



浙商证券

ZHESHANG SECURITIES

“浙”样看猪周期

——浙商农业猪周期研究框架



: 梁晗

执业证书编号: S1230518090004



: 021-80105915



: lianghan@stocke.com.cn



目录

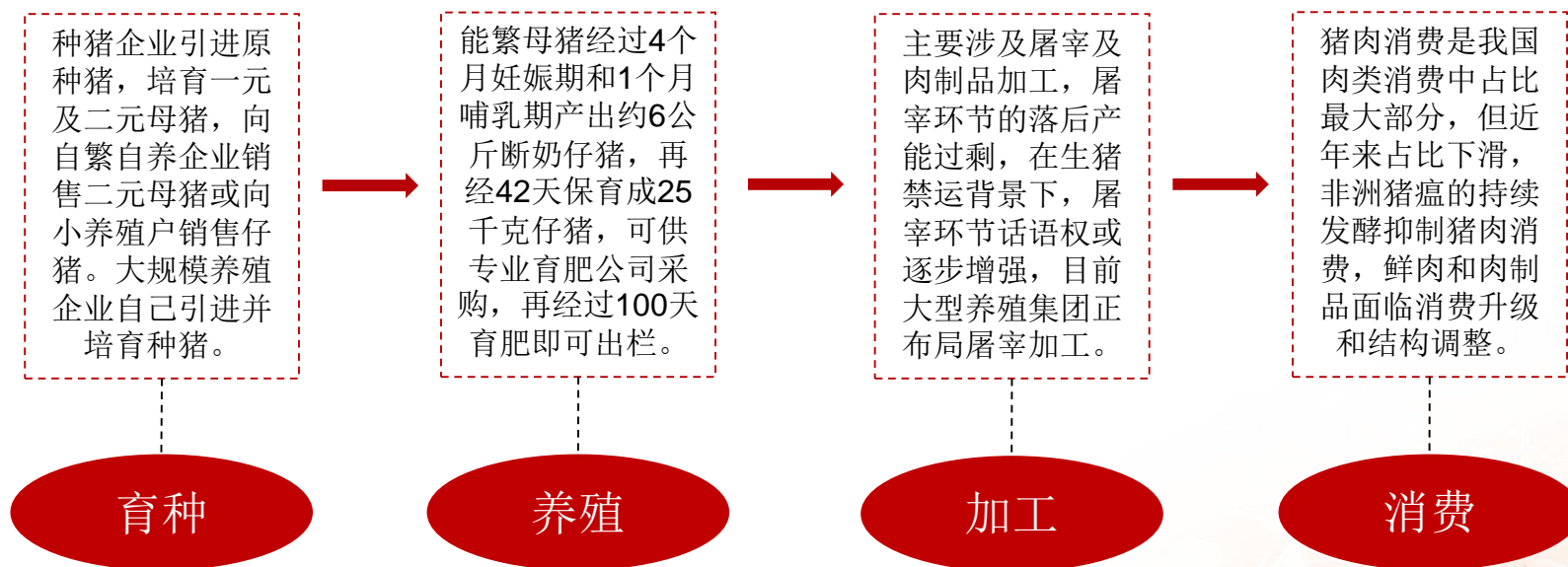
1. 生猪养殖产业链
2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降
3. 历史上的猪周期
4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转
5. 投资建议



1. 生猪养殖产业链

- 生猪养殖产业链自上而下包括4个环节：**育种-养殖-加工-消费**。目前国内原种猪基本依赖进口，自繁自养企业引进二元种猪进行育肥；养殖环节从母猪妊娠到生猪出栏约需10个月；加工环节涉及屠宰及肉制品加工，因生猪禁调，屠宰企业话语权或提升；消费端，猪肉消费占比最大但呈下降趋势，鲜肉和肉制品面临消费升级和结构调整。

图：生猪养殖产业链



资料来源：浙商证券研究所

1. 生猪养殖产业链

- 1.1 种猪 国外育种技术已经成熟，且行业集中化程度极高。目前全球生猪育种大国主要有美国、加拿大、丹麦、法国和英国等，养殖量较大的品种主要来源于美国和欧洲，包括约克夏、长白、杜洛克等。国际大型种猪企业包括PIC国际种猪集团、荷兰海波尔、丹育国际等，前四大种猪销售企业的年种猪销量约为600万头。

表：主要种猪品种简介

品种	原产地	时间	品种简介
约克夏 (Yorkshire)	英国	1852	以英国当地猪为母本，引入广东猪杂交育成。既可以做父本、又可以做母本，现有加、法、丹和美等品系。料肉比3.79，产仔数7~9头/窝，瘦肉率54.56%，屠宰率74.63%
长白猪 (Landrace)	丹麦	1896	选育方向为母系种猪，现有有加、法、丹和美等品系，繁殖力强，肉质优良，产仔数10~12头/窝，屠宰率73%
杜洛克 (Duroc)	美国	1883	终端父本用，毛色中有中红、暗棕色和白色，育肥期日增重750g以上，料肉比2.5~3.0，产仔数10.9头/窝，瘦肉率在60%以上，屠宰率75%
汉普夏 (Hampshire)	美国	1904	父本用，皮薄，瘦肉率高，产仔数9头/窝，瘦肉率61%~62%，屠宰率73.05%
皮特兰 (Pietrain)	比利时	1919	终端父本用，应激敏感严重，瘦肉率高，产仔数10头/窝，日增重700g左右，瘦肉率70%，屠宰率76%

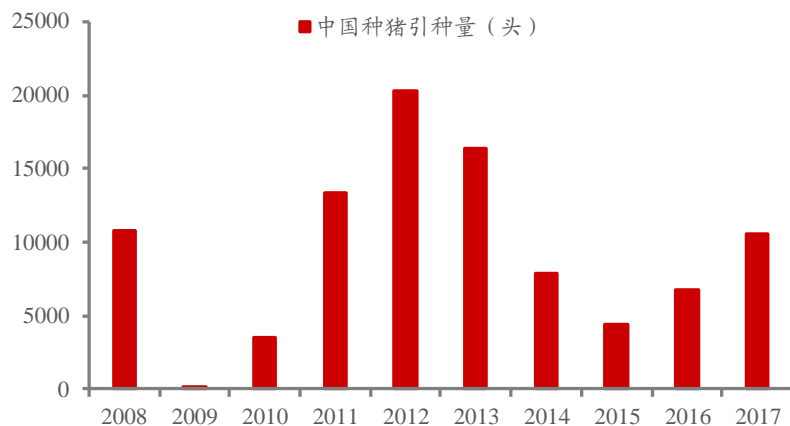
资料来源：浙商证券研究所



1. 生猪养殖产业链

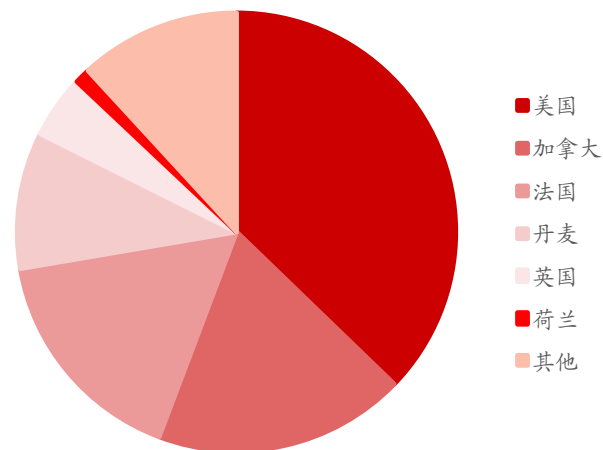
- 1.1 种猪 国内种猪基本依靠进口，结构方面美加法系三分天下。由于国内原种繁育技术相对落后，生猪主要品种基本源于国外。2017年中国进口种猪10527头，同增56.5%，结构上，近10年美国、加拿大、法国的引种占比分别为37.2%、18.5%、16.6%。

图：中国种猪引种量



资料来源：中国种猪信息网，浙商证券研究所

图：中国种猪引种结构



1. 生猪养殖产业链

- 1.1 种猪 国内种猪基本依靠进口，结构方面美加法系三分天下。国内种猪场向引进国外祖代种猪，通过同品种纯繁扩充祖代产能，并通过纯种母猪和公猪杂交生产父母代二元种猪，在国内种猪市场销售。自繁自养企业向种猪场购买二元母猪，产仔育肥后出栏，更小规模的养殖户直接购买仔猪，育肥100天后出栏销售。

表：2017年中国种猪引种情况

时间	引种企业	原产地	引种量(头)
2月27日	吉林中粮等	丹麦	252
6月13日	云南神农育种有限公司	美国	1057
6月18日	宜阳县新大种猪育种有限公司、天津市宁河原种猪场、东瑞集团、天津宝迪等6家企业	美国	1012
7月20日	广西农垦永新畜牧集团有限公司良圻原种猪场	法国	962
10月9日	云南神农育种有限公司	美国	900
10月19日	江油新希望海波尔种猪育种有限公司、山东海波尔六和育种有限公司	加拿大	300
10月25日	广东温氏集团	加拿大	655
10月26日	宜阳县新大种猪育种有限公司	法国	600
11月23日	四川铁骑力士牧业科技有限公司	加拿大	587
12月6、14日	襄阳正大农牧食品有限公司	法国	1204
12月14日	滨州托佩克种猪有限公司	美国	971
12月21日	加夫集团	美国	1052
12月21日	黑龙江天兆猪业有限公司	法国	975

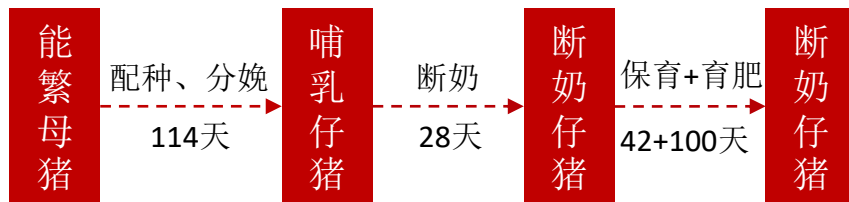
资料来源：中国种猪信息网，浙商证券研究所



1. 生猪养殖产业链

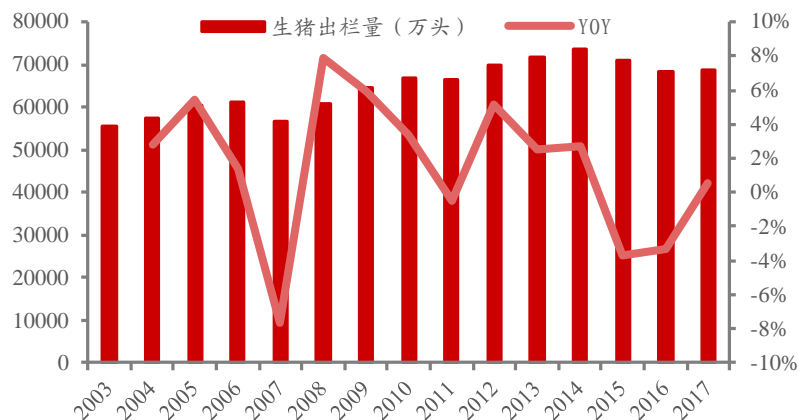
- 1.2 养殖规模：出栏量年度变动较小，养殖模式大致分为3类。整个生猪养殖包括配种-分娩-断奶-保育-育肥-出栏等环节，持续时间约10个月。我国生猪出栏量为每年7亿头左右，年度间变化最大为7.9%，近年来生猪出栏量的变动幅度减小，基本不超过3%。

图：生猪养殖主要环节



资料来源：Wind，浙商证券研究所

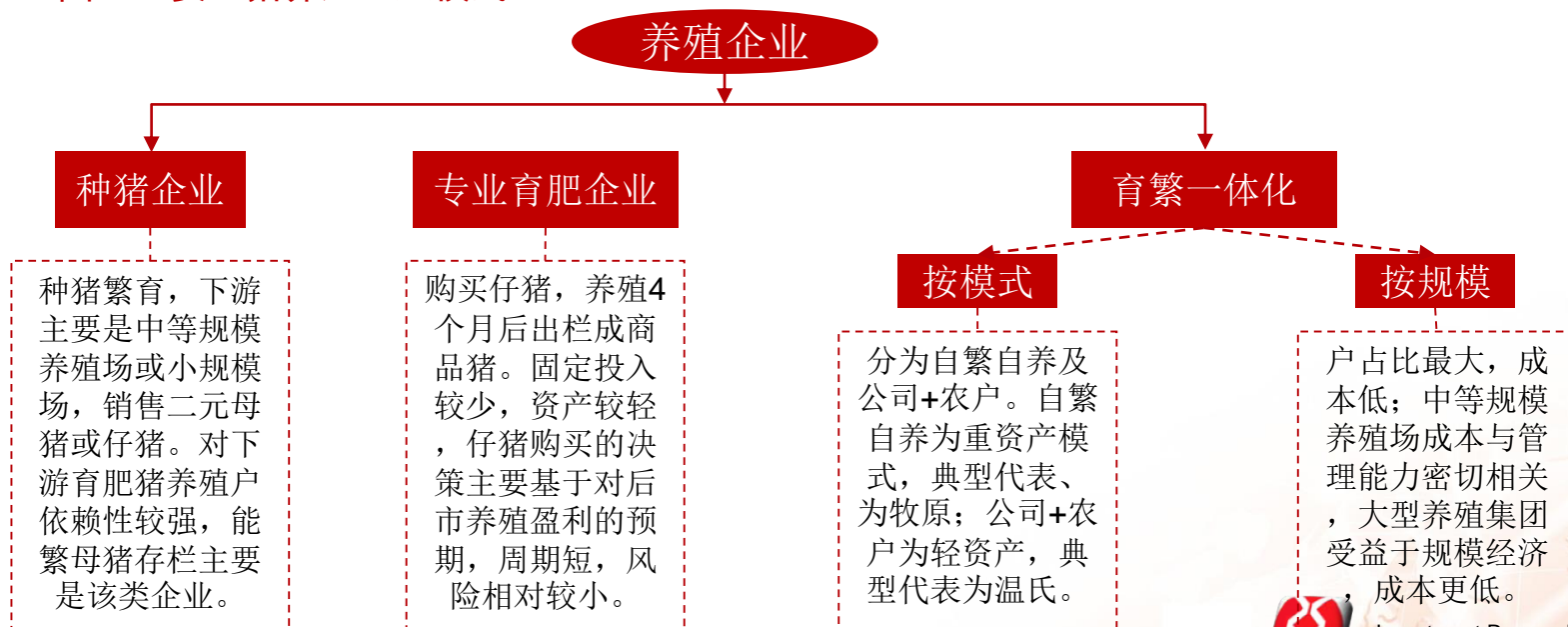
图：生猪出栏量及变动



1. 生猪养殖产业链

- 1.2 养殖规模：出栏量年度变动较小，养殖模式大致分为3类。养殖模式方面，根据不同环节可分为种猪企业、专业育肥企业和育繁一体化企业，其中育繁一体化按模式可分为自繁自养及公司+农户形式，按规模又可分为散养户、中等规模企业、大型养殖集团等，一般以年出栏规模500头以下为散养户，5万头以上为大型养殖集团，随着养殖规模化程度的提升，5万头以上养殖规模出栏占比由2007年的0.5%提升到2016年的3%。

图：主要生猪养殖企业模式



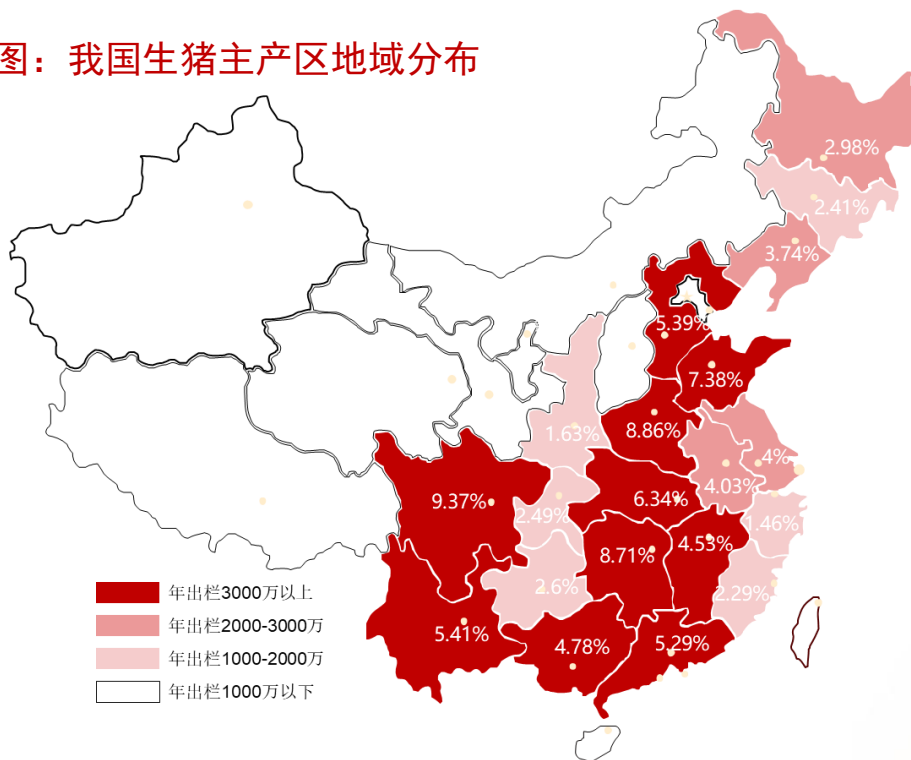
资料来源：浙商证券研究所



1. 生猪养殖产业链

- 1.3 地域分布：主产区位于华北、华中及长江流域，四川、河南、湖南、山东等为养殖大省。2017年生猪出栏排名前3的省份分别为四川、河南、湖南，占比分别为9.37%、8.86%和8.71%，是主要调出省。2016年猪肉产量前10省份合计生产猪肉3398万吨，省内消化2580万吨，剩下24%需外调，河南、山东、湖南外调量排名前3，分别为288万吨、194万吨、193万吨，占其省内消费量的比重分别为178%、102%、80%。

图：我国生猪主产区地域分布

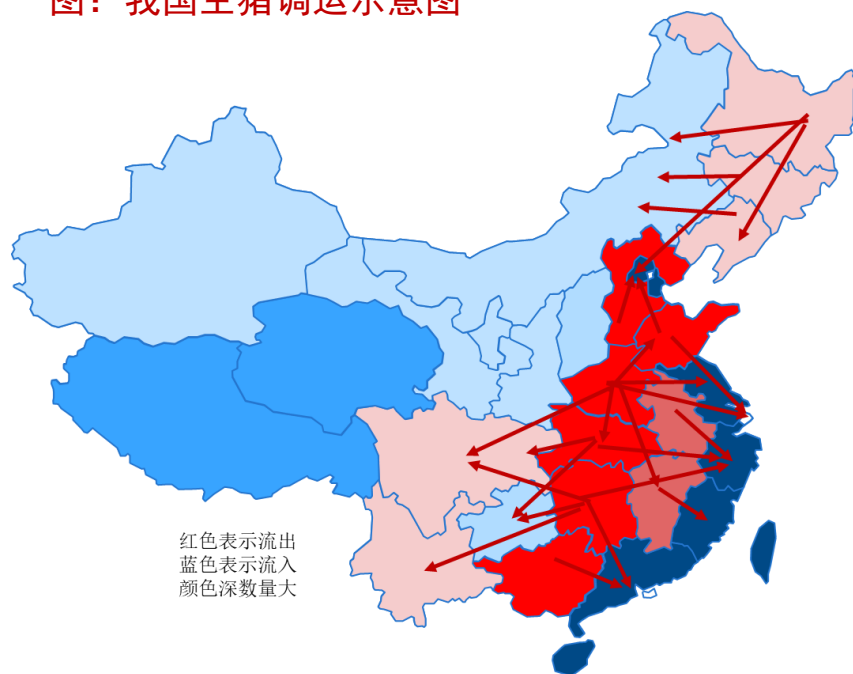


资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

1. 生猪养殖产业链

- 1.3 地域分布：长三角、珠三角及环渤海地区是生猪主要销区，广东、上海、浙江等省市猪肉调入量居前。大体上，产销区供给存在对应关系，浙江、上海等长三角地区的供给主要源于河南、湖北等省份，南方珠三角的生猪供给主要源于四川、两广、湖南等地，环渤海生猪供给多来自于河北、山东等省。2016年广东、上海、浙江、北京猪肉供给缺口分别达195、168、148、113万吨，猪肉调运量近一半供应上述省市，上海、北京的对外依存度均超过80%。

图：我国生猪调运示意图



资料来源：浙商证券研究所

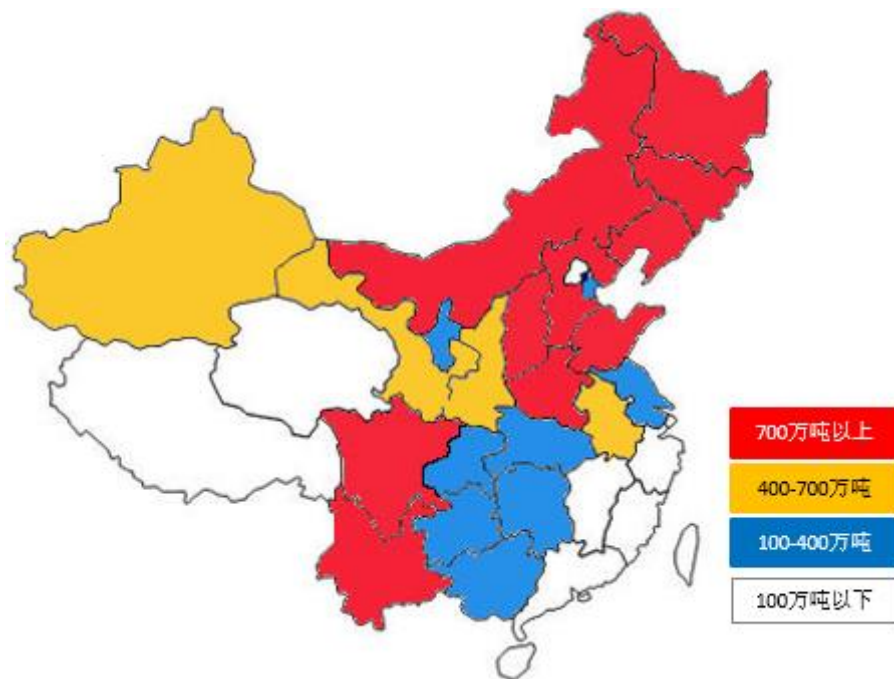
表：非洲猪瘟爆发后定点调运情况

省份	定点调运情况
山东	9月20日与浙江达成每天供应600吨生猪产品的对接 10月20日与浙江达成每月供应1000吨生猪产品的对接
河南	11月1日与上海达成每天供应1000吨猪肉产品的对接 11月26日与重庆达成每月供应180000多吨生猪产品的对接
吉林	10月19日农业部同意吉林实施“点对点”生猪调运
黑龙江	11月14日与广东开展生猪产品产销对接 11月26-28日与西藏开展生猪产品产销对接
青海	11月19-20日暂定河南漯河双汇、商丘贵友实业、新乡高金食品、开封福润肉类食品、陕西渭南生秦肉类加工、咸阳双汇食品等6家大型生猪定点屠宰企业为猪肉产品有限入青企业

1. 生猪养殖产业链

- 1.3 地域分布：生猪产销地域结构主要受政策及饲料原料产区分布影响。因环保政策及土地限制，长三角及珠三角生猪养殖发展受限，而华北、华中、西南与沿海城市相比，经济发展相对滞后，畜牧业发展的政策支持力度更大。同时，饲料是生猪养殖中成本占比最大部分，而玉米又是主要饲料原料，在华北、华中、西南等玉米主产区发展生猪养殖成本优势显著。

图：我国玉米产区分布



资料来源：浙商证券研究所

1. 生猪养殖产业链

- 1.4 养殖成本：饲料占半壁江山，中美成本差异主要在饲料和人工方面。养殖成本主要包括饲料、人工、机器厂房、防疫、水电等，其中饲料成本占比达50%以上。中美完全养殖成本分别为13元/公斤和9元/公斤左右，中国饲料、人工成本均接近美国的2倍，主要原因在于美国饲料主原料玉米价格（2017年均价约864元/吨）远低于国内玉米价格（2017年均价1712元/吨），且美国机械化程度远高于国内，大幅节约人工成本。

表：中美养殖成本对比

分项	美国养殖成本	占比	中国养殖成本	占比
饲料	4.5	51.7%	8.0	62.0%
人工	1.2	14.0%	3.7	28.8%
机器厂房	2.0	22.9%	0.1	1.1%
水动力	0.3	3.4%	0.1	1.1%
医疗防疫	0.4	4.8%	0.2	1.6%
三费等其他	0.3	3.1%	0.7	5.4%
合计	8.7	100.0%	12.9	100.0%

资料来源：浙商证券研究所

1. 生猪养殖产业链

- 1.4 养殖成本：敏感性分析——饲料原料价格上涨对自繁自养影响大于外购仔猪。通过敏感性分析，若玉米、豆粕价格均上涨15%，自繁自养生猪养殖成本上涨5.58%，外购仔猪养殖成本上升4.23%。整体上，原料价格上涨对养殖成本抬升有限，随着规模化和养殖技术的提高，成本中枢呈下降趋势。

表：饲料原料价格上涨对自繁自养生猪养殖成本的敏感性分析

		玉米价格涨幅				
		5%	8%	10%	12%	15%
豆粕 价格 涨幅	5%	1.86%	2.53%	2.98%	3.42%	4.10%
	8%	2.31%	2.98%	3.42%	3.87%	4.54%
	10%	2.61%	3.28%	3.72%	4.17%	4.84%
	12%	2.90%	3.57%	4.02%	4.47%	5.14%
	15%	3.35%	4.02%	4.47%	4.91%	5.58%

表：饲料原料价格上涨对外购仔猪生猪养殖成本的敏感性分析

		玉米价格涨幅				
		5%	8%	10%	12%	15%
豆粕 价格 涨幅	5%	0.56%	0.90%	1.24%	1.58%	1.92%
	8%	0.79%	1.13%	1.46%	1.80%	2.14%
	10%	1.01%	1.35%	1.69%	2.03%	2.37%
	12%	1.24%	1.58%	1.92%	2.25%	2.59%
	15%	1.46%	1.80%	2.14%	2.48%	2.82%

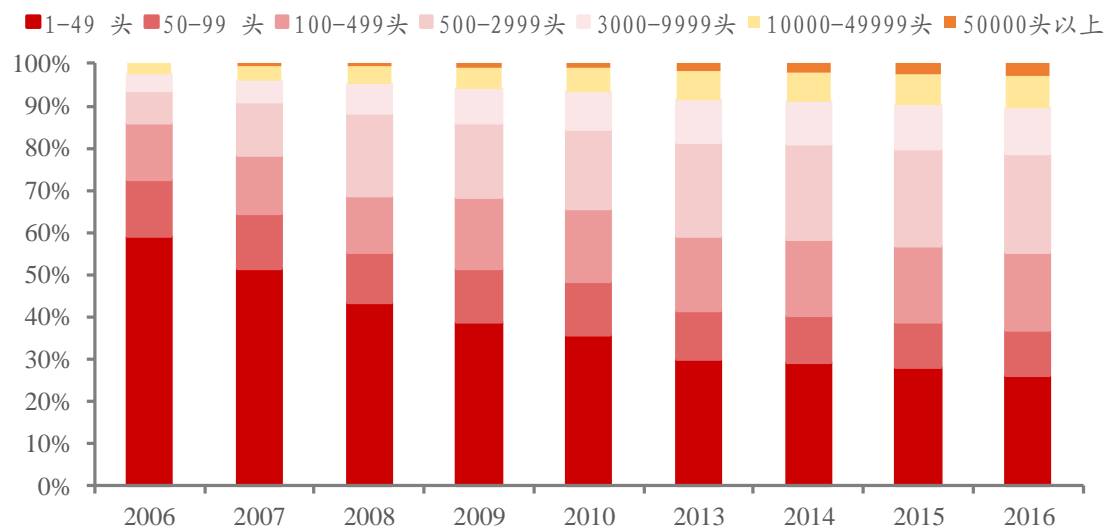
资料来源：浙商证券研究所



1. 生猪养殖产业链

- **1.5 竞争格局：行业市场集中度低，规模化程度提升，散养户加速淘汰。** 2016年5万头以上养殖规模出栏占比仅3%，国内最大生猪养殖企业出栏占比仅3%，而美国最大生猪屠宰加工企业市场份额占比高达30%。随着城镇化的发展及大型养殖集团的产业整合，叠加环保等政策驱动，50头以下的养殖规模出栏占比由2006年的59%降到2016年的26%，5万头以上养殖场数量由50涨至311。

图：中国生猪养殖规模化程度逐渐提升



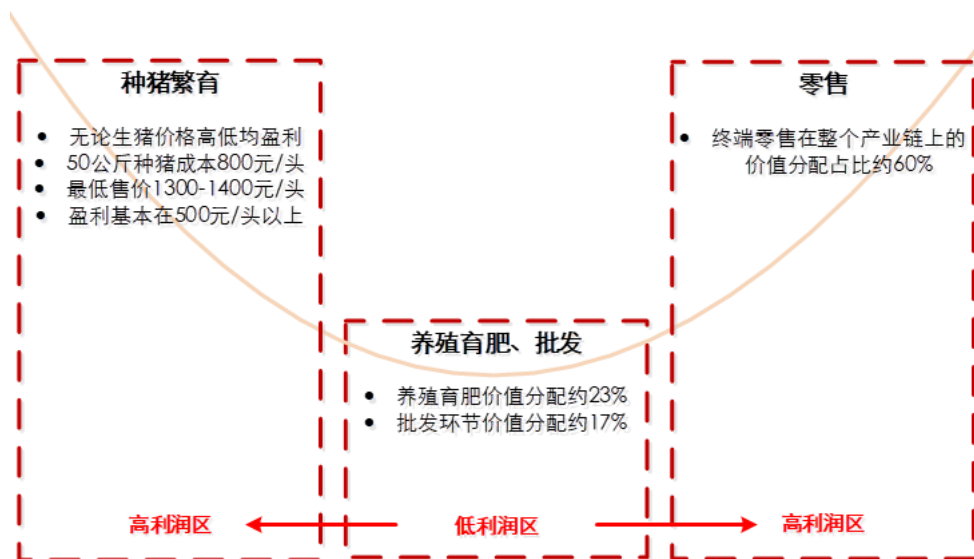
资料来源：畜牧业年鉴，浙商证券研究所



1. 生猪养殖产业链

- 1.6 产业链利益分配的微笑曲线：种猪场、零售环节利润分配较高，商品猪育肥、批发环节利润分配较低。据USDA统计，整个养殖环节中，养殖场、批发商和零售商的利润分配比例约为23%、17%、60%，下游环节的利润较高。细分到养殖各环节，商品猪养殖的盈亏随猪价周期波动，但种猪场母猪的最低售价约1300-1400元/头，只要以种猪售出，无论猪价多低，均可盈利，因此养殖各环节中，上游种猪繁育的利润整体高于商品猪育肥。

图：生猪养殖产业链的“微笑曲线”



资料来源：USDA，浙商证券研究所

目录

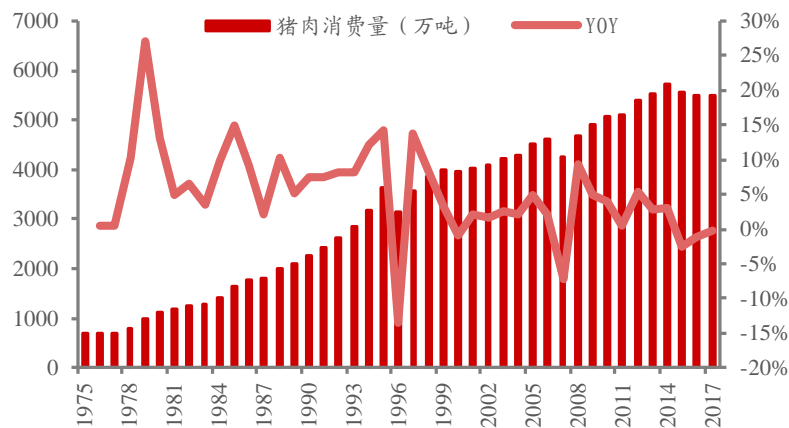
1. 生猪养殖产业链
- 2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降**
3. 历史上的猪周期
4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转
5. 投资建议



2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

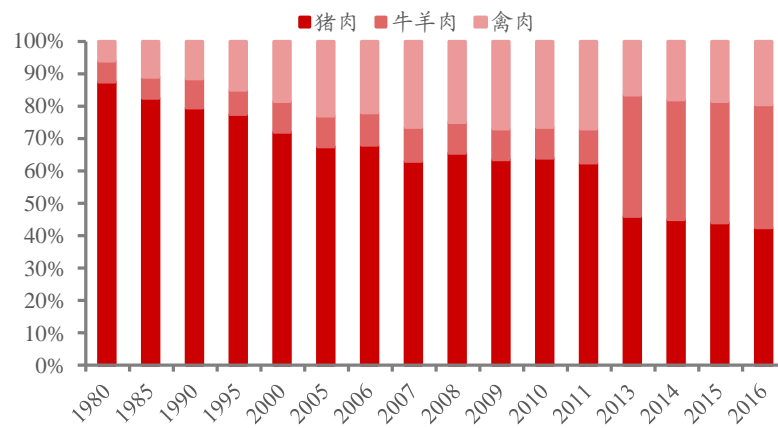
- 2.1 近3年猪肉消费量及占比均呈下降趋势。我国的肉类消费结构中，猪肉始终是占比最大部分，但2013-2016年猪肉消费占比下降3.57pct，2014-2017年猪肉消费量减少4%。整体上猪肉消费由稳步增长到需求下滑，因此对生猪养殖行业来说，产能需要更惨烈的淘汰才能引起供需格局扭转。

图：近3年中国猪肉消费量开始下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

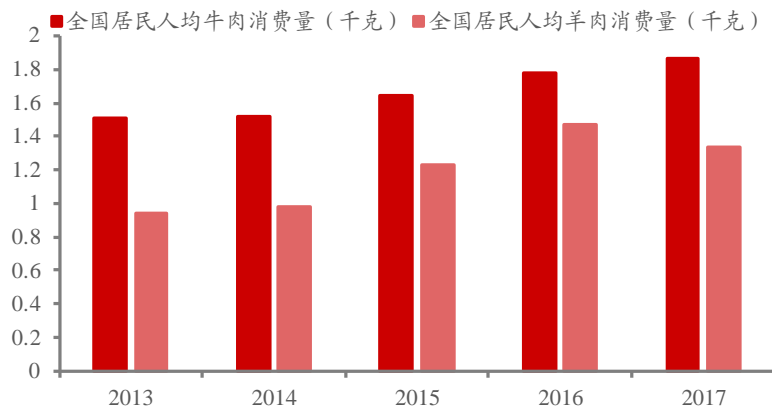
图：近3年中国猪肉占比下滑



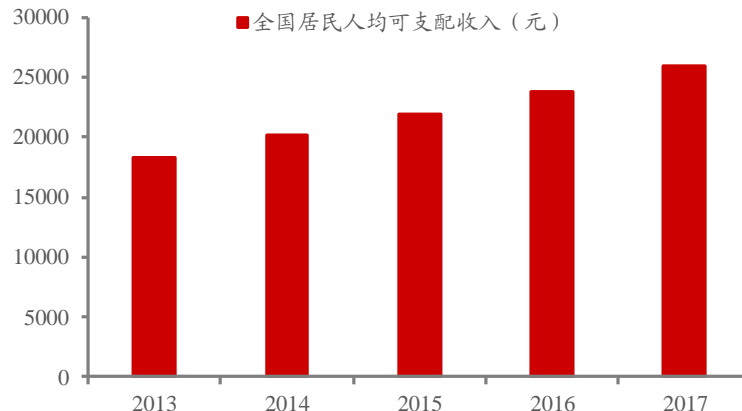
2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

- 2.2 居民收入提升和消费习惯变迁是猪肉需求变动主因。与猪肉相比，牛羊肉具有高蛋白质低脂肪低胆固醇的特点，居民收入提升后为改善生活质量，牛羊肉消费呈增长态势，导致猪肉消费占比下降。同时，少数民族和西方餐饮习惯潜移默化的影响及肉类消费的多元化也挤占猪肉需求空间。

图：人均牛羊肉消费量呈增长态势



图：居民和支配收入增加

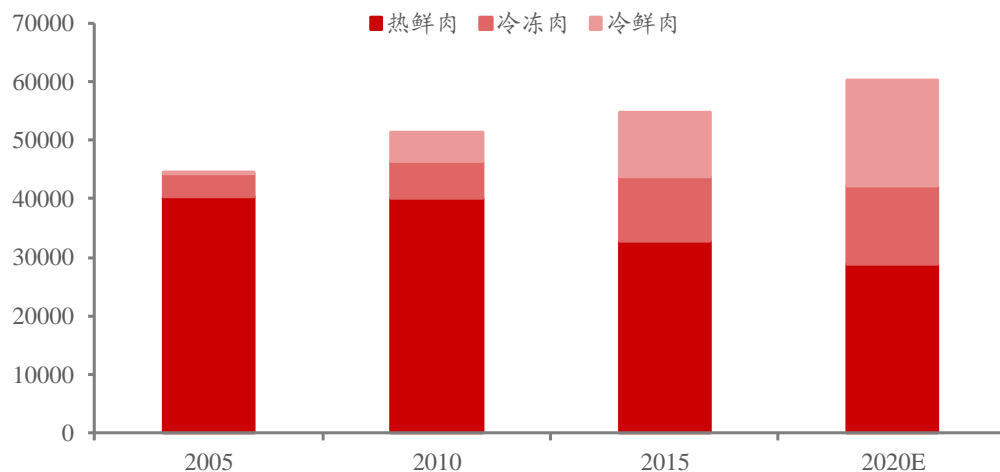


资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

- 2.2 居民收入提升和消费习惯变迁是猪肉需求变动主因。猪肉消费方面，国内居民偏好热鲜肉，随着冷链物流及商超渠道的发展，冷鲜肉消费占比呈上升态势。且因非洲猪瘟向全国蔓延，生猪禁运后，热鲜肉供给受限，居民猪肉消费必然向冷鲜肉转移。据中商产业研究院数据，2005-2015年冷鲜肉消费占比由2%增至20%，预计2020年冷鲜肉消费占比或达30%。

图：冷鲜肉消费占比提升

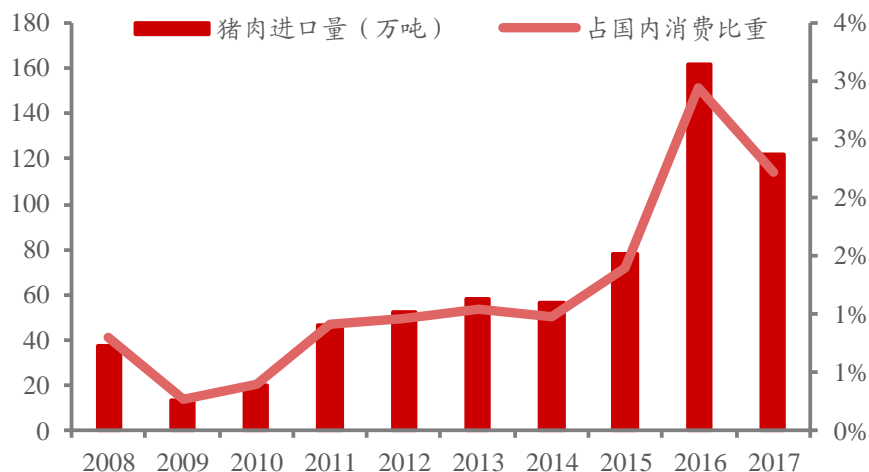


资料来源：中商产业研究院，浙商证券研究所

2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

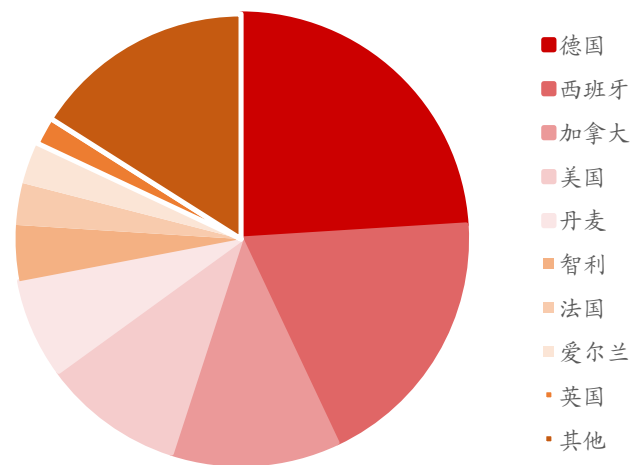
- 2.3 进口肉消费占比较小，贸易摩擦背景下，进口肉已无价格优势。2009年以来，猪肉进口量呈上升态势，占总消费量的比重不超过3%，进口肉对国内消费影响有限。国别方面，德国、西班牙、加拿大、美国等为主要进口来源国，2017年4国进口合计占比为65%。分别为24%、19%、12%、10%。价格方面，加征25%关税后，美国进口猪肉关税约60%，进口肉与国内价格相比已无优势。

图：中国猪肉进口量及占国内消费比重



资料来源：Wind，浙商证券研究所

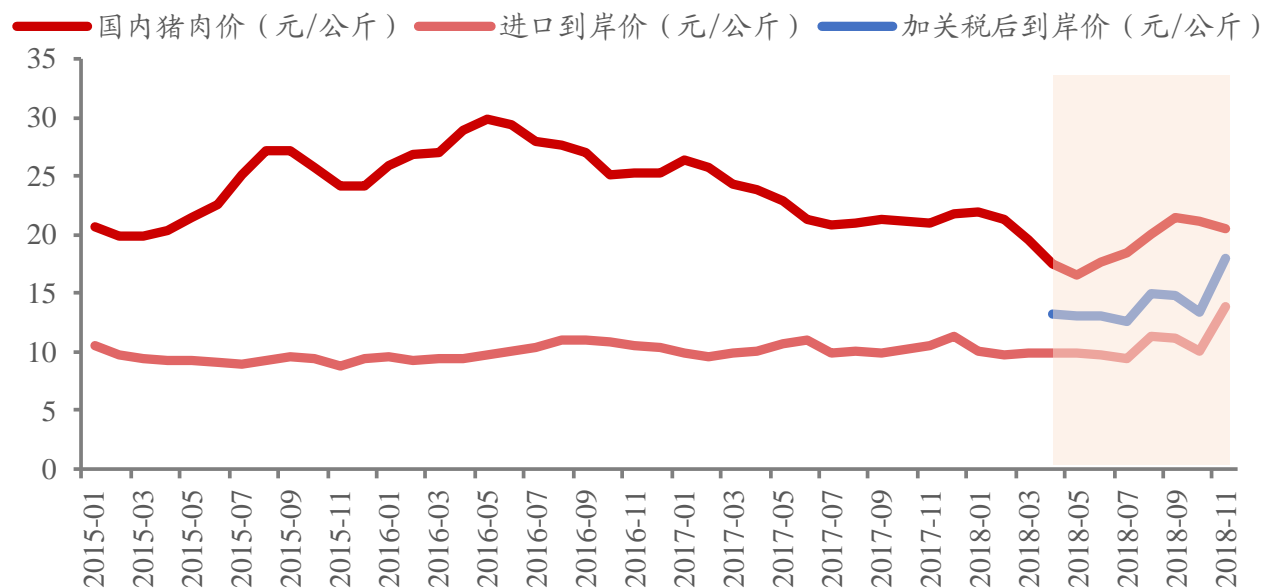
图：猪肉进口国别结构



2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

- 2.3 进口肉消费占比较小，贸易摩擦背景下，进口肉价差收窄。价格方面，加征25%关税后，我们测算美国进口猪肉价格涨幅超过30%，综合税率超过100%，在当前猪肉价格较低的情况下，美国进口猪肉与国内猪肉价差逐渐收窄。

图：美国猪肉进口价格与国内猪肉价格比较



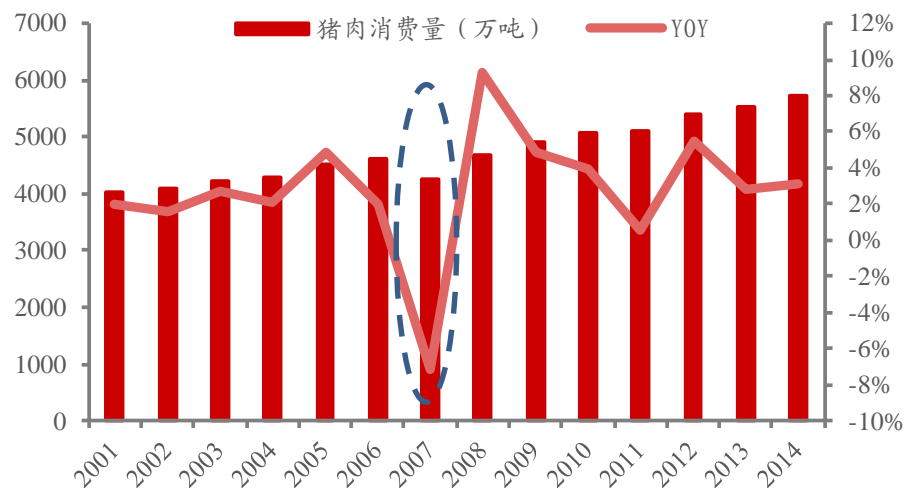
资料来源：Wind，USDA，浙商证券研究所



2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降

- 2.4 预计猪肉消费需求仍呈下降趋势。我们判断未来猪肉消费需求稳中略降的趋势仍将延续，主要原因在于：1、非洲猪瘟疫情影响。2006-2007年为猪蓝耳疫情高发期，在猪肉消费需求整体呈上升态势的情况下，猪肉消费量在2007年大幅下滑7.2%，目前非洲猪瘟已蔓延至全国，预计未来疫情爆发将常态化，受疫情影响，猪肉需求或将继续下滑。2、在饮食结构日益多元化背景下，外出用餐中牛羊肉、鱼肉、海鲜等其他肉类占比提升，挤压猪肉消费需求。

图：2007年因猪蓝耳疫情影响猪肉消费大幅下滑



资料来源：Wind，浙商证券研究所

目录

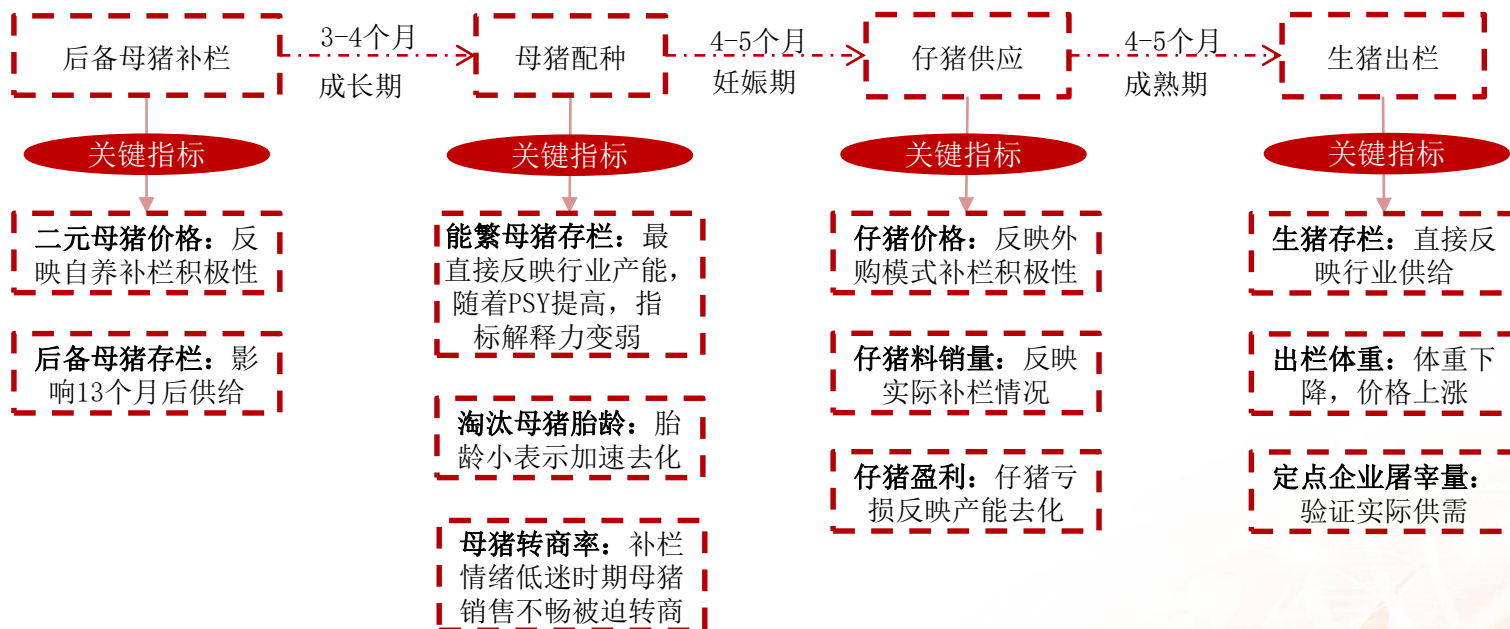
1. 生猪养殖产业链
2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降
- 3. 历史上的猪周期**
4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转
5. 投资建议



3. 历史上的猪周期

- 猪周期通常持续3-4年，猪价上涨——养殖户观望——母猪少量补栏——生猪价格持续上涨——大量补栏，供应增加——供过于求，猪价下跌——淘汰母猪——生猪供应减少——供不应求，猪价触底反弹。

图：猪周期分析重要指标



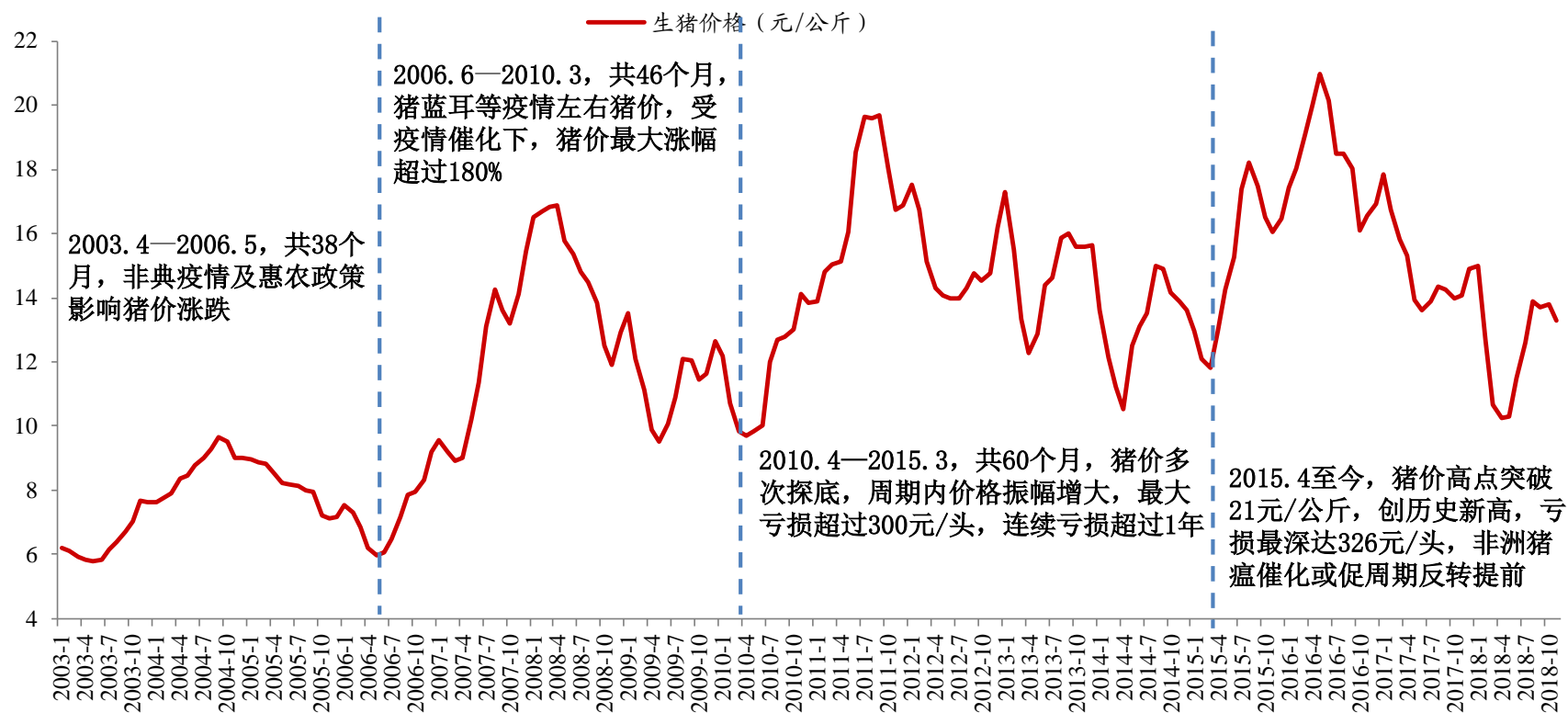
资料来源：浙商证券研究所



3. 历史上的猪周期

- 总结历史上几轮周期，供需格局的变化引发周期反转，而不同周期的主要驱动因素亦不相同。

图：最近几轮猪周期价格走势



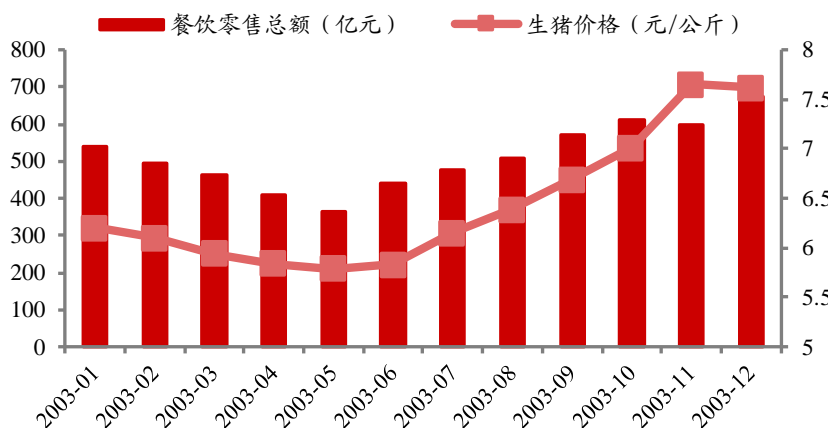
资料来源：Wind，农业部，浙商证券研究所



3. 历史上的猪周期

- 3.1 2003-2006年猪周期：疫情及政策变化通过需求端传导，能繁母猪及生猪存栏是有效指标。2003年非典爆发后隔离使流通受阻，产需错配、供求结构失衡，2003年1-5月餐饮零售总额下滑32%，拖累猪肉需求，猪价应声下跌；2003年7月疫情缓解，配合农业税减免、种粮直补等惠农政策，农民收入提高，农村居民人均猪肉消费量由2004年的13.5公斤大幅增至2005年的15.6公斤，需求回升推动猪价上涨；到2005年能繁母猪和生猪存栏上升，供给增加，下半年四川链球菌事件爆发，需求恶化，猪价因而回落，至2006存栏降至低点，猪价方企稳。

图：餐饮零售总额与猪价变动趋势一致



表：农业优惠政策

时间	政策优惠	内容
2003	直接补贴	13个粮食主产省（区）试点粮食直补，补贴额达到119亿元，超过承诺的100亿元规模
2004	农业税减免	十届人大二次会议通过决议：2004年取消农业特产税，五年内逐步取消农业税，到2005年，全国已经全面取消了农业税。
2004	良种、农机购置补贴	中央财政安排28亿元，对农民使用小麦和大豆的优良品种提供补贴，政府对农民购置大型农业机械提供直接补贴
2006	农用生产资料综合直补	财政新增补贴资金120亿元用于对种粮农民柴油、化肥等农业生产资料增支实施综合直补。

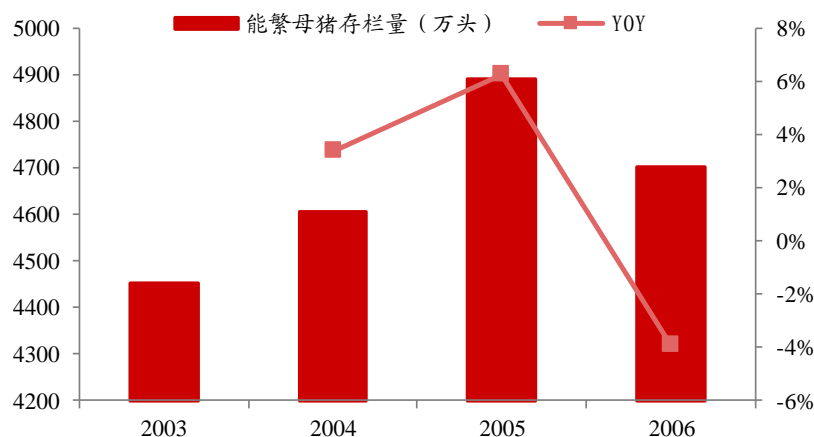
资料来源：Wind，浙商证券研究所



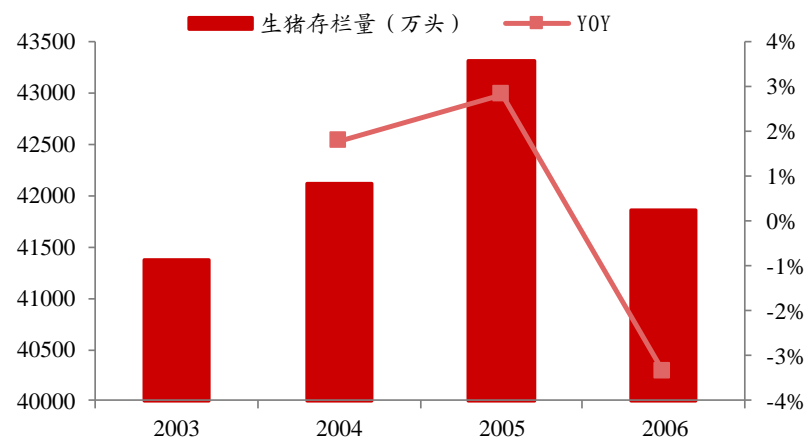
3. 历史上的猪周期

- 3.1 2003-2006年猪周期：疫情及政策变化通过需求端传导，能繁母猪及生猪存栏是有效指标。本轮周期中，能繁母猪和生猪存栏的变化是有效指标，2003-2005年能繁母猪存栏持续上行，因供给持续增加，2004年9月开始到整个2005年猪价均处于下行通道，到2006年能繁母猪从上年高位开始下行，猪价也于2006年5月开始企稳回升。

图：2003-2006年能繁母猪存栏变化



图：2003-2006年生猪存栏变化

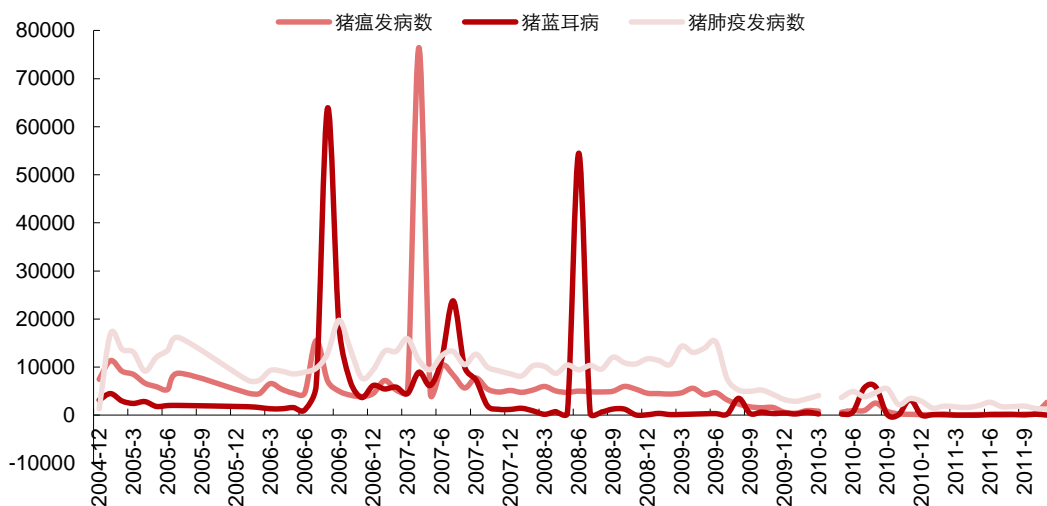


资料来源：农业部，浙商证券研究所

3. 历史上的猪周期

- **3.2 2006-2010年猪周期：猪蓝耳等疫情是最重要因素。**2006年夏季猪蓝耳疫情蔓延，发病猪群死亡率10%-30%，加剧前期母猪淘汰导致的生猪供给不足，猪价开始快速上涨；2008年因高猪价养殖户补栏积极，随后瘦肉精和猪流感打压需求，猪价掉头向下；2009年下半年，政府调控启动猪肉收储，猪价小幅反弹；2009年末到2010年初，干旱爆发叠加疫情抬头，养殖户恐慌出栏致猪价下跌，2010年3月因储备肉启动，猪价开始回升。

图：2006-2010年周期猪蓝耳等疫情爆发情况

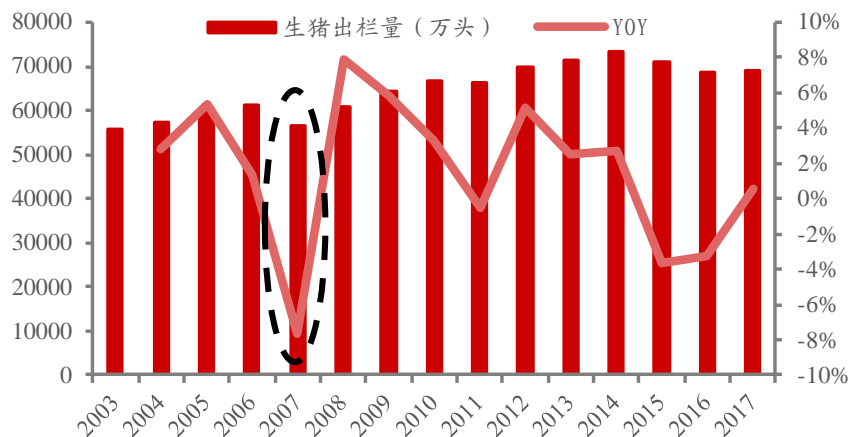


资料来源：浙商证券研究所

3. 历史上的猪周期

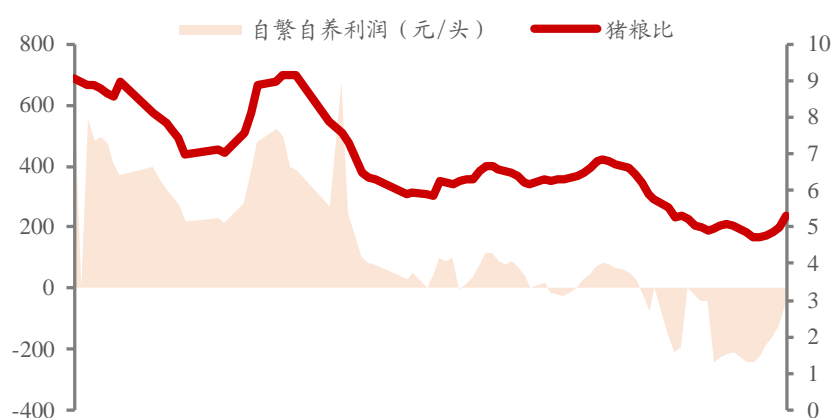
- **3.2 2006-2010年猪周期：猪蓝耳等疫情是最重要因素。** 本轮周期中的疫情无疑是关键因素，因猪蓝耳爆发，猪群大量死亡，产能迅速去化，比自然亏损状态下的自发淘汰更迅速，2007年生猪出栏量锐减7.9%，是历年生猪出栏变动最剧烈的年份，本轮猪价最大涨幅超180%，大于所有周期，可见疫情的重大助涨助跌效应。盈利角度，2008年以来，猪粮比持续下跌，到2010年6月至本轮最低点的4.76（历史第二低点），伴随2009年末2010年初的疫情复发，养殖盈利被蚕食，直至进入亏损阶段。

图：2007年受疫情影响，生猪出栏量锐减7.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

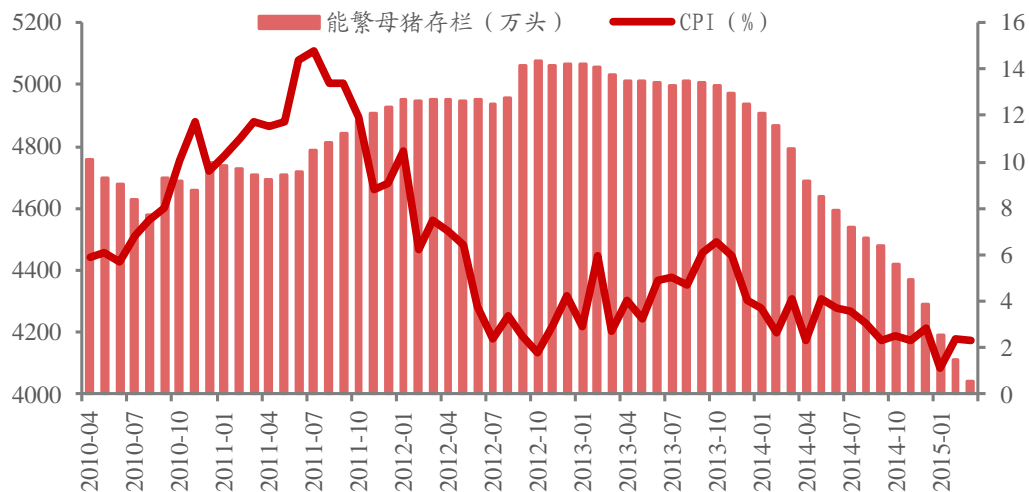
图：2008-2010年猪粮比及养殖盈利持续下滑



3. 历史上的猪周期

- **3.3 2010-2015年猪周期：波动加剧，价格多次探底，亏损时长及深度超上两轮周期。**前期的恐慌出栏致出清产能，叠加2010年4-6月冻肉储备启动，供给偏紧促猪价上涨；2010年下半年起的高价刺激补栏，2011-2013年母猪存栏高位运行，同期CPI走低，居民肉食消费结构日益多元化，猪价整体上震荡下行；2014-2015年几轮跌价后，养殖户亏损深度（头均最大亏损305元）和时长（猪粮比6以下长达13个月）超过前几轮周期，大量产能退出，能繁母猪存栏持续下滑，猪价反转趋势出现。

图：能繁母猪高位运行时期CPI处于下行通道



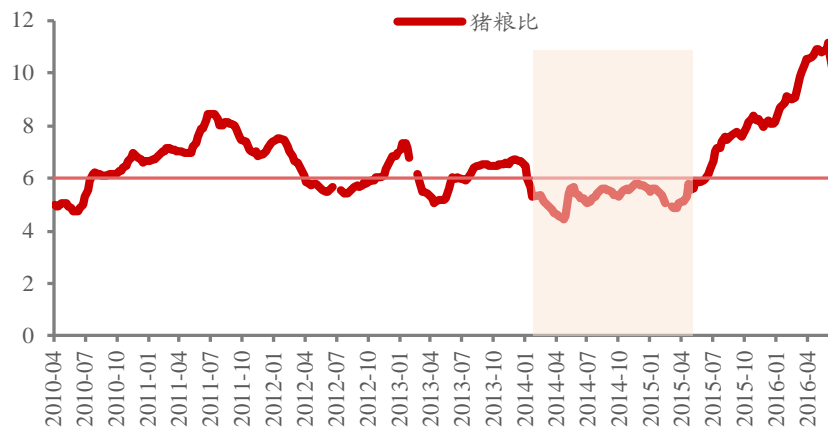
资料来源：Wind, 浙商证券研究所



3. 历史上的猪周期

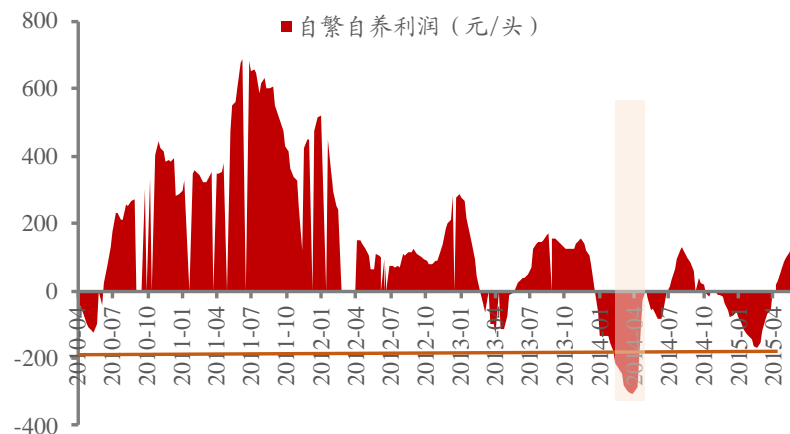
- **3.3 2010-2015年猪周期：波动加剧，价格多次探底，亏损时长及深度超上两轮周期。**本轮周期并无疫情或政策等外部重大因素的影响，生猪价格的涨跌是由产业链的自发供给周期驱动的。时间上，需经历2轮以上的亏损，持续亏损时间长达1年，猪价多次探底产能方彻底出清，自发周期运动明显不如疫情一次性淘汰来得剧烈，因此周期持续时长也超过前几轮；深度上，以往周期亏损从未超过200元/头，本轮周期最大亏损超过300元，亏损大于200元/头时长达10周，可见自发周期的运动需要惨烈的亏损去刺激养殖户出清产能。

图：猪粮比在6以下的持续时长超过1年



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

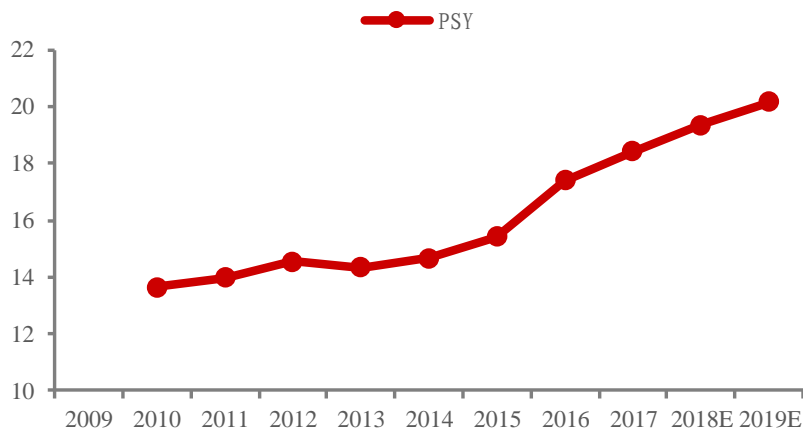
图：头猪亏损超过200元时间持续10周



3. 历史上的猪周期

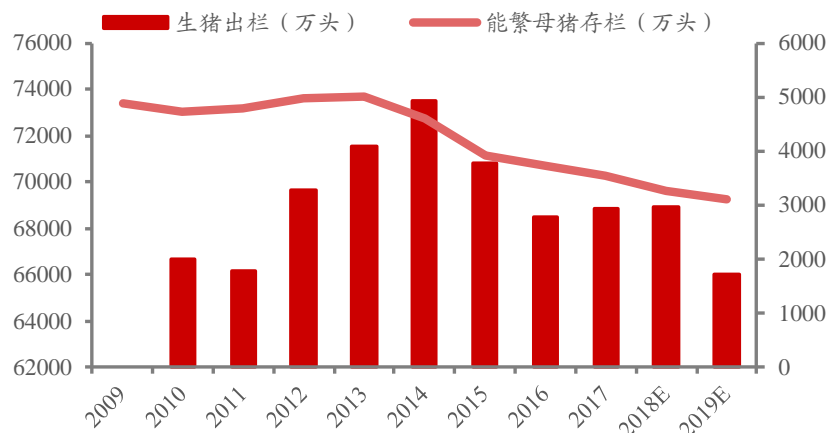
- 3.4 2015年至今的猪周期：非洲猪瘟为重要催化因素。**大量养殖户因亏损退出后，猪价自2015年4月开始持续上涨，到2016年6月突破21元/公斤，自繁自养盈利突破800元/头，外购仔猪盈利突破600元/头，均创历史新高；高盈利吸引养殖户进场，且养殖效率提高，能翻母猪下滑生猪供给仍多，但猪肉消费自2015年连续3年下滑，猪价开始下跌；2018年春节前大猪压栏严重，节后消费淡季且压栏猪抛售，恐慌性出栏加剧猪价下跌，最低10元/公斤，最大亏损326元/头，超过上轮周期；2018年5-8月猪价恢复性上涨，而后非洲猪瘟爆发及禁调加速散户退出，反转或提前。

图：PSY水平逐年上升



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图：母猪存栏下降，生猪供给仍增



目录

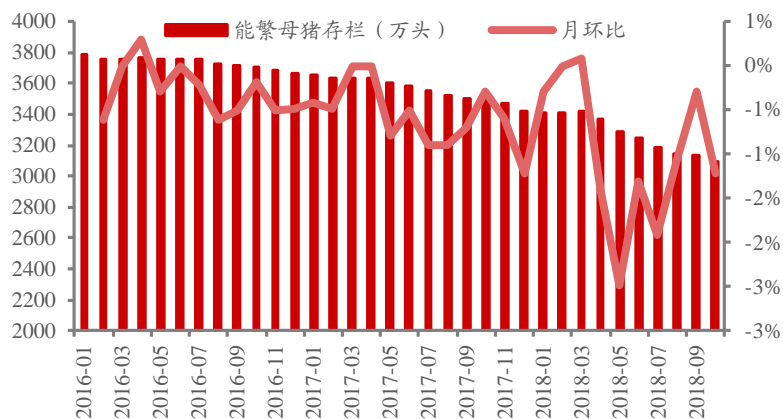
1. 生猪养殖产业链
2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降
3. 历史上的猪周期
- 4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转**
5. 投资建议



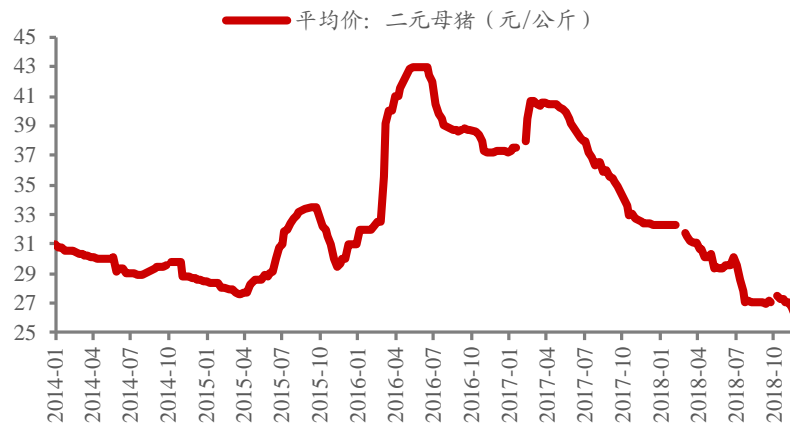
4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转

- **4.1 母猪指标：存栏加速下滑，价格已跌至历史低位。**存栏方面，尽管能繁母猪存栏量持续下滑，但2017年环比变动幅度基本在1%以内，经历2018年4-5月的深度亏损后，存栏量减少幅度开始加大，今年4月-10月（除9月），能繁母猪存栏月环比下滑幅度均超过1%。价格角度，二元母猪价格已跌至26元/公斤的历史低位，反映补栏情绪低迷。同时与业内专家沟通了解，淘汰母猪胎龄已降至6胎，母猪转商销售已持续10月，反映行业产能收缩。

图：今年4月以来能繁母猪存栏加速下滑



图：母猪价格已降至历史低位

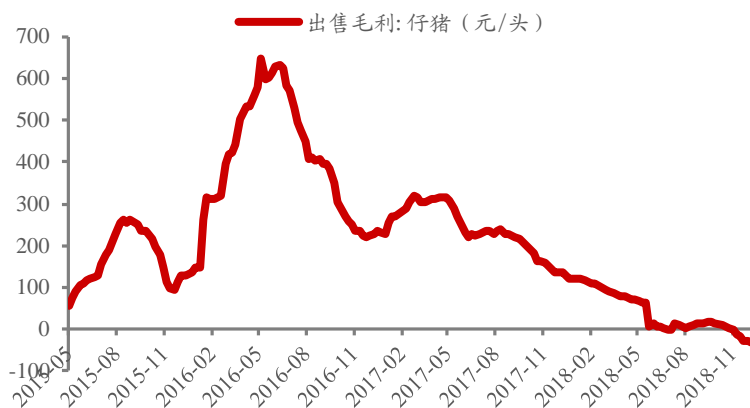


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转

- 4.2 仔猪指标：价格持续下跌，盈利已由正转负。仔猪价格的持续下跌印证了散养户补栏低迷，全国仔猪均价已跌破22元/公斤，河南仔猪价格更是跌至20元/公斤。盈利方面，2018年11月以来，仔猪销售毛利已由正转负，预计后续行业产能将进入大量淘汰期。

图：仔猪销售毛利已转负



资料来源：Wind，浙商证券研究所

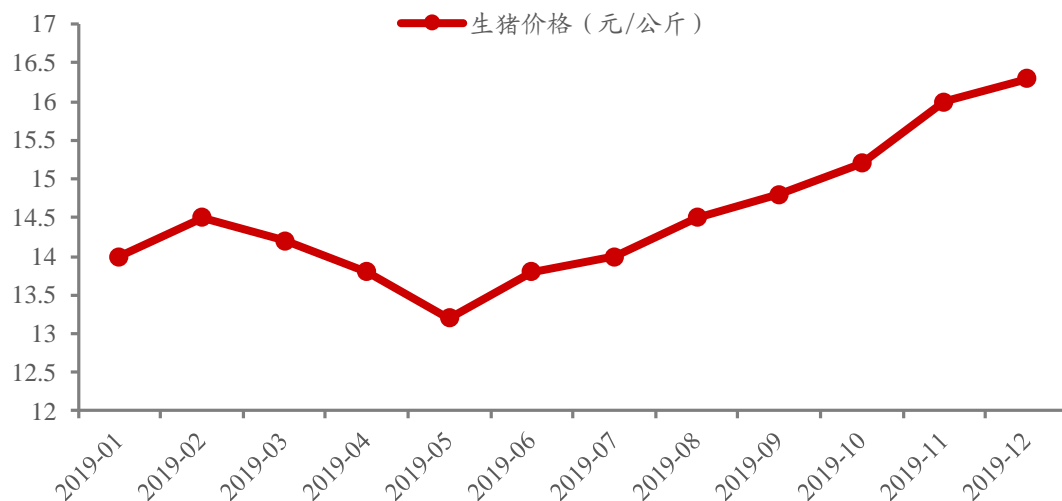
图：河南仔猪价格已跌至20元/公斤



4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转

- 4.3 预计2019年下半年或迎周期反转。**我们判断，本轮周期的关键在于非洲猪瘟疫情及相关政策走向。自然周期中，因养殖规模化程度提高及2016年的盈利积累，仅经历今年4-5月的深亏无法使产能彻底出清，需要更长的持续深度亏损方能推动产能去化。但非洲猪瘟的爆发使行业产能淘汰的驱动因素由产业自身的内在运行规律转向外部因素催化。疫情方面，非洲猪瘟蔓延至全国且短期内无法消除几乎已成共识，政策层面，禁调及泔水猪的全面禁养将加速散养户退出。伴随非洲猪瘟的持续发酵，预计2019年生猪供给的减少或复制2007年猪蓝耳影响下的惨烈，2019年下半年或迎周期反转，全年均价涨幅预计达13.9%。

图：2019年生猪价格预测



资料来源：浙商证券研究所



目录

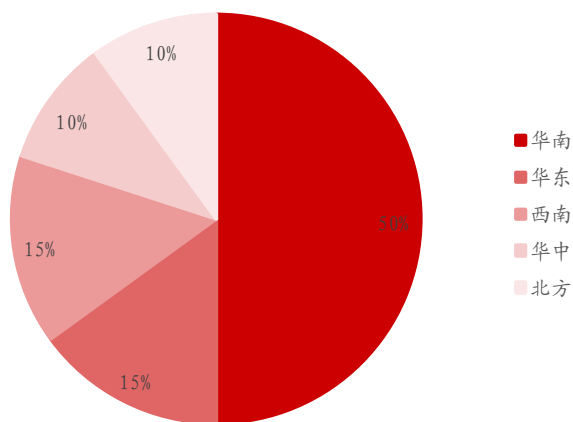
1. 生猪养殖产业链
2. 猪肉消费占比最大，需求稳中略降
3. 历史上的猪周期
4. 本轮周期猪价判断：预计2019年或迎周期反转
5. 投资建议



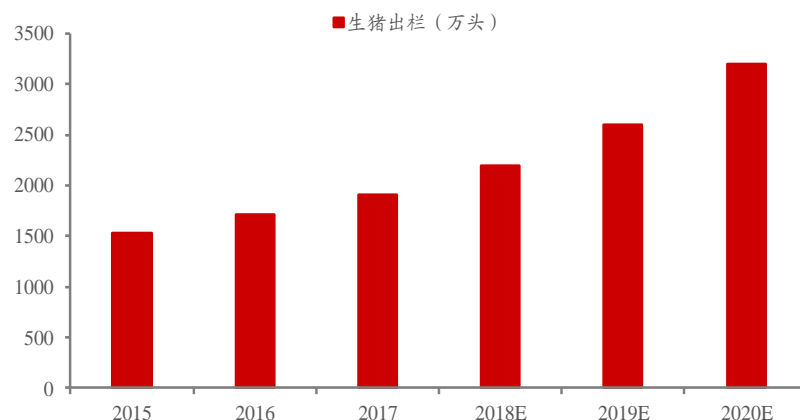
5. 投资建议

- **投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。**我们认为，在明年的猪价上行阶段，温氏股份最为受益：1、主要产能布局在销区，产销价差长期存在的背景下，公司高售价优势有望放大；2、公司前瞻性布局屠宰，因屠宰为重资产投资，公司资金情况较其他大型养殖集团有比较优势，能有效支撑未来屠宰产能扩张；3、预计公司2019、2020年出栏量分别为2600万头、3200万头，猪价上行阶段公司有望迎来量价齐升。

图：温氏股份产能布局



图：温氏股份生猪出栏量



资料来源：Wind，浙商证券研究所



5. 投资建议

- 投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。四家养殖上市公司的弹性排序为：正邦科技>天邦股份>牧原股份>温氏股份。

表：温氏股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	2500	0.40	0.96	1.52	2.09	2.65	3.22
	2600	0.40	0.98	1.57	2.16	2.74	3.33
出栏	2700	0.40	1.00	1.61	2.22	2.83	3.44
(万头)	2800	0.40	1.03	1.66	2.29	2.92	3.56
	2900	0.40	1.05	1.70	2.36	3.01	3.67
	3000	0.40	1.07	1.75	2.43	3.11	3.78

表：牧原股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	1200	0.40	1.00	1.61	2.23	2.89	3.55
	1300	0.43	1.09	1.74	2.41	3.13	3.85
出栏	1400	0.46	1.17	1.87	2.60	3.37	4.14
(万头)	1500	0.50	1.25	2.01	2.78	3.61	4.44
	1600	0.53	1.34	2.14	2.97	3.85	4.73
	1700	0.56	1.42	2.28	3.15	4.09	5.03

表：天邦股份业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	100	0.02	0.12	0.21	0.31	0.40	0.50
	200	-0.03	0.16	0.35	0.54	0.73	0.92
出栏	300	-0.07	0.21	0.50	0.78	1.06	1.35
(万头)	400	-0.12	0.26	0.64	1.02	1.40	1.78
	500	-0.17	0.31	0.78	1.25	1.73	2.20
	600	-0.22	0.35	0.92	1.49	2.06	2.63

表：正邦科技业绩弹性测算

	EPS (元)		猪价 (元/公斤)				
	12	13	14	15	16	17	
	500	-0.14	0.09	0.32	0.55	0.79	1.02
	600	-0.18	0.10	0.38	0.66	0.94	1.21
出栏	700	-0.22	0.11	0.43	0.76	1.08	1.41
(万头)	800	-0.26	0.12	0.49	0.86	1.23	1.61
	900	-0.29	0.13	0.54	0.96	1.38	1.80
	1000	-0.33	0.14	0.60	1.07	1.53	2.00

资料来源：Wind，浙商证券研究所



5. 投资建议

- **投资建议：重点推荐温氏股份，关注牧原股份及弹性标的天邦股份、正邦科技。**头均市值角度，目前温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均市值分别为4253、4864、2210、2945元，按目前市值对应2019年出栏量计算，4家公司头均市值分别为3706、3891、1736、1841元，较历史最低头均市值的涨幅分别为9.42%、19%、16.6%、1.76%，养殖上市公司的头均市值均处于较低位置。

表：主要养殖上市公司头均市值

	出栏量（万头）			头均市值（元）		
	2017	2018E	2019E	当前	历史最低	当前市值对应2019年出栏量
温氏股份	1904	2200	2600	4253	3387	3706
牧原股份	724	1200	1500	4864	3270	3891
正邦科技	342	550	700	2210	1489	1736
天邦股份	101	250	400	2945	1809	1841

资料来源：Wind，浙商证券研究所

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

