

农林牧渔

行业专题

贸易战、猪瘟与大豆

——养猪行业专题报告

行业研究——农林牧渔

证券研究报告

✉ : 吕哲 执业证书编号: S1230518080001
☎ : 021-80108143
✉ : lvzhe@stocke.com.cn

行业评级

农林牧渔 增持

报告导读

本文分析了今年以来发生的非洲猪瘟疫情、贸易战等宏观大事件对国内生猪养殖行业、全球大豆贸易格局的影响及未来发展的推演。

投资要点

□ 非洲猪瘟或缩短“猪周期”下行时间，扩散态势须密切跟踪

近期多个省份出现非洲猪瘟疫情，国务院、农业部发文加强防控。我们根据疫情的6种情景进行分析，得到结论：非洲猪瘟虽然致死率100%，但非人畜共患，仅影响供给端，目前全球没有疫苗，以扑杀为主，一旦爆发，会对当地的养殖户及生猪产业造成巨大的经济损失。以当前13元/公斤猪价计算，头均价值在1430元，而政府处理病猪的保险、补贴每头仅700-800元，对养殖户的出栏心态及补栏情绪形成扰动。后市须密切关注非洲猪瘟的扩散态势，若实质性减少产能，可能会缩短“猪周期”下行时间，全国猪价上涨或提前到来。

□ 我国猪肉进口外贸依存度极低，贸易战对猪价走势影响不大

我国是全球最大的猪肉进口国，2017年猪肉进口量约152.5万吨。我国猪肉的进口依存度很低，2017年仅约2.3%，我们认为进口猪肉最大的功能是平抑猪价，稳定通胀预期。中国2015、2016、2017三年从美国进口猪肉分别为10.14万吨、21.55万吨、16.57万吨，占当年进口总量的9.85%、9.88%、10.22%。对美中止关税减让及加征25%关税后，我国进口猪肉的可替代国家很多，包括德国、西班牙、丹麦、等欧盟国家，以及越南、俄罗斯，对价格走势影响不大。

□ 美国大豆短期难以替代，大豆关税“双刃剑”损害双方利益

美国产大豆同样在加征关税清单行列。我们大豆外贸依存度极高，2017年高达85%，主要进口来源国包括巴西、美国与阿根廷等，前3个国家在进口总量的占比为94.13%。2017年中国占美国出口总量的57.22%，贸易战爆发后美国大豆的进口成本每吨增加700至800元，较巴西大豆高出300元左右，竞争优势丧失，对华出口降幅较大。豆粕在国内生猪养殖成本中的占比8-12%，由于南美能提供的大豆短期内已达极限，难以弥补美国大豆进口减少的缺口，贸易战本质上损害双方利益，CBOT美豆期货持续下跌，国内养殖成本抬升。

□ 投资建议

推荐温氏股份，2018、2019、2020年生猪产量目标出栏2200万头、2500万头、3200万头，原料进口委托中粮采购，保证供应体系稳定，经营性现金流充沛，内生性扩张能力强，出栏增速确定性强，我们预计18、19年实现归母股东净利润31.03亿元、36.26亿元，当前股价对应pe46x、40x，维持“增持”评级。

相关报告

无

报告撰写人：吕哲

数据支持人：吕哲

正文目录

1. 非洲猪瘟疫情对“猪周期”的影响	4
1.1. 非洲猪瘟疫情的6种情景分析	4
1.2. 历史上大疫情中生猪价格的走势	5
1.3. 养猪上市公司在不同猪价情况下的弹性测算	5
2. 贸易战之下猪肉进口对国内市场的影响	6
2.1. 全球主要猪肉生产国分布	6
2.2. 全球猪肉贸易格局	7
3. 大豆行情波动对生猪养殖成本的影响	8
3.1. 全球大豆供需结构分析	8
3.2. 全球大豆贸易格局	9
3.3. 豆粕行情对生猪养殖成本的影响	11
4. 投资建议	12

图表目录

图 1: 中国出现首例非洲猪瘟以来, 已4省通告疫情	4
图 2: 主要猪肉生产国历年产量走势(千吨)	6
图 3: 主要猪肉生产国在全球产量中的比例(%)	6
图 4: 全球猪肉、中国猪肉进口量历年走势	7
图 5: 主要猪肉生产国出口量历年走势	7
图 6: 中国从美国进口数量	8
图 7: 中国从其他国家进口数量(吨)	8
图 8: 全球大豆主要生产国产量走势(百万吨)	9
图 9: 大豆主要生产国在全球的产量份额(%)	9
图 10: 全球主要大豆生产国出口量走势(百万吨)	9
图 11: 中国进口大豆的来源结构(2017,%)	9
图 12: 大豆在中美贸易逆差中占据重要位置(十亿美元)	10
图 13: 美国、巴西大豆出口数量及中国进口量(万吨)	10
图 14: 贸易战前后美国、南美大豆到港成本(元/吨)	10
图 15: 贸易战前后美国、南美大豆国际运费(元/吨)	10
图 16: 进口大豆与国产大豆价差(美元/蒲式耳)	11
图 17: 美元兑人民币走势(元)	11
图 18: 豆粕在生猪养殖成本中的占比(%)	11
表 1: 非洲猪瘟疫情爆发地点、时间及传入方式	4
表 2: 年以来生猪疫情对生猪供应的影响	5
表 3: 温氏股份、牧原股份在乐观、中性、悲观3种假设下的业绩弹性	6

表 4: 全球大豆供需平衡表 (百万吨)	8
表 5: 中国大豆供需平衡表 (百万吨)	8
表 6: 美国大豆供需平衡表 (百万吨)	9
表 7: 巴西大豆供需平衡表 (百万吨)	9
表 8: 豆粕在牧原养殖成本中的占比 (%)	11
表 9: 温氏股份业绩预测	12

1. 非洲猪瘟疫情对“猪周期”的影响

8月3日，农业农村部正式发布通告，首例非洲猪瘟在我国沈阳出现，截至最新已有辽宁、河南、江苏和浙江四省份境内报告发现了非洲猪瘟疫情。非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒引起的猪的一种急性、热性、高度接触性动物传染病，主要通过接触病毒或者污染物或被感染的蜱叮咬后而感染，对猪致死率可达100%。

1.1. 非洲猪瘟疫情的6种情景分析

生猪养殖疫情大多发生在“猪周期”景气下滑、养殖户防疫意识不到位的阶段，但本次非洲猪瘟疫情或与边境传入有关。中国农科院哈尔滨兽医研究所仇华吉介绍，基因测序结果显示，引起中国本次非洲猪瘟疫情的毒株为基因II型，部分基因序列与格鲁吉亚2007株和俄罗斯伊尔库茨克2017株的相应序列完全一致。我们对非洲猪瘟未来可能的扩散态势做研讨：

1 人畜非共患：非洲猪瘟是非人畜共患的疫病，虽致死率100%，但仅仅影响供给端，消费端短期在新闻媒体负面影响会有购买行为上的变化，但长期猪肉消费习惯不会改变，预计将快速恢复，猪肉需求不会明显下滑。

2 人畜共患：遇到某些人畜共患的疫情一旦爆发，需求端会出现类似禽流感的负面效应，在供给、需求两端造成严重危害，毁灭产业经济价值，猪价可能会断崖式下跌。

3 有疫情的情况：在有疫苗的情况，养殖户按原计划的正常节奏补栏、出栏，利好疫苗企业，在量价上都有提升。

4 没有疫情的情况下：养殖户短期或在体重偏轻的时候就进行抛售，在对下一批补栏持谨慎态度，防疫意识会明显提高，但对疫苗企业没有构成实质性利好。

5 点状式发生，影响区域内的猪价，养殖户在不明真相的情况出现抛售，并且在下一批补栏上会相对慎重，明年猪价底部或抬高，养猪股方面情绪面会受到一定影响，但预计会较快恢复理性认识。

6 大规模爆发：实质性影响全国生猪供应量，减少出栏量，将对猪价造成较大波动，因疫病频发于行业景气低迷、养殖户疏于防疫的阶段，短期会造成恐慌出栏、猪价下跌，但会缩短猪周期下行时间、加快去产能，并且中期有利于大企业，因为大企业防疫体系完善，能保证正常出栏，大企业出货价格快速上升、市占率提升，挤压其他产能。如果万一有上市公司不幸中“招”，也仅仅是对某个单场造成影响，可能股价短期承压，对全局而言反倒是有利的。

从目前的情况看，非洲猪瘟的疫情对应情况1、4、5的发展态势，暂时未对产业运行形成困扰，后市建议密切关注疫情对产能是否有实质性去化，从而缩短猪周期下行时间。

图 1：中国出现首例非洲猪瘟以来，已4省通告疫情



资料来源：《Science》杂志，浙商证券研究所

表 1：非洲猪瘟疫情爆发地点、时间及传入方式

传播途径	疫情爆发地点和时间
通过机场/港口未煮熟的猪肉制品废弃物感染	里斯本，1957年；马耳他，1978年；撒丁岛，1978年；格鲁吉亚，2007年
通过猪肉及猪肉制品运输感染	葡萄牙，1960年；西班牙，1960年；意大利，1983年；比利时，1985年
通过野猪自然迁徙感染	俄罗斯联邦，2007年；拉脱维亚，2014年
通过软蜱感染	葡萄牙，1990年

资料来源：浙商证券研究所

1.2. 历史上大疫情中生猪价格的走势

进入新千年后，短短十几年国内生猪养殖历程中，2006-2007年猪蓝耳病疫情与2010年口蹄疫疫情是两次影响范围较大、并与“猪周期”去产能共振，随后造成产业重大经济损失的事件。非洲猪瘟传播在传播和环境耐受上具备较强的特性，但其短促剧烈的发病症状，会迅速“暴露目标”，可以及时通过隔离、扑杀等措施加以控制。曾经在马耳他（1978）、意大利（1967、1980）、法国（1964、1967、1977）、比利时（1985）等国爆发的非洲猪瘟疫情都被成功扑灭。

表 2：年以来生猪疫情对生猪供应的影响

发生时间	疫情	对生猪供应影响	疫情通报
2011年11月-12年3月	流行性腹泻	2012年6-8月生猪上市量减少，整体供应未受大冲击	
2011年2-7月	口蹄疫	2011年10-12月养殖户恐慌性出栏	农业部公布发病共6次，发病动物557头，扑杀5159头
2011年2-3月	流行性腹泻	2011年6-9月生猪供应锐减，助推猪价上涨	
2010年	口蹄疫、猪瘟、蓝耳病	2011年全年生猪上市量减少，猪价创新高	农业部公布口蹄疫发生12次，10年来发生次数最多，发病数3131，扑杀数10512头
2009年	猪瘟、猪丹毒、猪肺炎、蓝耳	2009年9-11月份生猪供应量减少	农业部发布所有疫病总计头数191024头，仅次于06和07年疫情
2006年-2007年	猪瘟、猪丹毒、猪肺炎、蓝耳	2007年6月开始供应量大幅下降铸就2007-2008年暴涨行情	农业部公布所有疫病总计头数859096头

资料来源：农业农村部，浙商证券研究所

2006-2007年猪蓝耳疫情：始于2006年5月底，爆发时间为2006年6-10月和2007年4-8月两个阶段，结束于2007年12月。2006年生猪价格处于低位，为6.63元/kg，2007年4月至8月从9.08元/kg上涨至15.14元/kg，涨幅高达67%。

2010年猪口蹄疫情：始于2010年2月底，结束于12月。2010年5月底至7月底从9.7元/kg上涨至12.84元/kg，涨幅达32.4%。10月至11月从12.89元/kg上涨至14.49元/kg，涨幅达12.4%，2011年上一轮“猪周期”反转，9月达到高点19.9元/kg。

1.3. 养猪上市公司在不同猪价情况下的弹性测算

我们推演了养猪上市龙头温氏股份和牧原股份在乐观、中性、悲观3种猪价走势假设下未来2019年、2020年的业绩测算，得出猪价仍是影响财务指标趋好的核心变量，若价格中枢略有抬升，出栏量的确定性是决定弹性高度的关键因素。我们假设原材料价格在未来2年未出现剧烈波动，温氏股份、牧原股份目前的养殖成本仍能维持，并且温氏股份出栏均价略高于牧原股份每公斤0.5元左右，这是基于华南地区生猪价格长期高于全国平均水平，温氏股份出栏体重为头均115公斤，牧原股份出栏体重为头均110公斤。

表 3：温氏股份、牧原股份在乐观、中性、悲观 3 种假设下的业绩弹性

上市公司	核心假设			生猪价格 (元/公斤)					
	完全成本 (元/公斤)	出栏量(万 头)		乐观情景		中性情景		悲观情景	
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
温氏股份	12.2	2500	3200	14	16	13	15	12	13
牧原股份	11.5	1325	1660	13.5	15.5	12.5	14.5	11.5	12.5
				业绩弹性 (亿元,%)					
				乐观情景		中性情景		悲观情景	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
温氏股份				63.30 (+104.0%)	150.1 (+137.1%)	36.26 (+16.9%)	115.5 (+218.6%)	8.63 (-72.2%)	45.76 (+430.1%)
牧原股份				27.66 (+177.2%)	75.29 (+156.0%)	15.13 (+51.60%)	54.20 (+258.4%)	2.60 (-74.0%)	19.82 (+663.0%)

资料来源：浙商证券研究所

我们预计，只要 2019 年、2020 年的全国生猪价格中枢高于 2018 年，上市公司的业绩就存在很大的恢复空间，另外须要重视的两个核心指标：出栏量和完全成本，哪家龙头企业在这两方面的确定性越高，其股票市值上升的基础越夯实。

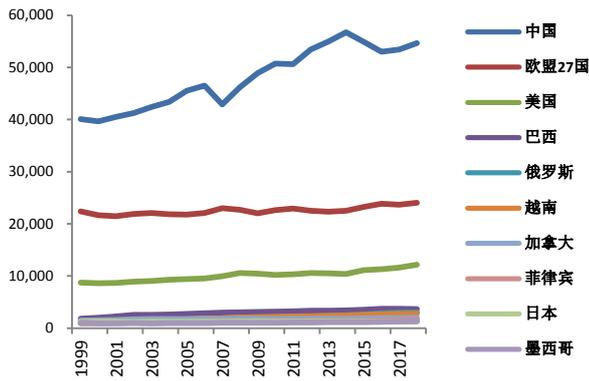
2. 贸易战之下猪肉进口对国内市场的影响

中国是世界上最大的生猪生产国和猪肉消费国，2017 年猪肉的进口依存度仅约 2.3%，我们认为进口猪肉最大的功能是平抑猪价，稳定通胀预期。本次对美中止关税减让及加征 25% 关税后，进口可替代国家很多，包括德国、西班牙、丹麦、荷兰、英法等欧盟国家，以及越南、俄罗斯，调节国内供需关系基本没有问题，因此整体影响并不大。

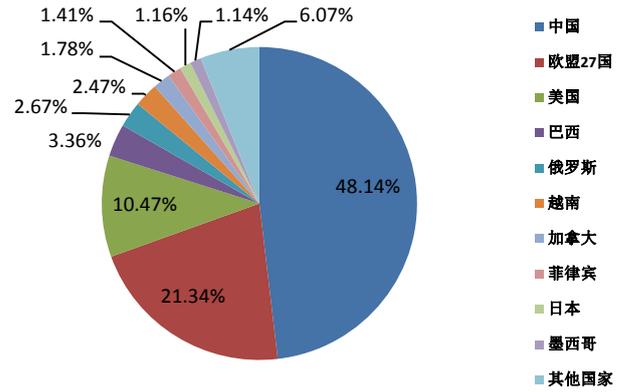
2.1. 全球主要猪肉生产国分布

USDA 数据显示，2017 年国内生猪出栏量约 6.725 亿头，国内猪肉产量约 5340 万吨，位列全球第一，欧盟 27 国猪肉产量约 2367.5 万吨，美国猪肉产量约 1161.1 万吨，分别排在全球第二、第三。中国猪肉产量占全球产量的 48.14%，欧盟 27 国占比约 21.34%，美国占比约 10.47%，其他国家包括巴西、俄罗斯、越南、加拿大等同样具备较大的生猪养殖体量，主要的前 10 个猪肉生产国家产量在全球的占比高达 93.93%。

图 2：主要猪肉生产国历年产量走势（千吨）
图 3：主要猪肉生产国在全球产量中的比例（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所



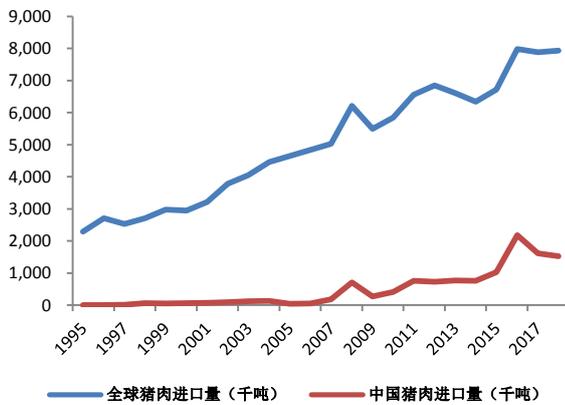
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 全球猪肉贸易格局

USDA 数据显示 2017 年全球猪肉进口量约 792.9 万吨，中国猪肉进口量约 152.5 万吨，占比达 19.23%，是全球最大的猪肉进口国，但与国内产量、消费量相比，该细分项的外贸依存度极低，日本、墨西哥 2 国位列第二、第三。

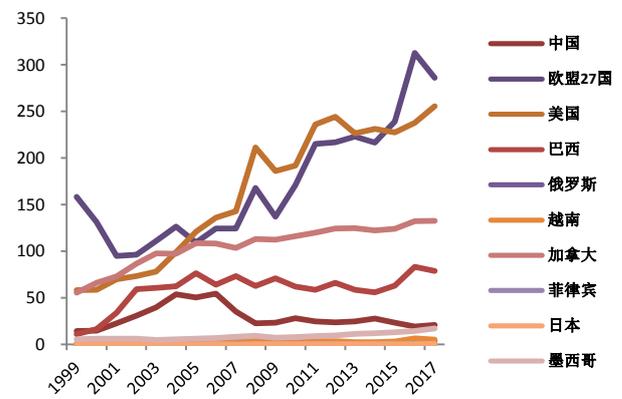
出口方面，2017 年欧盟 27 国出口猪肉 285.7 万吨，美国出口猪肉 255.5 万吨，加拿大出口猪肉 132.4 万吨，巴西出口 78.6 万吨，中国出口 20.8 万吨，墨西哥出口 17.0 万吨。欧盟 27 国、美国的猪肉对外出口量近 10 年大幅增加。

图 4：全球猪肉、中国猪肉进口量历年走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：主要猪肉生产国出口量历年走势

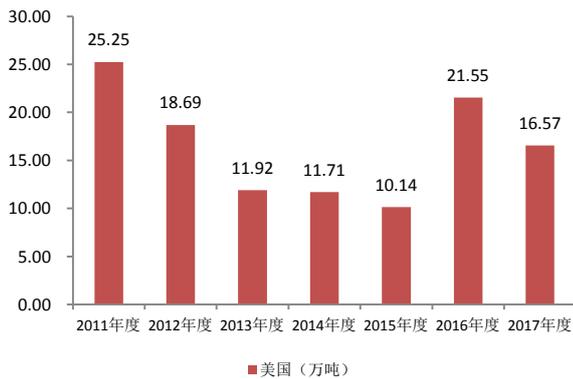


资料来源：Wind，浙商证券研究所

从近几年的 USDA 数据来看，中国 2015、2016、2017 三年从美国进口猪肉分别为 10.14 万吨、21.55 万吨、16.57 万吨，对应 2015、2016、2017 进口总量 102.9 万吨、218.1 万吨、162.0 万吨，占比为 9.85%、9.88%、10.22%。

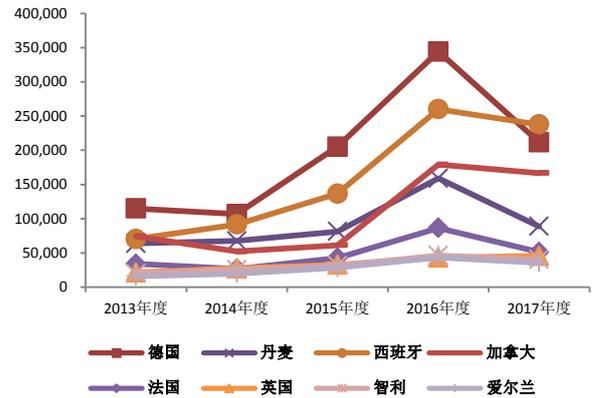
中国仅从 20 多个国家进口猪肉，与其他进口国家对比可见，在对华猪肉出口体量上，德国（21.18 万吨）、西班牙（23.75 万吨）、加拿大（16.67 万吨）、丹麦（8.87 万吨）等国家大于或接近于美国，在 2017 年分别占比约 13.89%、15.57%、10.93%、5.82%，是中国在国际上重要的农产品贸易合作伙伴。

图 6：中国从美国进口数量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 7：中国从其他国家进口数量（吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

中国海关总署数据显示，2018 年 1-7 月，中国进口猪肉总量为 73.6148 万吨。其中，一季度自欧盟进口猪肉 21.3 万吨，占一季度总量的 65.7%，自加拿大进口 4 万吨，自拉丁美洲进口 3.6 万吨，自美国进口 3.5 万吨，其余国家进口总量为 4 万吨。可见，1-7 月美国进口猪肉仅占整体进口的 4.75%，占国内猪肉消费量不足 0.1%。

对进口美国猪肉是否划算进行分析：1）美国猪肉生产成本折合人民币价格约每斤 3-3.5 元，中国的生产成本比美国高 80%—90%，为每斤 6-6.5 元；2）美国猪肉运输至中国需加上 30% 的运输费用及贸易商利润；3）冷冻肉比鲜肉价格低 10% 左右。综合来看，对美中止关税减让并增加 25% 的关税后，美国猪肉对国内市场而言基本没有竞争力。

因此，我们认为现阶段美国进口猪肉的变量不足以改变当前国内猪肉市场的价格走势。

3. 大豆行情波动对生猪养殖成本的影响

北京时间 7 月 6 日 12 时 01 分，美国正式开始对 340 亿美元的中国产品加征 25% 的关税，中国也于同日对同等规模的美国产品加征 25% 的进口关税，美国产大豆在加征关税清单行列。自 7 月 1 日起，中国将印度、韩国、孟加拉国、老挝和斯里兰卡大豆的进口关税税率从 3% 调降至零。

现阶段国内大豆供需缺口超过 9000 万吨。中国对美国大豆加征进口关税后，全球大豆贸易格局面临重大调整。

3.1. 全球大豆供需结构分析

巴西、美国是全球前两位的大豆生产国，2017 年大豆产量都在 1.2 亿吨左右，连年丰产导致库销比逐年上升。

表 4：全球大豆供需平衡表（百万吨）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019E
期初库存	61.65	77.9	80.45	96.67	95.61
产量	319.6	313.77	348.12	336.7	367.1
进口	124.36	133.33	144.32	153.48	154.83
饲用量	264.07	275.15	287.35	294.36	308.67
国内消费	301.85	313.94	328.87	337.53	353.64
出口	126.22	132.56	147.35	153.7	157.96
期末库存	77.53	78.5	96.67	95.61	105.94
库销比	18.11%	17.58%	20.30%	19.46%	20.71%

表 5：中国大豆供需平衡表（百万吨）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019E
期初库存	15.91	12.38	13.85	17.01	16.91
产量	13.05	11.95	12.15	11.79	12.9
进口	59.87	70.36	78.35	83.23	93.5
饲用量	64.95	68.85	74.5	81.5	88
国内消费	76.18	80.6	87.2	95	102.8
出口	0.27	0.22	0.14	0.11	0.11
期末库存	12.38	13.88	17.01	16.91	20.39
库销比	16.19%	17.17%	19.48%	17.78%	19.81%

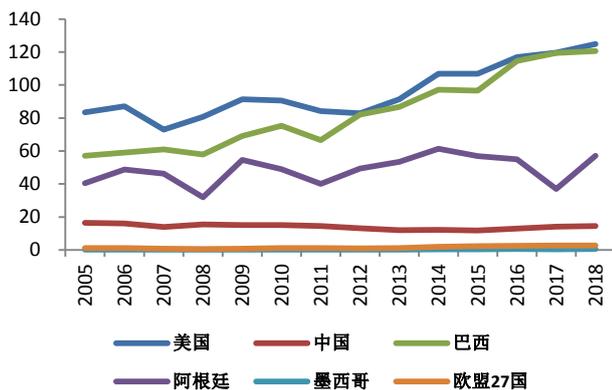
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 6：美国大豆供需平衡表（百万吨）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019E
期初库存	2.50	5.19	5.35	8.21	11.69
产量	106.88	106.86	116.92	119.52	124.81
进口	0.9	0.64	0.61	0.6	0.68
饲用量	50.98	51.34	51.74	55.52	56.06
国内消费	54.96	54.47	55.71	59.21	59.76
出口	50.14	52.86	58.96	57.43	56.06
期末库存	5.19	5.35	8.21	11.69	21.35
库消比	4.94%	4.98%	7.16%	10.02%	18.43%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 8：全球大豆主要生产国产量走势（百万吨）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 全球大豆贸易格局

中国大豆进口量从 1996 年的不足 1000 万吨骤增至 2017 年的 9554 万吨，成为大豆净进口国。我国大豆原料的外贸依存度 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年分别为 80%、87%、76%、85%，极度依赖进口。

中国进口大豆的主要国家是巴西、美国与阿根廷，2017 年分别进口 5093 万吨、3286 万吨、655 万吨，占比 53.05%、34.22%、6.86%，这 3 个国家在进口总量的占比为 94.13%。

2017 年美国出口大豆约 5743 万吨，中国进口占比为 57.22%；巴西出口大豆约 7550 万吨，中国进口占比为 67.46%。中国是上述两国在大豆进出口领域最大的贸易方。

图 10：全球主要大豆生产国出口量走势（百万吨）

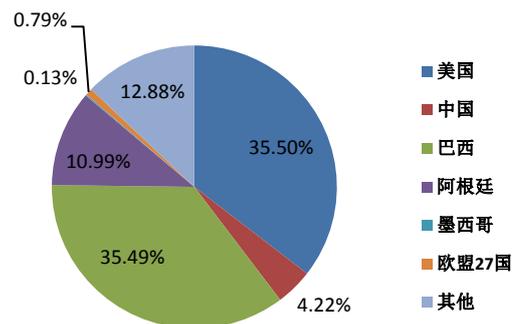
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 7：巴西大豆供需平衡表（百万吨）

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019E
期初库存	15.92	19.08	18.56	26.46	24.15
产量	97.2	96.5	114.6	119.5	120.5
进口	0.31	0.41	0.25	0.23	0.43
饲用量	40.44	39.75	40.41	43	42.7
国内消费	43.79	43.05	43.81	46.54	46.28
出口	50.61	54.38	63.14	75.5	75
期末库存	18.93	18.56	26.46	24.15	23.8
库消比	20.05%	19.05%	24.74%	19.79%	19.62%

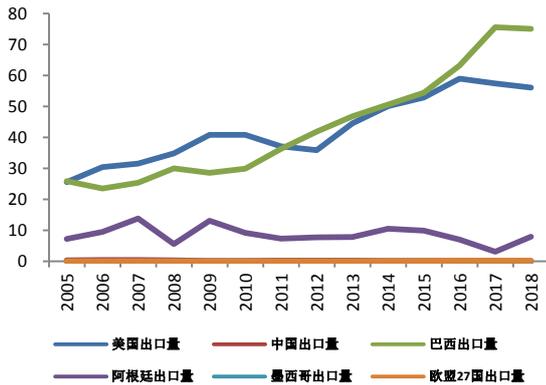
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 9：大豆主要生产国在全球的产量份额（%）

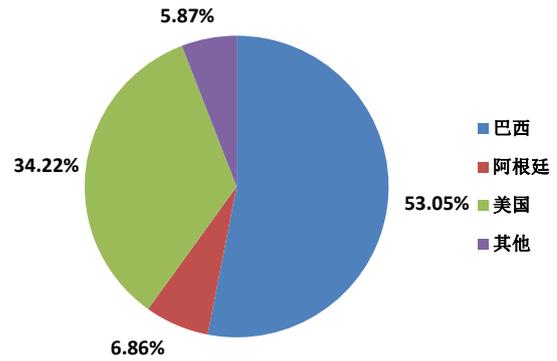


资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：中国进口大豆的来源结构（2017,%）



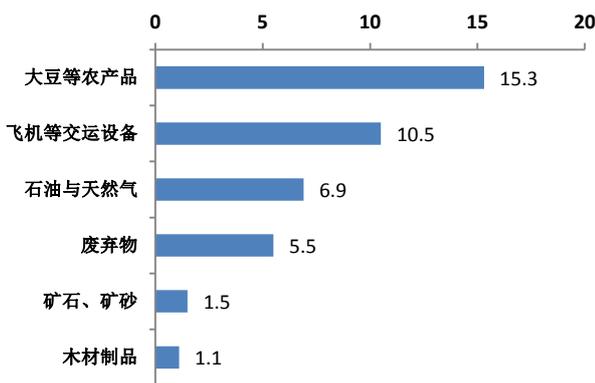
资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

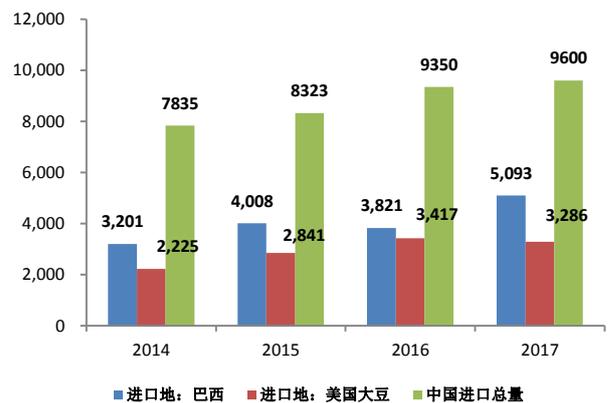
2017年,在美国对华出口中,大豆进口两 3286 万吨,总价值达 139.59 亿美元,是仅次于波音飞机的第二大商品。

图 12: 大豆在中美贸易逆差中占据重要位置 (十亿美元)



资料来源: MarketWatch, 浙商证券研究所

图 13: 美国、巴西大豆出口数量及中国进口量 (万吨)



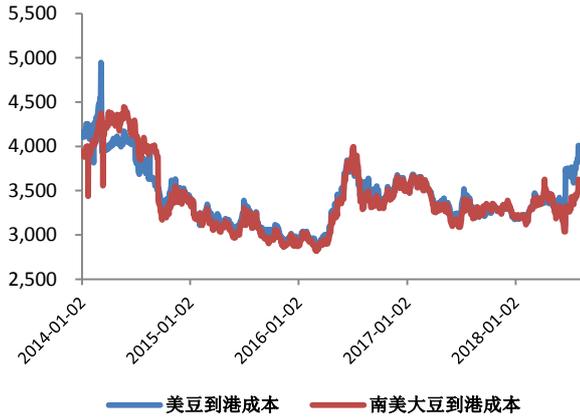
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

截至 8 月 2 日,美国对华出口大豆总量仅为 2755 万吨,低于 2017 年同期的 3497 万吨,降幅达 21.2%。加征 25% 进口关税后,美国大豆的进口成本每吨增加 700 至 800 元,较巴西大豆高出 300 元左右,美豆到岸成本价格区间在 3700 元/吨至 3950 元/吨。由于南美大豆期货价格看涨,其到岸成本价预计也将上涨至 3600 元/吨到 3700 元/吨,同时南美大豆进一步提升对华出口量的空间并不大,短期内难以完全替代美国大豆。另外,今年以来政府补贴东北地区农民种植大豆每亩超 200 元,本季国内大豆产量增长预计超过 200 万吨,但其性价比不如进口大豆,产量也较为有限。

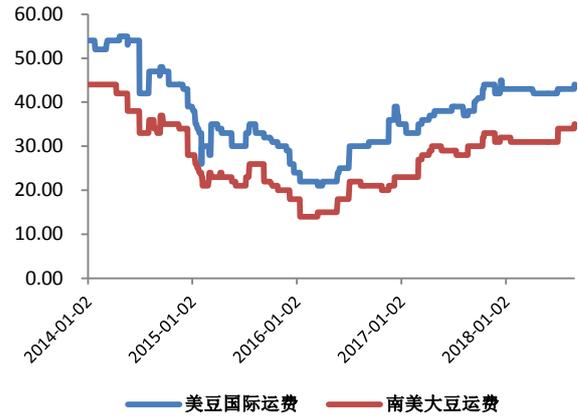
综合来看,以上两者短期内均难以弥补美国大豆进口减少的缺口,因此贸易战本质上损害了两国双方的经济利益。

图 14: 贸易战前后美国、南美大豆到港成本 (元/吨)

图 15: 贸易战前后美国、南美大豆国际运费 (元/吨)

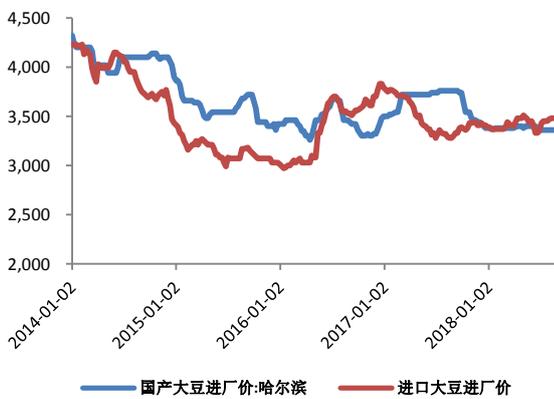


资料来源: Wind, 浙商证券研究所



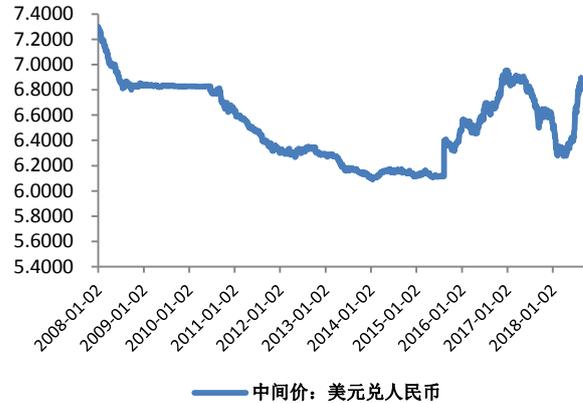
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 16: 进口大豆与国产大豆价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 17: 美元兑人民币走势 (元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

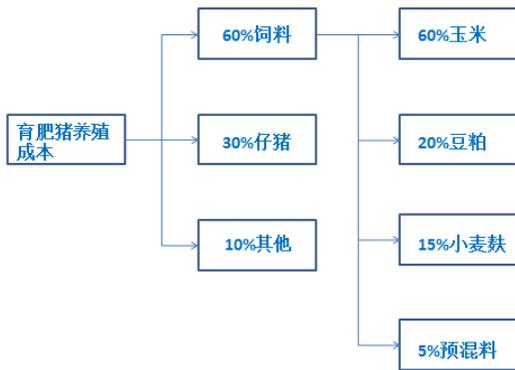
3.3. 豆粕行情对生猪养殖成本的影响

豆粕是饲料中提供蛋白的重要原料, 约占饲料成本的 20%, 其他原料包括核心预混料、玉米、小麦麸、次粉等。以牧原为例, 2016 年公司原材料成本中豆粕占比 8.89%, 玉米占比 26.97%, 小麦占比 8.57%, 次粉占比 0.38%。

饲料成本在整个生猪养殖成本中 60%, 因此豆粕在国内生猪养殖成本中的占比 8-12%, 以 110 公斤的标准商品猪计算, 假设生产成本为 12 元/公斤, 整猪成本约 1320 元, 其中豆粕成本约 106-160 元。豆粕进厂成本每吨波动 20% (约 300 元/吨) 元, 生猪养殖成本弹性 1.6-2.4%, 约合 0.2-0.28 元/公斤, 头均盈利波动 22-30 元。国内每年生猪出栏 6 亿头左右, 影响产业经济效益 132-180 亿人民币。

图 18: 豆粕在生猪养殖成本中的占比 (%)

表 8: 豆粕在牧原养殖成本中的占比 (%)



资料来源：网络资料整理，浙商证券研究所

		2016年	2015年
牧原股份	原材料	59.25%	65.92%
	其中：小麦	8.57%	31.60%
	玉米	26.97%	12.75%
	豆粕	8.89%	7.20%
	次粉	0.38%	0.33%
	折旧	9.38%	8.47%
	职工薪酬	6.43%	5.52%
	药品及疫苗	10.86%	8.96%
	其他费用	14.08%	11.13%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 投资建议

温氏股份：国内最大生猪、黄鸡生产企业，2018、2019、2020年生猪产量目标出栏2200万头、2500万头、3200万头，原料进口委托中粮采购，保证供应体系稳定，经营性现金流充沛，内生性扩张能力强，出栏增速确定性强，我们预计18、19年实现归母股东净利润31.03亿元、36.26亿元，当前股价对应pe46x、40x，维持“增持”评级。

表 9：温氏股份业绩预测

温氏股份	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	48237	59335	57,661	63,196	82,471	57,661
增长率（%）		23.05%	-6.23%	3.60%	9.60%	30.50%
毛利率（%）	20%	28%	20%	13%	13%	22%

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>