



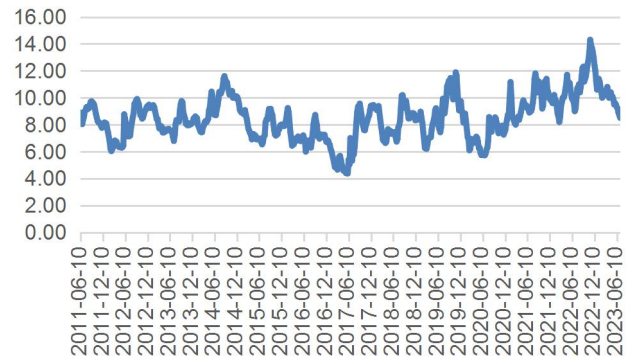
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 32：白羽商品代肉鸡苗均价（元/羽）



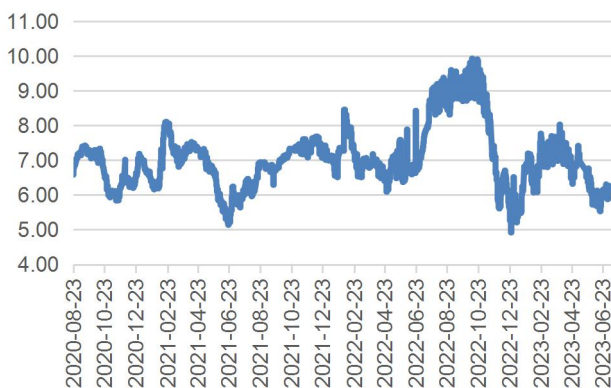
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 33：鸡蛋市场零售价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 34：中速黄羽鸡价格（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 35：快大黄羽鸡价格（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 36：家禽养殖上市公司业绩情况

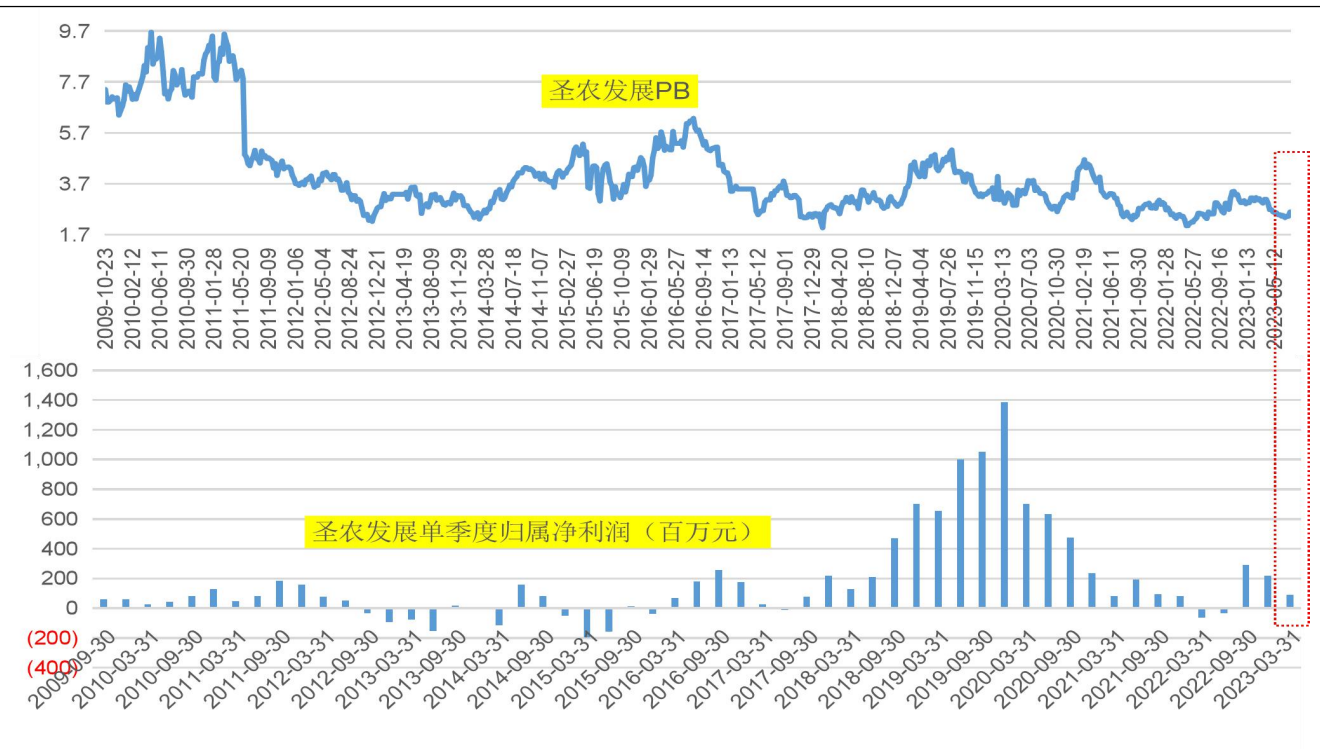
归母净利润 (百万元)	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023年半年度业绩预告
圣农发展	448.24	-65.33	-98.80	192.23	410.90	89.45	盈利410- 440百万元
益生股份	28.45	-288.01	-370.28	-402.41	-367.05	313.83	盈利560-580百万元
民和股份	47.61	-182.87	-297.35	-332.02	-452.06	56.86	亏损35-45百万元
仙坛股份	82.14	-43.74	16.84	102.36	128.36	92.05	盈利202-206百万元
立华股份	-395.59	-177.58	-155.13	649.94	890.77	-390.93	
湘佳股份	25.68	11.69	4.88	97.23	105.87	-28.25	亏损65-80百万元
晓鸣股份	81.85	13.64	21.22	17.88	7.32	-11.10	
华英农业	-2,538.05	-38.49	130.72	-219.42	-597.02	4.79	盈利11-16百万元

资料来源：Wind、山西证券研究所

PB 估值处于底部的优质禽业股已经具备配置价值

在本轮周期里，产业资本在肉鸡行业的博弈程度和拥挤程度要明显低于生猪行业，白羽肉鸡行业本轮周期产能去化的阻力要小于生猪行业。白羽肉鸡行业正处于周期底部。随着 2022 年国内祖代白羽肉鸡引种更新量下降带来供给收缩的影响逐步体现，后续白羽肉鸡供需格局有望继续呈现改善趋势。站在目前时点，从周期角度，圣农发展处于业绩周期和 PB 估值周期的双底部，已经具备配置价值。

图 37：圣农发展处于业绩周期和 PB 估值周期的双底部，已经具备配置价值



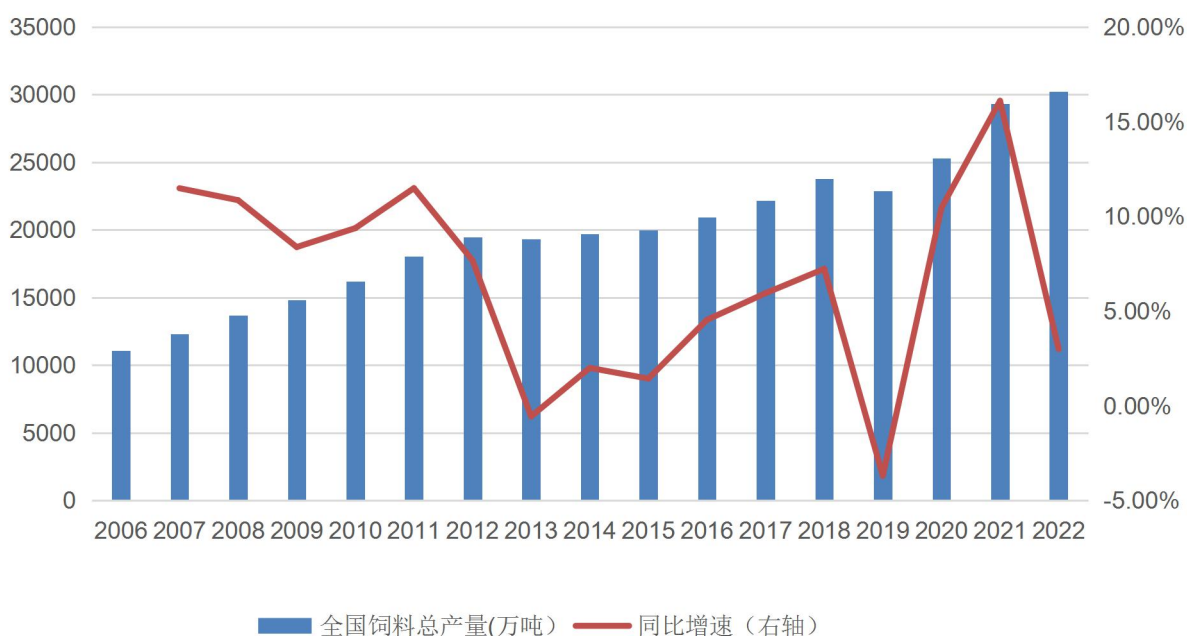
资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料板块：2023 年景气度或优于 2022 年，建议关注头部企业机会

2023 年饲料行业总量有望保持增长趋势

2022 年我国工业饲料总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种看，猪饲料产量 13597.5 万吨，增长 4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，增长 9.5%。

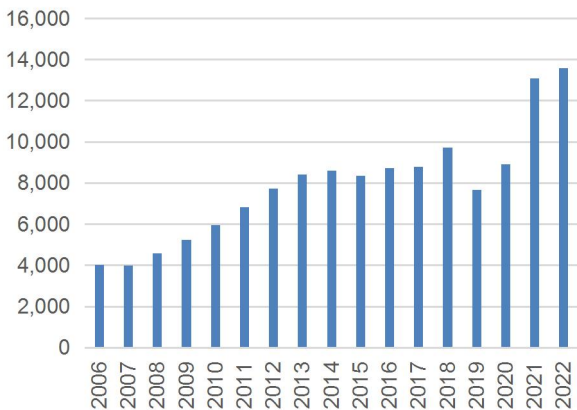
图 38：我国历年饲料总产量及增速



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

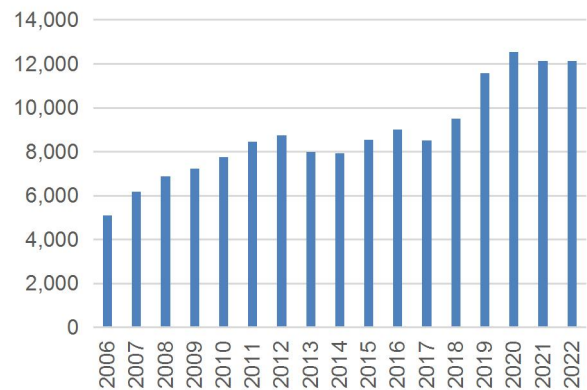
根据中国饲料工业协会披露的数据，2023 年上半年，全国工业饲料总产量 14930 万吨，同比增长 7.0%。其中，配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产量分别为 13866 万吨、667 万吨、336 万吨，同比分别增长 7.0%、2.2%、17.3%。主要配合饲料、浓缩饲料、添加剂预混合饲料产品出厂价格同比以增为主。

图 39：全国猪饲料历年产量（万吨）



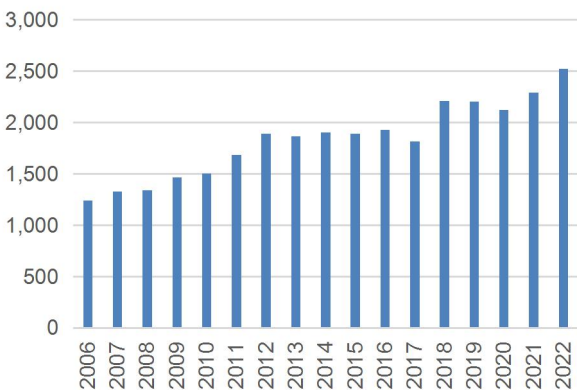
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 40：全国禽饲料历年产量（万吨）



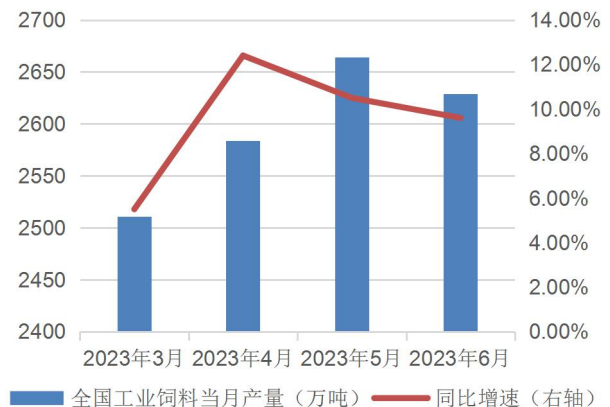
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 41：全国水产饲料历年产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 42：2023 年全国工业饲料当月产量和增速

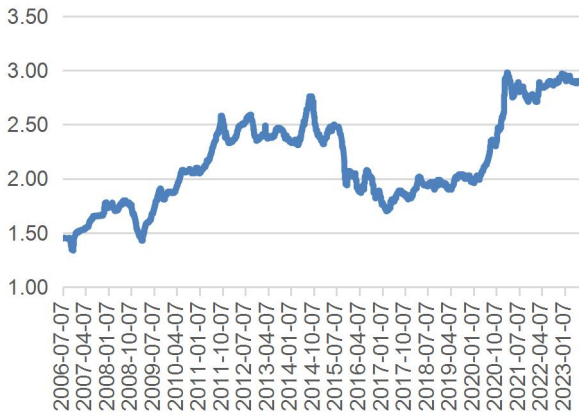


资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

2023 年饲料原料价格压力同比明显减小

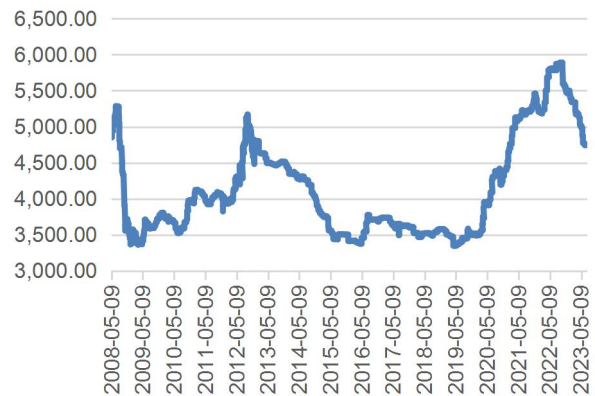
在 2022 年，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕小麦等饲料原料成本压力剧增。受到原料涨价影响，饲料行业产品价格也经历了多轮价格调整。然而，尤其在 2022 年上半年下游养殖盈利不佳的影响之下，饲料行业也难以把成本上涨压力全部往下游传导，从而使得行业内部两端受挤压。随着全球主要粮食农作物进入增产通道，年初以来小麦豆粕等原料价格均出现明显下跌，玉米价格上涨乏力且呈现微跌之势。展望 2023 年下半年，我们认为上游原料供需压力有望呈现边际减小的趋势，全年饲料原料价格压力同比有望明显减小。

图 43：国内玉米现货价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 44：国内大豆现货价（元/吨）



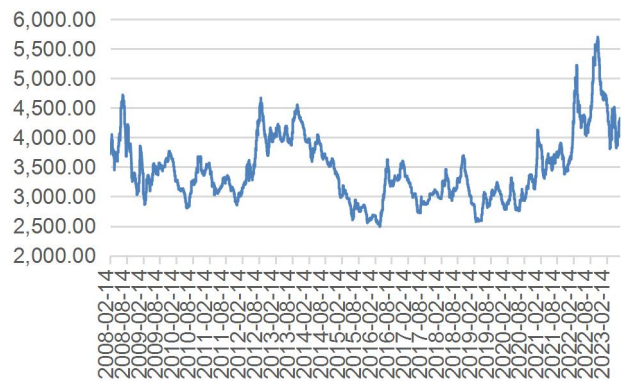
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 45：国内小麦现货价（元/吨）



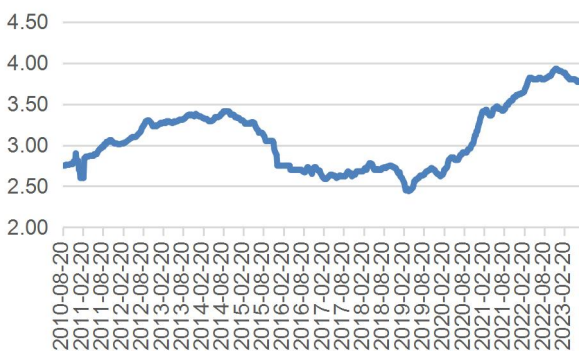
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 46：国内豆粕现货价（元/吨）



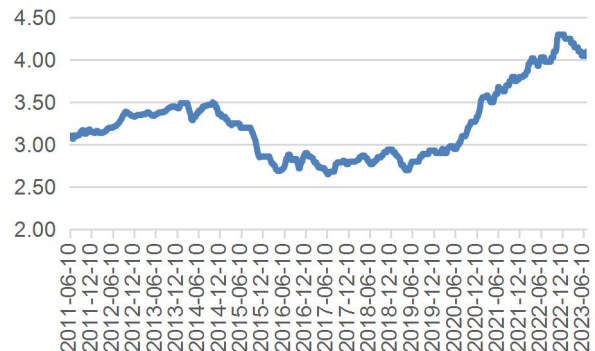
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 47：育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 48：肉鸡配合料平均价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

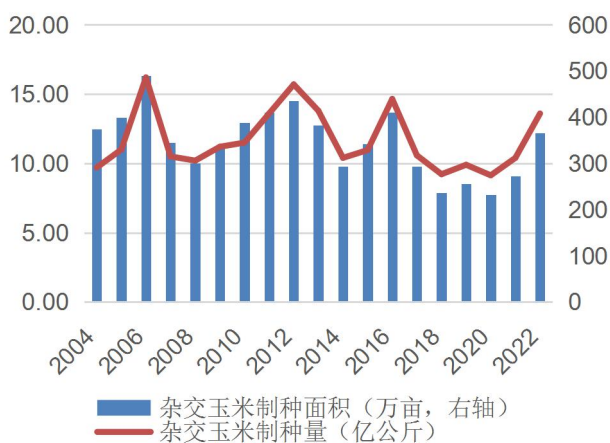
种子和种植板块

种子板块：产品价格或有望稳中趋好

根据全国农技推广服务中心的统计，2022 年杂交玉米制种收获面积大幅增加至 366 万亩，全国新产玉米种子 13.6 亿公斤，同比增加 3.2 亿公斤，增幅为 31%；预计 2023 年杂交玉米种子总供应量 16.5 亿公斤，总需求量 11.5 亿公斤；预计全国玉米种子销售均价为 35.4 元/公斤，折合成亩用种成本为每亩 63.8 元，比去年同期上升 14.1%。

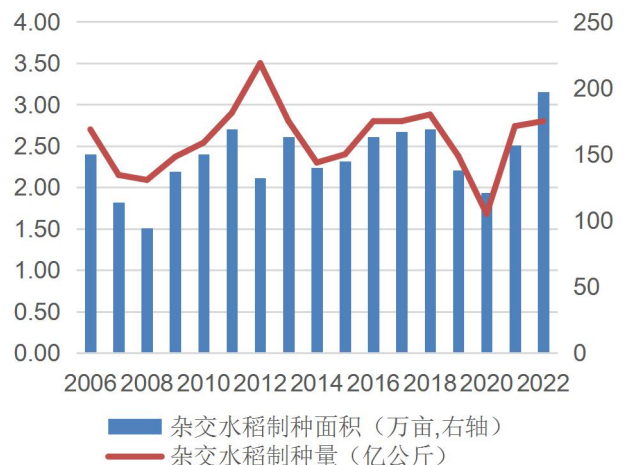
杂交稻方面，2022 年杂交稻制种面积同比增加 40 万亩，增幅为 25%，但受到天气影响，平均单产同比下降 22%；预计 2022 年全国新产杂交稻种子约 2.8 亿公斤，与 2021 年相比基本持平；预计 2023 年杂交稻种子总供应量 3.3 亿公斤，总需求量 2.7 亿公斤；预计全国杂交水稻种子每公斤平均价格为 78.44 元，比去年同期上升 4.2%。

图 49：全国杂交玉米制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

图 50：全国杂交水稻制种面积和制种量趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

全球主要粮食作物逐渐进入增产通道

经历过前几年的价格上升周期后，全球主要粮食作物逐渐进入增产通道。根据 USDA 的最新预测，展望 2023/24 年度，全球玉米、小麦、大豆、大米等产量均有不同程度的增长。

图 51：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	174.80	209.78	311.44	351.96	340.97	322.37	307.42	293.07	309.88	296.30	297.55
产量	百万吨	1,016.03	973.45	1,123.30	1,080.10	1,124.92	1,119.68	1,129.42	1,218.70	1,150.68	1,224.47	1,222.77
进口	百万吨	125.17	139.25	135.59	149.93	164.42	167.76	184.86	184.48	175.05	188.40	187.00
饲料消费	百万吨	584.70	601.78	656.07	672.36	703.88	715.65	723.87	745.93	732.43	762.09	760.79
国内消费总计	百万吨	981.01	968.23	1,084.12	1,090.45	1,144.82	1,135.57	1,144.01	1,201.90	1,164.26	1,206.65	1,206.35
出口	百万吨	142.20	119.74	160.05	148.24	181.71	172.33	182.70	206.46	176.57	198.26	197.76
期末库存	百万吨	209.82	215.00	350.63	341.60	321.07	306.48	292.83	309.88	296.30	314.12	313.98
库存消费比	%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	28.05%	26.99%	25.60%	25.78%	25.45%	26.03%	26.03%
中国玉米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14	205.32	205.32
产量	百万吨	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	280.00	280.00
进口	百万吨	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.00	23.00	23.00
饲料消费	百万吨	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	218.00	223.00	223.00
国内消费总计	百万吨	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	299.00	304.00	304.00
出口	百万吨	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02
期末库存	百万吨	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	205.32	204.30	204.30
库存消费比	%	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	68.67%	67.20%	67.20%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 52：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	61.65	77.89	80.41	94.83	100.66	114.10	95.10	100.15	99.14	102.90	101.32
产量	百万吨	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	368.60	360.12	369.72	405.31	410.70
进口	百万吨	124.36	133.33	144.22	153.26	145.88	164.97	165.49	156.60	165.81	166.57	169.82
压榨量	百万吨	264.07	275.36	287.28	294.64	298.53	312.48	315.82	314.35	311.20	330.25	331.91
国内消费总计	百万吨	301.85	314.15	330.61	338.07	344.28	358.40	363.97	363.84	362.84	384.51	386.09
出口	百万吨	126.22	132.56	147.50	153.07	148.83	165.06	164.86	153.88	168.93	169.29	172.41
期末库存	百万吨	77.53	78.28	95.82	99.05	114.48	95.49	100.35	99.14	102.90	120.98	123.34
库存消费比	%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	33.25%	26.64%	27.57%	27.25%	28.36%	31.46%	31.95%
中国大豆	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	30.86	30.32	36.77	35.80
产量	百万吨	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	16.40	20.28	20.50	20.50
进口	百万吨	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	91.57	99.00	99.00	100.00
压榨量	百万吨	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	87.90	91.00	95.00	95.00
国内消费总计	百万吨	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.74	108.40	112.70	118.00	118.00
出口	百万吨	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.13	0.10	0.10
期末库存	百万吨	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	31.15	30.32	36.77	38.17	38.20
库存消费比	%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.63%	27.97%	32.63%	32.35%	32.37%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 53：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	194.89	217.89	244.38	262.70	287.18	280.69	299.66	284.08	272.60	269.31	266.66
产量	百万吨	728.07	735.21	756.41	762.88	731.00	762.21	774.41	781.05	790.20	796.67	800.19
进口	百万吨	159.07	170.19	178.92	180.86	171.27	168.17	194.80	199.39	210.47	207.96	209.54
饲料消费	百万吨	131.60	136.50	147.56	146.52	139.25	139.19	163.70	161.13	156.42	157.13	154.79
国内消费总计	百万吨	705.38	711.61	739.84	742.05	734.81	747.40	787.74	792.52	793.49	799.45	796.14
出口	百万吨	164.45	172.84	183.35	182.47	173.67	194.33	203.35	202.85	217.17	211.62	212.62
期末库存	百万吨	217.58	241.49	260.95	283.53	283.37	295.50	286.33	272.60	269.31	266.53	270.71
库存消费比	%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	38.56%	39.54%	36.35%	34.40%	33.94%	33.34%	34.00%
中国小麦	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	139.12	136.76	139.03	139.58
产量	百万吨	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	140.00	140.00
进口	百万吨	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	13.50	12.00	12.00
饲料消费	百万吨	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	45.00	35.00	33.00	36.00	34.00
国内消费总计	百万吨	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	155.00	148.00	148.00	153.00	151.00
出口	百万吨	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.95	0.90	0.90
期末库存	百万吨	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	139.12	136.76	139.03	137.13	139.68
库存消费比	%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	89.75%	92.41%	93.94%	89.63%	92.50%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 54：全球和中国大米供需平衡表

全球大米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	113.87	127.89	142.58	149.90	163.74	176.61	181.64	187.33	182.44	173.56	173.49
产量	百万吨	478.55	472.94	490.94	494.84	497.34	498.91	509.32	513.74	512.49	520.77	520.49
进口	百万吨	41.12	38.33	41.21	46.59	43.97	42.32	46.46	54.67	54.51	54.15	53.50
国内消费总计	百万吨	477.49	468.11	483.55	482.17	484.59	493.75	503.65	518.63	521.37	523.91	523.77
出口	百万吨	43.58	40.34	47.19	47.25	43.90	43.41	51.17	56.90	55.57	56.43	55.81
期末库存	百万吨	114.93	132.72	149.97	162.57	176.49	181.77	187.31	182.44	173.56	170.42	170.21
库存消费比	%	24.07%	28.35%	31.01%	33.72%	36.42%	36.81%	37.19%	35.18%	33.29%	32.53%	32.50%
中国大米	单位	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E	2023/24E(7月值)	2023/24E(上期值)
期初库存	百万吨	53.10	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	113.00	106.80	106.80
产量	百万吨	144.56	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	148.30	148.99	145.95	149.00	149.00
进口	百万吨	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	4.22	5.95	4.60	5.00	5.00
国内消费总计	百万吨	144.50	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.29	156.36	154.95	152.00	152.00
出口	百万吨	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.08	1.80	2.00	2.00
期末库存	百万吨	57.44	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	113.00	106.80	106.80	106.80
库存消费比	%	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.52%	72.27%	68.93%	70.26%	70.26%

资料来源：USDA、山西证券研究所

投资建议

一、受下游消费需求不振和供给压力的影响，近期国内生猪价格出现下行。生猪产业业内对 6 月中下旬猪价回升至盈亏线的预期落空后，业内对后续猪价走势预期显得更为悲观。这种悲观预期也逐渐反应在仔猪价格走势上。近期仔猪价格出现明显下跌，局部地区已跌破成本线。在经历 2021-2023 年 3 个亏损期的持续资金消耗后，生猪养殖行业的整体负债率已经处于历史较高水平。根据同样经历 3 个亏损期的 2013-2015 年经验，随着行业资金链紧张，越往后亏损期的产能去化幅度可能越大。根据能繁母猪对应的供给周期，预计最近猪价仍将持续磨底，后续产能去化或可能进一步深化。根据我们的养殖股“亏损期+低 PB”投资策略，我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的稳健标的进行布局，推荐温氏股份、唐人神、东瑞股份、神农集团、巨星农牧、新希望等经营相对稳健的生猪养殖股。根据我们的生猪养殖股的逻辑框架，随着生猪产能的进一步去化，后续生猪养殖股或有望沿着“产能去化”的逻辑演绎。

二、推荐海大集团，维持“买入-A”评级。综合考虑生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等下游周期趋势，以及饲料原料上涨压力或有望缓解，我们认为饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年。与此同时，行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中。我们推荐海大集团，公司的《2023 年员工持股计划》有助于提升员工业务拓展的积极性，利于业务目标的达成，目前股价对应 2023 年 PE 估值处于历史底部区域。

风险提示：畜禽疫情复燃导致畜禽料销量低于预期、极端天气导致水产饲料销量低于预期、鱼粉和玉米豆粕等原材料价格波动风险。

三、推荐圣农发展，维持“买入-B”评级。目前产业资本在肉鸡行业的博弈程度和拥挤程度要明显低于生猪行业，白羽肉鸡行业本轮周期产能去化的阻力要小于生猪行业。白羽肉鸡行业正处于周期底部。随着2022年国内祖代白羽肉鸡引种更新量下降带来供给收缩的影响逐步体现，后续白羽肉鸡供需格局有望继续呈现改善趋势。站在目前时点，从周期角度，圣农发展处于业绩周期和PB估值周期的双底部，已经具备配置价值。风险提示：畜禽疫情风险，自然灾害风险，原料涨价风险，运输不畅风险。

图 55：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	归属净利润（百万元）			EPS(元)			PE			评级
		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	
002311	海大集团	2,954	4,130	5,510	1.78	2.48	3.31	27	20	15	买入-A
002299	圣农发展	411	1,026	2,132	0.33	0.82	1.71	64	26	12	买入-B
300498	温氏股份	5,289	5,775	15,277	0.81	0.88	2.33	22	21	8	买入-B
002567	唐人神	135	314	1,168	0.10	0.23	0.84	70	30	8	增持-B
001201	东瑞股份	43	142	667	0.20	0.67	3.13	124	37	8	增持-B
603477	巨星农牧	158	415	1,685	0.31	0.82	3.33	102	38	9	增持-B
000876	新希望	-1,461	893	5,736	-0.32	0.20	1.26	-37	60	10	增持-B
605296	神农集团	255	337	758	0.49	0.64	1.45	47	36	16	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取2023年7月26日收盘价

风险提示

因畜禽养殖疫情和自然灾害导致养殖存栏出现损失的风险。极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。昆虫灾害、干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

