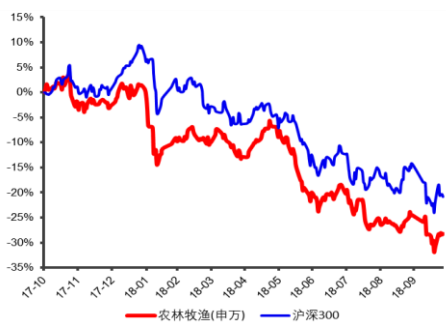


农林牧渔

非洲猪瘟 & 生猪禁运：产能加速去化，周期拐点已现

走势对比



相关研究报告：

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518040002

报告摘要

1、供给端：产能加速去化，周期拐点已现。生猪禁运政策使得产销区价差拉大，销区暴利却苦于环保制约而无法快速扩产，产区生猪没有出路、大量积压导致大面积深度亏损，极大打击了散养户甚至规模化企业的扩张意愿。此外，后备母猪补栏和仔猪放养业务也受禁运政策的影响而无法开展，企业的正常生产经营受到极大制约而被动去产能。总体而言，非洲猪瘟加速落后产能淘汰，养殖积极性下降，规模企业的生猪和能繁母猪存栏出现拐点，进入下行通道，明后年猪价整体向好。从区域分布来看，销区出栏占比高的养殖集团和产区屠宰产能占比高的企业更受益。

2、需求端：短期对消费有冲击，长期看无实质影响。短期来看，非洲猪瘟受民众关注度较高，影响范围大，对猪肉消费产生一定冲击，团膳和日常消费可能转向其他肉类。但长期看，由于人不是非瘟易感动物，即使接触了非瘟病毒也不会发病，因此对猪肉消费不会产生实质性影响。从国内历次生猪重大疫情后猪肉消费的变化来看，疫情发生与猪肉消费无显著相关性，猪肉消费的主要影响因素是猪肉价格。从俄罗斯的非瘟历史来看，非瘟疫情和猪肉消费并无明显相关关系，影响居民猪肉消费量的主要因素是居民收入以及猪肉价格。综合我国历史和国外经验，本次非瘟疫情并不会对猪肉消费产生本质影响。

投资建议：战略看好整个生猪养殖行业在未来两年景气向上，重点推荐生猪出栏增速快的新希望和在销区出栏占比高的温氏股份，建议关注牧原股份、正邦科技、天邦股份、大北农、唐人神等。

风险提示

- 1、突发重大疫情风险：**禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。
- 2、价格不及预期风险：**禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。
- 3、原材料价格波动风险：**生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主

要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。
4、政策变动。非洲猪瘟爆发后，国家政策的调整可能对公司业绩有一定影响。

目录

一、供给：产能加速去化，周期拐点已现	6
(一) 规模场存栏见顶，产能加速去化	6
(二) 周期拐点已现，2019 年猪价向好	7
二、政策变动：生猪禁运，影响深远	8
(一) 限运政策下，全国生猪跨省调运几乎瘫痪	8
(二) 生猪调入与调出区域分析	11
(三) 屠宰企业产能分布	14
1、双汇发展	14
2、得利斯	15
3、龙大肉食	15
4、华统股份	15
(四) 未来政策走向对产业链各环节影响	16
1、维持现状，限制跨省调运	16
2、放开猪肉点对点跨省调运	16
3、放开动检 A 证申请	16
(五) 小结	16
三、限运政策下各养殖企业的盈利分析	17
(一) 温氏股份	18
(二) 牧原股份	20
(三) 新希望	21
(四) 正邦科技	22
(五) 天邦股份	23
(六) 大北农	24
(七) 唐人神	25
(八) 海大集团	26
(九) 新五丰	27
四、消费端：短期受冲击，长期不会有实质影响	28
(一) 非洲猪瘟——受民众关注度最高的生猪疫情	28
(二) 国内历次疫情对猪肉消费的影响	29
(三) 从俄罗斯看非洲猪瘟对消费的影响	30
(四) 小结	32
五、风险提示	32

图表目录

图表 1 农业农村部 and 畜牧业协会监测的生猪存栏量	6
图表 2 协会监测的 2015 年至今的规模场能繁母猪存栏量	6
图表 3 规模场二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化	7
图表 4 规模场二元母猪销量与定点屠宰场能繁母猪淘汰量变化	7
图表 5 农业农村部加强禽畜移动监管公告内容	8
图表 6 农业农村部对非洲猪瘟相关政策和动作	8
图表 7 2018 年生猪跨省调运数量 (万只)	9
图表 8 农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知	9
图表 9 非洲猪瘟疫区及当前状态 (截止至 2018 年 11 月 28 日)	10
图表 10 非洲猪瘟疫区及禁止跨省调运省份 (截止至 2018 年 11 月 28 日)	11
图表 11 我国各省分养殖产能与屠宰产能占比比较	12
图表 12 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化	13
图表 13 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化	13
图表 14 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化	13
图表 15 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化	13
图表 16 部分省份非洲猪瘟爆发前后价格变化	13
图表 17 部分调入省非洲猪瘟爆发前后价格变化	14
图表 18 部分调入省非洲猪瘟爆发前后价格变化	14
图表 19 双汇发展屠宰产能分布	14
图表 20 得利斯屠宰产能分布	15
图表 21 龙大肉食屠宰产能分布	15
图表 22 华统股份产能分布	15
图表 23 当前政策下各省生猪均价	17
图表 24 温氏新增产能分布	18
图表 25 温氏股份在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	20
图表 26 牧原新增产能梳理	20
图表 27 牧原股份在当前政策下 2018Q4 的盈利预测	21
图表 28 新希望产能扩张梳理	22
图表 29 新希望在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	22
图表 30 正邦部分新增产能分布	22
图表 31 正邦科技在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	23
图表 32 2018~2019 天邦商品猪出栏规模规划表	23
图表 33 天邦股份在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	24
图表 34 大北农产能梳理	24
图表 35 大北农在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	25
图表 36 唐人神新增产能梳理	25

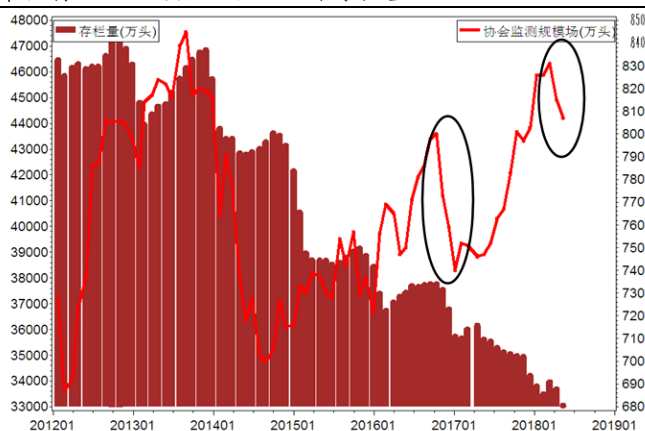
图表 37 唐人神在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	26
图表 38 海大生猪养殖产能扩展概况	26
图表 39 海大在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	27
图表 40 新五丰生猪养殖产能扩展梳理	27
图表 41 新五丰在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测	28
图表 42 非洲猪瘟的百度搜索指数	28
图表 43 口蹄疫的百度搜索指数	28
图表 44 猪蓝耳病的百度搜索指数	29
图表 45 互联网用户对非洲猪瘟的搜索需求	29
图表 46 城乡居民人均猪肉消费量与猪肉价格和生猪疫情的关系	30
图表 47 俄罗斯 2007~2017 年非洲猪瘟疫情爆发数量 (次)	31
图表 48 俄罗斯 2007~2017 人均猪肉消费量 (KG/年)	31
图表 49 俄罗斯国内猪肉消费量影响因素	32

一、供给：产能加速去化，周期拐点已现

(一) 规模场存栏见顶，产能加速去化

规模场生猪存栏量和全国总存栏量均有下降。从农业农村部的数据监测看，生猪的总存栏直线下降，但是猪价却并未随之上涨。从协会监测的规模场数据看，其生猪存栏量从2015年至今整体呈上行趋势，期间仅有两次明显下降，第一次是2016年环保拆迁，再一次是2018年第二季度的环保回头看和8月以后非洲猪瘟疫情导致的存栏回调。

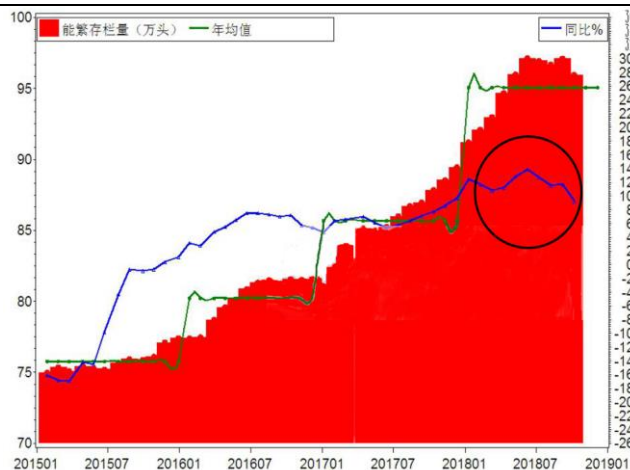
图表1 农业农村部和畜牧业协会监测的生猪存栏量



资料来源：畜牧业协会 农业农村部 太平洋证券

规模场能繁母猪存栏见顶，产能增长停滞甚至下滑。协会监测的数据显示，2017年7月至今规模场能繁母猪存栏量快速增长，2018Q2 同比增速放缓，2018Q3 环比增速由正转负，意味着规模场的产能拐点已现，扩张基本停滞甚至有收缩的迹象。

图表2 协会监测的2015年至今的规模场能繁母猪存栏量

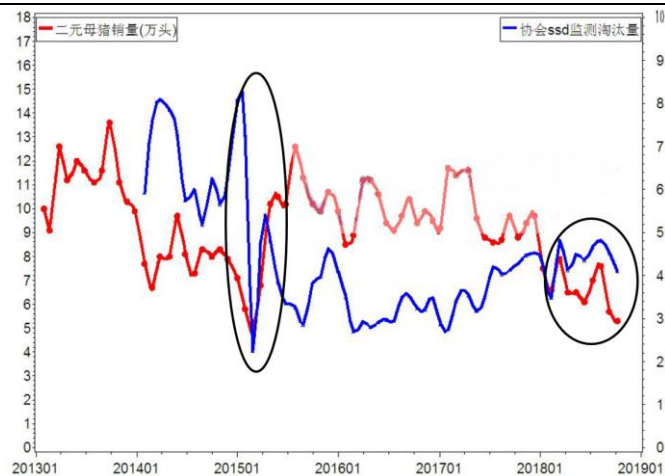


资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

（二）周期拐点已现，2019 年猪价向好

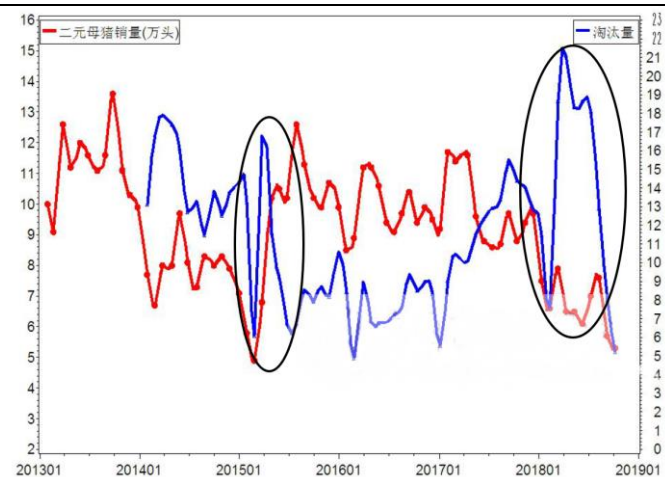
从二元母猪销量和能繁母猪淘汰量来判断产能去化的进度和周期拐点，二元母猪销量和能繁母猪淘汰量交汇处即为产能拐点，猪价拐点滞后产能拐点约一年左右。由下图可见，上一轮能繁母猪产能低点为 2015 年 4 月，猪价于 2016 年 6 月见顶。从 2015 年 4 月到 2018 年初，二元母猪销量始终高于淘汰量，意味着产能在持续增长，直到 2018 年 3 月才出现拐点。此时二元母猪销量等于淘汰量，意味着产能见顶，随后由增长转为下降，对应的猪价底部将在一年后出现，也就是 2019 年 3 月前后。

图表 3 规模场二元母猪销量与能繁母猪淘汰量变化



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

图表 4 规模场二元母猪销量与定点屠宰场能繁母猪淘汰量变化



资料来源：畜牧业协会 太平洋证券

2018 年 8 月非洲猪瘟爆发，产能去化加速。一方面，二元母猪销量快速下降，9 月同比下滑 25%，环比下滑 40%。此外，真实的能繁母猪淘汰量有可能比监测数据更大。因为能繁母猪体重大，需要运送到全国仅有的几个定点屠宰场进行屠宰。当前的生猪限运政策使能繁母猪无法运送到定点屠宰场，实际的能繁母猪淘汰量可能远超预期。

综合农业农业部、畜牧业协会的监测数据，最近两月规模场的生猪总存栏呈负增长，能繁母猪存栏量加速下滑。2016~2017年，规模场扩张狂飙猛进，但进入2018年后，在环保回头看和非洲猪瘟疫情的双重影响下，规模场放缓了扩张步伐，并加速母猪淘汰。散户在环保压力下产能淘汰速度更快，非洲猪瘟背景下受限运政策影响更大；因此，本轮产能去化的拐点已现，并将逐步传导到终端生猪供给；未来两年，供给偏紧、行情向好是大概率事件，2019年春节后将迎来新一轮猪价上行周期。

二、政策变动：生猪禁运，影响深远

（一）限运政策下，全国生猪跨省调运几乎瘫痪

5月颁布的2号公告为限制调运和就近养殖和屠宰加工预热。2018年5月2日农业农村部2号公告提出，疫病高风险区不得与其他区进行调运；养殖场与屠宰场的“点对点”运输也限制了长距离的生猪调运。在运输过程中发生的疫病风险和病畜处理费用由养殖场主承担，增加了养殖成本。禽畜跨省运输的申报流程和材料增多、运输成本增高，因此在当地规模养殖、集中屠宰和冷链运输成为最优解决方案。

图表5 农业农村部加强禽畜移动监管公告内容

鼓励集中就地屠宰	鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进畜牧业转型升级，提升畜禽就近屠宰加工能力
限制跨省运输	<ol style="list-style-type: none"> 1. 为有效防控动物疫病，限制易感畜禽从动物疫病高风险区向低风险区调运。 2. 用于饲养的畜禽不得从高风险区调运到低风险区，种用、乳用动物（不含淘汰的）除外。 3. 用于屠宰的畜禽可跨风险区从养殖场（户）“点对点”调运到屠宰场，调运途中不得卸载。 4. 无规定动物疫病区、无规定动物疫病小区、动物疫病净化场的畜禽可跨相关动物疫病风险区调运。 5. 畜禽养殖场（户）出售或者运输畜禽前，应当按照《动物防疫法》《动物检疫管理办法》规定，向当地动物卫生监督机构申报检疫，提交动物检疫申报单和相关动物疫病检测报告等申报材料。经检疫合格的，方可调运。
养殖和运输成本增加	运输过程中的染疫畜禽及其排泄物、病死或死因不明的畜禽尸体，应当委托途经地病死畜禽无害化处理场进行处理，所需费用由货主承担。

资料来源：农业农村部 太平洋证券

非洲猪瘟的发生加快了生猪限运和就近屠宰加工的进度。为防止非洲猪瘟扩散，农业农村部先后颁布防控条例控制生猪调运。随着非洲猪瘟疫情扩散至全国，生猪限运的监管力度不断加大。从今年的生猪跨省运输的数量来看，后期调运数量断崖式下跌，11月调运数量基本在10万头以下。

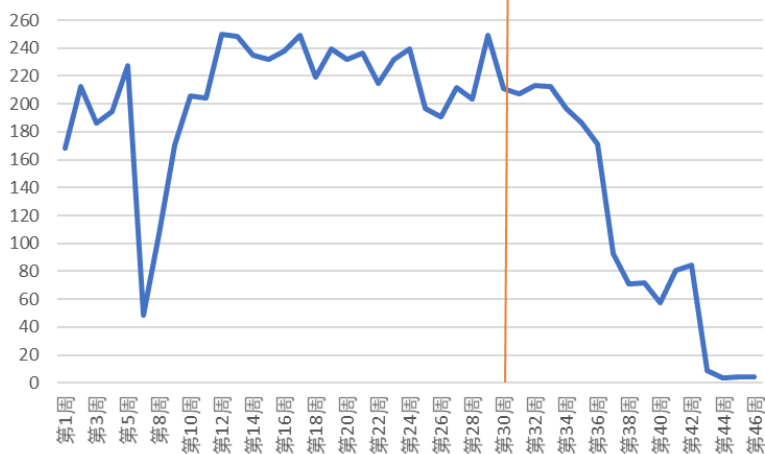
图表6 农业农村部对非洲猪瘟相关政策和动作

时间	政策或动作
8月6日	非洲猪瘟II级疫情预警，沈阳市已暂停全市范围的生猪向外调运
8月30日	发布《国务院办公厅关于做好非洲猪瘟等动物疫病防控工作的通知》提出消灭疫源、加强排查、限制生猪移动、禁止使用未经高温处理的餐厨剩食物饲喂生猪。 《农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》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。简单来说，就是发生非洲猪瘟疫情的省，在疫情解除封锁前，暂停生猪外调，同时关闭省内所有生猪交易市场，并对生猪产品的调运也作出了相应的规定
8月31日	全国非洲猪瘟等动物疫病防控工作视频会议：加快推动主销区与主产区有效衔接，统筹利用好屠宰产能
9月26日	印发《非洲猪瘟疫情应急预案》，预案提出疫点和疫区应扑杀范围内所有猪死亡或扑杀完毕，并按规定进行消毒和无害化处理6周后经疫情发生所在地的上一级兽医主管部门组织验收合格后，才可申请解除封锁。解除封锁后，疫区应持续空栏6个月
10月10日	全国非洲猪瘟等重大动物疫病防控工作视频会议：统筹利用好屠宰企业剩余产能，实现就近屠宰。推动主销区与主产区有效衔接，加快调整重构肉品供应链，建立完善畜禽产品跨区域流通体系和新型肉品供给体系，确保肉品供给充足
10月17日	在东北三省非洲猪瘟防控现场会上强调，采取有力措施保障规模养猪场和种猪场生产安全
10月30日	印发《打击生猪屠宰领域违法行为，做好非洲猪瘟防控专项行动方案》
11月21日	引发《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》

资料来源：农业农村部 太平洋证券

图表 7 2018 年生猪跨省调运数量（万只）



资料来源：农业农村部，太平洋证券整理

《农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》详细规定了非洲猪瘟背景下生猪及其产品调运的条件限制。根据通知的限运条件，当前有6个省处于全省封锁状态，多数省份可外调白条。当前疫情由北向南逐步扩散，发生疫情省份连续再发，非洲猪瘟防控形势严峻。

图表 8 农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知

限制省内生猪调运	<ol style="list-style-type: none"> 1. 发生疫情的县、市、省，暂停生猪调出本县、市、省，关闭省内所有生猪交易市场。 2. 有两个及两个以上的县发生疫情的市，暂停该市下属各县生猪调出本县。 3. 有两个及两个以上的市发生疫情的省，暂停该省下属各市生猪调出本市。
规范生猪调运	<ol style="list-style-type: none"> 1. 有 1 起疫情的县，暂停该县生猪产品调出该县所在市，暂停该市所辖其余各县生猪产品调出本省。 2. 有 2 起及 2 起以上疫情的县，暂停该县生猪产品调出本县，暂停该县所在市所辖其余各县生猪产品调出本市。 3. 有 2 个及 2 个以上县发生疫情的市，暂停该市所辖县生猪产品调出本市。 4. 有 2 个及 2 个以上市发生疫情的省，暂停该省所辖市生猪产品调出本省。

强化屠宰管理 发生疫情的县，暂停生猪屠宰活动

资料来源：农业农村部，太平洋证券整理

图表 9 非洲猪瘟疫区及当前状态（截止至 2018 年 11 月 28 日）

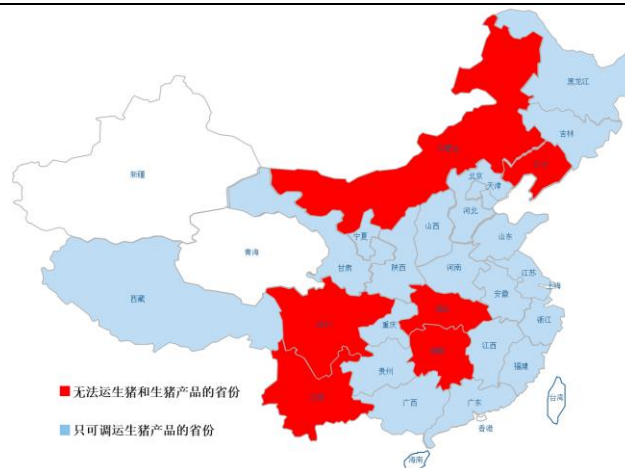
序号	发布时间	地点	当前状态
1	8 月 3 日	辽宁省沈阳市沈北新区	全省封锁
2	8 月 16 日	河南省郑州市经济开发区郑州双汇屠宰场	可运白条
3	8 月 19 日	江苏省连云港海州区	可运白条
4	8 月 23 日	浙江省温州市乐清市	可运白条
5	8 月 30 日	安徽省芜湖市南陵县	可运白条
6	9 月 2 日	安徽省宣城市宣州区古泉镇	可运白条
7	9 月 2 日	安徽省宣城市宣州区五星乡	可运白条
8	9 月 3 日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	可运白条
9	9 月 3 日	江苏省无锡市宜兴市	可运白条
10	9 月 5 日	黑龙江省佳木斯市长青乡	可运白条
11	9 月 6 日	安徽省滁州市凤阳县	全省封锁
12	9 月 6 日	黑龙江省佳木斯市向阳区	可运白条
14	9 月 6 日	安徽省芜湖市南陵县许镇	可运白条
15	9 月 6 日	安徽省宣城市宣州区天湖街道办事处	可运白条
16	9 月 10 日	安徽省铜陵市义安区	可运白条
17	9 月 14 日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗	全省封锁
18	9 月 14 日	河南省新乡市获嘉县	可运白条
19	9 月 17 日	内蒙古自治区锡林郭勒盟正蓝旗	全省封锁
20	9 月 21 日	吉林省公主岭市南崴子镇	全省封锁
21	9 月 21 日	内蒙古兴安盟科尔沁右翼中旗	全省封锁
22	9 月 24 日	内蒙古呼和浩特市一屠宰场	全省封锁
23	9 月 28 日	吉林省松原市长岭县	可运白条
24~27	9 月 30 日	辽宁省营口市大石桥市、老边区	全省封锁
28	10 月 8 日	辽宁省营口市大石桥市、老边区	全省封锁
29	10 月 9 日	辽宁省鞍山市台安县	全省封锁
30	10 月 11 日	辽宁省大连市普兰店区	全省封锁
31	10 月 12 日	辽宁省鞍山市台安县	全省封锁
32	10 月 12 日	天津市蓟州区侯家营镇	可运白条
33	10 月 14 日	辽宁省鞍山市台安县桑林镇	全省封锁
34	10 月 15 日	辽宁省锦州市北镇市	全省封锁
35	10 月 15 日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	全省封锁
36	10 月 15 日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	全省封锁
37	10 月 16 日	辽宁省铁岭市开原市庆云堡镇	全省封锁
38	10 月 16 日	辽宁省盘锦市大洼区清水镇	全省封锁
39	10 月 16 日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	全省封锁
40	10 月 17 日	辽宁省盘锦市大洼区西安镇	全省封锁
41	10 月 17 日	山西省大同市左云镇	可运白条
42	10 月 21 日	云南省昭通市镇雄县	全省封锁
43	10 月 21 日	云南省昭通市母享镇	全省封锁
44	10 月 22 日	浙江省台州市三门县	可运白条
45	10 月 23 日	湖南省益阳市桃江县	全省封锁
46	10 月 23 日	湖南省常德市桃源县	全省封锁
47	10 月 25 日	贵州省毕节市赫章县	本县封锁
48~50	10 月 26 日	贵州省毕节市七星关区	全省封锁
51	10 月 28 日	湖南省常德市桃源县	全省封锁
52	10 月 30 日	山西省太原市阳曲县	可运白条
53	10 月 30 日	湖南省怀化市沅陵县	全省封锁
54	10 月 30 日	云南省普洱市思茅区	全省封锁
55	11 月 3 日	山西省阳曲县西凌井乡	可运白条
56	11 月 4 日	重庆市丰都县兴义镇	可运白条
57	11 月 5 日	湖南省湘西土家族苗族自治州保靖县	全省封锁
58	11 月 7 日	湖北省黄冈市罗田县	全省封锁

59	11月8日	福建省莆田市城厢区	可运白条
60	11月8日	湖南省娄底市涟源市	全省封锁
61	11月8日	吉林省延边朝鲜族自治州龙井市	可运白条
62	11月8日	江西省上饶市万年县	可运白条
63	11月10日	安徽省青阳县	可运白条
64	11月13日	湖北省武穴市	全省封锁
65	11月15日	湖北省黄冈市浠水县	全省封锁
66	11月16日	四川省高县	全省封锁
67	11月16日	吉林省白山市浑江区	可运白条
68	11月16日	云南省昭通市威信县	全省封锁
69	11月17日	江西省上饶市鄱阳县	可运白条
70	11月17日	云南省昆明市呈贡区	全省封锁
71	11月17日	四川省新津县	全省封锁
72	11月17日	上海市金山区	可运白条
73	11月19日	黑龙江省哈尔滨市道外区	可运白条
74	11月21日	湖南省怀化市鹤城区	全省封锁
75	11月23日	北京市房山区	可运白条
76	11月23日	内蒙古自治区包头市昆都仑区	全省封锁
77	11月25日	湖北省黄石市阳新县	全省封锁

资料来源：农业农村部，太平洋证券整理

由于疫区相邻省份也暂停生猪跨省调运，暂停时间从任一相邻省发生疫情至其全部相邻省疫情解除封锁前。因此当前国内生猪跨省调运几乎停滞，若相邻省份接连爆发疫情，则无限期推迟本省解锁时间。

图表 10 非洲猪瘟疫区及禁止跨省调运省份（截止至 2018 年 11 月 28 日）



资料来源：农业农村部，太平洋证券整理

（二）生猪调入与调出区域分析

养殖与屠宰产能的不匹配造就了猪价南北价差，非洲猪瘟导致的限运政策更加剧了区域间猪价的不平衡。从养殖和屠宰产能占比来看，屠宰场临近消费市场，与养殖场的产能分布不匹配，再加上饲料价格北低南高，因此猪价也同样呈现北低南高的价格走势。非洲猪瘟的出现，使部分生猪调出区域无法调运，调入区供给不足，价差拉大，疫区与非疫区价格出现冰火两重天的景象。

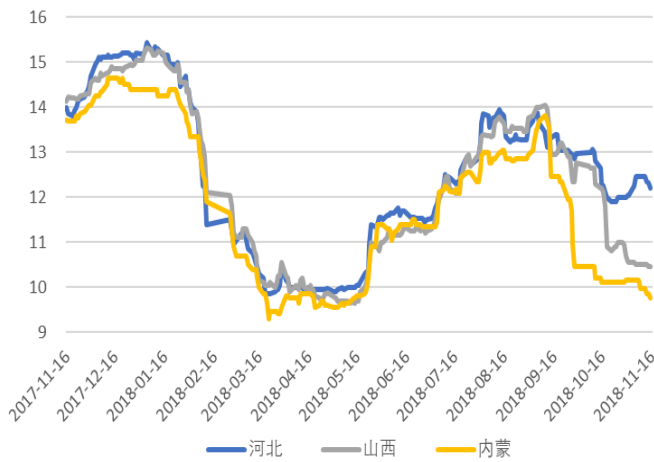
图表 11 我国各省分养殖产能与屠宰产能占比比较

	养殖产能占比	规模以上生猪定点屠宰产能占比
四川	10.11%	9.51%
河南	8.77%	5.55%
湖南	8.64%	4.31%
山东	6.81%	12.24%
湖北	6.17%	2.68%
广东	5.16%	10.81%
河北	5.01%	3.21%
云南	4.93%	2.16%
广西	4.79%	4.08%
江西	4.53%	2.85%
安徽	4.20%	2.88%
江苏	4.16%	5.51%
辽宁	3.81%	2.86%
重庆	2.99%	2.31%
黑龙江	2.69%	3.69%
贵州	2.57%	1.24%
福建	2.51%	2.67%
吉林	2.36%	1.68%
浙江	1.71%	6.29%
陕西	1.67%	1.00%
内蒙古	1.33%	3.08%
山西	1.09%	0.64%
甘肃	0.98%	0.81%
海南	0.77%	0.60%
新疆	0.69%	0.45%
天津	0.55%	1.38%
北京	0.40%	3.33%
上海	0.25%	1.45%
青海	0.20%	0.14%
宁夏	0.14%	0.22%
西藏	0.03%	0.05%

资料来源：《中国畜牧业年鉴》太平洋证券

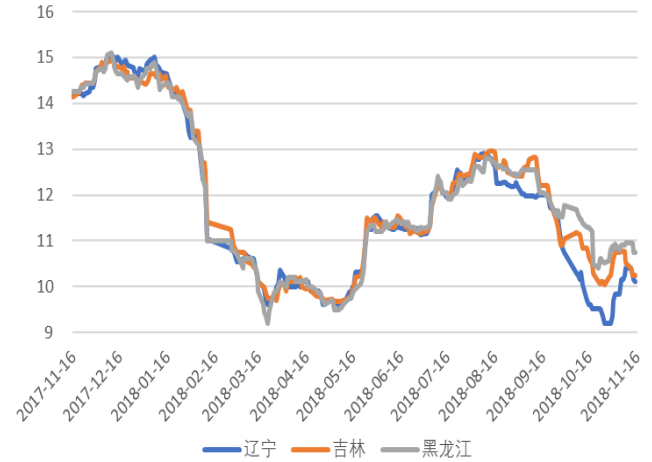
更精确地，我们选取某些省份发生疫情封锁前后的生猪价格变化来看各省的供需格局。我们把 8 月疫情爆发后猪价有明显下跌的归为生猪调出省，当前 12 个省为生猪调出省，其中内蒙古、辽宁、河南、湖南、山西等省在某段时间内生猪和白条都无法跨省运输，价格下降幅度较大。当前所有生猪调出省都被限制调运，我们根据价格下降幅度来判断省内供给过剩程度，供给严重过剩的有：辽宁、吉林、黑龙江、内蒙古、河南、山西；过剩程度中等的有：湖南、安徽；过剩程度较轻的有：江西、广西、云南、河北。

图表 12 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化



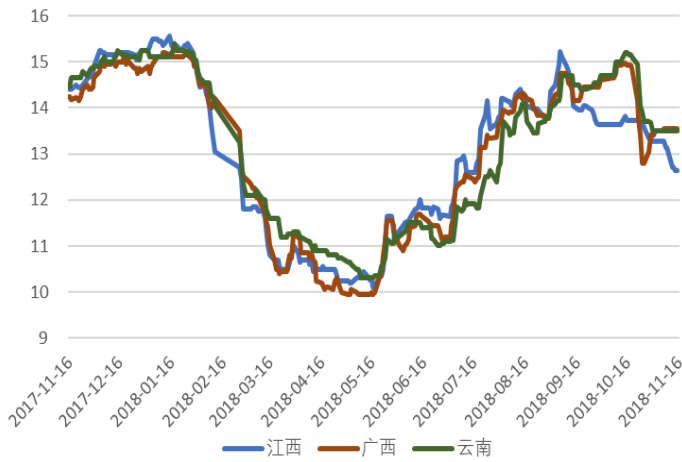
资料来源: wind 太平洋证券

图表 13 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化



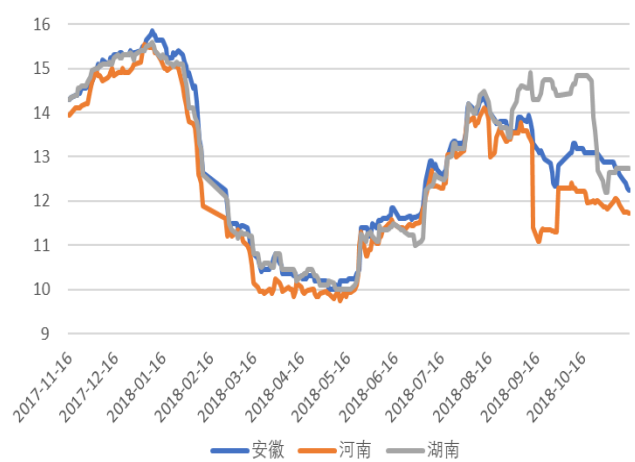
资料来源: wind 太平洋证券

图表 14 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化



资料来源: wind 太平洋证券

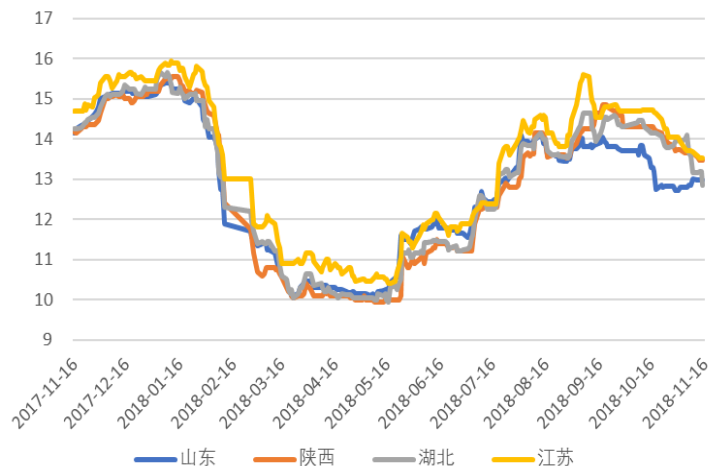
图表 15 部分调出省非洲猪瘟爆发前后价格变化



资料来源: wind 太平洋证券

供需基本平衡省份为山东、陕西、湖北、江苏 4 省, 山东的供给略多于需求。供给平衡区域的生猪价格基本在 13 元/公斤。

图表 16 部分省份非洲猪瘟爆发前后价格变化



资料来源: wind 太平洋证券

非洲猪瘟爆发后省内猪价上涨为生猪调入省, 由此判断 9 个省市为生猪调入省。根据上涨幅度来判断, 生猪严重紧缺省市为重庆、四川、浙江、广东、贵州等, 当前均价约在 17~19 元/公斤; 生猪较为紧缺省份为北京、天津、福建、上海等, 除天津外三省市均价在 15~16 元/公斤。

东北和河北的生猪制品就近流入北京和天津, 但是北京市由于管控严格, 市场只向少数几个有资质的供应商开放, 因此东北和河北的大量猪肉流入天津, 使天津猪价下跌, 但天津本质上仍是生猪调入区。

图表 17 部分调入省非洲猪瘟爆发前后价格变化



资料来源: wind 太平洋证券

图表 18 部分调入省非洲猪瘟爆发前后价格变化



资料来源: wind 太平洋证券

(三) 屠宰企业产能分布

1、双汇发展

双汇屠宰产能在 3000 万头以上, 产能遍布全国个主要产销区。在全国建有宝泉岭、望奎、阜新、唐山、郑州、漯河、济源、德州、武汉、宜昌、淮安、金华、南昌、绵阳、清远 15 个现代化屠宰基地, 年生猪屠宰能力 3000 万头以上。

图表 19 双汇发展屠宰产能分布

子公司	省份
黑龙江宝泉岭双汇北大荒食品有限公司	黑龙江
望奎双汇北大荒食品有限公司	黑龙江
阜新双汇肉类加工有限公司	辽宁
唐山双汇食品有限公司	河北
清远双汇食品有限公司	广东
绵阳双汇食品有限责任公司	四川
漯河双汇肉业有限公司	河南
济源双汇食品有限公司	河南
郑州双汇食品有限公司	河南
山东德州双汇食品有限公司	山东
湖北武汉双汇食品有限公司	湖北

宜昌双汇食品有限责任公司	
江苏淮安双汇食品有限责任公司	江苏
浙江金华双汇食品有限公司	浙江
南昌双汇食品有限责任公司	江西

资料来源：公司公告 太平洋证券

2、得利斯

屠宰产能主要分布在吉林、山东潍坊、西安、北京四地。目前公司屠宰产能约 380 万头，除北京有少量屠宰产能分布外，在其他主要的生猪销区没有分布。

图表 20 得利斯屠宰产能分布

子公司	省份	屠宰产能（百万头）
吉林得利斯食品有限公司	吉林	200
潍坊同路食品食品有限公司	山东	100
西安得利斯食品有限公司	陕西	50
北京得利斯食品有限公司	北京	30

资料来源：公司公告 太平洋证券

3、龙大肉食

公司是山东屠宰业龙头，生猪屠宰产能在 400 万头以上，主要集中在山东、河南。在南方的主要销区无屠宰产能分布。

图表 21 龙大肉食屠宰产能分布

子公司或正在收购的公司	省份
河南龙大牧原肉食品有限公司	河南
莱阳家宜食品有限公司	
莒南龙大肉食品有限公司	
蓬莱富龙肉食品有限公司	
潍坊振祥食品有限公司	山东
临沂顺发食品有限公司（正在收购）	
聊城龙大肉食品有限公司	

资料来源：公司公告 太平洋证券

4、华统股份

公司是浙江屠宰龙头，目前生猪屠宰产能 520 万头，主要集中在浙江省，另有新建屠宰场在江苏。

图表 22 华统股份产能分布

子公司	省份
浙江华统肉制品股份有限公司	
台州市路桥区商业有限公司	
台州华统食品有限公司	
湖州南浔华统肉制品有限公司	浙江
衢州市民心食品有限公司	
浙江金华华统食品有限公司	
苏州市华统食品有限公司	江苏

资料来源：公司公告 太平洋证券

（四）未来政策走向对产业链各环节影响

当前以省为单位的禁运政策使全国的生猪跨省调运几乎停滞，造成全国猪肉供应量极不均衡，调入区猪价飞涨，调出区受困于屠宰产能不足，养殖户无法售卖生猪只能私自屠宰甚至活埋。在调入省高猪价诱惑下，生猪违法偷运屡禁不止，更加剧非洲猪瘟疫情的传播。因此，以省为单位的禁运政策非长久之计，未来政策的走向将影响相关上市公司业绩，我们分以下三种政策可能的变化来进行分析。

1、维持现状，限制跨省调运

若维持当前现状，严格限制活猪的跨省调运，则所有出栏生猪均在省内屠宰，各区域间的高价差得以维持；各养殖上市公司的盈利能力将取决于其在生猪调入省份的出栏占比。根据各公司出栏量分布和各省份价格来进行推算，若政策维持现状，限制跨省调运，则利好温氏股份和新希望的业绩表现。

2、放开猪肉点对点跨省调运

放开猪肉的点对点运输，规模厂将受益，散户加速退出。规模场设备完善，在饲料和疫苗等环节的投入明显高于散养户。因此，若放开点对点的跨省调运，规模场由于供应量大、猪肉较为安全将从中受益。放开猪肉点对点跨省调运利好产区布局为主的养殖企业，如牧原股份；但是由于调入区猪肉供给增多，利空销区布局为主的养殖企业，如温氏股份。同时，放开猪肉点对点调运利空在产区分布较多的屠宰企业，由于产区供需情况缓解，屠宰企业的收购成本升高。

3、放开动检 A 证申请

《动物检疫合格证明》为农业农村部统一监制，分为两类四种，即 A 类和 B 类，动物和动物产品。具体为动物检疫合格证明(动物 A)和动物检疫合格证明(产品 A)适用于跨省境出售或者运输动物及其动物产品。动物检疫合格证明(动物 B)和动物检疫合格证明(产品 B)适用于省内出售或者运输动物及其动物产品。

当前我国的 A 证主要颁发给屠宰场，养殖场若进行跨省调运须经屠宰场允许，由此形成现在的屠宰场强势养殖场弱势的形势，屠宰场坐地起价。因此，放开动检 A 证的审批，规模养殖场可自行开展屠宰业务，无需进行活猪长途跨省运输，在屠宰产能不够的省份可增加屠宰量，避免各地猪肉价差过大。若放开动检 A 证的申请，解决屠宰和养殖产能不匹配问题，总体而言利好规模化养殖企业，尤其是产能布局集中于销区的企业，如牧原股份。

（五）小结

1、总体供给：非洲猪瘟利于行业总体产能出清，散养户出清速度更快，规模场放慢

扩张速度，明年猪价有望向好。

2、养殖端：销区占比较大的养殖企业显著受益，若放开点对点的猪肉调运使规模场普遍受益。通过对各养殖集团的产能梳理，温氏和新希望由于在销区占比较大，销售价格较高，显著受益于当前政策。牧原、正邦、天邦、唐人神、新五丰等受益于整体产能出清，放开点对点调运政策也同样受益。

3、屠宰端：产区产能占比大的屠宰企业普遍受益。比如双汇发展，河南产能占比高；龙大肉食，所有产能在山东、河南；得利斯，产能分布在陕西、山东、吉林。

4、关注政策动向对养殖和屠宰的影响。以省为单位限运的政策造成各地价差扩大，偷运现象频发，当前政策非根治非洲猪瘟长久之计，因此需要关注后续政策变动。若放开猪肉点对点调运，则产区养殖企业显著收益；若放开动检 A 证，则所有的养殖企业可自行发展屠宰业务，利好大型规模化养殖集团。

三、限运政策下各养殖企业的盈利分析

当前限运政策下各地猪价差距拉大，2018 年各养殖集团的利润受其出栏分布影响较大。非洲猪瘟背景下，我们对各养殖上市公司的盈利测算基于以下三个假设：1) 假设公司在各地的养殖成本一致；2) 假设出栏猪均为大体重肥猪，忽略仔猪和种猪出栏量；3) 调入/调出区各省供需情况不同，猪价有较大差别，随着疫情的爆发可能出现一定的波动，我们选取各省处于可运白条而不可运活猪的 10 或 11 月均价表示本省在政策影响下的生猪价格。

图表 23 当前政策下各省生猪均价

省份	均价（元/公斤）
北京	14.13
河北	12.26
天津	13.13
山西	11.74
内蒙古	10.21
辽宁	9.74
吉林	10.42
黑龙江	10.74
上海	14.89
江苏	13.57
浙江	17.48
安徽	12.43
江西	12.83
山东	12.80
河南	12.13
湖北	13.29
湖南	14.15
广东	16.44

福建	15.71
广西	13.51
重庆	17.00
四川	16.39
贵州	16.60
云南	14.66
陕西	13.51
甘肃	14.27
新疆	13.93

资料来源: wind 太平洋证券

(一) 温氏股份

根据公司 2017 年报营收分布,华南区 50.52%,华东 23.62%,华中 11.16%,西南 9.56%,华北、东北和西北是 5.10%。若 2018 年温氏出栏量达到 2200 万头,则在两广地区总出栏量预计 1000 万头左右,在华东地区 500 万~600 万头左右,华中地区 200 万~300 万头,其余地区 300 万~500 万头。

图表 24 温氏新增产能分布

项目	投资额 (万元)	省份	规划产能 (万头)	建设时间	投产时间	2018 增加出 栏量(万头)
肥东温氏畜牧有限公司一体化养猪项目	40,001.00	安徽	40	2012	2017	20
北票温氏农牧有限公司一期项目	29,153.00	辽宁	20	2015	2018	20
赤峰市松山区温氏农牧有限公司生猪养殖一体化一期项目	44,100.86	内蒙古	42	2016	2018	20
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	44,000.00	陕西	40	2016	2018	20
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	50,000.00	安徽	50	2016	2018	30
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	51,000.00	湖南	50	2016	2018	30
新田温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目	52,300.00	湖南	48	2017	2020	10
在建工程(截止至 2018H1):						
玉屏猪场项目	16431.39	贵州	16	2015	2018	16
余庆公司松烟猪场项目	16,230.42	贵州	16	2017	2019	8
金盆种猪场	15,365.14	湖南	15	2016	2018	15
合心猪场项目	13,209.60	-	13	2016	2018	7
沾益公司菱角种猪场项目	12,998.85	云南	12	2015	2018	12
东光公司杜庄猪场项目	12,677.14	-	13	2016	2018	7
大桥种猪一场建设项目	12518.94	-	13	2016	2019	7
符离猪场项目	12376.47	安徽	13	2016	2019	5
天仙猪场建设项目	11850.32	-	12	2017	2019	-
南皮公司王寺猪场工程项目	11,762.25	陕西	12	2016	2018	9
秦圩猪场项目	11633.77	江苏	12	2016	2019	4
川湾猪场项目	11,536.18	陕西	11	2016	2018	9
涛圩猪场项目	11381.56	湖南	12	2016	2019	5
安仁猪场项目	11343.75	湖南	12	2016	2018	12
马站猪场一期工程项目	11,176.89	-	12	2016	2018	6
冠县公司清水种猪场项目	11138.56	山东	12	2016	2019	4
安龙普坪猪场项目	11,046.92	贵州	12	2016	2018	7
蓝山一场项目	11,011.22	湖南	12	2017	2018	6

青龙种猪场一期项目	10890.68	-	11	2017	2018	11
吉安养猪公司安塘种猪场项目	10,829.15	江西	12	2015	2018	9
三口塘猪场项目	10,636.08	湖南	20	2017	2019	8
师宗大同种猪场项目	10,521.77	云南	11	2017	2018	6
福泉公司龙昌猪场建设项目	10,514.08	贵州	11	2016	2018	6
牌坊猪场项目	10,281.89	安徽	12	2016	2018	7
春湾种猪场改扩建项目	10,395.64	广东	10	2017	2019	3
弥勒新哨种猪场项目	9,692.50	云南	10	2017	2019	4
上零山猪场一期项目	9,514.86	山西	9	2017	2019	4
安庆猪场二期工程项目	8,962.93	安徽	9	2017	2018	4
中和营种猪场项目	8647.02	-	9	2017	2019	3
献县公司元昌猪场项目	8,581.44	河北	9	2016	2018	5
平湖猪场	8,548.04	浙江	9	2015	2018	9
永兴猪场一期工程项目	8,446.31	湖南	9	2017	2018	5
鸳溪猪场建设项目	8,437.81	四川	9	2015	2018	5
芹池种猪一场	8227.04	-	-	2016	2019	-
青龙种猪场一期项目	8,614.35	河北	8	2016	2018	4
献县公司元昌猪场项目	8,581.44	河北	12	2016	2018	6
平湖猪场	8,548.04	浙江	8	2015	2018	4
永兴猪场一期工程项目	8,446.31	湖南	8	2017	2018	4
鸳溪猪场建设项目	8,437.81	四川	12	2015	2018	6
芹池种猪一场项目	8,227.04	山西	9	2017	2019	4
马家楼猪场	8,119.64	-	9	2015	2018	5
新滩猪场项目	7708.23	湖北	8	2015	2018	4
视头猪场项目	7641.28	江西	8	2016	2019	4
临河猪场	7,442.03	内蒙古	8	2015	2018	5
铅山公司汪二种猪场项目	7,413.01	江西	16	2015	2018	8
五汛猪场	7,397.62	江苏	8	2015	2018	4
黄岗猪场工程项目	7,395.34	江西	7	2015	2017	4
木头沟猪场	7,376.97	-	7	2015	2018	4
谈村猪场项目	7,342.10	-	8	2015	2018	4
七星猪场建设项目	7334.82	-	8	2016	2019	4
柘木猪场	7,316.89	广西	7	2015	2018	4
潇浦二场	7,292.45	湖南	16	2015	2017	8
霍村猪场一期项目	7,280.00	陕西	7	2015	2018	4
永宁猪场建设项目	7,137.36	宁夏	7	2015	2018	4
万营猪场	7,111.76	河南	7	2015	2018	4
北票原种一场项目	7,109.40	辽宁	20	2016	2018	10
永安猪场建设项目	6,852.73	福建	7	2017	2018	4
王庄猪场	6,658.53	-	6	2015	2018	4
秦河原种猪场	6,654.39	陕西	6	2015	2018	3
穆店猪场重建项目	6,637.87	-	6	2015	2018	3
大胡猪场项目	6,624.09	-	6	2015	2018	3
张旗屯猪场	6,470.03	河北	6	2015	2018	3
凤凰猪场	6,439.26	江苏	6	2015	2018	3
保安猪场项目	6,420.78	-	6	2016	2018	3
柑子园猪场项目	6,187.89	湖南	7	2016	2018	3
奉公种猪场(第二期)项目	6,151.64	山西	6	2016	2018	3
盐城养猪大丰三场工程项目	6,061.25	江苏	6	2015	2018	3
联合猪场项目	5,787.54	四川	6	2016	2018	3
石马猪场二期	4,891.42	四川	5	2015	2017	3
凌海公司大业猪场项目	4150.35	-	5	2016	2019	2
咸宁养猪公司彭碑猪场	4,177.00	湖北	4	2015	2017	2
北杨寨二场项目	4,129.72	安徽	4	2015	2018	3
武当龙岗金苗种猪场项目	3,883.22	江西	4	2015	2018	2

资料来源：公司公告 太平洋证券

假设温氏的生猪养殖完全成本约 12 元/公斤，生猪出栏均重 110kg（在非洲猪瘟爆发后温氏的头均出栏体重降 5~10 公斤）。如下表所示，我们通过各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块 2018Q4 利润，汇总 2018 前三季度净利润后得出全年生猪养殖总利润。温氏的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下的 2018Q4 理论净利润为 17.72 亿，2018 前三季度生猪养殖净利润 10 亿，全年生猪养殖净利润 27.72 亿。

图表 25 温氏股份在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
广东	150	271260	198000	73260
广西	100	148610	132000	16610
福建	50	86405	66000	20405
浙江	25	48070	33000	15070
江苏	50	74635	66000	8635
江西	20	28226	26400	1826
安徽	25	34182.5	33000	1182.5
湖北	20	29238	26400	2838
湖南	20	31130	26400	4730
贵州	25	45650	33000	12650
四川	40	72116	52800	19316
云南	15	24189	19800	4389
辽宁	15	16071	19800	-3729
共计	555	909782.5	732600	177182.5

资料来源：太平洋证券

（二）牧原股份

牧原的生猪养殖主要分布在北方地区，河南省出栏量占总出栏量的 60% 以上，预计牧原 2018 年出栏量约 1100 万头。

图表 26 牧原新增产能梳理

项目	省份	投资额 (万元)	规划产能 (万头)	成立时间	投产时间	2018 增加出栏量 (万)
邓州牧原年出栏 80 万头生猪产业化项目	河南	66,716.04	80	2014	2016	-
卧龙牧原第一期生猪产业化项目	四川	74,111.35	80	2014	2018	10
钟祥牧原第一期生猪产业化项目	湖北	83,536.73	85	2014	2016	-
曹县牧原第一期生猪产业化项目	山东	43,803.00	40	2015	2016	-
唐河牧原第一期生猪产业化项目	河南	72,367.88	80	2015	2018	20
扶沟牧原第一期生猪产业化项目	河南	17,432.05	20	2015	2017	-
扶沟牧原第二期生猪产业化项目	河南	60,208.25	70	2015	2017	-
滑县牧原第一期生猪产业化项目	河南	61,599.42	70	2016	2019~2020	15
杞县牧原第一期生猪产业化项目	河南	66,773.25	75	2015	2019~2020	15
正阳牧原第一期生猪产业化项目	河南	25,150.03	25	2016	2019~2020	10
正阳牧原第二期生猪产业化项目	河南	53,832.52	50	2016	2018	20
通许牧原第一期生猪产业化项目	河南	61,319.40	70	2016	2019~2020	10
通许牧原第二期生猪产业化项目	河南	37,351.96	35	2016	2019	10
社旗牧原第一期生猪产业化项目	河南	30,745.11	30	2016	2019	5
方城牧原第一期生猪产业化项目	河南	14,879.82	15	2015	2018	5
西华牧原第一期生猪产业化项目	河南	30,254.53	27.5	2015	2018	15
西华牧原第二期生猪产业化项目	河南	28,470.53	25	2016	2018	10

商水牧原第一期生猪产业化项目	河南	49,763.65	45	2016	2019	10
商水牧原第二期生猪产业化项目	河南	45,748.69	45	2016	2019	20
闻喜牧原第一期生猪产业化项目	山西	18,100.00	20	2014	2016	-
闻喜牧原第二期生猪产业化项目	山西	29,443.95	27	2017	2019~2020	5
太康牧原第一期生猪产业化项目	河南	19,584.81	20	2015	2018	10
太康牧原第二期生猪产业化项目	河南	84,019.37	85	2016	2019~2020	35
万荣牧原第一期生猪产业化项目	山西	59,977.09	70	2016	2018~2019	20
大荔牧原第一期生猪产业化项目	陕西	16,692.52	20	2016	2017	-
新绛牧原第一期生猪产业化项目	山西	53,511.50	50	2016	2019	15
广宗牧原第一期生猪产业化项目	河北	15,813.55	15	2016	2017	-
奈曼牧原第一期生猪产业化项目	内蒙	50,604.96	45	2016	2019	12
敖汉牧原第一期生猪产业化项目	内蒙	30,122.00	27	2017	2019~2020	5
内蒙古翁牛特牧原农牧有限公司 70万头生猪养殖建设项目	内蒙古	100,628.94	70	2016	2019	55
内蒙古开鲁牧原农牧有限公司 60 万头生猪养殖建设项目	内蒙古	80,216.24	60	2016	2019	25
辽宁建平牧原农牧有限公司 40万 头生猪养殖建设项目	辽宁	64,845.00	40	2016	2019	30
黑龙江兰西牧原农牧有限公司 20 万头生猪养殖建设项目	黑龙江	27,190.46	20	2016	2018	20
吉林农安牧原农牧有限公司年出 栏 20 万头生猪养殖建设项目	吉林	38,744.82	20	2016	2018	20
馆陶牧原第一期生猪产业化项目	河北	40,893.36	40	2016	2018~2019	10
铜山牧原第一期生猪产业化项目	江苏	52,564.58	45	2016	2019~2020	5
新河牧原第一期生猪产业化项目	河北	33,752.95	20	2016	2018~2019	-
合计						442

资料来源：非公开发行优先股说明书 太平洋证券

假设牧原的生猪养殖完全成本约 11.7 元/公斤，生猪出栏均重 107kg。如下表所示，我们通过各省的出栏量和猪价来计算其 2018Q4 利润，加上 2018Q3 净利润后得出全年总利润。牧原在非洲猪瘟和限运政策背景下 2018Q4 的理论净利润约 1.59 亿，前三季度净利润 3.50 亿，预计全年生猪养殖净利润 5.09 亿。

图表 27 牧原股份在当前政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
河南	170	220644.7	212823	7821.7
湖北	25	35550.75	31297.5	4253.25
山东	25	34240	31297.5	2942.5
安徽	20	26600.2	25038	1562.2
黑龙江	10	11491.8	12519	-1027.2
辽宁	5	5210.9	6259.5	-1048.6
江苏	5	7259.95	6259.5	1000.45
内蒙古	10	10924.7	12519	-1594.3
吉林	5	5574.7	6259.5	-684.8
陕西	5	7227.85	6259.5	968.35
山西	5	6280.9	6259.5	21.4
甘肃	5	7634.45	6259.5	1374.95
河北	5	6559.1	6259.5	299.6
总计	295	385200	369310.5	15889.5

资料来源：太平洋证券

(三) 新希望

新希望 2018 年出栏约 250 万头生猪，主要集中在四大核心区域：环渤海区域（主要

对应京津市场消费区); 鲁南、苏北、皖北区域 (主要对应长三角消费区); 广西和广东西部 (主要对应珠三角消费区); 川渝地区。在此之外还有陕西区域, 以杨凌本香为基础辐射西北区域。

图表 28 新希望产能扩张梳理

时间	项目	省份	产能 (万头)	投资额 (万元)
2016	收购杨凌本香	陕西	80	21,560
2016	新好成立 9 家养猪产业公司	资源优势区域和重点发展区域	-	556,200
2016	新好建设聚落式猪场项目共 11 个	山东、成都、华北	491	23,400

资料来源: 公司公告 太平洋证券

假设新希望的生猪养殖完全成本约 12.3 元/公斤, 生猪出栏均重 110kg。如下表所示, 我们通过各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块 2018Q4 利润, 汇总 2018 前三季度净利润后得出全年生猪养殖的总利润。新希望的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下 2018Q4 的理论净利润为 1.19 亿, 2018 前三季度生猪养殖亏损 0.50 亿, 预计全年生猪养殖共盈利 0.69 亿。

图表 29 新希望在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
广西	3	4458.3	4059	399.3
广东	4	7233.6	5412	1821.6
湖南	4	6226	5412	814
河北	5	6743	6765	-22
陕西	10	14861	13530	1331
四川	10	18029	13530	4499
重庆	5	9350	6765	2585
山东	20	28160	27060	1100
辽宁	3	3214.2	4059	-844.8
安徽	3	4233.9	4059	174.9
总计	67	102509	90651	11858

资料来源: 太平洋证券

(四) 正邦科技

图表 30 正邦部分新增产能分布

项目	省份	投资额 (万元)	规划产能 (万头)	成立时间	达产时间	2018 增加产能 (万头)
扶余正邦养殖有限公司 9600 头父母代自繁饲养三场工程建设项目	吉林	32,677.79	20	2015	2017	10
海丰 10000 头父母代种猪场项目	广东	30,002.18	20	2015	2017	20
吉安年存栏 4800 头父母代自繁自养建设项目	江西	10,628.12	10	2015	2017	5
林西正邦农牧有限公司存栏 6000 头母猪自繁自养场标准化规模养殖基地建设项目	内蒙古	11600.00	60	2017	2019	20
肇源正邦养殖有限公司存栏 1.5 万头母猪自繁自养场标准化规模养殖基地建设项目	黑龙江	46,942.30	30	2017	2019	15
唐山正邦生态农牧有限公司年出栏 60 万头生猪标准化规模养殖基地建设项目	河北	88,437.97	60	2017	2019	30
湖南临武汾市 8800 头自繁自养场	湖南	14200	20	2017	2019	10
湖南临武茶场 5000 头母猪繁殖场	湖南	8000	10	2017	2019	5
湖北红安永佳河寒塘村 2,400 头自繁自养场	湖北	9,054.67	4.8	2016	2019	2.4
黄骅正邦年出栏 30 万头生猪育肥场	河北	16,200.00	30	2018	2020	15
肇东正邦年出栏 20 万头生猪育肥场	黑龙江	12,400.00	30	2018	2020	-

贾汪正邦存栏 3600 头母猪繁殖场	江苏	6,300.00	7.2	2018	2020	-
大悟正邦存栏 2200 头母猪繁殖场	湖北	4,042.00	4.4	2018	2020	-
广西宾阳正邦存栏 1 万头母猪繁殖场	广西	15,260.00	20	2018	2020	-
烈山区古饶谷山村正邦存栏 16,000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目	安徽	28,223.26	32	2018	2021	-
虞城正邦存栏 32,000 头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目（一期）	河南	28,026.14	64	2018	2021	-

资料来源：公司公告 太平洋证券

假设正邦的生猪养殖完全成本约 12.6 元/公斤，生猪出栏均重 110kg。如下表所示，我们通过对各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块 2018Q4 利润，汇总 2018 前三季度生猪养殖净利润后得出全年总利润。正邦的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下 2018Q4 的理论净利润为 0.49 亿，2018 前三季度生猪养殖盈利 1 亿，预计 2018 全年生猪养殖板块盈利 1.49 亿。

图表 31 正邦科技在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量(万)	收入(万)	成本(万)	利润(万)
辽宁	10	10714	13860	-3146
江苏	15	22390.5	20790	1600.5
安徽	10	13673	13860	-187
黑龙江	6	7088.4	8316	-1227.6
河南	5	6671.5	6930	-258.5
江西	25	35282.5	34650	632.5
湖北	20	29238	27720	1518
山东	6	8448	8316	132
广西	5	7430.5	6930	500.5
广东	5	9042	6930	2112
河北	5	6743	6930	-187
湖南	7	10895.5	9702	1193.5
贵州	5	9130	6930	2200
合计	124	176746.9	171864	4882.9

资料来源：太平洋证券

（五）天邦股份

2017 年 9 月，公司规划建设西式母猪场项目 28 个，公猪站 2 个，培育场 3 个，配套母猪场环保项目 28 个，合计 33 个项目，总投资 240,892 万元，其中包含母猪场固定资产投资 233,332 万元，配套公猪站投资 2400 万元、配套培育场投资 5160 万元，规划全部达产后预计 2018 年出栏大约 260 万头商品猪，2019 年约 600 万头。

图表 32 2018~2019 天邦商品猪出栏规模规划表

养殖省区	2017 年年内完成 布局	2018 建设完成 母猪场规模(头)*	2018 建设完成 母猪场规模(头)	预计 2018 年商品猪 出栏规模(万头)	预计 2019 年商品 猪出栏规模(万头)
湖北	27150	6200	6200	39.4	63.9
安徽	24550	72,800	72,800	45.3	102.0
江苏	33900	6200	6200	48.0	71.0
湖南	3000	18,000	18,000	6.6	38.8
江西	10100	12,000	12,000	19.2	38.8
广西	33200	44,200	44,200	47.2	116.5
河北	5650	80,400	80,400	28.3	79.7
山东	24000	92,000	92,000	26.9	93.2

合计	161550	331,800	261.1	604.1
----	--------	---------	-------	-------

资料来源：公司公告，太平洋证券整理 注：*含租赁母猪场存栏规模

假设天邦的生猪养殖完全成本约 12.5 元/公斤，生猪出栏均重 110kg。如下表所示，我们通过对各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块 2018Q4 的利润，汇总 2018 前三季度净利润后得出全年生猪养殖净利润。天邦的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下 2018Q4 的理论上净利润为 0.45 亿，2018 前三季度生猪养殖业务亏损 0.7 亿，全年生猪业务亏损约 0.25 亿。

图表 33 天邦股份在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
湖北	10	14619	13750	869
安徽	10	13673	13750	-77
江苏	12	17912.4	16500	1412.4
湖南	4	6226	5500	726
江西	5	7056.5	6875	181.5
广西	12	17833.2	16500	1333.2
河北	5	6743	6875	-132
山东	5	7040	6875	165
合计	63	91103.1	86625	4478.1

资料来源：太平洋证券

(六) 大北农

图表 34 大北农产能梳理

日期	新建项目名称或并购标的	省份	建设规模	计划投产时间
2012 年 7 月	收购福建梁野山农牧股份有限公司控股权	福建	年出栏种猪 3 万头、无公害商品猪 17 万头	-
2013 年 7 月	内蒙古商都县种猪建设投资项目	内蒙古	年出栏 15 万头	2015
2013 年 8 月	收购威海赛博迪种猪有限公司股权	山东	存栏猪 6600 头以上，其中 GGP 种猪的总数量为 1200 头以上，GP 种猪 1800 头以上	-
2015 年 5 月	收购安徽长风农牧科技有限公司 60% 股权	安徽	长风农牧存栏猪群共 81836 头，其中种猪（含后备）9885 头，商品猪 71951 头。	-
2016 年 9 月	福建梁野山猪场二期建设	福建	5000 头母猪的二元母猪扩繁场	2017 年 7 月
2016 年 12 月	四川驰阳公司租赁系列猪场养猪项目	四川、重庆	供给 12150 头种猪	-
2016 年 12 月	陕西正能年出栏 20 万头商品猪项目	陕西	年出栏 20 万头商品猪	2017—2020 年
2017 年 1 月	年出栏 100 万头优质肉猪暨种养循环生态农业项目	贵州	年出栏 100 万头商品猪	2017 年底和 2020 年底
2017 年 1 月	新疆奇台农场现代循环农业 30 万头生猪产业开发园项目	新疆	年出栏 30 万头	2017 年底和 2020 年底
2017 年 3 月	年出栏 50 万头优质肉猪暨种养循环生态农业项目	湖北	年出栏 50 万头	2017 年底和 2018 年底
2017 年 3 月	天津天食畜禽科技有限公司	天津	在“十三五”末期实现年出栏生猪 100 万头	-
2017 年 4 月	四川省盐亭县年出栏 40 万头优质生猪项目一期建设	四川	年出栏 40 万头优质生猪	2018 年 3 月
2017 年 4 月	云南省砚山县年出栏 50 万头生猪暨种养循环生态农业项目一期建设	云南	年出栏 50 万头生猪	-
2017 年 7 月	江苏睢宁种养结合农业生态循环一期项目	江苏	年出栏 10 万头商品猪	2018 年 5 月
2017 年 7 月	湖北恩施生猪种养殖循环生态农业一期项目	湖北	7500 头二元母猪场	2018 年 4 月
2017 年 7 月	河北饶阳生态养殖一体化生猪一期项目	河北	5000 头二元母猪场	2018 年 8 月

2017年7月	河北内丘生态养殖一体化生猪一期项目	河北	5000头二元猪场	2018年8月
2017年7月	河北河间生态养殖一体化生猪一期项目	河北	5000头二元猪场	2018年8月
2017年7月	鲁山大北农生态循环农业一期项目	河北	年出栏10万头商品猪	2018年5月
2017年9月	广东广宁年出栏25万头生猪暨种猪循环项目	广东	年出栏25万头生猪	2018年上半年
2017年9月	浙江龙游现代化生猪饲养项目	浙江	10000头二元母猪场	2018年6月,二期 2019年3月
2017年9月	内蒙古乌兰察布前旗生态养殖一体化暨年出栏60万头生猪项目一期建设	内蒙古	年出栏60万头生猪	2018年9月
2017年9月	内蒙古乌兰察布兴和县生态养殖一体化暨年出栏60万头生猪项目一期建设	内蒙古	年出栏60万头生猪	2018年9月
2017年9月	四川梓潼存栏25000头母猪暨生态养殖项目	四川	25000头母猪场	2020年
2017年10月	河北武安市生态养殖一体化暨年出栏30万头生猪项目一期建设	河北	年出栏30万头生猪	2018年下半年
2017年10月	与湖南圣菲斯农牧科技有限公司设立合资公司	湖南	在“十三五”末期实现年出栏生猪10万头	-
2017年12月	陕西铜川市印台区年出栏生猪20万头养殖项目	陕西	年出栏生猪20万头	2018年11月
2017年12月	盘州市年出栏100万头优质生猪暨种猪循环生态农业项目	广西	年出栏100万头	2019~2021
2018年2月	武冈市年出栏50万头优质生猪暨种猪循环生态农业项目一期工程	湖南	出栏50万头	2019年2月
2018年3月	武汉绿色巨农投资江西省泰和禾市存栏1万头母猪场暨生态循环养殖小区项目	江西	存栏1万头母猪场	2019年上半年
2018年3月	广西柳城县年出栏100万头优质生猪暨现代生态农业种养循环示范园项目一期工程	广西	年出栏100万头优质生猪	2020年6月底
2018年4月	吉木萨尔县种猪循环50万头生猪产业化项目一期建设	新疆	年出栏生猪50万头	2018年12月

资料来源: 公司公告 太平洋证券

大北农在各省的生猪养殖平均成本约12.5元/公斤,生猪出栏均重110kg。如下表所示,我们通过各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块2018Q4的利润,汇总2018前三季度利润后得出全年生猪养殖总利润。大北农的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下2018Q4的理论净利润为0.08亿,2018前三季度养猪亏损1.2亿,预计全年生猪养殖亏损1.12亿。

图表 35 大北农在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量(万)	收入(万)	成本(万)	利润(万)
福建	3	5184.3	4125	1059.3
湖北	5	7309.5	6875	434.5
四川	3	5408.7	4125	1283.7
贵州	3	5478	4125	1353
陕西	3	4458.3	4125	333.3
安徽	3	4101.9	4125	-23.1
内蒙古	3	3369.3	4125	-755.7
黑龙江	15	17721	20625	-2904
合计	38	53031	52250	781

资料来源: 太平洋证券

(七) 唐人神

图表 36 唐人神新增产能梳理

日期	省份	投资额(万元)	建设规模	2018年新增产能(万头)
2015年5月	广东	16,400	龙华农牧年出栏10万头生猪产业化项目	10
2016年2月	广东	16,603.30	龙华农牧东冲12万头无公害生猪养殖建设项目	6
2016年2月	广东	16,306.67	龙华农牧塘冲12万头无公害生猪养殖建设项目	6
2016年10月	河北	2000	年存栏基础母猪15000头良种商品猪苗场	5

2017年1月	湖南	41000	(1) 常年存栏基础母猪 10000 头良种商品猪苗场的建设。 (2) 150 个规模为年出栏 2500 头育肥猪的养殖合作社的建设	-
2017年1月	湖南	51000	年出栏 30 万头 (瘦肉型) 苗猪、10 万头湘西黑猪苗猪及其配套的年出栏 3500 头育肥猪家庭养殖合作社 150 个建设项目。	-
2017年7月	河北	25000	50 个年出栏 5000 头育肥猪场	-
2017年10月	甘肃	117000	(1) 常年存栏 1200 头纯繁、2400 头基础扩繁母猪原种场建设项目; (2) 4 个常年存栏 10000 头基础母猪良种苗猪场建设项目; (3) 20 个 (或 10 个) 常年存栏 2.5 万头 (或 5 万头)、年出栏 5 万头 (或 10 万头) 育肥场建设项目;	-
2018年1月	河南	35000	(1) 年出栏 30 万头良种苗猪绿色养殖建设项目; (2) 年出栏 30 万头育肥猪绿色养殖建设项目。	-
2018年4月	甘肃	15000	存栏 3600 头基础母猪核心原种场建设项目。	-

资料来源: 公司公告 太平洋证券

假设唐人神生猪养殖完全成本约 12.4 元/公斤, 生猪出栏均重 110kg。如下表所示, 我们通过对各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块 2018Q4 净利润, 汇总 2018 前三季度利润后得出全年生猪养殖总利润, 唐人神的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下 2018Q4 的理论净利润 0.18 亿, 2018 前三季度生猪业务盈利 0.04 亿, 预计全年生猪业务盈利 0.22 亿。

图表 37 唐人神在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
湖南	10	15565	13640	1925
河北	6	8091.6	8184	-92.4
合计	16	23656.6	21824	1832.6

资料来源: 太平洋证券

(八) 海大集团

根据 2018 年半年报, 宾阳益豚预计 2018H2 达产, 预计公司 2018 年出栏 80 万头。

图表 38 海大生猪养殖产能扩展概况

新建项目名称或并购标的	省份	时间	产能建设情况	2018 年预计出栏 (万头)	2019 年预计出栏 (万头)
恩平丰沃公司	广东	2012 年 6 月	年出栏 5 万头商品猪	5	5
阳东丰沃公司	广东	2013 年 7 月	年出栏 3 万头商品猪	3	3
恩平益豚公司	广东	2014 年 2 月	年出栏 10 万头商品猪	10	10
收购高州三和牧业 100% 股权	广东	2015 年 5 月	-	-	-
宾阳县人民政府签订《战略合作框架协议》	广西	2017 年 2 月	年产 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目	50	25
贵州省榕江县人民政府签订了《战略合作框架协议》	贵州	2017 年 2 月	年产 50 万头的猪苗场及配套年产 15 万吨饲料生产项目	-	25
阳西丰沃公司	广东	2017 年 2 月	年出栏猪苗 30 万头	10	30
广西贵港市生猪生态环保养殖项目投资框架协议	广西	2017 年 3 月	年出栏 100 万头仔猪的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目	-	50
《陕西省西乡县人民政府与广东海大集团股份有限公司投资合作备忘录》	陕西	2017 年 3 月	投资出栏仔猪 50 万头的猪苗场及配套年产 20 万吨饲料生产项目	-	25
与平果县人民政府签订了《关于投资生猪生态环保养殖扶	广西	2017 年 5 月	年出栏 50 万头的商品猪 (年存栏 2 万头母猪) 养殖场及配套年产	-	25

贫建设项目及配套生物饲料工厂建设项目的合作协议》

20万吨生物饲料生产项目

资兴市现代化种养农业及饲料与食品加工建设项目战略合作意向协议

湖南 2017年12月

第一期建设年出栏生猪30万头生猪养殖项目，发展公司新型“公司+农户”无公害订单生猪环保养殖模式；第二期，在出栏生猪达20万头/年时，启动配套年产24万吨生物饲料生产项目；第三期，公司在郴州各县/市区累计出栏生猪达100万头/年时，启动生猪屠宰及食品加工项目

资料来源：公司公告 太平洋证券

假设海大生猪养殖完全成本约12.4元/公斤，生猪出栏均重110kg。如下表所示，我们通过各省的出栏量和猪价来计算其生猪板块2018Q4净利润，汇总2018前三季度净利润后得出全年生猪养殖总利润。海大在非洲猪瘟和限运政策背景下2018Q4养猪的理论净利润为0.49亿，2018前三季度生猪业务约亏损0.50亿，预计全年生猪业务亏损0.01亿。

图表 39 海大在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
广东	7	12658.8	9548	3110.8
广西	15	22291.5	20460	1831.5
合计	22	34950.3	30008	4942.3

资料来源：太平洋证券

(九) 新五丰

公司养殖基地分布在湖南省和广东省。2018年1~9月，公司在湖南省出栏生猪总计47.54万头，占公司出栏总数的93.99%。

图表 40 新五丰生猪养殖产能扩展梳理

新建项目名称或并购标的	时间	产能建设情况
与湖南省宜章县人民政府签署框架协议书	2011年8月	投资兴建1.5万头左右现代化生产母猪场
增资衡阳怡农生态农牧发展有限公司	2013年6月	拟将怡农公司改造成2500头基础母猪年出栏约50000头仔猪生产规模的仔猪场。
湖南省宜章现代农业园建设项目	2014年7月	项目建设总规模为常年存栏母猪2000头，项目投产后年出栏商品仔猪48,000头。
与湖南省新化县人民政府签订框架协议	2017年7月	在三年内拟建设20万头生猪产业化项目
与湖南省麻阳苗族自治县人民政府签署投资开发麻阳现代畜牧业合作框架协议书	2018年3月	拟在湖南省麻阳苗族自治县投资年出栏30万头生猪养殖项目，项目总投资约5亿元人民币。
收购湖南省娄底市金源牧业发展有限公司部分生猪资产	2018年5月	-
与湖南省衡阳县人民政府签订合作协议	2018年6月	育肥场年存栏20万头，年出栏育肥猪40万头，力争1年内建成投产
与湖南省绥宁县人民政府签订合作协议	2018年8月	年出栏30万头生猪暨循环农业生态园产业项目

资料来源：公司公告 太平洋证券

假设新五丰的生猪养殖完全成本约12.6元/公斤，生猪出栏均重110kg。2017年新五丰生猪销售49.23万头，2018年预计在湖南出栏60万头。如下表所示，我们通过各省的出栏量和猪价来计算其生猪养殖板块2018Q4的利润，汇总2018前三季度净利后得出全年生猪养殖总利润。新五丰的生猪板块在非洲猪瘟和限运政策背景下2018Q4的理论净利润

为 0.26 亿，2018 前三季度养猪盈利 0.02 亿，全年生猪养殖盈利 0.28 亿。

图表 41 新五丰在当前限运政策下 2018Q4 的盈利预测

省份	出栏量 (万)	收入 (万)	成本 (万)	利润 (万)
湖南	15	23347.5	20790	2557.5

资料来源：太平洋证券

四、消费端：短期受冲击，长期不会有实质影响

(一) 非洲猪瘟——受民众关注度最高的生猪疫情

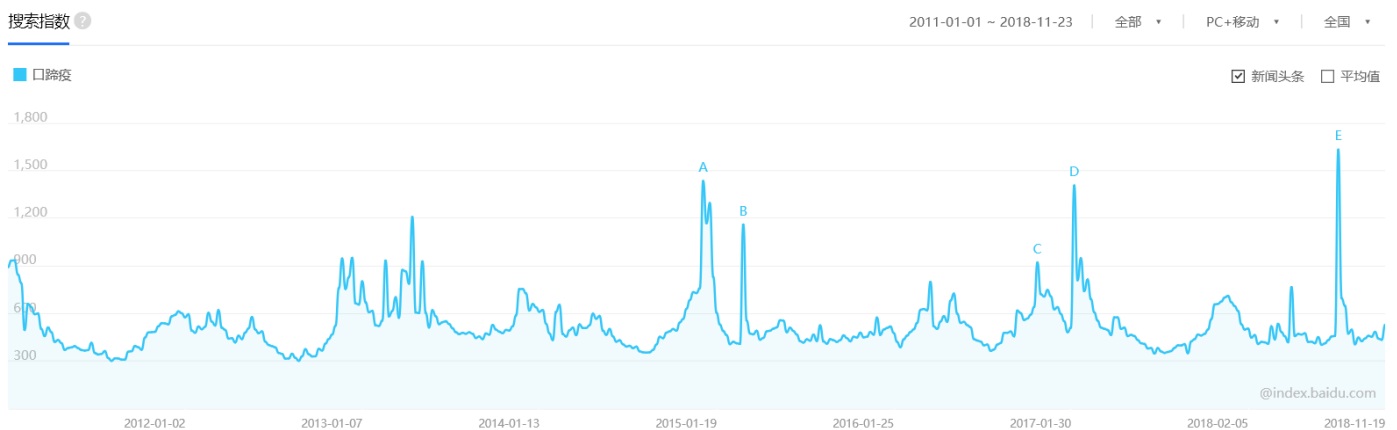
非洲猪瘟受民众关注度高，短期对猪肉消费冲击较大。百度搜索指数反映了普通互联网用户对某些特定关键词关注程度及持续性。近几年生猪养殖的主要疫情如猪蓝耳病、口蹄疫和非洲猪瘟，通过对比其百度搜索指数可发现，非洲猪瘟在所有疫情中受关注程度最高，对民众影响最大。

图表 42 非洲猪瘟的百度搜索指数



资料来源：百度 太平洋证券

图表 43 口蹄疫的百度搜索指数



资料来源：百度 太平洋证券

图表 44 猪蓝耳病的百度搜索指数



资料来源：百度 太平洋证券

普通互联网用户对非洲猪瘟的搜索需求集中于对猪肉安全性的担忧。对非洲猪瘟的搜索需求 TOP1 即为非洲猪瘟是否感染人，前 10 大里有两个搜索需求为非洲猪瘟对人的影响。而普通互联网用户对口蹄疫和猪蓝耳病并未有对人健康影响的相关搜索需求。

图表 45 互联网用户对非洲猪瘟的搜索需求

序号	去向相关词
1	非洲猪瘟感染人吗
2	传染
3	非洲猪瘟最新进展
4	非洲猪瘟最新消息
5	消息
6	非洲猪瘟人吃了会怎样
7	进展
8	疫情
9	防控
10	QQ

资料来源：百度 太平洋证券

(二) 国内历次疫情对猪肉消费的影响

蓝耳病：据农业农村部调查数据显示，2007 年 1~7 月，全国共有 25 个省份先后发生高致病性猪蓝耳病疫情，疫点 651 个，发病数 165144 头，死亡 45546 头，扑杀 42728 头。7 月 1 日到 22 日，全国共有 11 个省份发生高致病性猪蓝耳病疫情，疫情县次 32 个，疫点 73 个，死亡 6433 头，扑杀 15728 头。

猪口蹄疫：2010 年猪口蹄疫在多省市大规模爆发。2010 年 2 月~8 月，多省市爆发 14 起猪 O 型口蹄疫情。

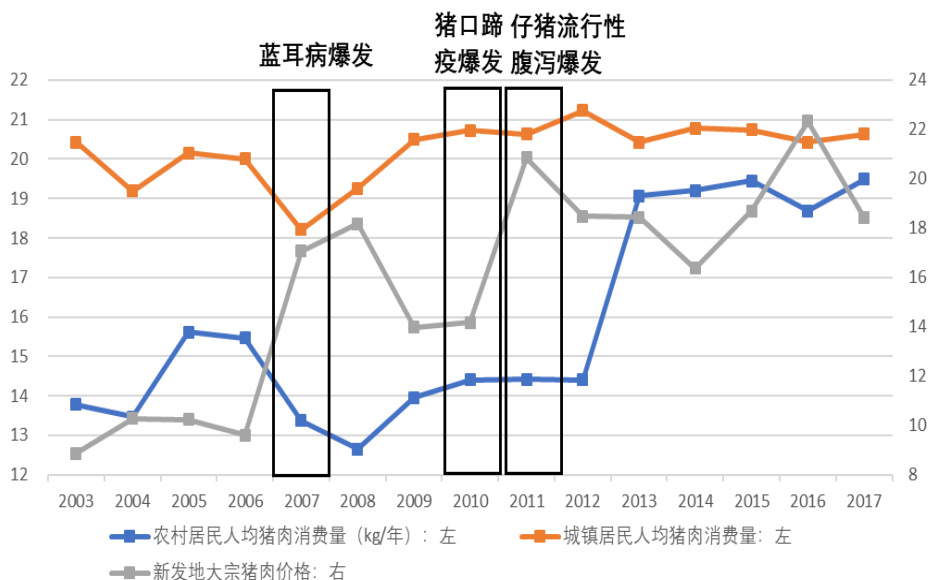
仔猪流行性腹泻：2010~2011 年猪流行性腹泻流行，疫情呈现高发病率、高死亡率特点，10 日龄以内的仔猪得病后死亡率可高达 100%。

猪肉消费量与疫情爆发没有显著相关关系，与猪价走势有强相关关系。通过对比三次疫情爆发的时点和历年城乡居民猪肉消费量发现，猪肉消费量并未因疫情爆发而有显著变

化。

- 1) 2007 年蓝耳病爆发，城乡居民猪肉消费量都有减少；
- 2) 2010 年猪口蹄疫多省传播，城乡居民猪肉消费量均增加；
- 3) 2011 年仔猪流行性腹泻爆发，农村居民猪肉消费量小幅增长 0.02kg，城市居民猪肉消费量小幅减少 0.10kg。

图表 46 城乡居民人均猪肉消费量与猪肉价格和生猪疫情的关系



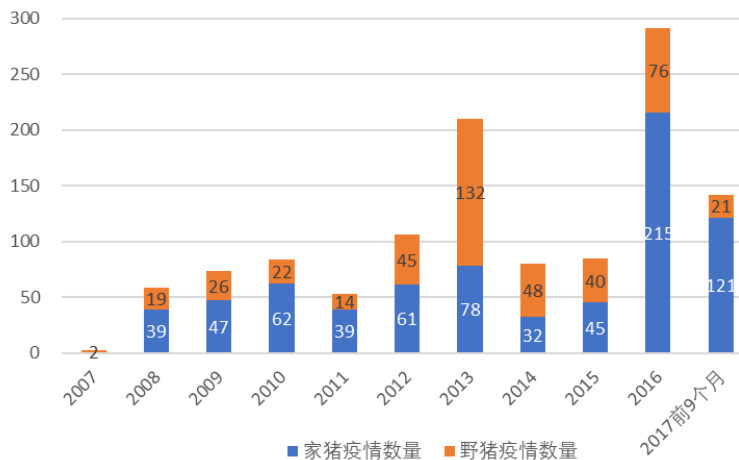
资料来源：统计局 太平洋证券

通过分析城乡居民人均猪肉消费量与猪价的相关系数发现，在完整的猪周期内，人均猪肉的消费量与猪价呈负相关关系，在生猪价格显著上升或下降时，趋势更加显著。

(三) 从俄罗斯看非洲猪瘟对消费的影响

非洲猪瘟从 2007 年起进入俄罗斯，2007~2017 年的 11 年时间里 80 万头猪被扑杀，造成经济损失约 8~13 亿美元。

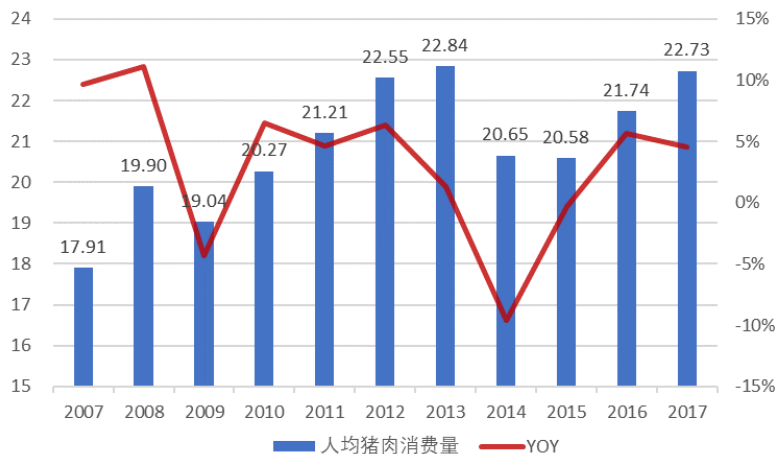
图表 47 俄罗斯 2007~2017 年非洲猪瘟疫情爆发数量（次）



资料来源：USDA 太平洋证券

俄罗斯猪肉消费量并未受疫情爆发数量影响。俄罗斯 2017 年人均肉类消费约在 70 公斤左右，猪肉消费量约占总消费量的 30% 左右。通过对照俄罗斯人均猪肉消费量波动可发现，消费量的波动与非洲猪瘟的爆发数量并无相关关系。例如在 2014、2015 年疫情稍缓后，2016 年疫情突然增长，但是消费量也增长，而疫情爆发数量少的 2014 年，人均消费量却陡然下滑。

图表 48 俄罗斯 2007~2017 人均猪肉消费量（kg/年）



资料来源：wind 太平洋证券

俄罗斯肉类消费量的变动仍与 GDP 和猪肉供给挂钩，疫情对购买意愿并不构成实质影响。看 USDA 的《Russia Livestock and Products Annual Report》分析 2013~2017 年俄罗斯人均猪肉消费的影响因素，其中的主要因素是人均可支配收入和猪价，从源头追溯即国内经济增长和生猪行业供给情况。疫情影响仅限于对俄罗斯进口猪肉的影响，进而影响国内供给，但对消费者的购买意愿并不构成实质影响。

图表 49 俄罗斯国内猪肉消费量影响因素

年份	引发消费变动的因素
2013	国内猪肉产量增加导致个人消费量增长
2014	国内猪肉产量持续增长，但是由于欧洲和北美猪流行性腹泻疫病传播，进口量大幅降低，导致俄罗斯人均消费量降低
2015	国内总供应量下降，猪价到达历史高位，人均消费量进一步降低
2016	1) 国内经济回暖，人均可支配收入提升；2) 价格仍然是影响最大的购买因素，国企和民企为争夺猪肉市场大打价格战，消费者在 2016 年可购买低价猪肉，因此消费量上升
2017	国内猪肉产量增长，猪价保持低位，人均消费量升高。后续人均消费增高主要取决于猪肉与其他肉类的相对价格以及的人均购买力水平。

资料来源：《Russia Livestock and Products Annual Report》太平洋证券

(四) 小结

短期内，可能有情绪上的影响。本次疫情受民众关注度较高，影响范围大，可能会对消费者的日常猪肉消费和团膳选择有影响。

从历史看未来，非洲猪瘟对猪肉消费无实质影响。我们对历次疫情后居民猪肉消费量的变化进行复盘，发现疫情和消费量无相关关系，影响城乡居民猪肉消费量的主要因素仍是猪价波动；通过复盘俄罗斯在非洲猪瘟爆发时猪肉消费量的影响，发现影响俄罗斯猪肉消费的也是居民可支配收入以及猪肉的相对价格水平。

五、风险提示

1.突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力

2.价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3.原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyg@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。