

2018年12月06日

农林牧渔

母猪产能拐点显现，战略看多生猪养殖！ --生猪养殖重磅深度报告

■**猪价呈现周期波动。**我国猪肉价格呈现周期波动，每轮大周期内，猪价又呈现出季节性消费的波动：春节、中秋等消费旺季来临前，带动猪价呈现季节性上涨。2003年以来经历约四轮大周期，目前处于周期探底阶段。

■重点跟踪指标显示补栏积极性下降、淘汰量增加：

①**母猪价格回落：**2018年以来，特别是5月份以来，母猪价格持续回落，现在基本上已经回到历史偏底部区域—2014年左右水平，这反映了行业内受今年猪价下跌影响，以及对未来预期的影响，补栏的积极性有大幅下降。

②**定点母猪屠宰量上升：**从2018年2月起淘汰母猪屠宰量出现同比大幅上升，2月份同比上升约78.6%、3月同比上升108.6%，4-6月淘汰量有40-50%增长。8-10月份，受到非洲猪瘟及猪价回暖影响，淘汰量有略微下降。从定点淘汰母猪屠宰量数据来看，行业淘汰积极性有所提升。

③**母猪料、仔猪料销量下滑：**母猪料从2017年10月开始持续出现同比下滑，2018年3月起，仔猪料出现持续、约20%左右同比下滑，结合母猪淘汰量上升等数据，反应行业母猪存栏大概率下滑，反映出母猪的产能拐点显现。

④**干扰项—非洲猪瘟：**推动产销区价格分化，疫区价格持续承压，或将加速产能出清。

■**母猪产能拐点显现，战略看多养殖行情。**从监测的数据以及专家的调研情况来看，我们认为母猪产能的拐点已经显现，从养殖股的布局、投资角度来讲，我们认为养殖股布局的时点即是看到产能的拐点，特别是产能明显的出清力度和通道，我们战略看多养殖股的行情。

■**投资建议：**首推牧原股份、温氏股份，其次天邦股份、正邦科技、唐人神、金新农、新希望、天康生物、大北农、海大集团等。

■**风险提示：**生猪价格上涨不达预期、疾病风险、公司扩张不达预期

行业分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.15	-8.13	11.08
绝对收益	-6.48	-9.53	-8.42

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

沙戈惠

报告联系人

shayh@essence.com.cn

相关报告

第47周周报：继续坚定推荐海大集团，

母猪产能拐点显现！ 2018-12-02

第46周周报：继续坚定推荐海大集团，

白羽肉鸡价格持续上涨！ 2018-11-25

第45周周报：继续坚定推荐海大集团，

关注母猪产能拐点！ 2018-11-18

第44周周报：继续推荐海大集团！

2018-11-11

大豆之争，渔翁得利 2018-11-05

内容目录

1. 猪价呈现周期变动.....	3
2. 母猪产能拐点显现.....	7
2.1. 能繁母猪存栏.....	7
2.2. 母猪价格持续走低.....	8
2.3. 淘汰母猪屠宰量同比上升.....	8
2.4. 母猪饲料销量同比下降.....	9
2.5. 干扰项：非洲猪瘟.....	10
3. 过往 10 年猪价比较：年年岁岁花相似.....	11
4. 总结.....	13

图表目录

图 1：猪价呈周期性波动（单位：元/公斤）.....	3
图 2：猪价主要由供需决定.....	4
图 3：2007 年生猪出栏量下降.....	4
图 4：2007 年猪肉供给出现下滑.....	4
图 5：人均猪肉消费量从 2014 年起略有下滑（千克/年）.....	5
图 6：水产品供给持续上升.....	5
图 7：劳动人口（15-64 岁）人口下降.....	5
图 8：进口猪肉.....	5
图 9：国内生猪存栏量（万头）持续下滑.....	7
图 10：能繁母猪存栏领先仔猪价格约 4 个月.....	7
图 11：自繁自养利润与母猪价格正相关（自繁自养左轴，母猪价格右轴）.....	8
图 12：能繁母猪价格与一年后生猪价格反向相关.....	8
图 13：母猪淘汰量（单位：头）.....	9
图 14：仔猪料及母猪料同比销量数据.....	9
图 15：非洲猪瘟分布（截止 12 月 5 日）.....	10
图 16：非洲猪瘟造成价格分化.....	10
图 17：生猪跨省调运大幅下滑.....	10
图 18：过往 10 年猪价趋势比较.....	11
图 19：2018 年与 2013 年猪价走势比较.....	11
图 20：2017 年与 2012 年猪价走势比较.....	11
图 21：2016 年与 2011 年猪价走势比较.....	12
图 22：2015 年与 2010 年猪价走势比较.....	12
图 23：牧原价格与母猪价格相关性.....	13

未找到图形项目表。

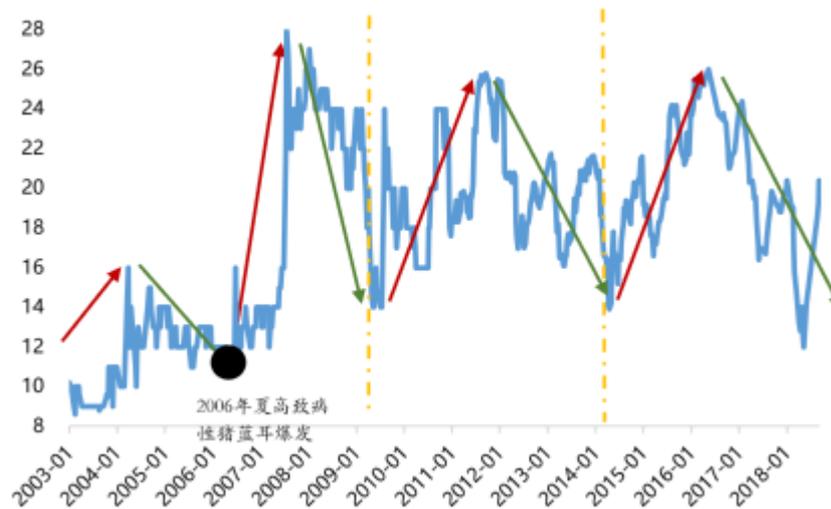
1. 猪价呈现周期变动

我国猪价呈周期性波动。根据农业部数据来看，2003年以来猪价大致经历了四轮大周期：

- **第一轮周期(2003~2006.06)**：2003-2004.04 为上行周期，猪肉价格最高达 16 元/公斤，此后进入下行周期至 2006 年夏季高致病性猪蓝耳爆发为拐点，猪价最低约 11 元/公斤；
- **第二轮周期(2006.06~2009.07)**：2006.06-2007.07 为上行周期，猪肉价格最高接近 28 元/公斤；2007.07-2009.07 为下行周期，猪肉价格最低接近 14 元/公斤；
- **第三轮周期(2009.07~2014.05)**：2009.07-2011.09 为上行周期，猪肉价格最高接近 26 元/公斤；2011.09-2014.05 为下行周期，猪肉价格最低约 14 元/公斤；
- **第四轮周期(2014.05-今)**：2014.05-2016.05 为上行周期，猪价最高接近 26 元/公斤；2016.05-今为下行周期，目前最低猪肉价格约 12 元/公斤。

每轮大周期内，猪价又呈现出季节性消费的波动：春节、中秋等消费旺季来临前，经销商备货提振需求，带动猪价呈现季节性上涨。

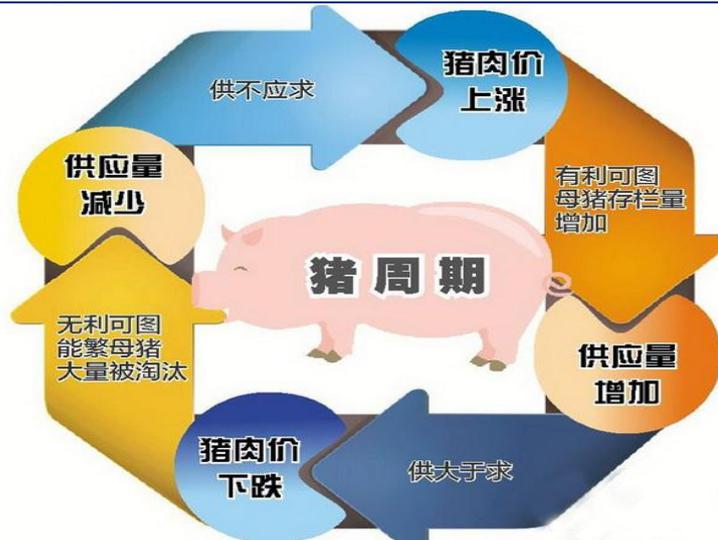
图 1：猪价呈周期性波动（单位：元/公斤）



资料来源：农业部，安信证券研究中心

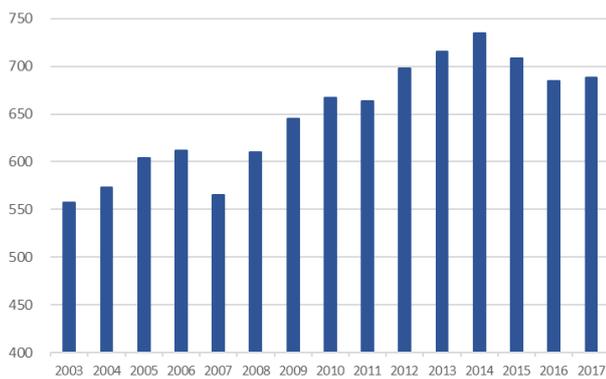
猪价主要由供需决定。以 2006 年为例，2006 年夏季爆发高致病性猪蓝耳病，造成猪群死亡、能繁母猪繁殖能力下降等问题，导致 2007 年生猪出栏量及猪肉供给下降，而需求端相对稳定，推动猪价持续上涨。

图 2：猪价主要由供需决定



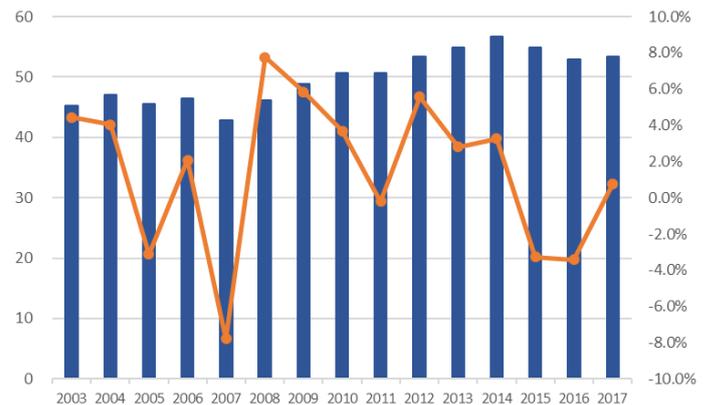
资料来源：安信证券研究中心

图 3：2007 年生猪出栏量下降



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

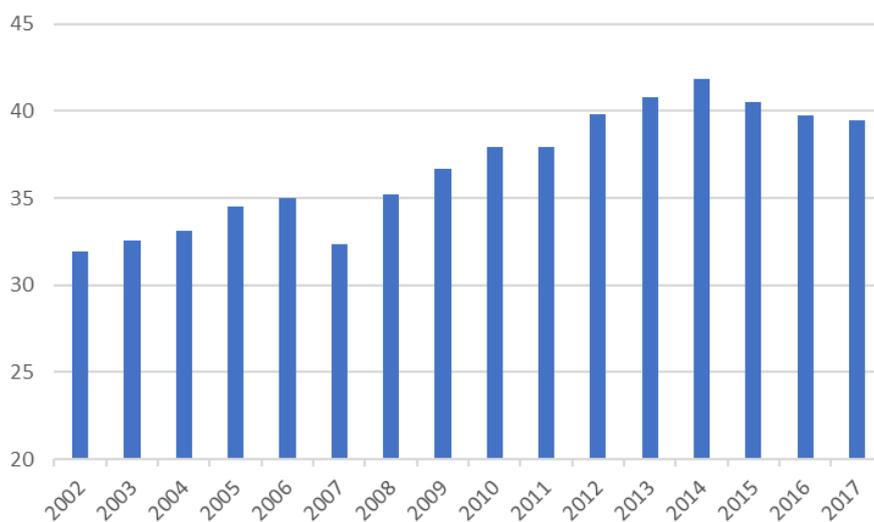
图 4：2007 年猪肉供给出现下滑



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

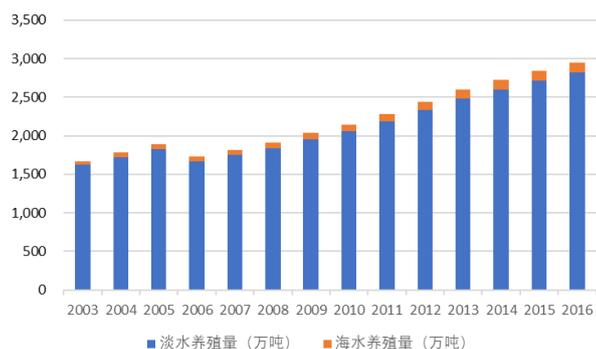
需求端来看人均猪肉消费量略有下滑。根据 USDA 数据，2002~2014 年我国人均猪肉消费量整体呈现上升趋势（除 2007 年由于供给端大幅下滑，造成人均猪肉消费量下降），截止 2014 年人均猪肉消费量达到 41.8 千克/年；2014~2017 年人均猪肉消费量持续下滑，2017 年为 39.4 千克/年，较 2014 年下滑约 6%。猪肉人均消费下滑，一方面是随收入上升对牛肉、鱼肉等高蛋白肉制品需求上升；另一方面人口年龄结构的变动，劳动力人口减少也降低了对猪肉的消费。预计未来一年猪肉需求整体稳定。

图 5：人均猪肉消费量从 2014 年起略有下滑（千克/年）



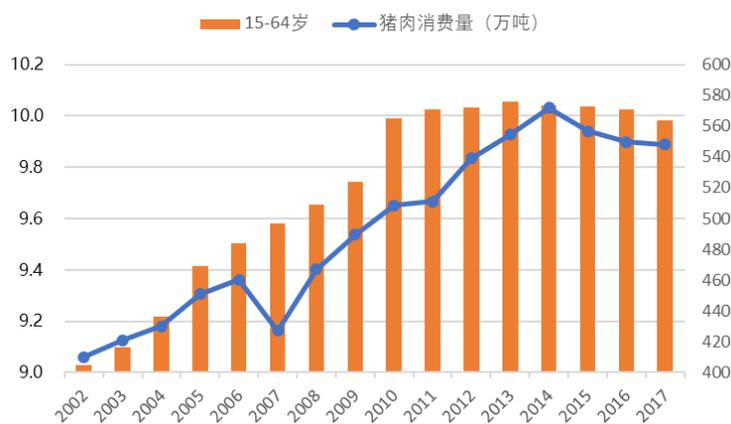
资料来源：USDA, 安信证券研究中心

图 6：水产品供给持续上升



资料来源：中国渔业统计年鉴, 安信证券研究中心

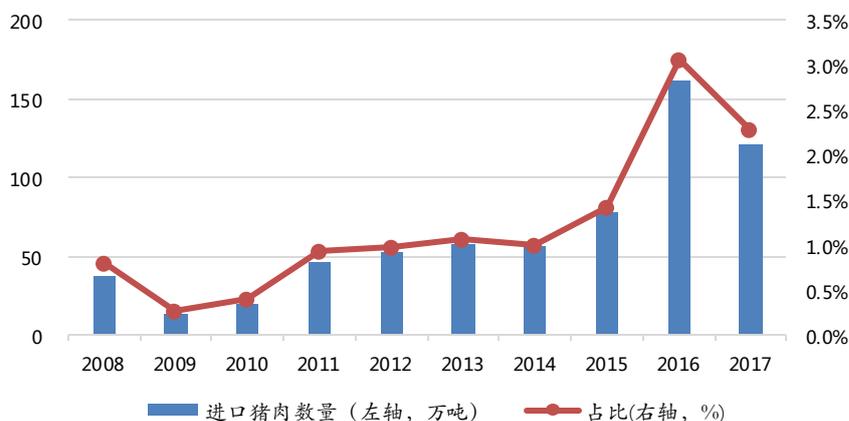
图 7：劳动人口（15-64 岁）人口下降



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

猪肉供给以国产为主。根据海关总署数据，我国进口猪肉占比较低，常年在 1%左右徘徊，整体对国内猪肉价格影响较小，国内猪肉主要由国内猪肉供给。

图 8：进口猪肉



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

国内猪肉供给主要受到几方面因素干扰，猪头供给量=生猪出栏量*出栏均重，生猪出栏量与能繁母猪存栏、PSY、肥猪存活率等指标相关：

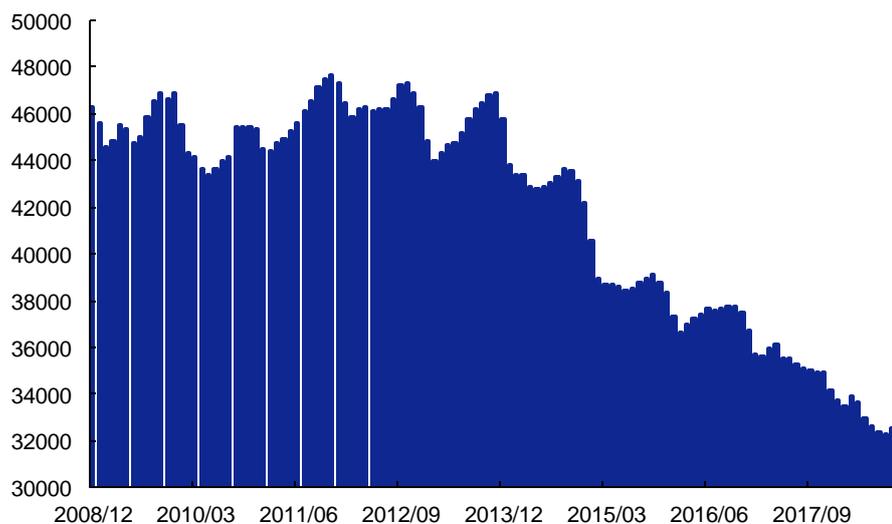
- **能繁母猪存栏量：**1) 养殖户根据盈利情况进行主动的调整；2) 重大疫病造成供给端被动调整；
- **PSY：**通常规模化养殖具有较高的PSY，上市公司约20~24；
- **肥猪存活率：**主要与疫病相关
- **出栏均重：**1) 疫病扩散，导致提前出栏，出栏均重下降；2) 亏损严重，压栏惜售，导致出栏均重上升。

2. 母猪产能拐点显现

2.1. 能繁母猪存栏

由于政府引导、环保倒逼（猪场拆迁）、资本进入（上下游企业转型）的影响，国内生猪养殖产业向西、向北转移速度加快，且 13 年后规模化发展明显提速，东部中小养殖企业面临较大发展压力，使能繁母猪存栏逐年下降，进而影响生猪存栏量。

图 9：国内生猪存栏量（万头）持续下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

本轮猪周期中，能繁母猪存栏下跌态势持续时间久，较上轮周期下跌周期更长。根据中国政府网数据，截止 2018 年 10 月能繁母猪存栏为 3098 万头，早已跌破农业部规定的 4800 万头警戒线。较以往周期巨大的不同是本轮猪周期显示能繁母猪存栏持续下降，而猪价持续低位震荡，这可能因为农业部样本采集点导致。

能繁母猪存栏影响 4 个月后仔猪出栏，与四个月后仔猪价格反向相关；10 个月后生猪出栏，因此能繁母猪存栏下降领先猪价上涨约 1 年。

图 10：能繁母猪存栏领先仔猪价格约 4 个月



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 母猪价格持续走低

能繁母猪价格可作为先行判断指标。从供需角度看，当自繁自养盈利上升，养殖户补栏积极性上升，对母猪需求增大，母猪价格上升；能繁母猪价格可作为补栏积极性的参考指标，与能繁母猪存栏呈正相关。2018年以来，特别是5月份以来，母猪价格持续回落，现在基本上已经回到历史偏底部区域—2014年左右水平，这反映了行业内受今年猪价下跌影响，以及对未来预期的影响，补栏的积极性有大幅下降。

图 11：自繁自养利润与母猪价格正相关（自繁自养左轴，母猪价格右轴）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从历史数据来看，能繁母猪价格走势领先生猪价格走势约 12 个月，呈反向关系。

图 12：能繁母猪价格与一年后生猪价格反向相关

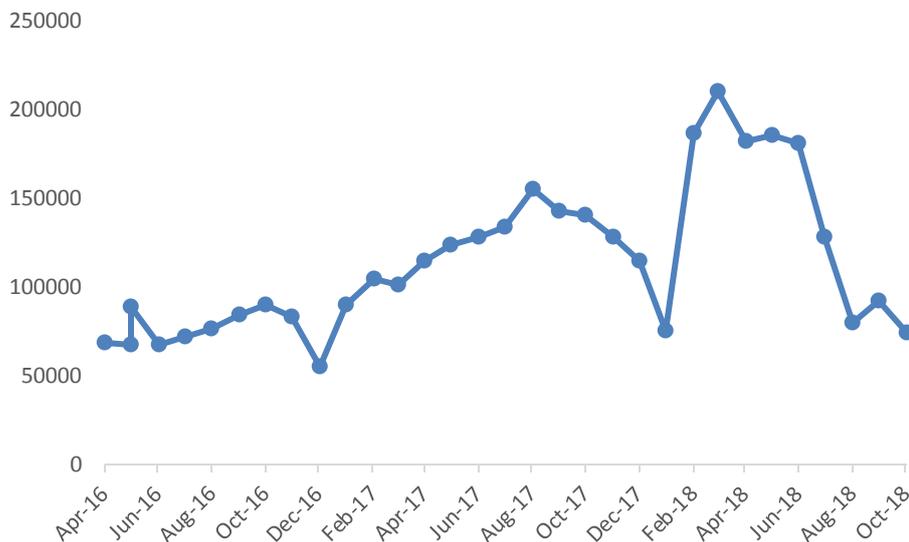


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.3. 淘汰母猪屠宰量同比上升

从 2018 年 2 月起淘汰母猪屠宰量出现同比大幅上升，根据农村农业部数据，2 月份同比上升约 78.6%、3 月同比上升 108.6%，4-6 月淘汰量有 40-50% 增长。8-10 月份，受到非洲猪瘟及猪价回暖影响，淘汰量有略微下降。从定点淘汰母猪屠宰量数据来看，行业淘汰积极性有所提升。

图 13：母猪淘汰量（单位：头）



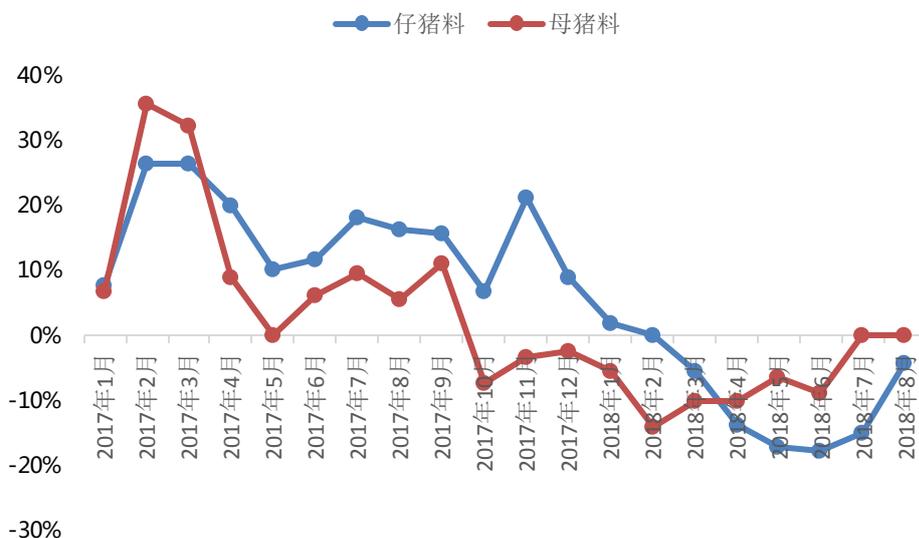
资料来源：农村农业部，安信证券研究中心

注明：监测范围为山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭等 4 个淘汰母猪集中屠宰地

2.4. 母猪饲料销量同比下降

据协会统计的 180 家饲料企业销量数据，母猪料从 2017 年 10 月开始持续出现同比下滑，2018 年 3 月起，仔猪料出现持续、约 20% 左右同比下滑，结合母猪淘汰量上升等数据，反应行业母猪存栏大概率下滑，反映出母猪的产能拐点显现。

图 14：仔猪料及母猪料同比销量数据



资料来源：中国饲料协会，安信证券研究中心

2.5. 干扰项：非洲猪瘟

2018年8月3日，辽宁省沈阳市沈北区确诊第一例非洲猪瘟疫情后，全国从北到南非洲猪瘟疫情频发，一度全国生猪调运冻结；随着10月1日起，河南、安徽、江苏疫情解禁，生猪跨省调运才开始有所恢复；11月10日随着安徽再次爆发猪瘟，截止12月5日，能够调运生猪省份仅有山东、新疆、海南及港澳台；

非洲猪瘟爆发省份及相邻省份禁止生猪外运，生猪外调省份如河南、湖南等地由于调运冻结，供大于求，省内猪价下行；广东等生猪调入省份由于无法调运生猪，省内供不应求，价格上升；非洲猪瘟使得跨省生猪调运量显著下滑，国内猪价出现区域性分化。

图 15：非洲猪瘟分布（截止 12 月 5 日）

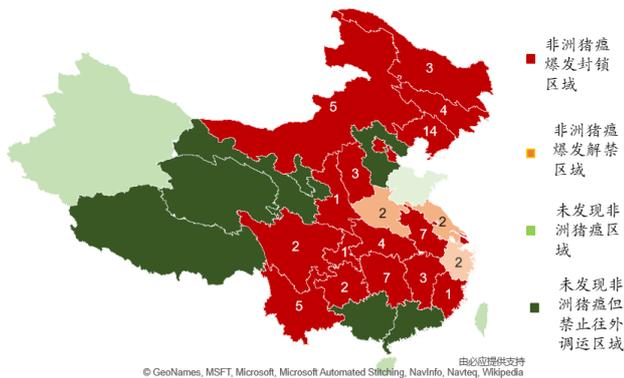
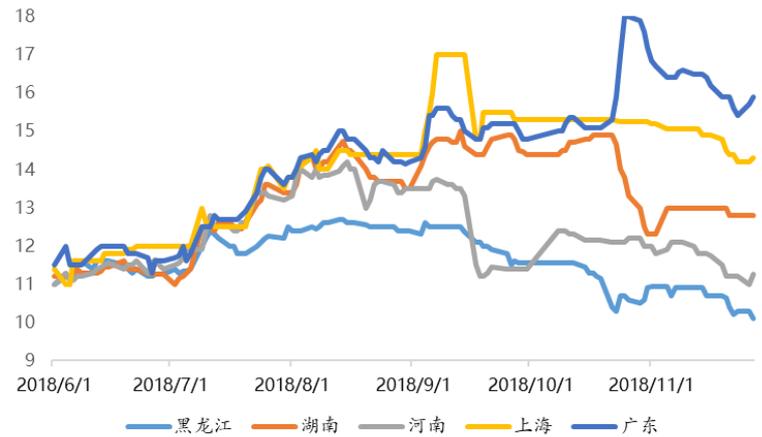


图 16：非洲猪瘟造成价格分化

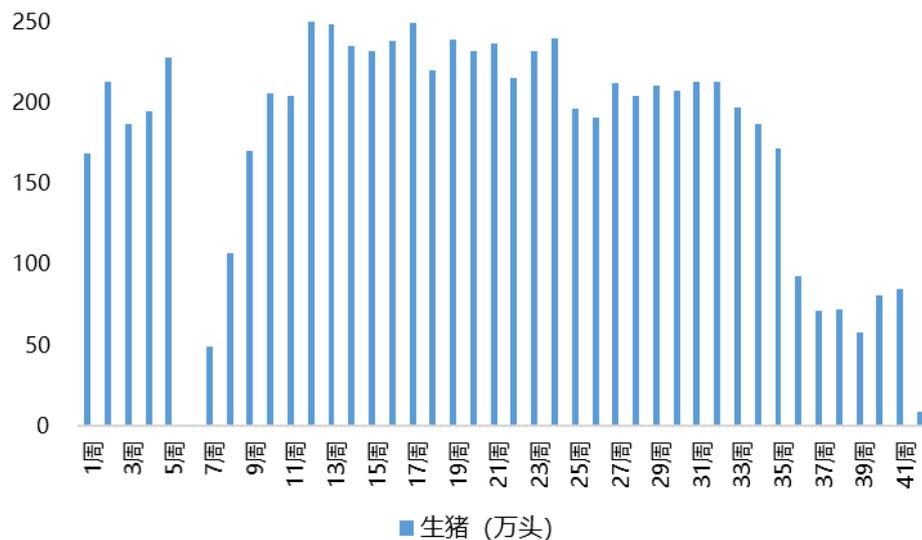


资料来源：农村农业部，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

我国生猪区域性调配量大幅下滑。生猪供需的区域性差异，主要通过生猪跨省调运实现：除春节期间调运量较小，基本每周跨省生猪调运量在 200 万头左右；2018 年 8 月起，随着非洲猪瘟爆发，跨省生猪调运量大幅下滑。

图 17：生猪跨省调运大幅下滑

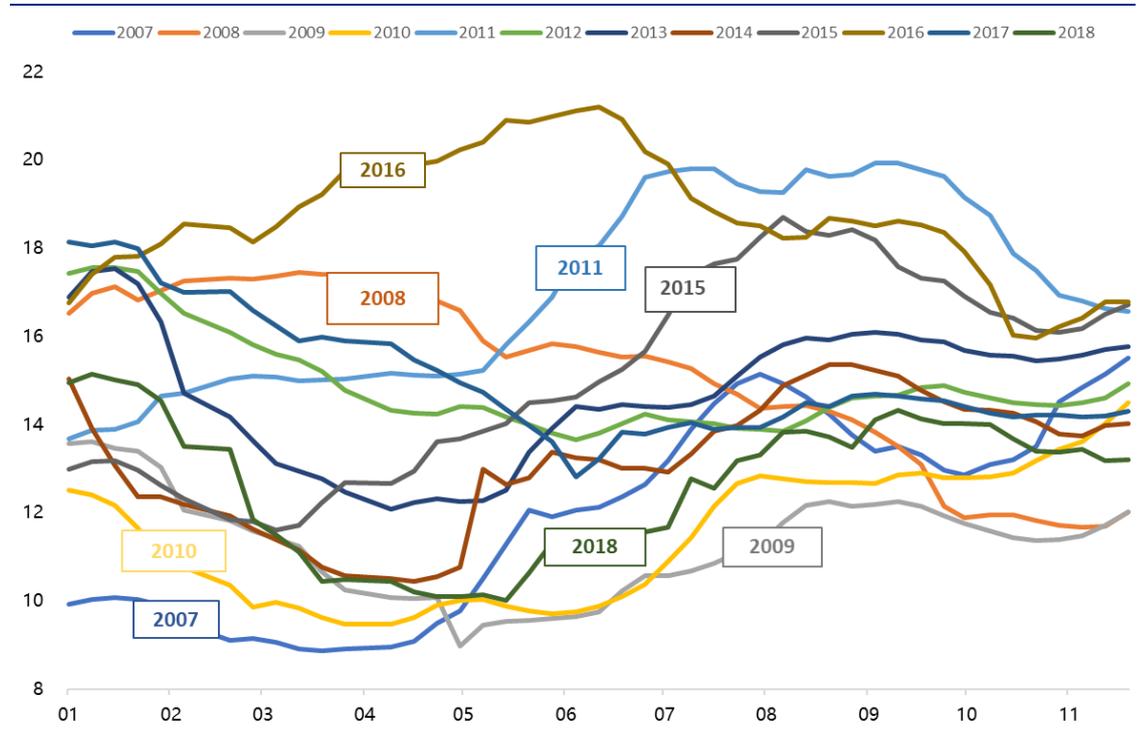


资料来源：农村农业部，安信证券研究中心

3. 过往 10 年猪价比较：年年岁岁花相似

通过对比过往十年猪价数据，我们发现猪价呈现明显季节性波动；同时对比不同年份猪价走势：2018 年与 2013 年、2017 年与 2012 年、2016 年与 2011 年、2015 年与 2010 年走势趋同。

图 18：过往 10 年猪价趋势比较



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 19：2018 年与 2013 年猪价走势比较



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：2017 年与 2012 年猪价走势比较



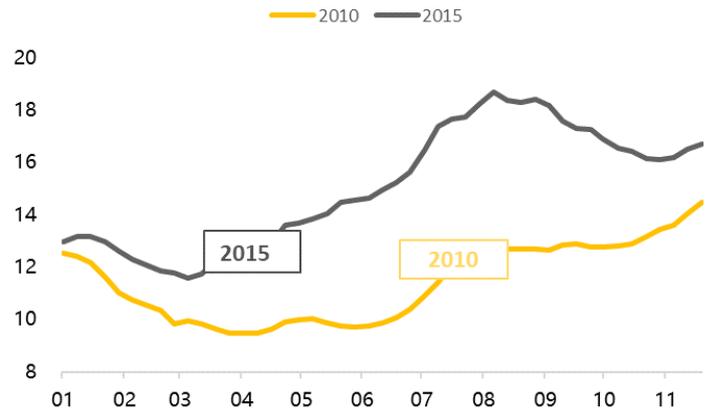
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21: 2016 年与 2011 年猪价走势比较



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 22: 2015 年与 2010 年猪价走势比较



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

4. 总结

从监测的数据以及专家意见的调研情况来看，我们认为母猪产能的拐点已经显现，从养殖股的布局、投资角度来讲，我们认为养殖股布局的时点不是猪价涨，而是看到产能的拐点，特别是产能明显的出清力度和通道，建议积极的看待养殖股的行情。**首推牧原股份**、温氏股份，其次天邦股份、正邦科技、唐人神、金新农、新希望、天康生物、大北农、海大集团等。

图 23：牧原价格与母猪价格相关性



资料来源：Wind，安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

李佳丰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034