

农林牧渔行业研究

买入（维持评级）

行业年度报告

证券研究报告

农林牧渔组

分析师：刘宸倩（执业 S1130519110005）

liuchengqian@gjzq.com.cn

看好养殖周期上行，关注种子政策催化

生猪养殖

规模企业成长性依旧，板块存在较强的投资价值。本轮猪周期的产能去化并没有受到政策因素或动物疫病等外部因素扰动，去化的主要原因是供需博弈，养殖户的深度亏损使得产能快速去化。与以往不同的是，现今移动互联网的普及使得信息传播速度较快，养殖户更容易形成一致性预期从而调整出栏和补栏节奏，使得生猪价格波动幅度变大，补栏调整也相对较快。参考历史猪周期经验，我们判断当下仍处在新一轮周期上行早期，虽然今年5月份以来能繁母猪环比正增长，但是增长幅度较小，本轮猪周期盈利时间或被拉长，预计明年全年生猪均价好于今年。同时从规模猪企出栏计划来看，明年多家企业出栏量依旧保持高速增长，行业规模化程度有望进一步提升，生猪养殖企业盈利情况进一步好转。当下时刻，生猪养殖板块估值处在历史低位，板块安全边际突出，成本控制优秀和出栏量增速较快的企业有望实现利润端的持续好转，存在长期投资价值。建议从企业成本控制能力、出栏量增长弹性、出栏量兑现度、经营管理水平、估值情况等多维度选择标的。重点推荐：牧原股份：成本优势行业领先；温氏股份：成本端持续优化，猪鸡共振；巨星农牧：出栏弹性大，成本控制优秀。

白羽鸡养殖

海外禽流感持续蔓延，引种端出现缺口已成定局。今年海外禽流感疫情的爆发使得我国海外种鸡引种持续受阻，5月份以来我国祖代鸡更新量持续保持低位，预计全年祖代鸡更新量为80万套左右，大幅低于过去三年平均更新量，预计白羽鸡产能明显去化。美国作为我国近年来种鸡的主要来源国，主要供种州均出现了禽流感疫情，根据往年经验来看，禽流感短期内难以快速消除，明年我国祖代鸡更新量或将持续受到影响。今年国内白羽种鸡质量较往年有所下降，马立克氏病和肝破裂发病比率提升，父母代鸡苗强制换羽难度增加，通过强制换羽增加产能的幅度有限。祖代鸡的供给不足会逐步向下游传导，目前在市场预期的推动下，父母代鸡苗价格已经开始上涨，预计最早2023H2商品鸡供给会出现明显收缩，白羽鸡行业出现景气反转。国内自有种源的企业受到冲击较小，同时有望实现祖代鸡国产替代。重点推荐：圣农发展：全产业链一体化发展，自有种源。

种子

今年以来全球粮食价格持续上涨，目前全球主粮供给偏紧，预计2023年全球主粮价格依旧维持高位。从国内情况来看，我国玉米库存近年来持续下降，未来养殖端存栏的增长持续拉动玉米的需求，预计国内玉米价格维持高位震荡，玉米种子景气度有望延续，玉米种子企业毛利率水平有望提高。中长期看，转基因种子凭借有效提升农民每亩收益的作用，有望通过种子价格的提升实现种业扩容。此外，转基因作物商业化有望提升我国种子行业门槛，从而提升行业集中度，优秀的性状公司和种子公司有望从中受益。目前大北农、杭州瑞丰、中国种子集团等公司已经获得转基因玉米安全证书，我国转基因作物商业化渐行渐近，提前布局的企业有望通过先发优势抢占较高的市占率。重点推荐：大北农：多年布局转基因性转，拥有最多的安全证书。

风险提示

生猪价格不及预期；农产品价格大幅波动；动物疫病风险；政策落地不及预期。

内容目录

内容目录.....	2
图表目录.....	2
一、 生猪养殖：猪价短期快速回落，板块存在估值修复机会.....	3
投资建议：关注成本低、出栏增长弹性高的优质猪企.....	8
二、 白羽鸡养殖：关注种鸡去化，板块周期有望反转.....	8
投资建议：周期反转确定性强，建议全产业链关注.....	12
三、 种子：粮价维持高位，转基因落地有望前景可期.....	12
投资建议：关注政策推进情况，布局龙头种子企业.....	19
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 2022 年以来生猪价格走势.....	4
图表 2： 生猪养殖利润变化（元/头）.....	4
图表 3： 猪肉终端消费价格坚挺.....	4
图表 4： 生猪出栏均重处在高位（公斤）.....	4
图表 5： 猪肉价格有季节性趋势（元/公斤）.....	5
图表 6： 年末屠宰量有望好转（头）.....	5
图表 7： 月度屠宰量统计.....	5
图表 8： 我国猪周期时间跨度在 4 年左右.....	5
图表 9： 仔猪和二元母猪价格涨幅较小（元/公斤）.....	6
图表 10： 猪饲料价格持续上涨（元/公斤）.....	6
图表 11： 能繁母猪存栏量回升较为缓慢.....	6
图表 12： 我国生猪养殖散户数量庞大.....	7
图表 13： 我国生猪养殖行业集中度持续提升（CR10）.....	7
图表 14： 规模企业出栏量统计（万头）.....	7
图表 15： 各公司能繁母猪存栏量.....	7
图表 16： 各家企业资产负债率有所改善.....	8
图表 17： 规模企业成本端持续优化.....	8
图表 18： 我国种鸡进口来源.....	9
图表 19： 2022 年国产种鸡占比提升.....	9
图表 20： 美国 47 个州发生禽流感疫情.....	9

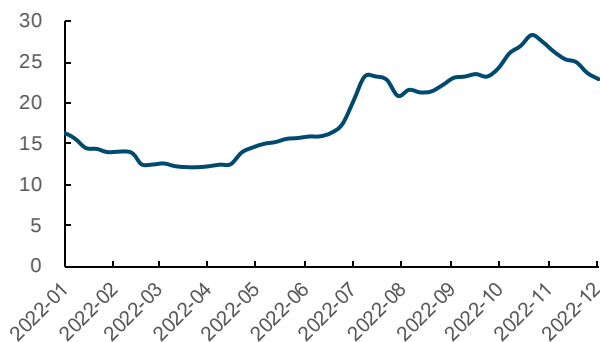
图表 21: 我国白羽鸡出栏量	10
图表 22: 我国祖代鸡更新量	10
图表 23: 今年 4 月份以来我国祖代鸡更新量持续偏低 (万套)	10
图表 24: 白羽鸡养殖流程	10
图表 25: 我国在产祖代鸡数量 (万套)	11
图表 26: 我国后备祖代鸡数量 (万套)	11
图表 27: 我国在产父母代鸡苗 (万套)	11
图表 28: 我国后备父母代鸡苗 (万套)	11
图表 29: 父母代鸡苗价格 (元/套)	12
图表 30: 商品代鸡苗价格 (元/套)	12
图表 31: 白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	12
图表 32: 各环节利润 (元/羽)	12
图表 33: CBOT 期货结算价 (美分/蒲式耳)	13
图表 34: 全球主要粮食库销比	13
图表 35: USDA 粮食供需平衡表 (百万吨)	13
图表 36: 我国玉米制种和播种面积	14
图表 37: 玉米种子供需情况 (亿公斤)	14
图表 38: 玉米小麦价格倒挂	15
图表 39: 我国饲用玉米消费量 (百万吨)	15
图表 40: 制种成本上涨 (元/亩)	15
图表 41: 主要企业预收款情况 (亿元)	15
图表 42: 转基因作物种植面积和渗透率	16
图表 43: 主要国家转基因作物种植情况	16
图表 44: 中国、美国、巴西单产差异 (百克/公顷)	16
图表 45: 我国玉米种植每亩投入情况	17
图表 46: 美国农药投入成本逐年降低	17
图表 47: 转基因玉米种子利润空间测算	17
图表 48: 转基因作物落地推广流程	18
图表 49: 种业相关政策持续出台	18

一、 生猪养殖：猪价短期快速回落，板块存在估值修复机会

今年 4 月份以来生猪价格开始上行，带动行业盈利好转。根据 Wind 数据，我国 22 个省市生猪周均价从 4 月初的 12.23 元/公斤开始上涨，在 7 月份冲高至 24 元/公斤后有所调整，随后猪价于 10 月份冲高至 28.32 元/公斤，涨幅达到了 132%。生猪养殖行业自下半年开始实现盈利，在 10 月份单头盈利一度超过 1000 元，处在历史较高位置，近期虽然生猪价

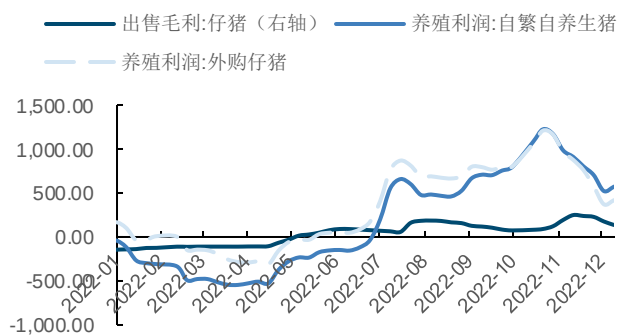
格有所回落，但生猪养殖依旧维持在较好盈利区间。仔猪销售自去年7月以来持续处于亏损状态，随着生猪价格的上涨，销售仔猪于5月开始实现扭亏为盈，也使得10月份以来自繁自养的养殖利润开始高于外购仔猪。

图表1：2022年以来生猪价格走势



来源：Wind，国金证券研究所

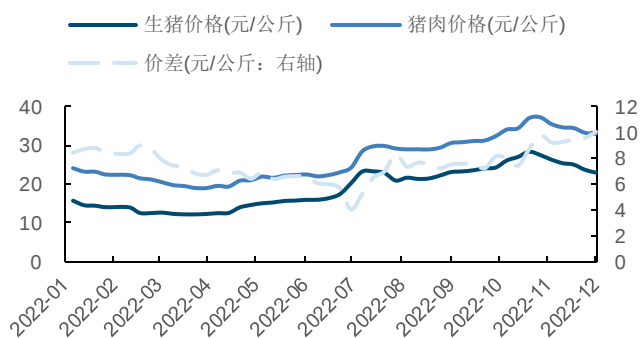
图表2：生猪养殖利润变化（元/头）



来源：Wind，国金证券研究所

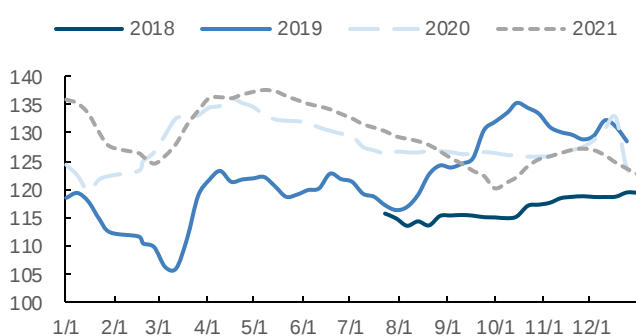
9月份以来行业内二次育肥和压栏情绪走强，生猪出栏体重持续上涨，在供给端减少的背景下，生猪价格在10月份出现超涨。11月份国内新冠疫情出现反复，疫情防控使得生猪调运困难，部分养殖户被动压栏，生猪出栏体重持续上涨至130公斤/头左右。近期疫情防控政策优化，养殖户在春节前销售生猪意愿较强，大量肥猪出栏使得供给端出现踩踏。受以下几个因素的影响，消费端提振不及预期：猪肉终端销售价格相对坚挺，下游消费意愿有削弱；今年是暖冬，南方腌腊需求较弱；疫情对消费端的影响持续存在。短期内生猪呈现供强需弱的态势，生猪价格持续下跌。

图表3：猪肉终端消费价格坚挺



来源：Wind，国金证券研究所

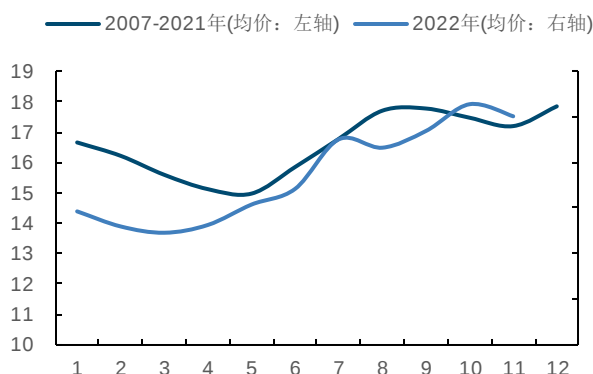
图表4：生猪出栏均重处在高位（公斤）



来源：涌益咨询，国金证券研究所

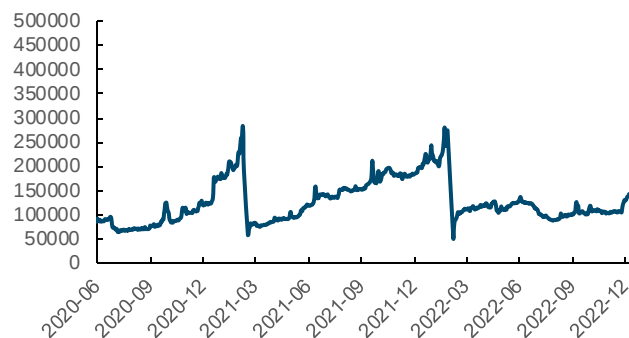
参考往年生猪价格走势和屠宰量数据来看，春节前消费需求较为旺盛，生猪价格大概率处在较好位置。今年从屠宰量数据看，虽然12月份屠宰量较先前有所提振，但是增加幅度不及往年平均水平。随着前期压栏生猪的出栏，生猪出栏体重周环比开始下行，后市二次育肥对生猪价格的打压会逐步减弱，叠加消费端的逐步修复，春节前生猪价格有望维持在较好盈利区间。

图表5: 猪肉价格有季节性趋势 (元/公斤)



来源: 国金证券研究所

图表6: 年末屠宰量有望好转 (头)



来源: 涌益咨询, 国金证券研究所

图表7: 月度屠宰量统计

月份	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	14-18	14-18 环比
1	2,387	2,198	2,337	2,075	2,289	2,434	1,509	1,952	2,847	2,257	-1.76%
2	1,392	1,809	1,676	1,274	1,748	1,293	832	1,424	1,568	1,580	-30.00%
3	2,049	1,658	1,511	1,719	1,917	1,856	1,171	1,509	2,590	1,771	12.07%
4	2,188	1,735	1,557	1,737	2,116	1,841	1,278	1,805	2,738	1,866	5.40%
5	1,975	1,695	1,495	1,851	2,136	1,915	1,385	1,996	2,530	1,831	-1.93%
6	1,866	1,590	1,437	1,775	1,958	1,758	1,327	2,200	2,413	1,725	-5.76%
7	1,825	1,492	1,510	1,807	1,951	1,730	1,171	2,195	2,119	1,717	-0.47%
8	1,853	1,500	1,660	1,826	1,967	1,463	1,179	2,329	2,167	1,761	2.57%
9	1,872	1,703	1,711	1,871	1,923	1,234	1,285	2,509	2,109	1,816	3.12%
10	1,910	1,817	1,791	1,916	1,951	1,053	1,433	3,023	2,097	1,877	3.36%
11	1,972	1,892	1,913	2,006	2,007	1,086	1,626	2,649	-	1,958	4.29%
12	2,313	2,293	2,271	2,325	2,288	1,453	2,060	2,896	-	2,298	17.38%

来源: 国家统计局, 国金证券研究所

我国 2006 年以来的 4 轮猪周期均表现出相似的规律, 时间上维持 4 年左右的长度, 价格反弹幅度均超过 100%, 其原因是生猪生产周期和养殖户决策的时滞性所致。今年 4 月份我国生猪价格开启上行, 最高价超过 28 元/公斤, 从价格波动幅度来看已经足以支撑新一轮周期。截至目前, 新一轮猪周期开启仅仅 8 个月, 属于新一轮周期上行早期, 生猪价格大概率有较长时间处在较好盈利区间。

图表8: 我国猪周期时间跨度在 4 年左右

	周期跨度	上行区间	下行区间	价格 (元/公斤)		
				最高价	最低价	波动幅度
第一轮	2006/7-2010/6	2006/7-2008/3 (20 个月)	2008/4-2010/6 (27 个月)	17.45	6.76	157%
第二轮	2010/7-2014/4	2010/7-2011/9 (14 个月)	2011/9-2014/4 (31 个月)	19.92	9.08	119%
第三轮	2014/5-2018/5	2014/5-2016/6 (25 个月)	2016/6-2018/5 (23 个月)	21.2	10.01	112%
第四轮	2018/6-2022/4	2018/6-2020/8 (26 个月)	2021/1-2022/4 (15 个月)	40.98	10.01	309%

来源: Wind, 国金证券研究所

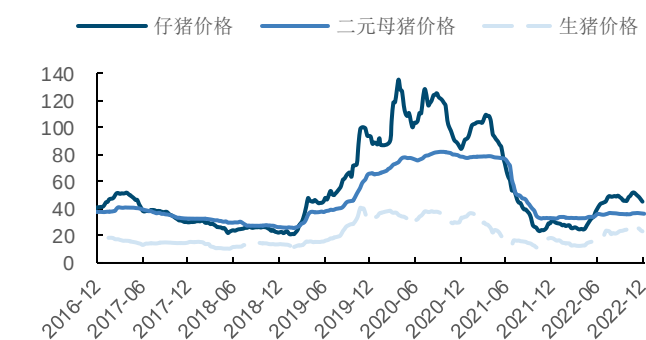
由于上一轮猪周期中养殖户亏损严重, 同时官方能繁母猪存栏量数据显示产能去化不足,

所以即便本轮生猪价格快速上涨，养殖户对补充产能的积极性依旧较弱，更多的是选择补充仔猪或者二次育肥的方式来获取短期盈利。从历史数据来看，生猪、仔猪和二元母猪价格走势趋同，而本轮猪价上行时仅有仔猪价格跟涨，二元母猪价格上涨幅度很小，同时销量也相对低迷，反映出养殖户对补充母猪的积极性较弱。

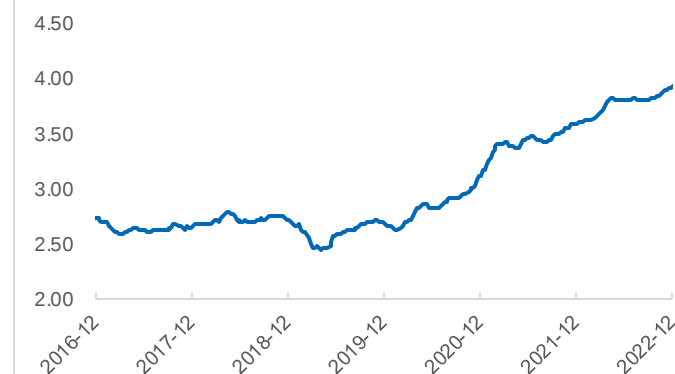
随着近期生猪价格回落，养殖户补充仔猪的积极性也有所降低，根据农业农村部数据，10月份能繁母猪存栏量环比仅仅增长0.4%，养殖端补充产能环比缩窄。除了对后市行情的悲观预期外，饲料价格的快速上涨也是本轮养殖户补产能犹豫的因素之一。粮食价格的快速上涨使得饲料价格自2020年以来持续上涨，在饲料和防疫等成本的作用下，行业平均养殖成本大约上涨至17元/公斤，生猪养殖需要投入资金的增多也使得养殖户在补栏端更加谨慎。从现有能繁母猪存栏量计算，明年8月份之前生猪供给量小于今年，11-12月补栏积极性减弱或使得明年全年生猪供给量小于今年，全年生猪均价值得期待。

图表9：仔猪和二元母猪价格涨幅较小（元/公斤）

图表10：猪饲料价格持续上涨（元/公斤）

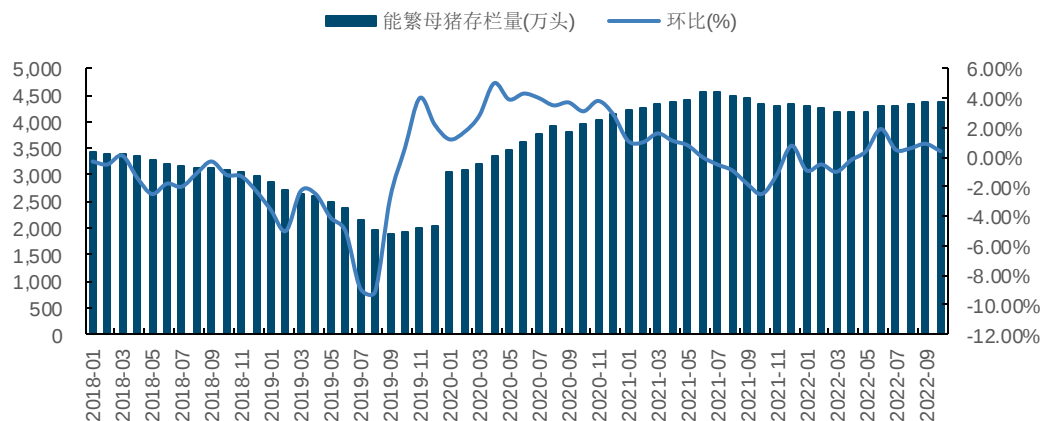


来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

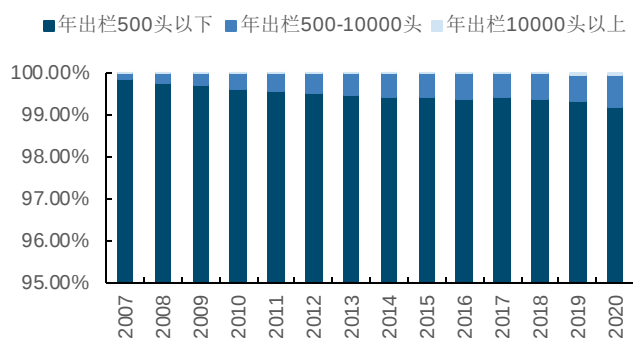
图表11：能繁母猪存栏量回升较为缓慢



来源：农业农村部，国金证券研究所

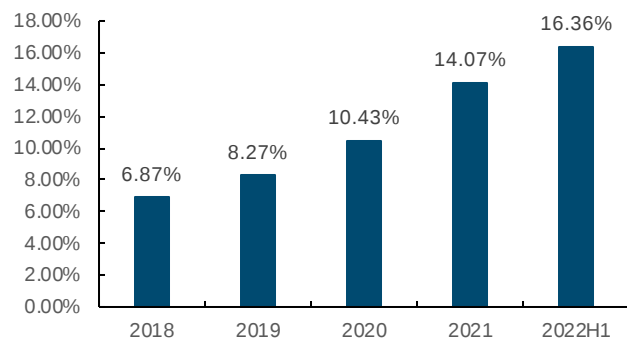
我国生猪养殖的主力依旧还是散养户，截至2020年年出栏10000头以上的养殖场数量占比仅为0.02%，散养户数量依旧庞大决定了猪周期在我国依旧存在。非洲猪瘟爆发以来，我国规模企业出栏量持续增长，生猪养殖行业CR10已经从2018年的6.87%上涨至今年上半年的16.36%，根据规模场出栏计划来看，未来我国生猪养殖行业集中度会持续提升，规模企业依旧存在较高的成长性。

图表12：我国生猪养殖散户数量庞大



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表13：我国生猪养殖行业集中度持续提升 (CR10)



来源：各公司公告，国家统计局，国金证券研究所

图表14：规模企业出栏量统计 (万头)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
牧原股份	311.40	723.70	1101.20	1025.33	1811.50	4026.30	6100-6200	7000
温氏股份	1712.74	1894.41	2229.72	1861.65	954.55	1321.74	1800	2600
新希望	116.69	239.96	255.37	354.99	829.25	997.81	1400	1850
正邦科技	226.45	342.25	553.99	578.41	955.97	1492.67	600	800
傲农生物	10.7	21.85	41.69	65.94	134.63	324.59	600	800
天康生物	30.92	32.33	65.17	84.28	134.5	160.33	220	450
巨星农牧	-	-	-	22.19	21.3	87.1	150	250-300
唐人神	21.57	54.4	68.1	83.93	102.44	154.23	200	350
大北农	-	-	168	164.18	185.28	430.78	450	600
天邦食品	58.01	101.42	216.97	243.94	307.78	428	500	600
金新农	33	37	24.00	40	80	107	120	-
神农集团	-	-	22.00	27	41	65	90	150

来源：各公司公告，国金证券研究所

多数规模企业能繁母猪存栏量自二季度以来有所回升，同时多家企业已经恢复在建工程的建设，为后续出栏量的持续增长储备固定资产和生物性资产，随着规模企业能繁母猪的持续补充，明年出栏量增长增长的确定性逐渐加强。三季度以来规模企业普遍实现了扭亏为盈，公司资产负债率普遍降低，随着养殖企业盈利端的持续好转，公司资产负债率有望再度下降，经营风险持续降低。

图表15：各公司能繁母猪存栏量

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	285	276	268	283	275	247	260
温氏股份	110	110	110	110	100-110	120	134
新希望	110	110	110	100	90	90	85
正邦科技	119	120	100	51	38	38	-
天邦股份	40	43	40	38	30	28	30
傲农生物	-	24	26	26	26	29	30
天康生物	-	12	12	12	12	13	14
大北农	30	26	25	20	20	18	22
唐人神	-	11	11	12	12	11	15
巨星农牧	-	-	8	8	10	10	12

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表16：各家企业资产负债率有所改善

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
牧原股份	48%	53%	58%	61%	65%	66%	61%
温氏股份	47%	56%	62%	64%	66%	66%	61%
新希望	61%	63%	65%	65%	68%	71%	70%
正邦科技	64%	69%	75%	93%	97%	103%	114%
天邦食品	53%	66%	75%	80%	84%	79%	76%
天康生物	55%	53%	55%	55%	56%	53%	49%
傲农生物	72%	76%	80%	87%	90%	84%	79%
唐人神	42%	48%	54%	58%	61%	63%	63%
巨星农牧	40%	39%	42%	45%	49%	53%	52%
神农集团	17%	11%	12%	13%	11%	12%	11%
东瑞股份	0%	13%	14%	16%	21%	28%	31%
大北农	48%	47%	50%	53%	56%	59%	60%
金新农	55%	56%	58%	66%	69%	74%	61%

来源：Wind，国金证券研究所

非洲猪瘟常态化使得行业平均成本上行，而优秀的规模养殖企业凭借防疫条件较好的猪舍和精细化管理使得养殖成本低于行业平均水平，同时随着产能利用率的不断提升和养殖模式的持续迭代，规模企业养殖成本呈现逐步下滑的态势。目前行业完全养殖成本仍在 17 元/公斤以上，而优质养殖企业成本已经可以做到 16 元/公斤左右，规模企业的成本优势持续挤占散户生存空间，而成本较优的企业存在较强的盈利确定性。

图表17：规模企业成本端持续优化

公司	时间	完全成本
牧原股份	2022/11/29	目前完全成本在 15.5 元/公斤左右
温氏股份	2022/11/24	近期综合成本为 16.2 元/公斤
新希望	2022/10/30	9 月份完全成本 16.9 元/公斤，年底计划 16 元/公斤
傲农生物	2022/9/19	二季度育肥成本 19.5 元/公斤，年底目标 17 元/公斤
大北农	2022/10/28	前三季度平均完全成本 17.4 元/公斤
天邦食品	2022/10/18	三季度销售全成本为 18.37 元/公斤
天康生物	2022/10/28	三季度完全成本 17.3 元/公斤，新疆地区 15.8 元/公斤
巨星农牧	2022/10/28	三季度完全成本 16.6 元/公斤

来源：各公司公告，国金证券研究所

投资建议：关注成本低、出栏增长弹性高的优质猪企

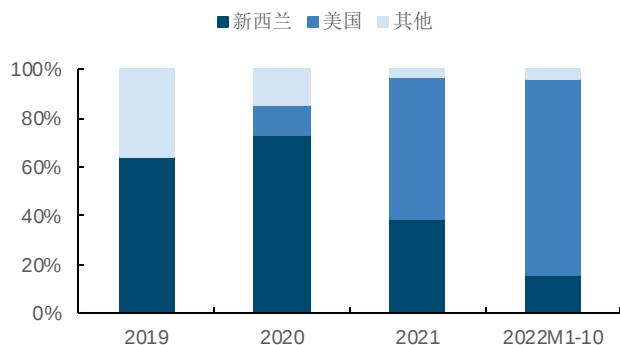
前期受到疫情影响，生猪调运不畅使得养殖户被迫压栏，但近期疫情管控持续优化促使行业加速出栏，生猪价格短期承压。后市二次育肥对生猪价格的打压会逐步减弱，叠加消费端的逐步修复，生猪价格有望维持在较好盈利区间。展望 2023 年，受到农业农村部数据指引和近期生猪价格大幅回落的影响，养殖户补充能繁母猪积极性一般，能繁母猪存栏量恢复速度较慢，预计明年全年生猪养殖行业处在较好的盈利区间。目前多家企业估值水平仍处在较低位置，生猪养殖板块配置安全边际较高，成本控制优秀和出栏量增速较快的企业有望实现利润端的持续好转，存在长期投资价值。建议从企业成本控制能力、出栏量增长弹性、出栏量兑现度、经营管理水平、估值情况等多维度选择标的。重点推荐：牧原股份：成本优势突出；温氏股份：成本端持续优化，猪鸡共振；巨星农牧：出栏弹性大，成本控制优秀。

二、白羽鸡养殖：关注种鸡去化，板块周期有望反转

我国白羽鸡引种主要从海外进口，海外禽流感爆发或持续影响引种。根据禽业协会数据，2021 年我国约有 90% 的白羽种鸡源自海外进口，其中主要进口国是美国（58%）和新西兰（39%），主要品种为美国安伟捷的 AA+、罗斯 308、利丰和新西兰的科宝。2018 年以前我国曾从波兰、西班牙、法国等欧洲国家进口种鸡，这些国家后因禽流感肆虐封关且至今仍

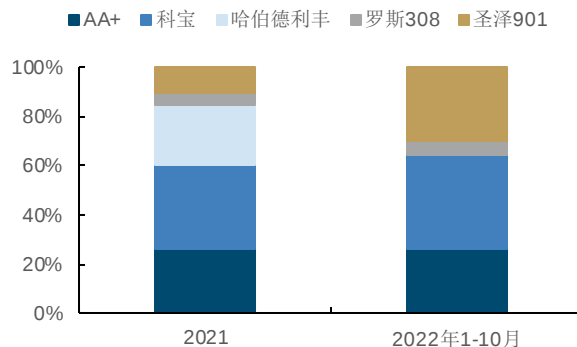
未恢复；2021 年新西兰进口种鸡被海关检测出鸡病问题，我国开始增加从美国进口种鸡的数量，美国进口种鸡占比也从 2020 年的 12.81% 提升至目前的 79.88%，美国成为我国第一大供种国。2021 年底国内有 3 个白羽种鸡新品种获得农业部新品种审定，分别是圣农集团的圣泽 901、峪口禽业的沃德 188 和新广农牧的广明 2 号，我国虽然已经有白羽种鸡，但是目前产能不足。

图表18：我国种鸡进口来源



来源：海关总署，国金证券研究所

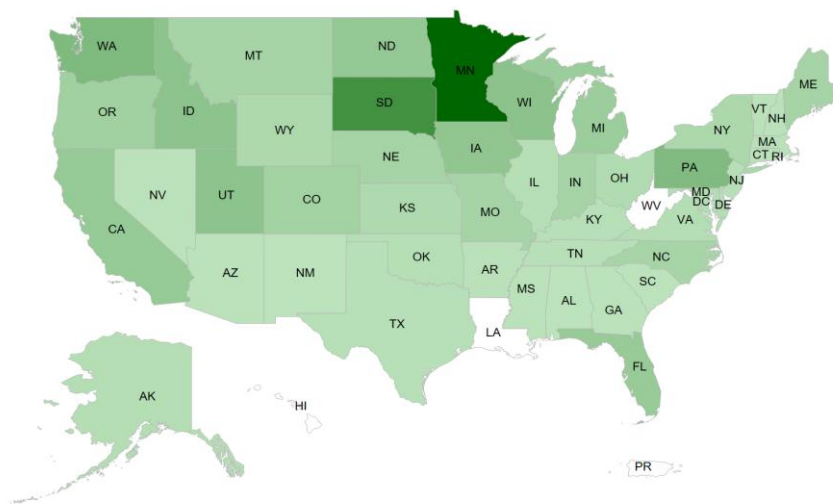
图表19：2022 年国产种鸡占比提升



来源：Mysteel，国金证券研究所

2022 年以来，受到高致病性禽流感持续蔓延、国际航班数量减少等因素的影响，我国自今年 5 月份开始海外引种量明显下降。自今年年初美国发现高致病性禽流感疫情以来，禽流感疫情在全球范围内广泛蔓延，截至目前，禽流感已经蔓延至德国、法国、波兰、韩国、日本等国家，此次禽流感流行范围仍在持续扩大。截至目前美国已经有 47 个州发现高致病性禽流感病毒，主要引种州仅剩阿拉巴马州可以给我供种；12 月 6 日美国农业部新闻显示阿拉巴马州已经出现高致病性禽流感，后续阿拉巴马州也可能无法为我国供应祖代鸡。欧洲正在经历历史上规模最大的禽流感疫情，截至 10 月已经波及欧洲 37 个国家，扑杀家禽 4800 万羽，数量和范围上均创历史新高。总体来看，此次禽流感疫情影响范围仍在持续扩大，对我国祖代鸡进口的影响仍会持续。

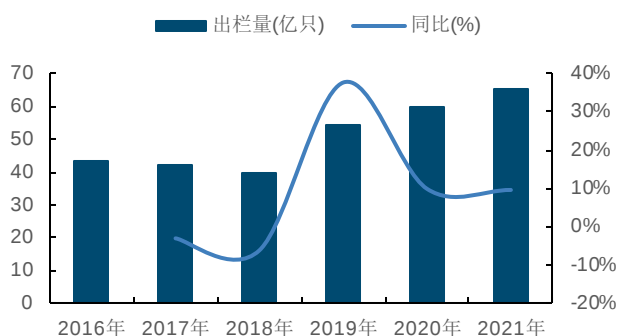
图表20：美国 47 个州发生禽流感疫情



来源：USDA，国金证券研究所

2019 年我国生猪产能大幅削减叠加居民饮食习惯和结构的改变使得肉鸡需求提振，我国白羽肉鸡出栏量在 2019 年快速增长至 54.24 亿只，同比增长 37.63%，2021 年我国白羽鸡供给量已经增长至 65.32 亿只，供给过剩使得白鸡价格表现低迷。2019-2021 年间我国祖代鸡年更新量在 100-120 万套左右，今年受到海外引种端大幅削减的影响，我国 1-10 月祖代鸡更新量为 71.55 万套，去年同期为 104.71 万套，同比-31.67%。海外禽流感的影响使得我国今年 5、6、7、10 这几个月份海外引种量均为 0，这几个月份的祖代鸡更新量也大幅走低，考虑到未来几个月引种的不确定性，2022 年我国祖代鸡更新量大概率在 80 万套左右，与均衡需求水平有较大差距。

图表21: 我国白羽鸡出栏量



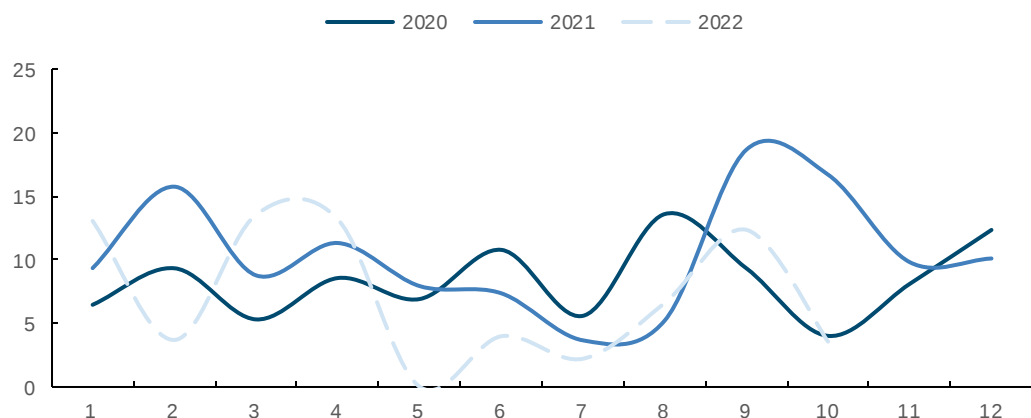
来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

图表22: 我国祖代鸡更新量



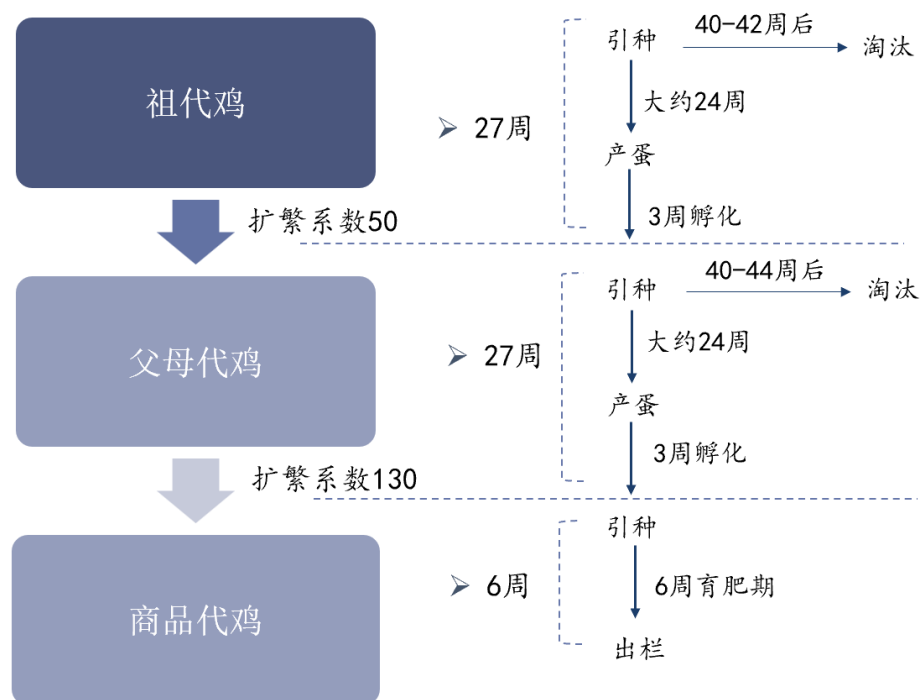
来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

图表23: 今年4月份以来我国祖代鸡更新量持续偏低(万套)



来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

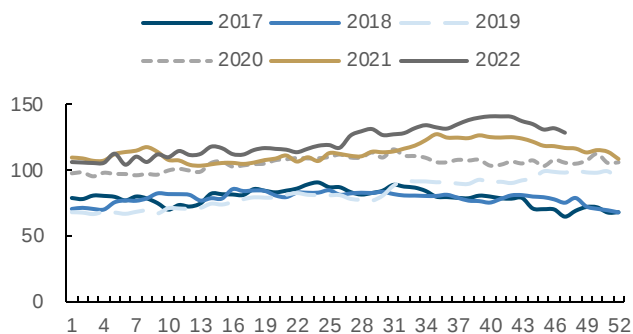
图表24: 白羽鸡养殖流程



来源: 益生股份招股说明书, 国金证券研究所

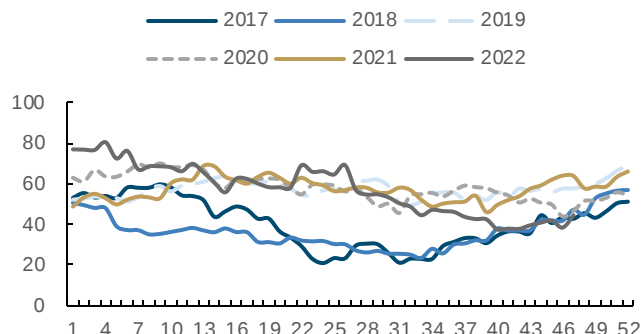
根据白羽鸡的生产和生长周期来看,后备祖代鸡转为在产祖代鸡需要6个月的时间,所以从祖代鸡更新传导至父母代鸡苗的供应大约需要6个多月的时间。我国后备祖代鸡自年初以来总体呈现下滑趋势,特别是5月份海外引种受阻以来推动了后备祖代鸡存栏的下降,截至第47周(11.21-11.27)我国后备祖代鸡存栏为44.47万套,为4年来同期最低水平。我国在产祖代鸡的数量在10月初达到近几年最高的140万套,后因后备祖代鸡更新量的减少,在产祖代鸡存栏量开始呈现下滑态势,预计最早今年年底在产祖代鸡存栏量出现明显收缩。

图表25: 我国在产祖代鸡数量(万套)



来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

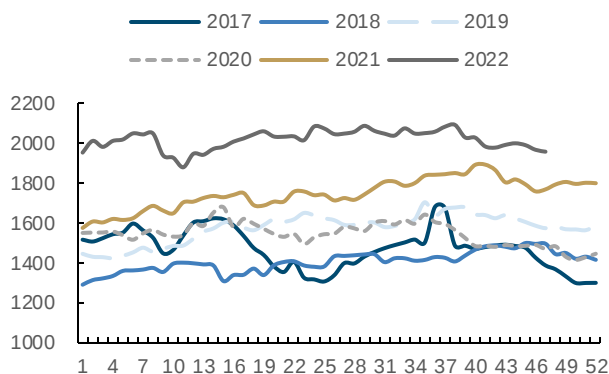
图表26: 我国后备祖代鸡数量(万套)



来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

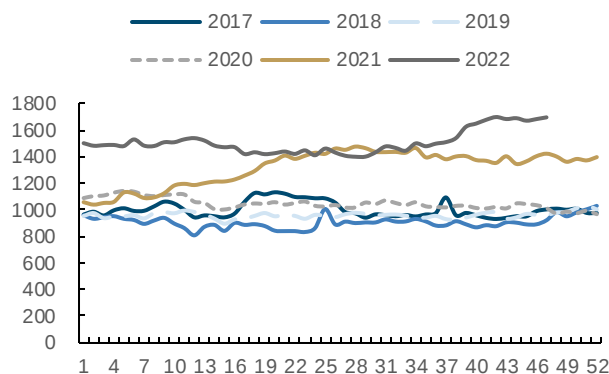
养殖企业购入父母代鸡苗后会计入后备父母代鸡苗,经过大约24周的养殖后转变为在产父母代鸡苗。父母代鸡苗产蛋后经过21天的孵化可以提供商品代鸡苗,商品代鸡苗通过大约40天的养殖可以转化为毛鸡出栏,所以后备父母代鸡苗传导至商品鸡需要大约8个月的时间,在产父母代鸡苗传导至商品鸡需要大约两个月的时间。目前我国在产和后备父母代鸡苗依旧处在历史高位,截至第47周(11.21-11.27)我国后备父母代鸡存栏为1696.22万套,同比增加19.26%;我国在产父母代鸡存栏为1958.70万套,同比增加10.71%。由祖代鸡和父母代鸡存栏量推测,23年下半年白羽鸡供给量开始下行。

图表27: 我国在产父母代鸡苗(万套)



来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

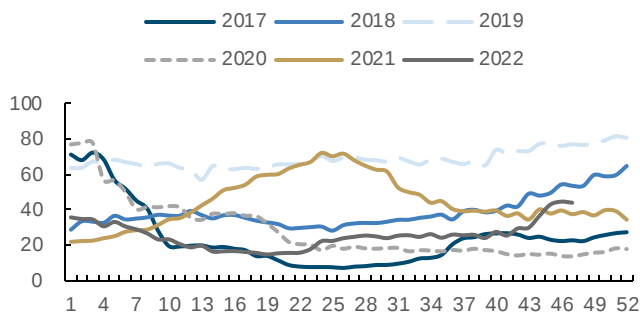
图表28: 我国后备父母代鸡苗(万套)



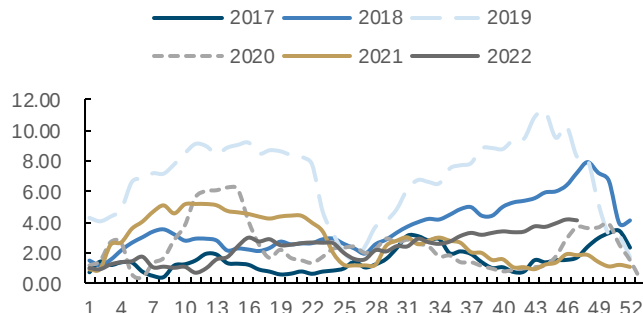
来源: 中国畜牧业协会, 国金证券研究所

随着禽流感疫情的持续发酵,引种端的不确定性使得市场对明年下半年白羽鸡供给减少存在较强预期,后市预期向好促使父母代鸡苗价格有所提振,截至第47周(11.21-11.27)父母代鸡苗价格为43.98元/套,同比增长17.15%,较10月初上涨82.73%。由于不同品种种鸡在生产性能上存在较大差异,高生产性能的种鸡拥有更高的产品售价。四季度一般是肉制品消费旺季且白羽鸡价格自今年4月份以来持续上行,市场对商品鸡苗的需求也较为旺盛,截至第47周(11.21-11.27)商品代鸡苗价格为4.11元/羽,同比上涨123.90%。近期消费的疲软使得肉鸡价格向上突破乏力,而鸡肉价格的下跌也带动商品代鸡苗价格有所回调;中长期看,明年疫情对消费端的影响逐步减弱,同时下半年供给端收缩预期逐渐加强,白羽肉鸡价格有望向上突破。

图表29：父母代鸡苗价格（元/套）



图表30：商品代鸡苗价格（元/套）

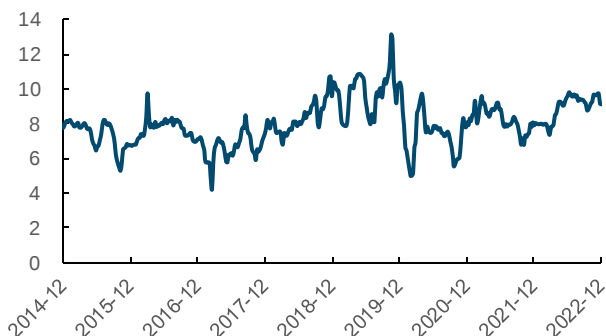


来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

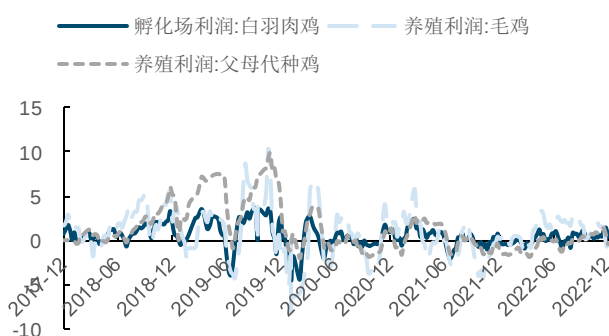
来源：中国畜牧业协会，国金证券研究所

从产业链各个环节利润来看，由于下半年白羽鸡价格表现较好，白羽鸡产业链利润明显好转。截至11月底，主产区白羽鸡平均价格为9.73元/公斤，较3月初上涨32.20%；鸡苗价格为4.02元/羽，较3月初上涨262.16%，商品代鸡苗价格弹性高于白羽肉鸡。截至11月底，孵化利润为1.22元/羽，较3月初实现扭亏为盈，上涨228.56%；毛鸡养殖利润为1.33元/羽，较3月初实现扭亏为盈，上涨192.36%；父母代种鸡养殖利润为1.32元/羽，较3月初实现扭亏为盈，上涨177.19%。从盈利时间上看，本轮白羽鸡价格4月份开始上涨，商品代鸡苗基本同期开始上涨，而父母代鸡苗价格自6月份开始上涨，本轮行业景气度回暖主要系下游需求回暖推动。

图表31：白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



图表32：各环节利润（元/羽）



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

投资建议：周期反转确定性强，建议全产业链关注

由于海外引种受限使得供给端下行确定性较强，所以下一轮周期大概率从产业链上游传导至产业链下游产品价格上涨，而白羽鸡板块存在较强的周期性，在产能去化和周期上行阶段，整个板块均存在较好的投资机会。从历史股价表现来看，产业链上游标的存在较大的弹性，而产业链下游的企业有望通过食品加工的布局实现估值中枢提升。建议关注：益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份。

三、种子：粮价维持高位，转基因落地有望前景可期

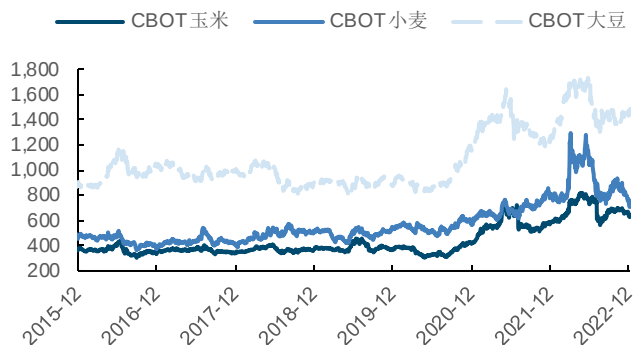
在新冠疫情、地缘政治、极端天气等多重因素的影响下，多个粮食主产国粮食产量下滑，全球粮食供给偏紧，多个国家出台粮食出口限制政策，国际粮食贸易受到较大影响，多重因素导致全球粮价处在较高位置。截至12月9日，CBOT大豆期货结算价为1482.5美分/蒲式耳，同比上涨27.4%；CBOT小麦期货结算价为732.75美分/蒲式耳，同比上涨26.3%；CBOT玉米期货结算价为644.0美分/蒲式耳，同比上涨52.1%，全球粮食价格依旧处于高位震荡的状态。

根据USDA全球粮食供需平衡表，2018年以来大豆、小麦和玉米的库消比持续下降，2022年大豆、小麦和玉米的库消比分别为26.8%、25.6%、33.9%，同比上一年下降6.44pct、2.46pct和4.66pct。

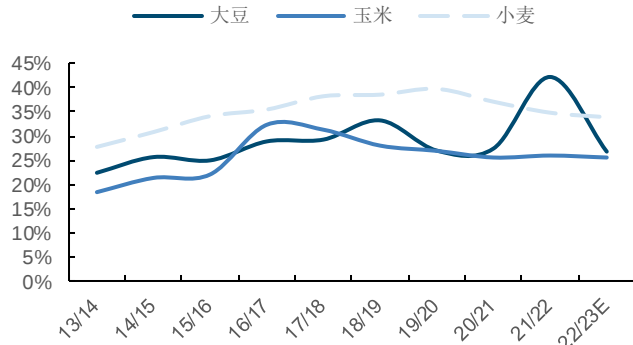
根据现有形势看，明年大豆产量增加，大豆供给紧张情况有望改善，大豆产量从20/21

的 3.68 亿吨上涨至 22/23E 的 3.91 亿吨，期末库存也由 1.00 亿吨上涨至 1.03 亿吨，大豆供需格局有所改善，预计大豆价格有所回调。玉米期末库存从 20/21 的 2.93 亿吨上涨至 22/23E 的 2.98 亿吨，总体供需格局略有改善，预计价格依旧维持高位。小麦和大米则是库存持续下降，供需持续偏紧，预计价格维持高位震荡。

图表33: CBOT 期货结算价 (美分/蒲式耳)



图表34: 全球主要粮食库存比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: USDA, 国金证券研究所

图表35: USDA 粮食供需平衡表 (百万吨)

全球粮食供需平衡表

大豆	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23E
期初库存	55.26	61.65	77.9	80.41	94.8	100.66	115.24	94.73	100.03	95.59
产量	282.61	319.6	313.77	349.31	342.09	361.04	339.97	368.52	355.61	391.17
进口	111.85	124.36	133.33	144.22	153.23	145.88	165.12	165.54	157.14	166.21
饲料消费	241.27	264.07	275.15	287.28	294.61	298.53	312.31	315.43	314.51	329.28
消费总额	275.25	301.85	313.94	330.78	338.03	344.28	358.32	363.76	363.38	380.88
出口	112.7	126.22	132.56	147.5	153.08	148.83	165.17	164.99	153.82	169.38
期末库存	61.77	77.53	78.5	95.65	99.02	114.48	96.84	100.03	95.59	102.71
库消比	22.44%	25.68%	25.00%	28.92%	29.29%	33.25%	27.03%	27.50%	26.31%	26.97%
消费缺口	-7.36	-17.75	0.17	-18.53	-4.06	-16.76	18.35	4.76	-7.77	10.29
玉米	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23E
期初库存	133.41	174.8	209.73	311.48	351.96	340.97	322.41	307.41	292.54	307.09
产量	990.47	1016.03	972.21	1123.41	1080.09	1124.92	1120.1	1129.2	1216.9	1161.9
进口	123.95	125.17	139.23	135.59	149.93	164.42	167.66	184.94	183.90	176.42
饲料消费	571.08	584.7	601.58	656.07	672.36	703.88	716.03	723.98	751.28	735.25
消费总额	948.85	981.01	968.01	1084.14	1090.45	1144.82	1136.2	1144.1	1202.3	1170.6
出口	131.1	142.2	119.74	160.06	148.24	181.71	172.25	182.70	202.51	181.63
期末库存	175.03	209.82	213.93	350.75	341.6	321.07	306.37	292.54	307.09	298.40
库消比	18.45%	21.39%	22.10%	32.35%	31.33%	28.05%	26.97%	25.57%	25.54%	25.49%
消费缺口	41.62	35.02	4.2	39.27	-10.36	-19.9	-16.04	-14.88	14.56	-8.69
小麦	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23E
期初库存	176.88	194.89	218.69	245	262.79	287.18	281.21	298.21	290.34	276.27
产量	714.92	728.07	735.21	756.4	762.88	731	762.37	774.55	779.33	780.59
进口	158.35	159.07	170.19	179.17	181.04	171.27	188.37	194.73	198.26	204.3
饲料消费	126.54	131.6	136.55	147.04	146.63	139.25	139.65	157.7	161.02	154.91
消费总额	697.89	705.38	711.16	739.09	741.98	734.81	746.75	782.42	793.4	789.53
出口	165.9	164.45	172.84	183.36	182.47	173.67	193.87	203.33	202.82	210.85
期末库存	193.92	217.58	242.74	262.31	283.69	283.37	296.83	290.34	276.27	267.33

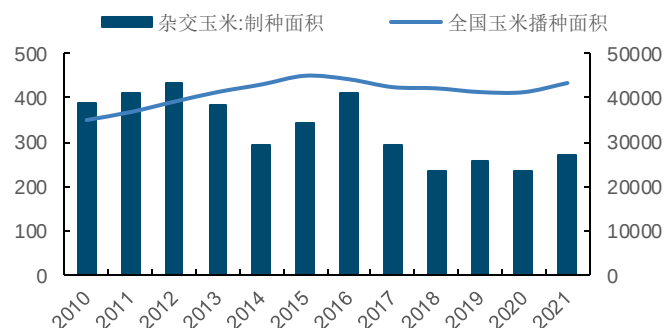
全球粮食供需平衡表

库消比	27.79%	30.85%	34.13%	35.49%	38.23%	38.56%	39.75%	37.11%	34.84%	33.86%
消费缺口	-17.03	-22.69	-24.05	-17.31	-20.9	3.81	-15.62	7.87	14.07	8.94
大米	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23E
期初库存	110.56	113.87	127.89	142.64	149.89	163.74	176.61	182.17	188.02	182.29
产量	478.42	478.55	472.94	490.95	494.92	497.34	498.82	509.32	515.05	503.27
进口	38.4	41.12	38.33	41.08	46.98	43.97	42.34	46.4	54.47	52.43
消费总额	481.61	477.49	468.09	483.69	482.28	484.59	493.79	503.48	520.78	516.91
出口	42.23	43.58	40.34	47.25	47.25	43.9	43.43	50.93	56.92	53.7
期末库存	107.37	114.93	132.74	149.89	162.53	176.49	181.64	188.02	182.29	168.64
库消比	22.29%	24.07%	28.36%	30.99%	33.70%	36.42%	36.78%	37.34%	35.00%	32.62%
消费缺口	3.19	-1.06	-4.85	-7.26	-12.64	-12.75	-5.03	-5.84	5.73	13.64

来源：USDA，国金证券研究所

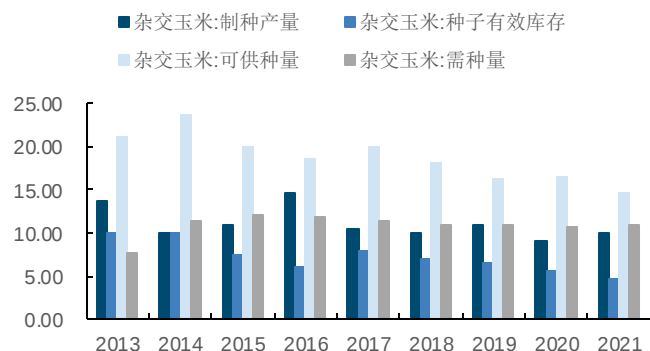
2015 年我国进行供给侧改革，开始调减玉米种植面积，2016 年玉米临储政策取消后，玉米种植面积下滑导致玉米种子需求持续走弱，我国玉米种子进入去库存周期。与此同时，杂交玉米种子制种面积大幅下滑，由 2016 年的 410 万亩减少到 2021 年的 272 万亩，玉米种子库存量不断降低，2021 年库消比已达到近几年最低。2021 年我国杂交玉米种子有效库存仅为 4.77 亿公斤，根据 2021 年可供种量和需种量计算，预计 2022 年种子有效库存仅为 3.7 亿公斤左右，种子有效库存进一步下滑，玉米种子供给端偏紧。随着玉米种子库存的充分消化，玉米种子由去库存阶段转换到供需相对平衡阶段，叠加来年玉米需求提振，玉米种子景气度有望延续。

图表36：我国玉米制种和播种面积



来源：Wind，国金证券研究所

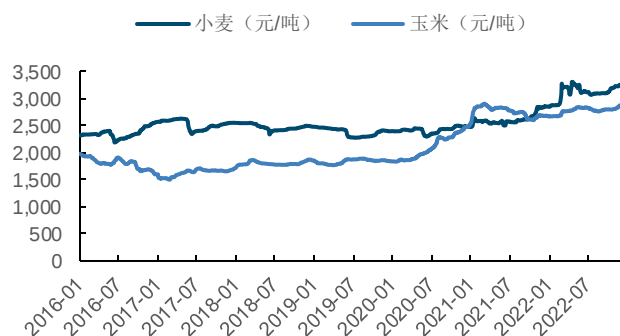
图表37：玉米种子供需情况（亿公斤）



来源：Wind，国金证券研究所

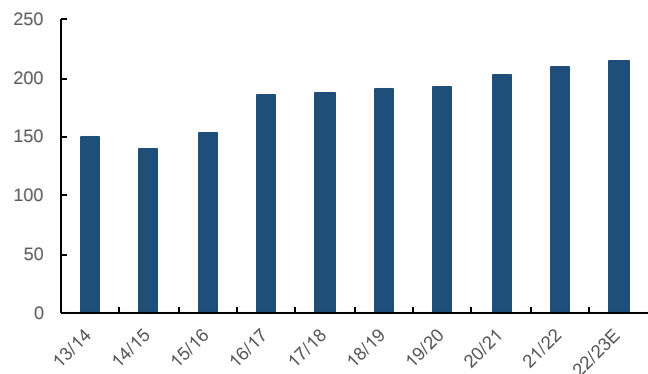
在玉米价格高于小麦价格的时候，部分小麦用做饲料替代玉米，随着小麦价格再度高于玉米，预计部分饲用需求再度回流至玉米。目前我国生猪养殖行业产能逐渐恢复，预计明年在养殖行业景气度上行的背景下饲料需求持续提振。根据农业农村部预测，22/23 年玉米饲料需求预计同比增加 200 万吨，下游需求支撑玉米价格维持高位，农民种植积极性的提升有助于玉米种子景气度维持。

图表38：玉米小麦价格倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

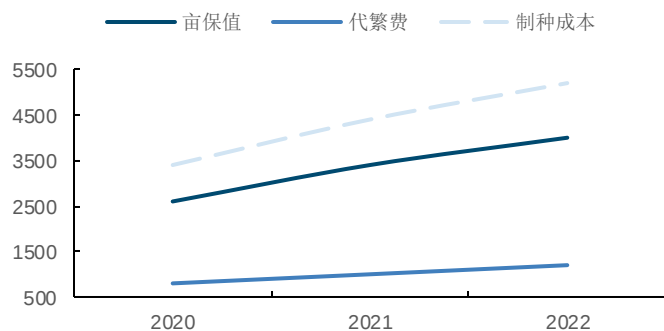
图表39：我国饲用玉米消费量 (百万吨)



来源：农业农村部，国金证券研究所

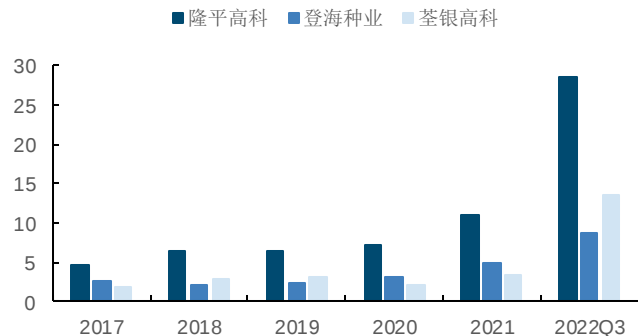
下游种植近年度提升拉动了上游地租、农资和人工等费用的上涨，玉米制种成本近两年持续上涨。近两年，张掖制种基地的亩保值和代繁公司的代繁费也在逐年攀升，已经从2020年的3400元/亩上涨至今年的5200元/亩，每亩成本上涨约53%。同时今年玉米制种基地受到极端天气影响产量有所下滑，目前大部分中晚熟品种平均单产水平仅为366公斤/亩，较去年下滑22公斤/亩，所以在制种面积增加的背景下，玉米种子产量反而有所下滑。由于下游玉米粮食价格处在高位，农民和经销商购买种子积极性较高，部分龙头企业预收款项较往年大幅上涨。截至2022年3季度，隆平高科、登海种业、荃银高科预收款分别已达到28.56亿元、8.66亿元、13.59亿元，同比上涨158%、76%、306%，未来玉米价格持续景气以及种子提价预期或使龙头种企持续受益。

图表40：制种成本上涨 (元/亩)



来源：智种网，国金证券研究所

图表41：主要企业预收款情况 (亿元)

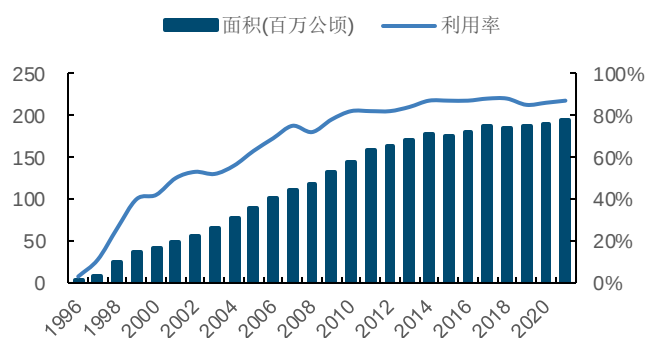


来源：各公司公告，国金证券研究所

粮食安全是国家安全的重要基础，十八大以来，党中央高度重视粮食安全，部署国家中长期战略安排，制定了立足国内保障粮食基本自给的发展方针。要保障粮食安全，一方面是严格实施耕地保护制度，另一方面要持续推进农业供给侧结构性改革，促进农业种植增产增效。目前我国玉米对外依存度约为10%，大豆对外依存度约为90%，饲用粮食供给端存在一定的缺口，转基因技术作为粮食增产的有效技术手段，有望在我国落地推行。近年来我国转基因政策不断推进，2022年6月，国家农作物品种审定委员会制定并发布了国家级转基因大豆、玉米品种审定标准，生物育种产业化“最后一公里”正被打通。随着转基因作物利好政策不断加码，其商业化前景也更具吸引力，我国转基因作物商业化进程有望加速推进。

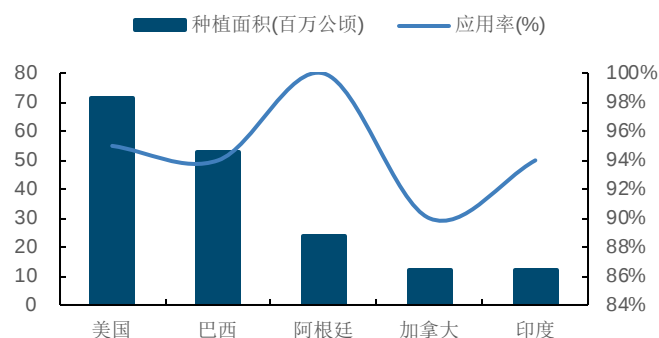
自1996年转基因玉米在美国上市，转基因大豆和抗虫棉在美国开始大面积种植，此后转基因作物在全球广泛的进行商业化应用。截至2021年，全球转基因作物种植面积达到1.95亿公顷，在同类作物中转基因作物渗透率达到了87%。截至2019年转基因作物种植面积前五大国家分别为美国(7150万公顷)、巴西(5280万公顷)、阿根廷(2400万公顷)、加拿大(1250万公顷)和印度(1190万公顷)；转基因作物在前五大国家转基因作物应用率分别为95%、94%、100%、90%和94%。

图表42: 转基因作物种植面积和渗透率



来源: Agbioinvestor GM Monitor, 国金证券研究所

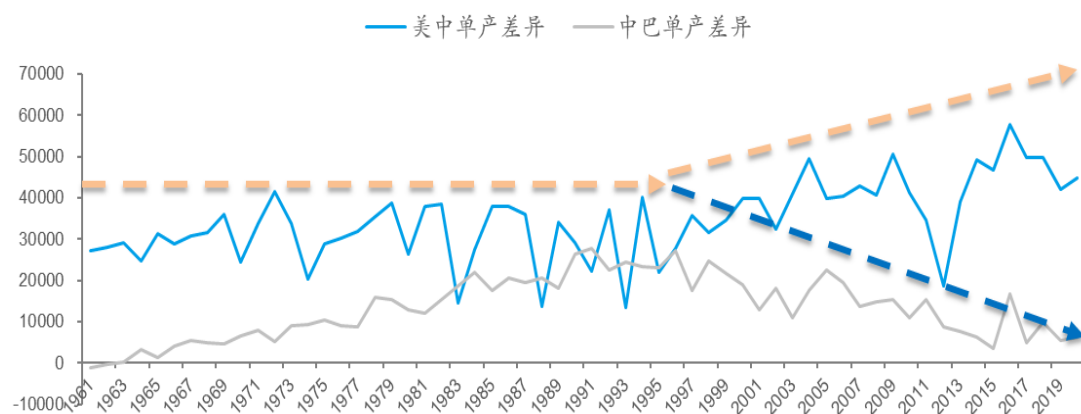
图表43: 主要国家转基因作物种植情况



来源: ISAAA, 国金证券研究所

转基因技术的使用可以有效提升农作物单产水平,以玉米为例,转基因推广前中国与美国单产差距维持在一定范围内波动,最多相差 4000 千克/公顷左右;中国与巴西相比则是我国与巴西单产差距逐步拉大。自 1997 年转基因作物开始商业化后,中国与美国单产水平之间的差距逐渐提升,最高差距 5766 千克/公顷;巴西则逐渐缩小与中国玉米单产的差距,以上数据证明转基因玉米的使用可以提升玉米整体单产水平,我国玉米单产水平仍有较大提升空间。

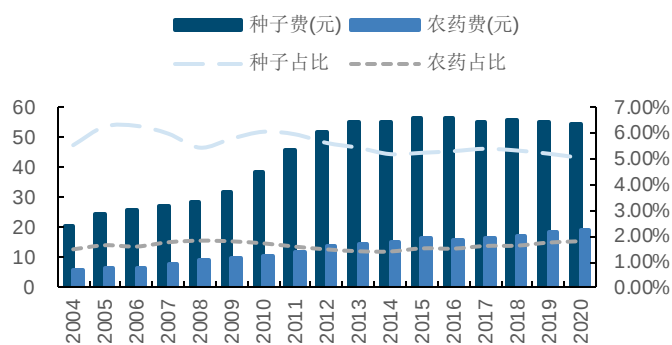
图表44: 中国、美国、巴西单产差异 (百克/公顷)



来源: 联合国粮农组织, 国金证券研究所

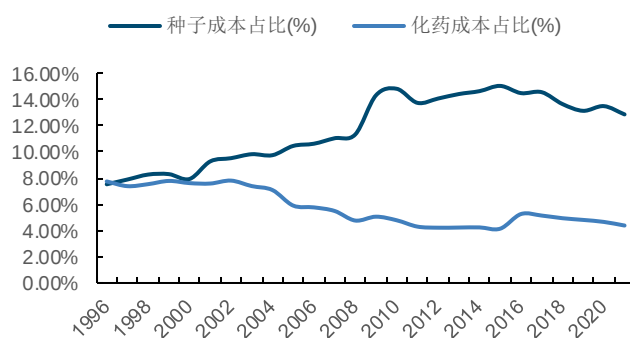
我国玉米种子每亩费用自 2013 年以来稳定在 55 元/亩左右,玉米种子成本占比则由 2013 年的 5.44%下降至 2020 年的 5.04%,玉米种子费用并没有跟随种植成本的提升而明显上涨。我国玉米种植的每亩农药费用则从 2010 年的 10.93 元/亩上涨至 2020 年的 19.54 元/亩,占比由 1.73%上涨至 1.81%,我国农民在耕种过程中使用的农药成本逐年增加。根据 USDA 数据,2010 年以来美国玉米种植的种子成本和化药成本合计占总成本的 19%左右,转基因使用后化药成本降低使得农民在种子端投入增加,种子成本占比由 1996 的 7.5%提升至 2021 年的 12.8%。随着转基因作物的推广和渗透,玉米种植的农药成本会有所下降,种植户会因减少农资支出获得更多种植收益,从而愿意为转基因种子提价买单,叠加转基因作物本身的增产属性,转基因种子相较于传统种子具有较大的提价空间。

图表45：我国玉米种植每亩投入情况



来源：《中国农产品收益汇编》，国金证券研究所

图表46：美国农药投入成本逐年降低



来源：USDA，国金证券研究所

市场空间 = 种子价格*玉米种植面积*渗透率。目前我国玉米种植面积为 6.5 亿亩，假设未来几年玉米种植景气度持续，玉米种植面积稳定在 6.5 亿亩左右。目前行业普遍认为转基因作物可以增产 10%-15%之间，同时转基因种子可以减少杀虫药的使用，增加的收益将会分配给农民、性状公司、种子公司和渠道商。我们假设转基因种子拥有 50%的提价空间和 80%的终局市占率，考虑到目前技术水平相对成熟，预计转基因种子 5-6 年实现渗透率达峰，从而得到转基因玉米终局利润空间为 100 亿元左右。

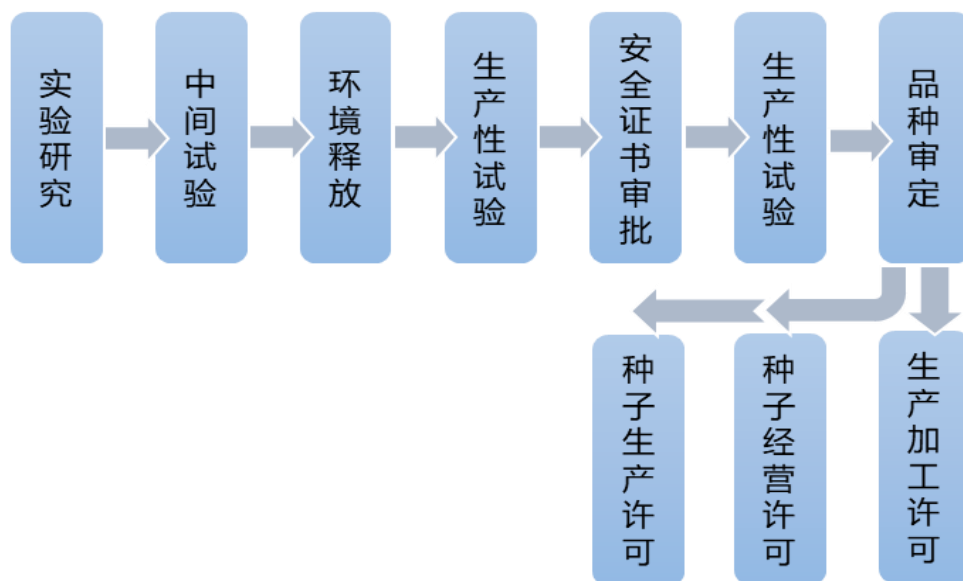
图表47：转基因玉米种子利润空间测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
玉米种植面积(亿亩)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
玉米种子价格(元/公斤)	65	60	55	55	55	55
转基因种子溢价率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
转基因种子价格(元/亩)	97.5	90	82.5	82.5	82.5	82.5
种子渗透率(亿元)	3%	20%	40%	55%	70%	80%
转基因种子市场规模(亿元)	19.65	117.00	214.50	294.94	375.38	429.00
转基因种子增收量(亿元)	6.55	39.00	71.50	98.31	125.13	143.00
种子+性状公司收入(亿元)	12.77	76.05	139.43	191.71	243.99	278.85
性状公司收入(亿元)	2.29	13.65	25.03	34.41	43.79	50.05
种子+性状公司利润空间(亿元)	4.47	26.62	48.80	67.10	85.40	97.60
性状公司利润规模(亿元)	1.60	9.56	17.52	24.09	30.66	35.04
种子销售利润(亿元)	2.87	17.06	31.28	43.01	54.74	62.56

来源：国金证券研究所

我国自 2020 年以来频繁出台种业相关政策，国家层面上大力支持种业自主创新，实现种源安全可控。同时转基因作物相关政策不断切实落地，2022 年 6 月国家农作物品种审定委员会制定并发布了国家级转基因大豆、玉米品种审定标准，目前转基因种子距离上市销售和完全商业化仅剩品种审定流程。12 月至 1 月是我国农业政策频繁出台的时间，转基因种子品种审定最快有望在年底落地，转基因种子最快有望在明年实现商业化销售。

图表48：转基因作物落地推广流程



来源：农业转基因生物安全评价管理办法，国金证券研究所

图表49：种业相关政策持续出台

时间	文件/事件	主要内容
2020 年 1 月	《2020 年农业转基因生物监管工作方案》	今年将严厉打击非法研究、试验、制种、经营、种植、加工和进口农业转基因生物等行为，加大监督检查强度、增加抽样检测密度、提高违规查处力度等。此次方案的下发，说明 2020 年国家对于转基因生物的管控将进一步加强。
2020 年 12 月	中央经济工作会议	习近平总书记在中央经济工作会议中明确提出“解决好种子和耕地问题”，强调了“保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设”。
2021 年 7 月	《种业振兴行动方案》	方案提出要全面加强种质资源保护利用、大力推进种业创新攻关、扶持优势种业企业发展、提升种业基地建设水平、严厉打击套牌侵权等违法行为。
2021 年 8 月	《中华人民共和国种子法（修正草案）》	修改的主要内容为：1. 扩大植物新品种权的保护范围及保护环节。2. 建立实质性派生品种制度，激励育种原始创新。3. 完善侵权赔偿制度，提高对侵害植物新品种权行为的威慑力。4. 完善法律责任。《中华人民共和国种子法》与 12 月 25 日重新公布，自 2022 年 3 月 1 日起施行。
2021 年 9 月	《国家级稻玉米品种审定标准（2021 年修订）》	审定标准主要对三个方面做出修订：1. 提高品种产量指标 2. 提高品种 DNA 指纹差异位点数指标 3. 提高抗病性指标。此次修订提高了稻和玉米的品种审定门槛，有利于保护种子相关的知识产权，激励并用到新品种的开发。
2021 年 11 月	《农业农村部关于修改部分种业规章的决定》和《农业农村部关于修改（农业转基因生物安全评价管理办法）的决定》	本次修改涉及 4 个相关法规，分别是《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》、《主要农作物品种审定办法》、《农作物种子生产经营许可管理办法》。这 4 个法规对生物技术研发、植物新品种培育、新品种审定、生产经营等全产业链集中修订，为转基因的产业化彻底铺平道路。
2022 年 3 月	《关于保护种业知识产权打击假冒伪劣套牌侵权营造种业振兴良好环境的指导意见》	强化种业知识产权、有效激励原始创新、全面净化种业市场。提出到 2023 年，建立起较为完备的种业知识产权保护制度体系，假冒伪劣、套牌侵权等违法犯罪行为得到有效遏制；到 2025 年，种业知识产权保护能力显著提升，种业自主创新环境持续优化。
2022 年 3 月	《2022—2023 年全国种业监管执法与规范年工作方案》	保护种业知识产权，建立品种“身份证”。以完善种业知识产权保护法律法规和技

时间	文件/事件	主要内容
	法年活动方案》	术标准体系、增强品种权保护意识、打击假冒伪劣、套牌侵权等违法行为目标，提出强化种业知识产权保护、严格品种管理、加强种子和种畜禽监管、严格种业执法的任务。
2022 年 6 月	《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）》	明确转基因作物品种审定标准。标准对于申请审定的转基因玉米、大豆品种提出三点要求：1. 申报品中仅含有申报的转化体。2. 要求至少具备耐除草剂和抗虫性性状条件之一。3. 要求转基因品种的受体品种已通过审定，基本性状与受体品种无显著性差异。
2022 年 11 月	农业农村部加快推动《植物新品种保护条例》修订	《中华人民共和国植物新品种保护条例》向社会公开征求意见，这是自 1997 年颁布实施以来首次进行全面修订。本次修订主要包括七个方面：一是对实质性派生品种（EDV）制度实施步骤和办法作出规定。二是扩大保护范围及保护环节。三是延长保护期限。四是完善侵权假冒案件处理措施。五是明确权利恢复的情形。六是增加对不诚信行为处罚的规定。七是建立植物新品种保护专业队伍。

来源：中国政府网，农业农村部，国金证券研究所

投资建议：关注政策推进情况，布局龙头种子企业

国家层面重视粮食安全和种源自主可控，近年来支持种业发展的政策频出，市场对转基因作物商业化落地预期不断增强，预计最快 2023 年转基因种子有望实现商业化销售。转基因种子商业化销售有望增大行业空间，同时由于现在转基因技术的成熟度优于 21 世纪初，转基因作物推广速度可能会加快。种业知识产权保护政策的完善将提升行业的技术壁垒，从而提高种业公司科研创新的积极性，具有先进育种能力的公司有望开发出优质品种，改善行业竞争格局，提升行业盈利水平。**重点推荐：**大北农：多年布局转基因性状，拥有最多的安全证书；隆平高科：种业龙头，多家参股企业拥有转基因性状研发能力；登海种业：玉米种子龙头，种质资源优秀。

风险提示

生猪价格不及预期：养殖企业盈利受猪价影响较大，猪价下跌使得盈利不及预期。

农产品价格大幅波动：饲料成本在生猪养殖中占比较大，原材料价格上涨会使得利润承压。

动物疫病风险：动物疫病爆发会使得行业出现较大程度亏损。

政策落地不及预期：转基因作物商业化进程延缓使得行业整合速度变慢。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402