

推荐 (维持)

## 反转确立，聚焦龙头

2018年11月23日

### 农林牧渔行业2019年度投资策略

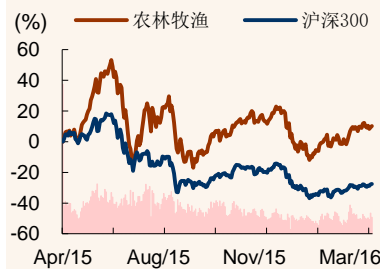
上证指数 2579

#### 行业规模

		占比%
股票家数 (只)	77	2.2
总市值 (亿元)	6642	1.4
流通市值 (亿元)	5278	1.4

#### 行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	10.3	-15.9	-23.4
相对表现	12.0	1.8	0.6



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

- 1、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十七-温氏 VS 牧原,深度财务对比》2018-10-09
- 2、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十六-非洲猪瘟全面复盘与推演:2019年猪价上涨或成定局》2018-09-28
- 3、《猪!猪!猪!生猪养殖系列报告之十五-温氏 VS 牧原,商业本质孰优孰劣?》2018-09-18

朱卫华

0755-82943101  
zhuweihua@cmschina.com.cn  
S1090511030001

研究助理

雷轶

075583218146  
leiyi@cmschina.com.cn

研究助理

陈晗

chenhan2@cmschina.com.cn

今年以来,宏观经济内外环境日益复杂,外有中美贸易战持续牵制,内有坚决的深层次去杠杆和防控金融风险工作展开,融资难度陡增,叠加2018Q2以来的猪价暴跌,8月以来非洲猪瘟造成的人人恐慌抛售与区域市场割裂,三重风险均为产业链上下游的经营者带来了极高的挑战,但也正是如此强力的洗牌,才能让真正优秀的企业迎来重大发展机遇,首推牧原股份、温氏股份,建议关注新希望、天邦股份。

#### □ 总体判断:剩者为王,聚焦龙头

非洲猪瘟爆发以来,全国生猪调运几乎全部受限,产销区价格差创出历史记录。我们提出的产区洗牌就是全国洗牌正在不断演化,在猪价低、销售困难、疫病带来恐慌、环保禁养、原材料价格上涨、信用收紧的多重刺激下,去产能正快速进行,目前处于黎明前的黑暗,等待超重猪的出清完毕,有望迎来新周期。

随着猪价反转的确定性不断增强,市场关注点将逐步转向企业业绩释放的确定性,三个不确定性(疫情、扩张速度、现金流安全)的背景下,聚焦龙头更具确定性和安全性。

#### □ 子行业研判:2019年,猪价上涨或已成定局,养殖投入品前低后高

在可预期的未来1-2个季度,生猪存栏将完成出清,2019年下半年甚至上半年,猪价可能会迎来景气反转,2020年猪价全年高景气可期,最高点或达到20元/kg以上。明年下半年,受到养殖盈利的回升影响,优秀养殖企业都将迎来利润大增,养殖投入品等后周期品种也有望迎来周期性复苏机会,不同商业模式的公司可能受益顺序会有不同。

#### □ 投资策略:布局具有高度确定性的养猪龙头

底部布局我们始终强调确定性,首推牧原、温氏,关注新希望、天邦。

**风险提示:**突发大规模不可控疫病,重大食品安全事件,宏观经济系统性风险,极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价,上市公司感染非洲猪瘟。

#### 重点公司主要财务指标

公司名称	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
温氏股份	24.16	1.31	0.97	1.27	25	19	3.8	强烈推荐-A
牧原股份	24.31	2.04	0.40	2.48	61	10	4.0	强烈推荐-A
海大集团	22.20	0.77	0.99	1.17	25	21	4.7	强烈推荐-A
国联水产	5.52	0.18	0.40	0.41	17	16	2.0	强烈推荐-A

资料来源:招商证券

## 正文目录

一、总体判断：剩者为王，聚焦龙头.....	7
1、外部环境变化：三重风险，剩者为王.....	7
(1) 第一重挑战：融资困难，考验资源整合能力.....	7
(2) 第二重挑战：猪价低迷，猪价周而复始但并不容易把握.....	7
(3) 第三重挑战：非洲猪瘟的深远影响.....	8
2、产业链变革，上下游面临的机会与挑战.....	9
3、投资思考：聚焦龙头的原因.....	10
二、子行业研判：2019年，猪价上涨或已成定局，养殖投入品前低后高.....	12
1、国际食品价格指数继续下跌，国内CPI涨幅回落.....	12
2、生猪养殖：非洲猪瘟持续爆发，2019年猪价上涨或成定局.....	15
(1) 导读：非洲猪瘟全球肆虐史.....	16
(2) 复盘：我国进入持续爆发期，后续仍存在较大不确定性.....	17
(3) 防控：调运环节监管不断加码，2019年猪价上涨已是定局.....	18
3、饲料：上游养殖波动，板块盈利分化.....	27
(1) 猪料：需求持续低迷，饲料销售承压.....	27
(2) 禽料：养殖景气传导，饲料销售好转.....	28
(3) 水产料：总量略增，存量博弈.....	29
4、动保：短期被迫承压，长期稳中向好.....	31
(1) 猪周期下行通道，高价苗销售不利.....	31
(2) 市场化改革落地，寡头垄断趋势明朗.....	31
(3) 规模化提升加速，高端苗渗透迎契机.....	31
三、投资策略：周期反转，龙头当先.....	32
1、牧原股份：工业化养殖龙头，周期与成长共振.....	32
2、温氏股份：背靠两广市场，尽享销区高猪价.....	33
3、新希望：拐点已至，希望已来.....	33
4、天邦股份：出栏迅速增长，成本不断下降.....	34
四、农产品价格走势及加工环节盈利.....	37
1、总体指数.....	37
2、稻米.....	37

3、小麦 .....	38
4、玉米 .....	38
5、大豆 .....	39
6、豆油 .....	39
7、棉花 .....	40
8、糖 .....	40
9、天然橡胶 .....	41
10、饲料原料 .....	41
11、畜产品 .....	41
12、禽产品 .....	42
风险提示 .....	42

### 图表目录

图 1: 我国生猪供给结构由金字塔走向倒金字塔 .....	10
图 2: FAO 食品价格指数 .....	13
图 3: FAO 谷物价格指数 .....	13
图 4: FAO 植物油价格指数 .....	13
图 5: FAO 奶类价格指数 .....	13
图 6: FAO 肉制品价格指数 .....	13
图 7: FAO 食糖价格指数 .....	13
图 8: 国内 CPI 涨幅有所回落 .....	14
图 9: 2005-2017 年全球每年非洲猪瘟爆发 774 起 .....	17
图 10: 2005-2017 年每年非洲猪瘟平均持续 11.9 个月 .....	17
图 11: 非洲猪瘟在我国的疫点分布 (截至 11 月 21 日) .....	17
图 12: 辽宁地区非洲猪瘟呈区域性爆发趋势 .....	18
图 13: 非洲猪瘟疫情传播和防控链条 .....	18
图 14: 河南省生猪价格变化图 .....	19
图 15: 浙江省生猪价格变化图 .....	19
图 16: 非洲猪瘟爆发以来, 产销区价格开始急剧扩大 .....	19
图 17: 我国生猪调运流向图 .....	20

图 18:我国生猪调入/消费比分布图, 河南和山东外销量都超过本省消费量.....	21
图 19: 各省生猪调出量和自身消费量情况.....	22
图 20: 2006 年至今我国猪肉产量变化图.....	22
图 21: 2006 年至今我国生猪价格变化图.....	22
图 22: 各省市猪肉调入量占全国产量比值.....	23
图 23: 我国当前生猪调运格局以及主要调出省份状况.....	23
图 24: 2018 年 3 月以来我国生猪跨省调运量.....	24
图 25: 产区仔猪价格开始大幅下跌 (辽宁).....	24
图 26: 产区仔猪价格开始大幅下跌 (河南).....	24
图 27: 种猪生长周期 (绿色框内表示正常种猪场养殖时间).....	25
图 28: 2014 年全国种猪存栏分布图 (单位: 万头).....	26
图 29: 我国核心育种场分布图.....	26
图 30: 历年猪饲料产量与主要影响因素的变动趋势.....	28
图 31: 毛鸡价格走势.....	29
图 32: 毛鸡养殖利润走势.....	29
图 33: 历年猪饲料产量与主要影响因素的变动趋势.....	29
图 34: 历年水产品产量与养殖量走势.....	30
图 35: 我国历年猪病发病数及病死率.....	31
图 36: 2009-2016 年病死猪主要原因.....	31
图 37: 2009-2019 年牧原出栏变化图.....	32
图 38: 2014Q1 以来牧原育肥猪完全成本变化图.....	32
图 39: 2018H1 温氏主要区域市场的营收占比情况.....	33
图 40: 2014-2019 年公司生猪出栏量.....	34
图 41: 2017 年至今公司能繁母猪存栏量.....	34
图 42: 天邦股份 2019 年生猪出栏分布图 (预计).....	35
图 43: 今年以来农林牧渔与大盘走势.....	35
图 44: 2018 年 10 月以来农林牧渔与大盘走势.....	35
图 45: 农林牧渔行业历史 PEBand.....	36
图 46: 农林牧渔行业历史 PBBand.....	36
图 47: CRB 商品指数.....	37
图 48: 农产品批发价格总指数&菜篮子批发价格指数.....	37

图 49: 全国批发市场各种大米价格 .....	37
图 50: 全国批发市场各种稻谷价格 .....	37
图 51: CBOT 糙米期货价格 .....	37
图 52: 国内早籼稻期货价格 .....	37
图 53: CBOT 小麦期货连续价格 .....	38
图 54: ZCE 优质强筋小麦价格 .....	38
图 55: 全国批发市场小麦平均价格 .....	38
图 56: 小麦、面粉加工及加工毛利 .....	38
图 57: CBOT 玉米期货连续价格 .....	38
图 58: DCE 玉米期货连续价格 .....	38
图 59: CBOT 大豆期货连续价格 .....	39
图 60: DCE 黄大豆 1 号连续期货 .....	39
图 61: CBOT 豆油连续期货价格 (国际期货) .....	39
图 62: DCE 豆油连续期货价格 (国内期货) .....	39
图 63: 国内棕榈油期货价格 .....	39
图 64: 国际棕榈油价格 (国际现货) .....	39
图 65: NYBOT2 号原棉期货连续价格 (国际期货) .....	40
图 66: ZCE 棉花期货连续价格 (国内期货) .....	40
图 67: NYBOT11 号原糖期货价格 .....	40
图 68: ZCE 白糖期货价格 .....	40
图 69: 白糖现货价格 (产区) .....	40
图 70: 伦敦白糖期货价格 .....	40
图 71: 上海天然橡胶期货价格 .....	41
图 72: 中国天然橡胶进口量 .....	41
图 73: 智利鱼粉 FOB 价格 .....	41
图 74: DCE 豆粕期货连续价格 .....	41
图 75: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势 .....	41
图 76: 猪价差价格走势 .....	41
图 77: 鸡苗价格走势 .....	42
图 78: 白条鸡价格 .....	42

---

表 1: 农产品价格变化情况汇总.....	14
表 2: 非洲猪瘟全球肆虐史.....	16
表 3: 2017 年全球主要饲料企业概况.....	30
表 4: 农业板块个股涨幅排行榜.....	36

## 一、总体判断：剩者为王，聚焦龙头

### 1、外部环境变化：三重风险，剩者为王

今年以来，宏观经济内外环境日益复杂，外有中美贸易战持续牵制，内有坚决的深层次去杠杆和防控金融风险工作展开，融资难度陡增，叠加 2018Q2 以来的猪价暴跌，8 月以来非洲猪瘟造成的人人恐慌抛售与区域市场割裂，都为企业经营带来了极高的挑战，但也正是如此强力的洗牌，才能让真正优秀的企业逆势抢占份额。

#### (1) 第一重挑战：融资困难，考验资源整合能力

去杠杆下的紧货币环境、股市阔幅调整，使得不少上市公司大股东陷入债务困境，也使得公司融资难度、融资成本快速上升，这对于重资产的养猪业来说，是一个巨大挑战。养猪注定是非常重资产的，若以公司+农户模式发展，企业每头猪的投资额大约 1000 元/头/年出栏以上(育肥环节需要农户来投)，以自繁自养模式发展则需要企业投入 1500 元/头/年出栏以上，目前几乎所有上市公司的项目投资都受到一定的影响，资金压力变大是主要原因。

养猪业可用于抵押的资产较少，较为依赖信用贷款，且行业总体负债率已经较高，进一步融资的空间非常取决于企业整合资源的能力，成本最优秀的企业和资金储备最足的企业有望迎来大的发展契机。(多轮周期证明，养好猪只是做大企业的一部分，而能在关键时点拿到钱、人、地、政策支持等生产要素的能力也不容小觑)

至今，养猪行业的集中度、规模化水平、现代化水平“三低”的现状并没有质变，工业化趋势是未来十年乃至二十年的行业趋势，国家政策已经在持续引领“保大弃小”，为企业发展腾出空间，使得行业早日走向规范化、高效化。而中国 7 亿头年出栏量的生猪市场若要整体完成工业化(如欧美)，全程需要投入大约 1 万亿的资金，但目前农业企业上市愈发困难，产业现代化的迫切程度和现实的融资环境形成尖锐的矛盾，融资难或许拉长了具有工业化优势的企业红利期。若上市公司能抓住机会，做到成本低、扩张快、可持续，我们认为会具有投资性机会。我们判断：“金猪十年”并不是每个企业的，而是具有工业化优势的龙头企业所拥有。

#### (2) 第二重挑战：猪价低迷，猪价周而复始但并不容易把握

2015 年以来的三年景气期使得企业和养殖户信心不断增强，补栏热情持续高位，尤其 2017 年猪价已经处于下行通道时，行业仍在疯狂补栏，这使得 2018 年猪肉供给同比增长 10%以上，猪价同比下跌大约 20%，2018H1 创出历史单季度亏损额最高的纪录。随着 8 月非洲猪瘟爆发，产销区价格剧烈分离，产区价格瞬间跌落至谷底，部分地区和超重猪甚至亏损幅度超过上半年，例如东北地区一度低至 6.8 元/kg，目前主产区超重猪价格普遍在 8-9 元/kg 且具有一定持续性，这在以往都是较难出现的惨烈场景，无疑对企业的利润、现金流健康提出了更高的挑战，多数企业、中等养殖场的扩张能力受到局限，逆周期扩张能力有限。

复盘历史，猪周期几乎每次都是四年左右为一个周期，二十年来这个规律基本不变。我们提出，猪价也不会简单地因为规模化生产本身而平抑，更多要考虑产业链上下游的交易机制和产能数据对生产活动的引导作用，其实是这些因素才使得猪价趋于平缓，而不

是大生产本身。就好比我们把中国的 GDP 总量和某个无人角落里灰尘的厚度进行统计分析，发现他们惊人的线性相关并得出结论说后者是前者的因或果一样荒谬，夹杂在猪价走向平缓 and 规模化生产之间有更多的因素值得去研究。现代农业的特征是先签合同，再生产，价格走向平缓，传统农业则相反，先生产后销售，价格波动难以避免。

美国目前的生猪交易 70% 通过合同制锁定，20% 通过期货锁定，仅 10% 通过现货交易，同时政府有效引导了生产与需求的稳定性，他们的机制用了几十年来逐步完善。

而在中国，生猪生产主体为农户，十分分散，他们的行为仍是相机抉择，行业的价格发现就仍然是充分博弈的囚徒困境阶段，同时牛尾效应与趋同现象使得行业行为更加一致，暴涨暴跌可能更加明显。虽然养殖户规模在逐步提高，但其对价格判断的方式及具体行为的本质都没有明显变化，且养殖户占比仍然是大头，下游交易方式也没有变化，故而周期波动特征和幅度可能不会有大的变化，下一轮周期的高点仍有可能在 20 元/kg 上方。

从母猪补栏到生猪产能释放需要 1-2 年（考虑到养殖户资产负债表修复过程需要一定的时间），一旦 2019 年猪价开始上涨，将是一年半以上的巨额盈利期（该阶段头均盈利能力是整个周期平均值的两倍以上）。但几乎每次都是优势企业率先把握住了行业底部，赚取了逆势扩张的巨额利润，得以实现了穿越周期的持续高成长，这本身需要非常优秀的判断力、执行力和储备资源，我们建议聚焦龙头。

### （3）第三重挑战：非洲猪瘟的深远影响

非洲猪瘟自 8 月第一起案例以来，仍然呈现持续爆发状态，且在部分地区已经愈演愈烈，整个产业已经必须得接受其长期存在的现实，我们在猪猪猪系列报告十六（短链接：<http://t.cn/E7RITAI>）中已经详细阐述未来的演化逻辑，目前疫情的不确定性仍在持续扩大。

#### 2019 年猪价上涨或已成定局：

销区受益，产区洗牌。为防治非洲猪瘟，全国生猪调运几乎全部受限，产销区价格差创历史记录。根据芝华产销区数据显示，2013 年至 2018 年 8 月 1 日，我国产销区生猪均价差距为 0.27 元/kg，非洲猪瘟爆发之后，产销区生猪均价急剧扩大至 4.02 元/kg，远超历史极值。我国 20% 以上的猪是由产区调往销区，占比较大，若一味限制，只会造成卖猪难、吃肉贵、偷运严重等社会问题，解决问题的长效机制仍未成型。我们提出产区洗牌就是全国洗牌，销区受到环保、土地的制约，长期养殖量还有进一步下降的趋势。即使是曾经的全国无差别洗牌，也主要是让产区的猪减少，达到产能出清，所以产区是供给过剩的主要矛盾。我们进一步发现，即使是销区省份，其产销区也是分离的（一般位于该省的经济不发达地区），一旦发生疫情，对销区省份的养殖业同样会造成较大的打击。由于信息传播的速度较快，养殖户悲观的预期在整个中国蔓延，而不是仅仅局限在某些疫情发生地或产区，进而造成全行业补栏低迷，抛售严重，去产能已经是全方位的。

#### 即使是优势企业，也面临短期负面影响：

凡是发病区域，猪价就会暴跌，产区洗牌已经进入深水区，销区省份也同样面临疫情影响。仔猪无处寄养，生猪销售渠道受到散养户抛售挤占，均对利润有一定影响，也较为考验企业的长期扩张决心，即使决心很强的公司，现在也面临种猪无法调运、建设资金紧张、育肥农户难找、销售渠道变革的不确定性等问题，产能扩张放慢既有主动原因，

也有被动原因。

### 但优势企业的长期红利也正快速浮现：

(1) 国家顺非洲猪瘟之势，大力推进行业的规范化、规模化，大型企业会得到更多的政策倾斜，中小散户边际成本上升要显著高于大型养殖企业。规范化必将抬高散户成本中枢，优秀企业成本与行业平均成本将进一步拉大，获得的超额收益也将会更多。

(2) 大型养殖企业具备完善的生物安全防控体系，发病概率低，响应速度快。

(3) 大型养殖企业猪场绝对数量大，分布广泛，保险购买齐全，抗风险能力更强，而散养户容易放弃，也较难换区域重新开场。

(4) 大型养殖企业具有更好的食品安全保障能力，下游需求倒逼上游生猪必须有明确来源，大型屠宰场已经采取锁定规模场猪源的方式采购。

(5) 猪价将迎来大幅上涨，从西班牙等国的经验来看，两年的时间非洲猪瘟将会导致大约 10% 的生猪死亡（染病&扑杀），20% 的养殖户退出，猪周期底部去化将会以非常惨烈的速度和力度进行，由此导致约 30% 的产能缺口。按照 7% 的产能变化足以引起周期反转进行计算，此轮猪周期持续的时间和空间将远超以往。

## 2、产业链变革，上下游面临的机会与挑战

对于中国养猪业未来供给结构的判断，我们与市场不同的地方在于：我们独家提出倒金字塔结构，而市场看法是纺锤型结构等。

各个阶层的成本优势决定了该阶层的复合发展速度，我国生猪供给结构由金字塔向倒金字塔演变，有以下几点结论：

1) 未来年出栏 500-10000 头的家庭农场将占据生猪供给主要地位，其占供给的比例有望进一步提高，适度规模化道路由我国深层次的矛盾综合决定（超大型适养土地有限，养猪仍为农民主要谋生手段之一，食用习惯偏好热鲜肉决定产区不能离销区太远）。

2) 万头以上集约式养殖猪场因技术效率改和管理水平提升空间最大，成本优势有望不断加大，会有最高的复合增速。

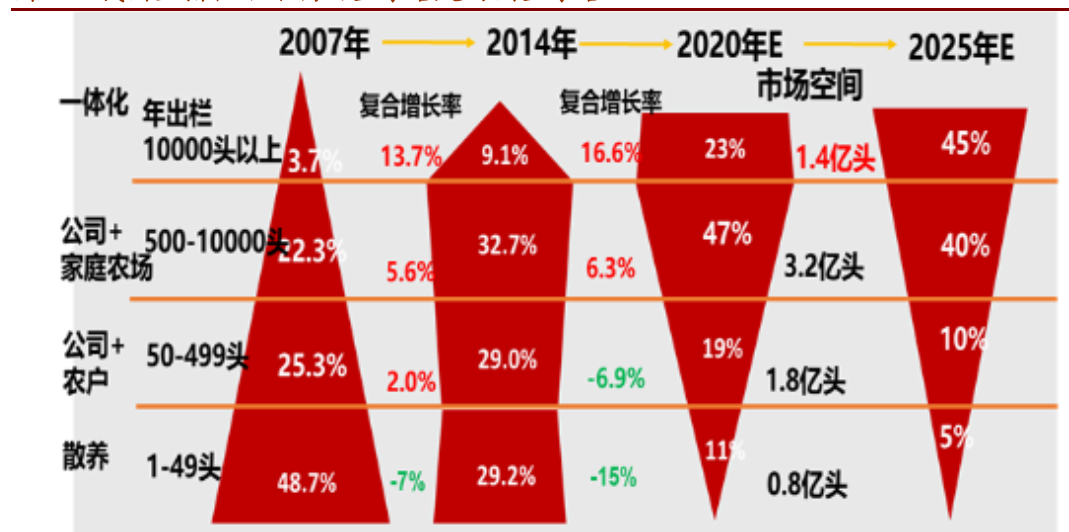
3) 人均资源不足导致人会持续挤压猪占的资源，叠加贸易开放程度的逐渐扩大，国家迫不及待地需要提高畜牧业的生产效率，养殖业必须走向高效集约，环保和食品安全两方面的要求，使得牧原一体化自繁自养工业化模式成为最优秀的生产关系。

4) 我国农业技术进步路线一直都是朝着土地效率最大化进行的，而农业人口的减少将提出一个新的要求：人均效率最大化。2012 年中国农村人口为 6.95 亿人，据联合国的人口预测，到 2022 年中国农村人口将净减少 1 亿人，农业劳动力将进一步减少，这会导致农业领域的工资上升，人均饲养量如果不上升，人力成本恐高企难下，代养费易涨难跌为典型。

5) 环保点燃了落后产能退出的高潮，生猪养殖规模化程度会快速提升，从 40% 快速增长到 70%，之后会放缓，但 10000 头以上的养殖场出栏占比会继续大幅提升，这一点在美国养殖历史上已经印证，其 1990s 规模化黄金十年，但万头以上规模出栏占比提升了二十年。2010 年，丹麦、意大利、荷兰、英国、西班牙存栏 1000 头以上的猪场存栏比重都超过了 80%，法国和德国的这一比重分别达到 77.1% 和 64.5%。美国 2012 年猪场存栏数在 1000 头以上的猪场存栏比例达到了 94.7%，存栏在 2000 头以上的猪

场存栏占比达到 87.4%。由此看来，我国生猪产业规模化发展的空间仍然较大，未来规模化发展步伐会进一步加快。

图 1：我国生猪供给结构由金字塔走向倒金字塔



资料来源：招商证券

我们认为此次非洲猪瘟使得散养户快速退出，不过是长期趋势的加速演绎，是符合行业发展规律的。但这个现象或对基于散养户的业务模式造成压力，例如给散养户赊销养殖投入品（饲料、疫苗、兽药等），给散养户代养仔猪等，在未来的半年里值得警惕。

**养猪业应对手段：**优秀企业应对以上风险的手段也非常多，近年兴起了融入社会资金、扶贫资金来投资猪舍的新融资手段应对资产重的问题，加大自养比例和加大单个农户养殖量应对农户稀缺问题，配套屠宰厂应对销售渠道受限问题，加大自动化设施投资应对人力成本不断上涨问题，一旦挺过周期底部，整体均会迎来重大发展机遇。

**饲料业应对手段：**从经营角度，饲料企业在此时会进一步收紧信贷政策以防控风险，发展竞争格局较好的水产饲料，优势企业将吃掉快速退出的中小企业的份额。从产业资本的角度，当下是并购的好契机，行业有望迎来并购浪潮。

### 3、投资思考：聚焦龙头的原因

随着猪价反转的确定性不断增强，市场关注点将由猪价反转的确定性逐步转向企业业绩释放的确定性，而主要有疫情的不确定性、扩张速度的不确定性、资金安全的不确定性。

**i. 疫情不确定性：**难以排除发生的可能性，但管理优势、环节封闭的企业的确在风险上更低，且为了保障肉类供给的稳定性，优势大企业的疫病防控不但是企业自身的责任，国家也必然会给予大力支持。

**ii. 扩张速度的不确定性：**在融资难的背景下，资金会成为速度的牵制因子，但资金是会向好公司倾斜的，好公司拥有更低的融资成本、更丰富的融资渠道，且还拥有融资的地域优势（地方银行优先贷款给好公司）。去杠杆的本意并不是对好企业惩罚，而是在对高负债率且无竞争优势的落后企业惩罚，随着政策对民营企业支持力度逐步恢复和增长，好公司的优势会最先体现出来，也最早具有进一步扩张的资金实力。

**iii. 现金流安全的不确定性：**思考养猪业历史上能成长成千万头级别的企业，无疑都是牢牢掌控住了资金安全问题，只有存活下来的企业才能再每一轮赢得较大发展，否则，一

旦操之过急，就是错过一整轮周期，对资金安全性把握较好的龙头企业更为深谙周期的本质，也是投资确定性的来源。

我们认为，优质的企业正是在寒冬中更能脱颖而出，且有牢牢控制住风险的能力，猪周期本质是利润率周期，周而复始，4年1个周期，并无明显改变，且非洲猪瘟带来的行业寒冬会加速产能的出清。我们始终强调逆周期布局中的确定性，首推牧原股份、温氏股份，建议关注新希望、天邦股份。

## 二、子行业研判：2019 年，猪价上涨或已成定局，养殖投入品前低后高

5 月以来国际食品价格指数不断下跌，国内 CPI 维持温和通胀格局，而对 CPI 具有较大影响的生猪价格在非洲猪瘟的影响下同比跌幅继续收窄。

### 1、国际食品价格指数继续下跌，国内 CPI 涨幅回落

从大环境来看，原油在明年难回高位，大宗由于需求萎缩，恐继续向下。当前国际食品价格指数继续下跌，国内 CPI 涨幅回落。

**2018 年 10 月份全球食品价格指数继续下跌，其中乳制品、肉类、棕榈油等关键商品的出口供应充足，价格下跌，这完全抵消了糖价高涨的影响。**10 月份 FAO 食品价格指数为 163.51 点，较 9 月下跌 0.9%，较去年同期下跌 7.4%，达到 5 月份以来的最低水平。

**美国玉米报价坚挺，谷物价格指数回弹。**10 月谷物价格指数为 166.25 点，较 9 月上涨 2.2 点（涨幅 1.3%），较去年同期上涨 8.9%，主要原因为美国玉米报价坚挺。相反的，大米价格出现下降，部分原因是汇率变动对粳米和香米品种产生了影响。另外，由于加拿大和中国的小麦预测产量出现上调，FAO 将 2018 年全球谷物产量预测上调至 26.01 亿吨，但是，新的预测产量仍比 2017 年的创纪录水平低 2.1%。

**棕榈油库存高企，需求低迷，植物油价格指数继续下跌。**植物油价格指数 10 月平均 132.90 点，较 9 月下跌 2.0 点（跌幅 1.5%），这是连续第九个月出现下跌，且目前已跌至自 2009 年 4 月以来的最低值。植物油价格指数下跌的主要原因为全球棕榈油进口需求低迷，而主要出口国国内的库存又较高，供应充足。另外，国际豆油价格小幅上涨。

**乳制品主要出口国供应量增加，FAO 奶类价格指数领跌。**乳制品价格指数 10 月平均近 181.83 点，较上月下跌 4.8%，较 2014 年 2 月的峰值暴跌 34%。价格走弱反映了所有主要乳制品的出口供应量增加，特别是来自新西兰的产品。

**出口供应充足，主要肉类价格均下跌。**肉类价格指数 10 月平均为 161.63 点，较 9 月下降约 3.3 点（跌幅 2.0%），出口供应充足导致羊肉、猪肉、牛肉和禽肉价格均出现下跌。

**主产区收成受到不利影响，食糖价格指数高涨。**食糖价格指数 10 月平均为 175.41 点，较 9 月上涨 8.7%，主要原因是预计印度和印度尼西亚的生产将受到气候的不利影响，以及有迹象表明巴西用于生产乙醇的甘蔗产量份额呈日益上升趋势。

图 2: FAO 食品价格指数



资料来源: wind、招商证券

图 3: FAO 谷物价格指数



资料来源: wind、招商证券

图 4: FAO 植物油价格指数



资料来源: wind、招商证券

图 5: FAO 奶类价格指数



资料来源: wind、招商证券

图 6: FAO 肉制品价格指数



资料来源: wind、招商证券

图 7: FAO 食糖价格指数



资料来源: wind、招商证券

**CPI 涨幅回落, 预计 2019 年二季度猪价对 CPI 的影响将由负转正。**10 月 CPI 同比上涨 2.5%, 涨幅与上月持平, 食品价格同比由 9 月 3.6% 降至 10 月 3.3% 是 CPI 涨幅回持平的主要原因。影响食品指数变化的主要因素之一是猪肉。受非洲猪瘟的影响, 当前产区已进入激烈的洗牌阶段, 而伴随着产能的彻底出清, 预计新一轮的周期将于 2019 年启动, 届时猪价对 CPI 的影响将由负转正。

图 8: 国内 CPI 涨幅有所回落



资料来源: Wind、招商证券

表 1: 农产品价格变化情况汇总

类别	单位	近一年价格				价格变化				更新日期
		最新	平均	最高	最低	近一周	近一月	近一季	近一年	
<b>总体指数</b>										
全国农产品批发价格 200 指数		102	103	118	96	-1%	-4%	0%	5%	18/11/20
全国菜篮子产品批发价格 200 指数		102	104	121	95	-1%	-5%	0%	5%	18/11/20
<b>稻米</b>										
CBOT 糙米期价	美分/短担	11	12	13	10	-1%	-2%	2%	-13%	18/11/21
国内早籼稻期价	元/吨	2371	2721	3025	2309	-5%	-2%	-15%	-13%	18/7/31
早籼米现价	元/吨	3020	3707	3820	3020	0%	-18%	-17%	-20%	18/11/5
晚籼米现价	元/吨	4360	4425	4470	4350	0%	0%	-2%	0%	18/11/16
粳米现价	元/吨	5130	5175	5430	5040	0%	0%	0%	-2%	18/11/16
早籼稻现价	元/吨	2360	2122	2560	1280	0%	0%	-4%	-8%	18/11/16
中晚籼稻现价	元/吨	2011	2039	2620	1997	-21%	-19%	-18%	0%	18/9/18
粳稻现价	元/吨	2917	3076	3203	2900	0%	0%	-6%	-7%	18/11/21
<b>小麦</b>										
CBOT 小麦期价	美分/蒲式耳	499	485	575	387	-1%	-3%	-5%	17%	18/11/21
全国批发市场白小麦现价	元/吨	2490	2477	2590	2350	-1%	1%	4%	-2%	18/11/16
<b>玉米</b>										
玉米 CBOT 期货价格	美分/蒲式耳	362	365	409	330	-1%	-1%	1%	5%	18/11/21
玉米 DCE 期货连续价格	元/吨	1900	1796	1960	1679	0%	3%	5%	12%	18/11/22
全国批发市场黄玉米价格	元/吨	1850	1781	1906	1655	1%	4%	5%	12%	18/11/10
<b>大豆</b>										
CBOT 大豆期价	美分/蒲式耳	883	940	1067	814	1%	3%	1%	-11%	18/11/21
DCE 黄大豆 1 号期价	元/吨	3420	3515	3924	3051	-1%	-7%	-4%	-7%	18/11/22
全国批发市场大豆现价	元/吨	4029	3807	4029	3641	0%	5%	10%	6%	18/11/10
<b>豆油</b>										
豆油 CBOT 期价	美分/磅	29	32	35	28	3%	-1%	-7%	-15%	18/7/26
美国豆油现价	美分/磅	28	31	35	27	-3%	-1%	-3%	-19%	18/9/13

类别	单位	近一年价格				价格变化				更新日期
		最新	平均	最高	最低	近一周	近一月	近一季	近一年	
马来西亚/苏门答腊现价	美元/吨	490	618	706	490	-3%	-14%	-15%	-25%	18/11/22
美国棕榈油现价	美分/磅	30	33	37	29	1%	1%	-6%	-20%	18/9/13
DCE 豆油期价	元/吨	5444	5715	6448	4958	-1%	2%	-3%	-12%	18/7/25
全国批发市场豆油现价	元/吨	5328	5262	6010	0	0%	-7%	-6%	-10%	18/11/20
全国批发市场菜籽油现价	元/吨	0	6406	6802	0	-100%	-100%	-100%	-100%	18/11/21
<b>棉花</b>										
NYBOT2 号原棉期价	美分/磅	77	82	95	71	0%	-2%	-8%	8%	18/11/21
COTLOOKA 棉花国际现货指数	美分/磅	86	91	102	80	0%	-1%	-6%	7%	18/11/20
ZCE 棉花期价	元/吨	1460	1532	1766	1430	-2%	-2%	-9%	-2%	18/11/22
<b>糖</b>										
NTBOT11 号原糖期价	美分/磅	13	12	15	10	0%	-9%	25%	-15%	18/11/21
伦敦白糖期价	美元/吨	342	348	399	304	-1%	-10%	12%	-11%	18/11/21
国际糖理事会每日糖价	美分/磅	12.2	13.0	15.4	10.8	3%	8%	-5%	-16%	18/9/13
南宁白糖现价	元/吨	5405	5685	6500	5130	0%	0%	4%	-16%	18/11/21
郑州食糖现价	元/吨	4942	5366	6529	4554	-1%	0%	4%	-22%	18/11/22
<b>番茄酱</b>										
番茄酱出口价格	美元/吨	786	751	787	697	0%	12%	0%	4%	18/9/30
<b>苹果汁</b>										
苹果汁出口价	美元/吨	1279	1065	1279	975	15%	5%	25%	28%	18/9/30
NYBOT 浓缩冻橙汁期价	美分/磅	0.0	3353.8	3777.6	2935.5	5%	1%	-9%	-16%	18/11/21
<b>饲料</b>										
DCE 豆粕期货连续价格	元/吨	3337	3084	3657	2777	3%	-7%	4%	17%	18/11/21
智利鱼粉 FOB 价格	美元/吨	1550	1630	2000	1450	0%	0%	0%	5%	18/11/21
<b>畜禽</b>										
CME 瘦肉猪期价	美分/磅	58	66	84	49	2%	13%	4%	-4%	18/11/21
美国里脊肉现价	美分/磅	64	75	86	61	0%	-17%	-13%	-8%	18/11/21
全国仔猪现价	元/公斤	24	27	31	24	-1%	-6%	-6%	-24%	18/11/14
全国毛猪现价	元/公斤	14	13	15	10	-1%	-2%	5%	-3%	18/11/14
全国猪肉现价	元/公斤	24	23	26	19	0%	0%	9%	-4%	18/11/14
牛肉现价	元/公斤	67	65	67	63	0%	2%	4%	5%	18/11/14
羊肉现价	元/公斤	65	61	65	58	1%	4%	7%	12%	18/11/14
<b>水产品</b>										
带鱼现价	元/斤	19.7	20.0	20.3	19.6	0%	0%	-3%	0%	18/10/31
草鱼现价	元/斤	9.8	9.8	10.0	9.5	0%	0%	-1%	1%	18/10/31
鲤鱼现价	元/斤	8.9	8.7	9.0	8.4	0%	0%	-2%	4%	18/10/31
扇贝(山东威海)现价	元/公斤	10	8	11	6	0%	-9%	25%	67%	18/11/16
海参(山东威海)现价	元/公斤	200	137	200	104	0%	25%	54%	47%	18/11/16
鲍鱼(山东威海)现价	元/公斤	140	144	170	120	0%	0%	17%	-13%	18/11/16

资料来源：农业部、Bloomberg、Wind、招商证券

## 2、生猪养殖：非洲猪瘟持续爆发，2019 年猪价上涨或成定局

本节内容复盘非洲猪瘟在我国和全球的基本特征、传播特点和深远影响，也对我国生猪流通格局、产销区价格分化、未来政策走向进行了深入探讨。疫病风险是养猪经营者面临的首要风险，在行业正激烈洗牌的当下，我们提出“2019 年猪价上涨或已成定局”

的核心判断。长期来看，规范化将快速成为养猪业的主旋律，规模化是解决问题的根本办法，龙头企业定会迎来一轮新的发展契机，金猪十年，不容错过。

### (1) 导读：非洲猪瘟全球肆虐史

非洲猪瘟作为全世界最严重的跨国界猪病之一，具有迅速在全球蔓延的可能性。非洲猪瘟于 1921 年在肯尼亚被首次报道发生，截止 2017 年全球共有 52 个国家发生过 ASF 或者检测到病毒，包括 31 个非洲国家、17 个欧洲国家和 4 个拉丁美洲国家。联合国粮农组织描述此病具有迅速在全球蔓延的可能性。

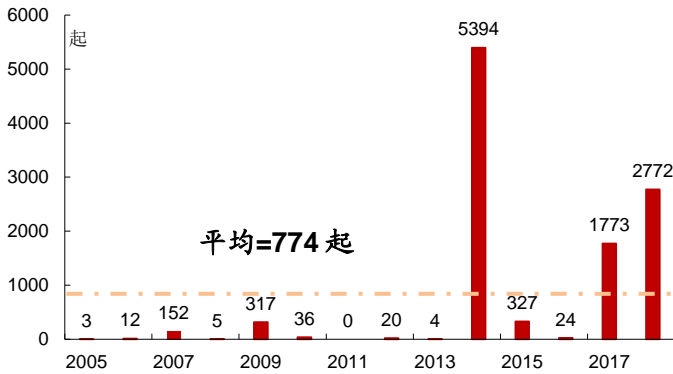
表 2：非洲猪瘟全球肆虐史

国家	爆发时间	影响
西班牙	1960 年代	4 次非洲猪瘟大流行，数百个成规模的养猪场被感染，1977 年曾紧急宰杀生猪 30 多万头，补贴养殖户 700 多万美元，此后 3 年，又紧急宰猪 60 多万头。截至 1982 年直接防治计划总共花费的费用已接近 2 亿美元。
古巴	1971 年	哈瓦那省 50 万头生猪全部宰杀
马耳他	1978 年	国内所有生猪全被扑杀，给国民经济造成的损失（包括间接的损失）估计达 4500 万美元。开创了一个国家为消灭一种传染病而全面扑杀一种家畜的先例。
海地	1978 年	1978 年时海地有 120 万到 160 万只猪，在首例疫情 1 个月之内，海地的猪就已降至大约 60 万只。最后在美国的干预下将全国生猪扑杀
圣多美和普林西比	1979 年	国内所有生猪全被扑杀
古巴	1980 年	关塔那摩州 17 万头猪全部扑杀
多米尼加	1980 年	屠宰的猪和病死的猪总数共达 140 万头
喀麦隆	1982 年	国内所有生猪全被扑杀
科特迪瓦	1996 年	共计 30% 的猪只死亡
贝宁	1997 年	1997~1999 年的疫情，共计导致 35 万头生猪死亡，另外还扑杀了 4.2 万头生猪。
马达加斯加	1997 年	约 50% 的猪只死亡
格鲁吉亚	2007 年	非洲猪瘟扩散至格鲁吉亚的 56 个行政区（共 61 个行政区），造成 8 万多头生猪因病死亡或被紧急扑杀。
俄罗斯	2007 年	近 10 年来，在俄 46 个地区超过 1000 例 ASF 爆发，造成大约 80 万头猪死亡，造成的直接经济损失达到 50 亿卢布（1 美元约合 59 卢布），间接经济损失则高达数百亿卢布。

资料来源：公开资料整理、招商证券

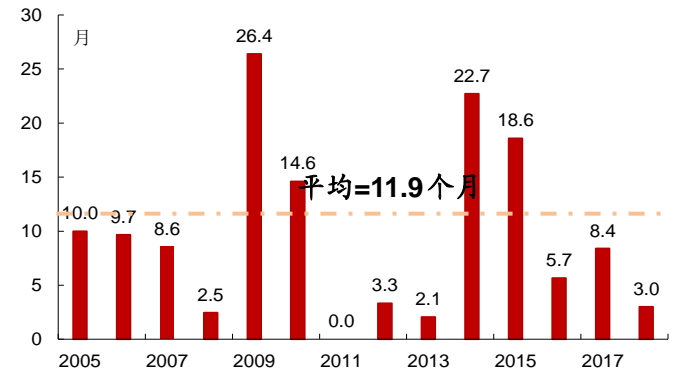
2005 年以来全世界 33 个国家累计爆发非洲猪瘟 10839 起，绝大部分地区与非洲猪瘟斗争持续半年以上。我们通过深度整理 2005 年以来各国爆发非洲猪瘟的历史数据发现，疫情一旦在一个国家爆发，很难在短时间内根除。2005 年以来，全世界一共有 33 个国家发生非洲猪瘟疫情，累计 10839 起，平均每年 774 起，每个地区疫情持续的时间接近一年（11.9 个月）。其中 2014 年、2017 年和 2018 年非洲猪瘟疫情爆发数量明显高于其他年份，维持时间也在平均水平之上。当前来看除了极少数的国家和地区能够在短时间内彻底消灭非洲猪瘟，绝大部分都会与非洲猪瘟持续斗争至少半年以上。

图 9: 2005-2017 年全球每年非洲猪瘟爆发 774 起



资料来源: OIE、招商证券

图 10: 2005-2017 年每年非洲猪瘟平均持续 11.9 个月



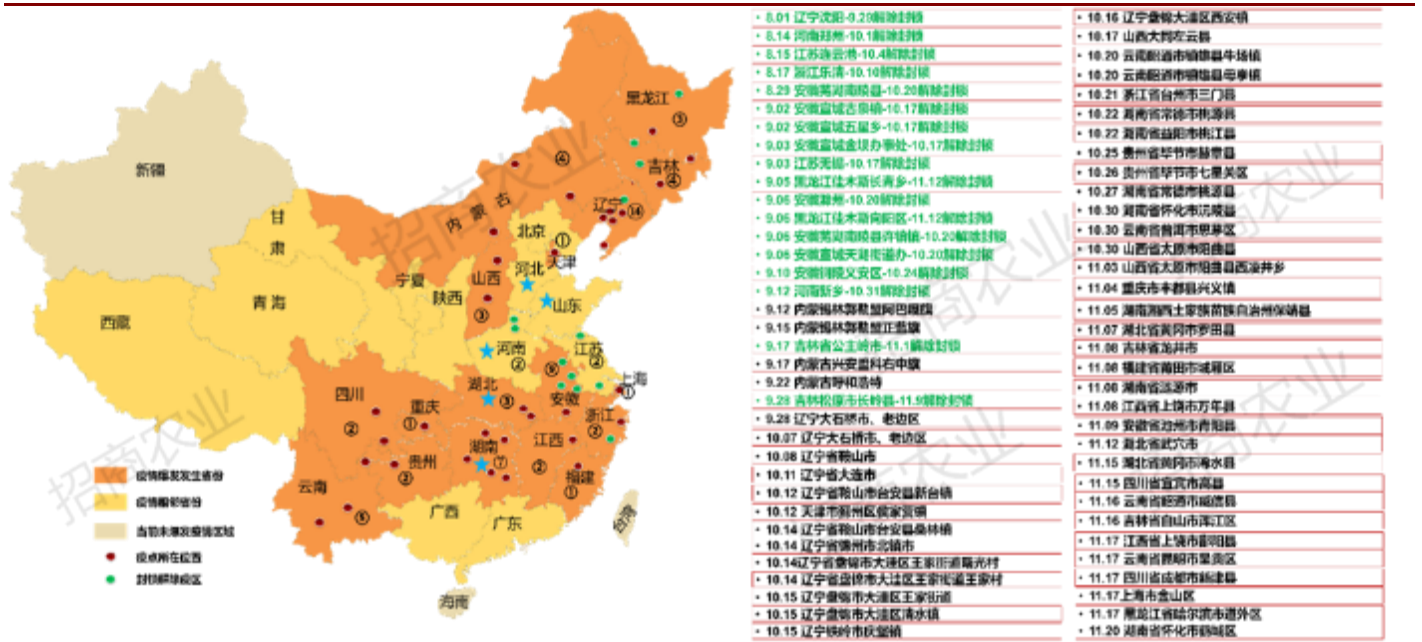
资料来源: OIE、招商证券 注: 尚未结束的疫情时间按照 2018.9.27 计算

(2) 复盘: 我国进入持续爆发期, 后续仍存在较大不确定性

i. 非洲猪瘟区域爆发势头开始呈现

自 8 月 1 日起, 我国在近 4 个月的时间爆发了 73 起家猪疫情、1 起野猪疫情, 累计扑杀生猪 60 万头, 区域爆发势头开始呈现。自从 8 月初首例非洲猪瘟在我国沈阳被确诊以来, 截止到 11 月 23 日, 农业农村部共通报了 74 起非洲猪瘟疫情, 遍布 20 个省份 47 个市(区、盟), 涉及散养户、种猪场和屠宰场。其中辽宁和安徽疫情爆发最为严重, 累计确诊 23 例, 从疫情的传播路径来看, 非洲猪瘟呈现点状分布, 区域聚集的特点。受疫情管理政策影响, 目前各疫区因非洲猪瘟累计扑杀生猪 60 万头。

图 11: 非洲猪瘟在我国的疫点分布(截至 11 月 21 日)



资料来源: 农业农村部、公开资料、招商证券

图 12: 辽宁地区非洲猪瘟呈区域性爆发趋势

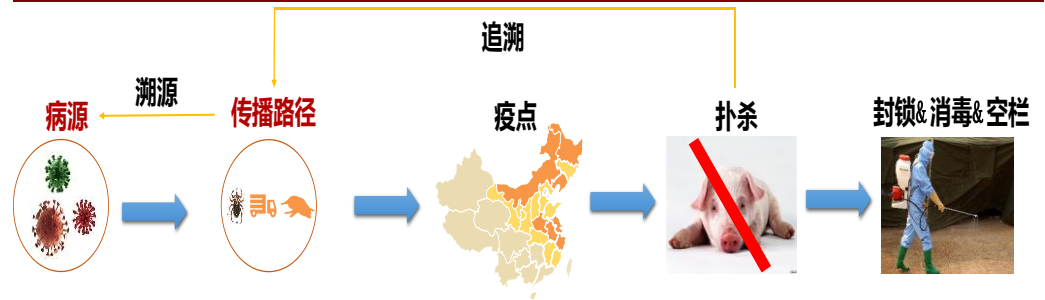


资料来源: 农业农村部、公开资料、招商证券

ii. 后续疫情存在较大不确定性

当前疫情的病毒污染面和病毒传染源仍有待进一步调查(难度较大), 而我国存在大量的中小散户, 较多的泔水猪以及频繁而不规范得生猪调运, 为控制疫病传播增加了难度。叠加非洲猪瘟早期发现难, 无可疫苗预防, 使得后续疫情形势存在许多不确定性, 不排除出现进一步扩散的可能性。

图 13: 非洲猪瘟疫情传播和防控链条



资料来源: 招商证券 注: 红色字体表示病源和传播路径尚未理清

(3) 防控: 调运环节监管不断加码, 2019 年猪价上涨已是定局

i. 防疫措施: 调运环节监管不断加码

疫情发生后, 农业农村部重点管控生猪调运环节, 监管政策不断加码。为防止非洲猪瘟在现有疫点的基础上继续传播, 农业组在生猪调运管控环节和扑杀补贴不断加码, 接连出台 4 个重磅文件, 明确了发生疫情省份生猪及其产品调运要求, 严格限制生猪及其产品由高风险区向低风险区调运, 同时将非洲猪瘟纳入强制扑杀补助范围, 不仅帮助养殖户打消上报顾虑, 减少偷运偷埋等非法行为, 又能对构建上下联通的防疫体系起到十分积极的作用。

II. 周期影响 1: 行业洗牌、2019 年猪价上涨或已成定局

(I) 产销区价格急剧分化: 销区受益、产区洗牌

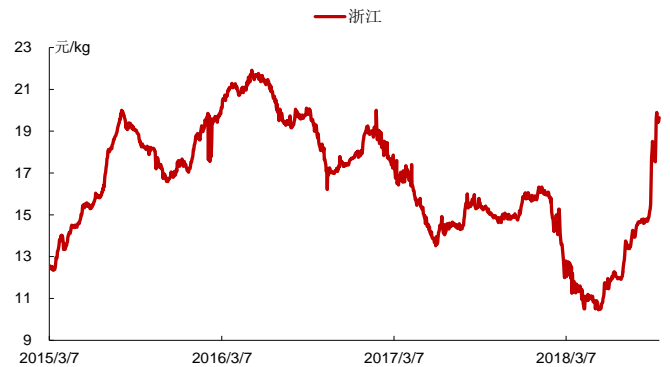
全国生猪调运基本受限, 产销区价格差创历史记录。非洲猪瘟爆发以来, 为控制疫情, 切断病毒传播路径, 防止疾病扩散, 生猪及其产品在调运环节的管控力度不断加码, 而流通环节受阻带来的影响正不断显现在区域猪价上, 根据芝华产销区数据显示, 2013 年至 2018 年 8 月 1 日, 我国产销区生猪均价差距为 0.27 元/kg, 非洲猪瘟爆发之后, 产销区生猪均价在 10 月 27 日急剧扩大至 4.02 元/kg, 远超历史极值。其中浙江生猪价格涨幅最大, 超过 20 元/kg, 河南作为生猪第一调出大省 (外调产能占总产量的 64%) 价格大幅下滑, 最低降至 10.8 元/kg, 与相邻省份均价相差 3 元/kg, 创下历史最高记录。

图 14: 河南省生猪价格变化图



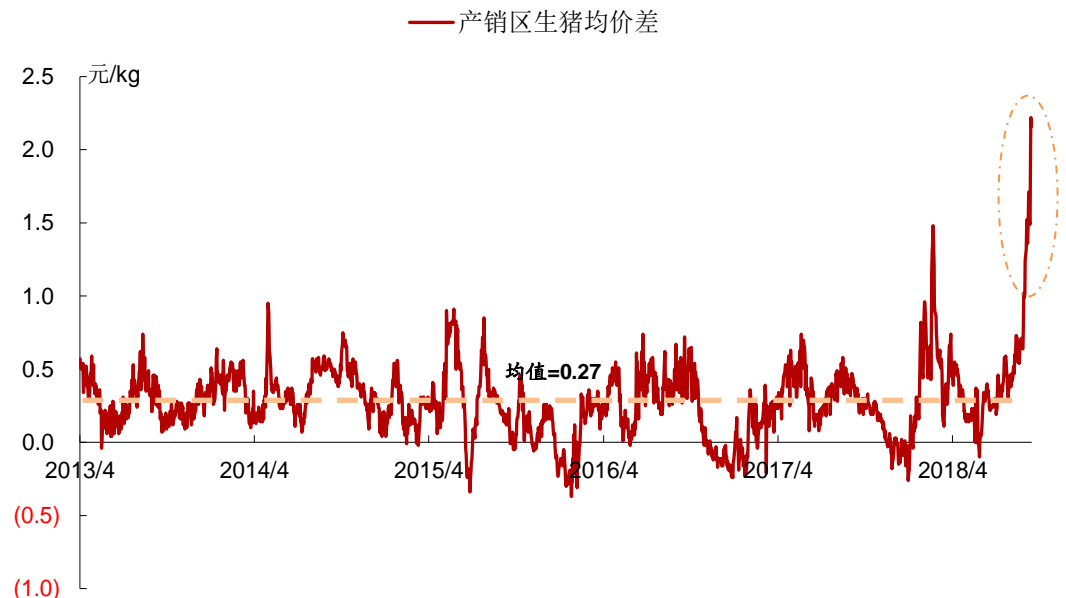
资料来源: 芝华数据、招商证券

图 15: 浙江省生猪价格变化图



资料来源: 芝华数据、招商证券

图 16: 非洲猪瘟爆发以来, 产销区价格开始急剧扩大



资料来源: 芝华数据、招商证券

(II)、生猪流通“新格局”

产销区价格持续分化是我国生猪产能差异性分布的结果, 生猪流通环节或将面临大变革。根据芝华数据, 每年我国省际之间调运猪肉 1260 万吨, 占全国产量的 24%, 其中调出省份 13 个, 主要集中于华中、华北和东北地区, 调入省份 18 个, 分布于华东、西南

和华南地区。在非洲猪瘟发生之前，生猪经纪人依据各省市生猪价格差，将肉猪调往全国各地从而牟利，全国猪价也借此实现平衡。但是由于其在运输过程中生物安全防护措施薄弱（车辆消毒不彻底，不同猪场生猪混装，不同猪贩子生猪分装），且行业长期以来都较为不透明，外界对此环节规范化呼声日益高涨，经过此次非洲猪瘟事件，生猪流通领域或将迎来一轮规范化浪潮。

图 17: 我国生猪调运流向图

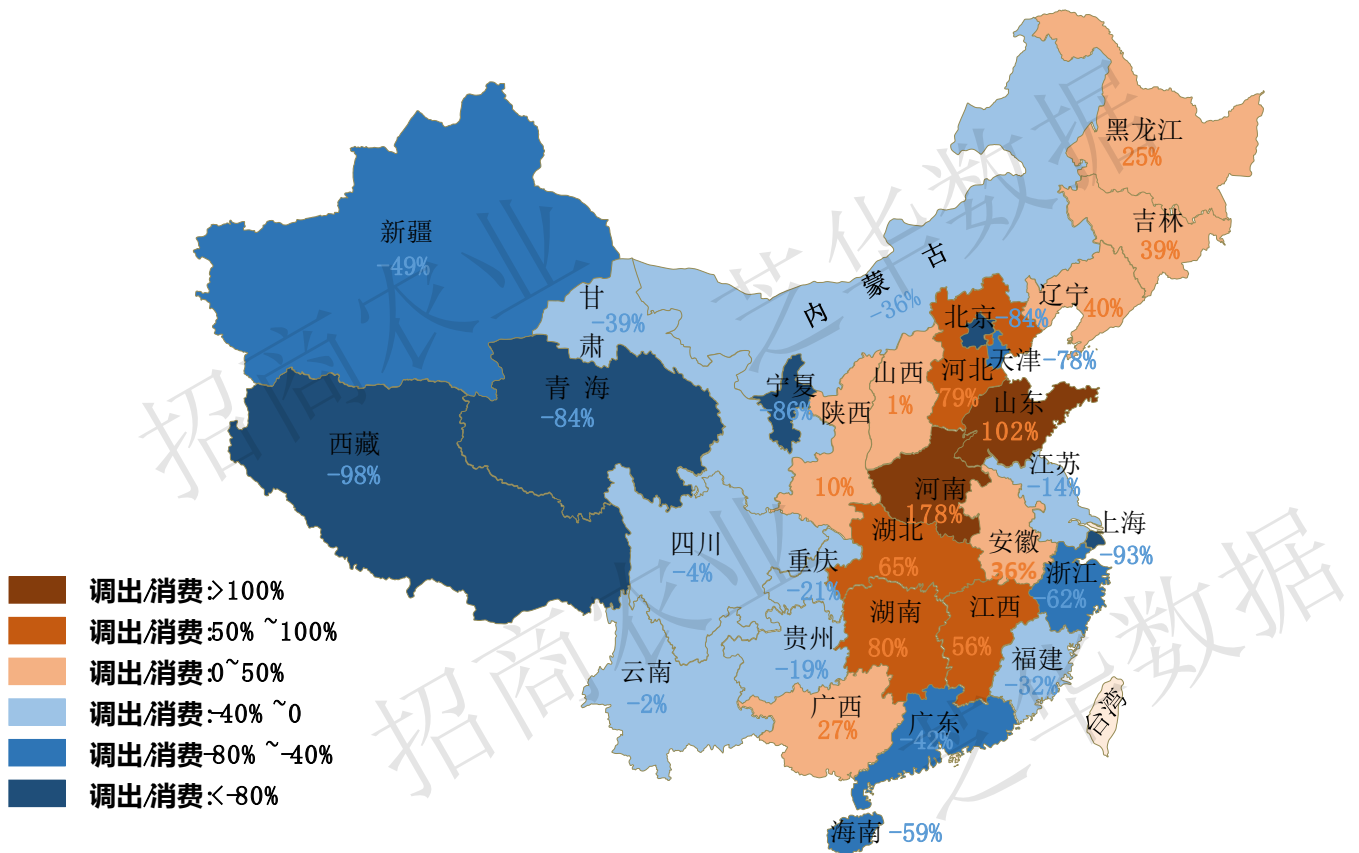


资料来源：芝华数据、招商证券

**产区洗牌：**河南、山东、湖南、湖北、河北外调猪肉量排名全国前五，外调产量占自身消费量比重均超过 65%，一旦禁止猪肉产品省际调运，省内猪价将大幅下滑。统计局数据显示，2016 年我国猪肉产量排名前十的省份合计生产猪肉 3398 万吨，占全国猪肉比重 64%，但其自身仅能消化 2580 万吨，剩下 818 万吨需要外调消化，占其自身消费总量的 32%。具体而言，河南（288 万吨）、山东（194 万吨）、湖南（193 万吨）、湖北（127 万吨）、河北（117 万吨）五省外调猪肉量排名前五，占自身消费总量的 178%、102%、80%、65%、79%。这些省市生猪产业对省际调运依存度高，一旦调运受限，其产能将严重供过于求，生猪价格大幅下跌。以河南为例，河南在郑州发生非洲猪瘟疫情之后生猪价格 5 天内下跌 9%，而后河南省第二起非洲猪瘟发生后，猪肉被禁止调出，价格更是在 5 天内大幅下滑 2.4 元/kg 至 10.8 元/kg，跌幅达到 18%。

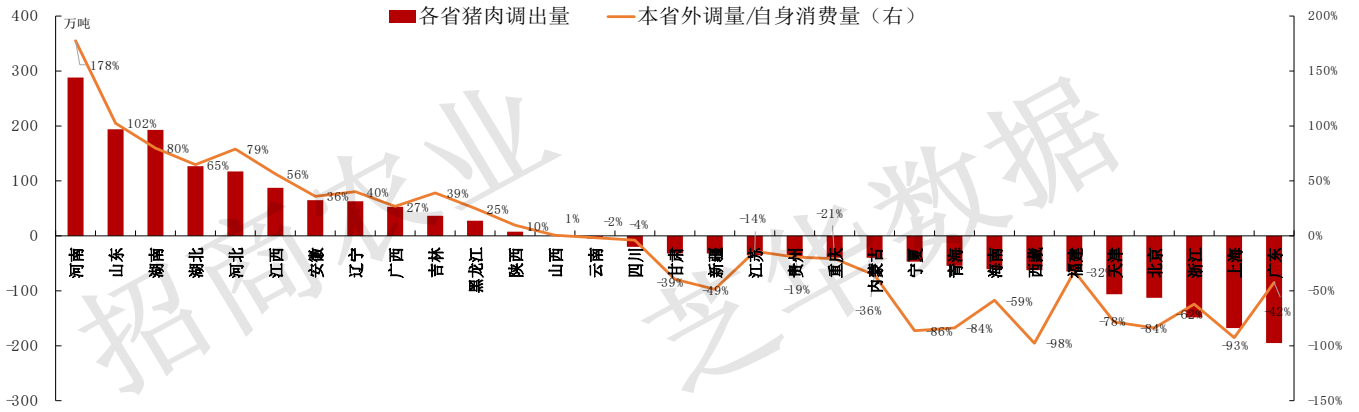
**销区上涨:** 广东、上海、浙江、北京、天津调入猪肉量排名全国前五, 体量均超百万吨, 外调数量平均占消费总量 72%, 对外依存度极高。根据芝华数据测算, 广东、上海、浙江、北京、天津 2016 年猪肉消费总量为 459 万吨、181 万吨、239 万吨、135 万吨和 136 万吨, 供给缺口分别为 195 万吨、168 万吨、148 万吨、113 万吨、106 万吨, 其供给保障率平均只有 28%, 其中上海、北京对外依存度更是达到 93%、84%, 是全国对外依存度最高的 5 个省市, 我国调运总量的 58% 用于供给以上五省市。这些省市一旦发生非洲猪瘟或者外调线路因疫情被封锁, 其猪价将快速上涨。以浙江为例, 自乐清爆发非洲猪瘟以来, 其生猪价格逐渐上涨, 一周后其相邻省份安徽也爆发非洲猪瘟, 北方生猪调运线路几乎全被封死, 随后安徽疫情持续爆发, 猪肉产品也禁止调运, 浙江猪价飞速上涨, 3 天上涨 3 元/kg, 乐清地区猪价更是达到 20 元/kg, 接近历史最高值。

图 18:我国生猪调入/消费比分布图, 河南和山东外销量都超过本省消费量



资料来源: 芝华数据、招商证券

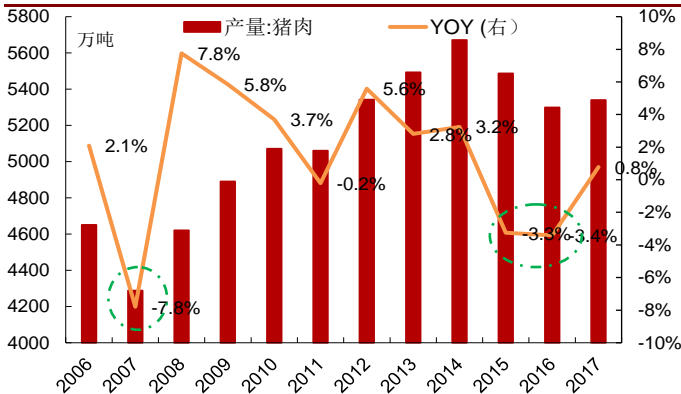
图 19: 各省生猪调出量和自身消费量情况



资料来源: 芝华数据、招商证券

未来疫情走势将会对生猪调运环节持续造成影响，重点关注山东、湖南、湖北、河北等调出大省疫情发展。我国生猪调出量排名前五省份合计 919 万吨，占全国生猪调运总量的 73%，占全国消费总量的 17.3%。而从 2006 年以来，我国猪肉产量单年降幅极值为 07 年的 363 万吨 (YOY-7.8%)，生猪价格从 8.92 元/kg 涨至 17.4 元/kg，振幅达到 95%；而从 15 年开始的行业大牛市，两年猪肉产量减少 372 万吨 (YOY-6.7%)，生猪价格由 11.6 元/kg 上涨至 21.2 元/kg，振幅 83%。因此按照这个标准来计算，如果主要生猪调出省份禁运，将对行业产生极大的冲击。当前来看，排名前五的生猪调出大省河南、湖北、湖南均爆发了疫情，山东、河北生猪调运受限，但调运范围会因为不让经过高风险区域而受到部分限制。另外，9 月 20 日浙江与山东达成每天 600 吨生猪产品的对接供应量意向，这种点对点认证供应，因为规模需求大，为便于管控，应更大范围地铺开。因此无论是在供给端，还是在需求端，主要调出省猪肉产品调运受限都将给区域供给带来较大影响，重点关注山东、湖南、湖北、河北等调出大省疫情发展。

图 20: 2006 年至今我国猪肉产量变化图



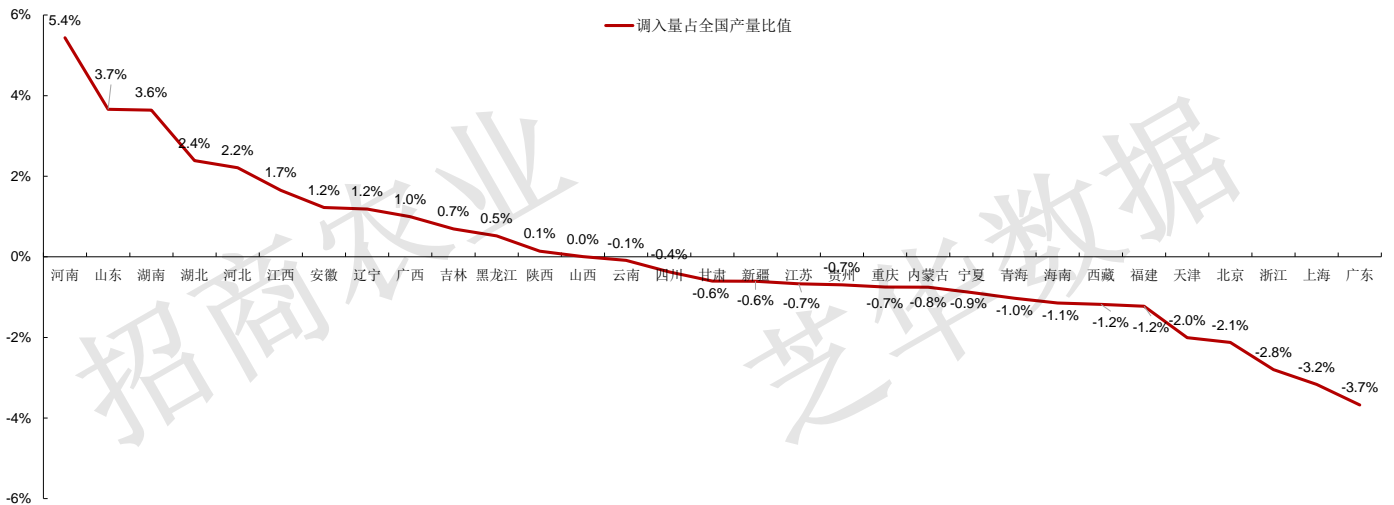
资料来源: wind、招商证券

图 21: 2006 年至今我国生猪价格变化图



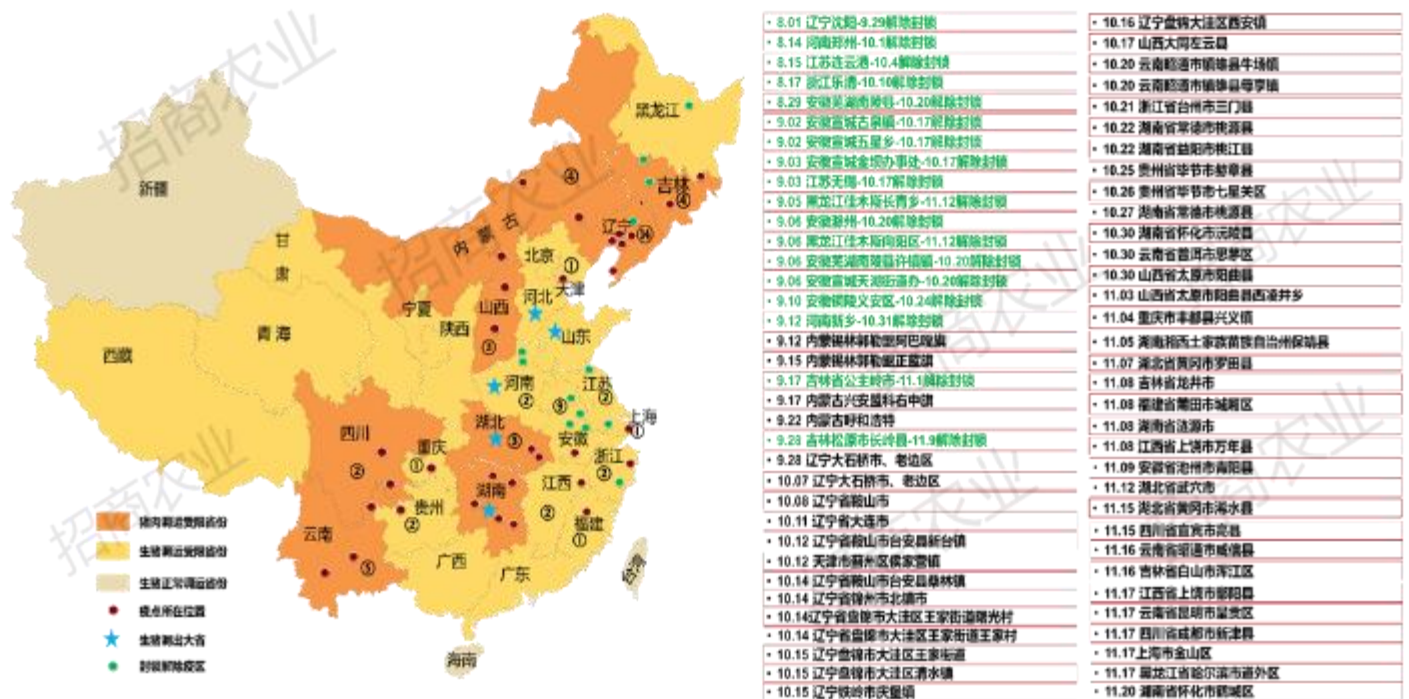
资料来源: wind、招商证券

图 22: 各省市猪肉调入量占全国产量比值



资料来源: 芝华数据、招商证券

图 23: 我国当前生猪调运格局以及主要调出省份状况



资料来源: 芝华数据、招商证券 注: 数字代表所在省份疫情数量, 疫点标注以地级市为单位, 即同一地级市多起疫情合并为一点; 绿色虚线箭头表示直供; 红色箭头表示正常生猪正常调运方向

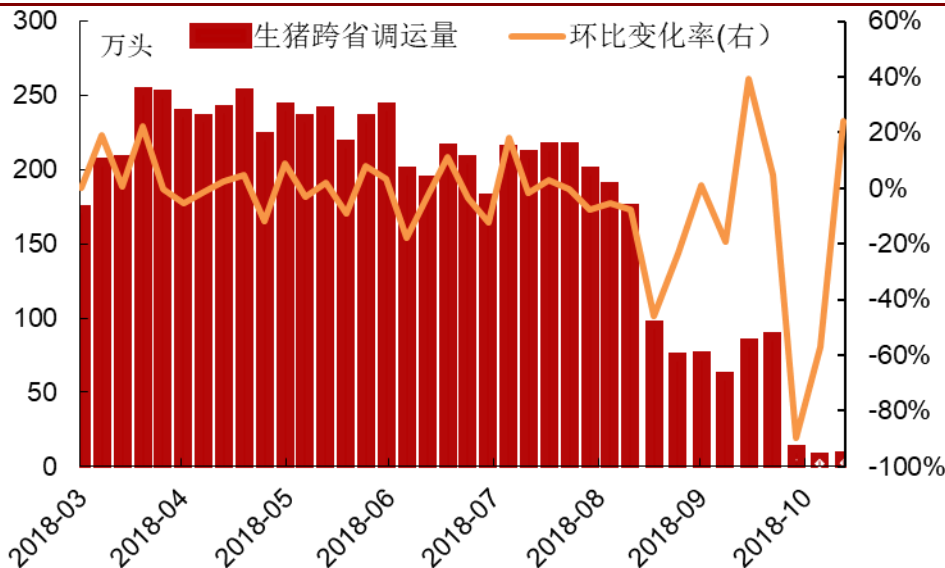
### (III) 产区剧烈去产能, 2019 年猪价上涨成定局

产区生猪与猪肉调运受限导致销售受阻, 养殖户滞销现象突出, 不但亏损利润, 本金也面临损失的可能。

在生猪调运监管政策不断加码的大背景下, 产销区养殖户面临的形势也是天壤之别, 特别是疫情产区, 猪贩子调运受限, 运输量大幅下降。根据农业部数据显示, 8 月以来我国生猪跨省调运数量一直呈下滑趋势, 由高峰时的每周调运 213.2 万头降至 8.7 万头, 降幅超过 95%。流通量的减少和调运区域的限制, 导致养殖户滞销严重, 特别是在河南和东北地区, 养殖户对后市普遍悲观, 出栏情绪迫切, 和当地从业人员交流了解到“**养**

殖户)只要有车运来就卖,补栏积极性很低”。同时从销售端来看,由于其他省市担心病毒传入,对疫区省份的产品接受度不高,这也导致疫病发生产区销售压力增加,养殖户被迫压栏。

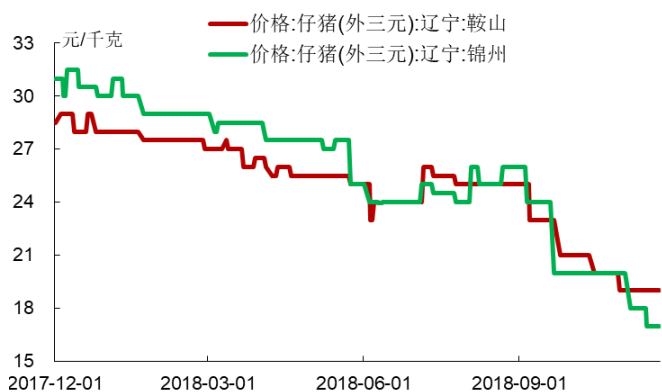
图 24: 2018 年 3 月以来我国生猪跨省调运量



资料来源:农业部、招商证券

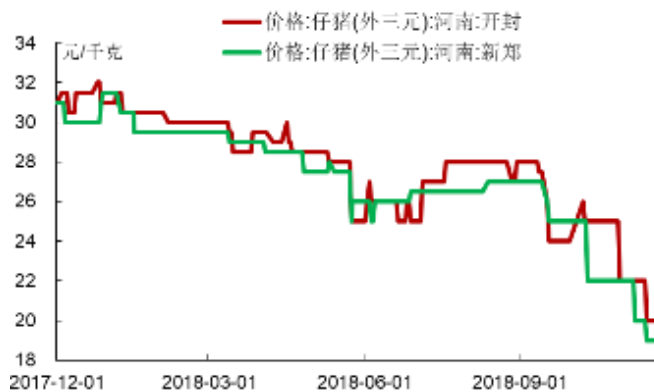
滞销向上游种猪环节传导,补栏积极性快速降低,将影响明年第三季度的生猪供应数量。由于受到禁运政策影响的产区猪价低迷,叠加疫病风险,养殖户补栏积极性普遍降低,部分地区仔猪已经开始亏损,自繁自养养殖户对后市情绪悲观,开始推迟配怀计划,调整出栏节奏。

图 25: 产区仔猪价格开始大幅下跌(辽宁)



资料来源:wind、招商证券

图 26: 产区仔猪价格开始大幅下跌(河南)



资料来源:wind、招商证券

我们认为,肉猪价格的持续低迷以及逐渐扩大的禁运范围会严重影响养殖户资金回笼,产区已经开始出现了产能淘汰的行为,但是得益于 2015 年开始的超长猪周期以及相比于 2014 年更低的饲料原材料价格,当前养殖户现金流压力还未全部显现,同时叠加 2018 年二季度已经淘汰了一大批落后产能,当前更多的形式是调整出栏节奏,减少补栏。但是在可预期的未来半年(肉猪完整生长周期),生猪存栏出清完成一轮,2018 年底或 2019 年上半年的猪价可能会迎来景气期,需保持密切关注。而禁运政策或导致养殖户现金流将面临极大挑战,补栏积极性显著降低,产区淘汰力度将继续加强,大量母猪将被迫淘汰,那么对应的明年 3 季度的生猪出栏量将会减少,由于悲观的预期

存在，行业猪肉供给的减少甚至会更早，2019年猪价上涨成为定局。

### III. 周期影响 2: 种猪外调实质性受限，母猪滞销被迫育肥

受调控区种猪外调实质性受限，母猪滞销导致养殖户被迫育肥，种猪场现金流压力不断增大，或出现资金断裂的风险。因为种猪价值高，购买者更看重品质，因此跨市、跨省调运种猪十分频繁。虽然农业部在文件中对种猪的调运留下了空间，规定“疫区所在省的种猪，经实验室非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，方可调出本省”。但是由于地方的检测和评估实力厚薄不一，叠加现在疫情控制形势仍不明朗，外调仍存风险，种猪的跨省调运在受限区域实质上也处于停滞状态。且在流通管制的大背景下，产区供过于求，叠加养殖户补栏积极性不高，大量种猪也面临滞销的困境，最终被迫自己育肥。但种猪场和仔猪场设计的育肥产能并不多，大量育肥不能长期持续，同时因为育肥环节的成本支出，养殖场现金流将更加紧张，最终不得不将肉猪低价售卖或提前宰杀，甚至出现和14年一样的情况，大量猪场因现金流问题被迫售卖猪场。

图 27: 种猪生长周期（绿色框内表示正常种猪场养殖时间）

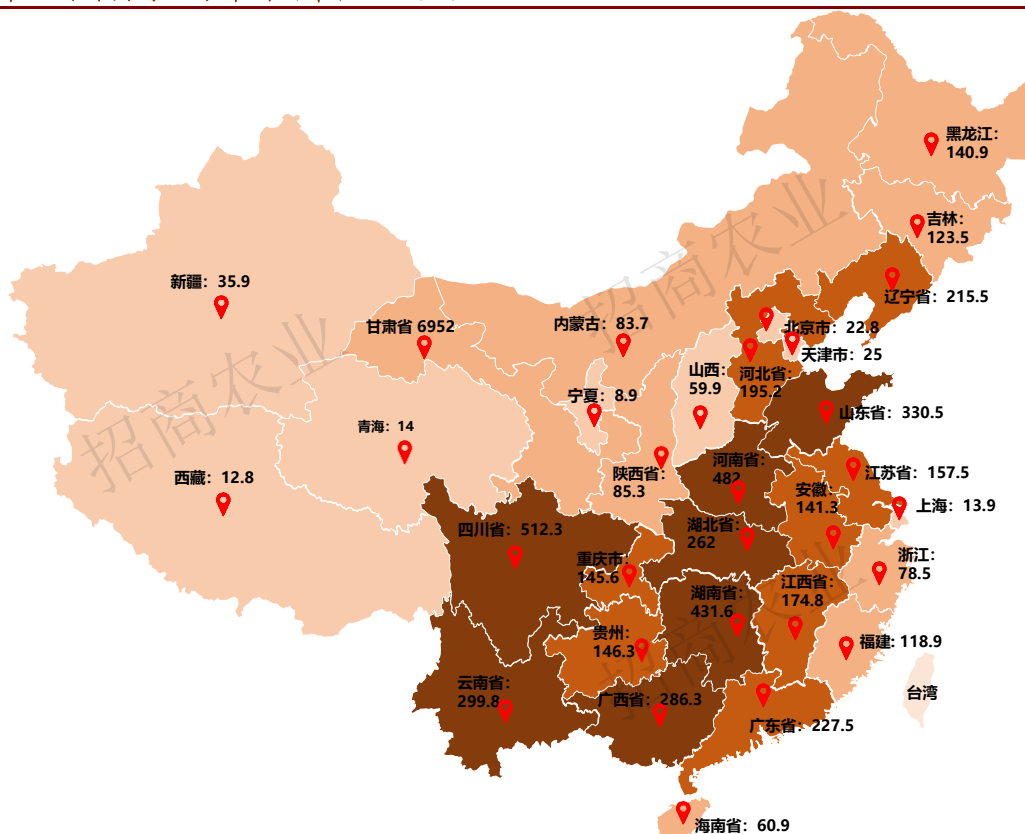


资料来源：公开资料、招商证券

产能错配问题凸显，全国种猪几乎调运受限，将推动周期持续维持高景气度。从当前情况来看，我国种猪存栏分布和肉猪出栏分布大致相同（产区分布），主要在华东和华中地区，更高层次的国家核心育种场同样集中在我国肉猪排名前十的主产区，比如广东、湖北、山东，湖南、河南等省份。由于调运政策限制，全国种猪外调几近停滞，有望推动周期持续维持高景气度。

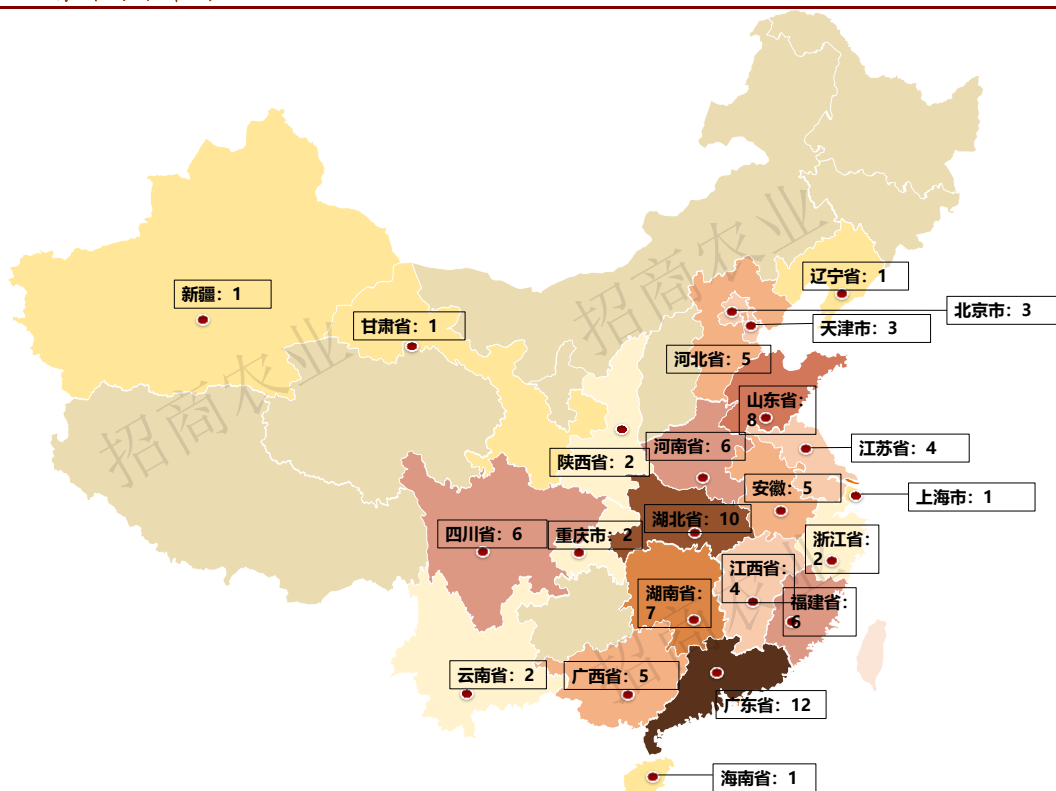
我们认为由于生猪禁运导致行业产能错配问题凸显，资源不能最大化利用，产区供过于求，必定会导致富余产能被迫退出，而销区因为肉猪价格高涨而将后备种猪当肉猪销售盈利更大，也将导致现有母猪产能减少。这将对行业恢复正常后的补栏造成很大影响，周期景气度将持续更久时间。

图 28: 2014 年全国种猪存栏分布图 (单位: 万头)



资料来源: 中国畜牧业协会、招商证券

图 29: 我国核心育种场分布图



资料来源: 公开资料、招商证券

IV. 格局影响 1: 大企业迎来行业规范化红利, 中小散户生存空间将被进一步压缩

中小养殖户因为其自身缺陷为非洲猪瘟的滋生和蔓延创造了条件，给防疫人员疫情追溯增加了很大的难度和负担，未来规范化快速成为行业的主旋律，其生存空间将被进一步压缩。而大型养殖企业将凭借其更少的边际成本弹性，完善的生物安全防控体系，更强的抗风险能力以及更好的食品安全保障能力，将迎来一轮新的发展契机。

#### V. 格局影响 2：屠宰端话语权或将增强，肉类冷链物流将迎来大机遇

山东省畜牧兽医局下发了《关于印发防控非洲猪瘟公开信的通知》，暂时关闭全省生猪交易市场，并鼓励各生猪屠宰企业推行“集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进转型升级，提升生猪就近屠宰加工能力，就近就地收购生猪。要求生猪贩运经纪人主动到当地畜牧兽医部门进行备案，定期报告生猪调运期间动物防疫情况，并且对生猪交易的消毒、检疫等环节都做了细致的规定。同时与行业内从业人员的交流来看，在疫区屠宰场话语权显著提升，冷链车更是急缺。我们认为经过本次非洲猪瘟事件，长距离的生猪调运或被限制，流通领域主导权将更多的向屠宰场倾斜，肉类的冷链物流发展将迎来一次难得的历史大机遇，行业借此契机迅速走向规范化，龙头企业危中有机。

### 3、饲料：上游养殖波动，板块盈利分化

#### (1) 猪料：需求持续低迷，饲料销售承压

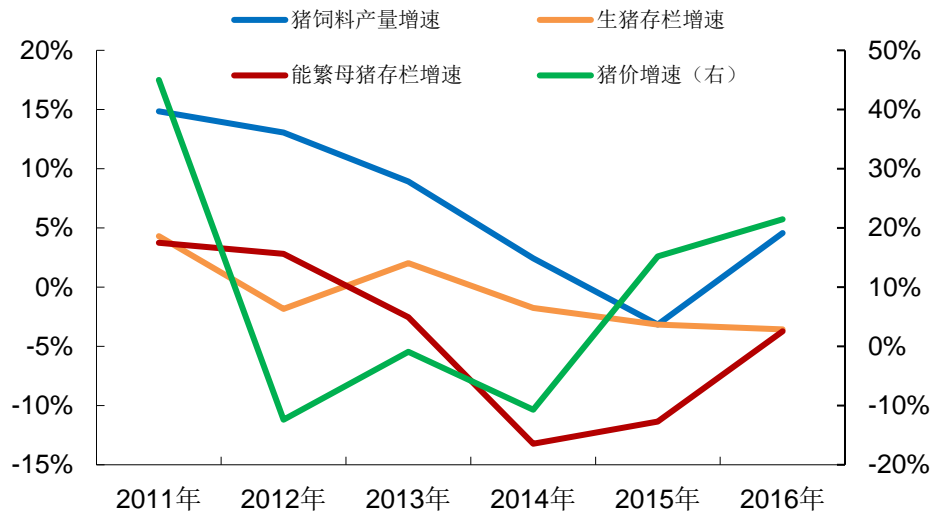
**存栏量与猪价对饲料企业销量和利润造成重大影响。**影响猪饲料产销量的因素有许多，其中比较重要的因素有三个：**出场价**（影响养殖户投喂饲料的积极性）、**生猪存栏量**（影响猪料消费的总需求）以及**料肉比**（影响猪料消费的需求，料肉比短期内不会有大的变动），观察我国历年猪饲料产量与各因素的变动趋势可知，存栏量的波动是饲料产销量波动的主要驱动力，具体如下：

**猪价上行期：**即使养殖户投喂热情高涨，但是生猪存栏量少，养殖对猪饲料的需求低迷，总体来说还是无法拉动饲料消费；

**猪价下行期：**生猪存栏高，猪价低迷影响养殖户投喂热情，尤其是在深度亏损期，养殖户无法支付饲料款，赊账比例高，即使有饲料需求，饲料企业也会慎之又慎；

**行业盈亏平衡点：**生猪存栏较高，养殖户有猪料消费的需求且尚能支付得起饲料款。因此，对于饲料企业来说，猪饲料在猪价处于养殖行业盈亏平衡点时卖的最好。

图 30: 历年猪饲料产量与主要影响因素的变动趋势



资料来源: wind、招商证券

同样的,猪料售价也受需求影响的程度更大,国内生猪价格在影响力度和影响时效方面都比原料价格强。猪价低迷期,饲料企业会通过促销、折扣等方式刺激养殖端需求,这将对猪料净利产生较大影响。

站在当下时点,我们看到,非洲猪瘟除了影响猪肉消费外,还将大幅影响生猪的养殖/补栏意愿。目前高危区域的养殖户已经加快出栏节奏,落袋为安,同时,主产区养殖户外购仔猪和补栏后备母猪的积极性低迷,种种因素都将影响生猪存栏最终导致饲料需求减少,饲料企业业绩或承受一定压力。

## (2) 禽料: 养殖景气传导, 饲料销售好转

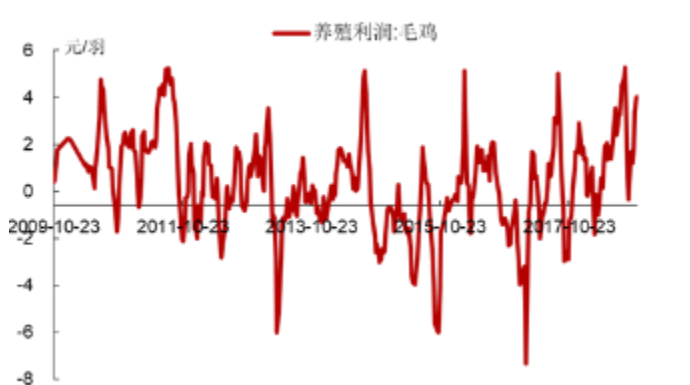
供给偏紧,需求回暖,白羽肉鸡迎来长景气周期。供给方面,短周期来看,目前全国父母代鸡苗销量处于近年低位,叠加全国在产父母代存栏持续下降,我们预计2018年供给格局将明显改善。长周期来看,上游引种受限传导至下游,奠定行业景气基础。祖代鸡引种量多年来持续处于低位,2015/2016/2017年行业引种量分别为72/65/67万套。2018年由于美国、英国、法国等国复关可能性较低,仅能从新西兰和波兰引种,预计全国总引种量将在70万套左右,仍低于正常需求,叠加17年禽流感降低了行业换羽热情,肉鸡板块步入长期景气期。从需求端来看,由于禽流感影响消退,鸡肉消费复苏,市场价格必将高于2017年。11月22日,毛鸡均价为5.43元/斤,比去年同期的3.50元/斤高出55%左右,市场需求复苏态势明显。

图 31: 毛鸡价格走势



资料来源: wind、招商证券

图 32: 毛鸡养殖利润走势



资料来源: wind、招商证券

鸡价上行，养殖景气传导，饲料销售逐步好转。2017 年四季度以来，鸡价逐渐走高，养殖效益扭转亏损局面并全面向好，养殖企业和养殖户补栏积极性有效提升，拉动饲料刚性需求，饲料均价也跟着水涨船高。

图 33: 历年猪饲料产量与主要影响因素的变动趋势

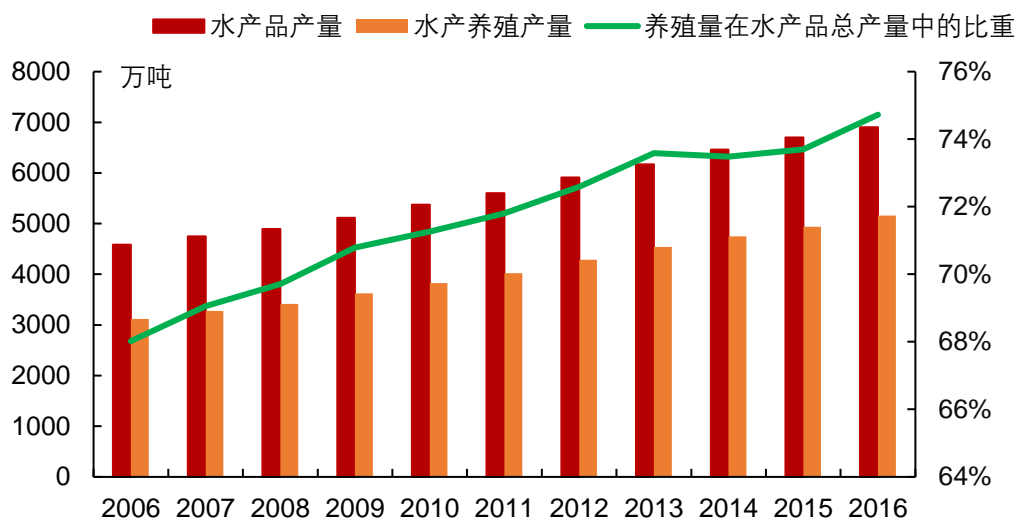


资料来源: wind、招商证券

### (3) 水产料：总量略增，存量博弈

消费升级与去产能下，水产饲料需求量略增。近年来过度捕捞、环境污染等问题使得渔业资源严重衰退，国家不断出台各项渔业政策鼓励水产养殖业的发展。但是，在消费升级与环保去产能双重因素的影响下，我国水产养殖产量保持相对平稳的增速，水产饲料需求量略增。例如，随着沿海劳动力密集型企业的转移，传统水产品如青草鲢鳙的消费将会下降，传统水产养殖必然减少，随之普通水产饲料的需求就会降低。虽然水产名特优品种会增加，但其增速较为缓慢。总的来说水产料需求是略增的。

图 34: 历年水产品产量与养殖量走势



资料来源:《中国渔业统计年鉴》、《全国渔业经济统计公报》、招商证券

总量增速有限, 存量争夺更趋激烈。存量博弈下, 为了获取竞争优势, 企业开始寻找新的行业需求为其提供助力, 比如说原来只需要经销商提供饲料与资金, 现在需要更高性价比的饲料、苗种, 甚至还要有流通、金融进行匹配。目前, 海大集团已经在水产苗种、饲料、动保、养殖技术等各方面建立了全方位的竞争优势, 又具备了将这些专业优势落地的服务营销团队、文化与机制, 最终在终端创造出了价值差异化。

表 3: 2017 年全球主要饲料企业概况

公司名称	产量(万吨)	产品类型	营销模式
嘉吉	1950	畜禽饲料为主, 产品偏高端, 针对大型养殖场	依靠核心经销商和核心销售人员, 提供了完整的饲养和使用产品的程序
正大集团	871	畜禽、水产饲料全覆盖	服务营销, 联合经销商与示范养殖户, 提供兽医、防疫、饲养管理等多方面的服务
泰森食品	1000	畜禽饲料	主要供应合作的养殖农场主
新希望	1572	禽料为主, 猪料为辅, 兼做水产料	密集布点、深度营销, 通过八位一体的“担保鸡”模式拉动饲料销售
温氏集团	900-1000	畜禽饲料	供应温氏集团养殖户使用
双胞胎	900	以猪料为主, 兼做禽料, 猪料行业龙头, 乳猪料优势较强	整合营销: 市场宣传、产品开发、渠道建设多管齐下
海大集团	849	以水产料为主, 兼做畜禽料	综合服务营销: 为养殖户提供相关技术服务, 以及苗种、微生态制剂等配套产品
正邦科技	479	以猪料为主, 兼做禽料	通过提供服务推动公司饲料、种猪、仔猪、兽药等产品的协同销售, 构筑以服务驱动为主的模式
唐人神	467	以猪料为主、兼做禽、水产料	省内密集布点, 省外先通过重点经销商打好市场基础, 再投放产能
大北农	444	猪料为主, 开始步入水产料与生猪养殖业	服务营销: 服务营销队伍强大, 提供养殖户所需要的各项服务, 甚至包括与养殖无关的服务
金新农	77	猪料为主、教槽料龙头之一, 逐渐进入下游养殖业	客户导向的服务营销, 力争打造成为中国规模化猪场提供综合性解决方案的优质服务性公司

资料来源: 网络资料、公司公告、招商证券 说明: 嘉吉和泰森饲料销量为 2016 年数据

## 4、动保：短期被迫承压，长期稳中向好

### (1) 猪周期下行通道，高价苗销售不利

行业深度亏损，养殖户倾向于采取降级防疫控制成本。2018年2月开始，猪价超预期下跌，低点一度破10元，养殖行业由此进入全面亏损期。养殖不景气对动保行业的传导因养殖场规模而异。对于中小规模养殖场来说，越小规模的养殖户价格敏感性更高，在口蹄疫疫苗使用上可能存在部分市场向招采回流的行为。而大型养殖户则偏重高质量，但也同时注重疫苗价格。总体来看，当猪价处于下行通道时，尤其是行业处于深度亏损期间，养殖户很可能会采取降级防疫的方法来降低成本，高价苗销售将受到影响。

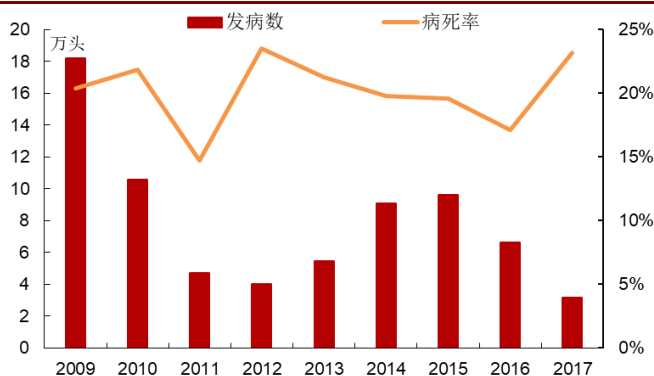
### (2) 市场化改革落地，寡头垄断趋势明朗

猪瘟蓝耳改革，利好拥有核心技术的龙头企业。2016年8月，农业部、财政部发文表示，自2017年1月1日起取消对猪瘟和高致病性猪蓝耳病的国家强制免疫政策，猪瘟疫苗和蓝耳病疫苗将市场化，释放了十几亿的市场苗空间。对于企业来讲，这是机遇，也是挑战。我们认为随着招标苗的逐步退出，技术含量高、效果好、售价高、毛利率高的市场苗占比提高空间巨大，将带来充足的市场空间。我们判断未来拥有核心技术的龙头企业的集中度将进一步提升，我国动保行业未来将形成一个寡头垄断市场。

### (3) 规模化提升加速，高端苗渗透迎契机

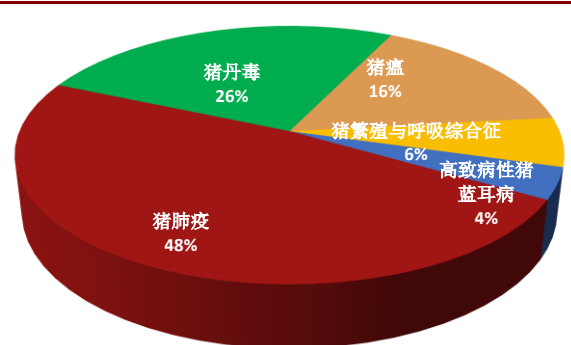
防疫费总体偏低，高品质疫苗需求将不断增加。近年来由于重大疾病频发，严重威胁我国的生猪养殖业。2005年链球菌、2007-2008年蓝耳病、2009年猪流感、2010年口蹄疫和蓝耳病、2015年底至2016年春节的仔猪腹泻等疫病所导致的生猪死亡率都非常高。我国的疾病爆发情况相较国外更为复杂，受到猪瘟、口蹄疫等其他国家没有的疾病威胁。就目前整体的猪群健康水准和饲养环境而言，纯阴性猪场十分少见，难以从根本上杜绝流行性疾病的发生和传播，因此提升猪场的防疫水平就显得尤为重要。目前我国猪场的防疫费用占整个养殖成本的比例只有1.21%左右(中等规模化养殖场)，而在散养户中，防疫费用占比甚至仅为0.91%。随着规模化养殖的提升，防疫费用将不断增加，尤其是对于高品质疫苗的需求将不断提升。

图 35：我国历年猪病发病数及病死率



资料来源：Wind、招商证券

图 36：2009-2016 年病死猪主要原因



资料来源：Wind、招商证券

### 三、投资策略：周期反转，龙头当先

我们认为如果非洲猪瘟持续爆发，禁运政策持续到半年(亏损一个完整的肉猪生长周期)，产区养殖户将面临资金断裂风险，叠加今年上半年持续低迷的猪价、宏观层面去杠杆带来的资金紧张，以及疫情不断发展导致的恐慌情绪，三重压力导致猪周期反转极有可能提前反转。站在当前时点，我们思考下一年猪价走势，有以下观点：

**1、由于年初猪价暴跌，行业补栏积极性降低，二季度开始大量淘汰落后产能，叠加春节备货季节性因素，我们认为年前的猪价将维持不错水平（尤其是销区，产区会洗牌一段时间，而之后也会迎来暴涨）。**

**2、非洲猪瘟 8 月开始爆发，目前几乎全国的生猪调运都受到限制，若产区持续洗牌，猪价可能在今年底或明年上半年迎来反转。**

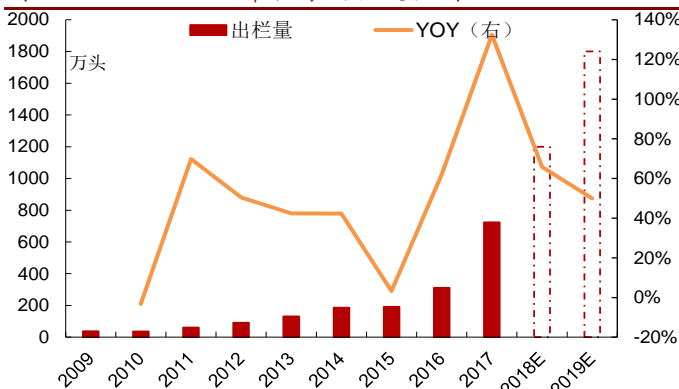
对应到推荐标的，我们第一推荐仍然是牧原和温氏，建议关注新希望、天邦股份。

#### 1、牧原股份：工业化养殖龙头，周期与成长共振

我们认为公司的核心逻辑在于持续领先的成本优势和出栏量的确定性快速增长，确定性源自于两种扩张模式的贡献。第一种是常规的自筹资金模式，另外一种是在表外扩张模式。常规自筹资金模式贡献了公司过去几乎所有的出栏增量，也将是公司未来出栏增长的主要力量。这种模式看重的是公司要素储备和管理水平。表外扩张模式（5+模式）是公司在精准扶贫的大背景下探索出来的能够实现贫困户、合作社、政府、银行、龙头企业共赢的扶贫新模式，可帮助公司迅速扩大养殖规模。此外，还有央企扶贫基金的 8 亿参股牧原发展子公司，应付账款证券化等多元融资方式，可以在周期低点进行布局，实现穿越周期的成长。

作为农业板块最受关注的成长型公司，牧原股价自 2014 年上市以来已经翻了 6 倍，出栏量增长了 2.9 倍(2017 年)，曾两度实现单年净利润超过建司以来的总和(2011、2016)，并且公司未来还有能力再现这个场景，在整个周期行业的历史中十分罕见，正是因为超强的逆势成长性和巨大的市场容量造就的“奇迹”。截止 2018 年中，公司产能 1700 万头，预计年底达到 2200 万头，按照明年 1800 万头出栏量计算，假设按照 2016 年单头盈利 746 元计算，得到利润 134 亿，对应当前市盈率 3.66 倍，处于历史底部区间。

图 37：2009-2019 年牧原出栏变化图



资料来源：公司公告、招商证券

图 38：2014Q1 以来牧原育肥猪完全成本变化图



资料来源：公司公告、招商证券

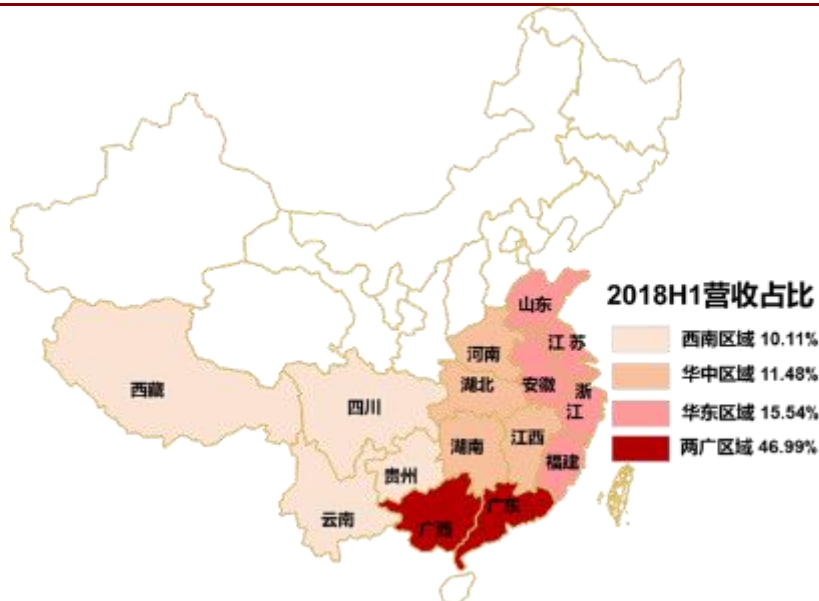
风险提示：生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统

性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟。

## 2、温氏股份：背靠两广市场，尽享销区高猪价

在当前产销区价格持续分化的大背景下，温氏背靠两广市场（区域出栏量 1000 万头），无论未来广东地区是否爆发非洲猪瘟，其都可以稳坐钓鱼台，尽享销区高猪价，同时叠加公司不断扩张的出栏量（18 年 2200 万头，19 年 2700 万头，20 年 3200 万头），产销匹配的种猪场布局，以及大幅领先行业的养殖成本（12 元/kg），实乃可攻可守的好标的。

图 39：2018H1 温氏主要区域市场的营收占比情况



资料来源：公司公告、招商证券

**风险提示：**生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟。

## 3、新希望：拐点已至，希望已来

新希望在过去的几年业务&股价一直处于调整的状态，股价当前虽然已经有反弹，但仍处于安全边际内，因为公司即将迎来三重拐点：内部管理、养猪业务、未来业绩都将明显改善。

**内部管理：**公司在过去几年分别从财务、架构和人事进行了系列改革。财务上引入联想的中国区财务总监王述华总，其带领团队为新希望搭建了一个统一的财务系统，这个财务系统能够帮助管理层发现问题和风控；架构上将原来的区域管理调整成为业务链条（饲料、鸡、猪）管理，此项改进不仅为猪板块的快速扩张奠定了基础，也能够帮助二级市场更好的与同类型公司进行对比；人员上公司中层干部正在向年轻化转变，大区区域经理很多都是 80 后，高管在今年引入了新的财务总监、董秘和首席战略投资官。我们认为公司 600 亿的收入，但是净利率不到 1 个点（农牧板块），上述这些变化即使只提高公司 1-2 个点的净利率，对利润贡献也是十分显著的，值得重视。

**养猪业务：**在现阶段公司以养猪为核心业务的战略决策一直没有变，当前产能 400 万头，在建项目产能 400 万头。通过梳理公司历史养猪项目，可以明确的说公司在 17-18 年

以来建设项目开始加快，主要原因是前期土地和人员储备已经到位，养殖和建设的经验也已基本完善。另外公司扩张钱不用担心，现在账上 48 亿现金，饲料业务是良好的现金牛，每年经营现金流净额 30 亿，以及未来可能的融资计划，公司的财务在所有养殖企业中是首屈一指的。我们预计 2018-2021 年公司出栏量分别为 250、350、800、1500 万头。

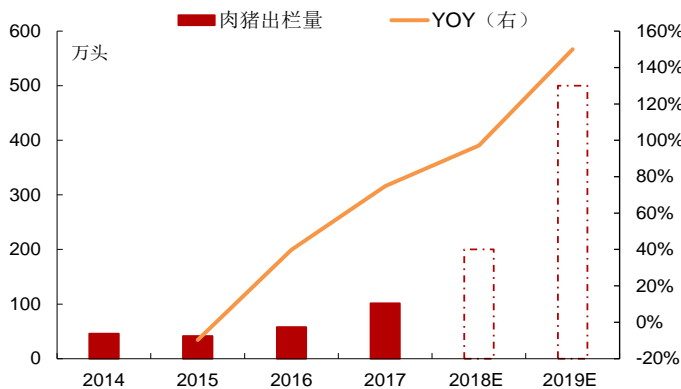
**未来业绩：**今年公司业绩差不多是 20 亿（农牧板块 4 亿左右），看到 2020 年，对养猪业务进行中性预测，每头猪盈利 200 元，也有 16 亿利润，其他所有版块维持现状，公司的业绩也接近翻倍，这还是考虑猪周期和管理改善的情况下的结果，如果考虑猪周期（每头盈利 500 元），净利率提高 2 个点（饲料+禽等盈利 16 亿），加上投资收益（16 亿），公司业绩将突破 60 亿。

**风险提示：**生猪价格波动，突发大规模不可控疫病，重大食品安全事件，宏观经济系统性风险，极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价，上市公司感染非洲猪瘟，与农户合作不达预期。

#### 4、天邦股份：出栏迅速增长，成本不断下降

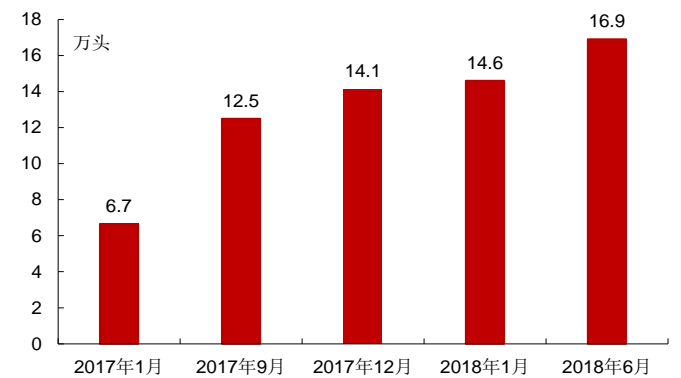
2018 年上半年公司出栏生猪 118.4 万头，同比增长 168%，能繁母猪存栏 16.91 万头，预计 2018-2019 年公司出栏生猪分别为 200 万头和 500 万头。我们认为得益于其前期收购艾格菲和法国 CG 打下的良好基础，叠加管理层养殖决心大，种猪性能优异，公司养殖成绩进步显著，成本不断下降。如果按照 2019 年 500 万头生猪出栏量计算，每头 600 元，对应利润 30 亿，而当前公司市值仅 60 亿，向上空间较大。

图 40：2014-2019 年公司生猪出栏量



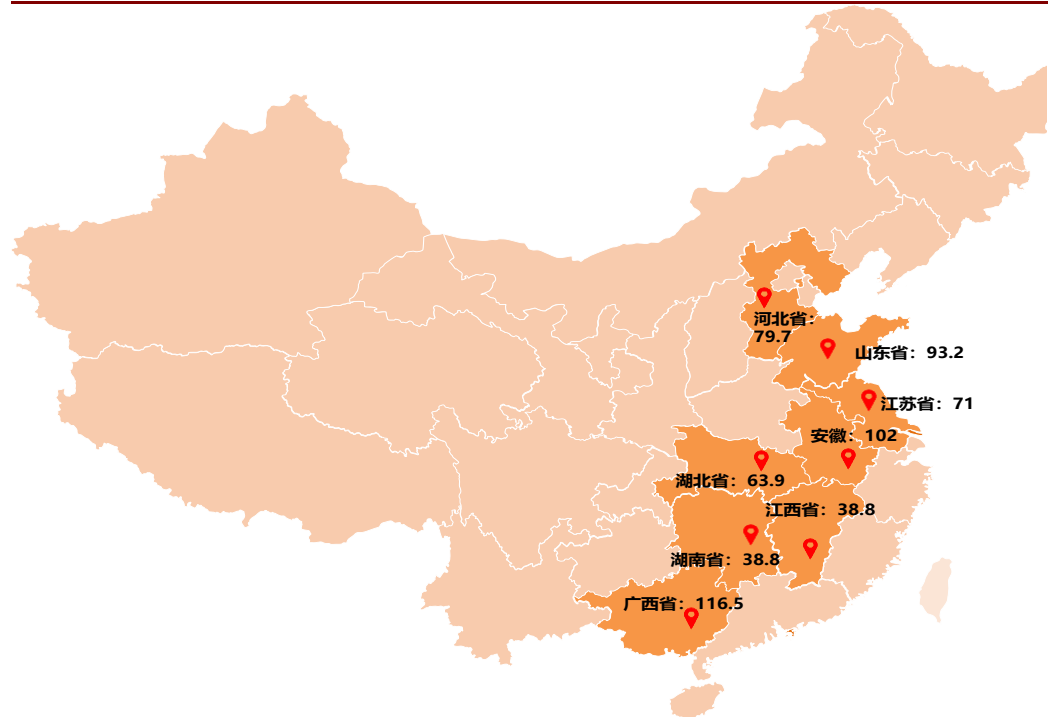
资料来源：公司公告、招商证券

图 41：2017 年至今公司能繁母猪存栏量



资料来源：公司公告、招商证券

图 42: 天邦股份 2019 年生猪出栏分布图 (预计)



资料来源: 公司公告、招商证券 注: 作图数据按照公司 2017 年公告生猪产能规划预计产量

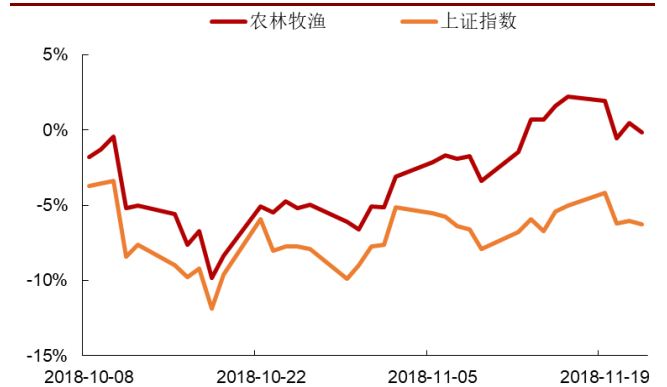
风险提示: 生猪价格波动, 突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价, 上市公司感染非洲猪瘟。

图 43: 今年以来农林牧渔与大盘走势



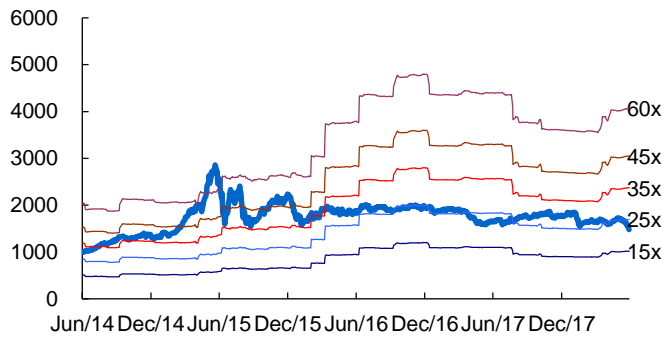
资料来源: Wind、招商证券

图 44: 2018 年 10 月以来农林牧渔与大盘走势



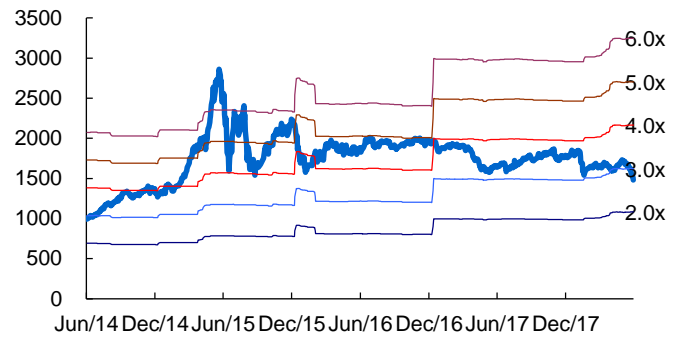
资料来源: Wind、招商证券

图 45: 农林牧渔行业历史 PEBand



资料来源: Wind、招商证券

图 46: 农林牧渔行业历史 PBBand



资料来源: Wind、招商证券

表 4: 农业板块个股涨幅排行榜

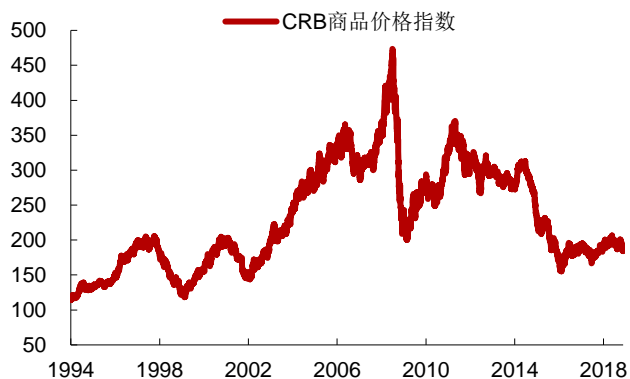
	公司名称	2018Q4 以来涨幅%	公司名称	2018 年以来涨幅%	
1	绿庭投资	86.79	1	佩蒂股份	52.22
2	海利生物	70.72	2	福建金森	49.16
3	福建金森	53.37	3	海利生物	36.74
4	益生股份	21.14	4	圣农发展	23.40
5	通威股份	18.29	5	民和股份	22.02
6	平潭发展	16.23	6	*ST 康达	18.84
7	绿庭 B 股	15.14	7	仙坛股份	16.38
8	百洋股份	14.96	8	罗牛山	14.75
9	正邦科技	14.46	9	ST 景谷	13.87
10	仙坛股份	14.15	10	天邦股份	6.77

资料来源: wind、招商证券, 注: 以 2018 年 11 月 22 日为截止日

## 四、农产品价格走势及加工环节盈利

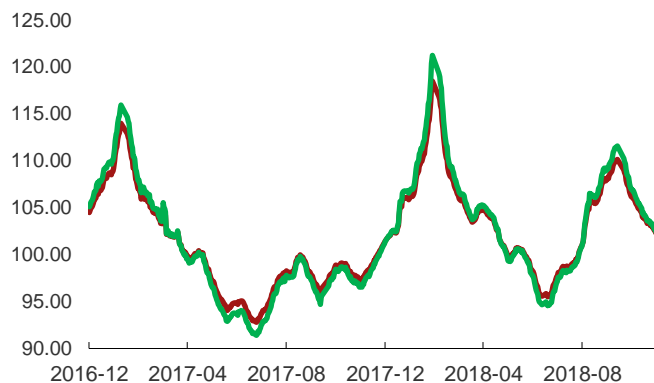
### 1、总体指数

图 47: CRB 商品指数



资料来源: Wind、招商证券

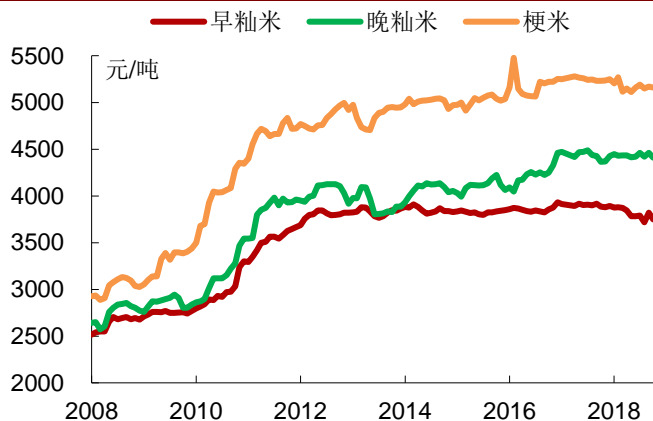
图 48: 农产品批发价格总指数&菜篮子批发价格指数



资料来源: Wind、招商证券

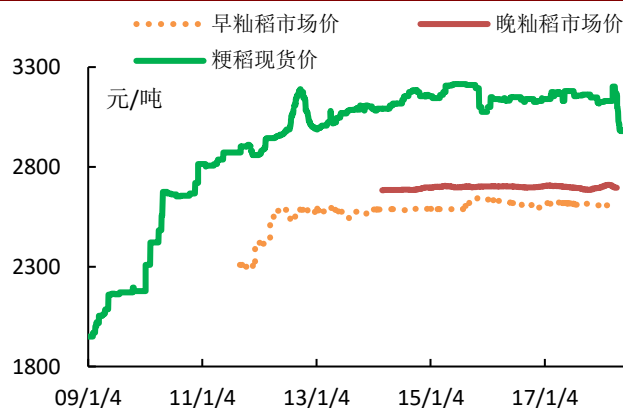
### 2、稻米

图 49: 全国批发市场各种大米价格



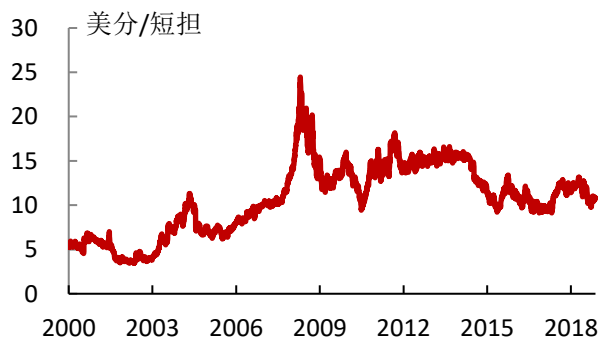
资料来源: 国家粮食局、招商证券

图 50: 全国批发市场各种稻谷价格



资料来源: Wind、招商证券

图 51: CBOT 糙米期货价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

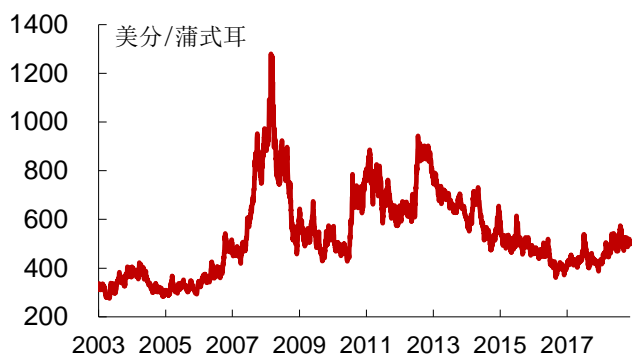
图 52: 国内早籼稻期货价格



资料来源: Wind、招商证券

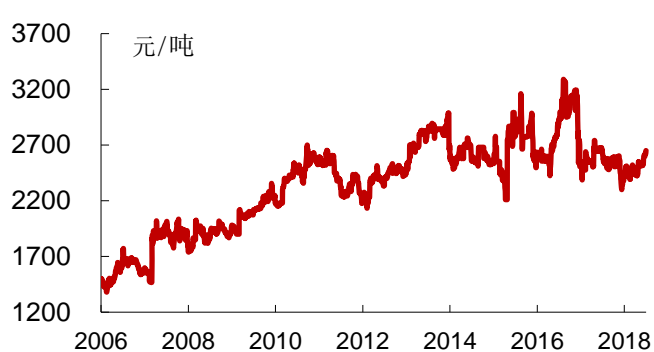
### 3、小麦

图 53: CBOT 小麦期货连续价格



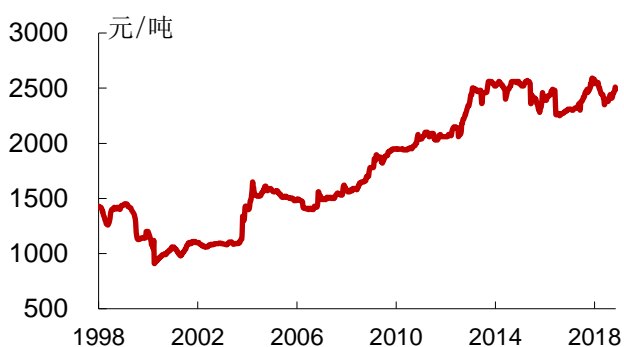
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 54: ZCE 优质强筋小麦价格



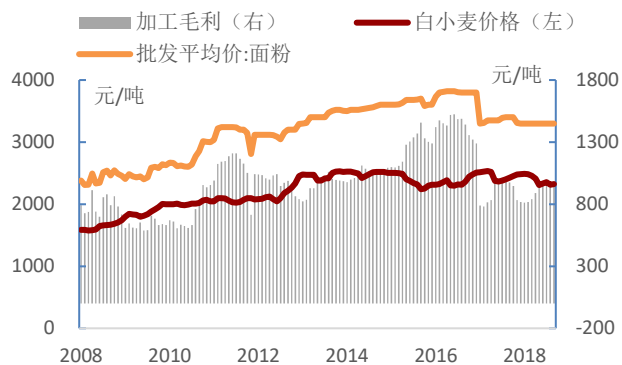
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 55: 全国批发市场小麦平均价格



资料来源: 国家粮食局、招商证券

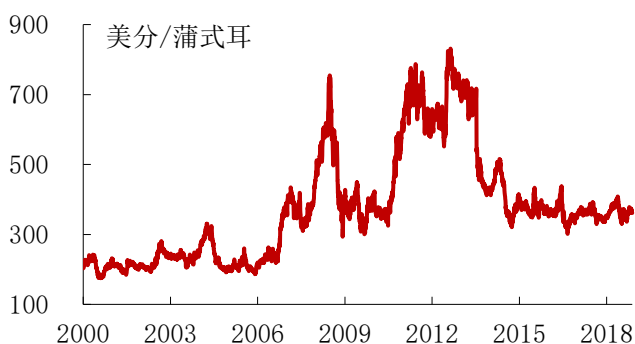
图 56: 小麦、面粉加工及加工毛利



资料来源: Wind、招商证券

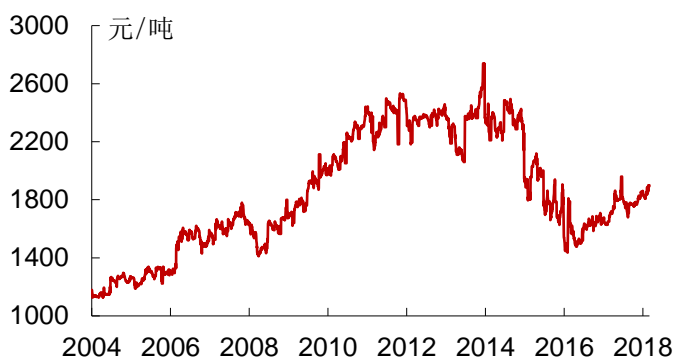
### 4、玉米

图 57: CBOT 玉米期货连续价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

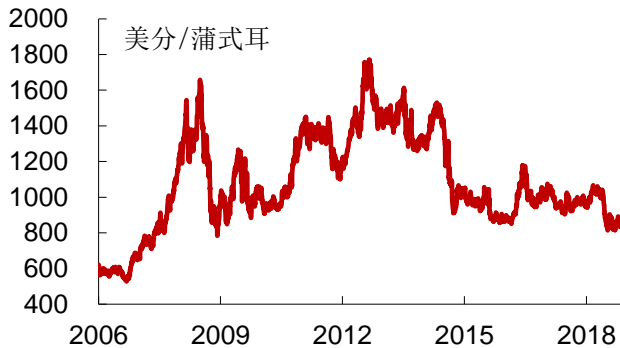
图 58: DCE 玉米期货连续价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

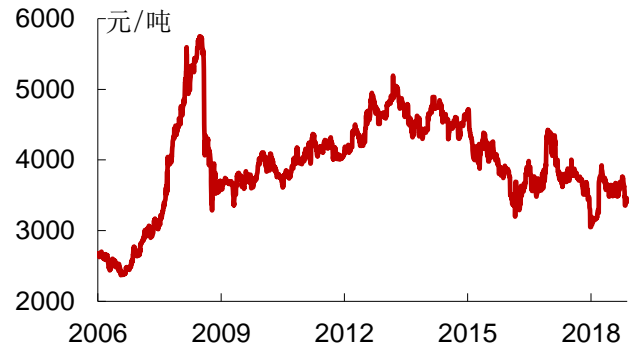
## 5、大豆

图 59: CBOT 大豆期货连续价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 60: DCE 黄大豆 1 号连续期货



资料来源: Bloomberg、招商证券

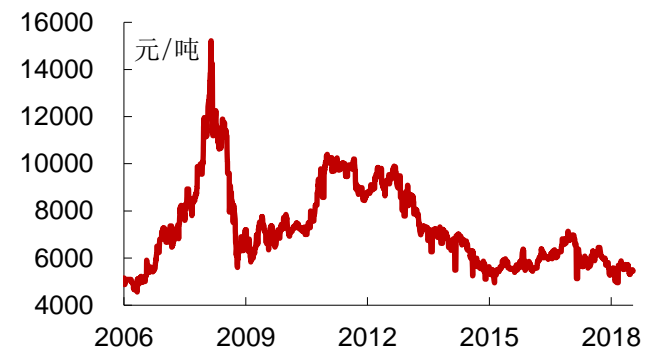
## 6、豆油

图 61: CBOT 豆油连续期货价格 (国际期货)



资料来源: Bloomberg、招商证券 截至 2018/7/26

图 62: DCE 豆油连续期货价格 (国内期货)



资料来源: Bloomberg、招商证券 截至 2018/7/25

图 63: 国内棕榈油期货价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 64: 国际棕榈油价格 (国际现货)



资料来源: Wind、招商证券

## 7、棉花

图 65: NYBOT2 号原棉期货连续价格 (国际期货)



资料来源: Bloomberg、招商证券

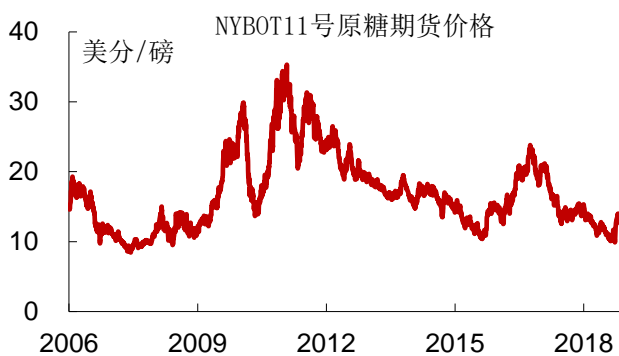
图 66: ZCE 棉花期货连续价格 (国内期货)



资料来源: Bloomberg、招商证券

## 8、糖

图 67: NYBOT11 号原糖期货价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 68: ZCE 白糖期货价格



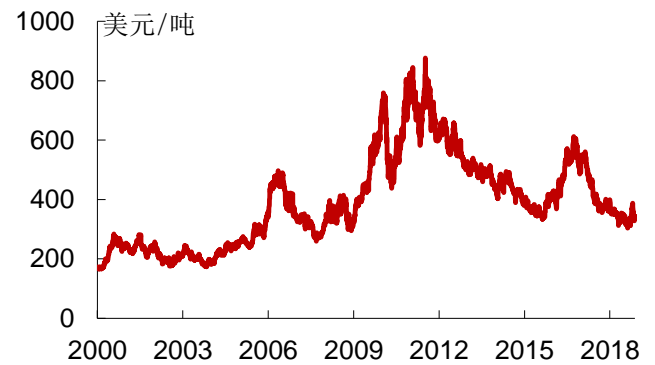
资料来源: Bloomberg、招商证券

图 69: 白糖现货价格 (产区)



资料来源: Wind、招商证券

图 70: 伦敦白糖期货价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

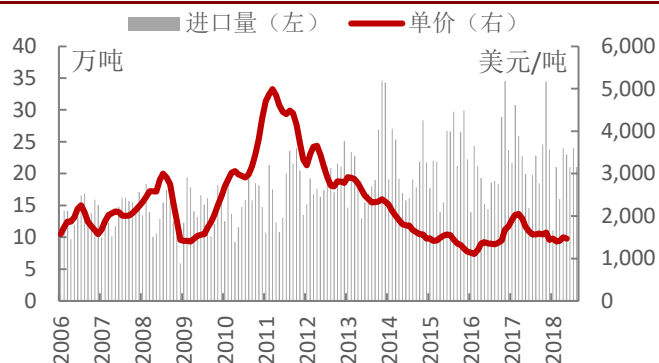
## 9、天然橡胶

图 71: 上海天然橡胶期货价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

图 72: 中国天然橡胶进口量



资料来源: Bloomberg、招商证券

截至 2018/9/30

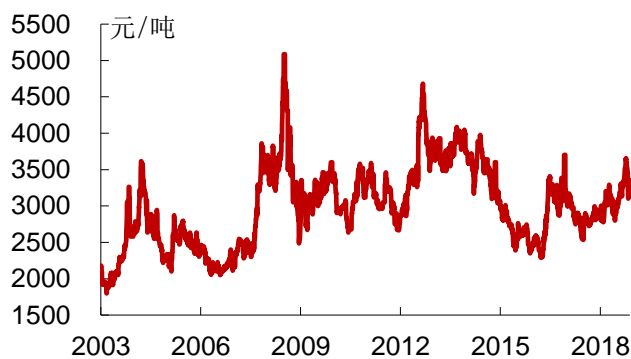
## 10、饲料原料

图 73: 智利鱼粉 FOB 价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

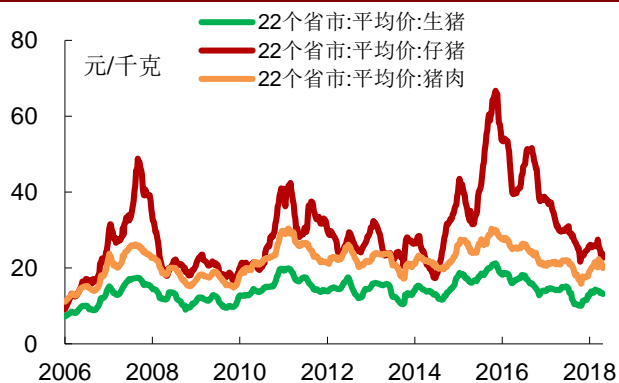
图 74: DCE 豆粕期货连续价格



资料来源: Bloomberg、招商证券

## 11、畜产品

图 75: 全国仔猪、活猪、猪肉价格走势



资料来源: 农业部、招商证券

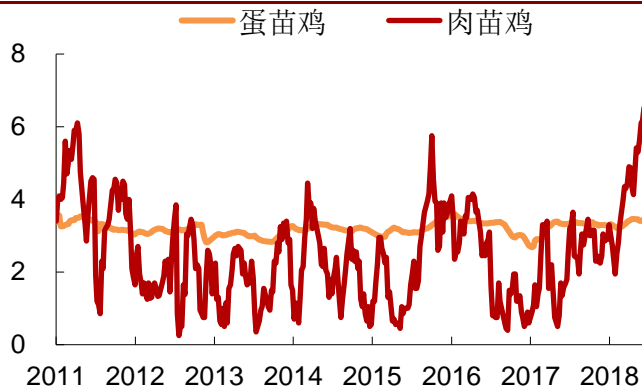
图 76: 猪价差价格走势



资料来源: wind、招商证券

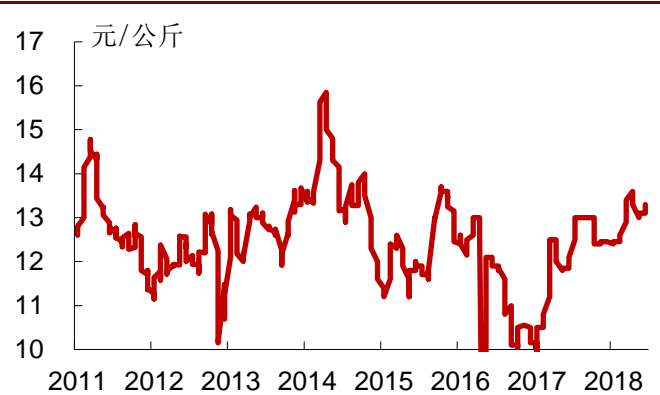
## 12、禽产品

图 77: 鸡苗价格走势



资料来源: Wind、招商证券

图 78: 白条鸡价格



资料来源: Wind、招商证券

## 风险提示

**突发大规模不可控疫病, 重大食品安全事件, 宏观经济系统性风险, 极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价, 上市公司感染非洲猪瘟。**

**突发大规模不可控疫病:** 疫病发生会直接抑制养殖规模, 短期减少对饲料的需求; 重大动物疫病还可能会挫伤终端消费的需求, 导致养殖业陷入阶段性低迷, 进而延伸影响到饲料需求, 对养殖和饲料企业的生产经营产生不利影响。

**重大食品安全事件:** 和生物疫病一样, 食品安全是企业质量把控的重中之重, 一旦出现食品安全事件, 特别是经过媒体曝光放大, 将会对企业信誉严重影响, 动摇企业生存基石。严重者如三鹿集团, 不仅企业负责人遭刑事拘留, 企业资产更是被兼并收购。

**宏观经济系统性风险:** 宏观经济系统性风险将会在供需两端对企业造成影响, 特别是需求端的萎靡将直接导致企业倒闭潮。

**极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价:** 生猪养殖成本中, 饲料占比 70%, 玉米、豆粕、小麦等是饲料的主要构成, 若极端气候灾害导致农作物大规模减产推升粮价将大大增加企业养殖成本, 如果这种成本不能顺畅传导至下游, 将导致企业业绩下滑, 甚至危及企业日常经营。

**上市公司感染非洲猪瘟:** 因为非洲猪瘟无疫苗防疫, 致死率为 100%, 因此若上市公司感染非洲猪瘟将导致公司大量生猪被扑杀, 且需消毒 6 周, 空栏 6 个月, 饲养 2 个月的哨兵动物, 接近有 23 个月的时间无生猪出栏, 对公司的利润有一定影响。

**参考报告:**

1、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十七-温氏 VS 牧原，深度财务对比》系列报告十五详细阐述了两个卓越企业的商业模式异同，本文立足于两家企业生猪育肥环节的成本控制、盈利水平和产能扩张三个角度，详细地对比了他们的财务特征，数据翔实丰富，力求客观全面。尽管目前非洲猪瘟对行业影响较大，行业底部经常以一种难以预知的方式迅速到来，但我们认为正是此时，龙头的综合抗风险能力将得以体现，疫病不影响长期价值，我们对两大龙头维持“强烈推荐-A”。<https://dwz.cn/q5quV87P>

2、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十六-非洲猪瘟全面复盘与推演：2019 年猪价上涨或成定局》2018-09-28，本文全面复盘非洲猪瘟在我国和全球的基本特征、传播特点、应对措施、深远影响，也对我国生猪流通格局、产销区价格分化、未来政策走向进行了深入探讨。疫病风险是养猪经营者面临的首要风险，在行业正激烈洗牌的当下，我们提出“2019 年猪价上涨或成定局。”的核心判断，也针对未来我国如何控制非洲猪瘟和流通领域如何改革等痛点提出了一些政策建议。长期来看，规范化将快速成为养猪业的主旋律，规模化是解决问题的根本办法，龙头企业定会迎来一轮新的发展契机，金猪十年，不容错过。<http://suo.im/5gFusx>

3、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十五-温氏 VS 牧原，商业本质孰优孰劣？》2018-09-18，尽管目前非洲猪瘟对行业影响较大，行业底部经常以一种难以预知的方式迅速到来，但我们认为正是此时，龙头的综合抗风险能力将得以体现，疫病不影响长期价值，他们多年平均 ROE 都>25%，但商业模式却大有不同，本文为你娓娓道来。<http://suo.im/51tclx>

4、《猪！猪！猪！生猪养殖系列报告之十四-猪价低迷期下的众生相，强烈推荐底部龙头》2018-05-13，猪周期本质是利润率周期，通过价格的峰谷交替淘汰产业落后产能，完成强者对弱者的优胜劣汰，实现行业自我升级。在这个过程中，拥有丰富融资渠道，显著成本优势，深谙周期之道的龙头将穿越一轮又一轮周期并持续成长。目前本轮猪周期已经步入深度亏损阶段，产业链上下游出现了显著变化，我们认为所有主体都在进行相机抉择，所以周期的本质不会改变，本文将为您详细解读。<http://suo.im/4P0mYW>

5、《猪！猪！猪！系列报告全集-与时俱进，再次扬帆》2017-08-23，猪！猪！猪！系列报告全集内容分为八部分，第一篇介绍我们创新性提出的超长猪周期理论，第二篇介绍了规模化浪潮下的产业链巨变，第三篇对比了国内龙头企业的养殖模式，第四篇介绍了食品安全对企业存亡的重要性，第五篇主要对比国内外规模化养殖和龙头企业发展，第六篇点评了八月能繁母猪存栏再探底，第七篇提出现在正是长周期的黄金时代，也是中周期的白银时代，第八篇讲述了猪价底部抬高，高预期差下的价值筹码争夺战即将打响，第九篇分析环保禁养政策作为农业供给侧改革的重要手段，给整个养殖业带来的巨大冲击，第十篇从巴菲特股东大会中选取了几个关键结论，由此出发揣摩如果巴菲特来看中国的养猪业会是怎样的结论，第十一篇通过多角度论述一体化养殖，得出一体化模式发展迅速的原因：生产关系推动生产力，第十二篇提出环保紧箍咒会继续层层推进，对旧产业的改造升级是一场持久战，第十三篇通过“1 个基础+2 个驱动力+1 个对冲因素”的分析框架，详细地分析了能繁母猪一降再降的原因以及猪价大概率运行方向。

6、《国联水产(300094.SZ)-虾! 虾! 虾! 永辉入股, 沧海遗珠谁人拾》: 2018-05-30, 公司如何成长为全球海产资源整合者? 战略发展期又将如何布局? 我们认为, 在行业空间大, 集中度低的大环境下, 适逢 B 端崛起以及新零售助力, 公司市场关注度不断提升, 未来大有可为。 <http://suo.im/534Ovt>

7、《温氏股份(300498.SZ)深度报告-“阳性技术”的极致, 高回报率的本质》2018-04-30, 简单来说, 温氏“不养猪”(只养母猪, 不养育肥猪), 它是一个高科技公司和服务公司, 其高 ROIC 的本质究竟如何做到的? 在平稳发展期, 依靠充沛的现金可以顺畅地转型多元化和打造食品帝国, 其他业务该如何给估值? 本文为你详细解读。 <http://t.cn/RujVsSE>

8、《海大集团(002311.SZ)-饲料白马, 业绩稳定增长》2018-04-23, 公司作为农业板块的“漂亮 50”, 17 年业绩增长稳定, 我们看好海大的专业性道路, 预计 18 年将受益下游养殖高鱼价和猪料板块的快速扩张, 市占率将稳步提高, 叠加员工持股计划的提出, 公司成长持续性较强, 维持“强烈推荐”评级。 <http://suo.im/4Nvdwx>

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱卫华：**招商证券研发中心董事总经理。清华大学学士，中国科学技术大学硕士。以产业分析见长，逻辑框架独特、数据翔实，朱卫华/董广阳/杨勇胜团队连续获得 2005-2017 年度《新财富》食品饮料行业上榜分析师排名，其中六年第一；2005 年获得《新财富》农林牧渔行业第三名，2006 年度第五名，《证券市场周刊》卖方分析师水晶球奖农林牧渔行业 2010 年度第五名。

**雷轶：**中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

**陈晗：**四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。