

农林牧渔

农业行业 2024 年度策略

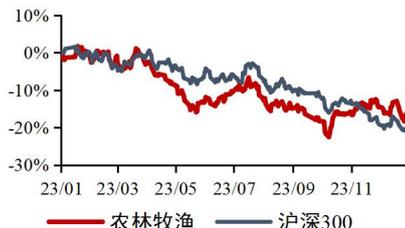
同步大市-A(维持)

看好生猪养殖股在 2024 年的投资机会

2024 年 1 月 14 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
605296.SH	神农集团	增持-B
603477.SH	巨星农牧	增持-B
001201.SZ	东瑞股份	增持-B
000876.SZ	新希望	增持-B

相关报告：

【山证农林牧渔】猪价旺季不旺，生猪产能去化逻辑有望进一步演绎-【山证农业】农业行业周报
(2024.01.01-2024.01.07) 2024.1.8

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

研究助理：

张彦博

邮箱：zhangyanbo@sxzq.com

投资要点：

➢ 我们认为本轮猪周期磨底时间如此之长的一个重要原因在于前期高猪价带来投资冲动的产业后遗症，是“非洲猪瘟”带来“非常周期”后的一次“非常调整”。2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，是 2006 年以来首次出现 4 个“亏损底”的周期，且周期磨底有望逐渐进入尾声。

➢ 当前我国生猪产业规模化程度仍大幅低于美国，我国猪价未来仍将会呈现周期波动特征。我们认为国内生猪行业的二次育肥等投机行为或将继续存在，而且呈现“顺周期”特征。由于二次育肥对生猪价格有助涨助跌的影响，从而加大价格波动区间和运行区间，因此我们倾向于认为未来猪周期的高点较有可能比 2018 年“非洲猪瘟”发生之前的正常周期高点要高。

➢ 参考前两轮周期的经验，生猪养殖指数的拐点一般领先猪价周期拐点 6-9 个月。生猪养殖指数的上升周期往往在倒数第 2 个“亏损底”期间或附近已经开始启动，还没等到猪价走出最后 1 个“亏损底”，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。由此可见，猪价周期磨底阶段的倒数第 2 个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。

➢ 参考前两轮周期的经验，无论是看 2024 年反转，还是看 2025 年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生猪养殖股在第 4 个“亏损底”的投资机会。如果第 4 个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第 4 个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、神农集团、巨星农牧、东瑞股份、新希望等生猪养殖股。

➢ 我们预计饲料行业 2024 年最大的亮点或在于水产饲料的恢复性增长。此外，从业绩周期和股价表现两个维度来看，饲料相对于养殖均呈现明显的后周期特征。在生猪养殖行业周期磨底逐渐进入末端的趋势下，饲料作为后周期品种，在 2024 年或迎来布局良机。我们看好海大集团，公司目前估值已经处于历史底部区域。

➢ 从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，已经具备配置价值。

➢ **风险提示：**养殖疫情风险；自然灾害风险；饲料原料价格波动风险。



目录

1. 2023 年农业行业表现回顾：农业指数小幅跑输，生猪养殖小幅跑赢.....	7
2. 生猪养殖板块：看好生猪养殖股在 2024 年的投资机会.....	9
2.1 2023 年生猪养殖行业亏损，产能持续去化.....	9
2.2 本轮周期是 2006 年以来最长的一轮猪周期，且亏损幅度明显扩大.....	10
2.3 母猪结构趋稳后，生产效率提升对供给变动的的影响权重或有所回落.....	12
2.4 我国生猪行业的集中度还远低于欧美，猪周期不会消失.....	14
2.5 二次育肥等投机行为或拉高猪价正常周期的高点.....	16
2.6 2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，周期磨底或逐渐进入尾声.....	17
2.7 看好生猪养殖股在 2024 年的投资机会.....	24
3. 家禽养殖板块：建议关注禽业股与生猪养殖股的周期共振机会.....	29
3.1 2023 年白羽肉鸡和黄羽肉鸡有所分化.....	29
3.2 建议关注禽业股与生猪养殖股的周期共振机会.....	30
4. 饲料板块：建议重视后周期的布局机会.....	32
4.1 2023 饲料行业总体向好、结构分化，2024 水产饲料或恢复性增长.....	32
4.2 2024 年饲料原料价格压力同比或继续趋缓.....	35
4.3 建议 2024 年重视饲料板块作为后周期品种的布局时机.....	36
5. 种子和种植板块：增产为主旋律.....	38
5.1 全国杂交玉米和杂交水稻种子增产明显，供给压力增加.....	38
5.2 全球主要粮食作物逐渐进入增产通道，价格压力有望趋缓.....	40
6. 投资建议.....	41
7. 风险提示.....	43

图表目录



图 1: 农业行业指数相对收益与 CPI 的走势.....	7
图 2: 各行业板块 2023 年年度绝对收益和相对收益.....	8
图 3: 农业各子行业 2023 年年度绝对收益和相对收益.....	8
图 4: 国内生猪价格走势 (单位: 元/公斤)	9
图 5: 国内猪肉价格走势 (单位: 元/公斤)	9
图 6: 自繁自养的生猪养殖利润 (元/头)	9
图 7: 外购仔猪的生猪养殖利润 (元/头)	9
图 8: 国内仔猪价格走势 (单位: 元/公斤)	10
图 9: 国内能繁母猪存栏量环比变动趋势.....	10
图 10: 2006 年以来我国各轮猪周期概况.....	11
图 11: 我国和美国生猪自繁自养历史单头盈利曲线的比较.....	12
图 12: 国内能繁母猪群体结构占比.....	13
图 13: 中国和美国 PSY 走势 (单位: 头)	13
图 14: 2017 年以来我国改良用种猪年度进口数量 (头)	13
图 15: 美国生猪养殖企业排名及其市场份额.....	14
图 16: 中国生猪养殖企业排名及其市场份额.....	15
图 17: 中国和美国生猪行业前 20 强份额对比.....	15
图 18: 1970 年以来美国猪价走势 (单位: 美元/美担)	16
图 19: 我国月度生猪价格 (元/公斤)	17
图 20: 2006 年-2020 年三轮周期底部, 国内猪价出现 2-3 个亏损底.....	18
图 21: 生猪生产时间周期.....	18
图 22: 当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系.....	19



图 23: 我国各年度的猪肉产量 (万吨)	19
图 24: 我国生猪出栏头数 (万头)	20
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.....	21
图 26: 上市公司 2019Q2-2023Q3 累计归属于母公司股东的净利润情况 (百万元)	22
图 27: 国内仔猪价格 (元/公斤)	23
图 28: 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.....	24
图 29: 生猪养殖股运行方向的驱动因素.....	25
图 30: 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.....	25
图 31: 生猪养殖股在各个阶段的逻辑演绎.....	26
图 32: 2018-2019 生猪养殖指数与猪价走势.....	27
图 33: 2018-2019 生猪指数与养殖盈利曲线走势.....	27
图 34: 2013-2016 生猪养殖指数与猪价走势.....	28
图 35: 2013-2016 生猪指数与养殖盈利曲线走势.....	28
图 36: 我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量 (万套)	29
图 37: 我国白羽肉鸡主产区平均价 (元/公斤)	29
图 38: 白羽商品代肉鸡苗平均价 (元/羽)	29
图 39: 鸡蛋市场零售价 (元/公斤)	29
图 40: 中速黄羽鸡价格 (元/斤)	30
图 41: 快大黄羽鸡价格 (元/斤)	30
图 42: 家禽养殖上市公司业绩情况 (当年累计)	30
图 43: 2009-2021 年生猪和肉鸡股价周期的历史走势.....	31
图 44: 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.....	32
图 45: 我国历年饲料总产量及增速.....	33

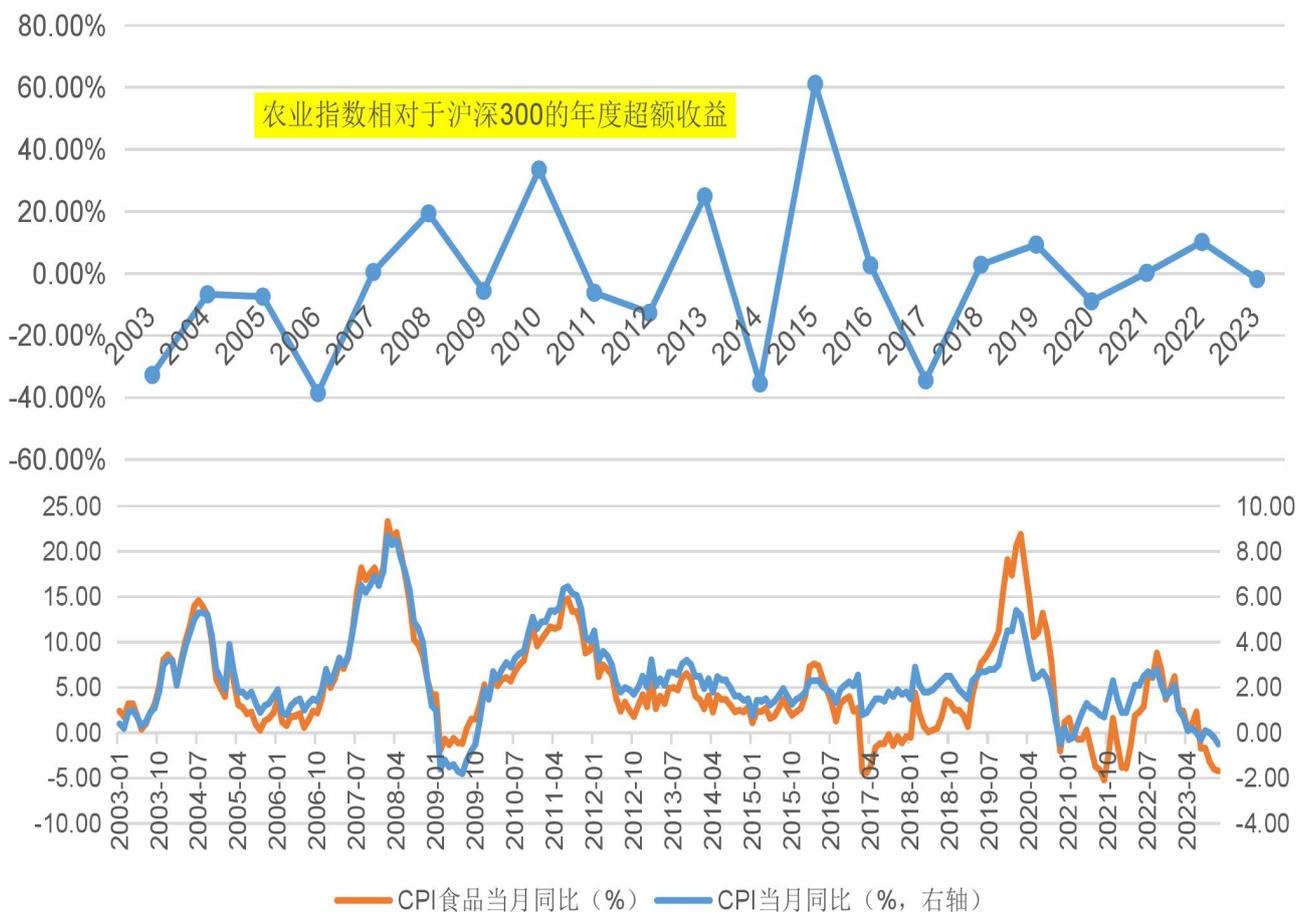
图 46: 全国猪饲料各年月度产量 (万吨)	34
图 47: 全国蛋禽饲料各年月度产量 (万吨)	34
图 48: 全国肉禽饲料各年月度产量 (万吨)	34
图 49: 全国水产饲料各年月度产量 (万吨)	34
图 50: 全国反刍饲料各年月度产量 (万吨)	35
图 51: 全国月度饲料总产量 (万吨)	35
图 52: 国内玉米现货价 (元/公斤)	35
图 53: 鱼粉国际现货价 (美元/吨)	35
图 54: 国内小麦现货价 (元/吨)	36
图 55: 国内豆粕现货价 (元/吨)	36
图 56: 育肥猪配合饲料平均价 (元/公斤)	36
图 57: 肉鸡配合料平均价 (元/公斤)	36
图 58: 生猪价格与鲫鱼草鱼等水产品价格的走势.....	37
图 59: 海大集团饲料收入同比增速与新五丰生猪收入同比增速的走势.....	37
图 60: 海大集团股价和生猪养殖指数的历史走势.....	38
图 61: 全国杂交玉米制种面积和制种量趋势.....	39
图 62: 全国杂交玉米库存消费比趋势.....	39
图 63: 全国杂交水稻制种面积和制种量趋势.....	39
图 64: 全国杂交水稻库存消费比趋势.....	39
图 65: 全球和中国玉米供需平衡表.....	40
图 66: 全球和中国大豆供需平衡表.....	40
图 67: 全球和中国小麦供需平衡表.....	41
图 68: 全球和中国大米供需平衡表.....	41

图 69： 重点公司盈利预测、估值与评级..... 42

1. 2023 年农业行业表现回顾：农业指数小幅跑输，生猪养殖小幅跑赢

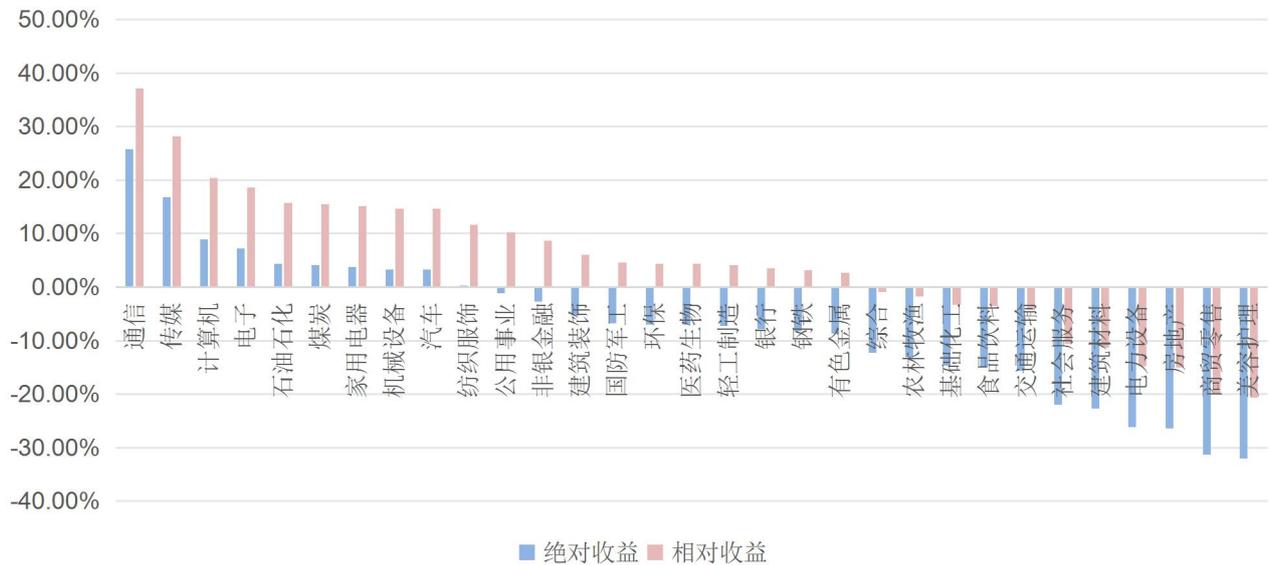
2023 年，国内畜禽产品价格相对低迷，A 股市场农业行业的投资热度也明显低于 2022 年。农业板块 2023 年累计涨跌幅为-13.13%，小幅跑输沪深 300 指数，相对收益-1.75%（沪深 300 基准），在全市场各行业指数中排名在后 1/2。从农业各子板块来看，排名在前 1/2 的子板块主要为果蔬加工、动物保健、水产养殖、生猪养殖，均跑赢农业行业指数和沪深 300 指数；排名在后 1/2 的子板块主要为粮油加工、种子、肉鸡养殖、畜禽饲料等，均跑输农业行业指数和沪深 300 指数。

图 1：农业行业指数相对收益与 CPI 的走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 2：各行业板块 2023 年年度绝对收益和相对收益



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 3：农业各子行业 2023 年年度绝对收益和相对收益



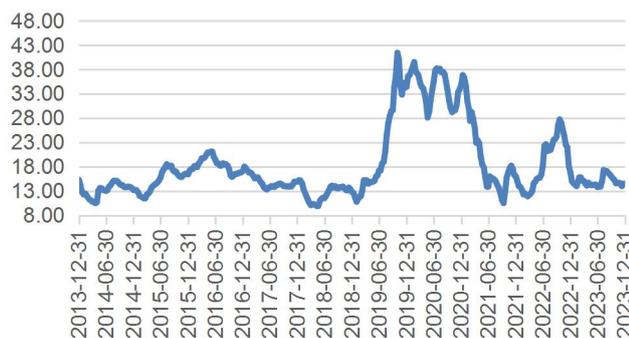
资料来源：Wind、山西证券研究所

2. 生猪养殖板块：看好生猪养殖股在 2024 年的投资机会

2.1 2023 年生猪养殖行业亏损，产能持续去化

2023 年初以来，受到前期产能释放所带来的供给压力影响，国内生猪价格持续低位运行，8 月份的价格反弹和二次育肥也只是昙花一现，全年猪价绝大部分时间处于盈亏线下方，是历史上少有的亏损时间比较长的年份。全年国内生猪自繁自养单头平均亏损约 232 元/头，外购仔猪育肥单头平均亏损约 261 元/头。在产业现金流逐渐趋紧和产业预期趋于悲观的驱动之下，国内仔猪价格在 2023 年下半年出现明显的下跌，并进入亏损区域。与此同时，国内能繁母猪产能在 2023 年总体处于去化的趋势中，并在 4 季度开始出现加速的迹象。

图 4：国内生猪价格走势（单位：元/公斤）



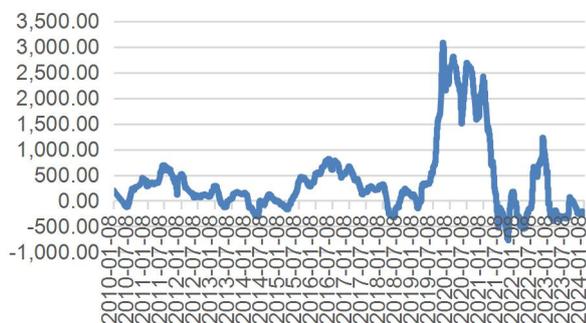
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 5：国内猪肉价格走势（单位：元/公斤）



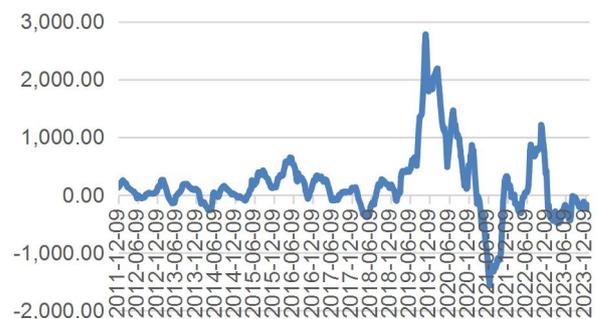
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 6：自繁自养的生猪养殖利润（元/头）



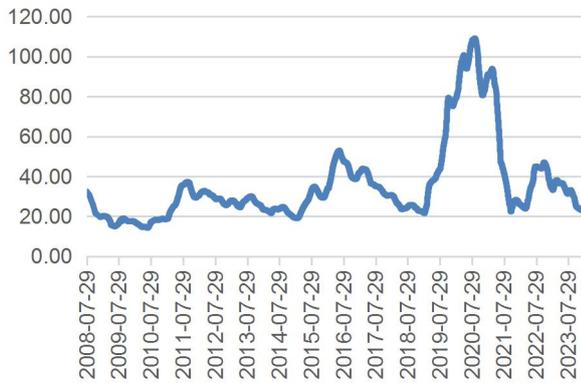
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 7：外购仔猪的生猪养殖利润（元/头）



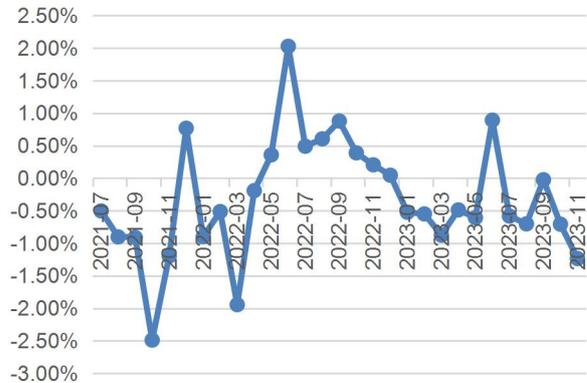
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 8：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 9：国内能繁母猪存栏量环比变动趋势

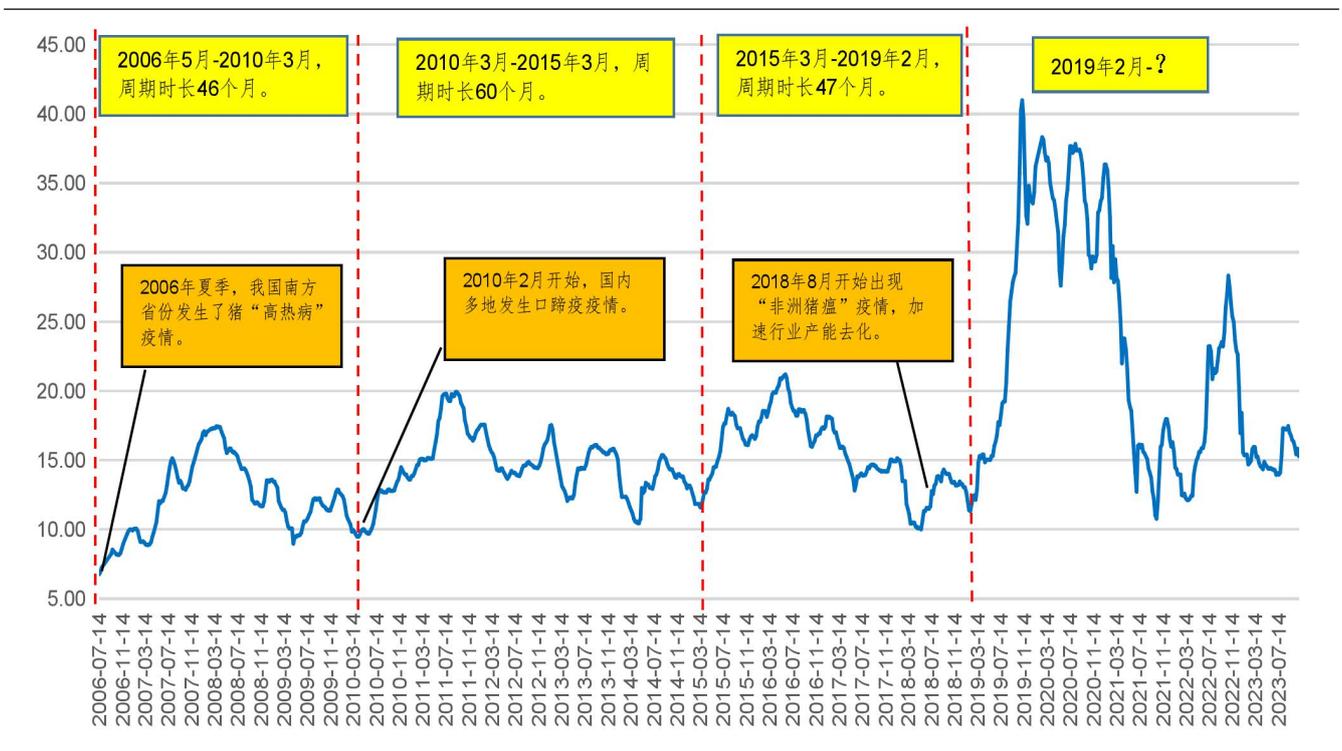


资料来源：Wind、山西证券研究所

2.2 本轮周期是 2006 年以来最长的一轮猪周期，且亏损幅度明显扩大

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。第四轮周期，始于 2019 年 2 月，已经持续了 60 个月，目前正处于筑底阶段。当前这轮周期成为 2006 年以来持续时间最长的一轮猪周期。我们认为本轮周期磨底时间如此之长的其中一个重要原因在于前期高猪价带来投资冲动的产业后遗症，是“非洲猪瘟”带来“非常周期”后的一次“非常调整”。通过这次“非常调整”和所付出的“学费”，或有助于从业者逐渐回归产业初心，抑制非理性的投资冲动。

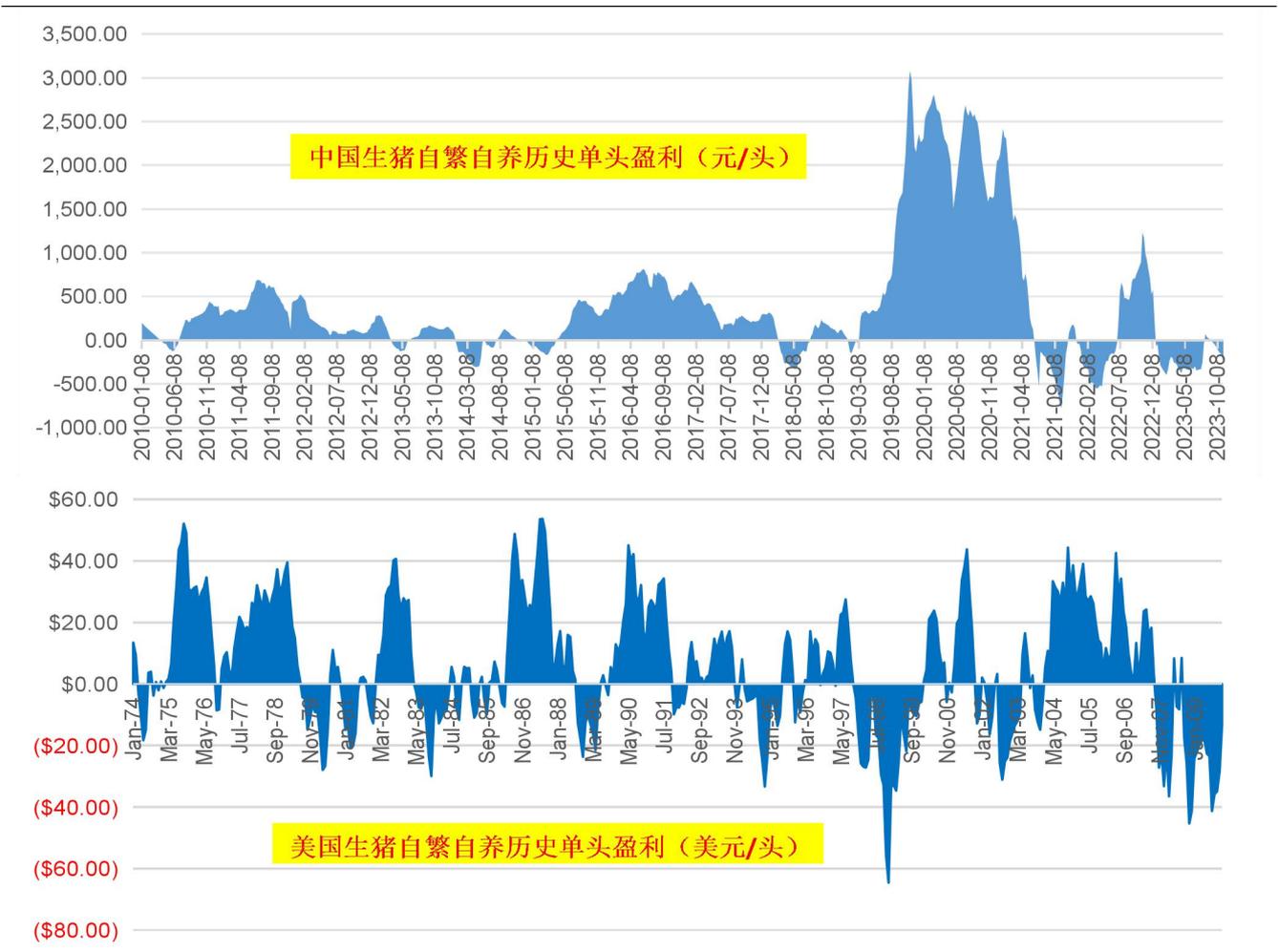
图 10：2006 年以来我国各轮猪周期概况



资料来源：Wind、农业农村部、山西证券研究所

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，类似的情况在欧美的生猪产业也曾经上演过。伴随着规模化进程的推进，由于大型专业养殖户和专业化养殖企业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，行业亏损幅度更大或亏损持续时间更长，从而使得盈亏平衡线上方和下方盈利曲线的对称性趋于增强。此外，本轮周期受前期高猪价带来投资冲动和投资惯性的影响，行业过剩产能的调整时间也比前几轮周期有所增加。

图 11：我国和美国生猪自繁自养历史单头盈利曲线的比较



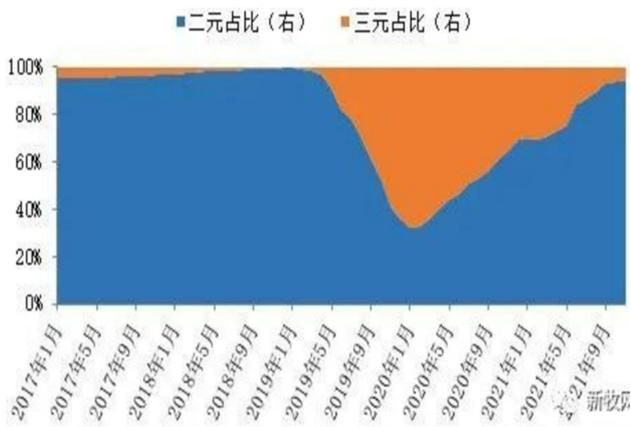
资料来源：Wind、Iowa State University、山西证券研究所

2.3 母猪结构趋稳后，生产效率提升对供给变动的的影响权重或有所回落

“非洲猪瘟”疫情期间，国内二元母猪产能遭受较大规模的损失，在高猪价和高利润的驱动下，国内生猪养殖行业大比例利用三元育肥母猪留作种用，以填补二元母猪的空缺。由于三元母猪的生产效率明显低于二元母猪，从而使得国内生猪行业整体的 PSY、MSY 等生产效率指标均出现阶段性明显下滑。此后，随着国内生猪产业的逐步恢复、二元高效母猪的回补以及行业规模化程度的提高，行业平均生产效率（PSY、MSY 等）也得到了明显的恢复和提升。由于育

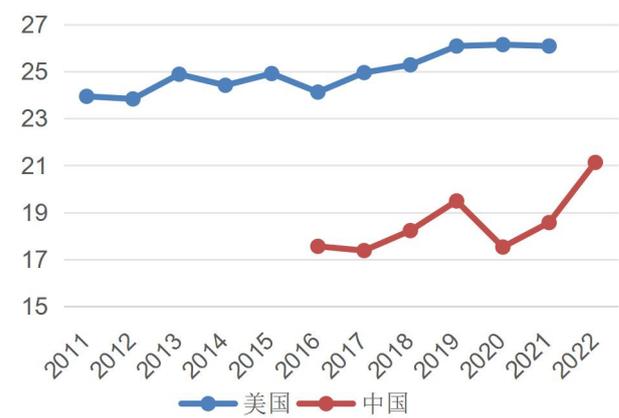
肥猪出栏量=能繁母猪数量×MSY（每头母猪一年提供的商品猪数量），生产效率提升在过去几年对供给的影响权重有所增加。展望未来，随着国内能繁母猪结构趋稳和效率基数恢复，生产效率提升对供给变动的的影响权重或有所回落。

图 12：国内能繁母猪群体结构占比



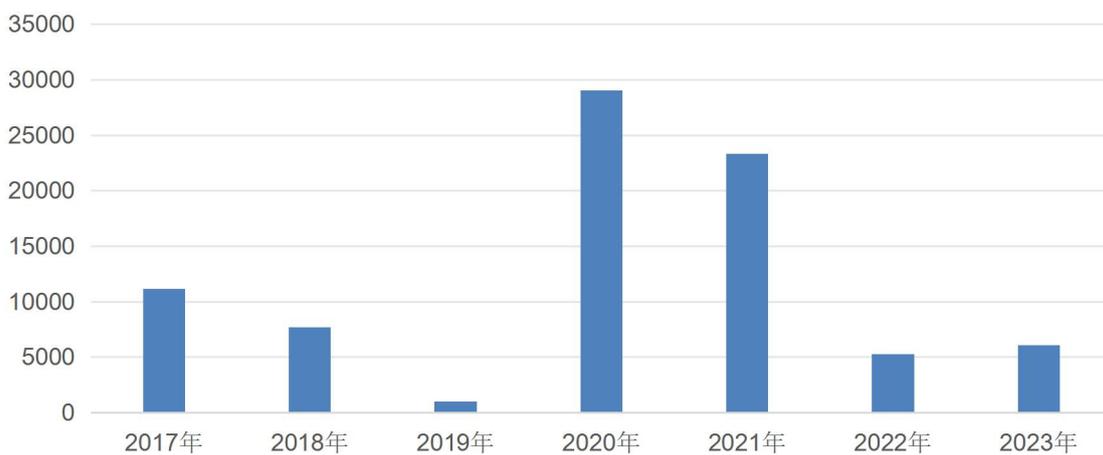
资料来源：新牧网、山西证券研究所

图 13：中国和美国 PSY 走势（单位：头）



资料来源：微猪科技、山西证券研究所

图 14：2017 年以来我国改良用种猪年度进口数量（头）



资料来源：农财宝典、山西证券研究所

2.4 我国生猪行业的集中度还远低于欧美，猪周期不会消失

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美国，我国猪价未来仍将会呈现周期波动特征。人性所在，周期不灭！正如霍华德·马克斯的《周期》一书中提到，促成经济周期、企业周期和市场周期形成的原因主要有三个：自然发生的现象、人类心理的起起伏伏、以及由前面两个因素所导致的人类行为。

图 15：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%	

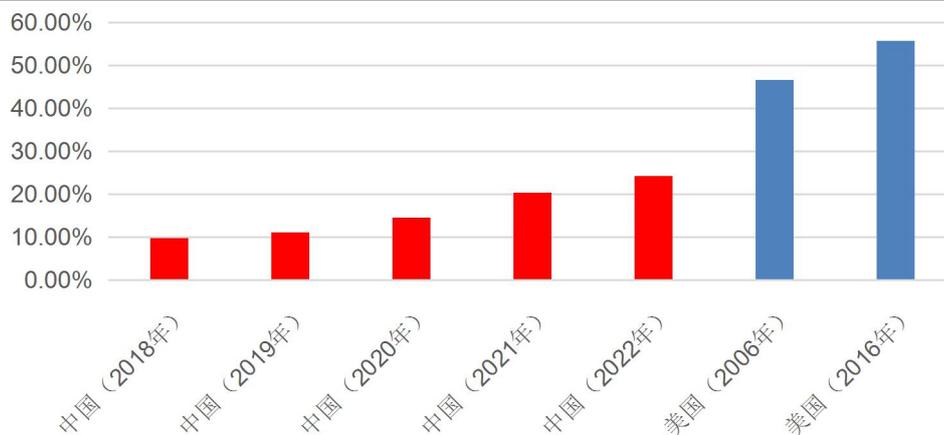
资料来源：Successful Farming、山西证券研究所

图 16：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	

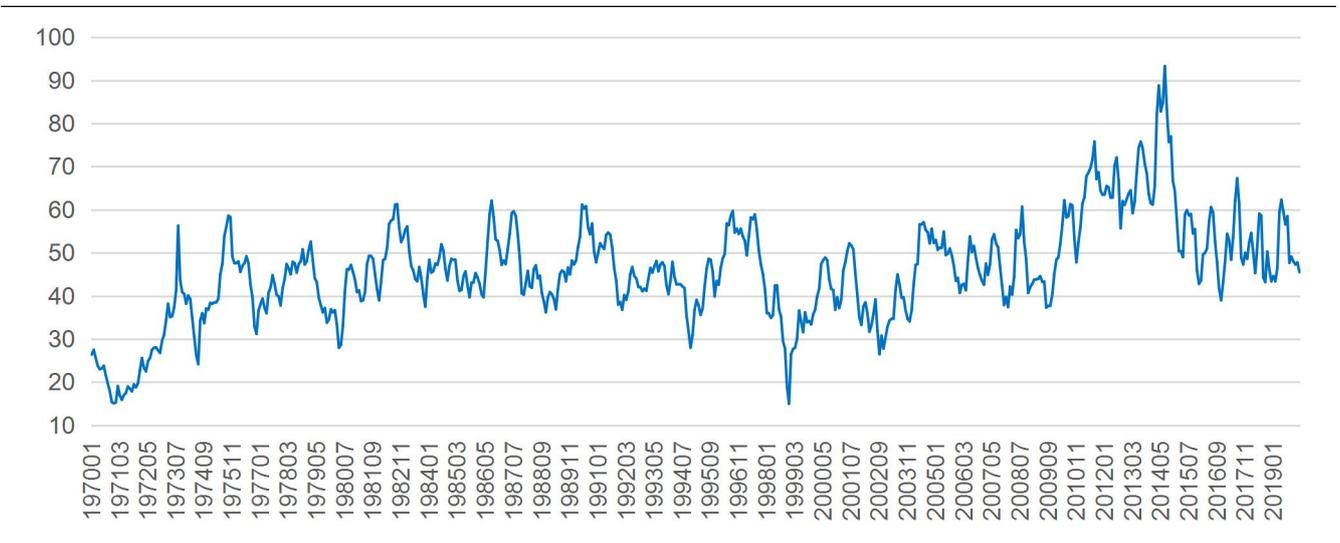
资料来源：猪业高层交流论坛、wind、山西证券研究所

图 17：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

图 18：1970 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

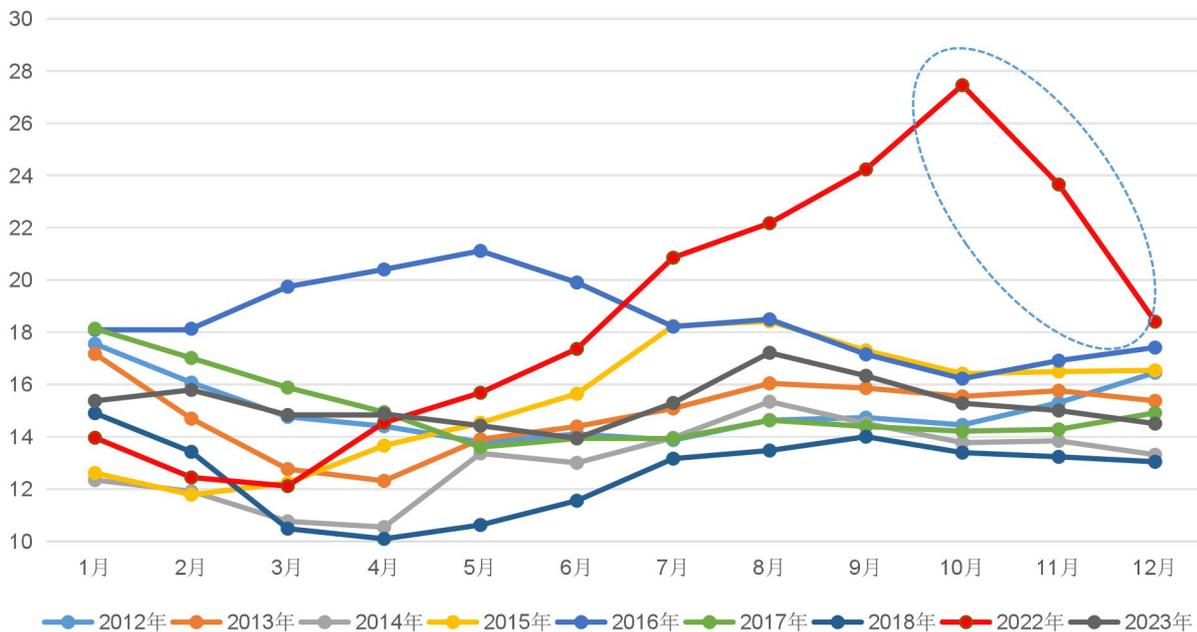
2.5 二次育肥等投机行为或拉高猪价正常周期的高点

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，在二次育肥、养殖户压栏惜售、季节性旺季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。2022 年全年总体呈现出“淡季不淡、旺季不旺”的反常现象，甚至导致产业和资本市场部分出现“错把反弹当反转”的情况。经历过亏损期持续的资金消耗后，相比 2022 年，2023 年 7-8 月的二次育肥对猪价的拉动幅度和持续时间出现大幅度减弱。

我们认为国内生猪行业的二次育肥等投机行为或将继续存在，而且呈现“顺周期”的特征。由

于二次育肥对生猪价格有助涨助跌的影响，从而加大生猪价格的波动区间和运行区间，因此，我们倾向于认为未来猪周期的高点较有可能比 2018 年“非洲猪瘟”发生之前的正常周期高点要高。

图 19：我国月度生猪价格（元/公斤）

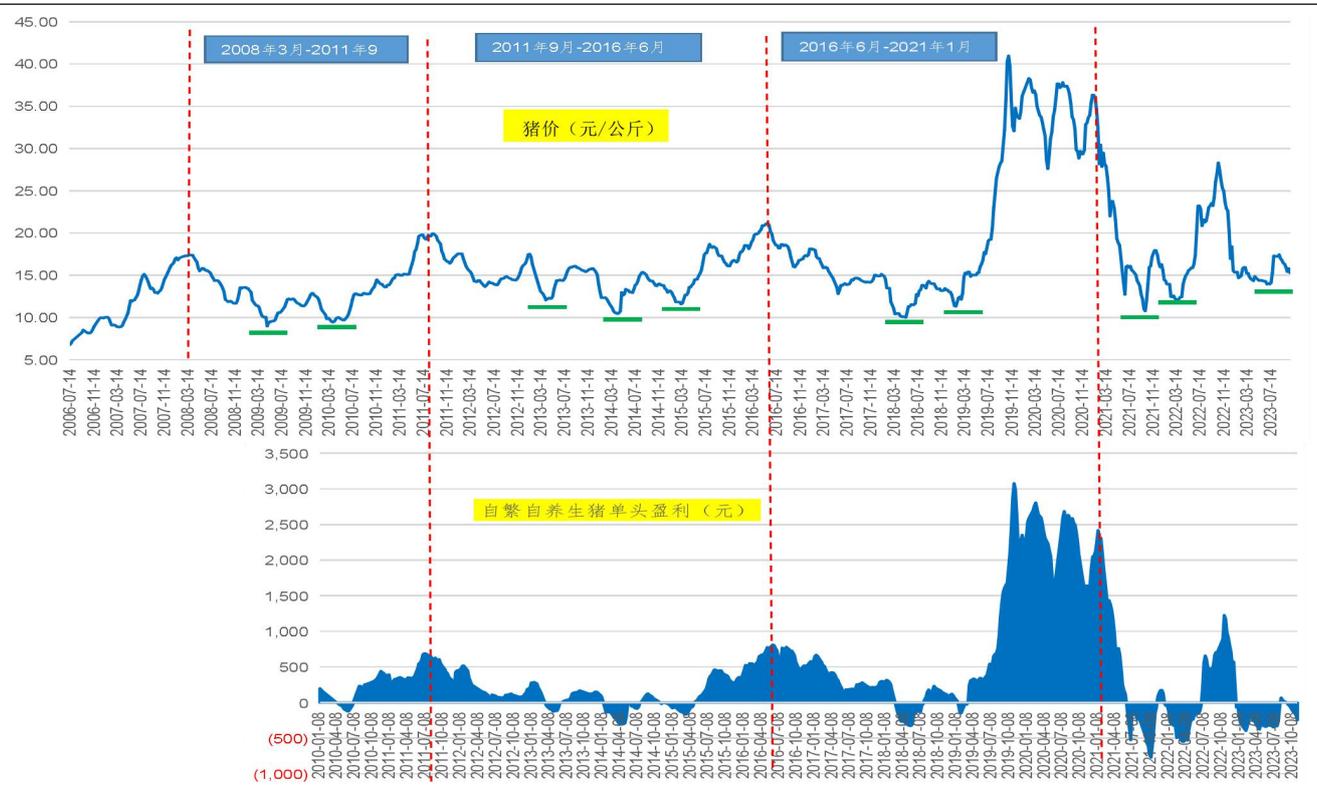


资料来源：Wind、山西证券研究所

2.6 2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，周期磨底或逐渐进入尾声

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”。2021-2023 年本轮周期下行筑底阶段已经历过 3 个“亏损底”。

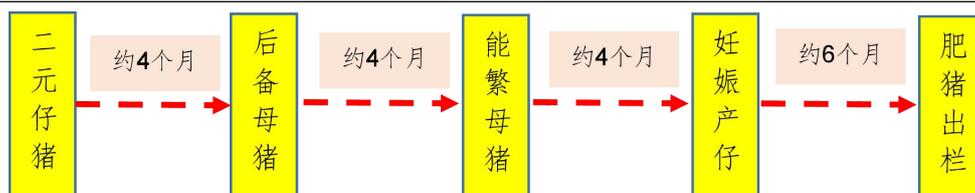
图 20：2006 年-2020 年三轮周期底部，国内猪价出现 2-3 个亏损底



资料来源：Wind、山西证券研究所

2022 年 5 月到 12 月，行业出现高效率母猪的补栏。根据农业农村部统计，2023 年 4-9 月份全国新生仔猪量同比增长 5.9%，这些仔猪在经过 6 个月育肥后将陆续出栏。与此同时，由于春节后是我国猪肉消费的传统淡季，供给的增加和需求的减少可能给猪价带来较大的下行压力。国内生猪养殖行业在 2024 年进入本轮周期的第 4 个“亏损底”，是 2006 年以来首次出现 4 个“亏损底”的周期。

图 21：生猪生产时间周期



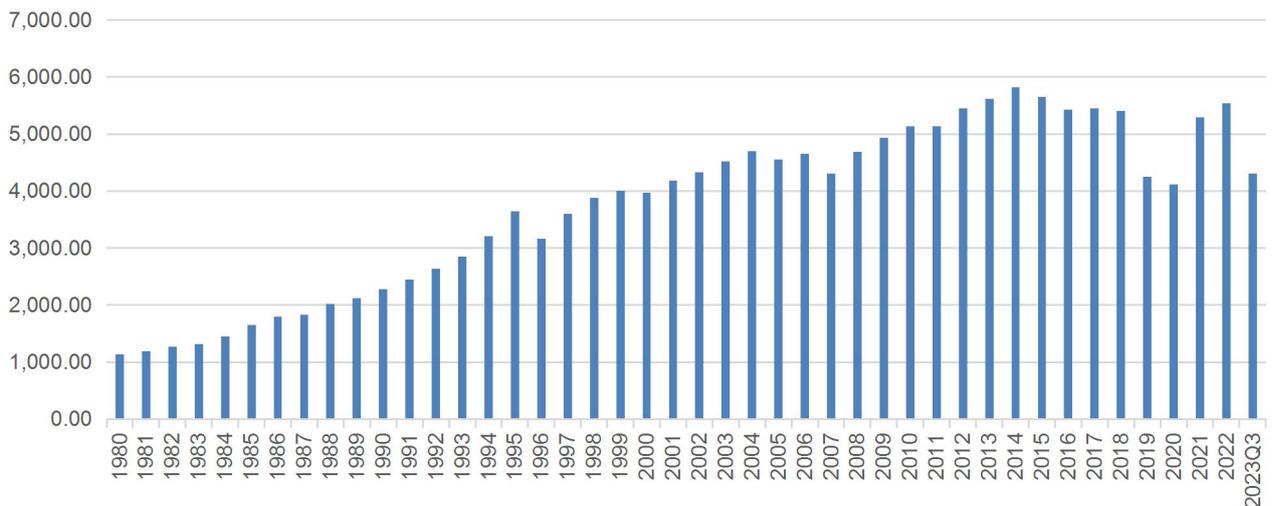
资料来源：中国畜牧业协会、山西证券研究所

图 22：当期猪价和 10 个月前能繁母猪存量的对应关系



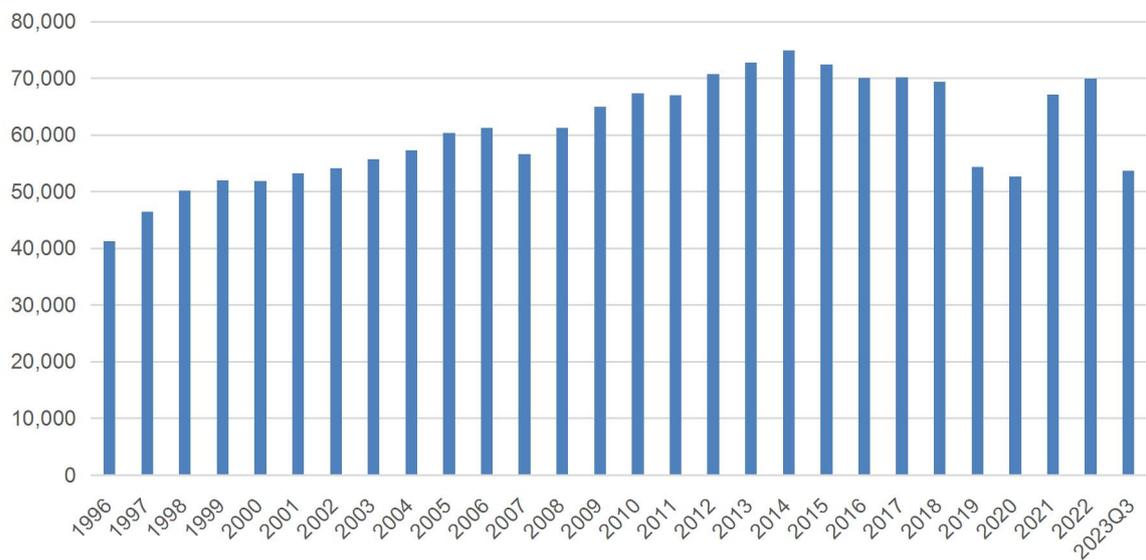
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 23：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 24：我国生猪出栏头数（万头）

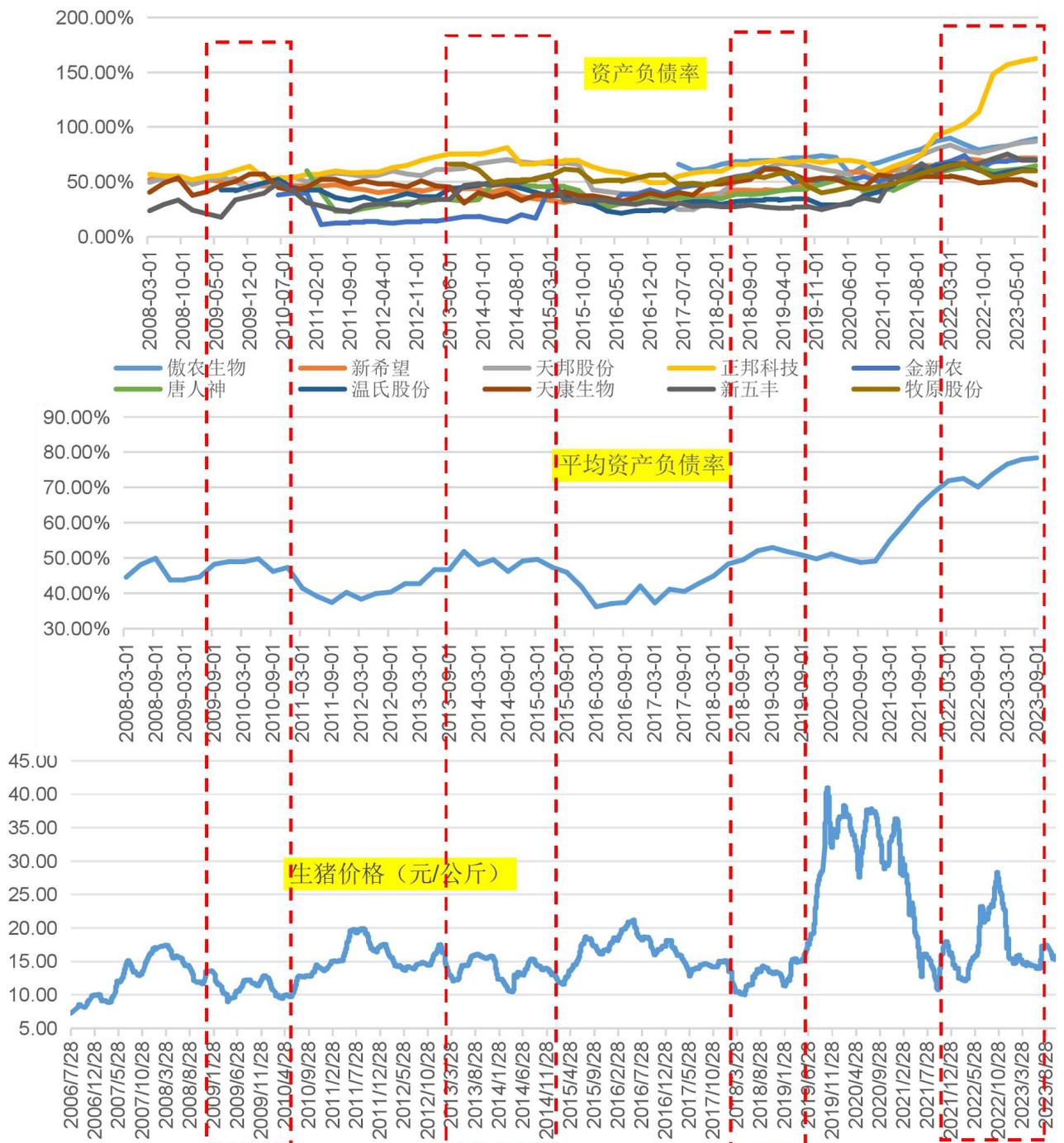


资料来源：Wind、山西证券研究所

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。以上市公司为例，截止 2023Q3，总体负债率处于历史较高位置。

在行业整体资产负债率相对不高的阶段，虽然育肥端有亏损和现金消耗，但可以通过消耗历史盈利阶段留存的储备资金，以及仔猪端的盈利和融资端来补充现金流。历史储备资金、仔猪端盈利、外部融资是 2021 年以来产能去化出现反复或者幅度不够大的重要影响因素。在经历 3 个“亏损底”的持续消耗后，历史盈利和储备资金被亏损侵蚀。资产负债率逐步走高后，财务杠杆率激进的群体融资能力明显下降。此外，2023 年 Q2 以来国内仔猪价格大幅下跌，仔猪端出现明显亏损。上述几个因素走势的逆转或将助推周期磨底逐渐进入尾声。

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

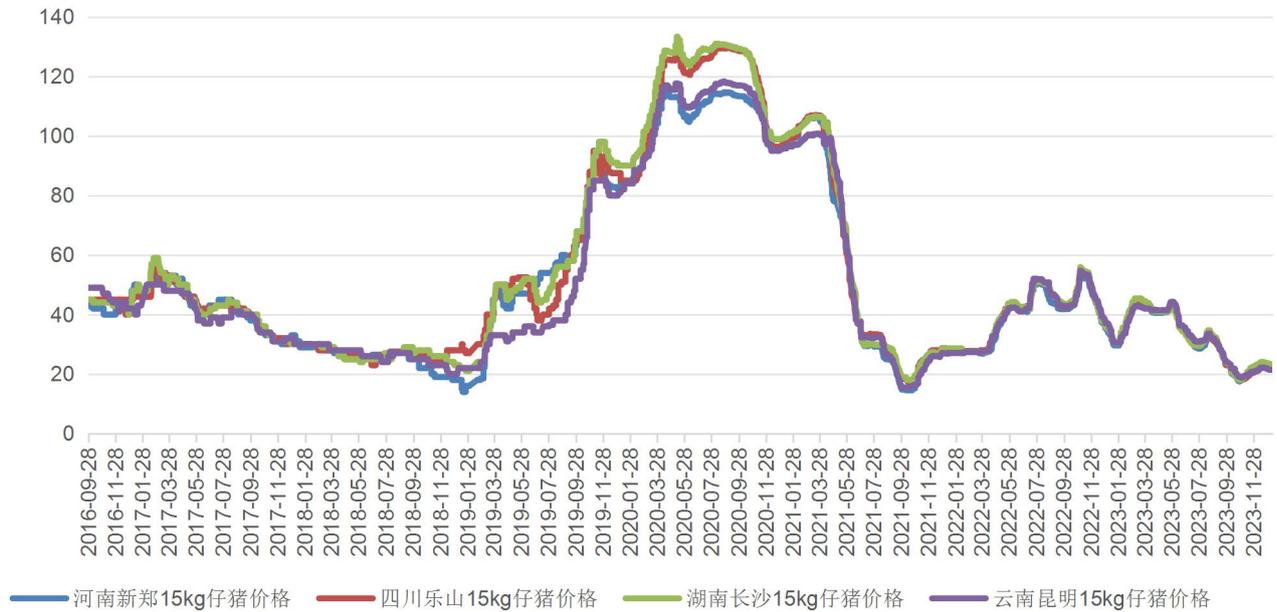
图 26：上市公司 2019Q2-2023Q3 累计归属于母公司股东的净利润情况（百万元）

单季度归属于母公司股东的利润 (百万元)	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2019Q2-2023Q3 累计
傲农生物	4	19	-11	151	187	164	71	162	-325	-340	-1,017	-352	-325	104	-466	-180	-630	-481	-3,264
新希望	895	1,510	1,970	1,627	1,537	1,921	-140	137	-3,552	-2,986	-3,190	-2,879	-1,261	1,433	1,246	-1,686	-1,297	-875	-5,589
天邦股份	-32	379	88	476	1,059	1,289	421	195	-846	-2,046	-1,766	-674	1,257	417	-511	-664	-593	-310	-1,858
正邦科技	139	325	1,597	906	1,512	3,016	311	212	-1,642	-6,197	-11,192	-2,433	-1,852	-3,358	-5,743	-1,179	-815	-825	-27,219
金新农	28	18	106	68	117	140	-193	19	20	-332	-697	-149	-36	146	58	-99	-139	-71	-994
唐人神	40	85	73	213	219	275	244	279	-103	-573	-750	-149	9	174	101	-340	-324	-247	-776
巨星农牧	12	12	3	-3	-17	55	93	231	57	-86	56	-311	47	167	255	-206	-143	6	229
温氏股份	1,843	4,702	7,882	1,892	2,261	4,088	-816	544	-3,041	-7,204	-3,703	-3,763	240	4,209	4,603	-2,749	-1,940	159	9,208
天康生物	51	222	343	335	499	644	243	301	-60	-434	-493	-70	-28	355	44	-14	-433	-57	1,447
新五丰	35	-48	105	100	49	88	46	44	30	-174	-180	-112	-65	25	76	-226	-388	-135	-730
牧原股份	385	1,543	4,727	4,131	6,653	10,204	6,464	6,963	2,563	-822	-1,800	-5,180	-1,503	8,196	11,754	-1,198	-1,581	937	52,434
华统股份	27	15	42	44	31	16	44	77	30	-103	-197	-88	29	104	42	-105	-252	-2	-244

资料来源：Wind、山西证券研究所

仔猪一般需经历过育肥阶段后才会形成市场供给，且育肥阶段需要流动资金的支持，因此仔猪价格一般可以部分反映出养殖场（户）的现金流状况和对未来价格的预期。流动资金是支撑育肥阶段的前提，没有现金流支撑，育肥需求也难以为继。与此同时，如果有现金流但缺乏对未来价格的良好预期，则需求和价格也同时缺乏支撑，例如 2021 年 3 季度末和 4 季度初的仔猪低价阶段。在经历 3 个“亏损底”的持续资金消耗和行业资产负债率居历史高位的当下，国内仔猪价格近期大幅下跌回 2021 年和 2019 年初的低位附近，或意味着养殖场（户）的现金流状况和对未来价格的预期均走向负面。

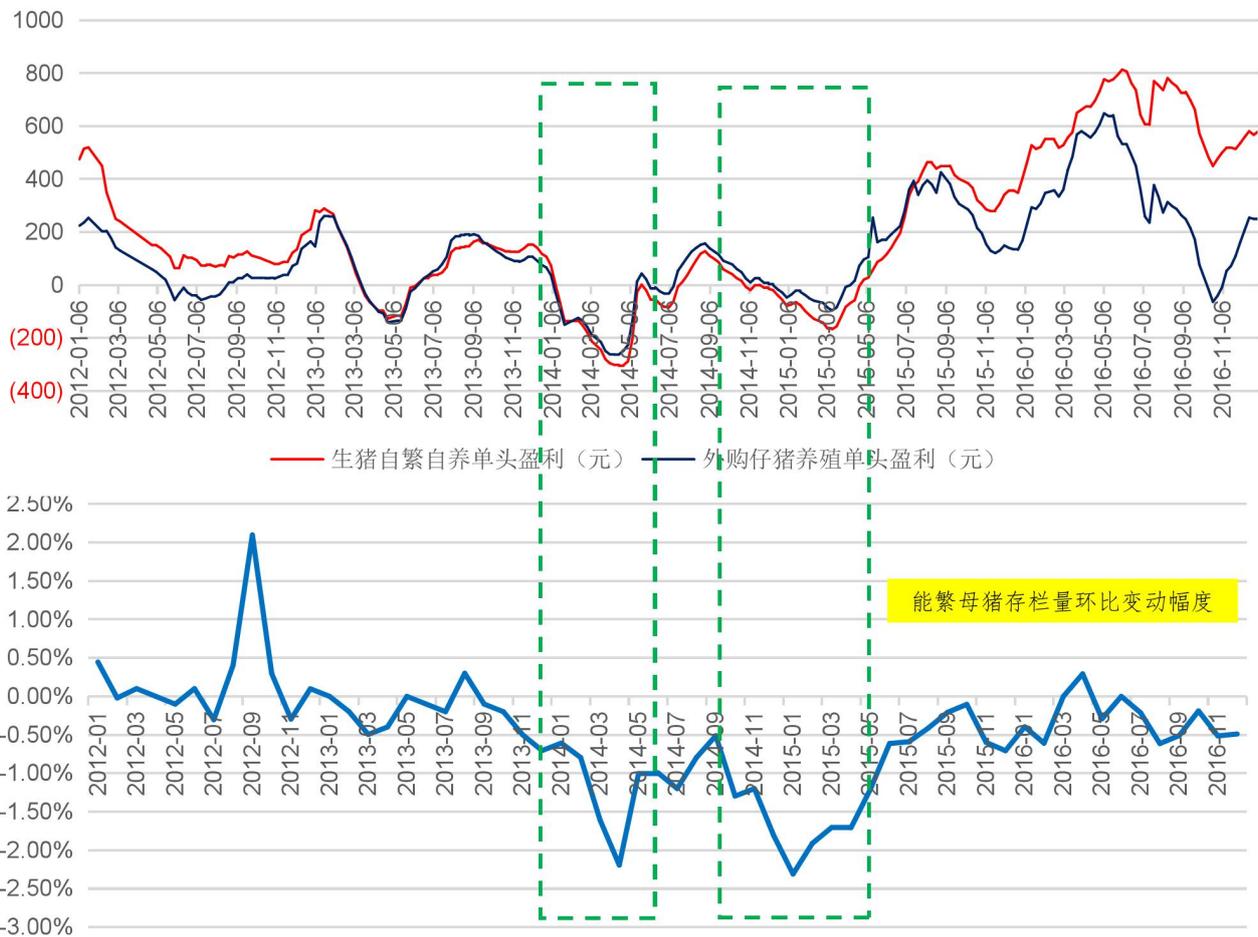
图 27：国内仔猪价格（元/公斤）



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或有望进入加速期。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 28：2013-2015 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

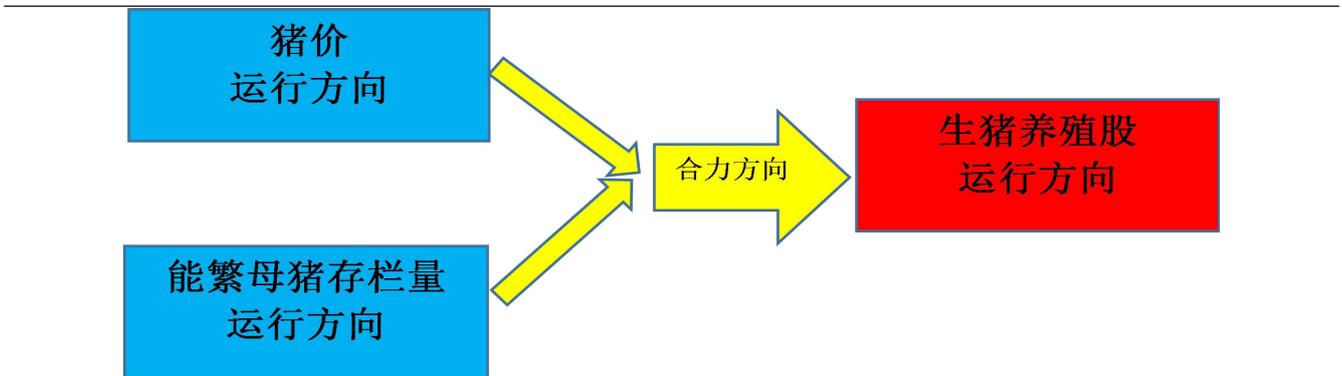


资料来源：Wind、山西证券研究所

2.7 看好生猪养殖股在 2024 年的投资机会

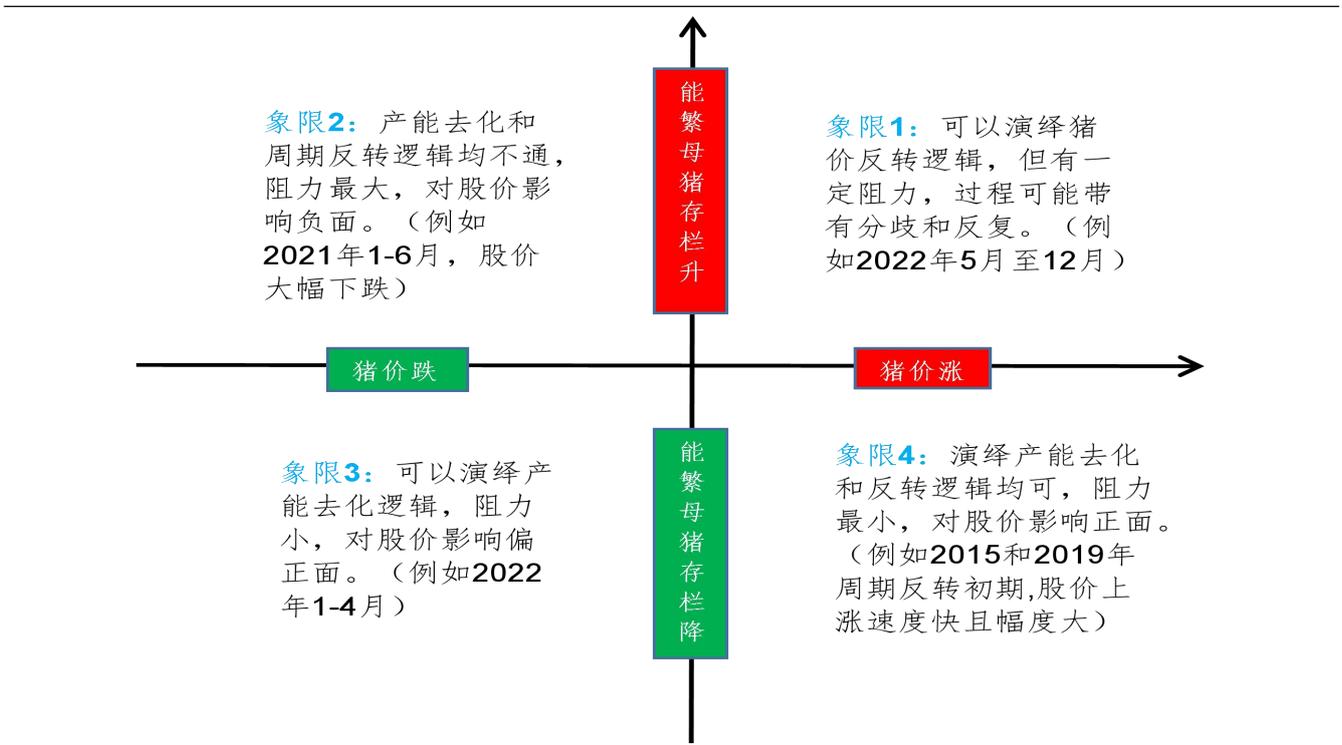
生猪养殖股的逻辑框架：猪价与能繁母猪产能的 4 象限模型。我们认为生猪养殖股的运行方向主要取决于“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个因素的合力方向。沿着“猪价运行方向”和“能繁母猪存栏量运行方向”这两个维度大致可以分为 4 个象限。在猪价周期的运行过程中，这 4 个象限出现轮动，并通过各个象限里的逻辑演绎，影响着生猪养殖股的运行方向。在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，生猪养殖股上涨的驱动力从强到弱依次是：象限 4 > 象限 3 ≥ 象限 1 > 象限 2。

图 29：生猪养殖股运行方向的驱动因素



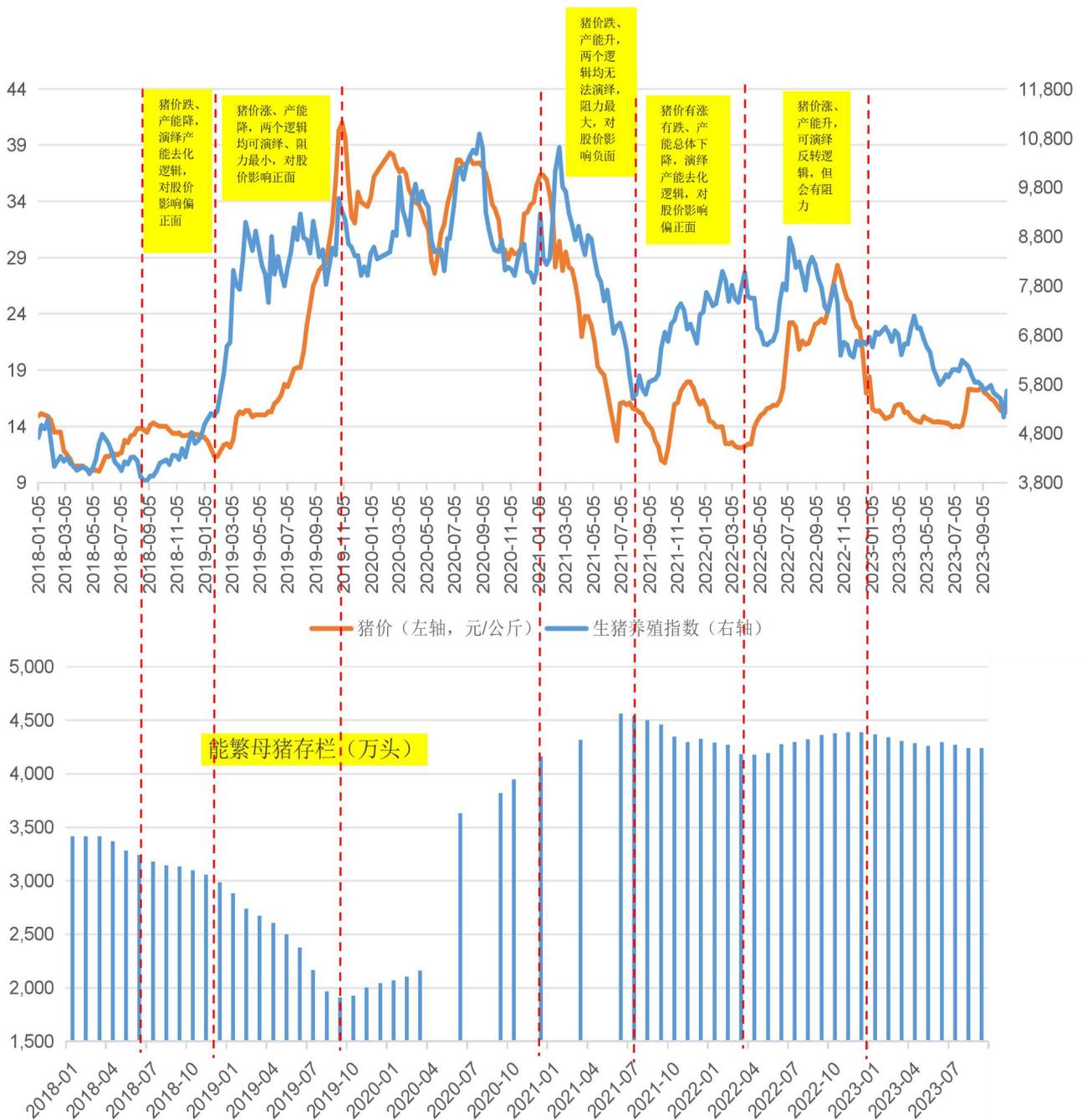
资料来源：山西证券研究所

图 30：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：Wind、山西证券研究所

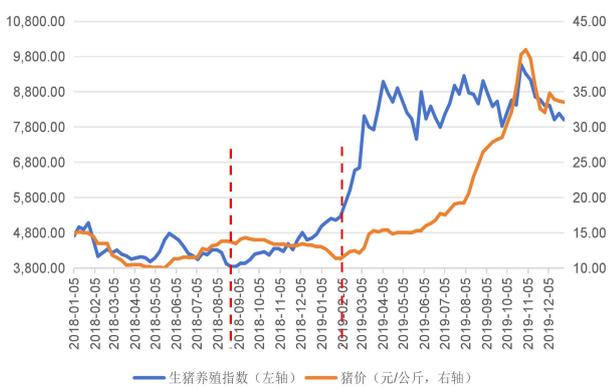
图 31：生猪养殖股在各个阶段的逻辑演绎



资料来源：Wind、山西证券研究所

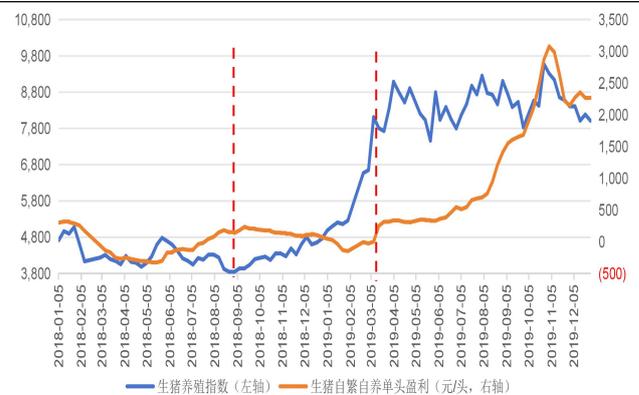
从各轮周期的股价表现来看，生猪养殖股股价的拐点往往领先于猪价的周期拐点。我们首先复盘最近的一轮周期（2018-2021年），猪价周期拐点出现在2019年2月，而生猪养殖指数的拐点出现在2018年8月，生猪养殖指数拐点领先猪价周期拐点6个月左右。与此同时，该轮猪价上升周期启动前一共经历了2018年和2019年两个亏损底，生猪养殖指数的上升周期在2018年的亏损底末端附近已经开始启动，还没等到猪价走出2019年的亏损底，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。

图 32：2018-2019 生猪养殖指数与猪价走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

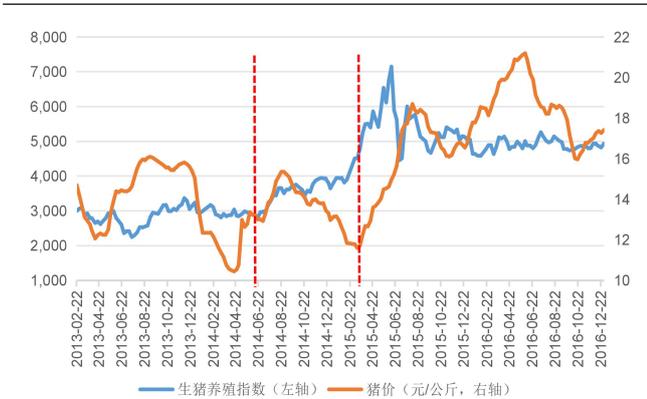
图 33：2018-2019 生猪指数与养殖盈利曲线走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

我们再往前复盘 2013-2016 年那轮周期，猪价周期拐点出现在 2015 年 3 月，而生猪养殖指数的大拐点出现在 2014 年 6 月，生猪养殖指数拐点领先猪价周期拐点 9 个月左右。与此同时，该轮猪价上升周期启动前一共经历了 2013、2014、2015 年 3 个亏损底，生猪养殖指数的上升周期在 2014 年的亏损底期间已经开始启动，还没等到猪价走出 2015 年的亏损底，生猪养殖指数的上升周期已经演绎过半。

图 34：2013-2016 生猪养殖指数与猪价走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 35：2013-2016 生猪指数与养殖盈利曲线走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

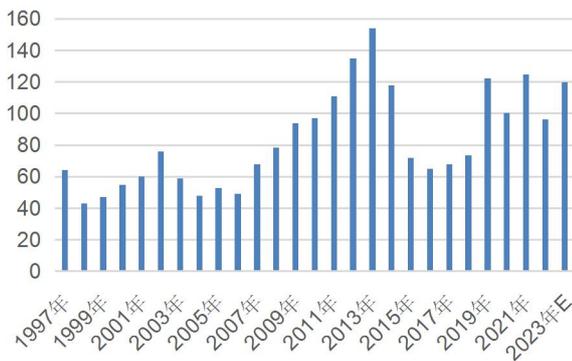
综上所述，参考前两轮周期的经验，猪价周期磨底阶段的倒数第 2 个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。无论是看 2024 年反转，还是看 2025 年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生猪养殖股在第 4 个“亏损底”的投资机会。如果第 4 个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第 4 个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、神农集团、巨星农牧、东瑞股份、新希望等生猪养殖股。根据我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。

3. 家禽养殖板块：建议关注禽业股与生猪养殖股的周期共振机会

3.1 2023 年白羽肉鸡和黄羽肉鸡有所分化

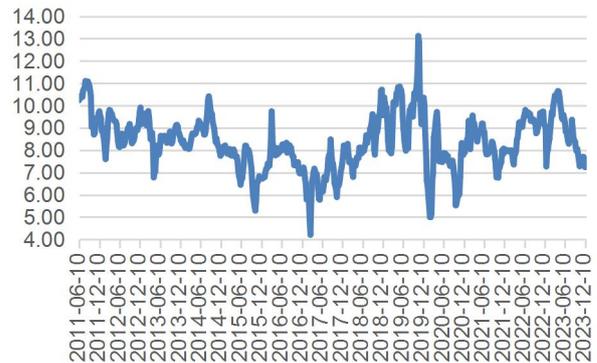
2023 年，白羽肉鸡和黄羽肉鸡板块业绩出现分化。在经历过 2022 年下半年的相对景气后，2023 年国内黄羽肉鸡价格有所回落。与此同时，2023 年以来，国内白羽肉鸡行业景气度同比出现改善趋势。展望 2024 年，前期国内祖代白羽肉鸡更新量下降对下游供给的影响或逐步体现，但同时国内猪肉的供给压力或对鸡肉产品价格带来一定程度的影响。

图 36：我国祖代白羽肉种鸡历史更新数量（万套）



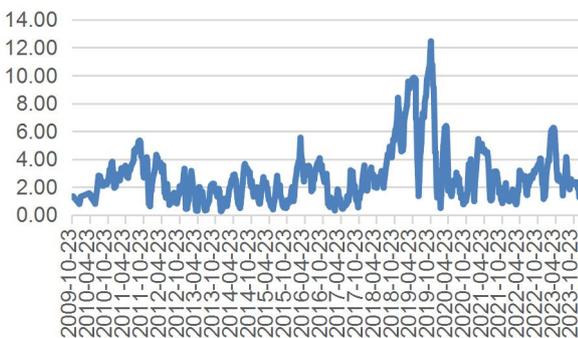
资料来源：禽业协会、山西证券研究所

图 37：我国白羽肉鸡主产区均价（元/公斤）



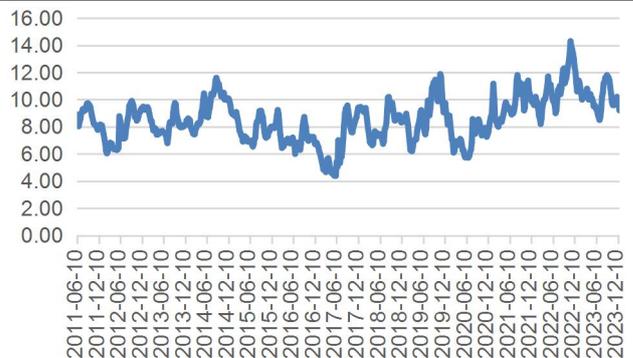
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 38：白羽商品代肉鸡苗均价（元/羽）



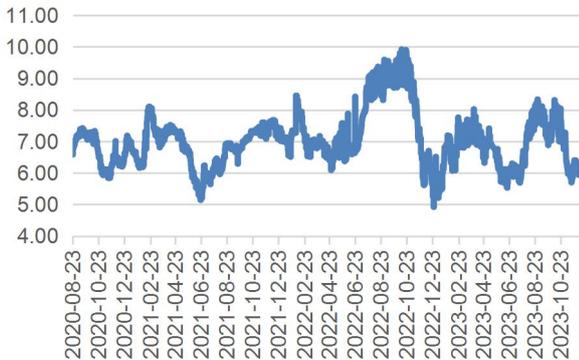
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 39：鸡蛋市场零售价（元/公斤）



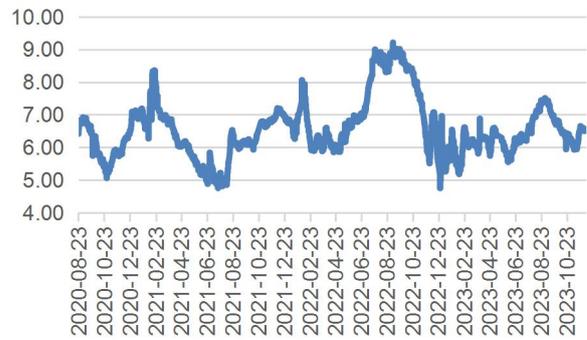
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 40：中速黄羽鸡价格（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所，截止 2023 年 12 月 6 日

图 41：快大黄羽鸡价格（元/斤）



资料来源：Wind、山西证券研究所，截止 2023 年 12 月 6 日

图 42：家禽养殖上市公司业绩情况（当年累计）

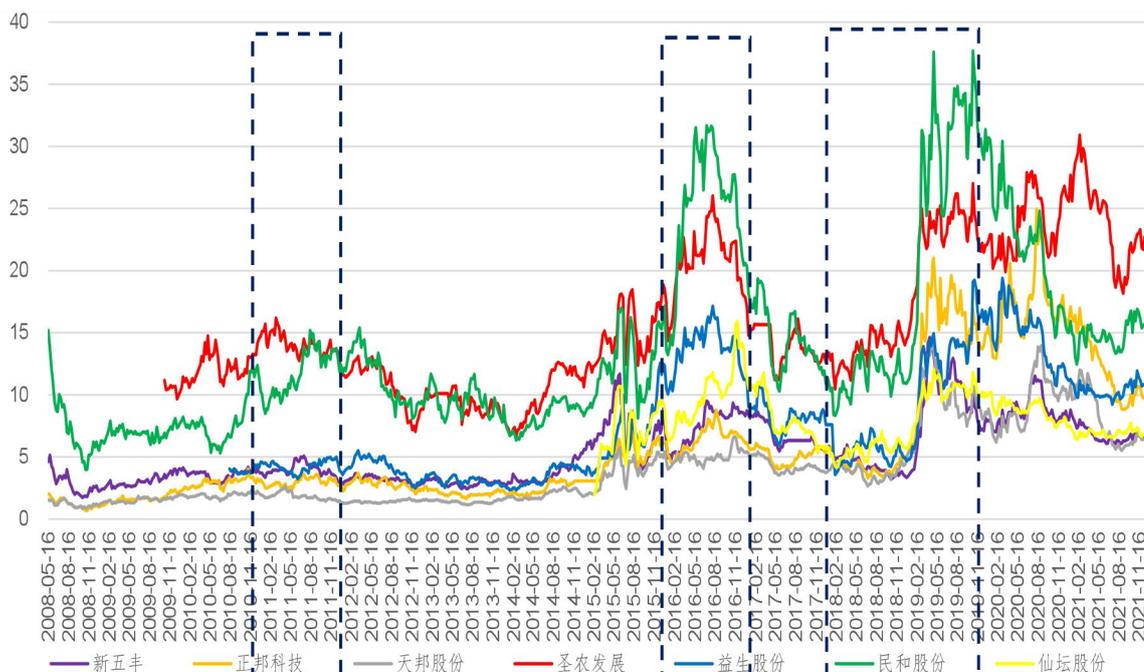
归母净利润（百万元）	2021-12-31	2022-03-31	2022-06-30	2022-09-30	2022-12-31	2023-03-31	2023-06-30	2023-09-30
温氏股份	-13,404.36	-3,763.30	-3,523.53	685.54	5,289.01	-2,749.10	-4,688.74	-4,529.81
圣农发展	448.24	-65.33	-98.80	192.23	410.90	89.45	426.39	739.56
立华股份	-395.59	-177.58	-155.13	649.94	890.77	-390.93	-591.59	-284.71
益生股份	28.45	-288.01	-370.28	-402.41	-367.05	313.83	564.92	683.62
民和股份	47.61	-182.87	-297.35	-332.02	-452.06	56.86	-39.90	-118.05
湘佳股份	25.68	11.69	4.88	97.23	105.87	-28.25	-83.51	-55.72
仙坛股份	82.14	-43.74	16.84	102.36	128.36	92.05	203.28	266.81
晓鸣股份	81.85	13.64	21.22	17.88	7.32	-11.10	-35.92	-79.77
华英农业	-2,538.05	-38.49	130.72	-219.42	-597.02	4.79	13.45	16.01

资料来源：Wind、山西证券研究所

3.2 建议关注禽业股与生猪养殖股的周期共振机会

从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和 PB 估值周期的底部区域，已经具备配置价值。

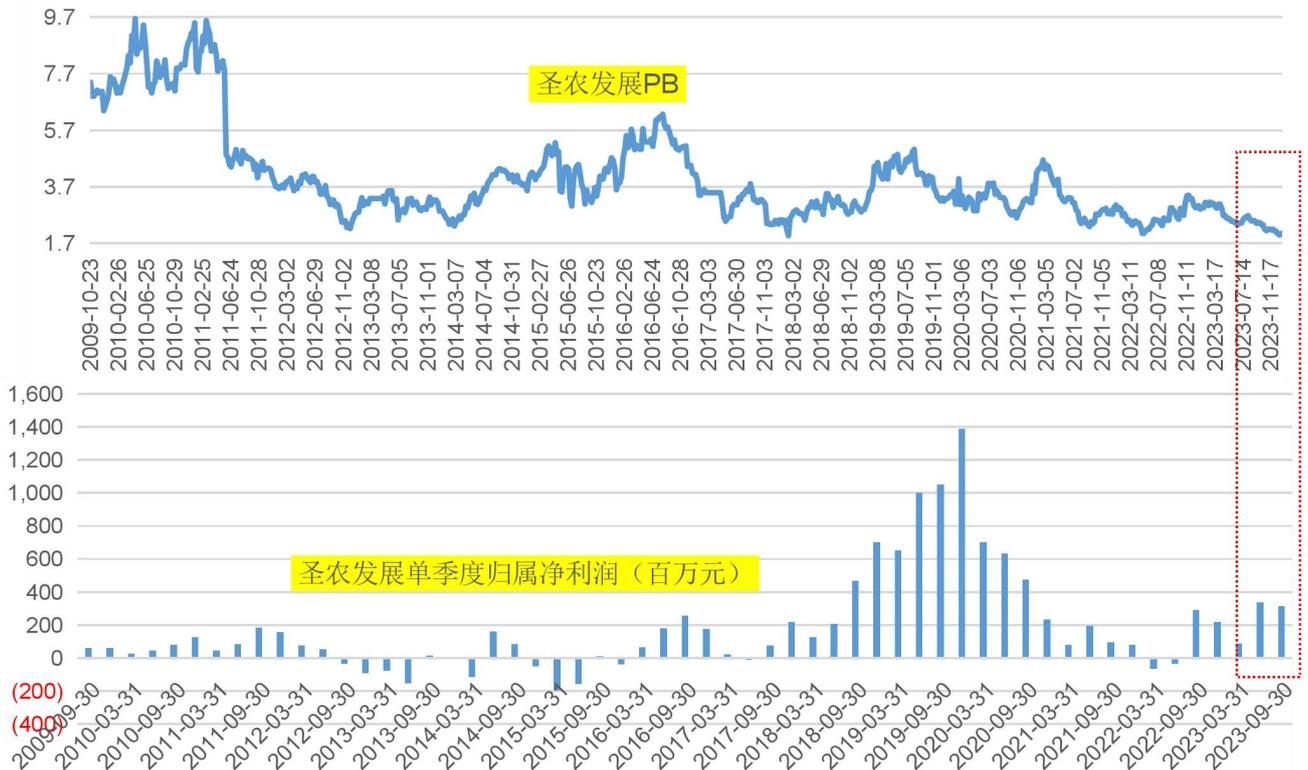
图 43：2009-2021 年生猪和肉鸡股价周期的历史走势



归属于母公司股东的利润（百万元）	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年Q3
新五丰	8	22	15	72	21	14	-49	37	197	45	-36	63	283	-100
正邦科技	33	54	58	119	80	-30	41	311	1,046	526	193	1,647	5,744	-7,627
天邦股份	89	53	39	30	45	117	32	110	373	262	-572	100	3,245	-2,696
温氏股份	971	869	1,920	4,638	2,733	554	2,664	6,205	11,790	6,751	3,957	13,967	7,426	-9,701
圣农发展	181	200	278	468	3	-220	76	-388	679	315	1,505	4,093	2,041	368
益生股份	71	81	47	234	11	-289	24	-401	562	-310	363	2,176	92	229
民和股份	52	-42	44	187	-82	-245	63	-316	154	-291	381	1,610	67	166

资料来源：Wind、山西证券研究所

图 44：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

4. 饲料板块：建议重视后周期的布局机会

4.1 2023 饲料行业总体向好、结构分化，2024 水产饲料或恢复性增长

根据中国饲料工业协会披露的月度和季度行业产量数据，2023 年 1-11 月全国工业饲料产量估计约 28691 万吨，同比增长约 7%。具体到饲料细分品种，猪饲料和肉禽饲料表现最为突出。

图 45：我国历年饲料总产量及增速

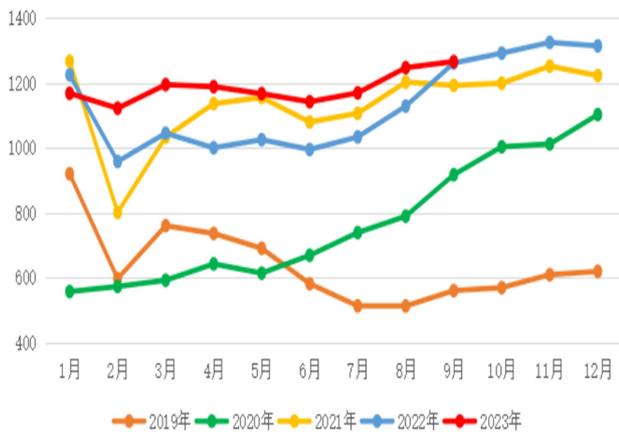


资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

从前 3 季度来看，全国猪饲料产量 10660 万吨，同比增长 10.3%，其中仔猪饲料、母猪饲料、育肥猪饲料同比分别增长 9.5%、9.1%、12.6%。前 3 季度肉禽饲料产量 6882 万吨，同比增长 4.9%，其中肉鸡、肉鸭饲料同比分别增长 5.2%、4.2%。前 3 季度蛋禽饲料产量 2386 万吨，同比增长 0.2%，其中蛋鸡饲料同比下降 2.6%，蛋鸭饲料增长 6.2%。受年初正常养殖节奏被打乱，叠加消费回暖不及预期，水产品压塘去产能缓慢等因素影响，2023 年水产行情持续低迷，水产饲料需求不及预期，前 3 季度水产饲料产量 1876 万吨，同比下降 9.3%，其中淡水养殖、海水养殖饲料同比分别下降 10.6%、0.1%。展望 2024 年，综合考虑生猪、蛋禽、肉禽、水产和反刍等周期趋势和同比基数，我们预计饲料行业 2024 年最大的亮点或在于水产饲料的恢复性增长。

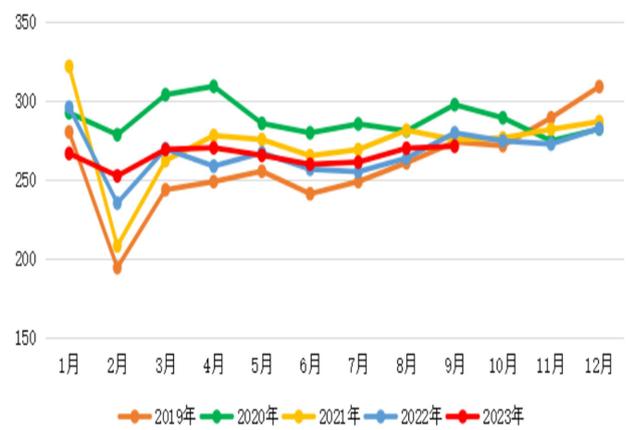


图 46：全国猪饲料各年月度产量（万吨）



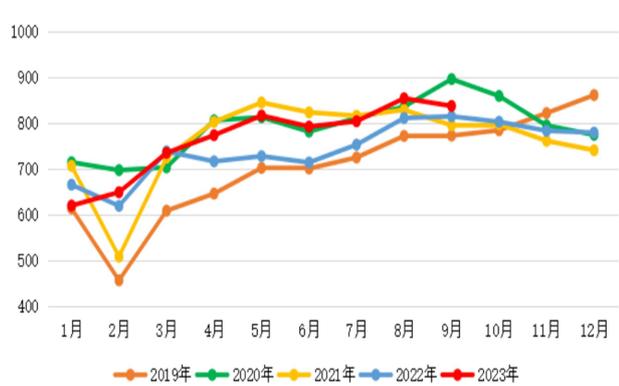
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 47：全国蛋禽饲料各年月度产量（万吨）



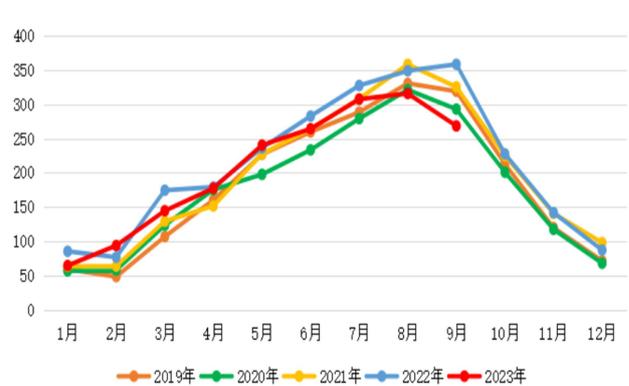
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 48：全国肉禽饲料各年月度产量（万吨）



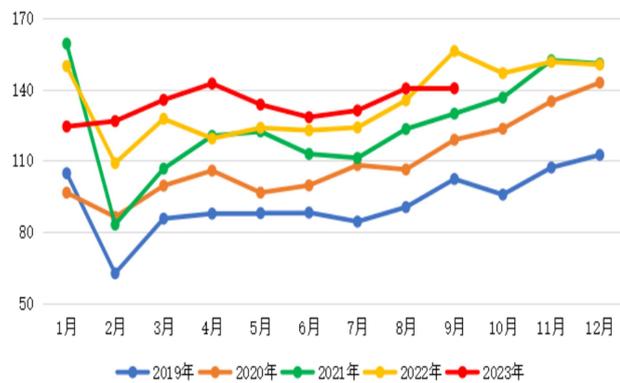
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 49：全国水产饲料各年月度产量（万吨）



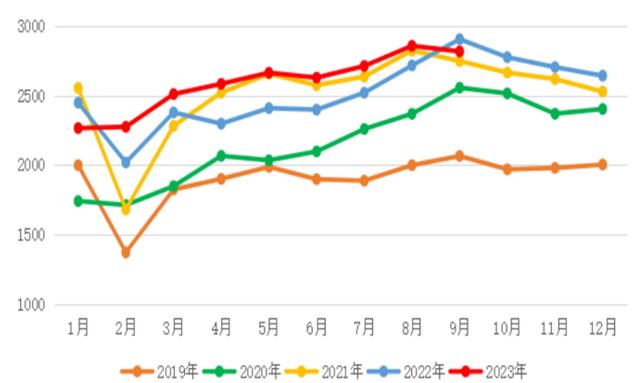
资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 50：全国反刍饲料各年月度产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 51：全国月度饲料总产量（万吨）



资料来源：中国饲料工业协会、山西证券研究所

4.2 2024 年饲料原料价格压力同比或继续趋缓

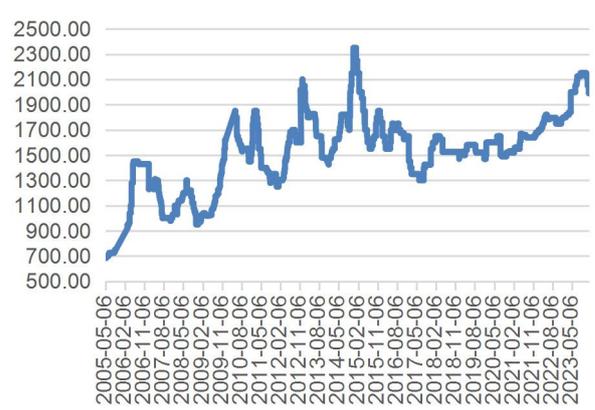
2023 年，随着全球主要粮食农作物逐渐进入增产通道，年初以来小麦玉米豆粕等原料价格均呈现高位出震荡回调的趋势。展望 2024 年，我们认为上游原料供需压力有望延续边际减小的趋势，2024 年饲料原料价格压力同比或继续趋缓。

图 52：国内玉米现货价（元/公斤）



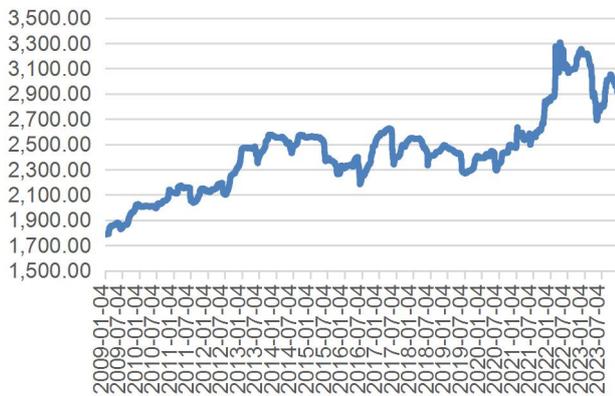
资料来源：Wind、山西证券研究所，截止 2023 年 12 月 15 日

图 53：鱼粉国际现货价（美元/吨）



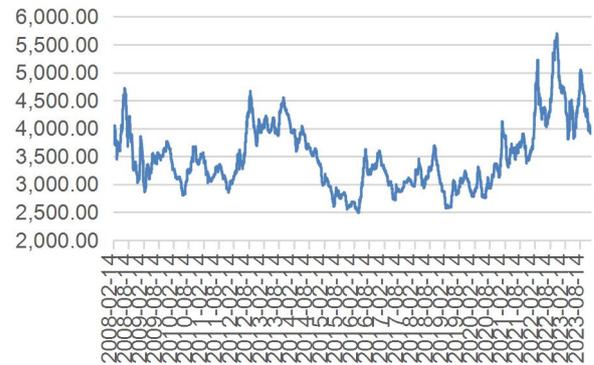
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 54：国内小麦现货价（元/吨）



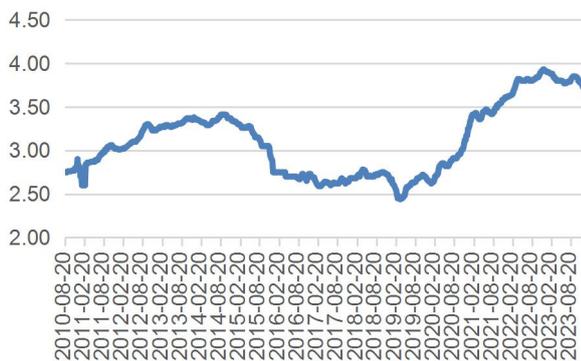
资料来源：Wind、山西证券研究所

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

4.3 建议 2024 年重视饲料板块作为后周期品种的布局时机

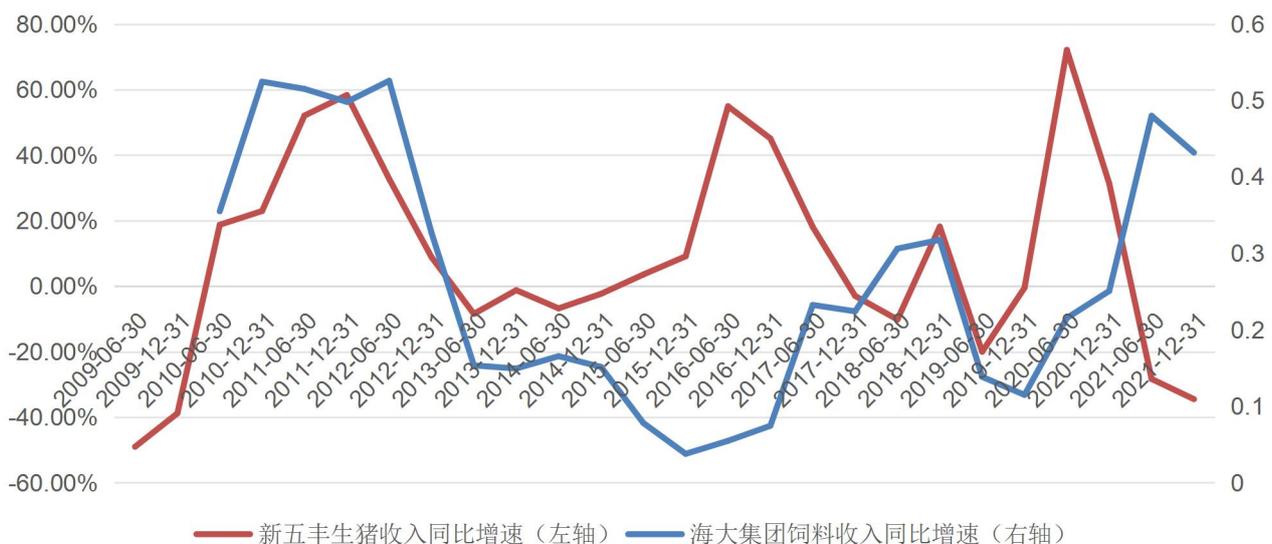
从业绩周期和股价表现两个维度来看，饲料板块相对于养殖板块均呈现明显的后周期特征。在生猪养殖行业周期磨底逐渐进入末端的趋势下，建议在 2024 年要重视饲料板块作为后周期品种的布局时机，尤其是估值已经处于历史底部区域的优质公司，如海大集团。

图 58：生猪价格与鲫鱼草鱼等水产品价格的走势



资料来源：Wind、山西证券研究所，数据截止 2023 年 12 月 15 日

图 59：海大集团饲料收入同比增速与新五丰生猪收入同比增速的走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

图 60：海大集团股价和生猪养殖指数的历史走势



资料来源：Wind、山西证券研究所

5. 种子和种植板块：增产为主旋律

5.1 全国杂交玉米和杂交水稻种子增产明显，供给压力增加

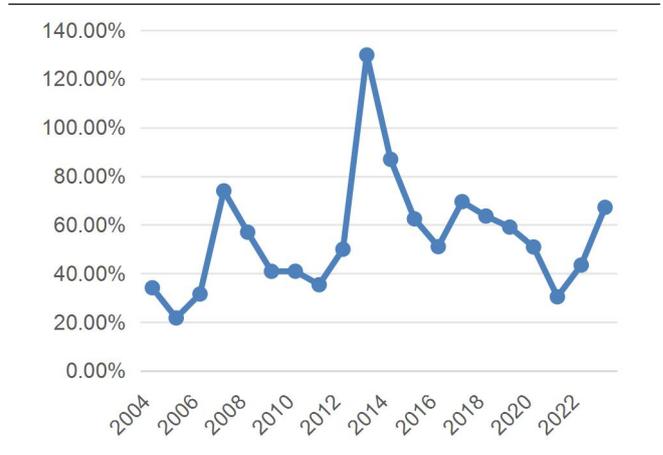
根据全国农技推广服务中心的统计，2023年全国杂交玉米制种面积462万亩，预计全国新产玉米种子17.5亿公斤，同比增加3.9亿公斤，增幅29%。加上前期有效库存2.9亿公斤，预计2024年杂交玉米种子总供应量20.4亿公斤，总需求量12.2亿公斤，期末余额8.2亿公斤，供大于求的压力有所增加。

图 61：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、农财网种业宝典、山西证券研究所

图 62：全国杂交玉米库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

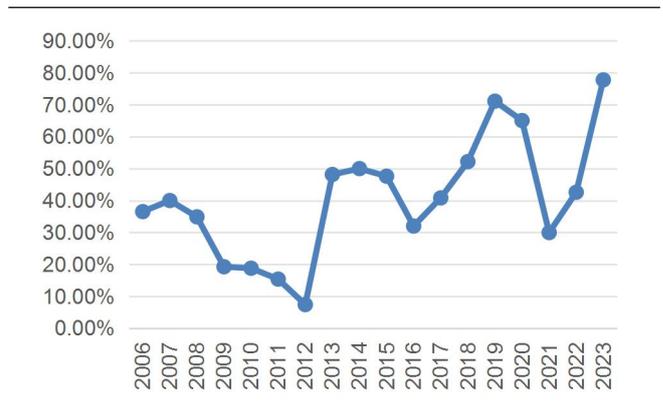
根据全国农技推广服务中心的统计，2023 年全国杂交稻制种落实面积 216 万亩，同比增加 19 万亩，增幅 9.6%。预计 2023 年全国新产杂交稻种子约 4.1 亿公斤，同比增 1.3 亿公斤，增幅 46.4%。加上前期有效库存 0.7 亿公斤，预计 2024 年杂交稻种子总供应量 4.8 亿公斤，总需求量 2.7 亿公斤（含出口 0.3 亿），期末余额 2.1 亿公斤，严重供过于求，其中早稻供需平衡，中稻、晚稻积压严重。

图 63：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、农财网种业宝典、山西证券研究所

图 64：全国杂交水稻库存消费比趋势



资料来源：Wind、全国农技推广服务中心、农财网种业宝典、山西证券研究所

5.2 全球主要粮食作物逐渐进入增产通道，价格压力有望趋缓

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、大豆、大米等产量均有不同程度的增长。

图 65：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(12月值)
期初库存	百万吨	174.80	209.78	311.44	351.96	340.97	322.37	307.42	292.95	310.51	300.10
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	1,217.27	1,157.24	1,222.07
进口	百万吨	125.17	139.25	135.59	149.93	164.42	167.76	184.86	184.45	172.14	191.53
饲料消费	百万吨	584.70	601.78	656.07	672.36	703.88	715.65	723.87	744.55	729.99	761.30
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	1,199.70	1,167.66	1,206.95
出口	百万吨	142.20	119.74	160.05	148.24	181.71	172.33	182.70	206.59	180.98	201.46
期末库存	百万吨	209.82	215.00	350.63	341.60	321.07	306.48	292.83	310.51	300.10	315.22
库存消费比	%	21.39%	22.21%	32.34%	31.33%	28.05%	26.99%	25.60%	25.88%	25.70%	26.12%
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(12月值)
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	206.04
产量	百万吨	215.65	224.63	263.61	259.07	257.17	260.78	260.67	272.55	277.20	277.00
进口	百万吨	5.52	3.17	2.46	3.46	4.48	7.58	29.51	21.88	18.71	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
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
出口	百万吨	0.01	0.00	0.08	0.02	0.02	0.01	0.00	0.00	0.01	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	206.04	202.02
库存消费比	%	49.74%	50.93%	87.46%	84.61%	76.70%	72.13%	72.18%	71.87%	68.91%	66.45%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 66：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(12月值)
期初库存	百万吨	61.65	77.89	80.41	94.83	100.66	114.10	95.10	100.26	98.00	101.92
产量	百万吨	319.60	313.77	349.31	342.09	361.04	339.89	368.60	360.43	374.39	398.88
进口	百万吨	124.36	133.33	144.22	153.26	145.88	164.97	165.49	155.52	164.78	167.65
压榨量	百万吨	264.07	275.36	287.28	294.64	298.53	312.48	315.82	314.50	313.41	329.50
国内消费总计	百万吨	301.85	314.15	330.61	338.07	344.28	358.40	363.97	363.97	364.13	383.96
出口	百万吨	126.22	132.56	147.50	153.07	148.83	165.06	164.86	154.25	171.12	170.29
期末库存	百万吨	77.53	78.28	95.82	99.05	114.48	95.49	100.35	98.00	101.92	114.21
库存消费比	%	25.68%	24.92%	28.98%	29.30%	33.25%	26.64%	27.57%	26.93%	27.99%	29.75%
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(12月值)
期初库存	百万吨	13.85	17.01	17.14	20.12	23.06	19.46	24.61	30.86	29.25	33.79
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
进口	百万吨	78.35	83.23	93.50	94.10	82.54	98.53	99.74	90.50	100.85	102.00
压榨量	百万吨	74.50	81.50	88.00	90.00	85.00	91.50	93.00	87.90	95.00	98.00
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	116.50	120.50
出口	百万吨	0.14	0.11	0.11	0.13	0.12	0.09	0.07	0.10	0.09	0.10
期末库存	百万吨	17.01	16.91	20.66	23.06	19.46	26.80	31.15	29.25	33.79	35.69
库存消费比	%	19.51%	17.80%	19.96%	21.69%	19.08%	24.54%	27.63%	26.98%	29.00%	29.62%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 67：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(12月值)
期初库存	百万吨	194.89	217.89	244.38	262.70	287.18	280.69	299.66	284.43	272.31	269.85
产量	百万吨	728.07	735.21	756.41	762.88	731.00	762.21	774.41	780.01	789.66	783.01
进口	百万吨	159.07	170.19	178.92	180.86	171.27	188.17	194.80	199.93	211.74	206.73
饲料消费	百万吨	131.60	136.50	147.56	146.52	139.25	139.19	163.70	161.12	154.81	158.89
国内消费总计	百万吨	705.38	711.61	739.84	742.05	734.81	747.40	787.74	792.13	792.12	794.66
出口	百万吨	164.45	172.84	183.35	182.47	173.67	194.33	203.35	202.76	220.48	207.19
期末库存	百万吨	217.58	241.49	260.95	283.53	283.37	295.50	286.33	272.31	269.85	258.20
库存消费比	%	30.85%	33.94%	35.27%	38.21%	38.56%	39.54%	36.35%	34.38%	34.07%	32.49%
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(12月值)
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	138.82
产量	百万吨	126.21	130.19	133.27	134.33	131.43	133.60	134.25	136.95	137.72	137.00
进口	百万吨	1.93	3.48	4.41	3.94	3.15	5.38	10.62	9.57	13.28	12.50
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	37.00
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	153.50
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
期末库存	百万吨	76.11	97.04	114.93	131.20	139.77	150.02	139.12	136.76	138.82	133.92
库存消费比	%	65.33%	86.64%	96.58%	108.43%	111.82%	119.06%	89.75%	92.41%	93.80%	87.24%

资料来源：USDA、山西证券研究所

图 68：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(12月值)
期初库存	百万吨	113.87	127.89	142.58	149.90	163.74	176.61	181.64	187.48	182.75	174.74
产量	百万吨	478.55	472.94	490.94	494.84	497.34	498.91	509.32	513.08	512.98	518.07
进口	百万吨	41.12	38.33	41.21	46.59	43.97	42.32	46.46	54.48	54.13	49.35
国内消费总计	百万吨	477.49	468.11	483.55	482.17	484.59	493.75	503.65	517.81	520.99	525.05
出口	百万吨	43.58	40.34	47.19	47.25	43.90	43.41	51.17	56.90	54.05	51.97
期末库存	百万吨	114.93	132.72	149.97	162.57	176.49	181.77	187.31	182.75	174.74	167.76
库存消费比	%	24.07%	28.35%	31.01%	33.72%	36.42%	36.81%	37.19%	35.29%	33.54%	31.95%
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(12月值)
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	106.60
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
进口	百万吨	4.70	4.80	5.30	5.50	3.20	2.60	4.22	5.95	4.38	2.80
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	154.99	151.90
出口	百万吨	0.43	0.27	0.81	1.36	2.77	2.60	2.22	2.08	1.74	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	106.60	104.50
库存消费比	%	39.75%	55.75%	69.48%	76.49%	80.46%	80.22%	77.52%	72.27%	68.78%	68.80%

资料来源：USDA、山西证券研究所

6. 投资建议

参考前两轮周期的经验，猪价周期磨底阶段的倒数第 2 个“亏损底”或是布局生猪养殖股大周期机会的较好时机，而不是最后一个“亏损底”，更不是等到养殖行业进入盈利期以后。无论是看 2024 年反转，还是看 2025 年反转，根据上述养殖股的演绎规律，我们认为均应重视生

猪养殖股在第4个“亏损底”的投资机会。如果第4个“亏损底”是最后一个底，则养殖股后续演绎逻辑有可能逐渐从“产能去化”阶段进入“周期反转”阶段。悲观情景下，若第4个“亏损底”是倒数第二个亏损底，则仍是布局生猪养殖股大周期机会的良好时机。我们推荐温氏股份、唐人神、神农集团、巨星农牧、东瑞股份、新希望等生猪养殖股。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，维持“买入-A”评级。我们预计饲料行业2024年最大的亮点或在于水产饲料的恢复性增长。此外，从业绩周期和股价表现两个维度来看，饲料相对于养殖均呈现明显的后周期特征。在生猪养殖行业周期磨底逐渐进入末端的趋势下，饲料作为后周期品种，在2024年或迎来布局良机。我们看好海大集团，公司目前估值已经处于历史底部区域。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。

推荐圣农发展，维持“买入-B”评级。从过去三轮周期的历史复盘来看，肉鸡养殖股历史大级别行情更多来源于生猪和肉鸡的“周期共振”。站在目前时点，从周期角度，圣农发展正处于业绩周期和PB估值周期的底部区域，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 69：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	2022A	2023E	2024E	
002311	海大集团	2,954	3,092	4,368	1.78	1.86	2.63	24	23	16	买入-A
002299	圣农发展	411	1,026	2,131	0.33	0.82	1.71	50	20	10	买入-B
300498	温氏股份	5,289	-1,158	6,136	0.80	-0.17	0.92	25	-118	22	买入-B
002567	唐人神	135	-698	212	0.09	-0.49	0.15	82	-15	49	增持-B
001201	东瑞股份	43	-376	102	0.20	-1.77	0.48	113	-13	47	增持-B
603477	巨星农牧	158	-243	510	0.31	-0.48	1.01	118	-76	36	增持-B
000876	新希望	-1,461	-1,600	1,515	-0.32	-0.35	0.33	-28	-25	27	增持-B
605296	神农集团	255	-158	254	0.49	-0.30	0.48	63	-104	65	增持-B

资料来源：Wind、山西证券研究所，股价取2024年1月12日收盘价

7. 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

