

猪价底部，期待拐点

猪肉中期价格主要受供给影响，能繁母猪存栏、价格当前走势反映后期供需或面临紧平衡。(1)猪肉一直是我国居民肉类消费的主要品类，以自产自销为主。据国家统计局数据显示，我国猪肉消费占肉类消费的比例一直高于60%。市场以自产自销为主，2017年进口量占国内消费量的比例低于3%，出口量占全国产量的比例低于1%。(2)生猪价格波动完整周期介于3.5-5年之间。过去10年中，生猪均价分别于2008年4月、2011年9月、2016年6月达到历史高点，从价格高点到价格低点经历的时间约为1-2.5年，本轮周期中，2018年5月份达到的价格低点距前期高点为2年，我们判断，2018年5月猪价已进入本轮周期的底部区间。(3)散户养殖份额较大，供给对价格的滞后反应致使生猪价格周期性波动。据中国畜牧业协会数据，年出栏500头以下的中小散户占据55%的市场份额(2016年)，大量的分散养殖户信息不充分、供给的调整相对于价格的滞后造成行业整体供给的周期性波动，从而造成价格周期性波动。

(4)能繁母猪存栏量、二元能繁母猪价格数据领先行业供给，当前趋势均反映后期供需或面临紧平衡状态。能繁母猪存栏量自2013年9月以来持续下滑，2018年6、7、8月同比降幅持续扩大，分别为-2.9%、-4.0%、-4.8%；此外，二元能繁母猪价格反映了能繁母猪补栏的积极性，自2016年10月以来，母猪价格波动下滑，目前已接近历史底部。

疫情助推猪价快速上涨或加速触底。从历史生猪疫情和猪价走势来看，全国性大规模疫情往往可以加速猪价快速上涨或者催化猪价触底反弹。例如：2006年蓝耳病发生，2006-2007年猪价处于上升通道，疫情发生导致猪价持续涨至2008年。2009年冬季口蹄疫开始发生，2009-2010年猪价处于底部徘徊，此次疫情发生之后猪价加速触底，随后进入上升通道。

此次非洲猪瘟疫情发生，猪价底部，拐点可期。我们认为，非洲猪瘟的发生，短期可能会由于提前出栏，从而增加市场供给，短期引起市场价格下降，中期会由于散养户供给减少以及泔水猪数量减少而价格进入上升周期，同时考虑到市场禁运政策，产区与销区价格短期会出现分化。

生猪养殖业四大龙头“温牧正雏”比较：温氏股份航母地位不可撼动，行业筑底静待成长。(1)市占率温氏第一，龙头市占率提升空间仍大：2017年温氏、牧原、正邦、雏鹰的生猪出栏量分别为1904.17、723.74、342.25、212.99万头，温氏稳居第一，牧原、正邦生猪销售增速强劲，目前“温牧正雏”市占率合计仅为5.61%。(2)营收方面：温氏生猪营收规模最大，2017年为350.49亿元；牧原的生猪销售占比最高，2017年为99.18%；正邦生猪销售增速持续提升。(3)生猪市场低迷大幅影响公司盈利：2017年温氏头均毛利456.49元仍位居第一；正邦、雏鹰受猪价下跌影响，2018H1头均毛利由正转负。2017年以来，仅有牧原股份在2017年实现归母净利正增长(+1.88%)，2018年上半年仅有温氏股份实现盈利。

投资建议：建议关注生猪养殖规模大、效益高的温氏股份、牧原股份等。

风险提示：猪肉价格持续下跌，猪瘟疫情影响扩大。

农林牧渔

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

发布日期：2018年09月28日

市场表现



相关研究报告

- 18.09.26 中信建投农林牧渔周观点：鸡价暂调整，疫情叠加旺季，猪价回升动力较大
- 18.09.26 万洲国际(0288.HK)：18H1符合预期，产品升级+布局完善，全球肉制品龙头有望持续增长

目录

一、中期猪肉客观消费需求平稳，价格主要受供给影响	2
（一）我国猪肉市场以自产自销为主，生猪价格波动完整周期介于 3.5-5 年之间	2
（二）散户养殖份额较大，供给对价格的滞后反应致使生猪价格周期性波动	3
（三）生猪价格中短期波动受成本影响小，但猪粮比价影响养殖户心理预期	4
二、疫情或加速猪价触底反弹	5
（一）全国性大规模疫情发生往往助涨猪价或加速触底	5
（二）非洲猪瘟发生，短期价格分化，中长期期待价格拐点	6
三、生猪养殖业四大龙头“温牧正维”比较：温氏航母地位不可撼动，行业筑底静待成长	7
（一）生猪出栏量与市占率比较：温氏稳居第一，牧原、正邦快速增长，行业集中度有望提升 ...	7
（二）营收规模比较：温氏高居首位，牧原生猪占比最高，正邦增速强劲	8
（三）盈利能力比较：猪价低迷大幅影响近期公司盈利，温氏、牧原“御寒”相对有效	9
四、投资建议：	10
五、风险提示：	10

图表目录

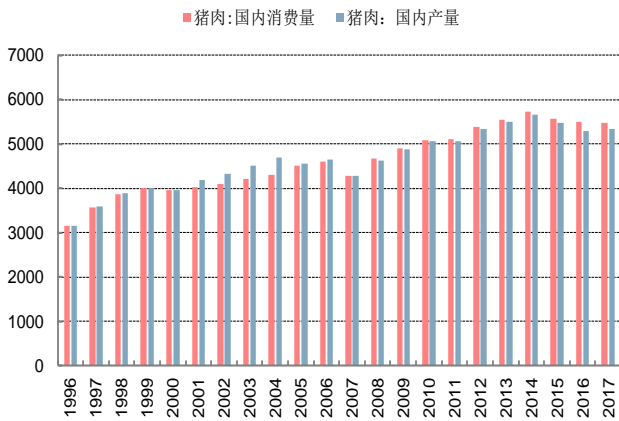
图 1：2014 年我国猪肉产量、消费量达到高点（万吨）	2
图 2：我国猪肉市场以自产自销为主，进出口量占比低（万吨）	2
图 3：生猪价格波动周期介于 3-3.5 年之间（元/千克）	2
图 4：供给端的生猪出栏增速滞后于价格（元/千克，%）	3
图 5：能繁母猪价格目前已接近历史底部（元/千克）	4
图 6：能繁母猪存栏 2018 年 6、7、8 月同比降幅持续扩大	4
图 7：生猪价格中短期波动受成本影响小（元/千克）	4
图 8：猪粮比价波动与生猪价格波动吻合度高（元/千克）	5
图 9：历史疫情与猪价走势（元/千克）	5
图 10：生猪疫情死亡数及扑杀数（头）	7
表 1：2018 年国内非洲猪瘟疫情（头）	6
表 2：“温牧正维”销量（出栏量）及增速比较	8
表 3：“温牧正维”市占率对比（按照生猪出栏量计算）	8
表 4：“温牧正维”营业收入及增速比较	8
表 5：“温牧正维”生猪营收及增速比较	9
表 6：“温牧正维”生猪销售占比比较	9
表 7：“温牧正维”头均单价（元）比较	9
表 8：“温牧正维”头均毛利（元）比较	9
表 9：“温牧正维”生猪产品毛利率（%）比较	10
表 10：“温牧正维”归母净利润及增速比较	10
表 11：“温牧正维”归母净利润率（%）比较	10

一、中期猪肉客观消费需求平稳，价格主要受供给影响

（一）我国猪肉市场以自产自销为主，生猪价格波动完整周期介于 3.5-5 年之间

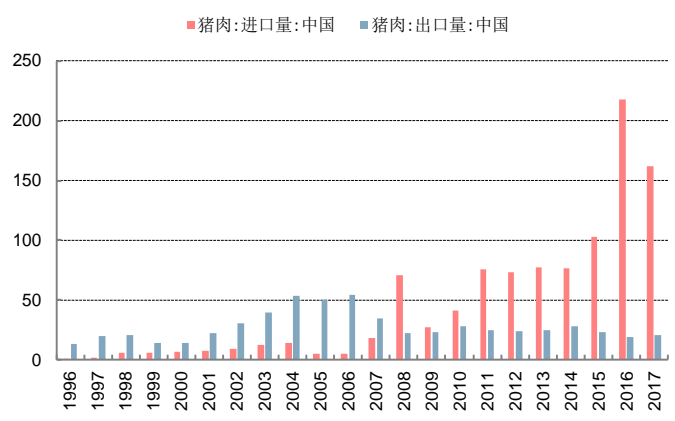
猪肉一直是我国居民肉类消费的主要品类，据国家统计局数据显示，我国猪肉消费占肉类消费的比例一直高于 60%。我国猪肉市场以自产自销为主，2017 年进口量占国内消费量的比例低于 3%，出口量占全国产量的比例低于 1%。**需求端：**国内猪肉消费量自 2014 年达到 5719 万吨的高点后，2015、2016、2017 年分别同比下降 2.67%、1.24%、0.31%。**供给端：**国内猪肉产量自 2014 年达到 5671 万吨的高点后，2015、2016 年分别同比下降 3.26%、3.42%，2017 年同比增长 0.77%。

图 1：2014 年我国猪肉产量、消费量达到高点（万吨）



数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

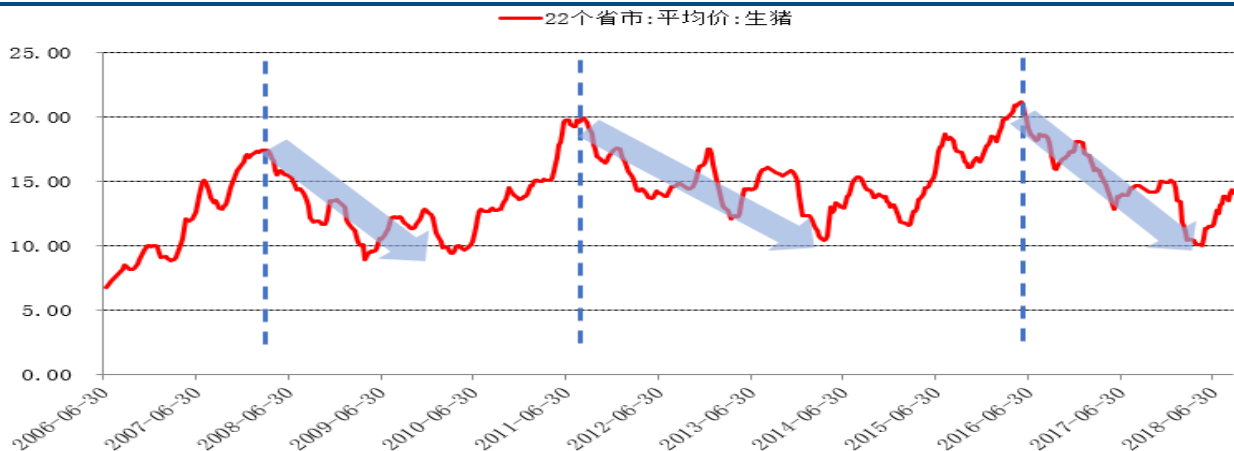
图 2：我国猪肉市场以自产自销为主，进出口量占比低（万吨）



数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

生猪价格波动完整周期介于 3.5-5 年之间：过去 10 年中，生猪均价分别于 2008 年 4 月、2011 年 9 月、2016 年 6 月达到历史高点，猪价波动完整周期介于 3.5-5 年之间。从过去 10 年间两轮完整的猪价周期来看，从价格高点到价格低点经历的时间约为 1-2.5 年，本轮周期中，2018 年 5 月份达到的价格低点距前期高点为 2 年，我们判断，2018 年 5 月猪价已进入本轮周期的底部区间。

图 3：生猪价格波动周期介于 3-3.5 年之间（元/千克）

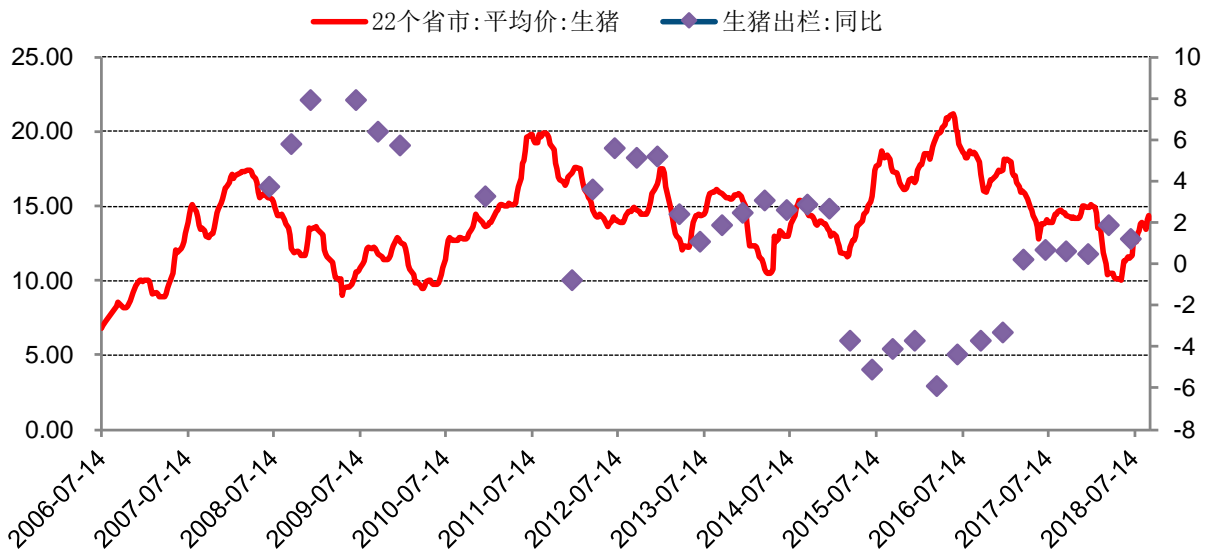


数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

（二）散户养殖份额较大，供给对价格的滞后反应致使生猪价格周期性波动

生猪价格与供给的时间错配是价格周期性波动的主要原因。由于猪肉消费习惯在中短期内变化较小，因此价格稳定前提下客观需求量变化应该较小，故而生猪价格波动主要是受供给的影响。当前我国养猪产业较为分散，根据中国畜牧业行业协会数据，年出栏 500 头以下的中小散户占据 55% 的市场份额（2016 年），大量的分散养殖户信息不充分、根据当期价格安排下期生产，而从安排生产到生猪出栏大约需 14 个月，供给的调整相对于价格的滞后造成行业整体供给的周期性波动，从而造成价格周期性波动。（价格上涨→扩大养殖规模→供给过剩→价格下跌→缩减养殖规模→供给不足→价格上涨）

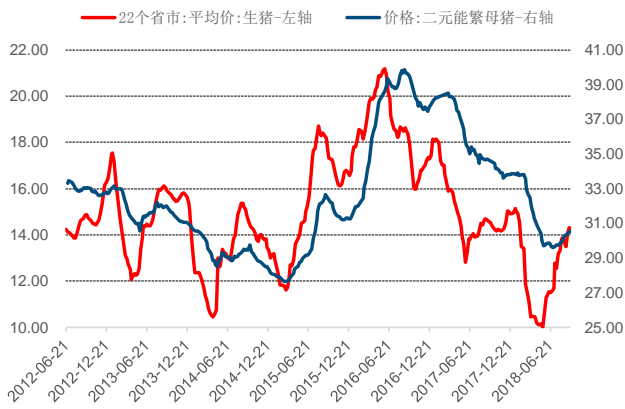
图 4：供给端的生猪出栏增速滞后于价格（元/千克，%）



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

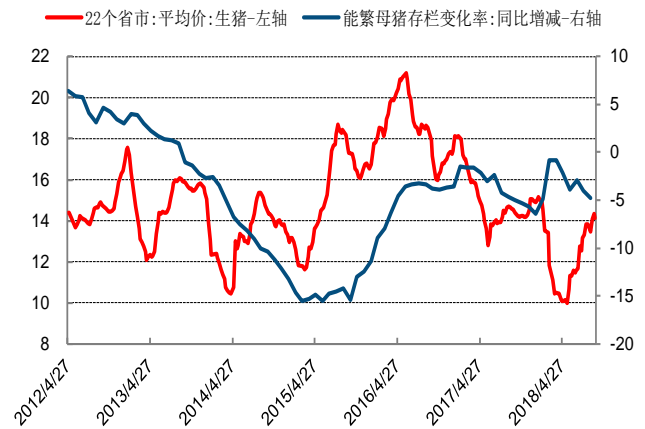
能繁母猪存栏量、二元能繁母猪价格数据领先行业供给，当前趋势均反映后期供需或面临紧平衡状态。猪肉供给由能繁母猪存栏量（产能）、MSY（生产效率；平均每头母猪年提供肥猪数）、生猪平均出栏体重决定。我国 MSY 在 2012-2017 年间由 13.4 头提高到 16 头，行业整体生产效率提高，但我国能繁母猪存栏量自 2013 年 9 月以来持续下滑，2018 年 6、7、8 月同比降幅持续扩大，分别为-2.9%、-4.0%、-4.8%；此外，二元能繁母猪价格反映了能繁母猪补栏的积极性，自 2016 年 10 月以来，母猪价格波动下滑，目前已接近历史底部。考虑猪肉供应相对母猪存栏量之后约 11 个月左右，预计中期供需面临紧平衡状态。

图 5：能繁母猪价格目前已接近历史底部（元/千克）



数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

图 6：能繁母猪存栏 2018 年 6、7、8 月同比降幅持续扩大

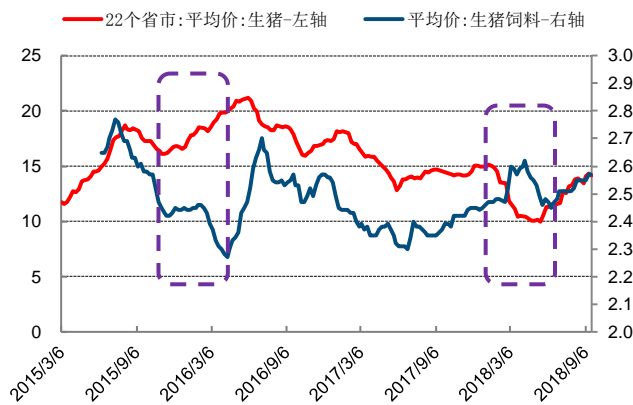


数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

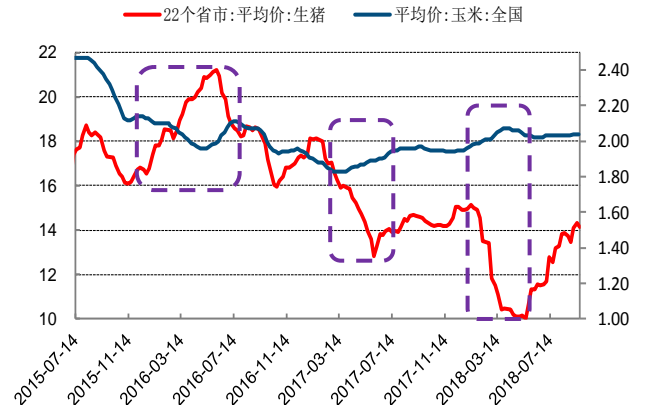
（三）生猪价格中短期波动受成本影响小，但猪粮比价影响养殖户心理预期

从养殖成本来看，以玉米等为原材料的饲料占比最高，约为 60%，大宗农产品和饲料价格波动对企业效益影响较大。但饲料价格在中短期内对猪价影响有限，甚至出现背离，进一步验证了中短期猪价主要受供需关系的影响。

图 7：生猪价格中短期波动受成本影响小（元/千克）



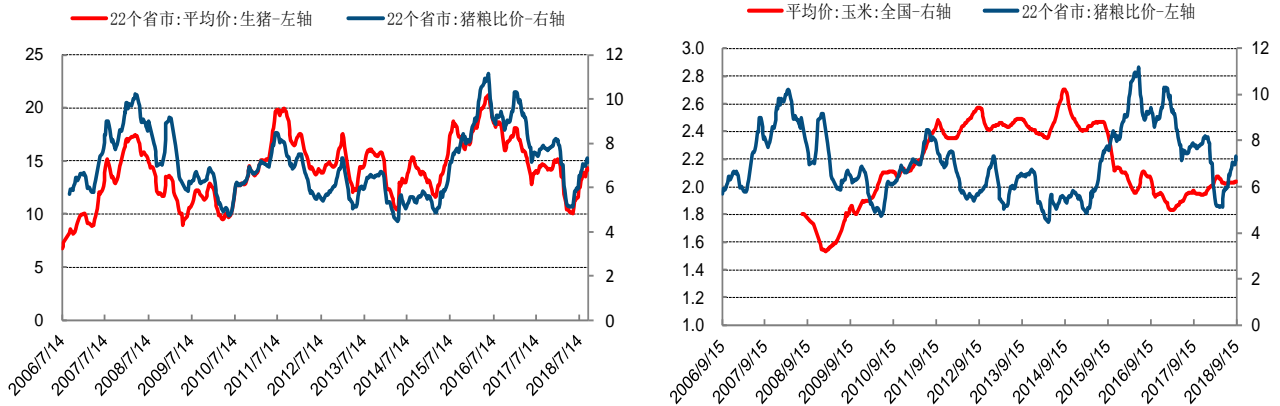
数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部



数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

猪粮比价（生猪出场价格/玉米批发价格）可以有效衡量养殖效益水平，近年波动下滑加速散养户退出。猪粮比价受生猪价格和粮价共同影响，由于生猪价格波动的幅度远大于粮价，因此猪价对猪粮比价影响更大。根据发改委公布数据，猪粮比价盈亏平衡区间为 5.5:1-5.8:1，近年猪粮比价波动性下滑，加速中小养殖户的退出。

图 8：猪粮比价波动与生猪价格波动吻合度高（元/千克）



数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

数据来源：Wind、中信建投证券研究发展部

二、疫情或加速猪价触底反弹

（一）全国性大规模疫情发生往往助涨猪价或加速触底

从历史生猪疫情和猪价走势来看，全国性大规模疫情往往可以加速猪价快速上涨或者催化猪价触底反弹。例如：

2006 年，蓝耳病第二次在国内发生，此次为高致病性蓝耳病。从 2006 年 5 月底以来，全国 19 个省份发生高致病性猪蓝耳病疫情；2007 年 1~5 月份，全国有 22 个省份发生高致病性猪蓝耳病疫情。2006-2007 年猪价处于上升通道，疫情发生导致猪价持续涨至 2008 年。

2009 年冬季开始有人反映当地猪场发生口蹄疫，2010 年春季之后，国内猪感染口蹄疫的消息增多。2010 年 3 月，农业部新闻办公室发布，广州市白云区发生一起口蹄疫疫情，病发猪 1474 头以及同群猪 8382 头全部扑杀，随后多地发生口蹄疫疫情。2009-2010 年猪价处于底部徘徊，此次疫情发生之后猪价加速触底，随后进入上升通道。

图 9：历史疫情与猪价走势（元/千克）



资料来源：Wind 互联网 中信建投证券研究发展部

（二）非洲猪瘟发生，短期价格分化，中长期期待价格拐点

2018年8月3日，农业农村部发布疫情信息，辽宁省沈阳市沈北新区发生一起非洲猪瘟疫情。据了解，这是我国首次发生非洲猪瘟疫情。

据农业农村部信息，非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒引起的家猪、野猪的一种急性、热性、高度接触性动物传染病，所有品种和年龄的猪均可感染，发病率和死亡率最高可达100%。世界动物卫生组织将其列为法定报告动物疫病，我国将其列为一类动物疫病。1921年肯尼亚首次报道发生非洲猪瘟疫情，该病于上世纪60年代传入欧洲，70年代传入南美洲，2007年传入高加索地区和俄罗斯。2017年以来，俄罗斯远东地区发生数起非洲猪瘟疫情。该病现主要在非洲、中东欧和高加索地区流行。健康猪与患病猪或污染物直接接触是非洲猪瘟最主要的传播途径，猪被带毒的蜱等媒介昆虫叮咬也存在感染非洲猪瘟的可能性。

非洲猪瘟对生猪生产危害较大，发病率通常在40%-85%之间，死亡率因感染的毒株不同而有所差异。高致病性毒株死亡率可高达90-100%；中等致病性毒株在成年动物的死亡率在20%-40%之间，在幼年动物的死亡率在70%-80%之间；低致病性毒株死亡率在10%-30%之间。

自8月3日以来，截至9月24日，我国已陆续发现17起非洲猪瘟疫情，区域涵盖辽宁、江苏、浙江、安徽、黑龙江、河南、吉林和内蒙古。

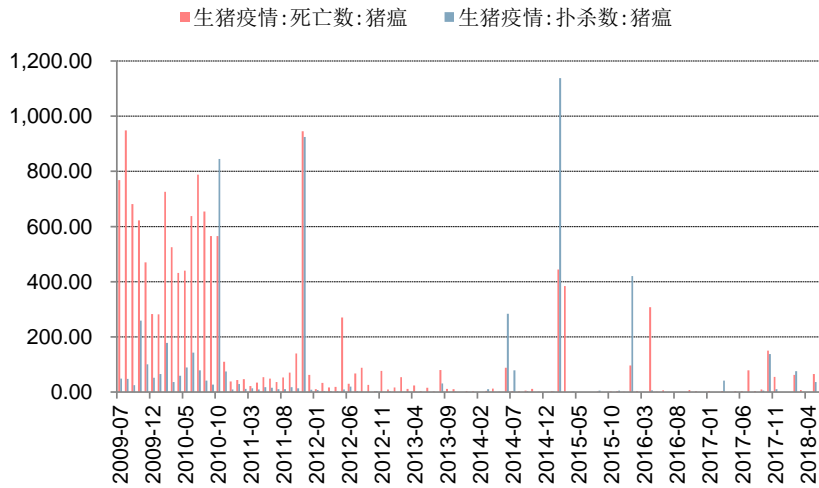
表 1：2018 年国内非洲猪瘟疫情（头）

省份	时间	发生地区	存栏	发病	死亡
内蒙古	9月24日	内蒙古自治区呼和浩特市	388	4	2
内蒙古	9月21日	内蒙古自治区科尔沁右翼中旗	138	23	22
吉林省	9月21日	吉林省公主岭市南崴子镇	484	56	56
内蒙古	9月17日	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	159	14	8
内蒙古	9月14日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗	-	16	16
河南省	9月14日	河南省新乡市获嘉县	-	148	64
安徽省	9月10日	安徽省铜陵市义安区	219	63	23
安徽省	9月6日	安徽省芜湖市南陵县许镇镇	30	13	4
安徽省	9月6日	安徽省宣城市宣州区天湖街道办事处	52	15	15
黑龙江	9月6日	黑龙江省佳木斯市向阳区	203	26	10
安徽省	9月6日	安徽省滁州市凤阳县	886	62	22
江苏省	9月3日	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9
安徽省	9月3日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83
安徽省	8月30日	安徽省芜湖市南陵县	-	185	80
浙江省	8月22日	浙江省温州市乐清市	-	430	340
江苏省	8月19日	江苏省连云港市海州区	-	615	88
辽宁省	8月3日	辽宁省沈阳市沈北新区	383	47	47

资料来源：农业农村部 中信建投证券研究发展部

8月3日至今，由于非洲猪瘟疫情国内生猪发病数量累计已达1881头，死亡数量已达889头，死亡数量从历史数据来看处于较高位置。

图 10：生猪疫情死亡数及扑杀数（头）



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

目前来看，对于非洲猪瘟的发生，防控处理措施主要是：（1）不要使用餐馆、食堂的泔水或餐余垃圾喂猪；（2）不要散放饲养，避免家猪与野猪接触；（3）不要从疫区调运生猪；（4）不要对出现的可疑病例隐瞒不报。

我们认为，非洲猪瘟的发生，短期可能会由于提前出栏，从而增加市场供给，短期引起市场价格下降，中期会由于散养户供给减少以及泔水猪数量减少而价格进入上升周期，同时考虑到市场禁运政策，产区与销区价格短期会出现分化。

三、生猪养殖业四大龙头“温牧正雏”比较：温氏航母地位不可撼动，行业筑底静待成长

（一）生猪出栏量与市占率比较：温氏稳居第一，牧原、正邦快速增长，行业集中度有望提升

从生猪出栏量看，温氏股份稳居国内第一，2017 年全年销售生猪 1904.17 万头，同比增长 11.18%。牧原股份作为自繁自养模式的代表公司，2017 年生猪销量同比增长 132.42%至 723.74 万头；2018 年上半年继续保持高速增长，同比增长 60.74%至 474.40 万头，扩张势头强劲。正邦科技也后起直追，2017 年、2018 年上半年生猪出栏量分别同比增长 51.14%、157.37%至 342.25、248.18 万头，发展迅猛。雏鹰农牧的生猪出栏规模明显低于其他公司，而且 2018H1 增速已从正转负。根据雏鹰农牧公告，主要由于公司养殖规模扩大，但产能未能完全释放（猪舍改造过程中不能养猪）。

表 2：“温牧正雏”销量（出栏量）及增速比较

	销量（出栏量）（万头）					销量（出栏量）增速（%）			
	2015	2016	2017	2018H1		2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	1,535.06	1,712.73	1,904.17	1,035.64	温氏股份	26.00	11.57	11.18	15.44
牧原股份	191.9	311.39	723.74	474.4	牧原股份	3.23	62.27	132.42	60.74
正邦科技	157.94	226.45	342.25	248.18	正邦科技	8.22	43.38	51.14	157.37
雏鹰农牧	139.24	202.22	212.99	116.65	雏鹰农牧	14.88	45.23	5.33	-2.29

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从市占率看，2017 年中国生猪养殖龙头温氏股份全年出栏量 1904.17 万头，市占率为 2.76%；排名第二的牧原股份全年生猪出栏量 723.74 万头，市占率为 1.05%。2017 年温氏股份、牧原股份、正邦科技、雏鹰农牧 4 家主要的生猪养殖上市公司的市占率合计仅为 5.61%，相对美国仍然偏低。在龙头企业规模化进程和成本优势逐步放大背景下，行业集中度未来有望继续提升。

表 3：“温牧正雏”市占率对比（按照生猪出栏量计算）

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	2.16%	2.48%	2.76%	3.10%
牧原股份	0.27%	0.45%	1.05%	1.42%
正邦科技	0.22%	0.33%	0.50%	0.74%
雏鹰农牧	0.20%	0.30%	0.31%	0.35%
合计	2.85%	3.56%	4.62%	5.61%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（二）营收规模比较：温氏高居首位，牧原生猪占比最高，正邦增速强劲

从总营收规模看，2017 年温氏股份 556.57 亿元的营收继续高居首位，其中生猪销售占比达到 62.97%。2017、2018H1 温氏股份营收增速有所放缓，主要原因系国内生猪市场低迷、猪价下跌幅度较大。2017 年牧原股份营收保持高速增长，同比提升 79.14% 至 100.42 亿元，其中公司业务布局主要是生猪养殖，生猪销售占比高达 99.18%。正邦科技受益于养殖规模持续扩张，2017 年总营收、生猪销售额同比分别增长 35.21%、91.55% 至 206.15、55.13 亿元，增速继续向上。雏鹰农牧由于生猪出栏规模明显低于其他公司，营业收入及增速开始落后。

表 4：“温牧正雏”营业收入及增速比较

	营业收入规模（亿元）					营业收入增速（%）			
	2015	2016	2017	2018H1		2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	482.37	593.55	556.57	253.17	温氏股份	24.57	23.05	-6.23	0.77
牧原股份	30.03	56.06	100.42	55.13	牧原股份	15.31	86.65	79.14	30.31
正邦科技	164.16	189.2	206.15	122.22	正邦科技	-3.22	15.25	8.96	35.21
雏鹰农牧	36.19	60.9	56.98	24.5	雏鹰农牧	105.43	68.28	-6.44	-2.87

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 5：“温牧正雏”生猪营收及增速比较

	生猪营收（亿元）					生猪营收增速(%)			
	2015	2016	2017	2018H1		2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	272.87	376.43	350.49	148.26	温氏股份	46.15	37.95	-6.89	-14.43
牧原股份	30.03	56.04	99.6	54.8	牧原股份	15.37	86.6	77.74	29.58
正邦科技	21.12	33.77	55.13	30.93	正邦科技	35.28	59.91	63.26	91.55
雏鹰农牧	14.98	21.42	16.3	6.07	雏鹰农牧	39.07	43.03	-23.9	-30.18

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 6：“温牧正雏”生猪销售占比比较

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	56.57%	63.42%	62.97%	58.56%
牧原股份	99.98%	99.96%	99.18%	99.40%
正邦科技	12.86%	17.85%	26.74%	25.31%
雏鹰农牧	41.39%	35.18%	28.61%	24.76%

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

（三）盈利能力比较：猪价低迷大幅影响公司近期盈利，温氏、牧原“御寒”能力强

从头均单价、头均毛利和毛利率看，2017、2018 上半年生猪市场极为低迷。其中温氏股份的头均单价和头均毛利仍然位居第一，2017 年公司生猪头均单价、毛利分别为 1840.67、456.49 元。但牧原股份从 2018 年上半年迎头赶上，2018H1 头均毛利 73.00 元也实现对温氏股份 45.54 元的超越。正邦科技、雏鹰农牧受到猪价下跌影响较大，2018 上半年头均毛利由正转负。毛利率方面，牧原股份的生猪产品毛利率在 2017 年全面下滑中却上升至第一，达到 30.03%，2018 年上半年也继续保持首位。

表 7：“温牧正雏”头均单价（元）比较

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	1,777.61	2,197.84	1,840.67	1,431.57
牧原股份	1,564.88	1,799.54	1,376.16	1,155.12
正邦科技	1,337.09	1,491.24	1,610.82	1,246.46
雏鹰农牧	1,075.65	1,059.37	765.38	520.16

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 8：“温牧正雏”头均毛利（元）比较

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	395.16	836.28	456.49	45.52
牧原股份	385.12	822.21	413.26	73
正邦科技	172.22	570.55	231.99	-70.92
雏鹰农牧	206.96	492.5	120.92	-140.11

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

表 9：“温牧正雏”生猪产品毛利率（%）比较

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	22.23	38.05	24.8	3.18
牧原股份	24.61	45.69	30.03	6.32
正邦科技	12.9	38.25	14.41	-5.68
雏鹰农牧	19.24	46.49	15.8	-26.94

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

从归母净利润和归母净利润率看, 2017 年市场行情下滑对四个公司影响较大。2018 年上半年仅有温氏股份实现盈利, 归母净利润、归母净利润率分别为 9.17 亿元、3.62%, 另外三家均出现亏损。2017 年以来, 仅有牧原股份在 2017 年实现归母净利润的正增长 (+1.88%), 2018 上半年四家公司归母净利润的平均增速跌至 -205.19%, 其中雏鹰农牧 2018H1 的归母净利润同比增速为-495.41%。温氏股份和牧原股份凭借强大的成本管控能力, 相对有效地应对了目前的低迷行情。

表 10：“温牧正雏”归母净利润及增速比较

	归母净利润（亿元）					归母净利润增速（%）			
	2015	2016	2017	2018H1		2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	62.05	117.9	67.51	9.17	温氏股份	130.77	89.99	-42.74	-49.32
牧原股份	5.96	23.22	23.66	-0.79	牧原股份	642.97	289.68	1.88	-106.55
正邦科技	3.11	10.46	5.26	-1.91	正邦科技	285.71	235.85	-49.74	-169.48
雏鹰农牧	2.2	8.33	0.45	-5.09	雏鹰农牧	216.34	278.09	-94.58	-495.41

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

表 11：“温牧正雏”归母净利润率（%）比较

	2015	2016	2017	2018H1
温氏股份	12.86	19.86	12.13	3.62
牧原股份	19.84	41.42	23.56	-1.43
正邦科技	1.9	5.53	2.55	-1.56
雏鹰农牧	6.09	13.68	0.79	-20.76

资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

四、投资建议：

建议重点关注生猪养殖规模大、成本与疫情预防优势显著、效益高的龙头企业温氏股份、牧原股份等。

五、风险提示：

猪肉价格持续下跌，上市公司利润下滑；猪瘟疫情影响持续扩大，波及上市公司存栏生猪。

表 12：重点公司盈利预测及评级

代码	公司	EPS (元)			PE			当前股价 (元)
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	
300498.SZ	温氏股份	1.29	0.86	1.01	18.48	27.10	23.05	23.59
002714.SZ	牧原股份	2.04	0.63	0.80	25.89	39.24	31.08	24.87
002157.SZ	正邦科技	0.23	0.10	0.16	25.43	39.50	24.69	3.95
0288.HK (HKD)	万洲国际	0.61	0.63	0.72	14.60	8.69	7.70	5.50

资料来源：Wind 中信建投证券研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造&农林牧渔行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

孙金琦：金融硕士，3 年轻工制造行业研究经验，2017 年加入中信建投证券从事轻工造纸行业研究，所在团队获 2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，曾历任广发证券、东兴证券从事行业研究工作。

研究助理 罗乾生：中国人民大学管理学硕士，2018 年加入中信建投轻工造纸团队。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiaocsc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859