

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

猪价会不会趋势性上涨?

——肉制品行业分析报告

证券研究报告-行业分析报告

强于大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年02月25日

食品饮料相对沪深300指数表现



相关报告

- 1 《食品饮料行业 2019 年 1 月月报: 产量增速放缓, 价格普遍延续跌势》 2019-02-22
- 2 《食品饮料行业点评报告: 北上资金对行业个股的持有情况》 2019-02-15
- 3 《食品饮料行业 2019 年投资策略: 民生基础消费仍具有增长力》 2018-12-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

● 国内的存栏和出栏持续下降

截至 2018 年 12 月末, 国内生猪存栏量 3.11 亿头, 同比下降 8.91%, 降幅较 2017 年同期扩大 1.9 个百分点。国内生猪存栏量在 2013 年达到 4.57 亿头, 之后, 就开始呈现逐年下降的态势。国内生猪存栏的增长高点出现在 2011 年 8 月, 时值为 5.38%, 之后至今, 存栏增速就开始趋势性下降——自 2012 年 9 月开始, 生猪存栏量已经连续 76 个月下降, 并且降幅有扩大势头。2018 年, 国内生猪出栏量 6.94 亿头, 同比增 0.76%, 较上年增加 0.24 个百分点。2018 年前三季度, 生猪出栏明显提速: 第一、二、三季度, 出栏同比增加 4.36%、3.85%、2.81%。考虑到之前连续八个季度的负增长, 以及连续四个季度不足 1% 的增长, 生猪出栏提速可能意味着需求的阶段性增加。但是, 相比 2014 年 7.35 亿头的出栏峰值, 国内的生猪出栏量已经大幅减少了 5.58%。

● 鲜冷肉产量持续下降

2018 年, 国内鲜冷肉产量为 2729.30 万吨, 较 2017 增 1.3%, 增速较上年下降 3.8 个百分点。国内的鲜冷肉产量在 2014 年达到峰值, 当年为 3903.44 万吨, 之后, 鲜冷肉产量逐年地、趋势性地下降, 2018 年的产量较 2014 年减少了 30%。此轮产量的小反弹始于 2017 年, 2018 年前三季度也基本延续了反弹趋势, 但是, 2018 年四季度该轮反弹趋弱, 反映出需求的乏力。

● 猪肉常年供大于求

国内的猪肉市场常年处于供大于求的尴尬境地。2014、2015、2016、2017 年, 经历了连续的存、出栏下降, 供需之间方才获得紧张的平衡。但是, 由于 2018 年出栏的加速, 供需间的“喇叭口”再次扩大, 表现为供给抬头, 而需求回落。尤其在 2018 年上半年, 国内生猪供给和需求指数持续背离; 虽然二季度后稍有缓和, 国内猪肉供大于需的

形势没有改变。由于猪价长时期下跌，养殖者信心指数持续下滑，行业的养殖预期下探至低点。

● 猪肉进口减少

国内进口猪肉数量在 2016 年达到顶峰，时值为 162.02 万吨。2017、2018 年，国内进口猪肉数量连续两年下降，分别为 121.68、119.28 万吨，同比降 24.9%和 1.97%。结合国内和进口的供给情况，我们认为：在 2013 至 2016 年期间，国内猪肉市场形成了供给过剩的局面，从而无论在生产还是进口环节，行业后期都在自发地减少供给。也就是说，是国内市场的内在原因导致了猪肉进口数量的减少。此外，随着进口数量的减少，进口猪肉的价格也在 2016 年之后大幅走低，目前并没有看到价格回升的迹象，说明国内对于进口的需求仍然比较低迷。此前，我们怀疑中美贸易争端导致了进口猪肉数量的下降。从时间节点上看，中美贸易争端始于 2018 年，而猪肉进口数量的锐减始于 2017 年，先于贸易争端。因而，贸易争端并非猪肉进口数量减少的根本原因。从国别上来看，尽管来自美国的进口猪肉量连续两年下降，但是来自加拿大和欧洲国家的进口猪肉同样地在下滑，说明贸易争端起码不是猪肉进口减少的根本性原因。

● 国内的猪肉需求减小

我们再看一下国内对猪肉的需求情况。事实上，2015 年以后，人均年需的猪肉量不断下降：从 2015 年的 20.14 公斤降至 2017 年的 20.11，估计 2018 年仍继续下降。人均猪肉消费不断减少，有这么几个原因：一，蛋白提供的替代品越来越丰富可得。由于人需要摄取的动物蛋白量是基本稳定的，随着猪肉摄取量的减小，其他蛋白提供品的消费量应该加大：事实上，这些年，人均年需的牛肉、禽类、水产品、蛋类等均在增加。二，劳动力人口降低，导致猪肉总需减小。2017、2018 年，中国的劳动力人口已经连续两年负增长；而 2006 至 2016 年间的平均增速也仅有 0.64%。上世纪八十年代推行计划生育政策之后的四十年间，劳动力人口增速一直在猛烈地下跌，直至 2017 年开始负增长。此外，出生率于 2018 年降至千分之 10.94，较 2017 年下降 1.5 个点，相比 1987 年下降 12.4 个点。出生率大幅度下行下，未来劳动力人口的增长预期并不乐观。劳动力人口减少将导致猪肉总需的减少。

● 国内猪价跌势未改

截至 2019 年 1 月，22 个省市生猪均价为 11.39 元/公斤，环比降 12.72%、同比降 23.61%。截至 2019 年 2 月 8 日，白条猪批发均价 18.9 元/公斤，较 1 月末降 1.31%，较上年同期降 11.93%。截至 2019 年 2 月 15 日，仔猪的批发均价 18.7 元/公斤，环比增 7.35%，同比降

22.08%，仔猪价格在猪价反弹的预期下出现环比上升。从各项猪价数据，我们都没有看到价格回升的拐点迹象。但是，非洲猪瘟在春节期间再一次发生，市场恐慌情绪又起；同时，由于地方政府对猪肉的流入严加管制，影响了猪肉在全国市场的流通。上述原因可能会导致猪价的局部上涨。与欧美国家相比，国内猪价大幅偏高，其主要原因在成本端，即国内的养殖成本过高。其中，主要是饲料和土地成本过高，导致了国内猪价的居高不下。

● 疫情对国内猪价的影响

2006年6月，猪蓝耳病全国性爆发，当时国内猪价约为10.13元/公斤；2010年年初，猪口蹄疫全国性爆发，并伴随蓝耳病和猪瘟，当时国内猪价约15.04元/公斤。两次重大的猪疫情均出现在猪价周期的上行期，因此很难分辨疫情对供需、继而对猪价上涨的推动程度。此次非洲猪瘟发生在2018年8月，当时国内猪价约20.22元/公斤，正处于下行期。此次疫情对生猪供需和猪价的影响程度如何，我们觉得非常难以判断。目前来看，疫情发生的范围在黑龙江、辽宁、河南、江苏、安徽和浙江，并且集中在散户养殖环节，规模化养殖场并没有出现疫情。由于非疫情地区对生猪流入的管控非常严格，所以没有使疫情进一步向全国扩散。据草根调研，目前已经捕杀的生猪超过3万头，这个数字占2018年生猪出栏量的0.004%，占2018年年底存栏量的0.01%。根据疫情传播的程度及捕杀生猪的数量，我们认为，此次疫情对猪价即使有向上推动的作用，其程度极小、时间极短。

● 结论

国内猪肉供给长期减少，原因之一是，产业供给曾经长期过剩，从而催生行业自发去产能，这时内因；原因之二是，近两、三年来，供给侧改革得以推进和深化，从外部推动了行业去产能，这是外因。未来，国内的生猪供需将会找到一个新的均衡点，新的供给量将考虑到进口的增加和实际需求的减少。散户养殖大量退出，规模化养殖场将更好地控制产业供给，降低疫情发生率、提高环保水平。从供需来看，猪价上涨不具备长期的、趋势性的动力。我们认为，国内猪价将会长期下降，支持这一趋势成立的因素包括：一，规模效应推动成本下降：在我国生猪养殖业整合的进程中，大企业形成并不断扩大养殖规模，规模效应推动养殖成本降低，对猪肉价格下行提供有力条件。二，绝对需求减少：自2012年后，我国的劳动力人口开始负增长，导致对肉类蛋白的需求长期减少。三，替代品的消费大幅增加：人民对水产品、牛羊肉及植物蛋白的摄取量正在加大，必然会压缩猪肉的消费占比。四，猪价是CPI的最主要构成要素，猪价上涨将会加大CPI的波动。目前国内CPI位于低位，政府对猪价的反弹抱有容忍度，但是不

会允许猪价的长期的或者大幅的上涨。五，最后，如果我们比较一下我国与他国的猪价悬殊，我们实在无法找出国内猪价长期上行的理由。2018年12月，我国从美国进口的猪肉单价约1.05美元/公斤，按照6.78的汇率计算，合人民币为7.12元/公斤；同期，国内22个省市生猪均价为13.05元/公斤，是进口猪价的1.8倍。在自由流通的市场，国内企业有冲动通过进口来降低猪肉成本，从而抑制国内猪价的上涨。

● 投资建议

综上所述，我们认为：今年生猪价格的波动不会过大地、长期地影响中游肉制品加工企业的成本，中游加工企业可能通过加大进口量来抚平潜在的成本上升。涉及猪肉制品加工的主要上市公司包括：三全食品、安井食品、双汇发展、得利斯和金字火腿。

风险提示：非洲猪瘟对国内猪肉供给造成的冲击大于预期；疫情猪肉流入加工领域，比如三全事件。

1.猪肉供给

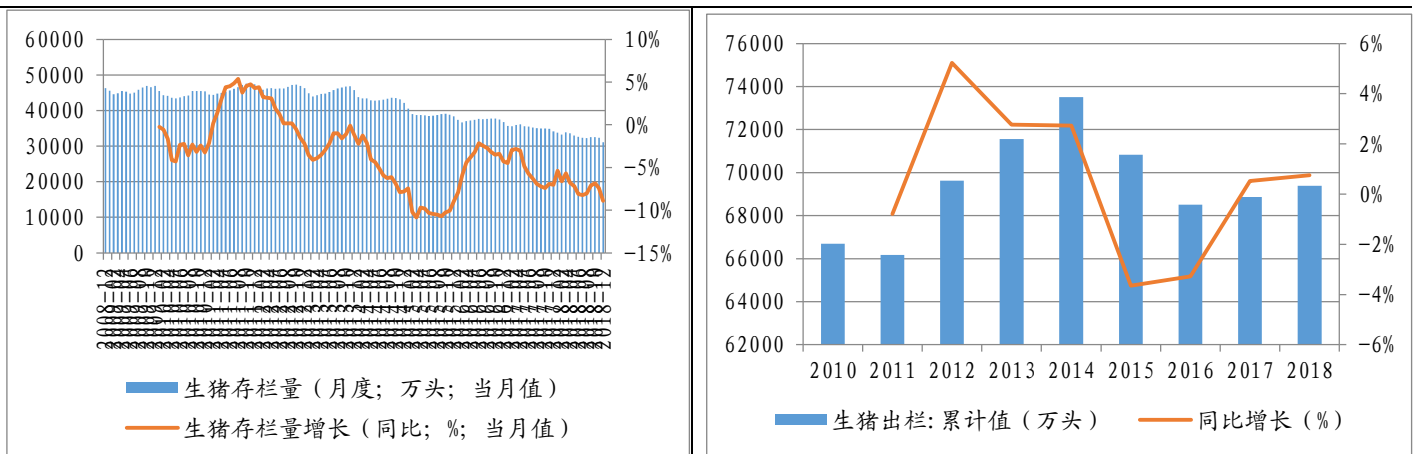
1.1 国内猪肉供给

1.1.1 存栏和出栏持续下降

截至 2018 年 12 月末，国内生猪存栏量 3.11 亿头，同比下降 8.91%，降幅较 2017 年同期扩大 1.9 个百分点。国内生猪存栏量在 2013 年达到 4.57 亿头，之后，就开始呈现逐年下降的态势。国内生猪存栏的增长高点出现在 2011 年 8 月，时值为 5.38%，之后至今，存栏增速就开始趋势性下降——自 2012 年 9 月开始，生猪存栏量已经连续 76 个月下降，并且降幅有扩大势头。

2018 年，国内生猪出栏量 6.94 亿头，同比增 0.76%，较上年增加 0.24 个百分点。2018 年前三季度，生猪出栏明显提速：第一、二、三季度，出栏同比增加 4.36%、3.85%、2.81%。考虑到之前连续八个季度的负增长，以及连续四个季度不足 1% 的增长，生猪出栏提速可能意味着需求的阶段性增加。但是，相比 2014 年 7.35 亿头的出栏峰值，国内的生猪出栏量已经大幅减少了 5.58%。

图表 1：国内生猪存栏和出栏量（左图：存栏量；右图：出栏量；万头）



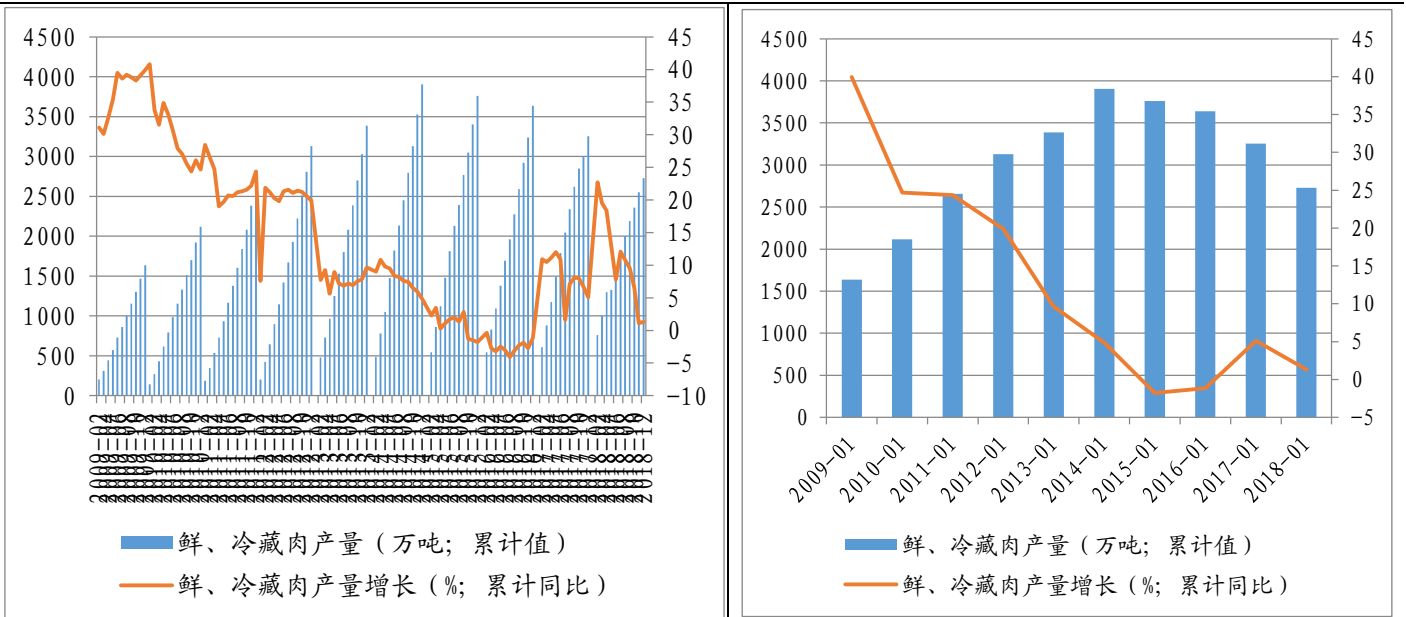
资料来源：中原证券 WIND

1.1.2 鲜冷肉产量持续下降

2018年，国内鲜冷肉产量为2729.30万吨，较2017增1.3%，增速较上年下降3.8个百分点。国内的鲜冷肉产量在2014年达到峰值，当年为3903.44万吨，之后，鲜冷肉产量逐年地、趋势性地下降，2018年的产量较2014年减少了30%。

此轮产量的小反弹始于2017年，2018年前三季度也基本延续了反弹趋势，但是，2018年四季度该轮反弹趋弱，反映出需求的乏力。

图表2：国内鲜肉、冷藏肉产量



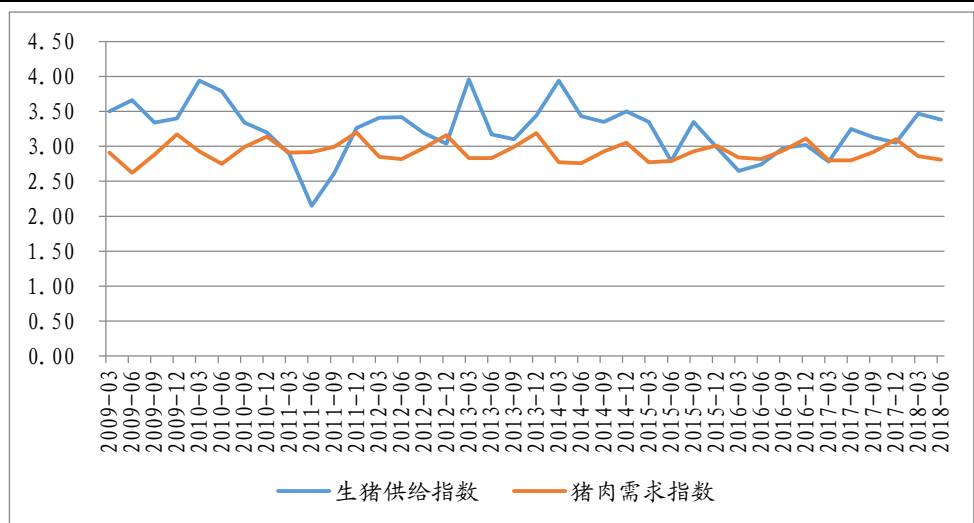
资料来源：中原证券 WIND

1.1.3 猪肉常年供大于求

从图表 3，我们可以看到：国内的猪肉市场常年处于供大于求的尴尬境地。2014、2015、2016、2017 年，经历了连续的存、出栏下降，供需之间方才获得紧张的平衡。但是，由于 2018 年出栏的加速，供需间的“喇叭口”再次扩大，表现为供给抬头，而需求回落。尤其在 2018 年上半年，国内生猪供给和需求指数持续背离；虽然二季度后稍有缓和，国内猪肉供大于需的形势没有改变。

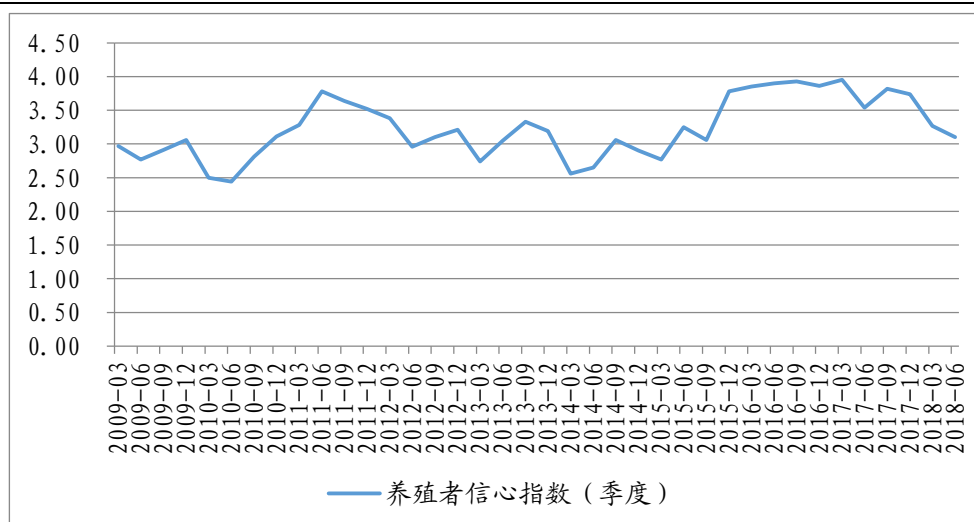
由于猪价长时期下跌，养殖者信心指数持续下滑，行业的养殖预期下探至低点。

图表 3: 猪肉供需指数



资料来源：中原证券 WIND

图表 4: 养殖者信心指数



资料来源：中原证券 WIND

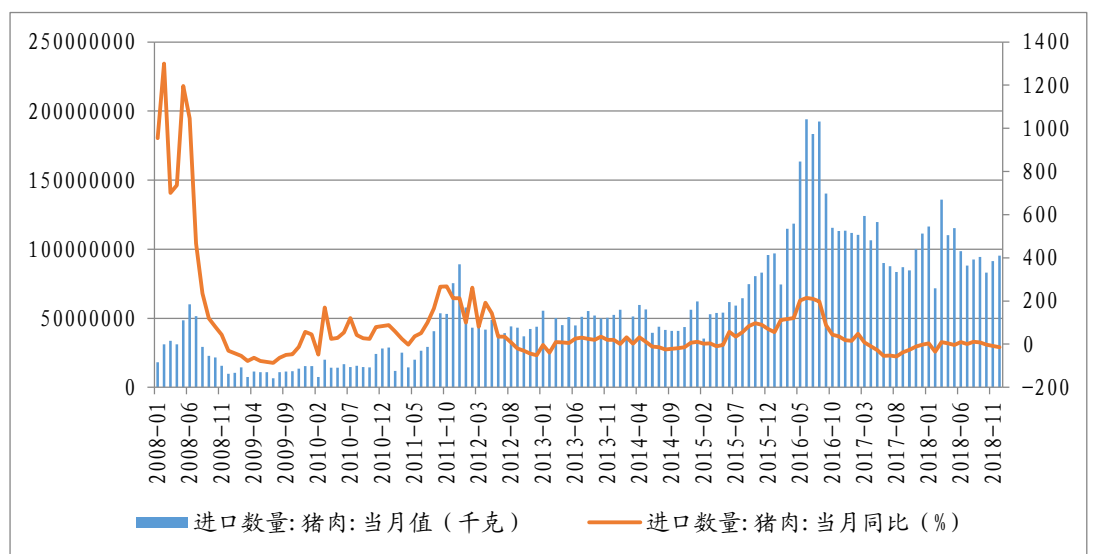
1.2 猪肉进口减少

国内进口猪肉数量在 2016 年达到顶峰，时值为 162.02 万吨。2017、2018 年，国内进口猪肉数量连续两年下降，分别为 121.68、119.28 万吨，同比降 24.9%和 1.97%。

结合国内和进口的供给情况，我们认为：在 2013 至 2016 年期间，国内猪肉市场形成了供给过剩的局面，从而无论在生产还是进口环节，行业后期都在自发地减少供给。也就是说，是国内市场的内在原因导致了猪肉进口数量的减少。

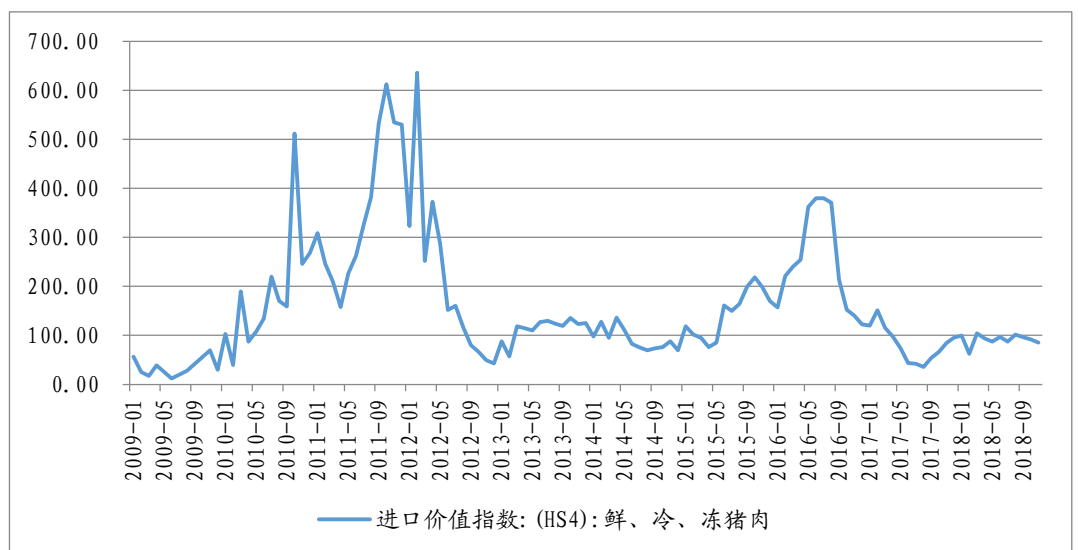
此外，随着进口数量的减少，进口猪肉的价格也在 2016 年之后大幅走低，目前并没有看到价格回升的迹象，说明国内对于进口的需求仍然比较低迷。

图表 5: 国内的进口猪肉数量



资料来源：中原证券 WIND

图表 6: 猪肉进口价格指数



资料来源：中原证券 WIND

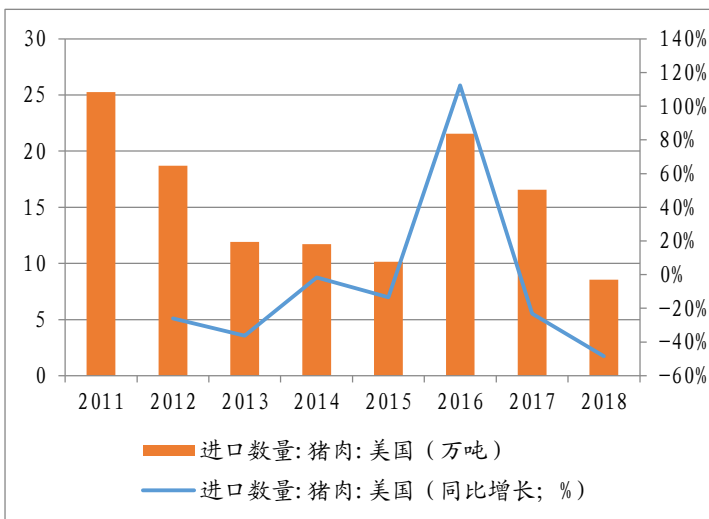
此前，我们怀疑中美贸易争端导致了进口猪肉数量的下降。

从时间节点上看，中美贸易争端始于 2018 年，而猪肉进口数量的锐减始于 2017 年，先于贸易争端。因而，贸易争端并非猪肉进口数量减少的根本原因。

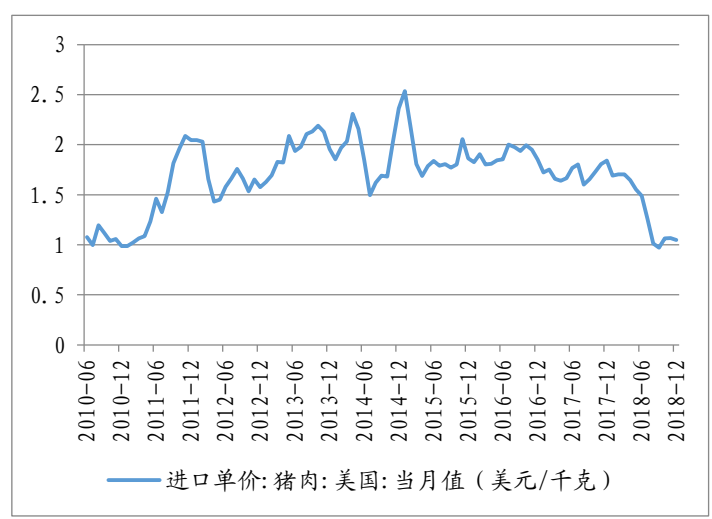
从国别上来看，尽管来自美国的进口猪肉量连续两年下降，但是来自加拿大和欧洲国家的进口猪肉同样地在下滑，说明贸易争端起码不是猪肉进口减少的根本性原因。

具体地，2016 年，中国从美国进口的猪肉数量是 21.55 万吨，占当期进口的 13.3%；同期，从加拿大和欧洲国家进口的猪肉数量是 107.91 万吨，占当期进口的 66.6%。2017、2018 年，来自美国的进口猪肉数量同比增幅为 -23.09%、-48.32%，来自欧洲国家的同比增幅为 -18.69%、-2.46%。来自美国的进口数量跌幅扩大，而来自欧洲的进口数量跌幅走窄。

图表 7：来自美国的进口猪肉数量

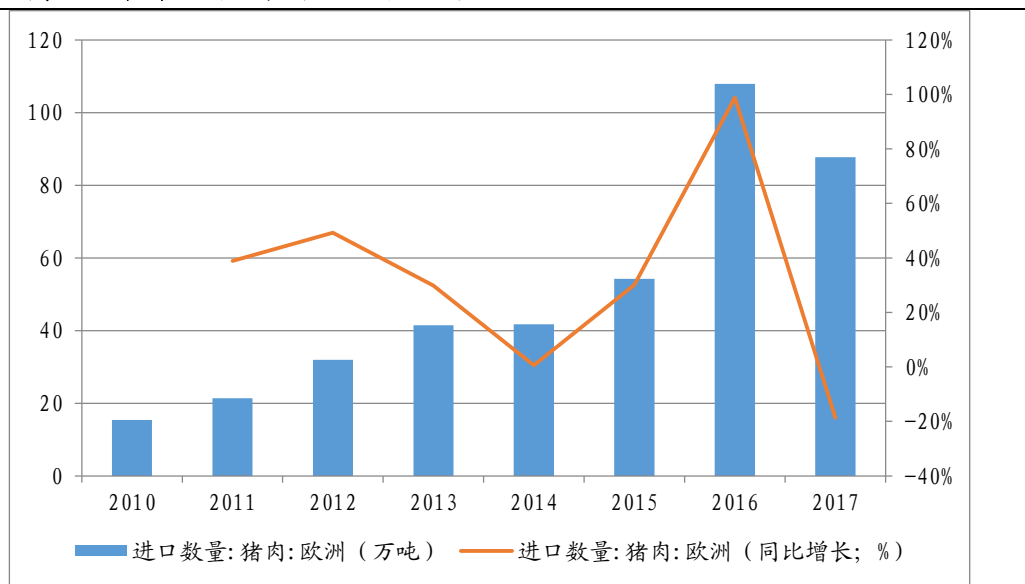


图表 8：来自美国的进口猪肉价格



资料来源：中原证券 WIND

图表 9：来自欧洲国家的进口猪肉数量



资料来源：中原证券 WIND

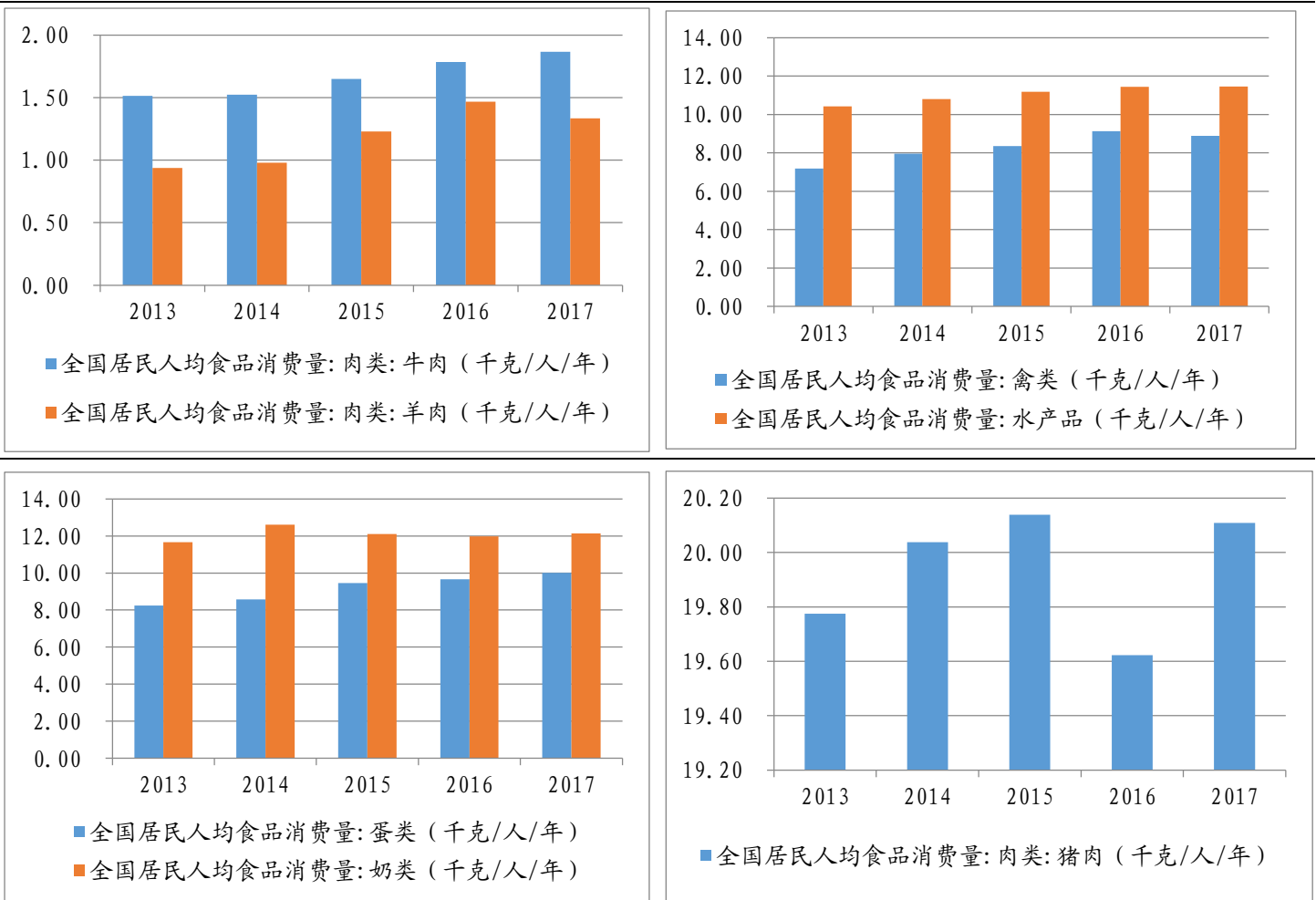
2. 国内的猪肉需求减小

我们再看一下国内对猪肉的需求情况。事实上，2015年以后，人均年需的猪肉量不断下降：从2015年的20.14公斤降至2017年的20.11，估计2018年仍继续下降。

人均猪肉消费不断减少，有这么几个原因：

一，蛋白提供的替代品越来越丰富可得。由于人需要摄取的动物蛋白量是基本稳定的，随着猪肉摄取量的减小，其他蛋白提供品的消费量应该加大：事实上，这些年，人均年需的牛肉、禽类、水产品、蛋类等均在增加。

图表 10: 人均猪肉需求量减少



资料来源：中原证券 WIND

二，劳动力人口降低，导致猪肉总需减小。

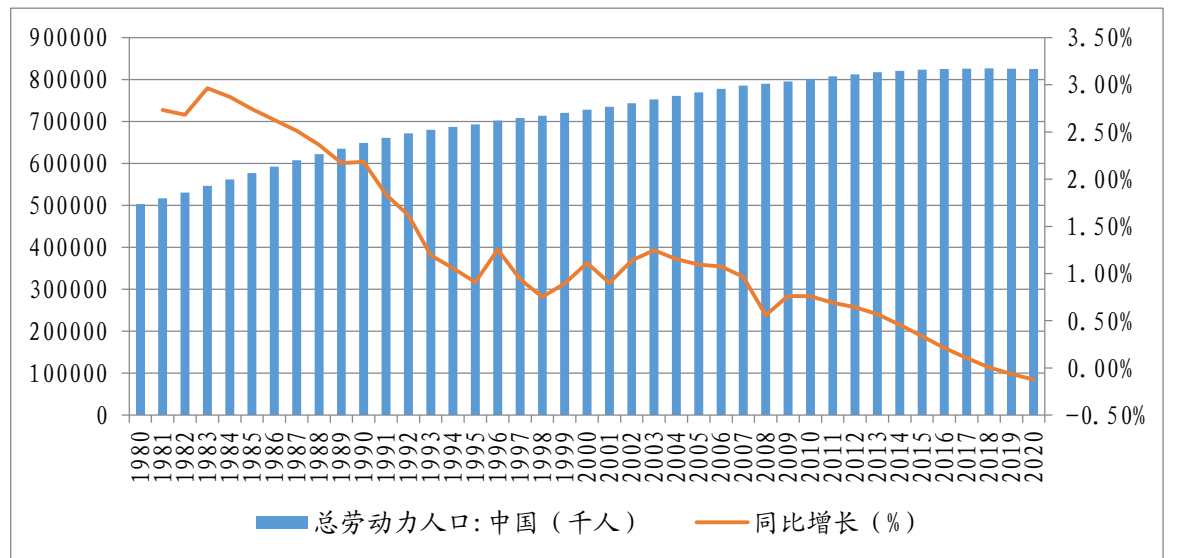
2017、2018年，中国的劳动力人口已经连续两年负增长；而2006至2016年间的平均增速也仅有0.64%。上世纪八十年代推行计划生育政策之后的四十年间，劳动力人口增速一直在猛烈地下跌，直至2017年开始负增长。

此外，出生率于2018年降至千分之10.94，较2017年下降1.5个点，相比1987年下降

12.4 个点。出生率大幅度下行下，未来劳动力人口的增长预期并不乐观。

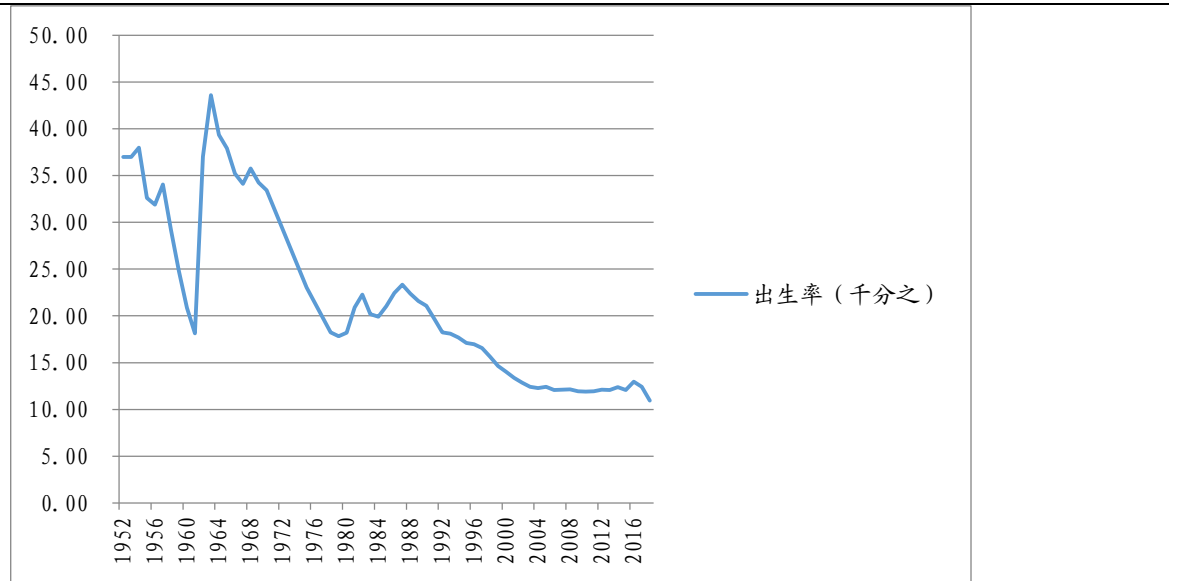
劳动力人口减少将导致猪肉总需的减少。

图表 11: 中国的劳动力人口下降



资料来源: 中原证券 WIND

图表 12: 中国的出生率下降



资料来源: 中原证券 WIND

3. 国内猪价跌势未改

截至 2019 年 1 月, 22 个省市生猪均价为 11.39 元/公斤, 环比降 12.72%、同比降 23.61%。

截至 2019 年 2 月 8 日, 白条猪批发均价 18.9 元/公斤, 较 1 月末降 1.31%, 较上年同期降 11.93%。

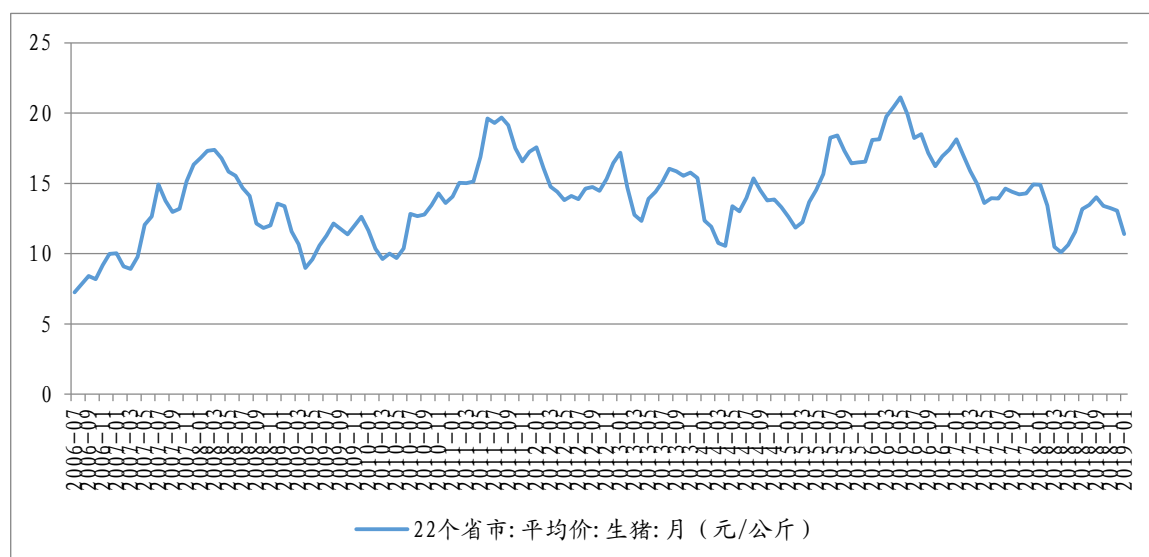
截至 2019 年 2 月 15 日, 仔猪的批发均价 18.7 元/公斤, 环比增 7.35%, 同比降 22.08%, 仔猪价格在猪价反弹的预期下出现环比上升。

从各项猪价数据, 我们都没有看到价格回升的拐点迹象。

但是, 非洲猪瘟在春节期间再一次发生, 市场恐慌情绪又起; 同时, 由于地方政府对猪肉的流入严加管制, 影响了猪肉在全国市场的流通。上述原因可能会导致猪价的局部上涨。

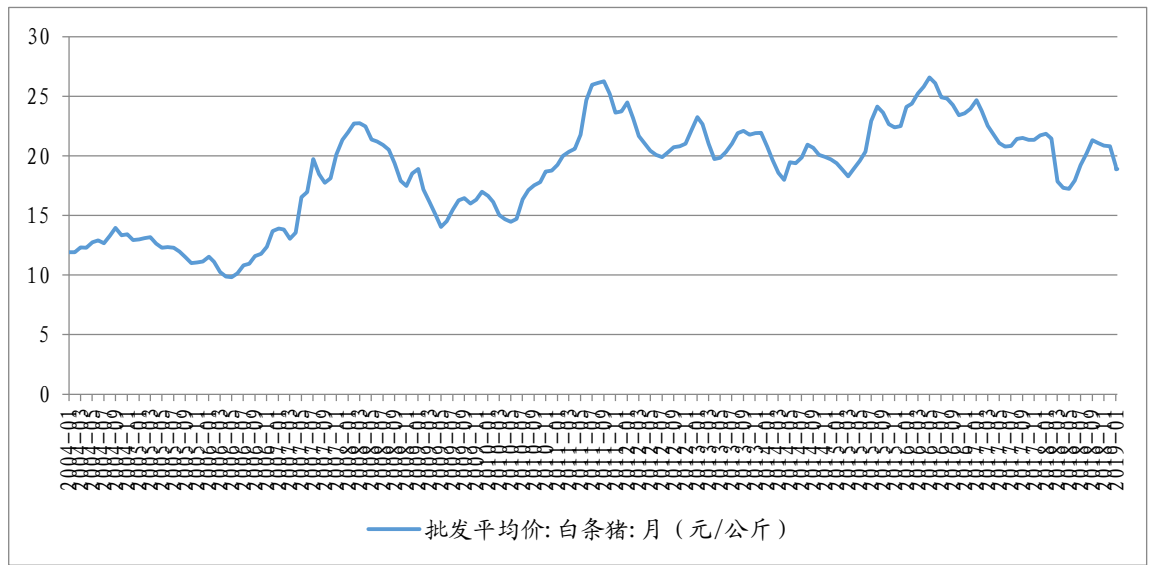
与欧美国家相比, 国内猪价大幅偏高, 其主要原因在成本端, 即国内的养殖成本过高。其中, 主要是饲料和土地成本过高, 导致了国内猪价的居高不下。

图表 13: 22 个省市生猪平均价格 (元/公斤)



资料来源: 中原证券 WIND

图表 14: 白条猪批发价 (元/公斤)



资料来源: 中原证券 WIND

图表 15: 仔猪批发均价 (元/公斤)



资料来源: 中原证券 WIND

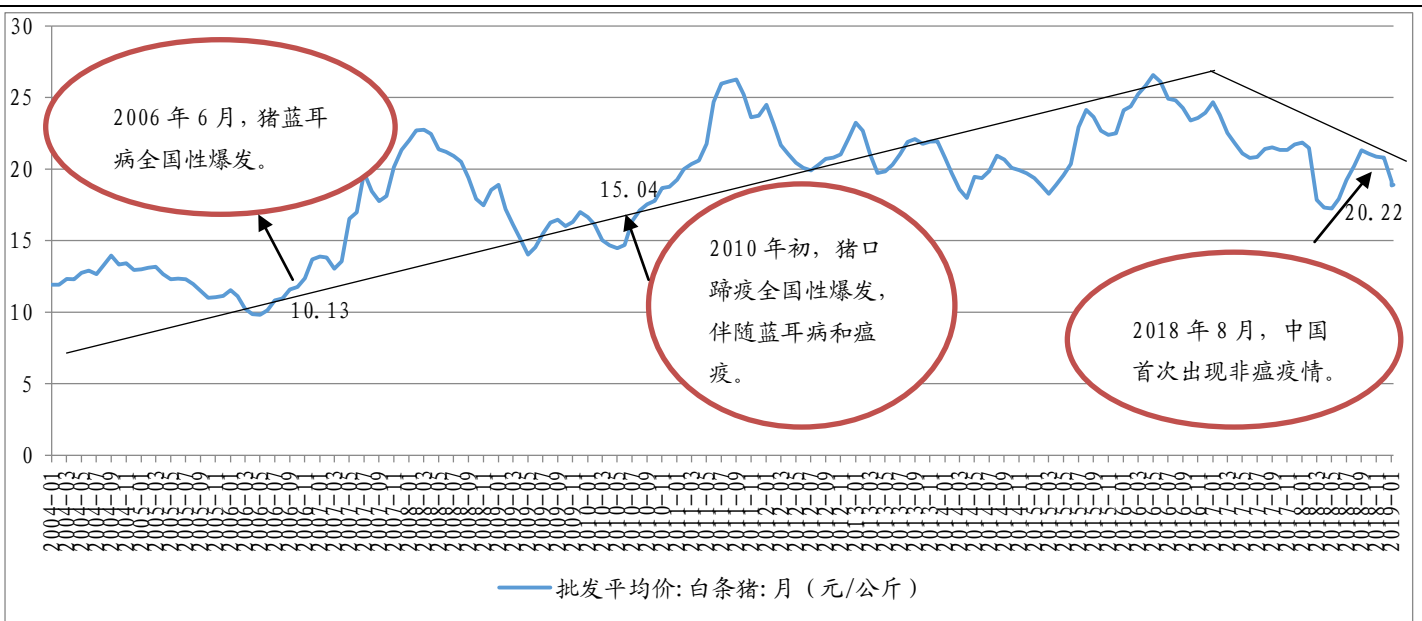
4. 疫情对国内猪价的影响

2006年6月，猪蓝耳病全国性爆发，当时国内猪价约为10.13元/公斤；2010年年初，猪口蹄疫全国性爆发，并伴随蓝耳病和猪瘟，当时国内猪价约15.04元/公斤。两次重大的猪疫情均出现在猪价周期的上行期，因此很难分辨疫情对供需、继而对猪价上涨的推动程度。此次非洲猪瘟发生在2018年8月，当时国内猪价约20.22元/公斤，正处于下行期。

此次疫情对生猪供需和猪价的影响程度如何，我们觉得非常难以判断。目前来看，疫情发生的范围在黑龙江、辽宁、河南、江苏、安徽和浙江，并且集中在散户养殖环节，规模化养殖场并没有出现疫情。由于非疫情地区对生猪流入的管控非常严格，所以没有使疫情进一步向全国扩散。据草根调研，目前已经捕杀的生猪超过3万头，这个数字占2018年生猪出栏量的0.004%，占2018年年底存栏量的0.01%。

根据疫情传播的程度及捕杀生猪的数量，我们认为，此次疫情对猪价即使有向上推动的作用，其程度极小、时间极短。

图表 16：国内猪价与疫情发生



资料来源：中原证券 WIND

5. 结论

国内猪肉供给长期减少，原因之一是，产业供给曾经长期过剩，从而催生行业自发去产能，这时内因；原因之二是，近两、三年来，供给侧改革得以推进和深化，从外部推动了行业去产能，这是外因。未来，国内的生猪供需将会找到一个新的均衡点，新的供给量将考虑到进口的增加和实际需求的减少。散户养殖大量退出，规模化养殖场将更好地控制产业供给，降低疫情发生率、提高环保水平。

从供需来看，猪价上涨不具备长期的、趋势性的动力。我们认为，国内猪价将会长期下降，支持这一趋势成立的因素包括：

一，规模效应推动成本下降：在我国生猪养殖业整合的进程中，大企业形成并不断扩大养殖规模，规模效应推动养殖成本降低，对猪肉价格下行提供有力条件。

二，绝对需求减少：自 2012 年后，我国的劳动力人口开始负增长，导致对肉类蛋白的需求长期减少。

三，替代品的消费大幅增加：人民对水产品、牛羊肉及植物蛋白的摄取量正在加大，必然会压缩猪肉的消费占比。

四，猪价是 CPI 的最主要构成要素，猪价上涨将会加大 CPI 的波动。目前国内 CPI 位于低位，政府对猪价的反弹抱有容忍度，但是不会允许猪价的长期的或者大幅的上涨。

五，最后，如果我们比较一下我国与他国的猪价悬殊，我们实在无法找出国内猪价长期上行的理由。2018 年 12 月，我国从美国进口的猪肉单价约 1.05 美元/公斤，按照 6.78 的汇率计算，合人民币为 7.12 元/公斤；同期，国内 22 个省市生猪均价为 13.05 元/公斤，是进口猪价的 1.8 倍。在自由流通的市场，国内企业有冲动通过进口来降低猪肉成本，从而抑制国内猪价的上涨。

6. 投资建议和风险提示

综上所述，我们认为：今年生猪价格的波动不会过大地、长期地影响中游肉制品加工企业的成本，中游加工企业可能通过加大进口量来抚平潜在的成本上升。涉及猪肉制品加工的主要上市公司包括：三全食品、安井食品、双汇发展、得利斯和金字火腿。

风险提示：非洲猪瘟对国内猪肉供给造成的冲击大于预期；疫情猪肉流入加工领域，比如三全事件。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。