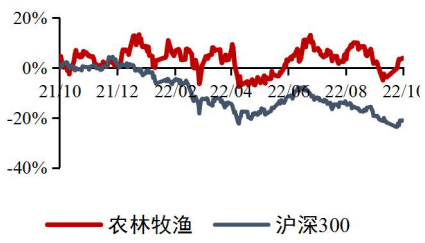
农林牧渔　行业动态和观点　同步大市-A(维持)

继续重点推荐圣农发展、海大集团

2022 年 10 月 18 日　行业研究/行业动态分析

农林牧渔板块近一年市场表现



首选股票		评级
002299.SZ	圣农发展	买入-B
002311.SZ	海大集团	买入-A
300498.SZ	温氏股份	买入-B
002567.SZ	唐 人 神	增持-B

相关报告：

【山证农林牧渔】建议关注 3 季报机会-农业行业动态和观点 2022.10.9

分析师：

陈振志

执业登记编码：S0760522030004

邮箱：chenzhenzhi@sxzq.com

投资要点：

➢ 在需求旺季和二次育肥等多因素的驱动下，国内生猪价格从节前的 24.24 元/公斤上涨至节后一周的 26.07 元/公斤。进入节后第二周，国内生猪价格保持高位震荡，生猪行业自繁自养、外购仔猪育肥的单头盈利分别为 893 元/头和 876 元/头。我们重申前期的观点，10 月为 3 季报的披露期，畜禽养殖板块经历过前期的回调后，在 3 季度业绩环比明显改善的驱动下，或存在阶段性机会。

➢ **继续重点推荐圣农发展：**（1）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、股东增持等多重因素驱动下，或有望继续迎来估值修复行情。（2）目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业产能去化的曲折程度可能要轻于生猪行业，投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪行业。

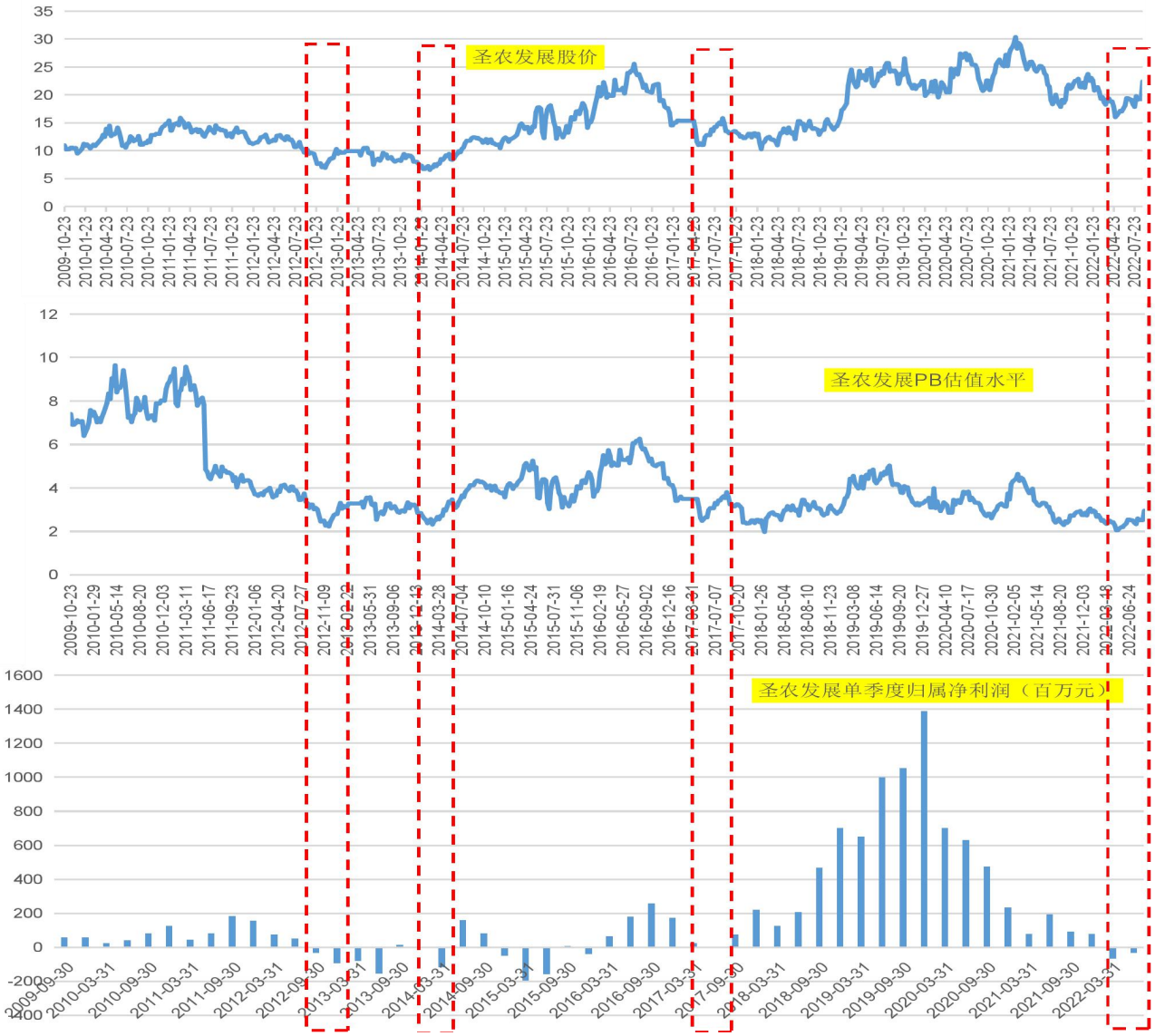
➢ **继续重点推荐海大集团：**（1）从季度业绩同比趋势来看，2022 年 Q3、Q4 同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期，前 3 季度业绩预告同比增速已经由负转正；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。

➢ **生猪养殖股投资框架：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。**根据我们的 4 象限模型，**预计目前到年底阶段更多是围绕“象限 1”的逻辑演绎，优质个股或仍有相对收益，**建议关注温氏股份、唐人神、东瑞股份、新希望、神农集团等经营相对稳健的生猪养殖股。

风险提示：养殖疫情风险、原材料涨价风险、自然灾害风险等。

圣农发展：始于“亏损期+低 PB”策略，受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等

图 1：圣农发展 2022 年 2 季度进入了养殖股“亏损期+低 PB”策略的标的



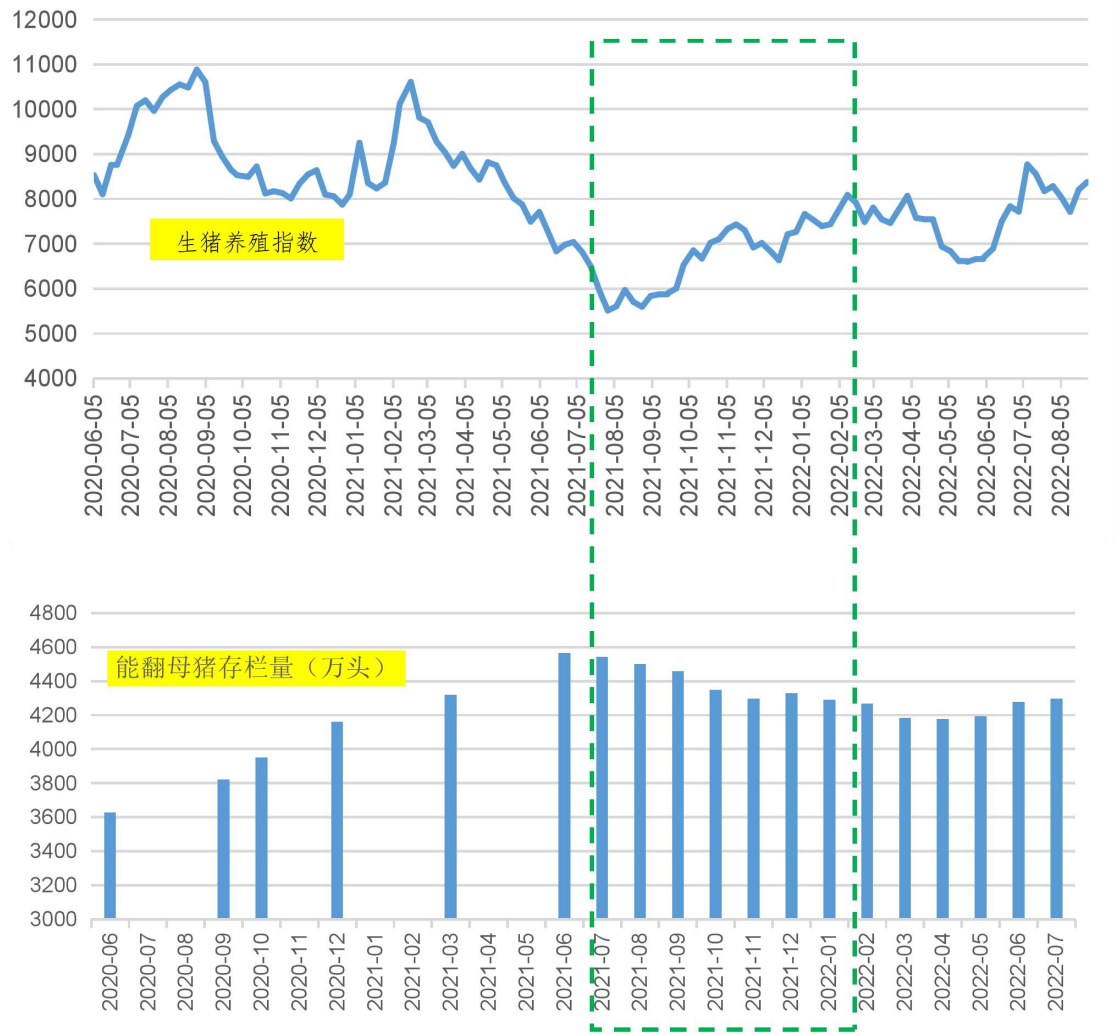
资料来源：Wind、山西证券研究所

圣农发展投资逻辑的演绎受益于基本面改善、股份回购、股东增持、产能去化预期等。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，行业也迎来一波估值修复行情。2022 年上半年白羽肉鸡产业链个环节中，除了商品代肉鸡养殖环节以外，其余环节仍处于亏损状态。与此同时，欧美地区禽流感疫情引发国内

白羽肉种鸡引种量降低的预期。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。

目前产业资本在生猪行业的博弈程度和拥挤程度要明显高于肉鸡行业，生猪养殖股投资逻辑的演绎容易受到二次育肥和母猪补栏的干扰。相较于生猪行业，肉鸡行业产能去化的曲折程度可能要轻于生猪行业，投资逻辑演绎的阻力可能要小于生猪养殖股。

图 2：参考生猪养殖板块，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

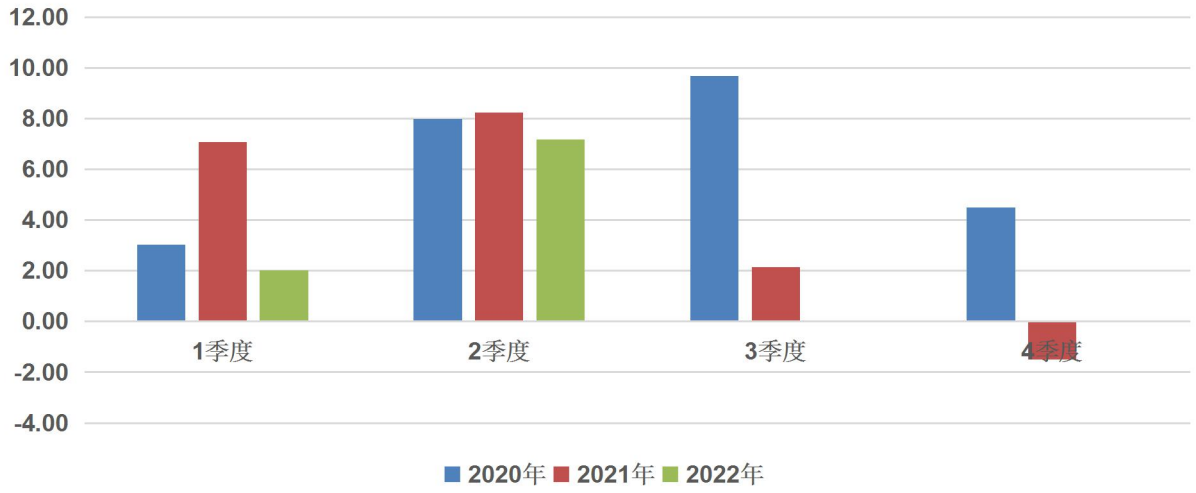


资料来源：Wind、山西证券研究所

海大集团 2022 年 Q3、Q4 同比业绩基数压力大幅释放

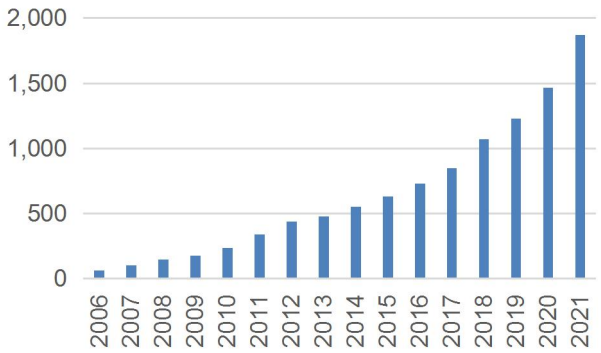
我们推荐海大集团，我们看好海大集团的主要逻辑在于：（1）从季度业绩同比趋势来看，2022 年 Q3、Q4 同比业绩基数压力大幅释放，后续有望呈现逐季改善的趋势，且年度业绩也有望进入回升周期，前 3 季度业绩预告同比增速已经由负转正；（2）今年以来上游原料价格上涨对饲料行业带来了压力，使得中小企业加速退出，公司竞争环境进一步优化；（3）生猪价格的回升利好公司畜禽料和生猪养殖业务基本面的改善；（4）公司实控人拟全额认购增发，彰显对公司未来发展信心。

图 3：2020-2022 年海大集团单季度净利润情况（亿元）



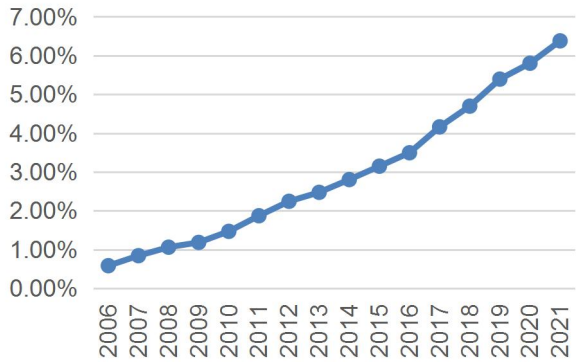
资料来源：Wind、山西证券研究所

图 4：海大集团历史年度饲料销量（万吨）



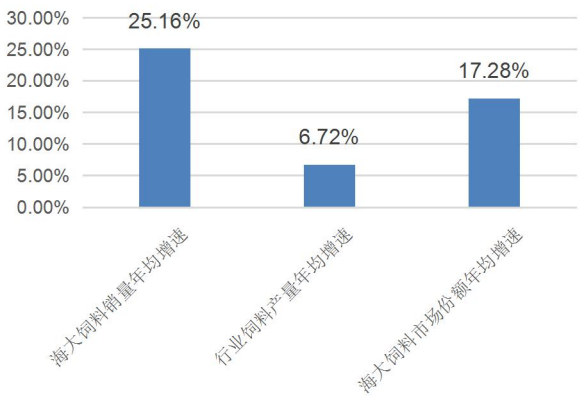
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 5：海大集团饲料业务市场份额



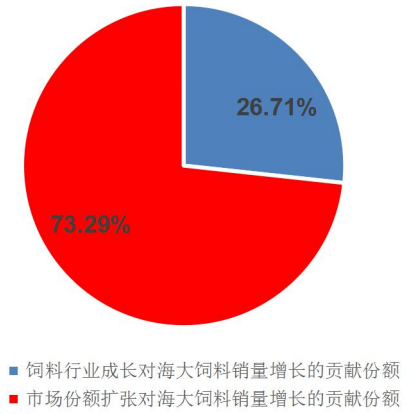
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

图 6：2006-2021 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 7：2006-2021 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



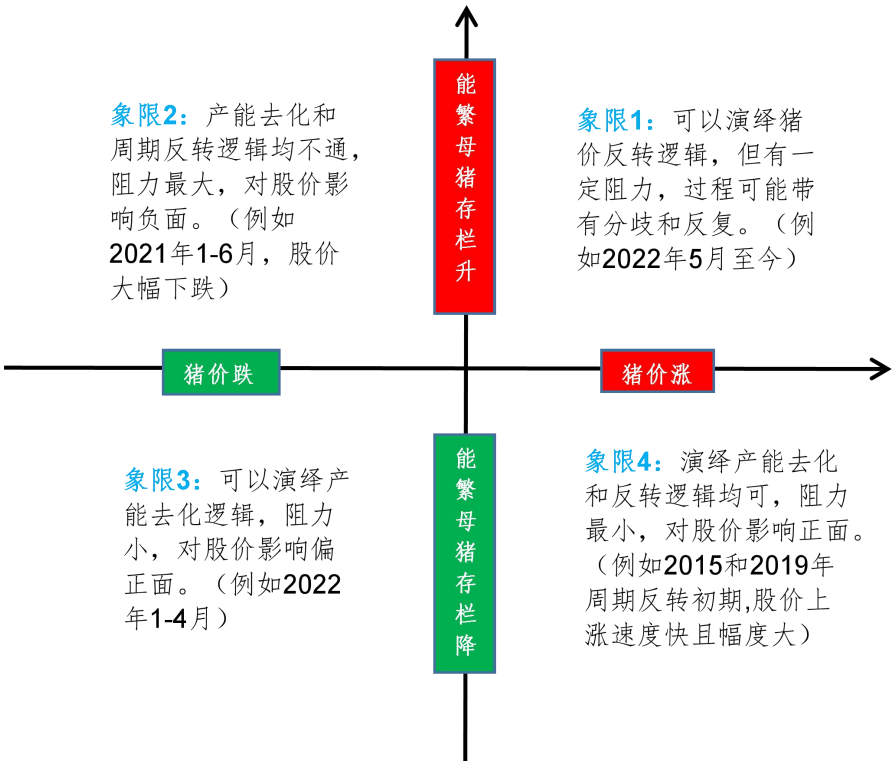
资料来源：公司公告、中国饲料工业协会、山西证券研究所

生猪养殖股的投资框架：猪价与能繁母猪的 4 象限模型

生猪养殖股的投资框架：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。

年底是国内猪肉消费的传统旺季，需求的回升有望对生猪价格形成较强的支撑，猪价总体可能会呈现出易涨难跌的走势。根据我们的生猪养殖股投资逻辑框架，在猪价和能繁母猪存栏量的 4 个组合象限中，年底大致会落在“象限 1”里。其次，年底一般是农业政策预期较多的时期，板块活跃度较高。最后，在 A 股市场缺乏机会的情况下，随着生猪养殖板块下半年业绩的改善，加上旺季利好因素的支撑，优质的生猪养殖个股或仍有可能获取相对收益。建议关注温氏股份、唐人神、东瑞股份、新希望、神农集团等经营相对稳健的生猪养殖股。

图 8：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

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
上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室
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