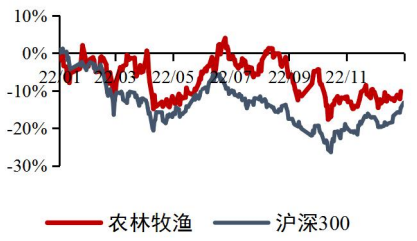
农林牧渔

农业行业 2023 年年度策略　　同步大市-A(维持)

2023 年的亏损底或有望成为猪周期反转的真正起点

2023 年 1 月 16 日　　行业研究/行业年度策略

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】农业行业数据库 2022.12.21

【山证农林牧渔】继续重点推荐圣农发展、海大集团-农业行业动态和策略配置观点 2022.12.7

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

投资要点：

- **有别于市场大众的观点，在我们的分析框架里，我们一直认为 2022 年 3-10 月的猪价上涨更多是“后非瘟”时期的一次反弹，而非真正意义的周期反转。**只是“非洲猪瘟”高盈利期带来的资本流入和出于赌行情的“二次育肥”等产业投机行为，使得生猪出栏供给在时间上出现错配，从而导致本轮反弹比过往幅度更大和年底“旺季不旺”等反常现象。而作为周期是否反转的关键决定因素，母猪过剩产能并没有完成彻底的去化。
- 2006 年-2020 年的前三轮周期底部出现 2-3 个“亏损底”。**展望 2023 年，本轮大周期或迎来第三个“亏损底”。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”将更为关键，且更有可能成为新一轮周期的起点。**经历过 2021-2022 年两个“亏损底”的资金消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。根据历史经验，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**。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。**
- 我们此前曾经化繁为简，在生猪价格周期下行和筑底阶段，把布局生猪养殖股的策略归纳为“在亏损期，选择 PB 估值风险得到较大释放的标的”，PB 估值风险得到较大释放可理解为接近或跌破自身 PB 历史底部。我们把这一策略简称为养殖股的“亏损期+低 PB”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优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情。建议关注温氏股份、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。**
- **推荐海大集团，维持“买入-A”评级：**饲料行业 2023 年景气度或优于 2022 年；行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中；公司 2023 年 Q1 和 Q2 的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；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，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淘汰的阻力可能要小于生猪行业。白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。

风险提示：非洲猪瘟等疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。

目录

2022 年农业行业回顾.....5
生猪价格跌宕起伏，粮食价格维持强势.....5
2022 年 A 股农业行业指数跑赢沪深 300，处于中游偏上水平.....6
生猪养殖板块：2023 年的“亏损底”或更有可能成为周期反转的起点.....8
2022 年国内生猪价格从先抑后扬，再到年底“旺季不旺”.....8
在我们的分析框架里，2022 年 3-10 月的猪价上涨只是“反弹”而非“反转”.....10
2022 年已经出现本轮周期的第二个“亏损底”.....13
母猪生产效率提升对后续供给的潜在影响需要重视.....14
2023 年或出现本轮大周期的第三个“亏损底”.....16
第三个“亏损底”或更有可能成为周期反转的起点.....16
以“亏损期+低 PB”策略在第三个“亏损底”布局生猪养殖股.....19
家禽养殖板块：关注周期底部的低估值优质企业.....21
白羽肉鸡养殖处于行业周期底部.....21
PB 估值处于底部的优质禽业股已经具备配置价值.....23
饲料板块：2023 年景气度或优于 2022 年，市场份额进一步往头部集中.....25
2022 年饲料品种结构有所分化，2023 年整体或优于 2022 年.....25
2023 年饲料原料上涨压力或有所缓解.....28
行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中.....29
种子和种植板块：杂交玉米种子向好，转基因政策法规逐步完善.....32
杂交玉米种子供需形势改善，杂交水稻种子供给压力仍存.....32
转基因育种相关配套政策法规正逐步完善和稳步推进.....32
全球谷物价格指数全年冲高后有所回落.....33
制糖板块：全球和国内食糖小幅增产.....36
预计 2022/23 榨季全球和国内食糖均小幅增产.....36
全球和国内食糖库销比下降，糖价运行或有支撑.....38
投资建议.....39
风险提示.....41

图表目录

图 1： 2022 年农产品价格动态跟踪监测一览表.....5
图 2： 截止 2022 年 12 月，国内农产品价格同比涨跌情况.....6
图 3： A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的走势.....7
图 4： 2022 年 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益.....7
图 5： 2022 年农业各子行业累计绝对收益和相对收益.....8
图 6： 我国生猪单季出栏量和同比增速.....9
图 7： 我国猪肉单季度产量和同比增速.....9
图 8： 国内生猪价格走势（单位：元/公斤）.....9
图 9： 国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）.....9
图 10： 自繁自养的生猪养殖利润（元/头）.....10
图 11： 外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）.....10

图 12： 国内仔猪价格走势（单位：元/公斤）.....10
图 13： 国内能繁母猪存栏量环比变动趋势.....10
图 14： 我国 2008 年以来各轮猪周期的反弹和反转.....11
图 15： 2008 年以来各轮周期里，猪价反弹和反转期间能繁母猪补栏特征总结.....11
图 16： 能繁母猪补栏的驱动因素.....12
图 17： 不同场景中的能繁母猪补栏速度.....12
图 18： 2022 年已经出现本轮周期的第二个“亏损底”.....13
图 19： “当年生猪出栏量÷上一年能繁母猪平均存栏量”趋势.....14
图 20： 出栏 1 万头以上养殖场（企业）的产量占比.....14
图 21： 美国生猪养殖规模化进程.....15
图 22： 美国生猪产业 MSY 趋势.....15
图 23： 美国历史能繁母猪数量和生猪出栏量.....15
图 24： 我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系.....16
图 25： 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.....17
图 26： 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.....18
图 27： 生猪养殖股运行方向的驱动因素.....19
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.....19
图 29： 生猪养殖股在各个阶段的逻辑演绎.....20
图 30： 我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）.....21
图 31： 在产和后备祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）.....21
图 32： 全国在产祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）.....22
图 33： 全国后备祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）.....22
图 34： 全国在产父母代白羽肉种鸡存栏量（万套）.....22
图 35： 全国后备父母代白羽肉种鸡存栏量（万套）.....22
图 36： 在产和后备父母代白羽肉鸡存栏量（万套）.....22
图 37： 全国父母代雏鸡价格（元/套）.....22
图 38： 我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）.....23
图 39： 白羽商品代肉鸡苗平均价（元/羽）.....23
图 40： 中速黄羽鸡价格（元/斤）.....23
图 41： 快大黄羽鸡价格（元/斤）.....23
图 42： 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.....24
图 43： 参考生猪养殖板块，本轮周期的能繁母猪存栏高位区间对应是本轮股价周期的低点.....25
图 44： 我国历年饲料总产量及增速.....26
图 45： 我国各品种饲料产量（万吨）.....26
图 46： 全国饲料当年累计总产量（万吨）.....27
图 47： 全国猪饲料产量当年累计同比增速.....27
图 48： 全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速.....27
图 49： 全国肉禽饲料产量当年累计同比增速.....27
图 50： 全国水产饲料产量当年累计同比增速.....28
图 51： 全国反刍饲料产量当年累计同比增速.....28
图 52： 国内玉米现货价（元/公斤）.....28
图 53： 国内大豆现货价（元/吨）.....28
图 54： 国内小麦现货价（元/吨）.....29

图 55： 国内豆粕现货价（元/吨）..... 29
图 56： 育肥猪配合饲料平均价（元/公斤）..... 29
图 57： 肉鸡配合料平均价（元/公斤）..... 29
图 58： 2018 年和 2021 年国内饲料产销量前十强..... 30
图 59： 国内饲料前 30 强企业产销规模分布（家）..... 30
图 60： 国内饲料产量分布..... 30
图 61： 海大集团历史年度饲料销量（万吨）..... 31
图 62： 海大集团饲料业务市场份额..... 31
图 63： 2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解..... 31
图 64： 2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解：市场份额扩张贡献了约四分之三..... 31
图 65： 全国杂交玉米制种面积（万亩）..... 32
图 66： 全国杂交水稻制种面积（万亩）..... 32
图 67： 相关重要政策文件多次强调推进转基因技术发展..... 33
图 68： 全球谷物价格指数..... 33
图 69： 全球和中国玉米库存消费比趋势..... 34
图 70： 全球和中国大豆库存消费比趋势..... 34
图 71： 全球和中国小麦库存消费比趋势..... 34
图 72： 全球和中国稻米库存消费比趋势..... 34
图 73： 全球和中国玉米供需平衡表..... 35
图 74： 全球和中国大豆供需平衡表..... 35
图 75： 全球和中国小麦供需平衡表..... 35
图 76： 全球和中国大米供需平衡表..... 36
图 77： 全球食糖主产国产量增减跟踪情况..... 37
图 78： 中国食糖供需平衡表..... 37
图 79： 全球和中国食糖供需平衡表..... 38
图 80： 全球和中国食糖库存消费比..... 38
图 81： 国内白糖现货价（元/吨）..... 39
图 82： 国际原糖现货价格（美分/磅）..... 39
图 83： 重点公司盈利预测、估值与评级..... 40

2022 年农业行业回顾

生猪价格跌宕起伏，粮食价格维持强势

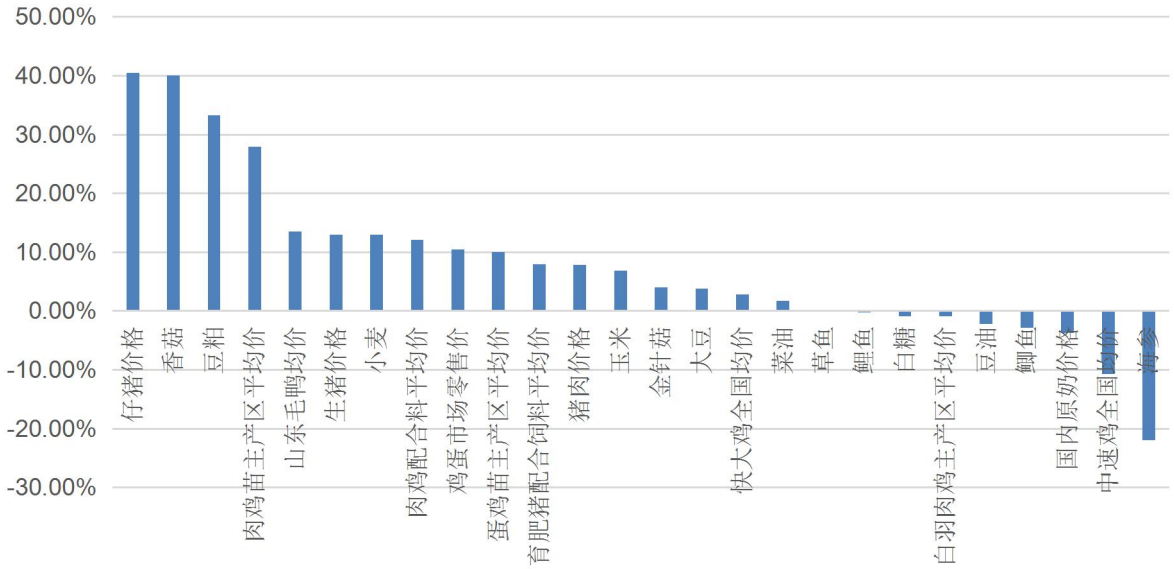
图 1：2022 年农产品价格动态跟踪监测一览表

	农产品指标	单位	数据频率	数据更新日期	本期最新价格	上期价格	价格监测（涨跌幅）						
							本期涨幅	本月以来累计涨幅	本季度以来累计涨幅	年初以来涨跌金额	年初以来累计涨幅	同比去年涨跌金额	同比去年同期涨幅
生猪	生猪价格	元/公斤	周	2022/12/30	18.41	16.97	8.49%	-22.19%	-24.05%	2.11	12.94%	2.11	12.94%
	猪肉价格	元/公斤	周	2022/12/30	27.17	27.22	-0.18%	-18.21%	-16.06%	1.99	7.90%	1.99	7.90%
	仔猪价格	元/公斤	周	2022/12/30	40.36	39.52	2.13%	-13.50%	-11.37%	11.62	40.43%	11.62	40.43%
	二元母猪平均价	元/公斤	周	2022/12/30	35.00	35.38	-1.07%	-3.42%	-1.69%	1.64	4.92%	1.64	4.92%
	育肥猪配合饲料平均价	元/公斤	周	2022/12/30	3.91	3.91	0.00%	-0.26%	1.82%	0.29	8.01%	0.29	8.01%
	自繁自养生猪养殖利润	元/头	周	2022/12/30	-44.30	-66.75	-33.63%	-106.27%	-105.54%	-4.53	-11.39%	-4.53	-11.39%
	外购仔猪养殖利润	元/头	周	2022/12/30	-175.97	-215.62	-18.39%	-130.42%	-121.90%	-343.77	-204.87%	-343.77	-204.87%
肉禽	白羽肉鸡主产区平均价	元/公斤	周	2022/12/30	7.90	7.27	8.67%	-18.81%	-10.33%	-0.07	-0.88%	-0.07	-0.88%
	肉鸡苗主产区平均价	元/羽	周	2022/12/30	1.42	1.15	23.48%	-64.68%	-54.92%	0.31	27.93%	0.31	27.93%
	肉鸡配合料平均价	元/公斤	周	2022/12/30	4.26	4.30	-0.93%	-0.93%	3.90%	0.46	12.11%	0.46	12.11%
	山东毛鸭均价	元/斤	日	2022/12/30	4.20	4.00	5.00%	-12.50%	-13.40%	0.50	13.51%	0.50	13.51%
	山东鸭苗均价	元/羽	日	2022/12/30	1.10	0.80	37.50%	-31.25%	-85.14%	-0.40	-26.67%	-0.40	-26.67%
	中速鸡全国均价	元/斤	日	2022/12/31	6.51	6.09	6.90%	11.09%	-25.26%	-0.78	-10.70%	-0.78	-10.70%
	快大鸡全国均价	元/斤	日	2022/12/31	6.96	5.77	20.62%	19.18%	-21.44%	0.19	2.81%	0.19	2.81%
蛋禽	鸡蛋棚前批发价	元/公斤	周	2022/12/30	8.52	9.70	-12.16%	-20.96%	-18.39%	-0.14	-1.62%	-0.14	-1.62%
	鸡蛋市场零售价	元/公斤	周	2022/12/30	10.60	11.20	-5.36%	-20.90%	-8.62%	1.00	10.42%	1.00	10.42%
	蛋鸡苗主产区平均价	元/羽	周	2022/12/30	3.85	3.90	-1.28%	-1.28%	6.94%	0.35	10.00%	0.35	10.00%
种植加工	小麦	元/吨	日	2022/12/30	3217.50	3219.17	-0.05%	-1.07%	3.49%	368.61	12.94%	368.61	12.94%
	棉花	元/吨	日	2022/12/30	15039.23	15030.00	0.06%	0.77%	-2.77%	-6976.15	-31.69%	-6976.15	-31.69%
	白糖	元/吨	日	2022/12/30	5760.00	5770.00	-0.17%	2.86%	1.59%	-50.00	-0.86%	-50.00	-0.86%
	玉米	元/公斤	周	2022/12/30	2.96	2.94	0.68%	0.68%	2.07%	0.19	6.86%	0.19	6.86%
	豆粕	元/吨	日	2022/12/30	4756.00	4759.43	-0.07%	-7.08%	-8.92%	1186.57	33.24%	1186.57	33.24%
	大豆	元/吨	日	2022/12/30	5423.16	5496.84	-1.34%	-0.73%	-7.92%	201.58	3.86%	201.58	3.86%
	金针菇	元/公斤	周	2022/12/30	5.20	5.20	0.00%	0.00%	-37.35%	0.20	4.00%	0.20	4.00%
	杏鲍菇	元/公斤	周	2022/12/30	7.00	7.00	0.00%	0.00%	-17.65%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
	香菇	元/公斤	周	2022/12/30	10.50	10.50	0.00%	0.00%	0.00%	3.00	40.00%	3.00	40.00%
	平菇	元/公斤	周	2022/12/30	5.00	5.00	0.00%	11.11%	-37.50%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
	豆油	元/吨	日	2022/12/30	9614.74	9614.74	0.00%	-6.54%	-5.93%	-215.79	-2.20%	-215.79	-2.20%
	菜油	元/吨	日	2022/12/30	13171.25	13171.25	0.00%	-0.27%	-2.62%	227.50	1.76%	227.50	1.76%
奶	国内原奶价格	元/公斤	周	2022/12/28	4.12	4.12	0.00%	0.00%	-0.48%	-0.16	-3.74%	-0.16	-3.74%
水产	海参	元/公斤	周	2022/12/30	156.00	156.00	0.00%	0.00%	11.43%	-44.00	-22.00%	-44.00	-22.00%
	草鱼	元/公斤	周	2022/12/30	16.84	16.97	-0.77%	-2.38%	-4.70%	-0.01	-0.06%	-0.01	-0.06%
	鲫鱼	元/公斤	周	2022/12/30	20.88	21.12	-1.14%	-4.13%	-6.91%	-0.61	-2.84%	-0.61	-2.84%
	鲤鱼	元/公斤	周	2022/12/30	14.53	14.56	-0.21%	-1.29%	-0.89%	-0.04	-0.27%	-0.04	-0.27%

资料来源：Wind、山西证券研究所

受 2021 年基数前高后低的影响，2022 年生猪价格同比呈现出先跌后涨的走势；2022 年粮食价格走势偏强，同比上涨；原奶和水产价格同比则出现不同程度的回调。截止 2022 年 12 月底，猪肉价格同比 7.9%、生猪价格同比 12.94%，仔猪价格同比 40.43%、玉米价格同比 6.86%、豆粕价格同比 33.24%、小麦价格同比 12.94%、大豆价格同比 3.86%，原奶价格同比-3.74%、草鱼价格同比-0.06%、鲤鱼价格同比-0.27%、鲫鱼价格同比-2.84%、海参价格同比-22%、金针菇价格同比 4%、白糖价格同比-0.86%、豆油价格同比-2.2%、菜油价格同比 1.76%、白羽活鸡价格同比-0.88%、中速鸡价格同比-10.7%，快大鸡价格 2.81%，鸡蛋市场零售价格同比 10.42%。

图 2：截止 2022 年 12 月，国内农产品价格同比涨跌情况

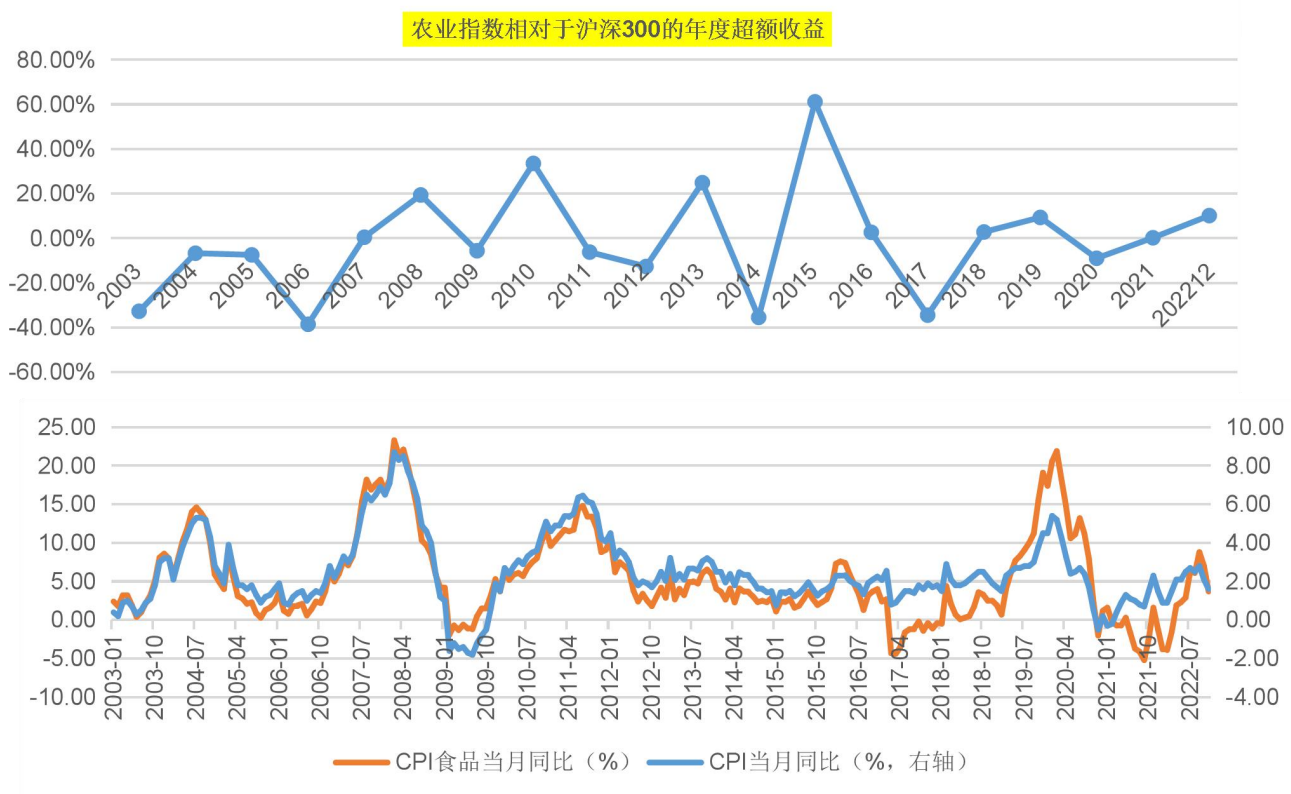


资料来源：Wind、山西证券研究所

2022 年 A 股农业行业指数跑赢沪深 300，处于中游偏上水平

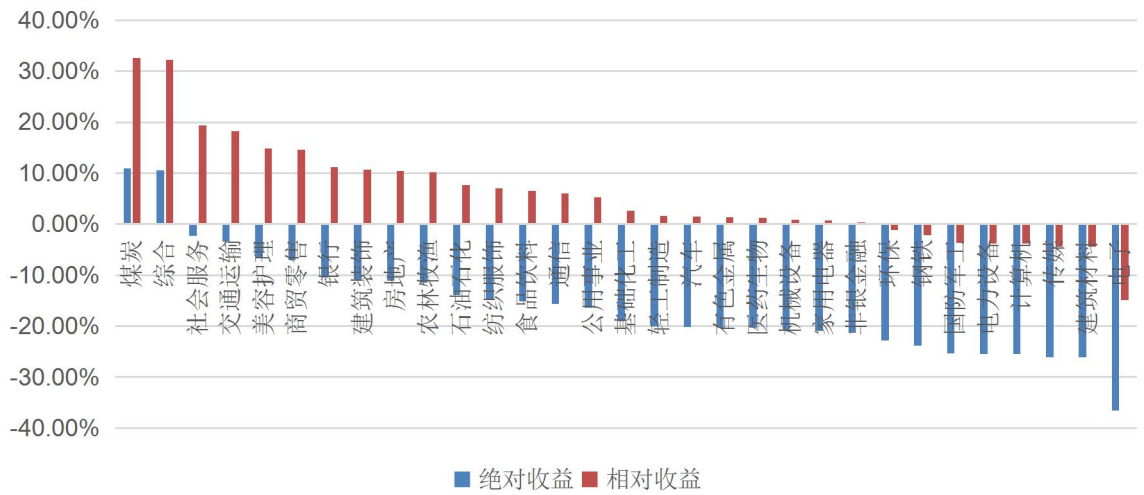
2022 年，在生猪和家禽产能去化预期和产品价格局部反弹的驱动之下，A 股市场农业行业的投资热度略有回升，农业行业指数取得了良好的相对收益（沪深 300 基准）。2022 年，农业板块累计涨跌幅为-11.43%，相对收益 10.2%（沪深 300 基准），在全市场各行业指数中处于中游偏上的水平。从农业各子板块来看，表现居前的子板块依次为肉鸡养殖、水产养殖、果蔬加工、生猪养殖，而粮油加工、动物保健和种子等子板块则表现靠后。

图 3：A 股农业行业指数历史相对收益与 CPI 的走势



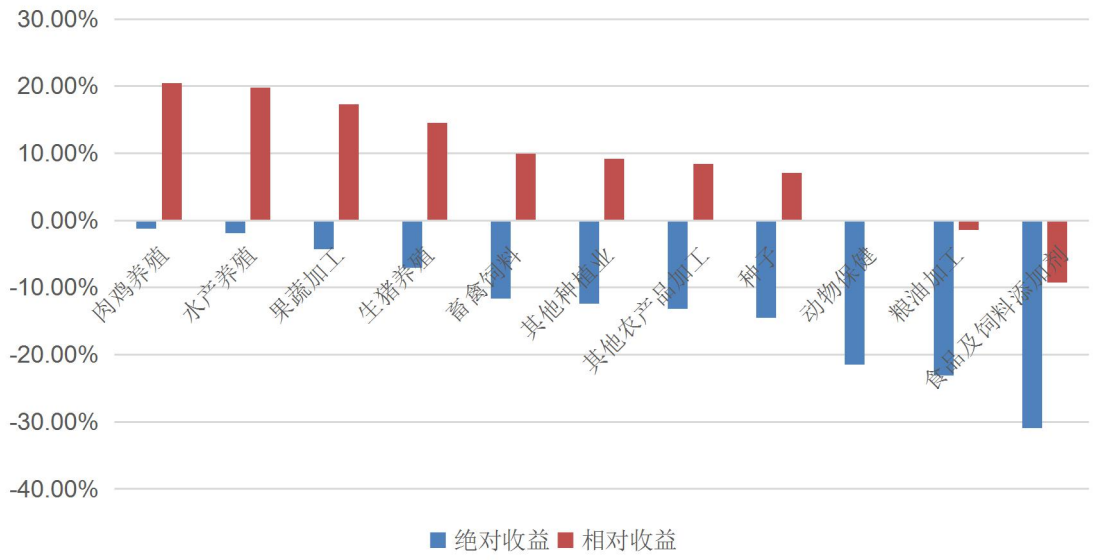
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：2022 年 A 股市场各行业板块累计绝对收益和相对收益



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：2022 年农业各子行业累计绝对收益和相对收益



资料来源：Wind、山西证券研究所

生猪养殖板块：2023 年的“亏损底”或更有可能成为周期反转的起点

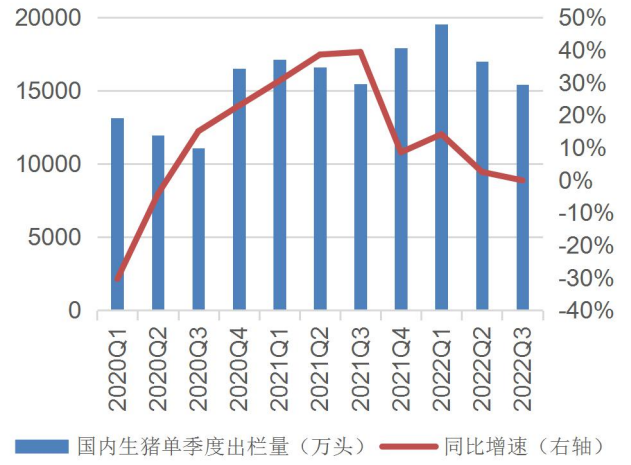
2022 年国内生猪价格从先抑后扬，再到年底“旺季不旺”

2022 年国内生猪价格从年初的 16.3 元/公斤，持续回落至 3 月底的 12.12 元/公斤。此后，在季节性旺季、二次育肥、养殖户压栏惜售等多因素的共同作用之下，生猪价格出现一波幅度较大的上涨行情，并在 10 月达到峰值。国内生猪自繁自养和外购仔猪育肥单头盈利分别从-550 元/头、-314 元/头上涨至本轮峰值的 1228 元/头、1213 元/头。在生猪价格大幅上涨和乐观情绪的驱动之下，能繁母猪存栏量从 5 月开始停止下滑，并较快地出现持续的补栏趋势。

10 月以后，在需求不振、二次育肥集中出栏等因素影响之下，国内生猪价格开始出现持续回落，从最高的

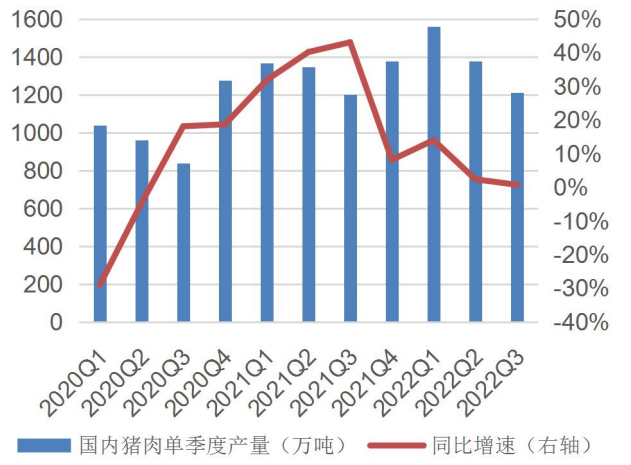
28.32 元/公斤回落至 12 月底的 18.41 元/公斤，自繁自养和外购仔猪育肥单头盈利也分别回落至 12 月底的-44 元/头和-176 元/头，总体呈现出“旺季不旺”的现象。

图 6：我国生猪单季出栏量和同比增速



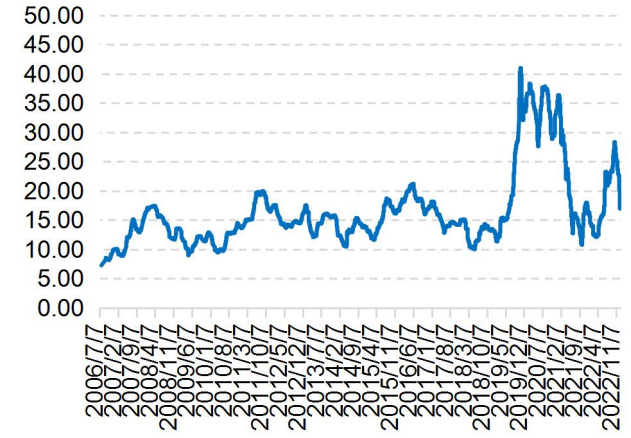
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 7：我国猪肉单季度产量和同比增速



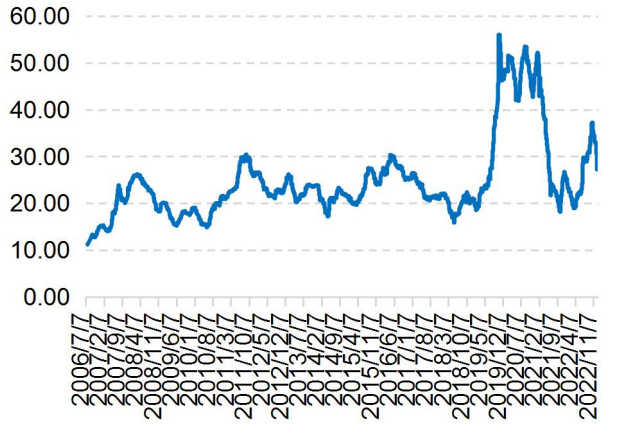
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 8：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



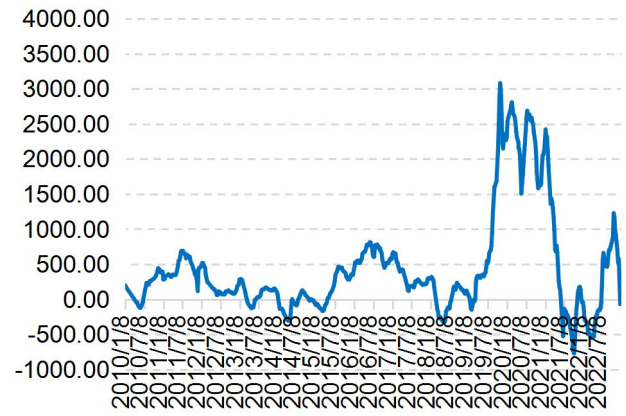
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 9：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



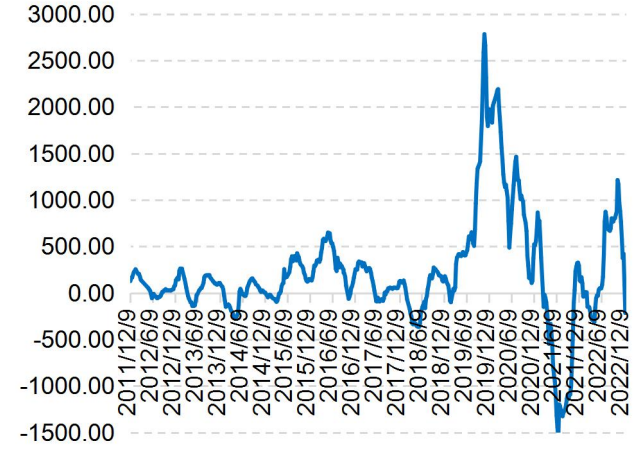
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 10：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



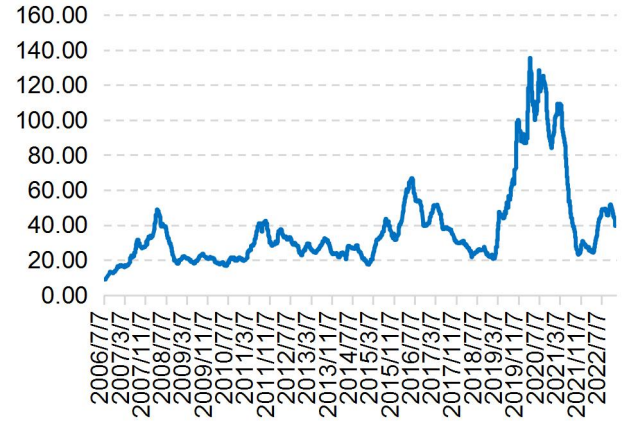
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 11：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



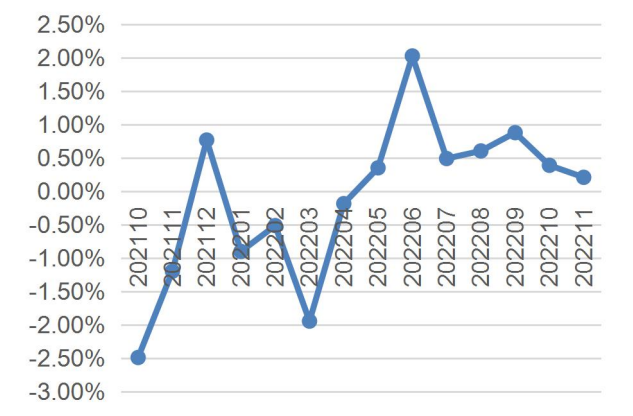
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 12：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 13：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

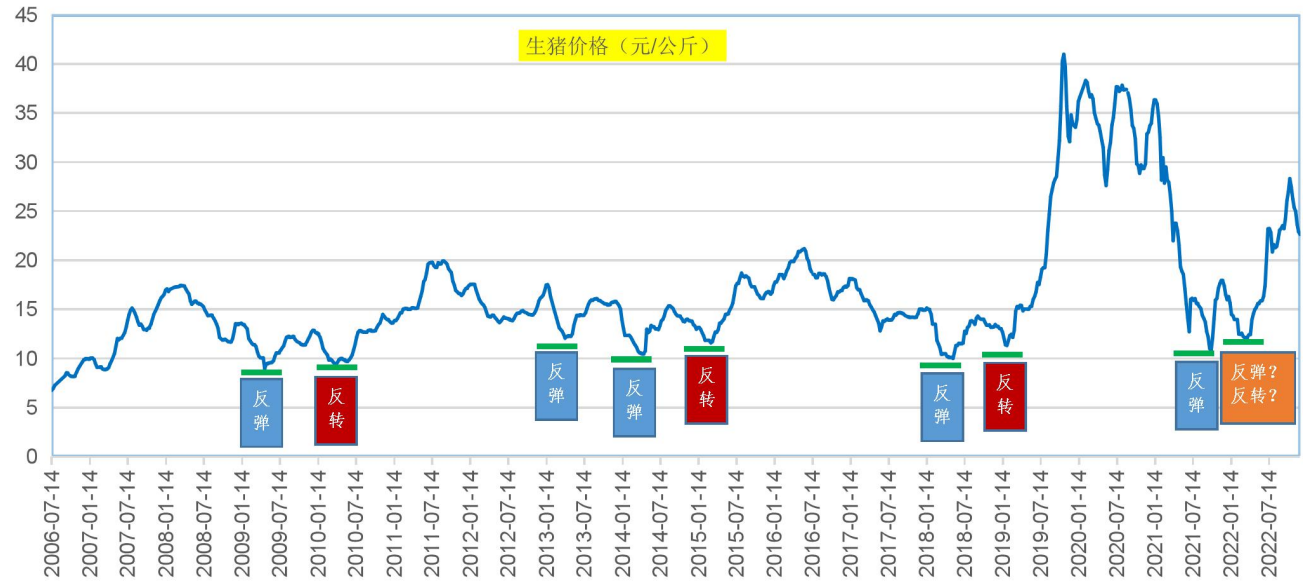
在我们的分析框架里，2022 年 3-10 月的猪价上涨只是“反弹”而非“反转”

有别于市场大众的观点，在我们的分析框架里，我们一直认为 2022 年 3-10 月的猪价上涨更多是“后非瘟”时期的一次反弹，而非真正意义的周期反转。只是“非洲猪瘟”高盈利期带来的资本流入和出于赌行情的“二次育肥”等产业投机行为，使得生猪出栏供给在时间上出现错配，从而导致本轮反弹比过往幅度更大和年底“旺季不旺”等反常现象。而作为周期是否反转的关键决定因素，母猪过剩产能并没有完成彻底的去化。

回顾历史，2008 年 3 月-2022 年 3 月的 3 次周期反转期间，能繁母猪存栏量环比增速在猪价见底回升后转正的时间为 5-13 个月。2008 年 3 月-2022 年 3 月的 5 次阶段反弹期间，有 3 次能繁母猪存栏量在较短时间内

出现停止下滑或回升的情况，有 2 次延续下滑趋势，我们认为这两次趋势下滑或与国内生猪行业 2014-2018 年效率明显提升相关联。总结而言，前三轮周期反转期间，在猪价见底回升后，能繁母猪均保持数月的惯性下滑，环比增速最短也要猪价回升后的第 5 个月才出现转正。

图 14：我国 2008 年以来各轮猪周期的反弹和反转



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 15：2008 年以来各轮周期里，猪价反弹和反转期间能繁母猪补栏特征总结

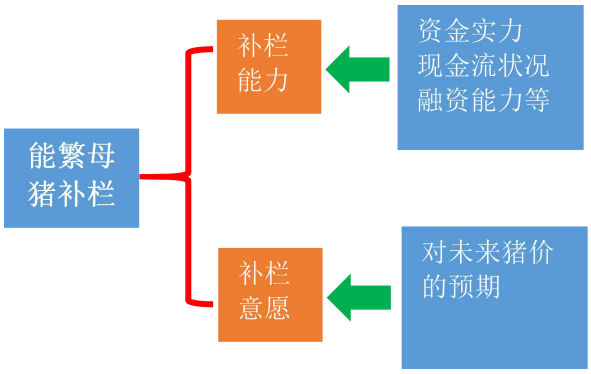
国内生猪价格各轮周期							
2008年3月-2011年9月		2011年9月-2016年6月		2016年6月-2021年1月		2021年1月-现在	
反弹	能繁母猪环比增速在猪价见底反弹回升后的第3个月转正	反弹	能繁母猪环比增速在猪价见底反弹回升后的第1个月停止下滑	反弹	能繁母猪环比增速在猪价见底反弹回升后延续下行趋势	反弹	能繁母猪环比增速在猪价见底反弹回升后的第2个月转正
反转	能繁母猪环比增速在猪价见底反转回升后的第5个月转正	反弹	能繁母猪环比增速在猪价见底反弹回升后延续下行趋势	反转	能繁母猪环比增速在猪价见底反转回升后的第8个月转正	反弹？反转？	能繁母猪环比增速在猪价见底回升后的第2个月转正
		反转	能繁母猪环比增速在猪价见底反转回升后的第13个月转正				

资料来源：Wind、山西证券研究所

我们认为养殖场户的补栏行为主要受到“能力”和“意愿”两个因素的同时驱动。“能力”方面主要取决于当时的资金实力、现金流状况和融资能力等，“意愿”方面主要取决于当时对后续猪价和养殖盈利的预期。在猪价周期出现反转的期间，也就是周期底部的末期，养殖场户的现金流经过前期的消耗后已经趋于紧张，补栏的能力较弱；此外，养殖场户经过前期猪价反弹和回落的几次反复后，对后续猪价已经没有预期或预期悲观，补栏的意愿较弱。上述两个因素有可能使得在猪价反转回升的初期，养殖户没有迅速采取明显的补栏行为。直到持续数月的价格回升后，随着资金面的改善和对猪价上行预期的逐渐强化，才开始逐渐加大补栏力度。从而在能繁母猪补栏特征上呈现出：在猪价周期反转回升后，能繁母猪存栏量仍保持数月的惯性下滑。

在猪价阶段性反弹期间，由于养殖场户现金流还不到紧张程度，同时又对未来猪价有着乐观预期。上述两个因素有可能使得猪价在见底回升后，养殖场户在较短时间内就迅速进行补栏。从而在能繁母猪补栏特征上呈现出：在猪价阶段性回升后，能繁母猪存栏量在较短时间内就停止下滑甚至回升。

图 16：能繁母猪补栏的驱动因素



资料来源：山西证券研究所

图 17：不同场景中的能繁母猪补栏速度

能繁母猪补栏速度	猪价预期乐观	猪价预期悲观
现金流宽松或未到紧张状态	快	慢
现金流紧张	慢	慢

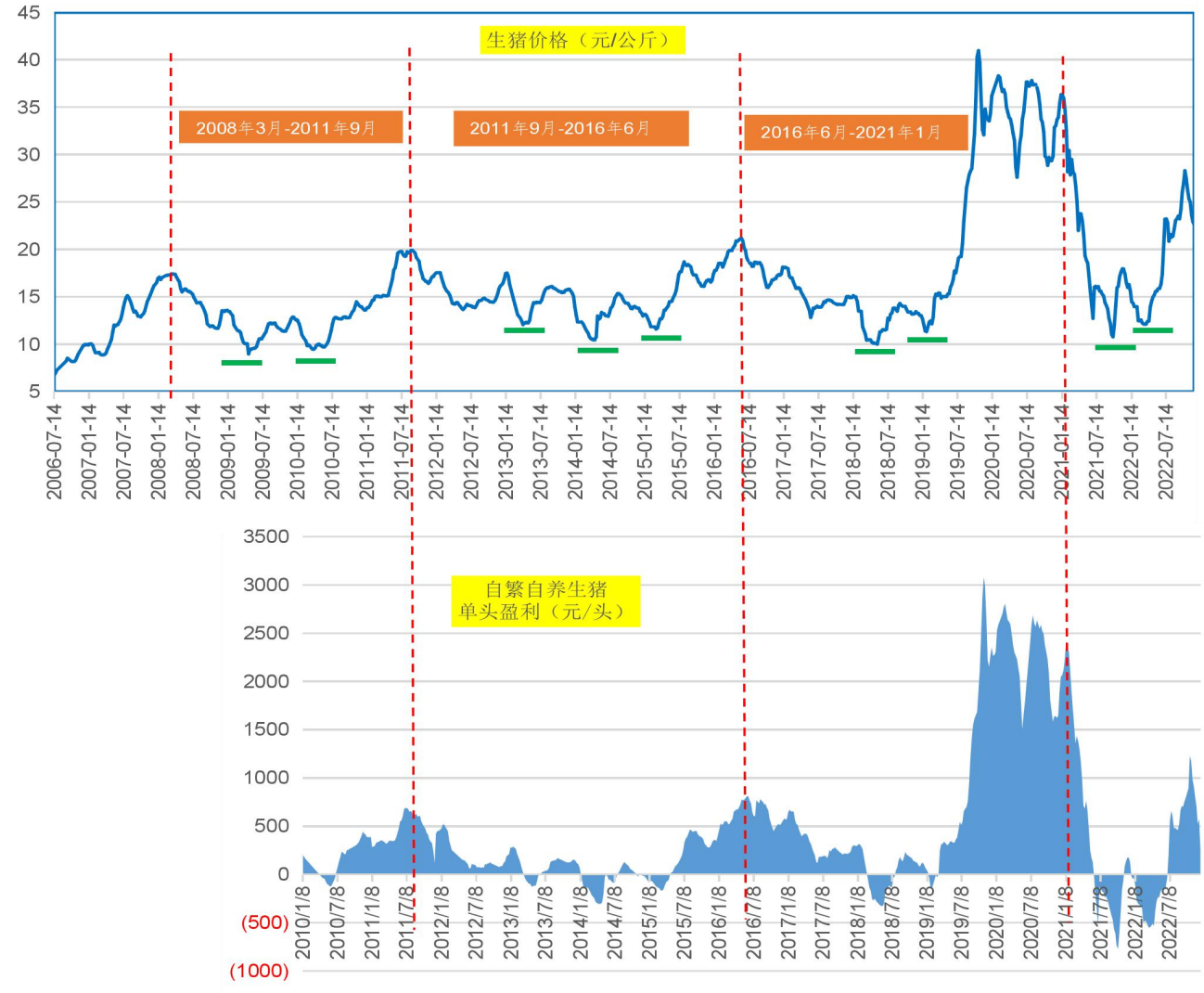
资料来源：山西证券研究所

前三轮周期反转期间，在猪价见底回升后，能繁母猪均保持数月的惯性下滑，环比增速最短也要猪价回升后的第 5 个月才出现转正。猪价在 2022 年 3 月开始见底回升后，4 月能繁母猪存栏量环比降幅收窄，然后在 5 月出现回升。再考虑到高效母猪占比回升带来行业生产效率提升的趋势，能繁母猪环比增速在猪价回升后的第 2 个月转正的特征与过去三轮周期猪价反转对应的母猪补栏特征不吻合。此外，2022 年 10 月后，猪价开始出现持续回落，并在年底再次触及亏损区，与过去三轮周期猪价反转的盈亏特征也不吻合。

2022 年已经出现本轮周期的第二个“亏损底”

根据对过去几轮猪周期的复盘，2008 年 3 月-2011 年 9 月前后两轮周期高点之间的底部区域出现了两个“亏损底”；2011 年 9 月-2016 年 6 月前后两轮周期高点之间的底部区域出现了三个“亏损底”；2016 年 6 月-2020 年前后两轮周期高点之间的底部区域出现了两个“亏损底”。2006 年-2020 年三轮周期底部均出现两个以上“亏损底”。2022 年已经出现本轮周期的第二个“亏损底”

图 18：2022 年已经出现本轮周期的第二个“亏损底”

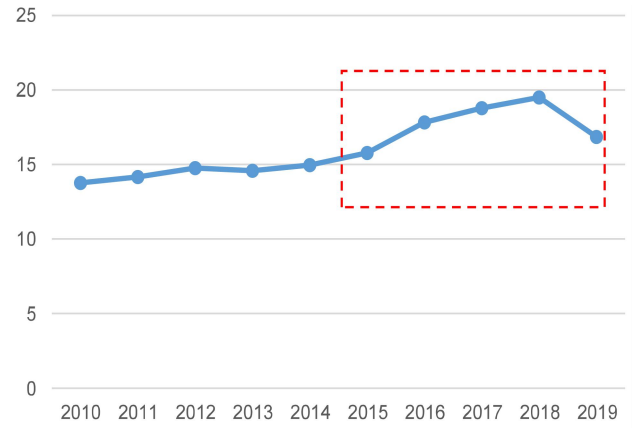


资料来源：Wind、山西证券研究所

母猪生产效率提升对后续供给的潜在影响需要重视

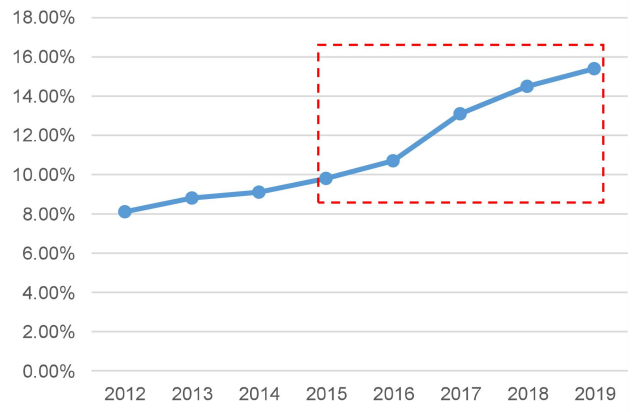
育肥猪出栏量=能繁母猪数量×MSY（每头母猪一年提供的商品猪数量）。2022 年 5 月以来高效母猪的补栏可能会带来能繁母猪结构的优化和整体生产性能的提高，从而使得相同数量的母猪可能比以往提供更多的商品猪出栏。这一现象曾经在 2014-2018 年发生过。当时的产业背景是，在环保和各地禁养限养政策的影响之下，大量生产效率较低的散养户退出市场，同时出栏 1 万头以上的大型养殖场（企业）出栏量占比明显上升，从而带动该时期的行业平均生产效率出现较为明显的提升。

图 19：“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

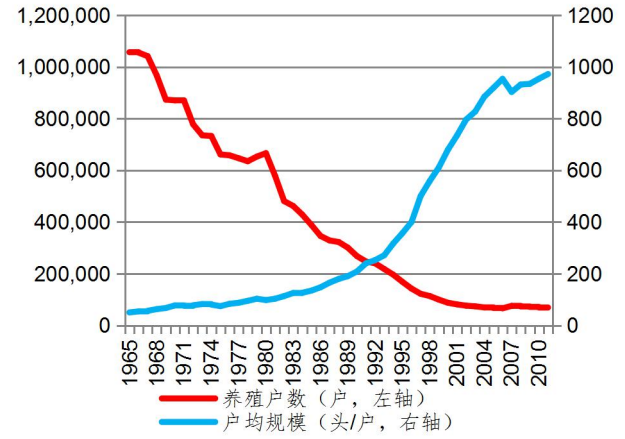
图 20：出栏 1 万头以上养殖场（企业）的产量占比



资料来源：《生猪规模化养殖渐成趋势》、山西证券研究所

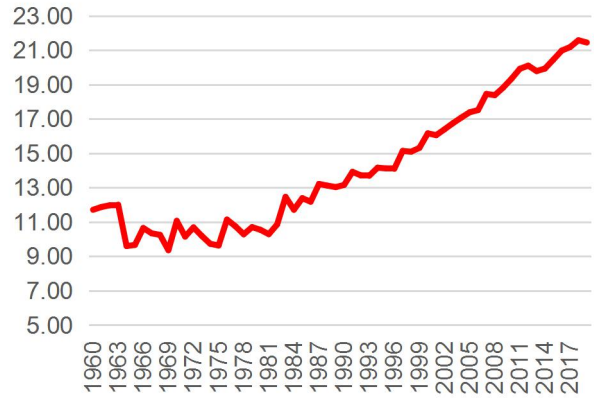
上述国内生猪养殖行业 2014-2018 年产业变化趋势在美国的生猪养殖行业也曾上演过。美国从 1980 年代开始，生猪养殖业的规模化进程出现加速现象，进入其发展史上最为快速的规模化阶段。美国生猪行业在规模化和专业化的进程中，实现了生产效率的提高和养殖成本的下降，PSY、MSY 等生产效率指标从 1980 年代开始持续明显提升。随着单头母猪提供商品猪数量的提升，相同生猪出栏量所需要的能繁母猪数量明显减少，也就意味着相同数量的母猪比以往提供更多的商品猪出栏。

图 21：美国生猪养殖规模化进程



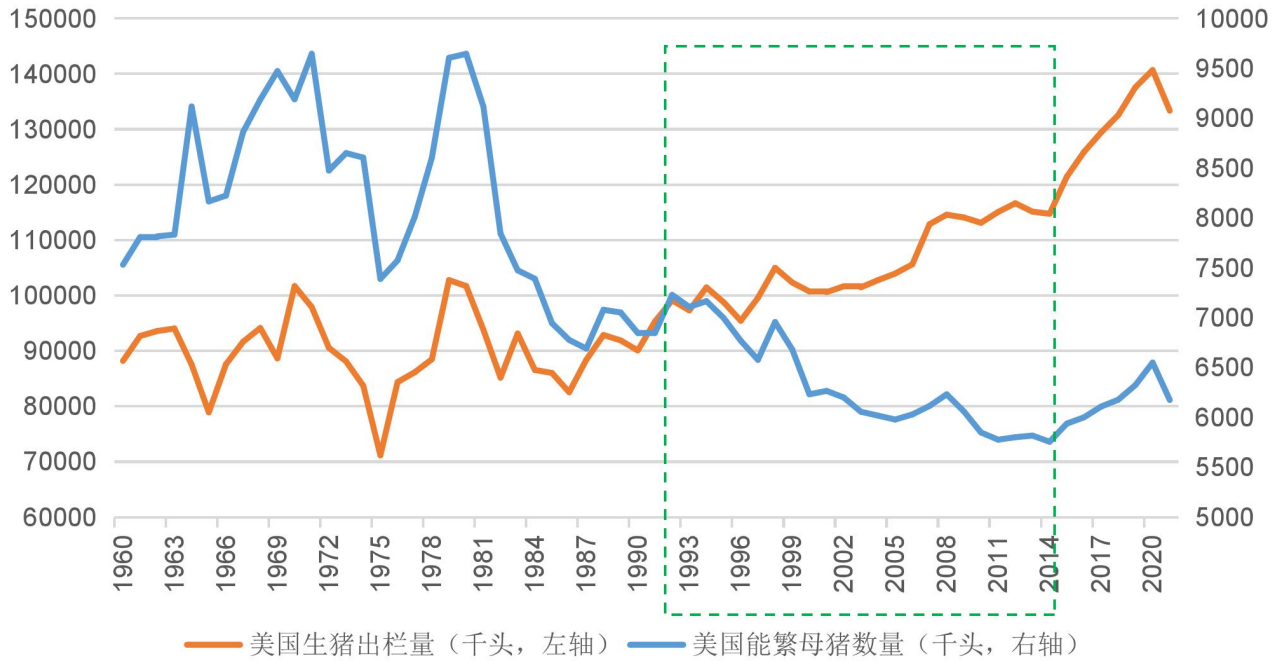
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 22：美国生猪产业 MSY 趋势



资料来源：USDA、Wind、山西证券研究所

图 23：美国历史能繁母猪数量和生猪出栏量

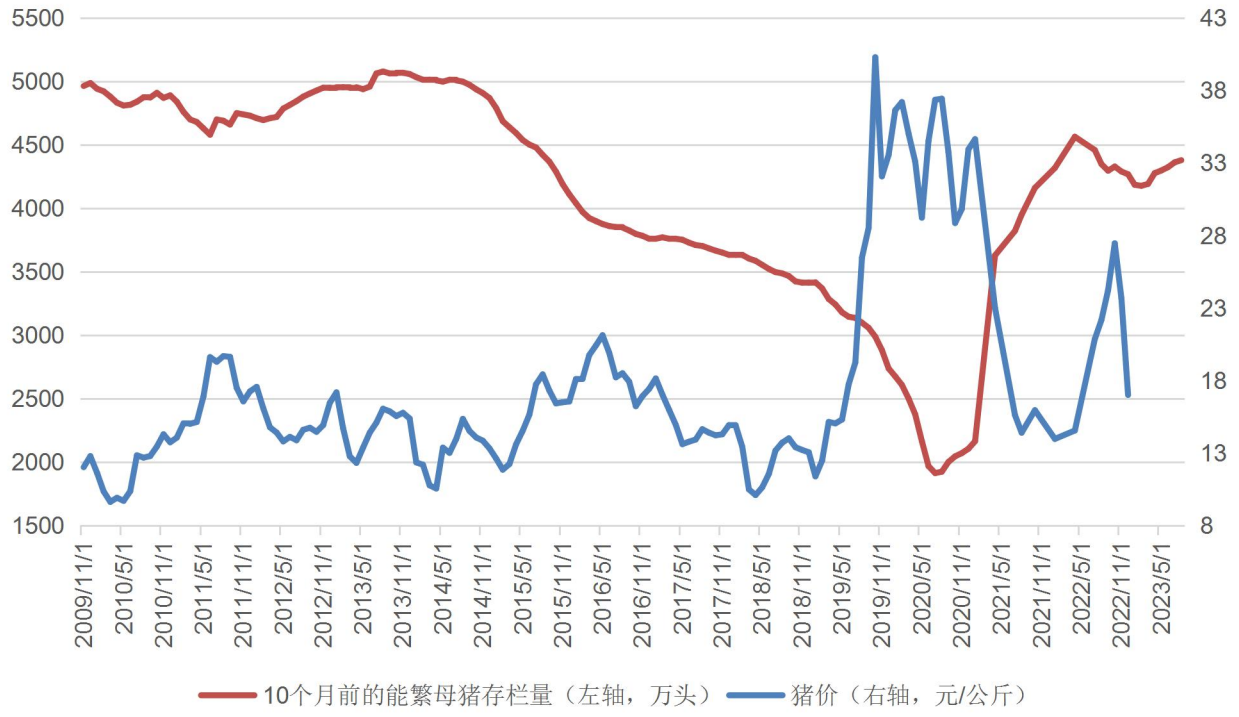


资料来源：Wind、山西证券研究所

2023 年或出现本轮大周期的第三个“亏损底”

国内能繁母猪存栏量从 2022 年 4 月的 4177 万头持续回升至 11 月的 4388 万头，相当于正常保有量的 107%。再考虑 2022 年 5 月以来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，我们认为 2023 年或出现本轮大周期的第三个“亏损底”。从最近猪价“旺季不旺”和回调走势来看，国内生猪养殖行业已经开始再次触及亏损区域。

图 24：我国能繁母猪存栏量和猪价走势关系



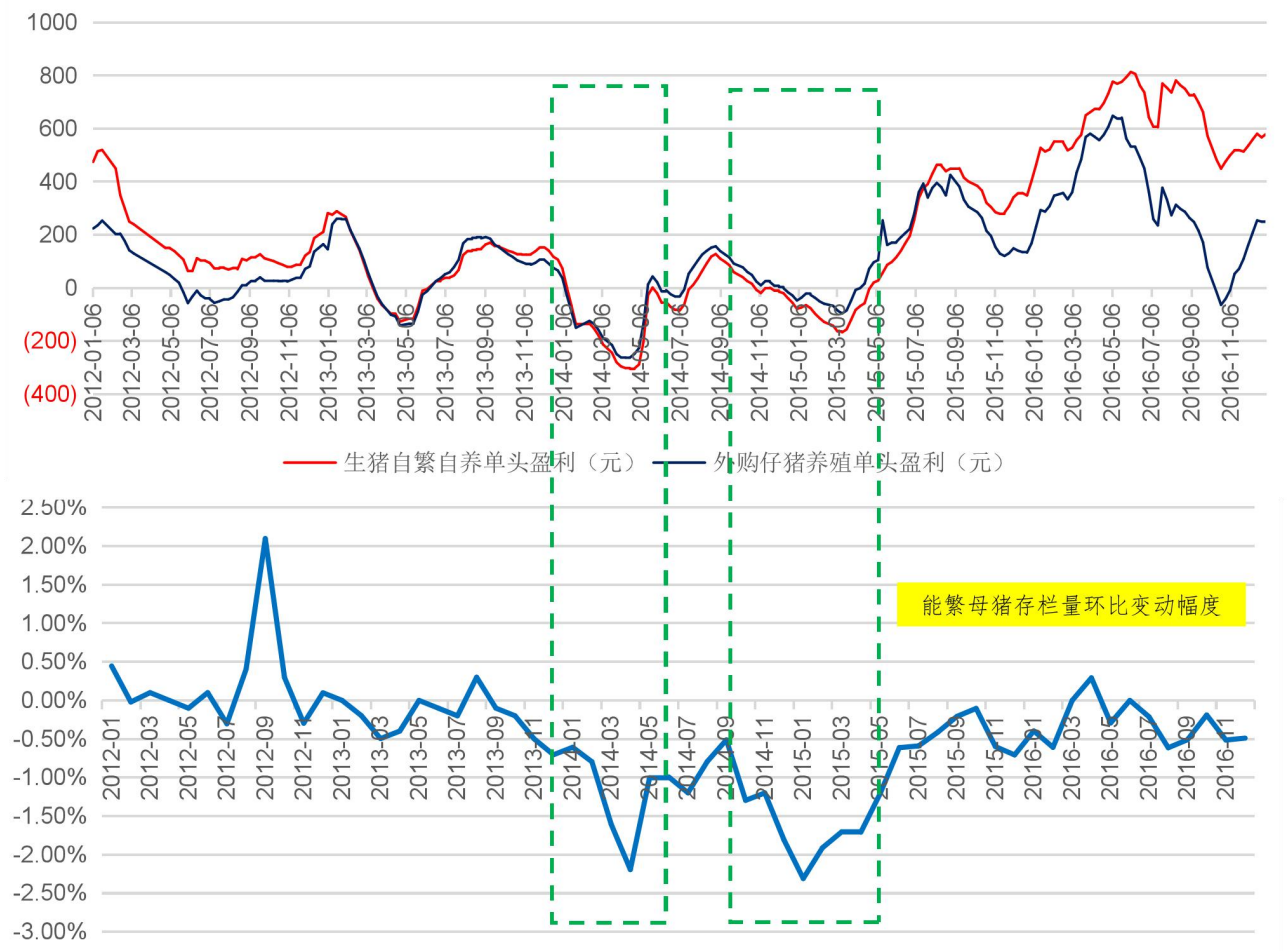
资料来源：Wind、山西证券研究所

第三个“亏损底”或更有可能成为周期反转的起点

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。

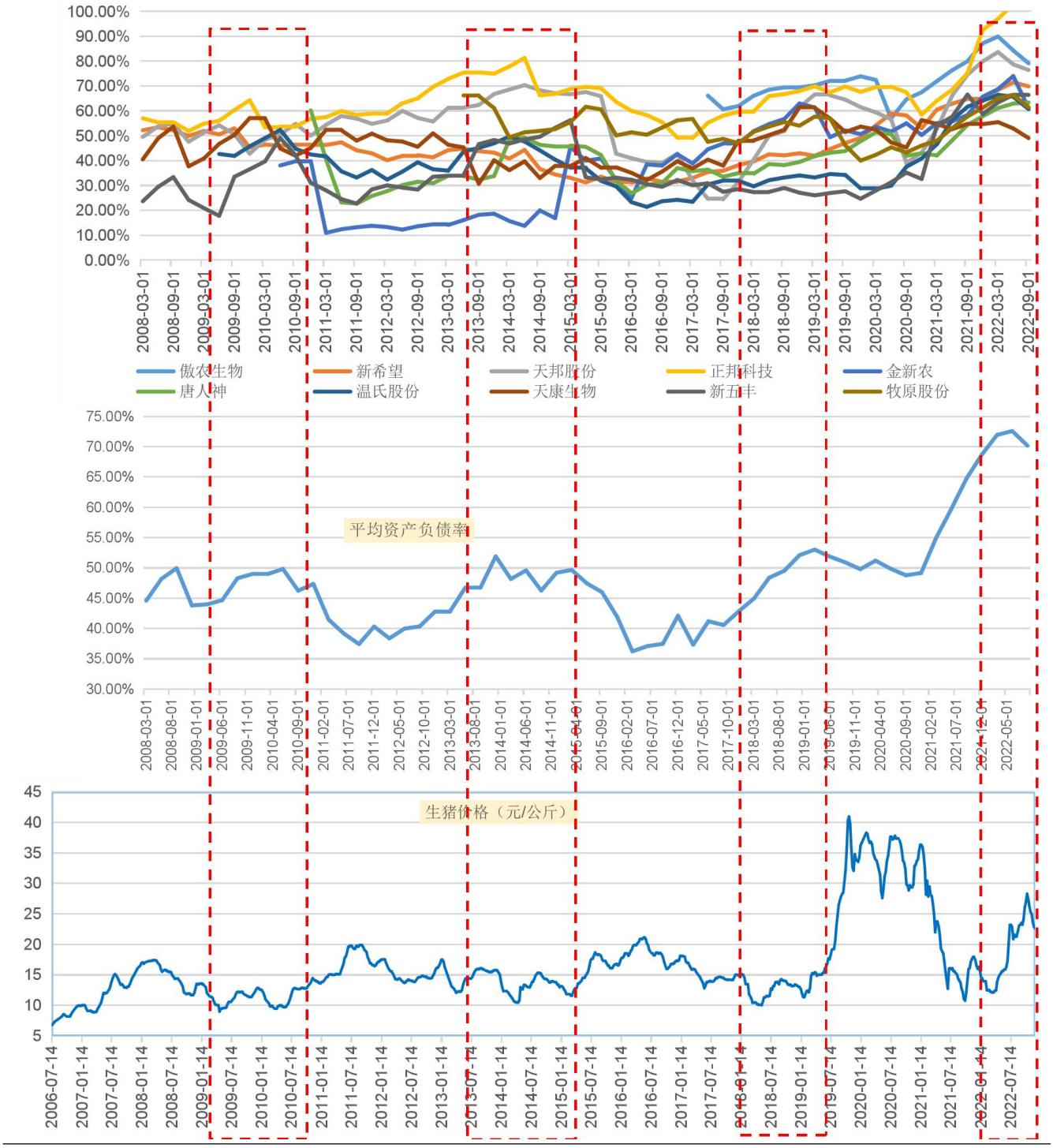
图 25：2013-2015 年生猪养殖行业产能去化幅度对亏损幅度的敏感度趋于明显增强



资料来源：Wind、山西证券研究所

经历过本轮周期第一个和第二个“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 4 月以来猪价出现回升，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。过去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 9 月底，总体负债水平虽然相比 6 月底有所回落，但仍处于历史较高水平。根据历史经验，再次进入亏损期后，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。因此，第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”将更为关键，且更有可能成为新一轮周期的起点。

图 26：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

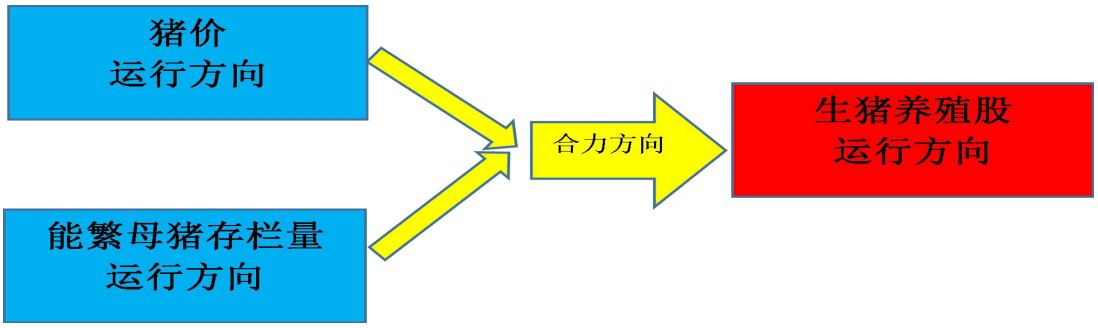


资料来源：Wind、山西证券研究所

以“亏损期+低 PB”策略在第三个“亏损底”布局生猪养殖股

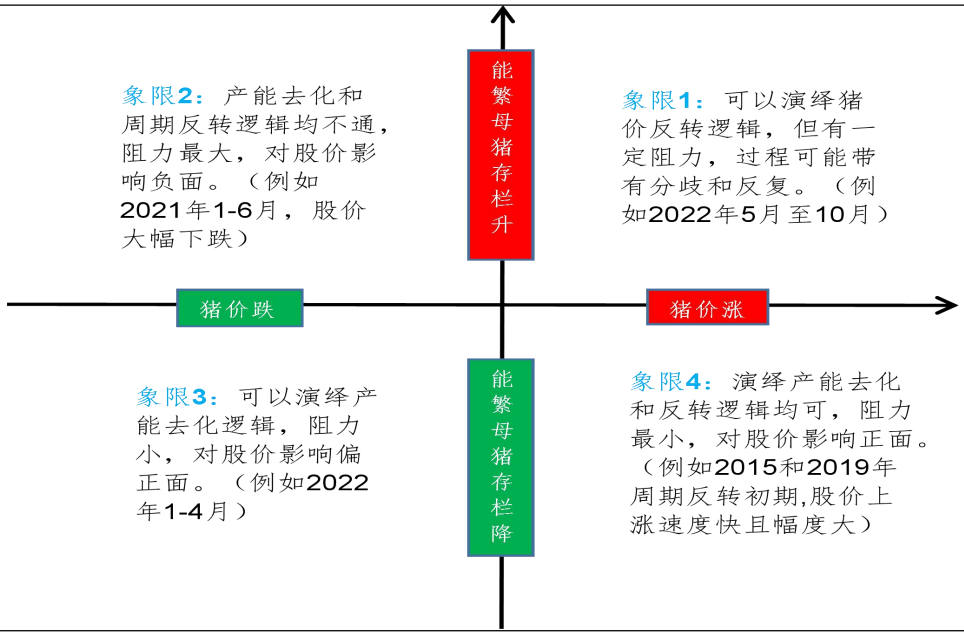
生猪养殖股的逻辑框架：猪价与能繁母猪的 4 象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度大致可以分为 4 个象限。在猪价周期的运行过程中，这 4 个象限出现轮动，并通过各个象限里的逻辑演绎，影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是：象限 4＞ 象限 3≥象限 1＞ 象限 2。

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

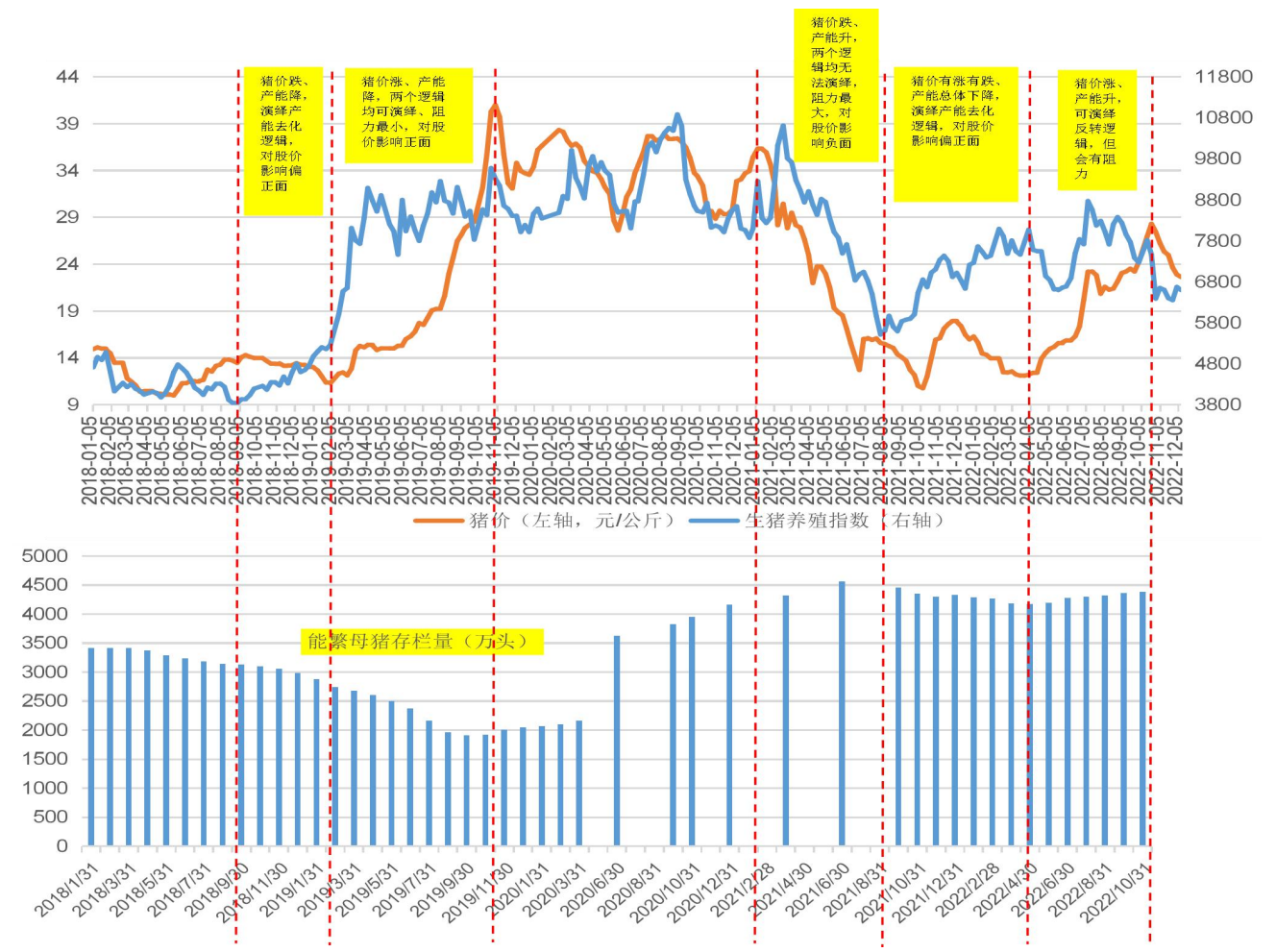


资料来源：山西证券研究所

2022 年生猪养殖股运行逻辑回顾

- 生猪养殖具有刚需、内循环、通胀受益等行业属性。因此，在 2022 年国内外宏观经济和市场波动比较大的环境下，生猪养殖股作为避险品种的属性较为突出，在市场表现比较差的时候，生猪养殖股往往表现突出。
- 2022 年初到 4 月初这段时间，伴随着猪价下跌，养猪股股价出现上涨，更多是按照“产能去化”的逻辑演绎。
- 随着 4 月以后能繁母猪存栏回升，“产能去化”的逻辑被破坏，股价出现较大幅度的调整，把年初以来大部分的涨幅回吐。
- 6 月以后沿着猪价回升的轨迹，市场投资逻辑逐渐切换至“周期（可能）反转”上来，养殖股价对猪价上涨给出正反馈，但随着母猪产能的持续上升，反转逻辑持续受到压制，最终股价表现较为反复。

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

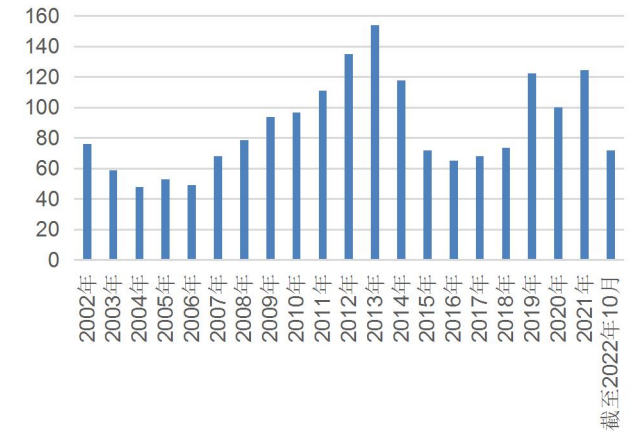
我们此前曾经化繁为简，在生猪价格周期下行和筑底阶段，把布局生猪养殖股的策略归纳为“在亏损期，选择 PB 估值风险得到较大释放的标的”，PB 估值风险得到较大释放可理解为接近或跌破自身 PB 历史底部。我们把这一策略简称为养殖股的“亏损期+低 PB”策略。2023 年有望迎来本轮周期的第三个“亏损底”。我们建议在第三个“亏损底”期间选择 PB 接近或跌破自身历史底部的优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情。

家禽养殖板块：关注周期底部的低估值优质企业

白羽肉鸡养殖处于行业周期底部

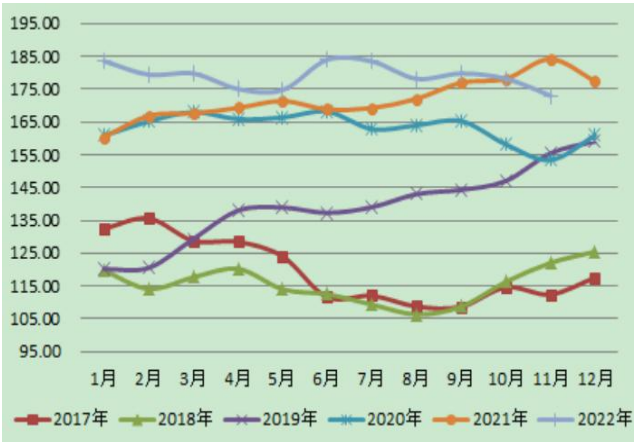
“非洲猪瘟”疫情发生后，国内生猪产能大幅萎缩，猪肉价格大幅上涨。在消费替代的作用下，国内肉鸡产品价格也跟随猪价出现多年难见的高度景气行情。在高盈利的驱动之下，国内肉鸡养殖行业产能出现大规模扩张。经历过一轮行情低迷后，叠加 2022 年祖代白羽肉种鸡更新量同比大幅下降，国内白羽肉鸡行业正处于行业周期底部，并开始出现去产能趋势。

图 30：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



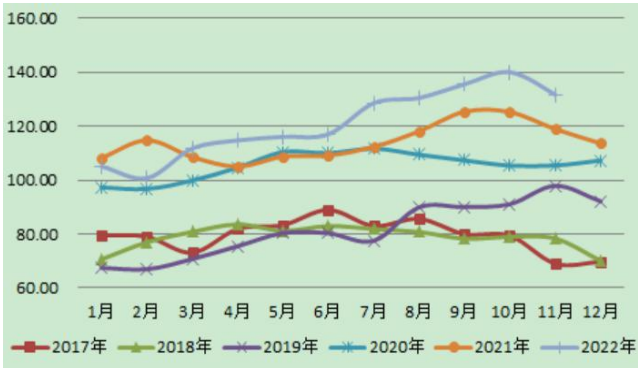
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 31：在产和后备祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）



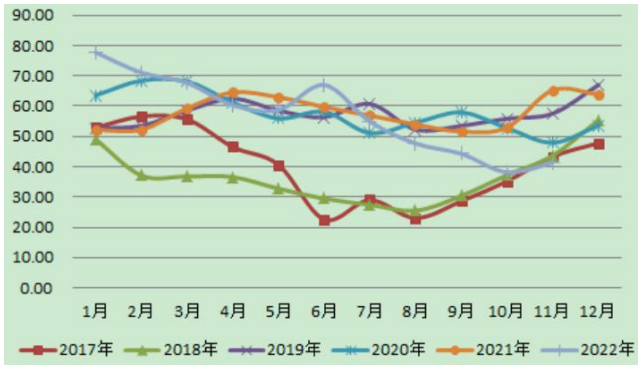
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 32：全国在产祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）



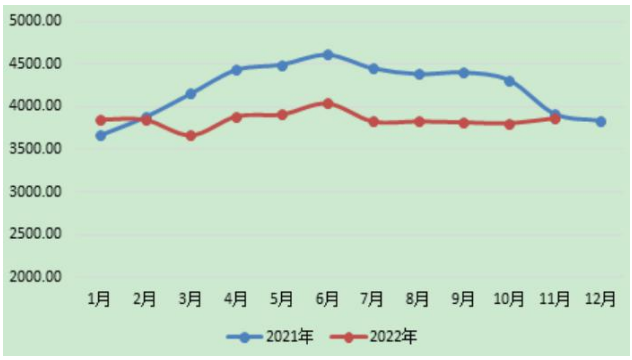
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 33：全国后备祖代白羽肉种鸡存栏量（万套）



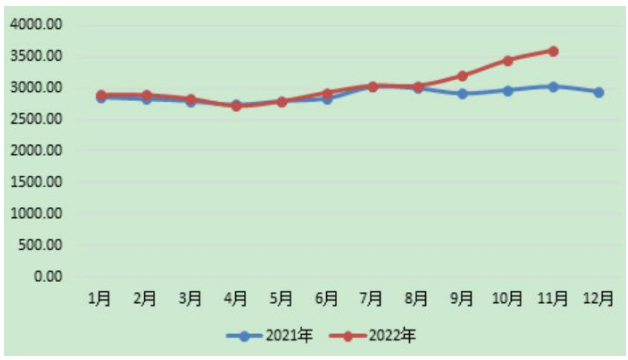
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 34：全国在产父母代白羽肉种鸡存栏量（万套）



资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 35：全国后备父母代白羽肉种鸡存栏量（万套）



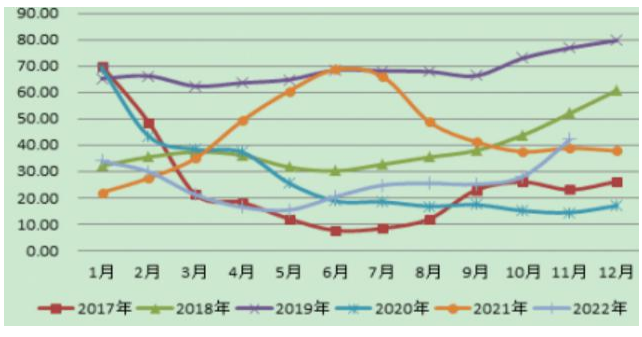
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 36：在产和后备父母代白羽肉鸡存栏量（万套）



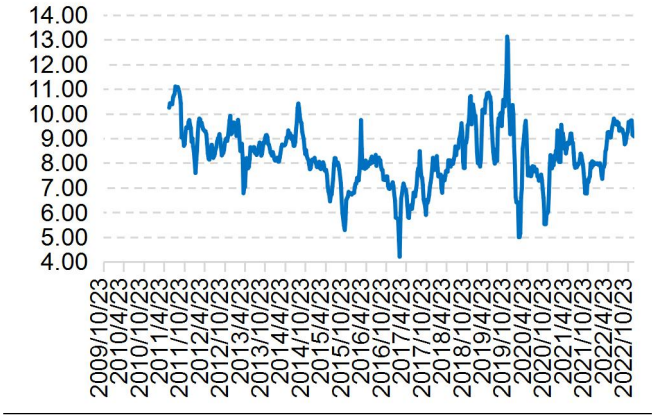
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 37：全国父母代雏鸡价格（元/套）



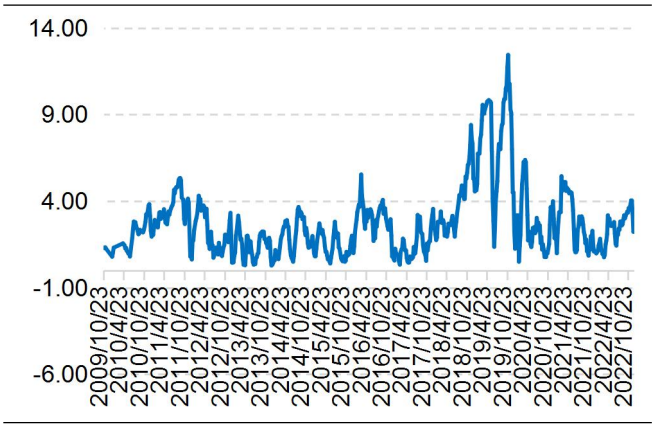
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 38：我国白羽肉鸡主产区平均价（元/公斤）



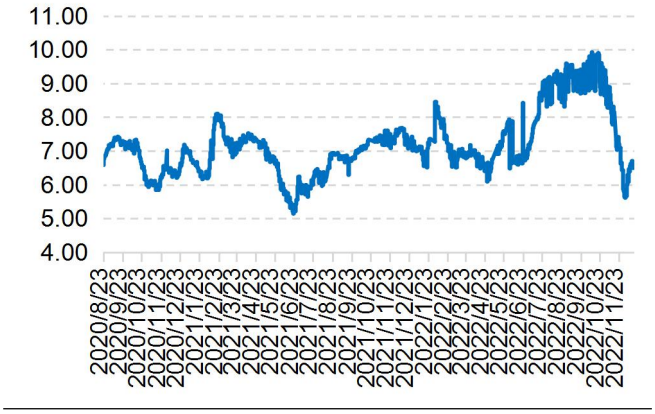
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 39：白羽商品代肉鸡苗平均价（元/羽）



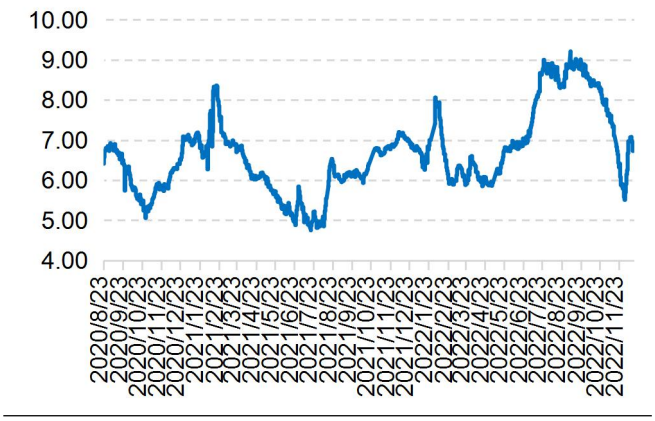
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 40：中速黄羽鸡价格（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 41：快大黄羽鸡价格（元/斤）

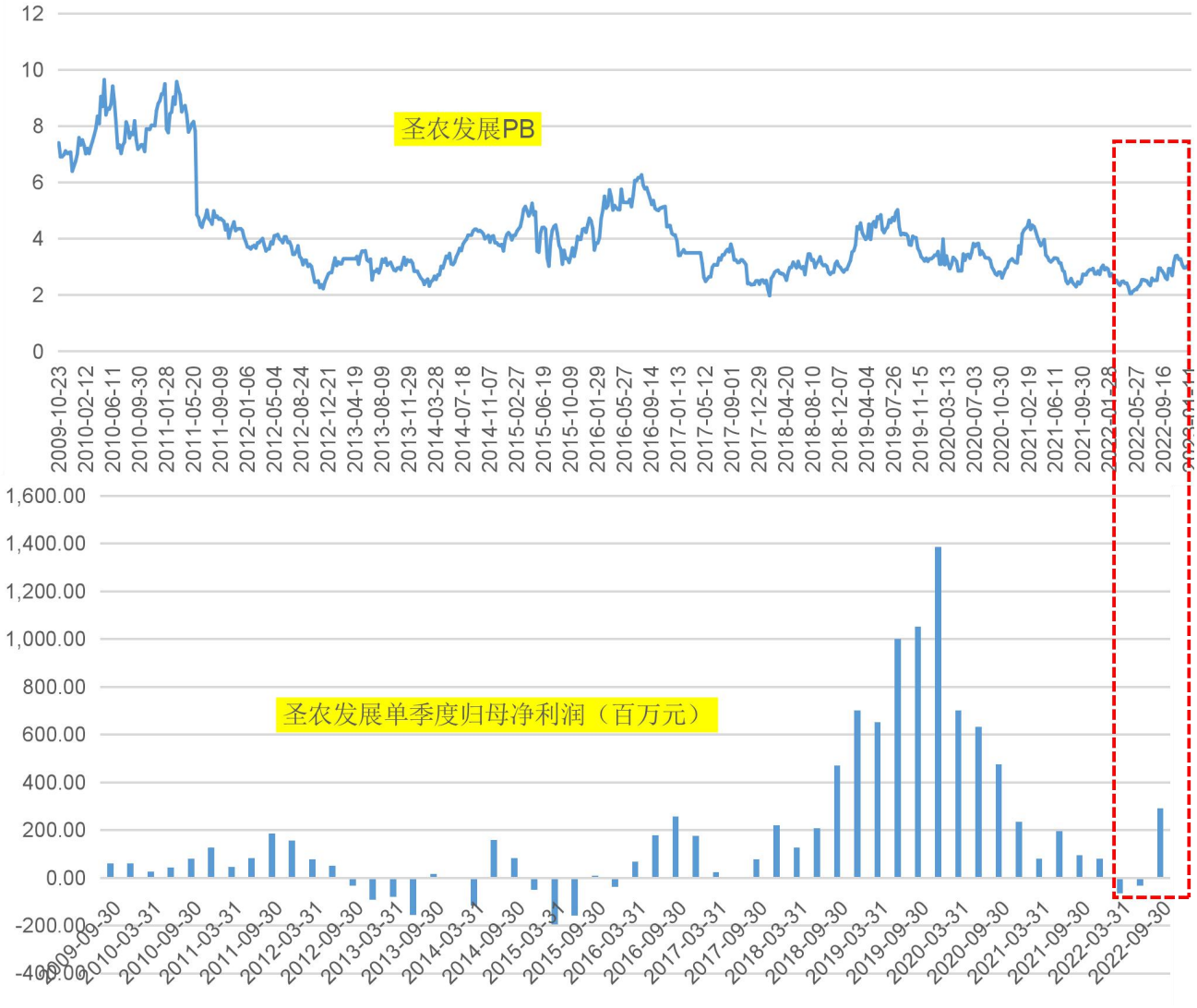


资料来源：Wind、山西证券研究所

PB 估值处于底部的优质禽业股已经具备配置价值

受国内猪价周期和白羽肉鸡行业产能高位的影响，白羽肉鸡行业正处于周期底部。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 42：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

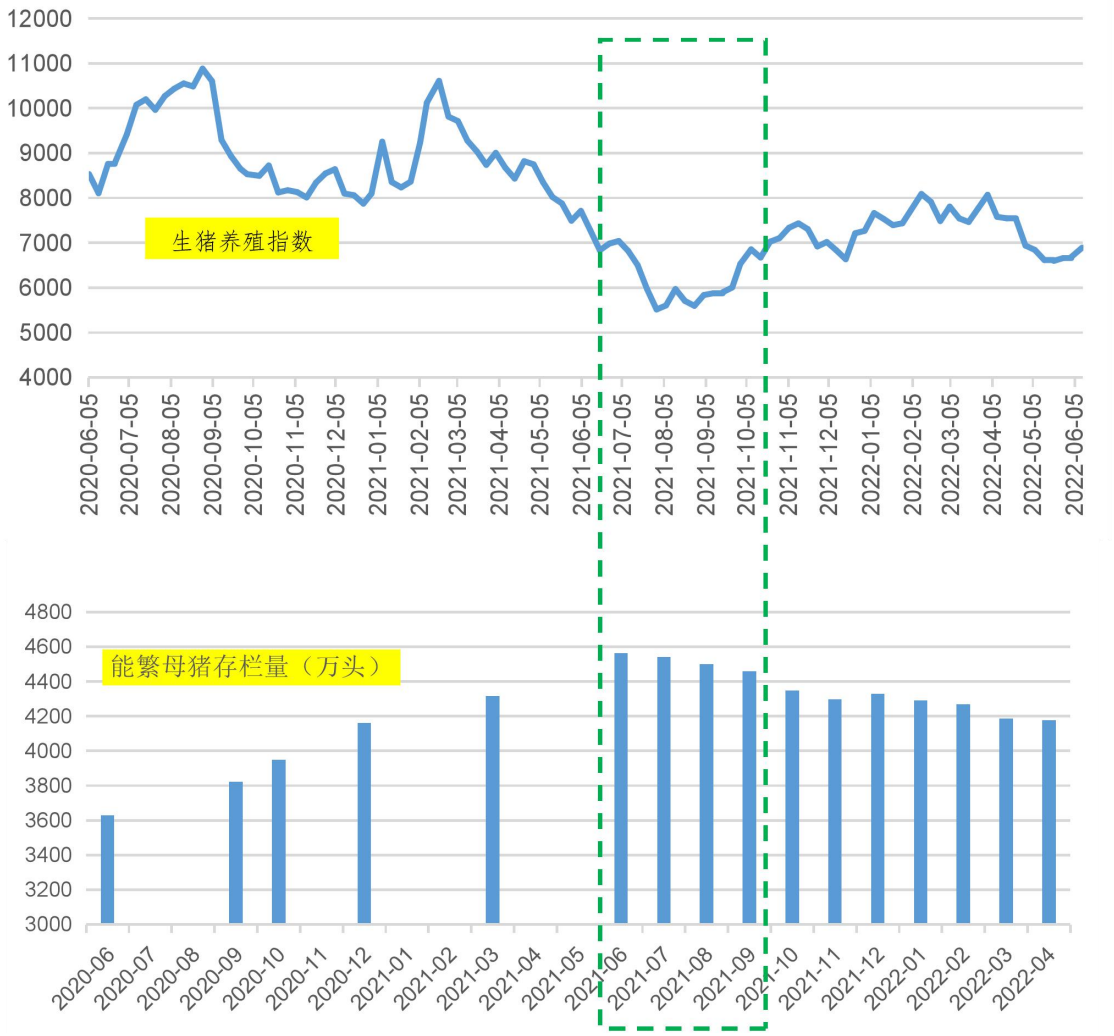


资料来源：Wind、山西证券研究所

参考生猪养殖板块的经验，2021 年 6-9 月期间是本轮周期国内能繁母猪存栏的高峰区间，生猪养殖股的低点也出现此期间。后续随着能繁母猪产能的逐步去化，行业迎来了一波估值修复行情。目前正处于国内白羽肉鸡产能的高峰时期，对于估值处于历史底部的圣农发展，随着产能的逐渐去化，也有希望迎来一波估值修复行情。

从产业比较角度来看，生猪产业“非洲猪瘟”期间引发的“暴利”思维和投机氛围使得生猪行业的产能淘汰进程较为反复。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，白羽肉鸡行业本轮产能淘汰的阻力可能要小于生猪行业。

图 43：参考生猪养殖板块，本轮周期的能繁母猪存栏高位区间对应是本轮股价周期的低点



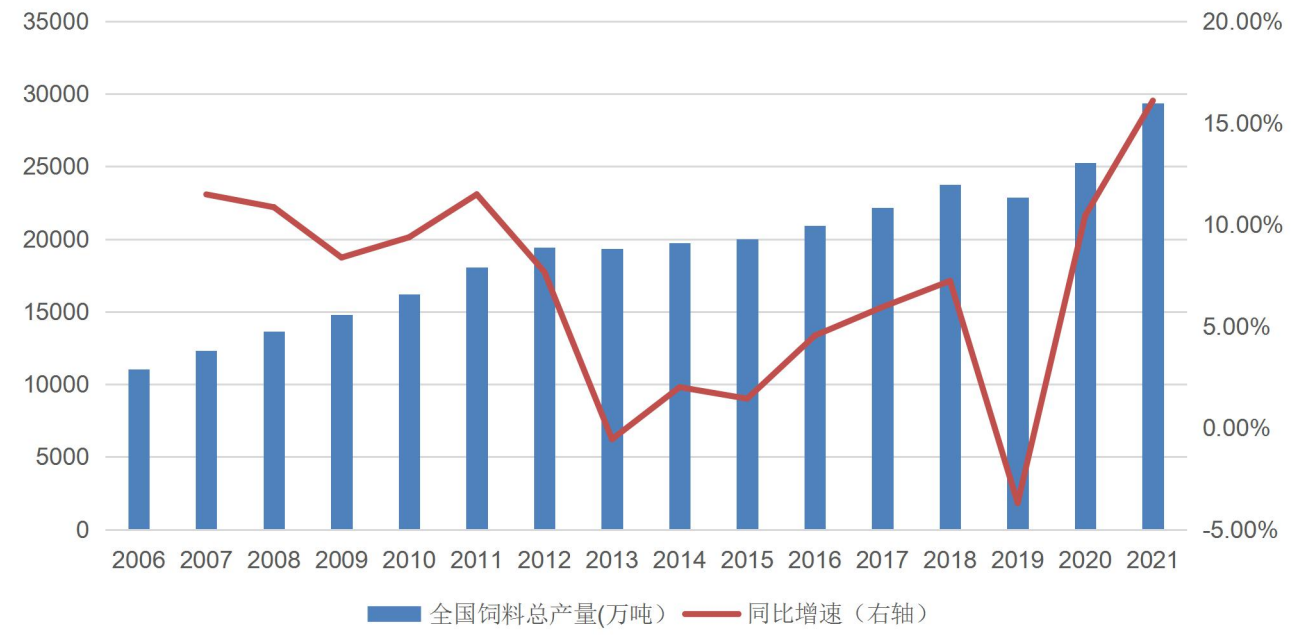
资料来源：Wind、山西证券研究所

饲料板块：2023 年景气度或优于 2022 年，市场份额进一步往头部集中

2022 年饲料品种结构有所分化，2023 年整体或优于 2022 年

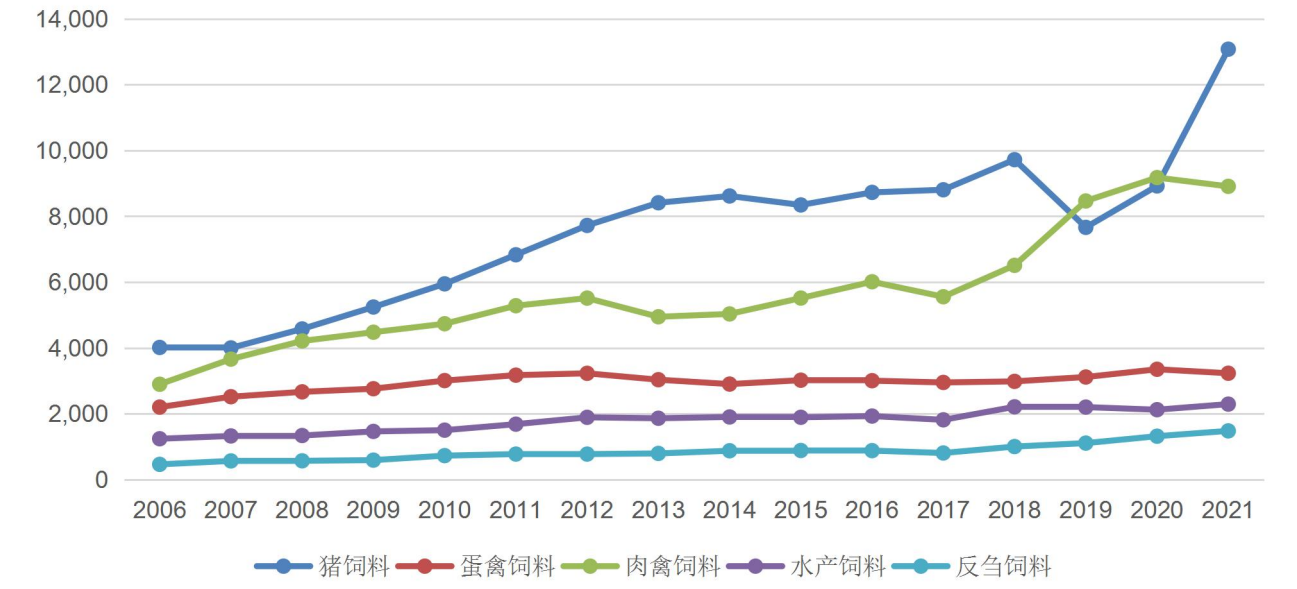
2021 年我国工业饲料总产量 29344 万吨，同比 2020 年增长 16.1%。2021 年全国饲料产量增速上升主要源于国内生猪产能的恢复和猪饲料需求的大幅增长。分具体品种来看，猪饲料产量 13076.5 万吨，同比增长 46.6%；蛋禽饲料产量 3231.4 万吨，同比下降 3.6%；肉禽饲料产量 8909.6 万吨，同比下降 2.9%；反刍动物饲料产量 1480.3 万吨，同比增长 12.2%；水产饲料产量 2293 万吨，同比增长 8.0%；宠物饲料产量 113 万吨，同比增长 17.3%。

图 44：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

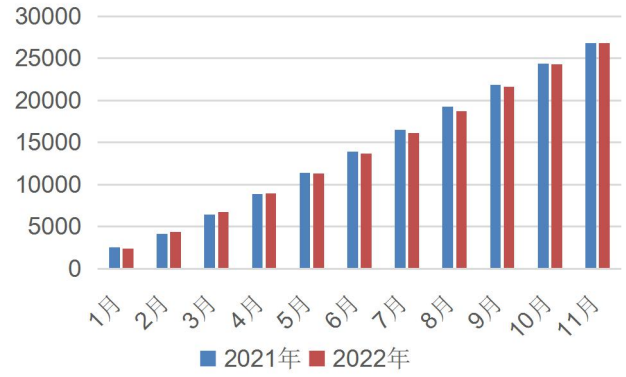
图 45：我国各品种饲料产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

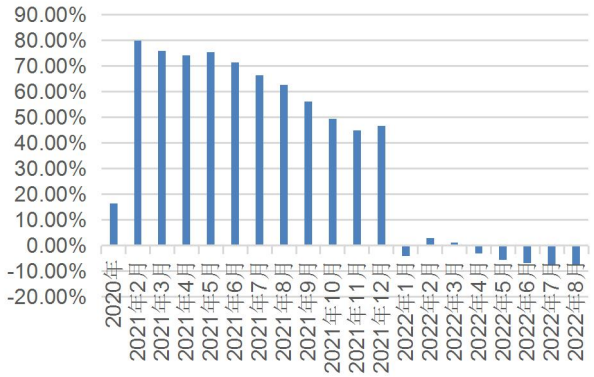
根据中国饲料工业协会披露的月度数据，我们预计 2022 年 1-11 月全国工业饲料总产量约 26830 万吨，同比增长 0.05%。由于饲料工业协会从 2022 年 9 月开始不再披露分品种数据，截止 2022 年 8 月，全国工业饲料累计总产量 18746 万吨，同比下降 5.0%。其中，猪、蛋禽、肉禽饲料产量分别为 8081 万吨、2045 万吨、5646 万吨，同比分别下降 7.9%、5.4%、6.8%；水产、反刍动物饲料产量分别为 1803 万吨、970 万吨，同比分别增长 15.1%、3.3%。展望 2023 年，综合考虑生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等周期趋势，加上基数效应，我们预计饲料行业 2023 年整体增长趋势或优于 2022 年。

图 46：全国饲料当年累计总产量（万吨）



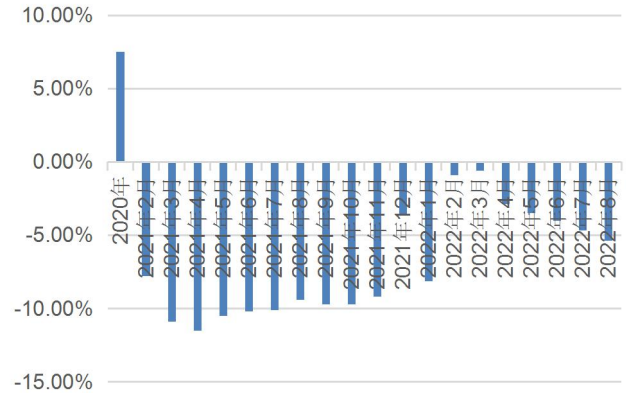
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 47：全国猪饲料产量当年累计同比增速



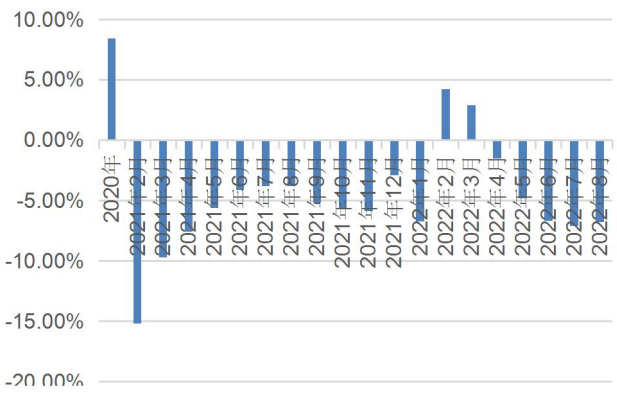
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 48：全国蛋禽饲料产量当年累计同比增速



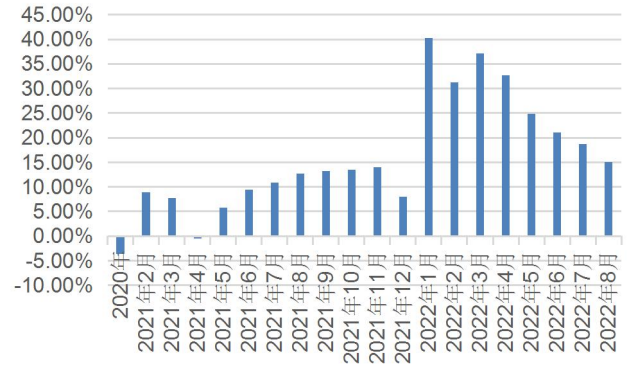
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 49：全国肉禽饲料产量当年累计同比增速



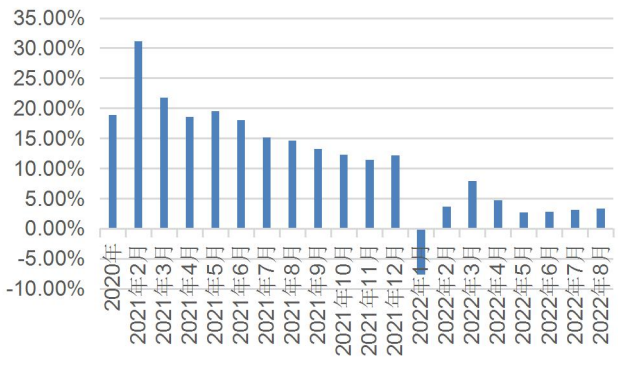
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 50：全国水产饲料产量当年累计同比增速



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 51：全国反刍饲料产量当年累计同比增速

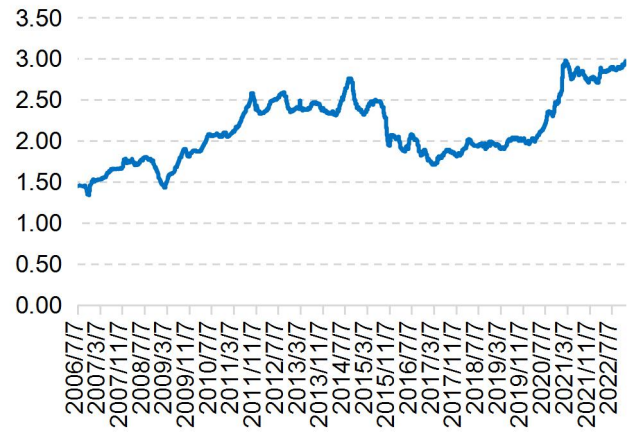


资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

2023 年饲料原料上涨压力或有所缓解

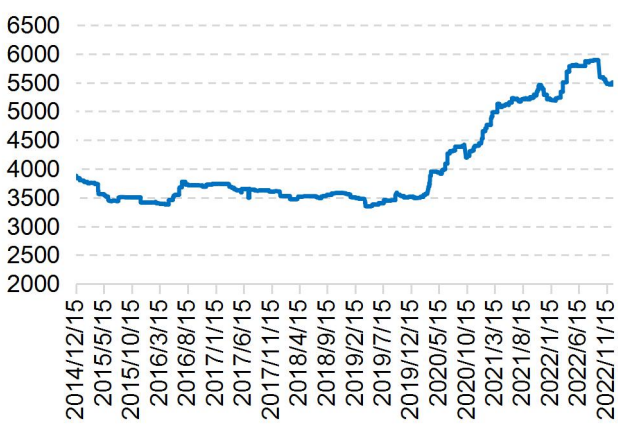
在 2022 年，俄乌战争和南美天气导致全球农产品价格出现较大涨幅，豆粕小麦等饲料原料成本压力剧增。受到原料涨价影响，饲料行业产品价格也经历了多轮价格调整。然而，尤其在 2022 年上半年下游养殖盈利不佳的影响之下，饲料行业也难以把成本上涨压力全部往下游传导，从而使得行业内部两端受挤压。展望 2023 年，我们认为上游原料供需压力有望呈现边际减小的趋势，2023 年饲料原料上涨压力或有所缓解。

图 52：国内玉米现货价（元/公斤）



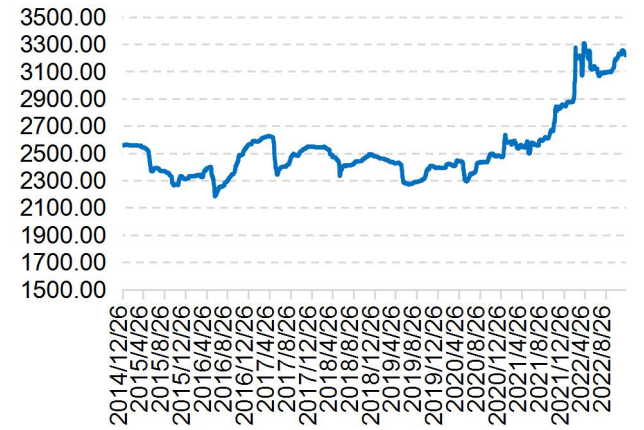
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 53：国内大豆现货价（元/吨）



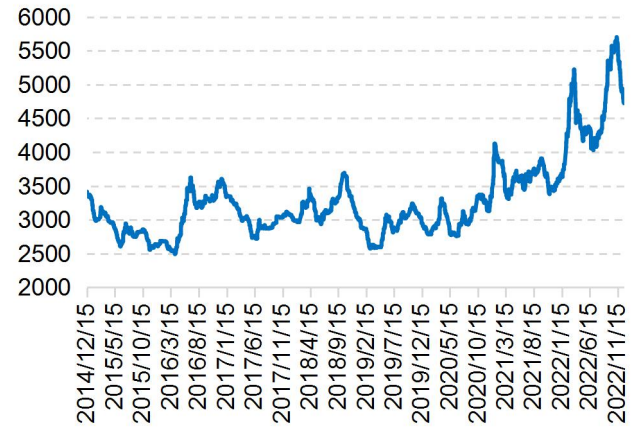
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 54：国内小麦现货价（元/吨）



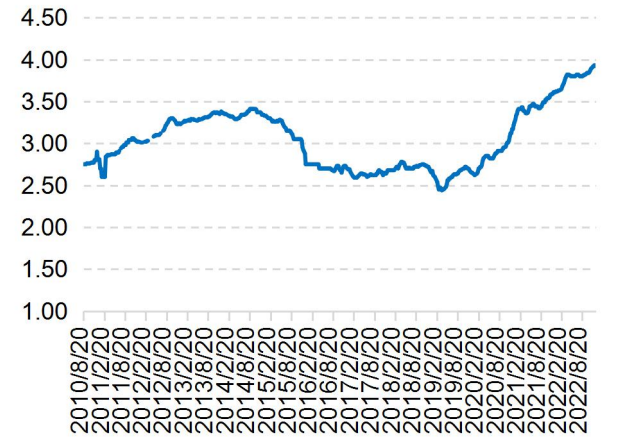
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 55：国内豆粕现货价（元/吨）



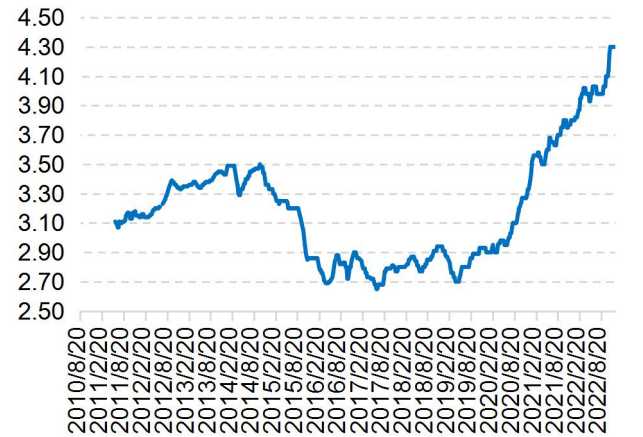
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 56：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 57：肉鸡配合料平均价（元/公斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所

行业整合持续推进，市场份额有望进一步往头部集中

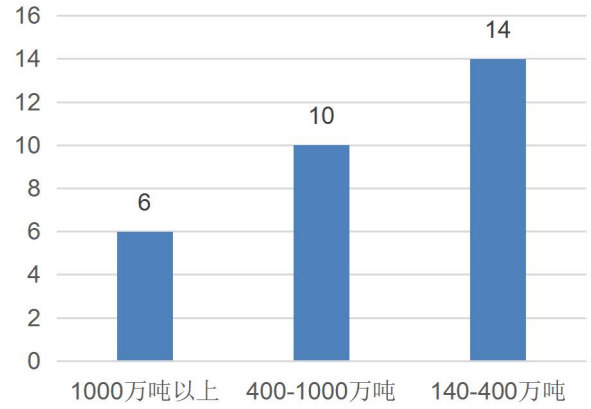
根据中国饲料工业协会的统计，2021 年我国 10 万吨以上规模饲料厂达 957 家，年产百万吨以上规模饲料企业集团 39 家。其中年产量超过 1000 万吨的企业有 6 家，比 2020 年增加 3 家。此外，2021 年国内饲料前 10 强企业占全国饲料总产量的约 42%，比 2018 年的 37%提高了 5 个百分点。饲料行业年度总产量增速虽然有波动，但行业内部在持续经历着整合的进程，中小饲料企业逐步退出，市场份额往头部企业集中进一步集中。

图 58：2018 年和 2021 年国内饲料产销量前十强

2018年国内饲料十强榜单		2021国内饲料十强榜单	
企业	2018年饲料产销量（万吨）	企业	2021年饲料产销量（万吨）
新希望六和	1704	新希望六和	2824
温氏股份	1200	海大集团	1963
牧原集团	1100	温氏股份	1200-1300
海大集团	1070	牧原集团	1200-1300
正大集团（中国区）	781	双胞胎集团	1100
东方希望集团	760	正大集团（中国区）	约1004
双胞胎集团	660	桂林力源集团	965
万州国际	525	禾丰股份	803
桂林力源集团	524	万州国际	600左右
唐人神	481	大北农	590
前十强市场占比	**37.05%**	前十强市场占比	约**42.08%**

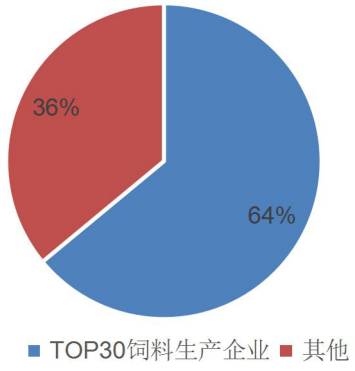
资料来源：农财宝典、山西证券研究所

图 59：国内饲料前 30 强企业产销规模分布（家）



资料来源：农财宝典、山西证券研究所

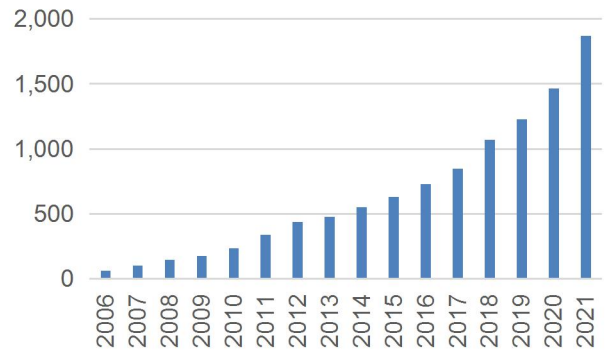
图 60：国内饲料产量分布



资料来源：农财宝典、山西证券研究所

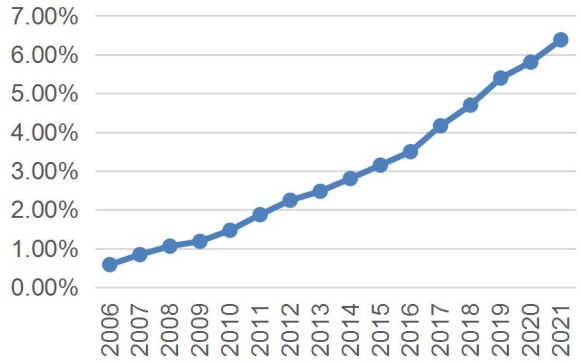
自下而上的市场份额扩张是头部企业增长的主要驱动力。我们对海大集团 2006-2021 年饲料销量历史增长的驱动因素进行拆解，市场份额扩张贡献了约 3/4，行业总量增长只贡献了约 1/4。

图 61：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



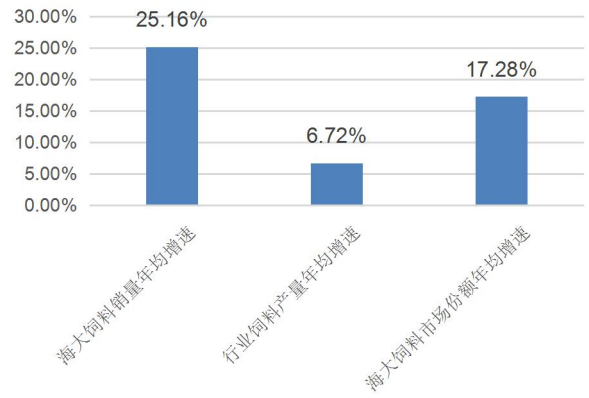
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 62：海大集团饲料业务市场份额



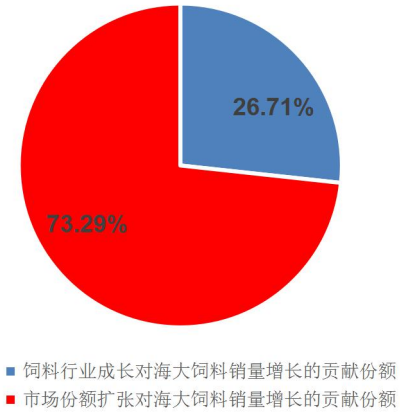
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 63：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解



资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 64：2006-2021 年海大集团饲料销量增长驱动因素拆解：市场份额扩张贡献了约四分之三



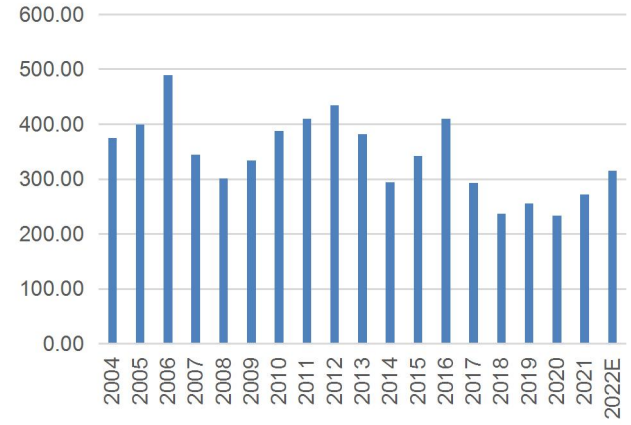
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

种子和种植板块：杂交玉米种子向好，转基因政策法规逐步完善

杂交玉米种子供需形势改善，杂交水稻种子供给压力仍存

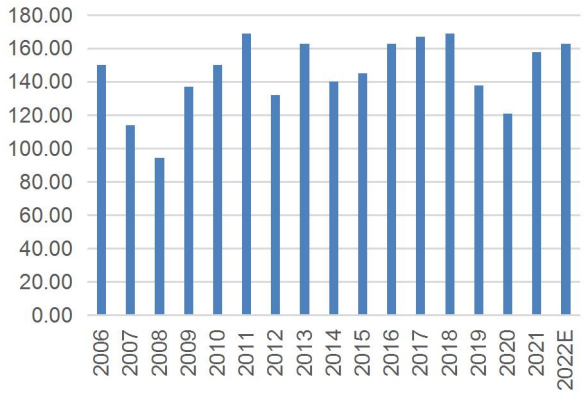
根据全国农技推广服务中心的信息披露，2022 年杂交玉米制种计划面积 315 万亩，比 2021 年增加 43 万亩，增幅 16%。杂交水稻制种计划面积 163 万亩，比 2021 年增加 5 万亩，增幅 3.16%。大豆繁种计划面积 502 万亩，比 2021 年增加 51 万亩，增幅 11%。经过一段时间的调整，玉米种子供大于求的形势有所改善，黄淮、西北、西南产区主推品种大幅出清。2022 年杂交稻制种计划面积与种子库存同时处于历史高位，市场两极分化，下年度种子供应数量或过剩。

图 65：全国杂交玉米制种面积（万亩）



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

图 66：全国杂交水稻制种面积（万亩）



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、山西证券研究所

转基因育种相关配套政策法规正逐步完善和稳步推进

2016 年《“十三五”国家科技创新规划文件》提出“加大转基因棉花、玉米、大豆研发力度，推进新型抗虫棉，抗虫玉米、抗除草剂大豆等重大产品产业化”。2022 年 1 月，农业农村部发布《农业转基因生物安全评价管理办法》、《主要农作物审定办法》、《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》等 4 项修改后的规章制度正式实施。2022 年 4 月农业农村部继续公布《2022 年农业转基因生物安全证书批准清单（一）》。2022 年 6 月，国家农作物品种审定委员会组织制定了《国家级转基因大豆品种审定标准（试行）》和《国家级转基因玉米品种审定标准（试行）》。2022 年 7 月，农业农村部农业转基因生物安全管理办公室组织修订了转基因植物安全评价指南。我国转基因育种相关配套政策法规正逐步完善和稳步推进。

图 67：相关重要政策文件多次强调推进转基因技术发展

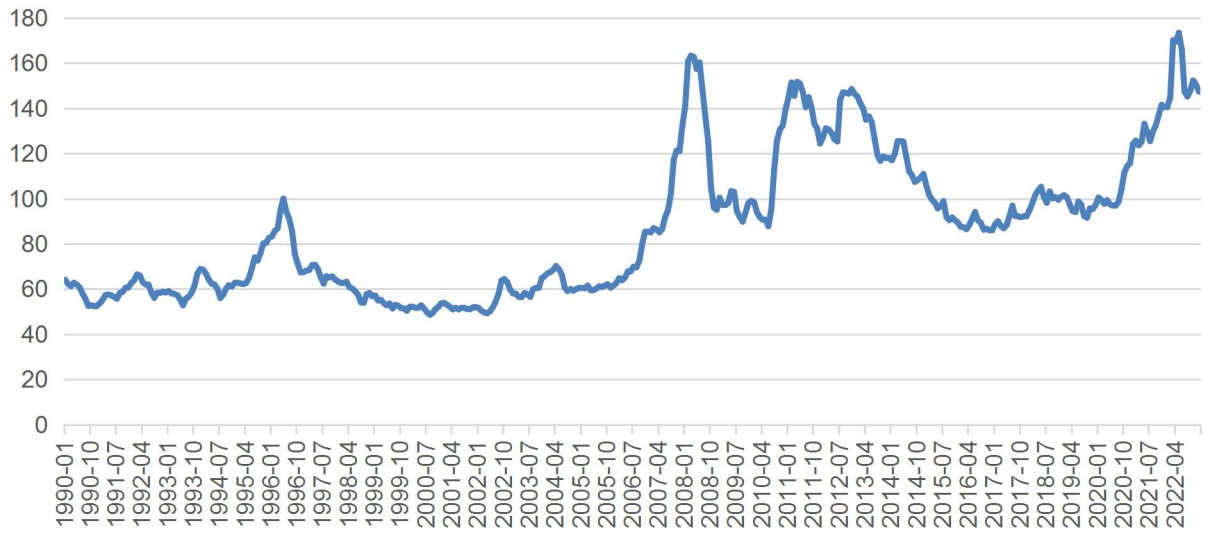
年份	政策文件	相关内容
2016	《“十三五”国家科技创新规划文件》	加强作物抗虫、抗病、抗旱、抗寒基因技术研究，加大转基因棉花、玉米、大豆研发力度，推进新型抗虫棉，抗虫玉米、康除草剂大豆等重大产品产业化。
2019	中央一号文件	实施农业关键核心技术攻关行动，培育一批农业战略科技创新力量，推动生物种业等领域自主创新；继续组织实施水稻、小麦、玉米、大豆和畜禽良种联合攻关。
2020	中央一号文件	加强农业关键核心技术攻关，部署一批重大科技项目，抢占科技制高点。加强农业生物技术研发，大力实施种业自主创新工程，实施国家农业种质资源保护利用工程，推进南繁科研育种基地建设。
2021	中央一号文件	实施新一轮畜禽遗传改良计划和现代种业提升工程。尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用；加强育种领域知识产权保护；支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加快建设南繁硅谷，加强制种基地和良种繁育体系建设，研究重大品种研发与推广后补助政策，促进育繁推一体化发展。
2021	种业振兴行动方案	国家将启动种源关键核心技术攻关，实施生物育种重大项目，有序推进产业化应用。
2022	中央一号文件	大力推进种源等农业关键核心技术攻关；全面实施种业振兴行动方案；推进种业领域国家重大创新平台建设；启动农业生物育种重大项目。

资料来源：农业农村部、山西证券研究所

全球谷物价格指数全年冲高后有所回落

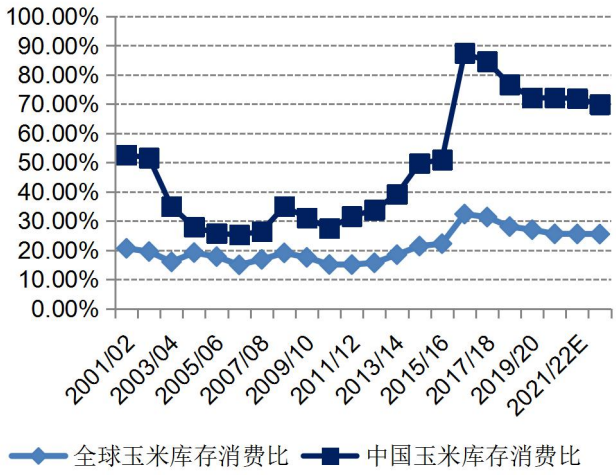
在 2022 年，供需基本面叠加俄乌危机的影响，全球谷物价格指数在上半年冲高后，于下半年开始有所回落。根据 USDA 的最新预测，展望 2023 年，全球玉米、小麦、大豆供需压力有望呈现边际减小的趋势。

图 68：全球谷物价格指数



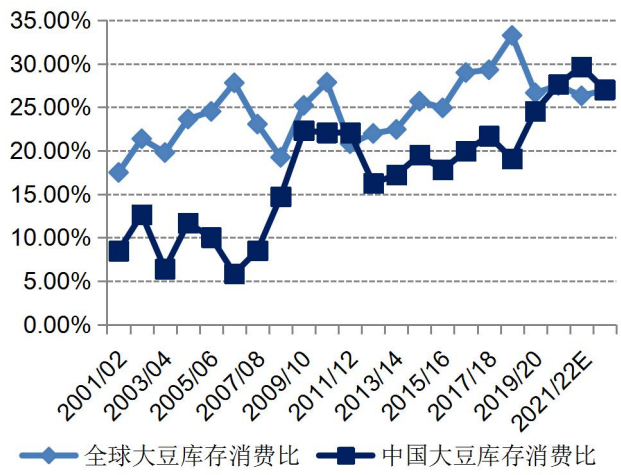
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 69：全球和中国玉米库存消费比趋势



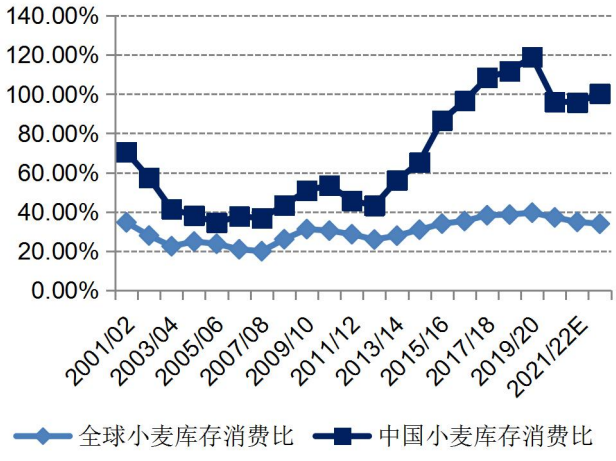
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 70：全球和中国大豆库存消费比趋势



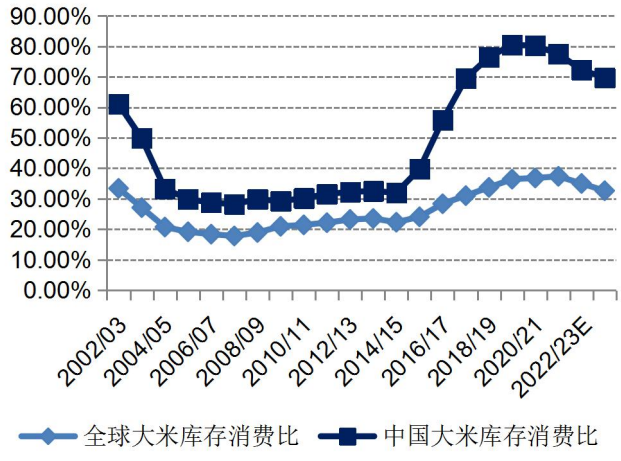
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 71：全球和中国小麦库存消费比趋势



资料来源：USDA、山西证券研究所

图 72：全球和中国稻米库存消费比趋势



资料来源：USDA、山西证券研究所

图 73：全球和中国玉米供需平衡表

全球玉米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	146.01	129.35	132.16	133.41	174.80	209.78	311.44	351.96	340.97	322.37	307.41	292.54	307.09
产量	百万吨	832.49	886.64	868.00	990.47	1,016.03	973.45	1,123.30	1,080.10	1,124.92	1,119.68	1,129.20	1,216.87	1,161.86
进口	百万吨	92.40	99.92	99.43	123.95	125.17	139.25	135.59	149.93	164.42	167.76	184.94	183.90	176.42
饲料消费	百万吨	501.85	507.10	517.95	571.08	584.70	601.78	656.07	672.36	703.88	715.65	723.98	751.28	735.25
国内消费总计	百万吨	850.31	883.16	864.73	948.85	981.01	968.23	1,084.12	1,090.45	1,144.82	1,135.57	1,144.08	1,202.31	1,170.55
出口	百万吨	91.46	116.98	95.16	131.10	142.20	119.74	160.05	148.24	181.71	172.33	182.70	202.51	181.63
期末库存	百万吨	128.19	132.82	135.43	175.03	209.82	215.00	350.63	341.60	321.07	306.48	292.54	307.09	298.40
库存消费比	%	15.08%	15.04%	15.66%	18.45%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	28.05%	26.99%	25.57%	25.54%	25.49%
中国玉米	**单位**	**2010/11**	**2011/12**	**2012/13**	**2013/14**	**2014/15**	**2015/16**	**2016/17**	**2017/18**	**2018/19E**	**2019/20**	**2020/21**	**2021/22E**	**2022/23E**
期初库存	百万吨	51.30	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	212.02	223.02	222.53	210.18	200.53	205.70	209.14
产量	百万吨	177.25	192.78	205.61	218.49	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	274.00
进口	百万吨	0.98	5.23	2.70	3.28	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.00
饲料消费	百万吨	128.00	131.00	144.00	150.00	140.00	153.50	185.00	187.00	191.00	193.00	203.00	209.00	214.00
国内消费总计	百万吨	180.00	188.00	200.00	208.00	202.00	217.50	255.00	263.00	274.00	278.00	285.00	291.00	295.00
出口	百万吨	0.11	0.09	0.08	0.02	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.02
期末库存	百万吨	49.42	59.34	67.57	81.32	100.47	110.77	223.02	222.53	210.16	200.53	205.70	209.14	206.12
库存消费比	%	27.46%	31.56%	33.79%	39.10%	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	69.87%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 74：全球和中国大豆供需平衡表

全球大豆	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	60.76	70.36	54.45	55.26	61.65	77.89	80.41	94.83	100.66	114.10	94.73	100.03	95.59
产量	百万吨	263.90	239.57	268.77	282.61	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	368.52	355.61	391.17
进口	百万吨	88.73	93.46	95.91	111.85	124.36	133.33	144.22	153.26	145.88	164.97	165.54	157.14	166.21
压榨量	百万吨	221.36	228.16	230.19	241.27	264.07	275.36	287.28	294.64	298.53	312.48	315.43	314.78	329.32
国内消费总计	百万吨	251.63	257.65	261.20	275.25	301.85	314.15	330.61	338.07	344.28	358.40	363.76	363.38	380.88
出口	百万吨	91.66	92.16	100.53	112.70	126.22	132.56	147.50	153.07	148.83	165.06	164.99	153.82	169.38
期末库存	百万吨	70.11	53.58	57.40	61.77	77.53	78.28	95.82	99.05	114.48	95.49	100.03	95.59	102.71
库存消费比	%	27.86%	20.80%	21.98%	22.44%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	33.25%	26.64%	27.50%	26.31%	26.97%
中国大豆	**单位**	**2010/11**	**2011/12**	**2012/13**	**2013/14**	**2014/15**	**2015/16**	**2016/17**	**2017/18**	**2018/19E**	**2019/20**	**2020/21**	**2021/22E**	**2022/23E**
期初库存	百万吨	13.26	14.54	15.91	12.38	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	31.15	31.79
产量	百万吨	15.10	14.49	13.05	11.95	12.15	11.79	13.64	15.28	15.97	18.10	19.60	16.40	18.40
进口	百万吨	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	91.57	98.00
压榨量	百万吨	55.00	60.97	64.95	68.85	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	87.50	96.00
国内消费总计	百万吨	65.95	72.07	76.18	80.60	87.20	95.00	103.50	106.30	102.00	109.20	112.74	107.22	116.59
出口	百万吨	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.10
期末库存	百万吨	14.56	15.91	12.38	13.88	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	31.15	31.79	31.50
库存消费比	%	22.08%	22.08%	16.25%	17.22%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.63%	29.65%	27.02%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 75：全球和中国小麦供需平衡表

全球小麦	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	201.47	198.93	196.84	176.88	194.89	217.89	244.38	262.70	287.18	280.69	298.21	290.34	276.27
产量	百万吨	652.17	697.04	658.72	714.92	728.07	735.21	756.41	762.88	731.00	762.21	774.55	779.33	780.59
进口	百万吨	131.94	149.32	145.29	158.35	159.07	170.19	178.92	180.86	171.27	188.17	194.73	198.26	204.30
饲料消费	百万吨	116.06	146.87	136.98	126.54	131.60	136.50	147.56	146.52	139.25	139.19	157.89	160.93	154.91
国内消费总计	百万吨	654.74	697.08	679.96	697.89	705.38	711.61	739.84	742.05	734.81	747.40	782.42	793.40	789.53
出口	百万吨	132.88	157.78	137.36	165.90	164.45	172.84	183.35	182.47	173.67	194.33	203.33	202.82	210.85
期末库存	百万吨	198.90	198.89	175.59	193.92	217.58	241.49	260.95	283.53	283.37	295.50	290.34	276.27	267.33
库存消费比	%	30.38%	28.53%	25.82%	27.79%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	38.56%	39.54%	37.11%	34.82%	33.86%
中国小麦	**单位**	**2010/11**	**2011/12**	**2012/13**	**2013/14**	**2014/15**	**2015/16**	**2016/17**	**2017/18**	**2018/19E**	**2019/20**	**2020/21**	**2021/22E**	**2022/23E**
期初库存	百万吨	54.43	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.00	114.93	131.20	138.09	150.02	144.12	141.76
产量	百万吨	115.18	117.40	121.02	121.93	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	138.00
进口	百万吨	0.93	2.93	2.96	6.77	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	9.50
饲料消费	百万吨	13.00	24.00	25.00	16.00	16.00	10.50	17.00	17.50	20.00	19.00	40.00	35.00	30.00
国内消费总计	百万吨	110.50	122.50	125.00	116.50	116.50	112.00	119.00	121.00	125.00	126.00	150.00	148.00	144.00
出口	百万吨	0.94	0.98	0.97	0.89	0.80	0.73	0.75	1.00	1.01	1.05	0.76	0.88	0.90
期末库存	百万吨	59.09	55.95	53.96	65.27	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	144.12	141.76	144.36
库存消费比	%	53.48%	45.67%	43.17%	56.03%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	96.08%	95.78%	100.25%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 76：全球和中国大米供需平衡表

全球大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	95.19	99.55	106.80	110.56	113.87	127.89	142.58	149.90	163.74	176.61	182.17	188.02	182.29
产量	百万吨	449.09	466.92	471.94	478.42	478.55	472.94	490.94	494.84	497.34	498.91	509.32	515.05	503.27
进口	百万吨	32.86	35.62	36.54	38.40	41.12	38.33	41.21	46.59	43.97	42.32	46.40	54.47	52.43
国内消费总计	百万吨	445.61	459.79	468.52	481.61	477.49	468.11	483.55	482.17	484.59	493.75	503.48	520.78	516.91
出口	百万吨	34.90	39.79	39.33	42.23	43.58	40.34	47.19	47.25	43.90	43.41	50.93	56.92	53.70
期末库存	百万吨	98.68	106.68	110.22	107.37	114.93	132.72	149.97	162.57	176.49	181.77	188.02	182.29	168.64
库存消费比	%	22.14%	23.20%	23.53%	22.29%	24.07%	28.35%	31.01%	33.72%	36.42%	36.81%	37.34%	35.00%	32.62%
中国大米	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	40.53	42.57	45.02	46.83	53.10	69.00	88.00	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	113.00
产量	百万吨	137.00	140.70	143.00	142.53	144.56	145.77	147.77	148.87	148.49	146.73	148.30	148.99	147.00
进口	百万吨	0.54	1.79	3.14	4.00	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	4.22	5.95	5.20
国内消费总计	百万吨	135.00	139.60	144.00	146.30	144.50	140.80	141.76	142.51	142.92	145.23	150.29	156.36	155.00
出口	百万吨	0.50	0.44	0.34	0.26	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.08	2.20
期末库存	百万吨	42.57	45.02	46.83	46.80	57.44	78.50	98.50	109.00	115.00	116.50	116.50	113.00	108.00
库存消费比	%	31.53%	32.25%	32.52%	31.99%	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.52%	72.27%	69.68%

资料来源：USDA、山西证券研究所

制糖板块：全球和国内食糖小幅增产

预计 2022/23 榨季全球和国内食糖均小幅增产

根据 USDA 最新报告，预计 2022/23 榨季全球食糖产量有望达到 183.15 万吨，比 2021/22 榨季增长 1.55%。从各主产国的生产情况来看，巴西 2022/23 榨季食糖产量预计为 38.05 百万吨，同比增长 7.33%，主要是由于本榨季良好的天气条件使得甘蔗单产有所提升，抵消了部分种植面积转种大豆和玉米的影响。与此同时，中国、泰国、澳大利亚和俄罗斯食糖产量均有不同程度增产，幅度分别为 4.17%、3.38%、5.58%和 8.33%。上述主产国产能的增长较大程度抵消了印度、欧盟、墨西哥、美国、古巴等国家减产对 2022/23 榨季全球食糖产量的影响。

图 77：全球食糖主产国产量增减跟踪情况

糖产量（百万吨）	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
巴西	38.35	36.15	38.60	37.80	35.95	34.65	39.15	38.87	29.50	30.30	42.05	35.45	38.05
YOY		-5.74%	6.78%	-2.07%	-4.89%	-3.62%	12.99%	-0.72%	-24.11%	2.71%	38.78%	-15.70%	7.33%
印度	26.57	28.62	27.34	26.61	30.46	27.39	22.20	34.31	34.30	28.90	33.76	36.88	35.80
YOY		7.70%	-4.48%	-2.68%	14.49%	-10.10%	-18.93%	54.55%	-0.03%	-15.74%	16.82%	9.24%	-2.93%
欧盟27国	15.94	18.32	16.66	16.02	18.45	14.28	15.51	19.51	16.75	17.04	15.22	16.48	16.15
YOY		14.94%	-9.09%	-3.81%	15.16%	-22.58%	8.56%	25.82%	-14.14%	1.73%	-10.70%	8.30%	-2.00%
中国	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.40	10.60	9.60	10.00
YOY		10.20%	13.45%	1.87%	-22.88%	-17.73%	2.76%	10.75%	4.47%	-3.35%	1.92%	-9.43%	4.17%
泰国	9.66	10.24	10.02	11.33	10.79	9.74	10.03	14.71	14.58	8.29	7.59	10.16	10.50
YOY		5.92%	-2.06%	13.06%	-4.76%	-9.73%	2.98%	46.62%	-0.88%	-43.12%	-8.52%	33.87%	3.38%
美国	7.10	7.70	8.15	7.68	7.85	8.16	8.14	8.43	8.16	7.39	8.38	8.29	8.24
YOY		8.39%	5.82%	-5.79%	2.31%	3.85%	-0.22%	3.60%	-3.16%	-9.46%	13.31%	-1.06%	-0.56%
墨西哥	5.50	5.35	7.39	6.38	6.34	6.48	6.31	6.37	6.81	5.60	6.06	6.56	6.25
YOY		-2.62%	38.16%	-13.68%	-0.60%	2.21%	-2.62%	0.90%	6.92%	-17.85%	8.26%	8.22%	-4.61%
巴基斯坦	3.92	4.52	5.00	5.63	5.16	5.27	6.83	7.23	5.27	5.34	6.51	7.14	7.06
YOY		15.31%	10.62%	12.60%	-8.28%	1.96%	29.63%	5.86%	-27.06%	1.33%	21.82%	9.76%	-1.12%
澳大利亚	3.70	3.68	4.25	4.38	4.70	4.90	5.10	4.48	4.73	4.29	4.34	4.12	4.35
YOY		-0.46%	15.40%	3.06%	7.31%	4.26%	4.08%	-12.16%	5.47%	-9.31%	1.17%	-4.96%	5.58%
俄罗斯	3.00	5.55	5.00	4.40	4.35	5.20	6.20	6.56	6.08	7.80	5.63	6.00	6.50
YOY		85.08%	-9.83%	-12.00%	-1.14%	19.54%	19.23%	5.81%	-7.32%	28.29%	-27.88%	6.67%	8.33%
古巴	1.15	1.40	1.60	1.65	1.85	1.63	1.80	1.10	1.30	1.20	0.85	0.48	0.46
YOY		21.74%	14.29%	3.12%	12.12%	-12.16%	10.77%	-38.89%	18.18%	-7.69%	-29.17%	-44.12%	-3.16%
阿根廷	2.03	2.15	2.30	1.78	2.15	2.06	2.05	1.87	1.57	1.75	1.83	1.73	1.71
YOY		5.91%	6.98%	-22.61%	20.79%	-4.19%	-0.49%	-8.78%	-16.04%	11.46%	4.57%	-5.74%	-0.87%
印度尼西亚	1.77	1.83	2.30	2.30	2.10	2.03	2.05	2.10	2.20	2.25	2.13	2.30	2.40
YOY		3.39%	25.68%	0.00%	-8.70%	-3.57%	1.23%	2.44%	4.76%	2.27%	-5.33%	7.98%	4.35%
其他	32.33	34.50	35.23	35.75	36.42	34.15	37.48	38.39	37.15	36.01	35.32	35.18	35.68
YOY		6.72%	2.09%	1.50%	1.87%	-6.24%	9.76%	2.43%	-3.24%	-3.05%	-1.93%	-0.39%	1.41%
全球	162.22	172.35	177.83	175.97	177.58	164.97	172.14	194.22	179.16	166.56	180.24	180.35	183.15
YOY		6.24%	3.18%	-1.05%	0.92%	-7.10%	4.35%	12.83%	-7.76%	-7.03%	8.21%	0.06%	1.55%

资料来源：USDA、UNICA、Wind、山西证券研究所

我国北方甜菜糖生产接近尾声，开榨期间受新冠肺炎疫情影响，甜菜起收、运输和加工受到拖累，甜菜收购量及产糖率低于预期。南方甘蔗糖生产渐入旺季。据中国糖业协会统计，截至 2022 年 12 月底，2022/23 年榨季全国共生产食糖 325 万吨，同比增加 47 万吨。 根据农业农村部预测，预计我国 2022/23 榨季糖料收获面积 1362 千公顷，比上年度增加 99 千公顷，主要是北方甜菜种植面积增加；预计我国 2022/23 榨季食糖产量回升至 1005 万吨。

图 78：中国食糖供需平衡表

	2020/2021	2021/2022(12月估计)	2022/2023(11月预测)	2022/2023(12月预测)
糖料播种面积（千公顷）	1453	1263	1362	1362
甘蔗	1191	1122	1163	1163
甜菜	262	141	199	199
糖料收获面积	1453	1263	1362	1362
甘蔗	1191	1122	1163	1163
甜菜	262	141	199	199
糖料单产（吨/公顷）	58.43	59.78	59.48	59.48
甘蔗	64.35	68.55	64.8	64.8
甜菜	52.5	51	54.15	54.15
食糖产量（万吨）	1067	956	1005	1005
甘蔗糖	913	870	891	891
甜菜糖	154	86	114	114
食糖进口量	634	533	500	500
食糖消费量	1550	1540	1560	1560
食糖出口量	13	16	18	18
结余变化	138	-67	-73	-73

资料来源：农业农村部、山西证券研究所

全球和国内食糖库销比下降，糖价运行或有支撑

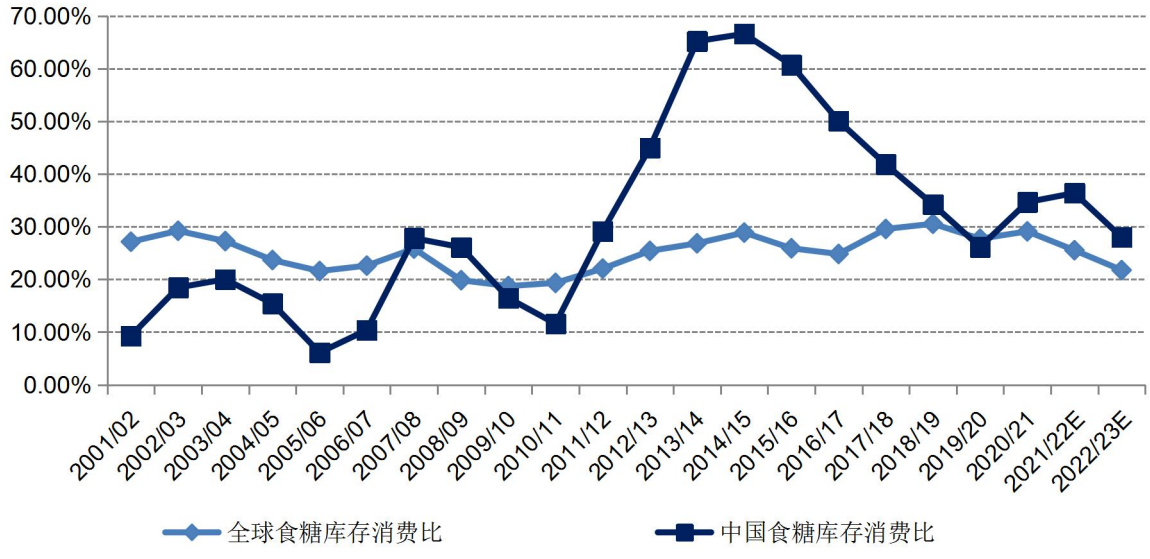
根据 USDA 报告，虽然 2022/23 榨季全球食糖产量小幅增长，但消费需求也在同步增加，从而有利于库存的消化，预计 2022/23 榨季全球和国内的食糖库销比分别为 21.76%和 28.01%，均比 2021/22 榨季有不同程度下降，后续糖价运行底部或有支撑。

图 79：全球和中国食糖供需平衡表

全球食糖	单位	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19E	2019/20	2020/21	2021/22E	2022/23E
期初库存	百万吨	29.01	29.49	35.19	42.29	44.82	48.76	44.48	42.01	51.57	52.87	47.70	50.35	44.49
产量	百万吨	161.76	172.35	177.83	175.97	177.58	164.87	174.05	194.22	179.16	166.56	180.24	180.35	183.15
进口	百万吨	50.40	48.56	51.44	51.45	50.25	54.75	54.45	55.62	53.32	53.80	58.86	55.84	57.40
国内消费总计	百万吨	155.51	159.60	166.44	166.96	168.86	170.24	171.39	174.41	173.04	172.11	172.94	174.22	177.22
出口	百万吨	55.59	55.00	55.74	57.93	55.01	54.04	59.04	65.87	58.14	53.42	63.51	67.84	69.25
期末库存	百万吨	30.07	35.19	42.29	44.82	48.77	44.10	42.55	51.57	52.87	47.70	50.35	44.49	38.56
库存消费比	%	19.33%	22.05%	25.41%	26.84%	28.88%	25.90%	24.83%	29.57%	30.55%	27.72%	29.12%	25.54%	21.76%
中国食糖	**单位**	**2010/11**	**2011/12**	**2012/13**	**2013/14**	**2014/15**	**2015/16**	**2016/17**	**2017/18**	**2018/19E**	**2019/20**	**2020/21**	**2021/22E**	**2022/23E**
期初库存	百万吨	2.36	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.41	4.03	5.37	5.39
产量	百万吨	11.20	12.34	14.00	14.26	11.00	9.05	9.30	10.30	10.76	10.40	10.60	9.60	10.00
进口	百万吨	2.14	4.43	3.80	4.28	5.06	6.12	4.60	4.35	4.09	3.81	6.38	5.38	4.40
国内消费总计	百万吨	14.00	14.20	15.10	15.30	15.60	15.80	15.60	15.70	15.80	15.40	15.50	14.80	15.30
出口	百万吨	0.08	0.05	0.05	0.05	0.05	0.17	0.08	0.19	0.21	0.19	0.13	0.17	0.20
期末库存	百万吨	1.62	4.14	6.79	9.98	10.39	9.59	7.81	6.57	5.41	4.03	5.37	5.39	4.29
库存消费比	%	11.58%	29.15%	44.99%	65.21%	66.60%	60.70%	50.07%	41.83%	34.23%	26.15%	34.67%	36.39%	28.01%

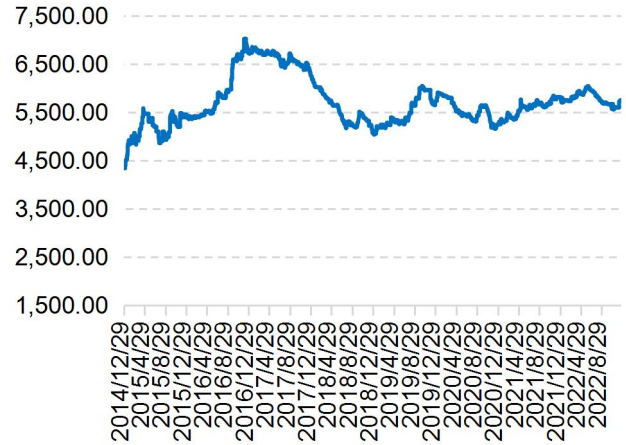
资料来源：USDA、山西证券研究所

图 80：全球和中国食糖库存消费比



资料来源：USDA、山西证券研究所

图 81：国内白糖现货价（元/吨）



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 82：国际原糖现货价格（美分/磅）



资料来源：Wind、山西证券研究所

投资建议

一、以“亏损期+低 PB”策略在本轮周期的第三个“亏损底”布局生猪养殖股。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”更有可能成为周期反转的起点。

- 有别于市场大众的观点，在我们的分析框架里，我们一直认为 2022 年 3-10 月的猪价上涨更多是“后非瘟”时期的一次反弹，而非真正意义的周期反转。只是“非洲猪瘟”高盈利期带来的资本流入和出于赌行情的“二次育肥”等产业投机行为，使得生猪出栏供给在时间上出现错配，从而导致本轮反弹比过往幅度更大和年底“旺季不旺”等反常现象。而作为周期是否反转的关键决定因素，母猪过剩产能并没有完成彻底的去化。
- 2006 年-2020 年的前三轮周期底部出现 2-3 个“亏损底”。展望 2023 年，本轮大周期或迎来第三个“亏损底”。第三个“亏损底”相比第二个“亏损底”将更为关键，且更有可能成为新一轮周期的起点。经历过 2021-2022 年两个“亏损底”的资金消耗后，生猪养殖行业的负债率已经处于较高的水平。根据历史经验，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。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。
- 我们此前曾经化繁为简，在生猪价格周期下行和筑底阶段，把布局生猪养殖股的策略归纳为“在亏损期，选择 PB 估值风险得到较大释放的标的”，PB 估值风险得到较大释放可理解为接近或跌破自身 PB 历史底部。我们把这一策略简称为养殖股的“亏损期+低 PB”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优质标的进行布局。如果在第三个“亏损底”期间实现较大幅度的产能去化，则有可能是周期反转的起点；即使在第三个“亏损底”期间产能去化依然不够彻底，则也有机会迎来一次可观的反弹行情。建议关注温氏股份、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。

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。我们继续重点推荐海大集团：从季度业绩同比趋势来看，公司 2023 年 Q1 和 Q2 的同比业绩基数较低，具有较大的增长潜力，且年度业绩有望进入回升期；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。参考生猪养殖板块的经验，2021 年 6-9 月期间是本轮周期国内能繁母猪存栏的高峰区间，生猪养殖股的低点也出现此期间。后续随着能繁母猪产能的逐步去化，行业迎来了一波估值修复行情。从产业比较角度来看，生猪产业“非洲猪瘟”期间引发的“暴利”思维和投机氛围使得生猪行业本轮产能淘汰进程较为反复。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淘汰的阻力可能要小于生猪行业。白羽肉鸡行业正处于周期底部，对于业绩和估值处于历史底部区域的圣农发展，在行业供需格局趋于改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。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 83：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
		2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
002311	海大集团	1,596	2,534	4,561	0.96	1.53	2.75	67	42	24	买入-A
002299	圣农发展	448	457	956	0.36	0.37	0.77	65	63	30	买入-B
300498	温氏股份	-13,404	2,075	5,358	-2.05	0.32	0.82	-10	66	26	买入-B
002567	唐人神	-1,147	189	428	-0.95	0.16	0.36	-8	50	22	增持-B
001201	东瑞股份	212	55	258	0.99	0.26	1.21	30	113	24	增持-B
603477	巨星农牧	259	130	354	0.51	0.26	0.70	51	100	37	增持-B
000876	新希望	-9,591	-1,086	1,693	-2.11	-0.24	0.37	-6	-54	35	增持-B
605296	神农集团	245	208	342	0.47	0.40	0.65	54	64	39	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取 2023 年 1 月 16 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。疫情反复导致交通运输不畅的风险。

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。本报告清晰准确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 6 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
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336