

猪周期将迎拐点，有望带动板块反弹

——2019 年年度策略报告



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **回顾 2018 年，农业板块表现略弱于大盘。**2018 年 1-10 月，农业板块涨幅为-26.20%，相对沪深 300 指数为-4.44%，相对创业板指数为 1.02%。农业板块整体已呈现连续三年下跌。农业板块中各细分子领域也均表现为下跌，其中相对而言各子领域中畜牧养殖相对收益最为明显。个股层面上，仅有 10 只股票上涨，其中禽养殖表现较高，板块包含的 5 家上市公司中有 3 家（圣农发展、民和股份、仙坛股份）上涨。猪周期对农业板块影响大。本轮猪周期从 2016 年上半年高点开始一路下行，这也一定程度上带动了农业板块从 2016 年开始连续三年的下滑。
- **非洲猪瘟带来行业新变化。**8 月，国内首例非洲猪瘟疫情在辽宁沈阳被发现。截至 11 月 17 日，全国共发现 66 例疫情，分布在 16 省 3 市。疫情的发生整体呈现由北向南又向北又向南的态势。国内非洲猪瘟疫情严峻，我们认为短期疫情很难清除，非洲猪瘟疫情将成为生猪养殖行业中的重要变量。非洲猪瘟疫情使得生猪及猪肉产品调运受限，全国普遍受到影响。
- **猪周期有望在 2019 年年中到来。**一方面从以往猪周期的进程看，下行周期一般在 25-40 个月，本轮猪周期高点在 2016 年 5 月，以此推断周期的拐点可能在 2020 年出现。另一方面，非洲猪瘟疫情在推动猪周期提前到来，主要从三方面加速行业去产能：1) 禁止泔水喂养，泔水喂养成本低，禁止能去除部分低成本的散养户产能。2) 调运限制压低产区猪价，促使去产能。3) 非洲猪瘟疫情难以短期实现全国净化，降低了养殖户补栏和扩栏积极性。在调运限制的背景下，我们认为产区的去产能是推动猪周期拐点的核心，两点理由支撑猪周期拐点可能提前至 2019 年年中：1) 主产区河南猪价持续低于成本价，仔猪价格接近上轮周期低点，已有去产能迹象；2) 12 月随着出栏高峰来临，屠宰产能的限制将会进一步打压产区猪价，降低补栏情绪。**猪周期拐点的出现在利好生猪养殖企业的同时能带动上游饲料和动物疫苗板块。**
- **禽类养殖维持高景气度。**禽类养殖中黄羽肉鸡受益于环保和前两年禽流感带来的行业去产能，白羽肉鸡受益于 2016 年以来祖代鸡引种的下降带来国内供给的下降。根据鸡的养殖周期，从祖代鸡引种到商品代鸡出栏一般需要 1-3 年的周期，2018 年白羽肉鸡祖代鸡的引种量依旧较低，我们预计 2019 年国内供给依旧偏紧，行业维持高景气度。

投资建议与投资标的

- **我们认为随着 2019 年猪周期拐点确定，畜牧养殖板块将会带动整个农业板块的行情。**重点关注两条主线，一是猪周期拐点带来的生猪养殖板块和上游饲料、动物疫苗板块的机会，推荐温氏股份(300498, 买入)、生物股份(600201, 买入)，建议关注牧原股份(002714, 未评级)、正邦科技(002157, 未评级)、天邦股份(002124, 未评级)、大北农(002385, 未评级)。二是禽类养殖景气度持续带来的机会，建议关注圣农发展(002299, 未评级)。

风险提示

- 基础农产品价格大幅上涨。
- 疫病风险。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

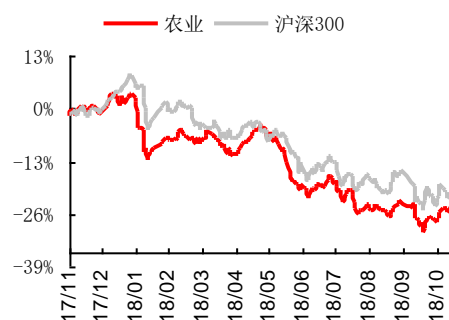
行业

农业

报告发布日期

2018 年 11 月 29 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

朱英

021-63325888*3931

zhuying@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517080002

相关报告

非洲猪瘟系列报告一：我国生猪养殖业面 2018-10-18
临格局之变

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1.2018 年行情回顾：板块整体下滑，非洲猪瘟带来行业变局	5
1.1 A 股整体下滑，农业板块略弱于大盘	5
1.2 行情与业绩高度相关.....	6
1.3 非洲猪瘟带来行业新变化.....	9
2.2019 年展望：猪周期将迎拐点，禽类养殖景气度持续	13
2.1 猪周期有望提前迎来拐点.....	13
2.2 非洲猪瘟带来行业新格局.....	15
2.3 猪周期拐点带来产业链机会，带动饲料和动物疫苗板块	16
2.4 禽类养殖景气度维持.....	17
3.投资建议：看好养殖产业链行情	18
3.1 关注猪周期拐点带来的投资机会	18
3.1.1 温氏股份：区域布局优势凸显的生猪养殖龙头	19
3.1.2 生物股份：口蹄疫市场苗龙头，受益于猪周期反转	20
3.2 关注持续高景气度的禽类养殖带来的个股投资机会	21
风险提示	21

图表目录

图 1：2018 年 1-10 月农业板块各子领域均出现下滑.....	5
图 2：2017 年牧业占农业板块营收的 74%.....	6
图 3：截至 2018 年 10 月底牧业占农业板块市值的 66%.....	6
图 4：生猪价格从 2016 年上半年高点开始下行.....	6
图 5：2018 年前三季度主要生猪养殖企业净利润均出现大幅下滑.....	7
图 6：2018 年饲料和动物疫苗板块毛利率均出现下滑.....	7
图 7：2016 年鸡价与猪价开始出现分化.....	7
图 8：白羽肉鸡鸡苗、毛鸡价格大幅上涨.....	8
图 9：益生股份盈利迅速增长.....	8
图 10：民和股份盈利迅速增长.....	8
图 11：仙坛股份盈利迅速增长.....	9
图 12：圣农发展盈利迅速增长.....	9
图 13：国内非洲猪瘟疫情省份分布（截至 11 月 17 日）.....	11
图 14：国内跨省生猪和猪肉产品禁调（截至 11 月 17 日）.....	12
图 15：主要产销区生猪价格扩大.....	13
图 16：价格传导供给变化.....	13
图 17：生猪养殖周期.....	13
图 18：2016 年我国居民各主要肉制品消费量占比.....	14
图 19：各省市猪肉产量与消费差.....	14
图 20：河南仔猪价格不断走低.....	15
图 21：2018 年二季度生猪价格大幅下滑.....	16
图 22：饲料板块和动物疫苗板块二季度毛利率明显下滑.....	16
图 23：白羽肉鸡繁殖周期.....	17
图 24：白羽肉鸡引种从 2016 年以来一直较低.....	17
图 25：白羽肉鸡从祖代鸡到商品代鸡鸡肉供应的扩繁数量.....	18
图 26：2017 年温氏股份营收区域分布.....	19
图 27：温氏股份与牧原股份商品肉猪价格差扩大.....	19
图 28：生物股份三季度营收增长恢复.....	20
图 29：生物股份三季度业绩回暖明显.....	20
表 1：2018 年农业板块表现略弱于大盘.....	5
表 2：2018 年 1-10 月农业板块中只有 10 只股票上涨.....	5
表 3：国内非洲猪瘟疫情频发.....	9
表 4：主要生猪养殖上市公司生猪出栏量.....	18

表 5：生猪养殖及上游饲料疫苗部分公司估值	19
表 6：主要白羽肉鸡上市公司在产业链中涉及的环节.....	21
表 7：白羽肉鸡养殖公司估值表.....	21

1.2018 年行情回顾：板块整体下滑，非洲猪瘟带来行业变局

1.1 A 股整体下滑，农业板块略弱于大盘

2018 年 1-10 月，农业板块整体下跌，涨幅为-26.20%，与沪深 300 指数和创业板指数比较，农业板块指数的下跌幅度与创业板指数接近，相对沪深 300 指数为-4.44%，相对创业板指数为 1.02%。农业板块整体已呈现连续三年下跌。

表 1：2018 年农业板块表现略弱于大盘

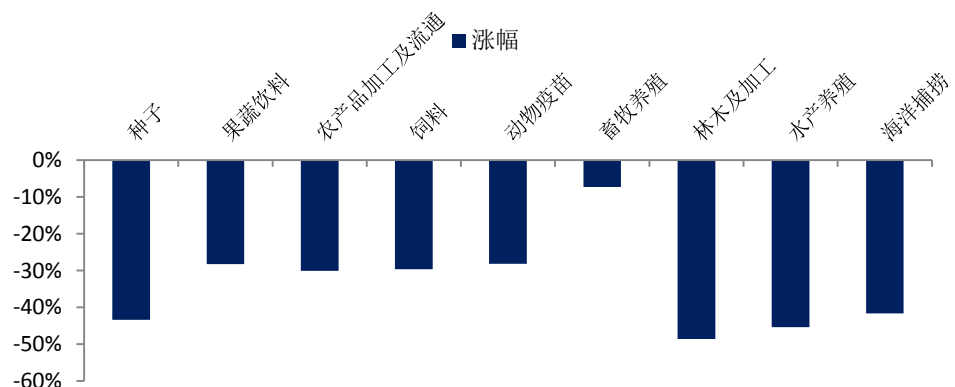
	指数（2018/10/31）	年初以来涨幅*	2017 年涨幅	2016 年涨幅
沪深 300	3,154	-21.76%	21.78%	-11.28%
创业板	1,276	-27.22%	-10.67%	-27.71%
农林牧渔（中信）	3,898	-26.20%	-12.56%	-14.59%

数据来源：东方证券研究所

*2017 年 12 月 31 日至 2018 年 10 月 31 日

农业板块中各细分子领域也均表现为下跌，其中各子领域中畜牧养殖相对收益最为明显。个股层面上，仅有 10 只股票上涨，其中禽类养殖表现较高，板块包含的 5 家上市公司中有 3 家（圣农发展、民和股份、仙坛股份）上涨。禽类养殖股票表现较好主要源自于今年鸡鸭价格的大幅上涨带动上市公司业绩的大幅回升。

图 1：2018 年 1-10 月农业板块各子领域均出现下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：2018 年 1-10 月农业板块中只有 10 只股票上涨

股票代码	公司简称	2018/10/31	2017/12/31	涨幅
300673.SZ	佩蒂股份	41.10	29.44	39.62%
601118.SH	海南橡胶	6.62	5.55	19.28%

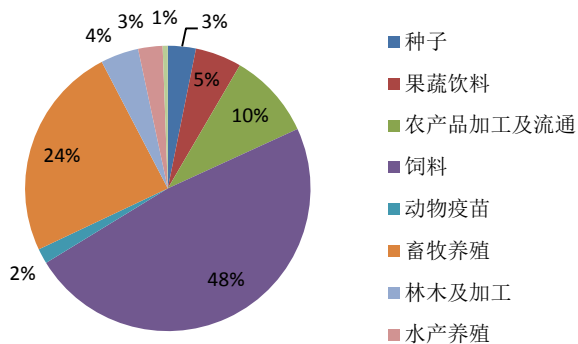
002299.SZ	圣农发展	15.87	14.40	10.21%
000735.SZ	罗牛山	8.81	8.07	9.17%
002679.SZ	福建金森	13.02	12.19	6.77%
000048.SZ	*ST 康达	21.39	20.06	6.63%
600265.SH	ST 景谷	22.72	21.41	6.12%
300498.SZ	温氏股份	24.69	23.51	5.03%
002234.SZ	民和股份	11.74	11.40	2.98%
002746.SZ	仙坛股份	13.79	13.58	1.51%

数据来源：Wind，东方证券研究所

1.2 行情与业绩高度相关

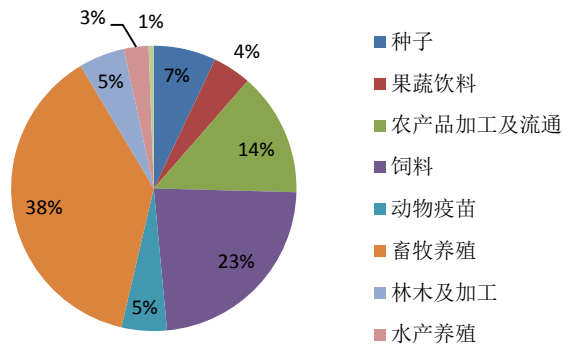
畜牧养殖尤其是生猪养殖领域是农业板块中最重要的子领域。农业板块分为农业（种植业）、牧业（养殖业）、渔业、以及林业。其中在上市的农业公司中，牧业是最大的一个子领域。包含了畜牧养殖以及上游的饲料、动物疫苗等领域，是农业板块中上市公司资产、营收以及市值最大的一个子领域。而在牧业中生猪养殖是最重要的一个领域，一是生猪养殖产业市场规模大，相关上市公司在农业板块中市值占比大，股价变化对整个板块影响大；二是生猪养殖行业具备周期性，且直接影响上游的饲料和动物疫苗行业；三是除了生猪养殖产业的上下游外，由于肉类消费具备一定的替代性，过往鸡肉价格与猪肉价格具有一定的同步性，生猪养殖行业间接影响着禽类养殖行业。

图 2：2017 年牧业占农业板块营收的 74%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：截至 2018 年 10 月底牧业占农业板块市值的 66%



数据来源：Wind，东方证券研究所

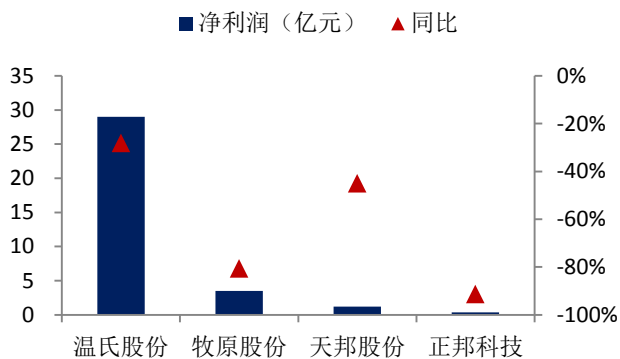
猪周期对农业板块影响大。本轮猪周期从 2016 年上半年高点开始一路下行，这也一定程度上带动了农业板块从 2016 年开始连续三年的下滑。今年生猪养殖行业依旧处于猪周期下行周期中，行业中上市公司利润均出现下滑，尤其是二季度低迷的猪价带来全行业的亏损。受猪价低迷的影响，上游饲料、动物疫苗行业毛利率也出现下滑。

图 4：生猪价格从 2016 年上半年高点开始下行



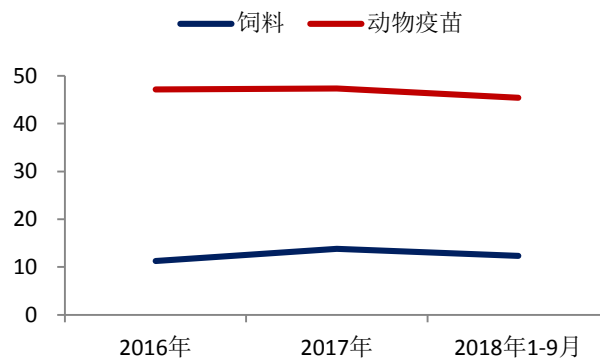
数据来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

图 5：2018 年前三季度主要生猪养殖企业净利润均出现大幅下滑



数据来源：公司公告，东方证券研究所

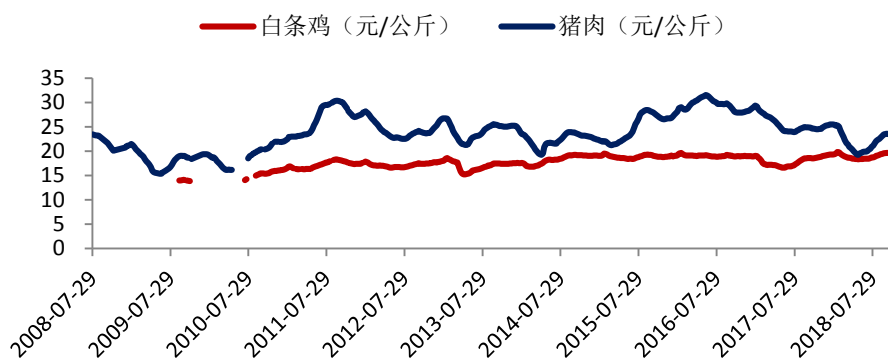
图 6：2018 年饲料和动物疫苗板块毛利率均出现下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

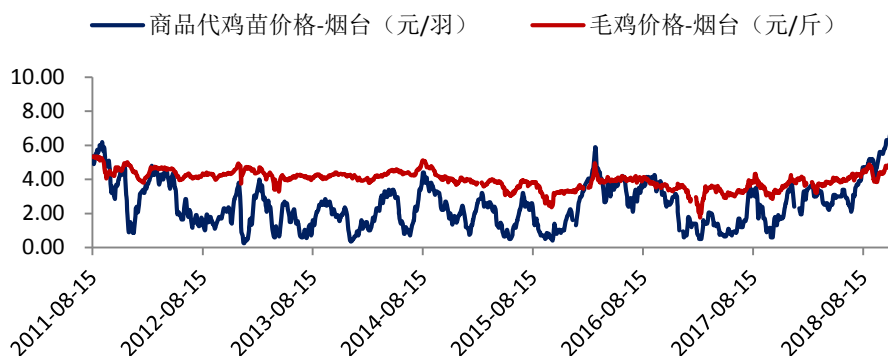
禽类养殖脱离猪周期，迎来独立景气的行情。过往由于终端鸡肉产品与猪肉产品有一定的互补性，鸡肉价格与猪肉价格具有一定的同步性。近两年由于禽流感等因素，鸡肉价格走势与猪肉价格脱离，今年鸡肉价格大幅上涨，带来养殖端的高景气度。一方面 2017 的禽流感疫情以及环保因素减少了国内的产能，另一方面由于国外的禽流感疫情使得国内白羽肉鸡的引种明显下滑，传导到商品肉鸡供应偏紧。受益于高鸡价，今年前三季度，禽类养殖的上市公司业绩均出现大幅提升。

图 7：2016 年鸡价与猪价开始出现分化



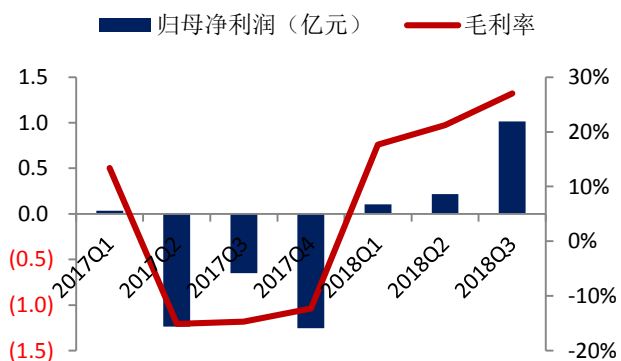
数据来源：农业农村部，东方证券研究所

图 8：白羽肉鸡鸡苗、毛鸡价格大幅上涨



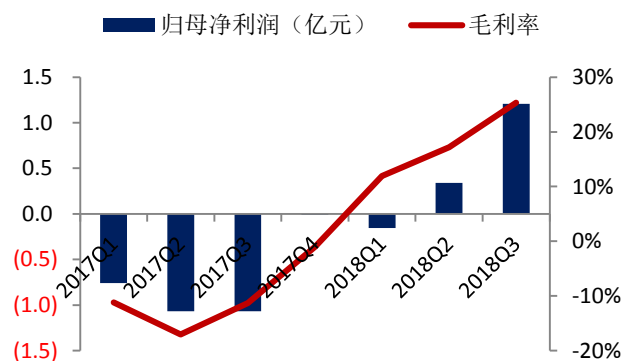
数据来源：博亚和讯，东方证券研究所

图 9：益生股份盈利迅速增长



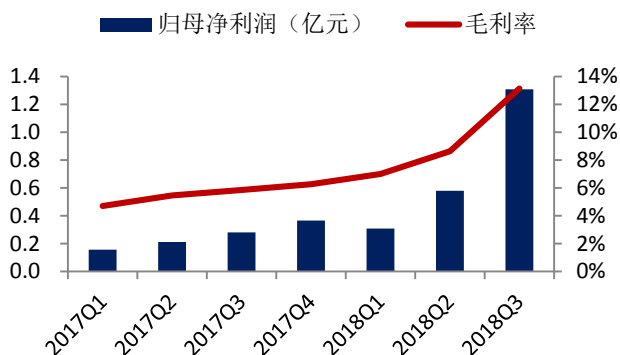
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：民和股份盈利迅速增长



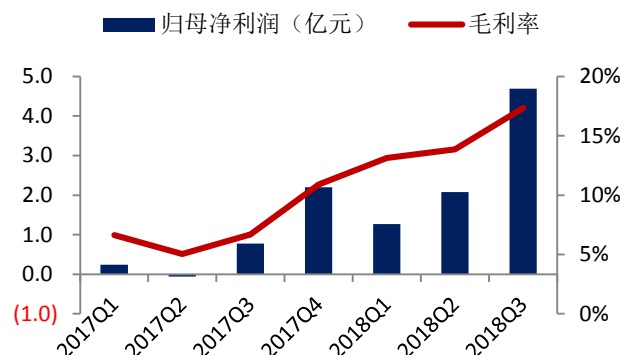
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 11：仙坛股份盈利迅速增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：圣农发展盈利迅速增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.3 非洲猪瘟带来行业新变化

国内频发非洲猪瘟疫情，短期难以清除。8月，国内首例非洲猪瘟疫情在辽宁沈阳被发现。非洲猪瘟是一种的急性、热性、高度接触性动物传染病，感染疫情后死亡率高，且目前没有有效疫苗，对生猪养殖行业危害大，是世界规定的一类动物疫病。截至11月17日，全国共发现66例疫情，分布在16省3市。疫情的发生整体呈现由北向南又向北又向南的态势。国内非洲猪瘟疫情严峻，目前主要靠扑杀、控制生猪和猪肉产品流通等手段进行防控，我们认为短期疫情很难清除，非洲猪瘟疫情将成为生猪养殖行业中的重要变量。

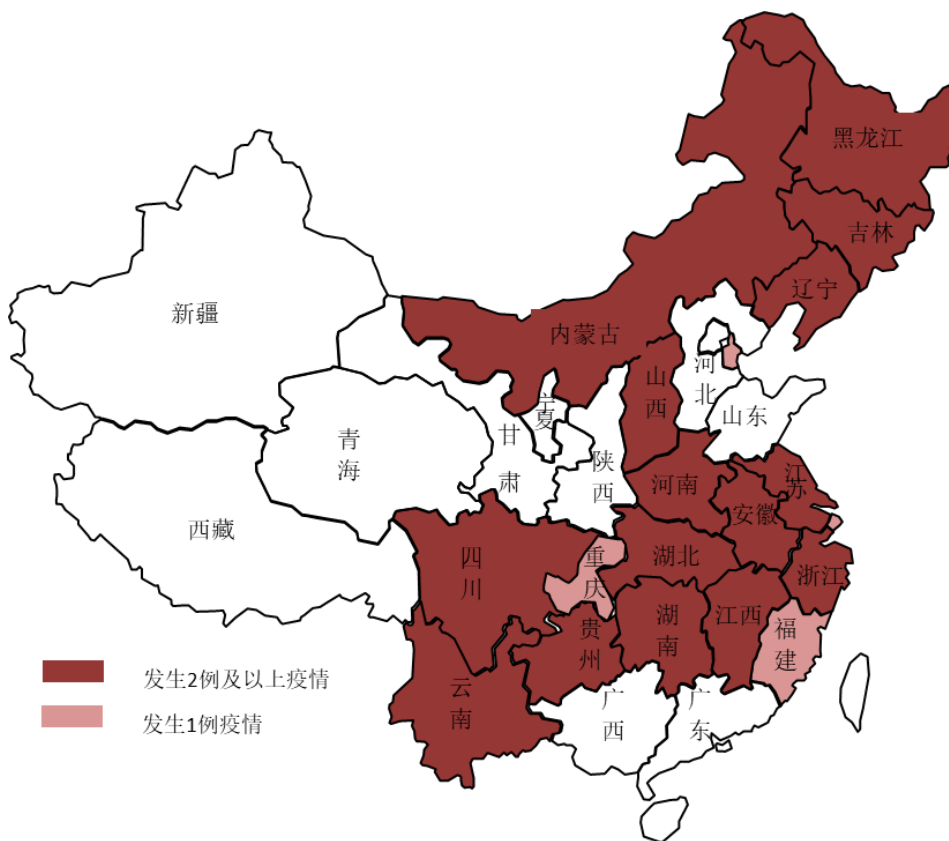
表 3：国内非洲猪瘟疫情频发

发布时间	地点	存栏量(头)	发病头数	死亡头数
8月2日	辽宁省沈阳市沈北新区	383	47	47
8月16日	河南省郑州市经济开发区郑州双汇屠宰场	260	30	30
8月19日	江苏省连云港海州区	-	618	88
8月23日	浙江省温州市乐清市	-	430	340
8月30日	安徽省芜湖市南陵县	459	185	80
9月2日	安徽省宣城市宣州区古泉镇	285	-	40
9月2日	安徽省宣城市宣州区五星乡	440	-	94
9月3日	安徽省宣城市宣州区金坝办事处	308	152	83
9月3日	江苏省无锡市宜兴市	97	12	9
9月5日	黑龙江佳木斯市长青乡	87	39	12
9月6日	安徽省滁州市凤阳县	886	62	22
9月6日	黑龙江佳木斯市向阳区	203	26	10
9月6日	安徽省芜湖市南陵县许镇镇	30	13	4
9月6日	安徽省宣城市宣州区天湖街道办事处	52	15	15
9月10日	安徽省铜陵市义安区	219	63	23

9月14日	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿巴嘎旗	-	16	16
9月14日	河南省新乡市获嘉县	-	148	64
9月17日	内蒙古自治区锡林郭盟正蓝旗	159	14	8
9月21日	吉林省公主岭市南崴子镇	484	56	56
9月21日	内蒙古自治区兴安盟科尔沁右翼中旗	138	23	22
9月24日	内蒙古自治区呼和浩特市一屠宰场	388	4	2
9月28日	吉林省松原市长岭县	44	8	3
9月30日	辽宁省营口市大石桥市、老边区	378	-	102
10月8日	辽宁省营口市大石桥市、老边区	3358	334	93
10月9日	辽宁省鞍山市台安县	460	160	160
10月11日	辽宁省大连市普兰店区	1353	20	11
10月12日	辽宁省鞍山市台安县	120	88	72
10月12日	天津市荆州区侯家营镇	639	292	189
10月14日	辽宁省鞍山市台安县	180	14	14
10月15日	辽宁省锦州市北镇市	19938	221	221
10月15日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	1571	109	109
10月15日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	270	129	129
10月16日	辽宁省铁岭市开原市庆云堡镇	6640	50	14
10月16日	辽宁省盘锦市大洼区清水镇	4323	1030	1030
10月16日	辽宁省盘锦市大洼区王家街道	3223	31	20
10月17日	辽宁省盘锦市大洼区西安镇	161	43	43
10月17日	山西省大同市左云县	15	7	4
10月21日	云南省昭通市镇雄县牛场镇	804	298	298
10月21日	云南省昭通市镇雄县母享镇	353	247	247
10月22日	浙江省台州市三门县	2280	56	56
10月23日	湖南省益阳市桃江县	546	44	17
10月23日	湖南省常德市桃源县	268	208	31
10月25日	贵州省毕节市赫章县	10	8	8
10月26日	贵州省毕节市七星关区	49	25	25
10月28日	湖南省常德市桃源县	7684	106	99
10月30日	山西省太原市阳曲县	210	75	47
10月30日	湖南省怀化市沅陵县	144	25	22
10月30日	云南省普洱市思茅区	36	5	1
11月3日	山西省太原市阳曲县西凌井乡	47	25	7
11月4日	重庆市丰都县兴义镇	309	3	3
11月5日	湖南省湘西土家族苗族自治州保靖县	119	11	4
11月7日	湖北省黄冈市罗田县	821	22	4
11月8日	湖南省娄底市涟源市	9	4	1
11月8日	江西省上饶市万年县	154	49	49

11月8日	吉林省延边朝鲜族自治州龙井市	930	144	144
11月8日	福建省莆田市城厢区	4521	85	85
11月9日	安徽省池州市青阳县	8339	96	47
11月13日	湖北省武穴市	147	7	6
11月15日	湖北省黄冈市浠水县	636	24	13
11月16日	四川省宜宾市高县	40	16	10
11月16日	吉林省白山市浑江区	野猪非洲猪瘟疫情		
11月16日	云南省昭通市威信县	1	1	1
11月17日	江西省上饶市鄱阳县	150	10	10
11月17日	云南省昆明市呈贡区一屠宰场	348	-	-
11月17日	四川省成都市新津县	110	27	13
11月17日	上海市金山区	314	50	11

数据来源：农业农村部，东方证券研究所

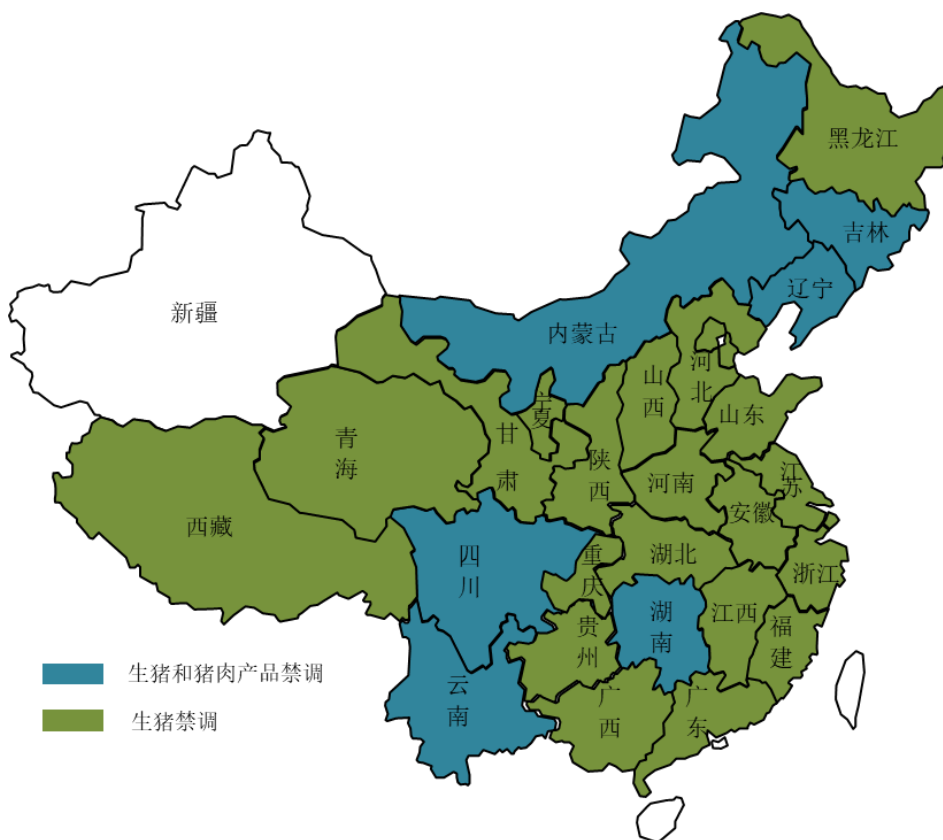
图 13：国内非洲猪瘟疫情省份分布（截至 11 月 17 日）


数据来源：农业农村部，东方证券研究所

非洲猪瘟疫情使得生猪及猪肉产品调运受限，全国普遍受到影响。由于没有有效疫苗，切断非洲猪瘟病毒传播途径成为防治非洲猪瘟疫情的重要手段，其中对生猪及猪肉产品调运的限制成为最主要的手段之一。农业农村部在 8 月和 9 月相继出台了《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》和《农业农村部关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管工作的通知》，对国内生猪和猪肉产品的限制主要有 3 点：

- 1) 限制省内生猪调运，发生疫情的县、市、省，暂停生猪调出本县、本市、本省，关闭省内所有生猪交易市场。有 2 个及以上县发生疫情的市，暂停该市所辖各县生猪调出本县。有 2 个及以上市发生疫情的省，暂停该省所辖各市生猪调出本市。
- 2) 规范生猪产品调运。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；有 2 起及以上疫情的县，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。有 2 个及以上县发生疫情的市，暂停该市所辖县生猪产品调出本市。有 2 个及以上市发生疫情的省，暂停该省所辖市生猪产品调出本省。
- 3) 与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运。并暂时关闭省内所有生猪交易市场，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。

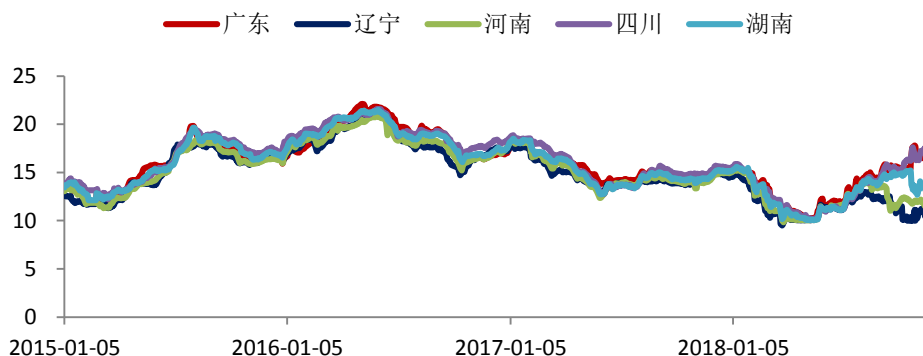
图 14：国内跨省生猪和猪肉产品禁调（截至 11 月 17 日）



数据来源：农业农村部，东方证券研究所

产销区猪价分化明显。我国生猪养殖和消费分布不均，过往生猪跨区域调运频繁。非洲猪瘟疫情出现以来，生猪以及猪肉产品的调运开始受到限制。按目前国内非洲猪瘟疫情的分布及对生猪和猪肉产品调运的限制政策分析，国内除了新疆、海南等省份外，生猪跨省调运均受禁止，另外吉林、辽宁、内蒙古、湖南、四川、云南等省份猪肉产品不能进行跨省调运。生猪和猪肉产品调运的限制使得国内产销区猪价出现明显分化，过往主要的产区和销区价差在 0.5 元/公斤上下，现在扩大到 3 元/公斤以上。

图 15：主要产销区生猪价格扩大



数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2019 年展望：猪周期将迎拐点，禽类养殖景气度持续

2.1 猪周期有望提前迎来拐点

从以往猪周期进程推断，底部拐点可能在 2020 年出现。猪周期的形成与生猪的养殖周期密切相关，猪肉的消费变化很小，较为刚性，价格主要受供给的影响，同时价格变化也会传导到生产端，调整行业的产能。价格侧传导加上生猪的养殖周期形成了猪周期的变化。从以往猪周期的进程看，下行周期一般在 25~40 个月，本轮猪周期高点在 2016 年 5 月，以此推断周期的拐点可能在 2020 年出现。

图 16：价格传导供给变化

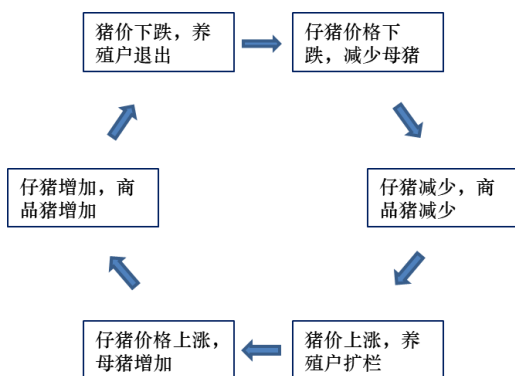
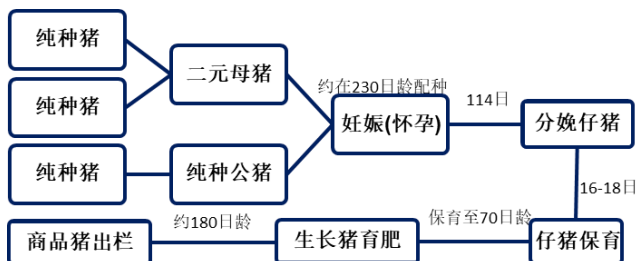


图 17：生猪养殖周期

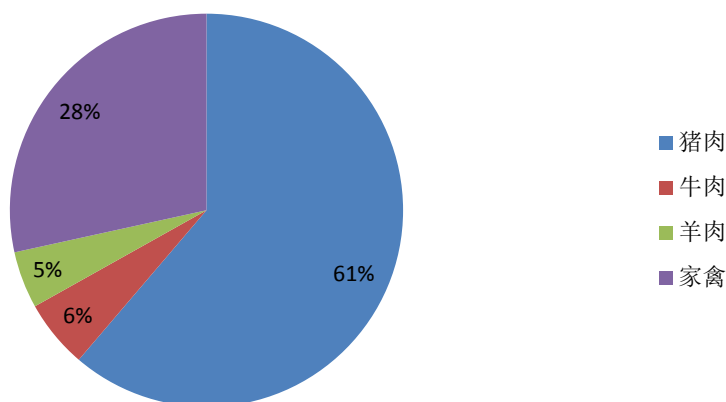


数据来源：东方证券研究所

数据来源：牧原股份招股说明书，东方证券研究所

非洲猪瘟疫情将推动猪周期拐点提前到来。截至 11 月 7 日国内的非洲猪瘟疫情已扩散到 16 省 3 市，防控形势严峻，我们认为短期内很难清除，非洲猪瘟疫情将会伴随本轮猪周期的反转成为本轮猪周期中的一个重要变量。由于猪肉消费占我国居民消费比重大，根据国家统计局数据，2016 年我国居民人均猪肉消费 19.6 千克，是家禽消费量的两倍多，远超牛羊肉的消费。其他肉制品难以对猪肉消费形成有效的替代，加上非洲猪瘟病毒并不感染人。非洲猪瘟疫情对居民猪肉消费的需求影响小。

图 18：2016 年我国居民各主要肉制品消费量占比



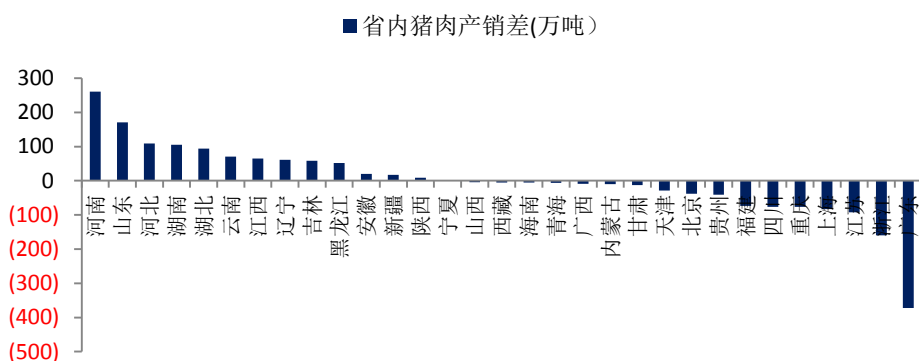
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

但非洲猪瘟疫情对供给端将会产生较大的影响，我们认为主要体现在三个方面：

- 1) 禁止泔水喂养，泔水喂养成本低，禁止能去除部分低成本的散养户产能。泔水喂养对非洲猪瘟疫情的风险暴露大，国外非洲猪瘟疫情的传播研究表明，泔水是传播非洲猪瘟的重要途径。国内出现非洲猪瘟疫情后，农业农村部就出台政策要求禁止泔水喂养，且泔水喂养的生猪在防控疫情扑杀时没有补偿。
- 2) 调运限制压低产区猪价，促使去产能。我们认为国内非洲猪瘟疫情短期内难以清除，生猪及猪肉产品调运的限制政策将长期存在。调运的限制使得生猪产销区价格拉大，对于销区而言，由于环保等因素影响，本来不具备大量扩产能的条件，另一方面由于调运的限制，难以从产区大量补充仔猪和种猪，使得产能难以扩张。对于产区而言，调运的限制压低了产区的猪价，将加速产区去产能。
- 3) 非洲猪瘟疫情难以短期实现全国净化，降低了养殖户补栏和扩栏积极性。

非洲猪瘟疫情推动行业去产能，将会推动猪周期拐点提前到来。产区的去产能是预判猪周期拐点的关键。根据各省份猪肉消费和产量情况，从绝对量上，国内主要的产区是河南，其次是山东、河北、湖南、湖北等地，其中河南有超过一半的产量是供给给其他省份的。我们认为观察河南、山东等地的去产能情况可以作为判断全国的去产能依据。

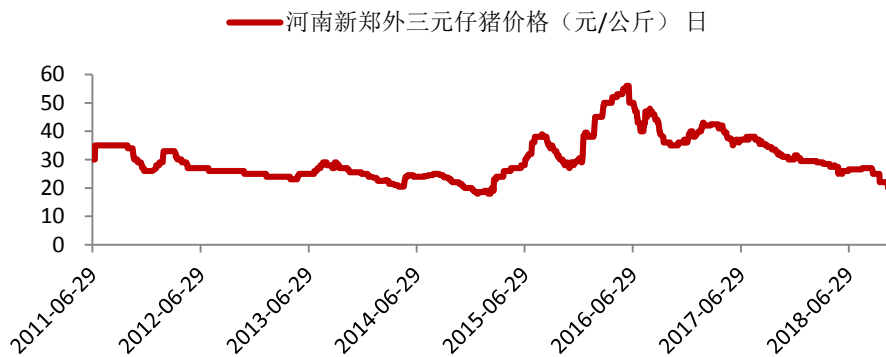
图 19：各省市猪肉产量与消费差



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

我们判断猪周期拐点预计在 2019 年年中左右明确，判断的主要依据有 2 点：1、受周边省份频发疫情影响，河南生猪调运解禁短期难以实现，生猪价格在养殖户成本线以下，仔猪价格不断下降，已接近上轮周期底部价格，体现养殖户补栏情绪低，行业正在去产能；2、后续 12 月是每年出栏的大月，受出栏量增加和产区屠宰产能有限影响，猪肉产品的调运也难以缓解出栏的压力，预计外销比例高的产区将会进一步降价，加上 12 月出栏后补栏的猪出栏在年后 4、5 月份，历来是季节性地点，预计会进一步使得行业去产能。后续 12 月各产出大省的生猪和仔猪价格走势将是对我们判断的验证。

图 20：河南仔猪价格不断走低



数据来源：博亚和讯，东方证券研究所

2.2 非洲猪瘟带来行业新格局

非洲猪瘟疫情将推动行业规模化进程加快。生猪养殖行业和屠宰行业本身由于规模效应和环保要求处在规模化过程中。本次发生的非洲猪瘟疫情正在加速行业规模化的进程：

1) 行业规模化利于非洲猪瘟疫情的防控。一方面，相较于散户养殖，规模化养殖企业的养殖流程更为规范，在生物安全上措施更全面；另一方面，在监管上规模化的养殖企业和屠宰企业更利于监管上追溯生猪和猪肉产品的来源，利于非洲猪瘟疫情的防控。

2) 防控非洲猪瘟疫情的措施也相对有利于规模化企业。一方面，部分省份如广东等已明确出台政策，排查规模化养殖场周围的小型 and 散户养殖的风险；另一方面，对于跨省调运猪肉产品，很多省份产区定点接收措施，和运出省的大型屠宰企业合作。

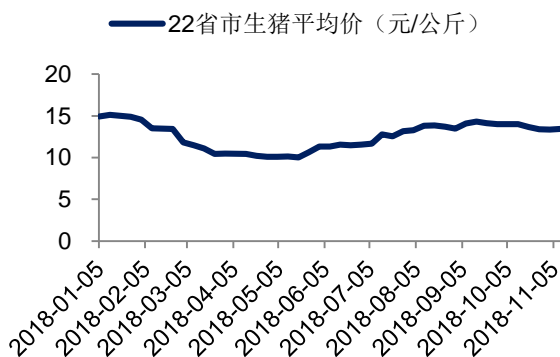
非洲猪瘟的防控过程中，实际包含了对食品安全和可追溯的要求，规模化企业在这一方面更具备优势，同时抗风险能力更强。预计养殖和屠宰领域规模化进程都将加快。

调运限制形成区域市场，规模化企业扩栏计划面临调整。一方面，过去三年国内众多大型养殖企业纷纷在北方（东北、内蒙等区域）进行扩栏，有南猪北养的趋势。非洲猪瘟疫情带来的调运的限制使得南猪北养策略暂停。另一方面，国内生猪全面的调运限制使得企业跨市、跨省进行种猪、仔猪调运受限，阻碍了扩区域的扩栏。

2.3 猪周期拐点带来产业链机会，带动饲料和动物疫苗板块

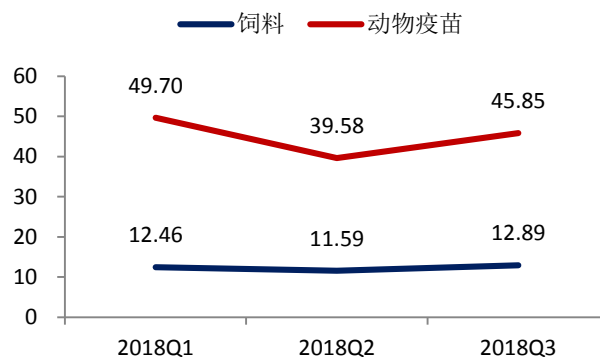
饲料和动物疫苗中高毛利品种对猪价敏感度高。今年前三季度，生猪价格呈现显著的季节性波动，在二季度触底，使得全行业亏损。受猪价低迷影响，饲料和动物疫苗行业也表现欠佳，尤其是饲料中高毛利的高端品种母猪料、教槽料以及动物疫苗中毛利较高的市场苗均受到一定影响。饲料和动物疫苗板块毛利率都出现下滑。

图 21：2018 年二季度生猪价格大幅下滑



数据来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

图 22：饲料板块和动物疫苗板块二季度毛利率明显下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

猪周期拐点将带来饲料和动物疫苗板块机会。我们认为随着未来猪周期拐点确定，猪价进入上行周期，上游饲料和动物疫苗板块将迎来营收和毛利率同步提升。在猪周期上行阶段，养殖户对成本的敏感度降低，对产量的敏感度提升，利于饲料和动物疫苗板块高毛利品种的推广。

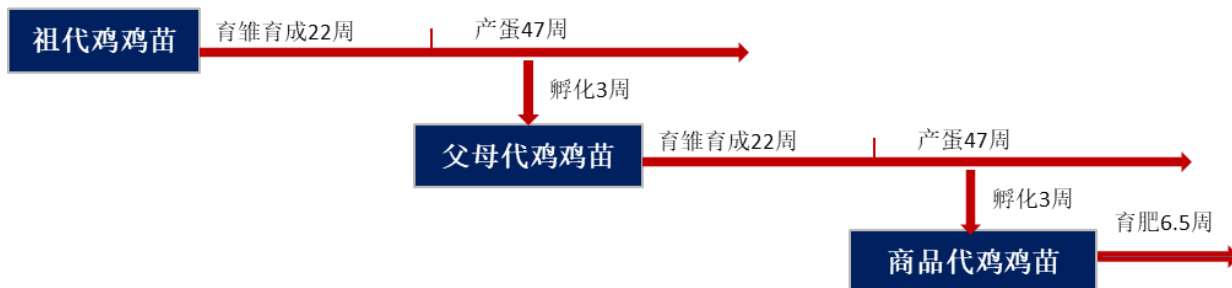
养殖规模化加快利好动物疫苗行业发展。除了猪周期拐点提前到来带来猪价改善以外，此次非洲猪瘟疫情同时也推进了生猪养殖行业规模化的进程。大型养殖企业对于防疫更加注重，防疫投入更大，同时也是动物疫苗领域高品质高毛利的市场苗的主要消费客户。随着养殖业规模化进程加速，将提高动物疫苗的渗透率，利好行业发展。

2.4 禽类养殖景气度维持

环保因素和前期的禽流感疫情使得行业供给偏紧。2014年1月1日起实施的《畜禽规模养殖污染防治条例》明确了禁养区的划分标准，以及对养殖污染防治的激励措施，污染的相应法律责任。而2015年4月国务院发布的《水污染防治行动计划》则明确了2017年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户，京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成。环保整治的要求使得2016、2017两年成为畜禽规模养殖污染防治动作最大的两年，对行业影响最大，清除了禽类养殖的部分产能。另外叠加2017年N7H9疫情和国内多地活禽交易市场关闭的影响，进一步清除了部分产能。使得行业产能供给偏紧。

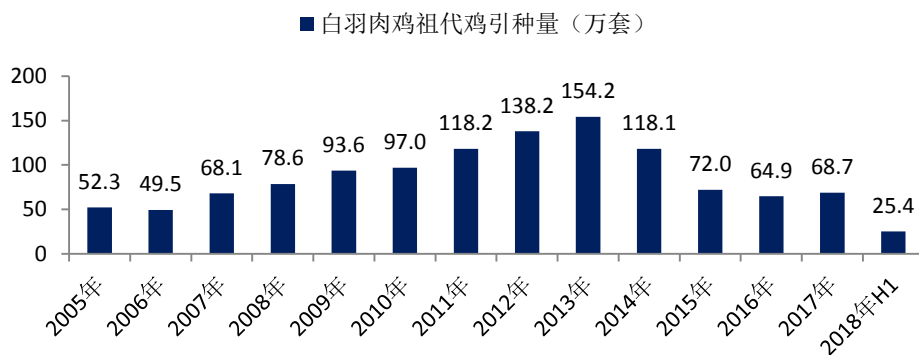
国外禽流感疫情使得国内白羽肉鸡引种不足，预计行业景气度持续。国内白羽肉鸡的供给依赖于从国外的引种，一般引种祖代或曾祖代，在国内培育父母代、商品代。从祖代引种到商品代鸡鸡肉供应需要经历祖代鸡育雏育成期（22周）、祖代鸡产蛋期（47周）、父母代鸡孵化期（3周）、父母代鸡育雏育成期（22周）、父母代鸡产蛋期（47周）、商品代鸡孵化期（3周）、商品代育肥期（6周多），整个周期在1年到3年，一套祖代鸡对应约15.5吨鸡肉产品的供应。由于国外禽流感疫情，我国从2016年开始引种出现大幅下滑，目前处于前期祖代引种不足传导到商品代的阶段，供给偏紧使得鸡苗、毛鸡以及终端鸡肉价格大幅上涨。2017年和2018年上半年，白羽肉鸡引种依旧没有改善，引种处于偏低状态，从养殖周期推演，我们预计2019年白羽肉鸡供给依旧偏紧，行业景气度持续。

图 23：白羽肉鸡繁殖周期



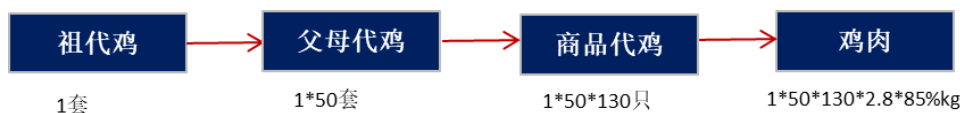
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24：白羽肉鸡引种从 2016 年以来一直较低



数据来源：中国畜牧业协会，新牧网、东方证券研究所

图 25：白羽肉鸡从祖代鸡到商品代鸡鸡肉供应的扩繁数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.投资建议：看好养殖产业链行情

3.1 关注猪周期拐点带来的投资机会

我们认为国内 8 月份开始的非洲猪瘟疫情短期内难以清除，将伴随本轮猪周期反转，推动猪周期拐点提前到来，预计猪周期底部拐点将在 2019 年年中前后出现。由于为控制疫情实施的生猪和猪肉产品调运的限制在一定程度上限制了区域间的流转，使得各区域市场呈现一定的割裂，区域间猪价差扩大。对于生猪养殖企业，我们认为有两条利好，一是非洲猪瘟疫情带来的区域间猪价差扩大利好产能布局区域偏向销区的企业，主要是温氏股份；二是 2019 年猪周期底部拐点的确立将利好整个生猪养殖板块，推荐温氏股份，建议关注牧原股份、正邦科技、天邦股份。

表 4：主要生猪养殖上市公司生猪出栏量

		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~10 月
温氏股份	生猪出栏量（万头）	1535.06	1712.73	1904.2	1807.99

	同比	-	11.6%	11.2%	18.2%
牧原股份	生猪出栏量（万头）	191.9	311.4	723.7	875.1
	同比	-	62.3%	132.4%	49.5%
正邦科技	生猪出栏量（万头）	157.94	226.45	342.25	442.45
	同比	-	43.4%	51.1%	73.3%
天邦股份	生猪出栏量（万头）	41.48	58.01	101.42	167.89
	同比	-	39.9%	74.8%	105.0%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

另外，我们认为猪周期拐点的到来将会带动上游饲料和动物疫苗行业，我们预计随着猪价改善，高毛利的饲料和疫苗品种弹性会更大，推荐口蹄疫市场苗龙头生物股份，建议关注高端猪料（教槽料、母猪料）龙头大北农。

表 5：生猪养殖及上游饲料疫苗部分公司估值

股票代码	公司简称	股价	EPS					PE				行业
		2018/11/28	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E		
300498	温氏股份	24.93	1.27	0.99	1.06	2.47	19.6	25.2	23.5	10.1	生猪养殖	
002714	牧原股份	24.73	1.13	0.49	0.79	2.70	21.8	50.5	31.4	9.2		
002157	正邦科技	4.96	0.22	0.04	0.13	0.91	22.3	139.7	39.4	5.5		
002124	天邦股份	5.85	0.23	0.18	0.34	1.38	25.9	32.1	17.0	4.2		
600201	生物股份	17.49	0.74	0.82	1.06	1.35	23.5	21.3	16.5	13.0	动物疫苗	
002385	大北农	3.38	0.30	0.15	0.19	0.28	11.3	22.2	17.6	12.1	饲料	

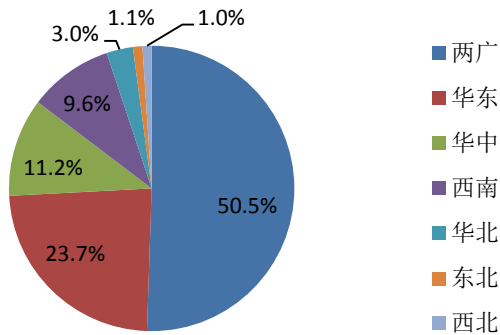
数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测温氏股份、生物股份来自东方证券预测，牧原股份、正邦科技、天邦股份、大北农一致预期采用万得一致预期

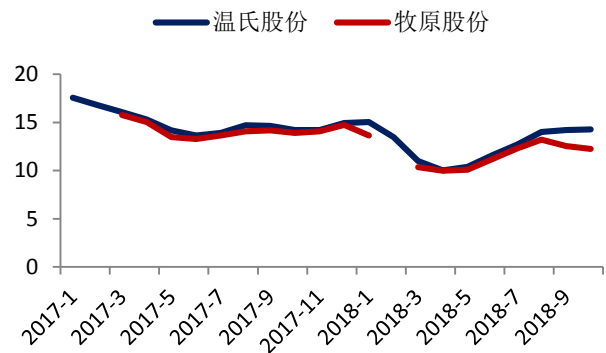
3.1.1 温氏股份：区域布局优势凸显的生猪养殖龙头

流通限制背景下，公司区域布局优势凸显。公司是生猪养殖业龙头，生猪养殖产能区域分布广，从占比看，两广占比最大，占公司 2017 年营业收入的 50%。其次是华东、华中、西南等区域。区域布局中偏向销区而非产区，华南、华东以及西南的四川、贵州、重庆等地区都是我国猪肉主要的消费区。本轮非洲猪瘟疫情带来国内区域间生猪和猪肉产品流通受限，使得区域间猪价差扩大。公司凭借其更偏向销区的产能布局，享有比同行更高的猪价。此外公司布局的华南、华东等区域，受环保所限，土地资源稀缺，使得新扩产能较为困难，公司已有的产能布局本身就具备一定的资源稀缺性。

图 26：2017 年温氏股份营收区域分布
图 27：温氏股份与牧原股份商品肉猪价差扩大（元/公斤）



数据来源：公司公告，东方证券研究所



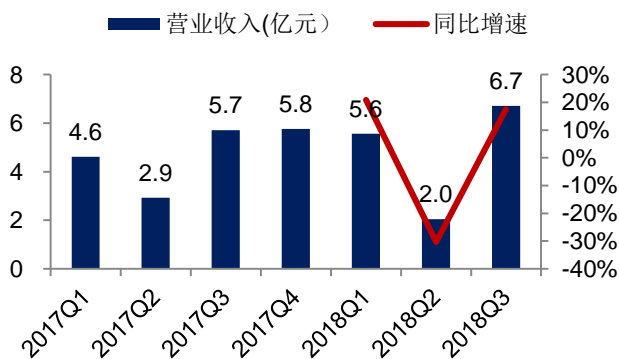
数据来源：公司公告，东方证券研究所

扩栏速度加快，迎接猪周期反弹。2018 年公司扩栏速度明显加快，1~10 月生猪出栏量达到 1807.99 万头，同比增速 18.2%，而 2017 年、2016 年增速分别为 11.2%、11.6%，明显提速。从公司产能的新建和竣工看，速度也在提升，2017 年竣工 502 万头，2018 年计划竣工 563 万头，远超公司过往每年的新增出栏量。此外非洲猪瘟疫情带来的种猪、仔猪跨区域调运受限，公司产能区域分布广，在扩栏中受调运的相对较小。

3.1.2 生物股份：口蹄疫市场苗龙头，受益于猪周期反转

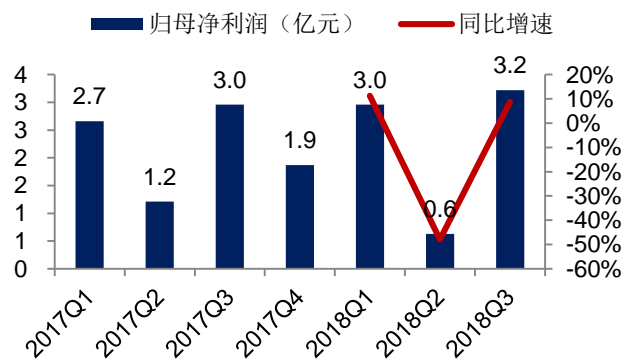
受上半年低猪价影响，公司增长放缓。公司作为口蹄疫市场苗龙头，上半年受低猪价和主打产品换发批文等影响，在二季度业绩出现负增长，公司整体增长放缓。

图 28：生物股份三季度营收增长恢复



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 29：生物股份三季度业绩回暖明显



数据来源：公司公告，东方证券研究所

下游规模化加速及猪周期反转有望带动公司增长恢复。公司主打的口蹄疫市场苗产品下游客户主要为规模化的养殖场，此次非洲猪瘟疫情一定程度上推动了生猪养殖行业规模化进程加速。此外我们预计 2019 年猪周期将迎来拐点，猪价的回暖也将带动公司高毛利的口蹄疫市场苗品种增加恢复。

3.2 关注持续高景气度的禽类养殖带来的个股投资机会

参考近两年白羽肉鸡的引种和繁殖周期，我们预计 2019 年行业供给依旧偏紧，景气度将持续。整个白羽肉鸡产业链从祖代鸡引种到鸡肉产品供应的包括多个环节，涉及的环节不同对应的原材料、产品也不同，从产品价格波动来看，父母代鸡苗和商品代鸡苗价格波动幅度大，频率高，从扩繁来看，对应于成本而言，对下游商品代鸡苗繁育和育肥环节成本影响波动大。我们认为产业链布局更长的公司平滑价格波动的能力更强，在禽类养殖的上市公司中，我们建议关注圣农发展。

表 6：主要白羽肉鸡上市公司在产业链中涉及的环节

	祖代鸡养殖	父母代鸡孵化	父母代鸡养殖	商品代鸡孵化	商品代鸡养殖	屠宰	肉制品加工
益生股份	√	√	√	√			
民和股份			√	√			
仙坛发展			√	√	√	√	√
圣农发展	√	√	√	√	√	√	√

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 7：白羽肉鸡养殖公司估值表

股票代码	公司简称	股价	EPS					PE			
		2018/11/28	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002458	益生股份	17.17	-0.92	0.99	1.23	1.30	-18.7	17.4	14.0	13.2	
002234	民和股份	12.95	-0.96	0.74	1.01	0.87	-13.5	17.6	12.8	14.9	
002746	仙坛股份	15.44	0.33	0.97	1.18	1.19	46.8	15.9	13.1	13.0	
002299	圣农发展	17.54	0.25	0.91	1.16	1.26	69.0	19.2	15.1	13.9	

数据来源：Wind，东方证券研究所

盈利预测来自万得一致预期

风险提示

- 基础农产品大幅上涨风险。**玉米、豆粕等基础农产品是养殖业饲料的主要原材料，也是成本中最重要的部分。若 2019 年玉米、豆粕等农产品价格大幅上涨，饲料行业以及养殖业成本会抬升。
- 疫病风险。**国内非洲猪瘟疫情扩散省份多，若公司养殖场或其周围养殖场染上非洲猪瘟疫情，将为公司带来一定损失。禽类养殖行业中，若国内禽流感疫情再次流行，将直接降低消费需求。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

