

猪周期拐点确立，迎接养殖长牛

生猪养殖行业深度报告

分析日期 2019年03月11日

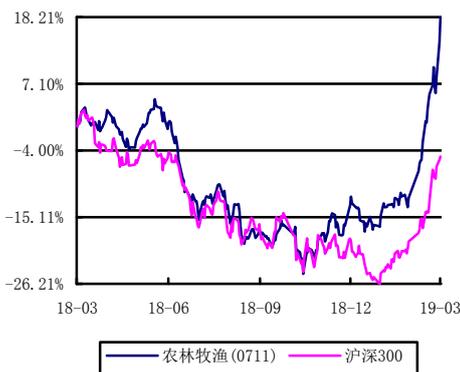
行业评级：超配(30)
证券分析师：姚星辰

执业证书编号：S0630518080002

电话：021-20333920

邮箱：yaoxc@longone.com.cn

行业走势图



相关研究报告

1. 东海证券农业周报：关注畜禽养殖板块趋势性行情
2. 什么是公司的核心竞争力？
3. 猪周期的复盘与推演

◎ 投资要点：

◆ **猪价上涨或将超越历史高点。**近期仔猪价格有所回升，较年前低点上涨52%，反应目前产能出清已经较为彻底，养殖户补栏需求有所回升，仔猪供给不足导致价格快速上涨。母猪价格走低，存栏加速下滑，1月能繁母猪存栏量同比下降14.8%，接近十年历史最大降幅。3月8日启动冻肉收储提振短期猪价。我们认为，2019年1月末猪价的低点即为本轮猪周期拐点，目前生猪价格已经开始趋势性上涨，预计2019年年末高点或将突破20元/公斤。此外，本轮猪周期高位运行时间将较长，有望创下历史最高猪价，周期高点大概率将突破历史高点22元/公斤。

◆ **当前处于养殖股布局的第二阶段。**我们认为，当前处于养殖股布局的第二阶段，猪周期拐点到来，猪价开始全面上涨，股价大概率将随猪价继续上行，达到本轮周期的高点。本轮周期与以往不同的是，受疫情影响，在猪价上涨过程中，产能出清将仍然继续，导致未来猪价上涨幅度可能会超预期。因此养殖板块有望直接受益。

◆ **当前养殖股估值处于低位。**从农业板块的整体估值来看，截止3月8日，农业板块的PE估值为37.25，历史中位数为48.81，PE估值仍低于历史中位数。畜禽养殖板块的PE估值为44.35，也低于历史中位数51.03。从头均市值来看，对应2019年的出栏量，温氏股份、牧原股份、正邦科技扣除非猪业务后的头均市值分别为7503元、8132元和4836元，目前龙头养殖股头均市值仍低于上轮周期顶部。

◆ **投资建议：**我们认为，当前处于生猪养殖股布局的第二阶段，猪周期拐点到来，猪价开始全面上涨，带动养殖板块迎来新一轮投资机会。预计本轮猪周期高位运行时间将较长，盈有望创下历史最高猪价，周期高点大概率将突破历史猪价高点22元/公斤。继续看好生猪养殖板块投资机会，龙头企业建议关注**温氏股份、牧原股份**，弹性标的建议关注**正邦科技、天邦股份**，其次建议关注**新希望、唐人神、金新农、大北农、新五丰**等。

◆ **风险提示：**出栏量大幅不及预期风险；疫情风险；自然灾害风险。

正文目录

1. 猪价上涨或将超越历史高点	3
1.1. 产能加速出清，收储提振短期猪价	3
1.2. 猪周期拐点确立，有望创下历史新高	5
2. 当前处于养殖股布局的第二阶段	6
3. 当前养殖股估值仍处于低位	7
3.1. 估值仍有上行空间	7
3.2. 价格弹性决定业绩弹性	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	10

图表目录

图 1 仔猪价格较年前低点上涨了 52%（截止 2019 年 3 月 8 日）	3
图 2 2019 年 2 月仔猪上市量同比下滑 7%（万头）	3
图 3 2019 年 1 月末不同省份母猪存栏量同比变化	3
图 4 二元母猪价格创下 6 年以来新低	4
图 5 2019 年 1 月母猪存栏指数同比下降 14.75%	4
图 6 能繁母猪存栏量降幅接近 2015 年年初水平	4
图 7 历次收储对猪价走势影响	5
图 8 本周生猪价格快速上行（截止 3 月 9 日）（元/公斤）	5
图 9 养殖利润回到盈利区间	5
图 10 2019 年生猪价格预测（元/公斤）	6
图 11 2010-2015 年周期中的三个阶段	7
图 12 2015-2018 周期中的三个阶段	7
图 13 当前农业板块 PE 估值低于历史中位数（截止 3 月 8 日）	8
图 14 当前畜禽养殖板块 PE 估值低于历史中位数（截止 3 月 8 日）	8
图 15 养殖股头均市值比较（元/头）	9
表 1 牧原股份业绩和猪价关系	9
表 2 牧原股份业绩敏感性分析	10

1. 猪价上涨或将超越历史高点

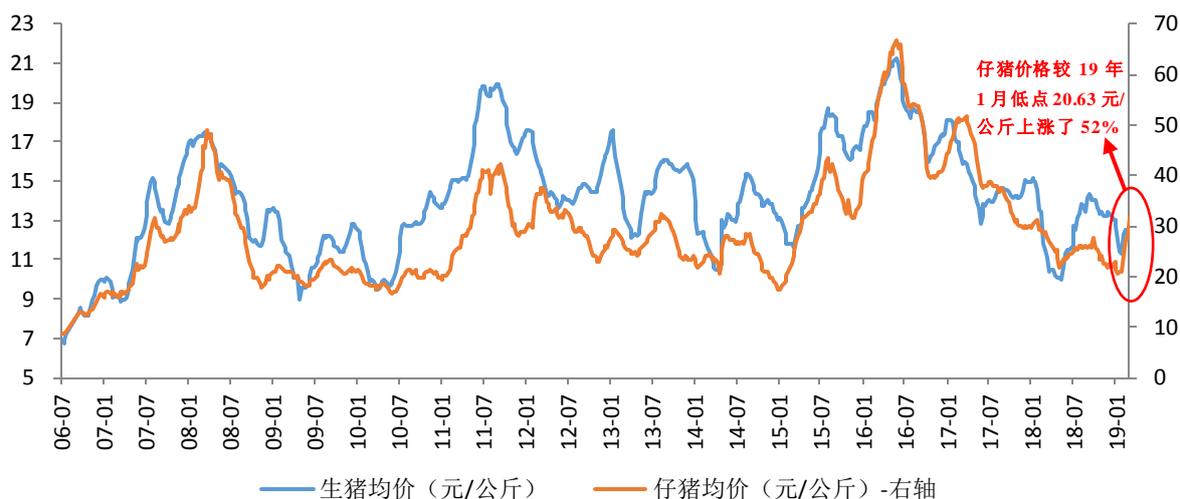
1.1. 产能加速出清，收储提振短期猪价

目前非洲猪瘟疫情呈现常态化。2月以来，农业农村部公布的非洲猪瘟疫情又新增7起，短期疫情仍难以彻底消除，生猪养殖行业正面临历史上少有的困境。一方面，养殖户由于对疫情担忧以及资金困难，不得不缩减产能；另一方面，生猪养殖行业面临着转型升级，养殖门槛提高，一些养殖户退出以后无法再进入行业，导致产能快速下降。

仔猪供应不足，产能出清较为彻底。从价格来看，仔猪价格年前降到了历史低点20.63元/公斤，接近2015年2月时的价格水平。近期仔猪价格有所回升，较年前低点上涨了52%，反应目前产能出清已经较为彻底，养殖户对后市猪价较为乐观，补栏需求有所提升，仔猪供给不足导致价格快速上涨。据猪易数据统计显示，全国仔猪上市量从2018年10月份开始出现明显下降，2019年2月上市量降至4800万头左右，同比下降了7%。

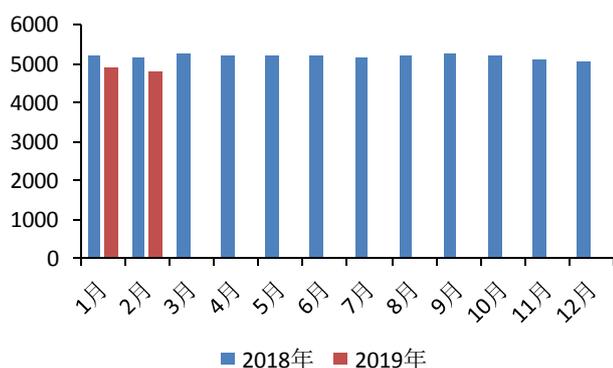
从历史上来看，仔猪价格和生猪价格的走势基本呈现同步变动，而近期仔猪价格的提前上涨预示着生猪价格未来的上涨行情。

图1 仔猪价格较年前低点上涨了52%（截止2019年3月8日）



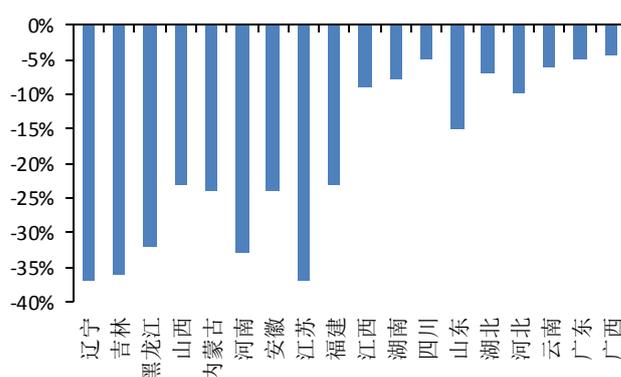
资料来源：中国畜牧业信息网，东海证券研究所

图2 2019年2月仔猪上市量同比下滑7%（万头）



资料来源：猪易数据，东海证券研究所

图3 2019年1月末不同省份母猪存栏量同比变化



资料来源：猪易数据，东海证券研究所

母猪价格走低，存栏加速下滑。母猪价格年前创下了6年以来的新低，目前受补栏情绪回暖的影响价格有所回升，但整体仍处于低位，接近2015年4月份时的低点水平。畜牧司母猪存栏指数19年1月降至84.99，同比下降了14.75%。农业部400个监测县2019年1月能繁母猪存栏量环比下降3.6%，同比下降14.8%。自非洲猪瘟疫情发生以来，降幅逐月扩大，接近十年历史最大降幅。从各省的母猪存栏变化来看，截止2019年1月份，东三省、内蒙古、河南、江苏、安徽、山西的母猪存栏量下降最为明显，产能去化幅度在25%-40%左右，其他省份去化幅度在5%-15%左右。

从历史来看，母猪存栏量的同比变化情况和一年以后的生猪价格呈明显的负相关关系。目前母猪存栏量的同比降幅接近2015年3月前后的水平，对应2016年6月生猪价格高点较2015年3月低点上涨了67%。因此本轮猪周期高点大概率将突破上轮高点21.2元/公斤。

通过对能繁母猪存栏的同比变化值(x%)和一年以后生猪价格(y)做回归分析，剔除2016年7月至2017年7月相关性不明显的的数据段，得出 $y = -0.85x + 10.14$ ，因此粗略测算2019年12月的生猪价格将达到20元/公斤。

图4 二元母猪价格创下6年以来新低

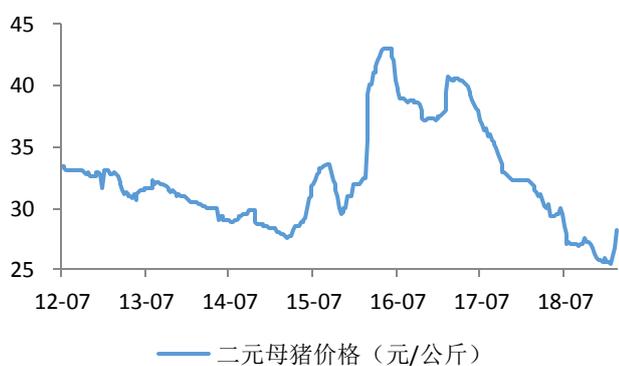
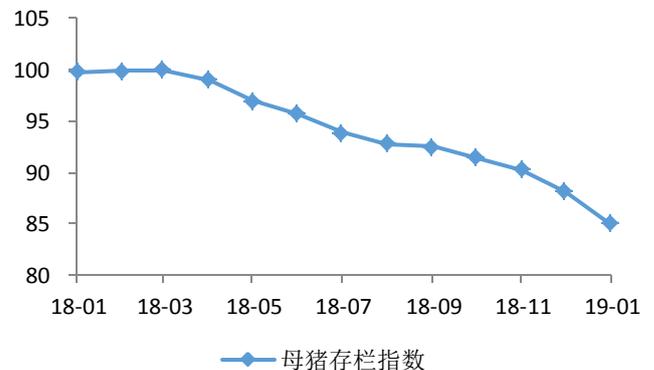


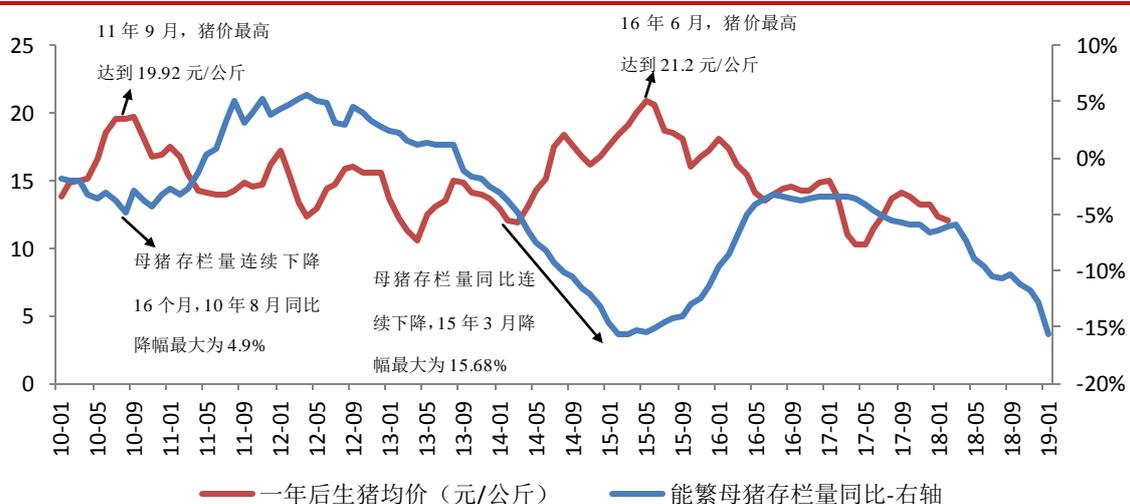
图5 2019年1月母猪存栏指数同比下降14.75%



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：农业部畜牧司，东海证券研究所
注：以2017年1月为基期

图6 能繁母猪存栏量降幅接近2015年年初水平

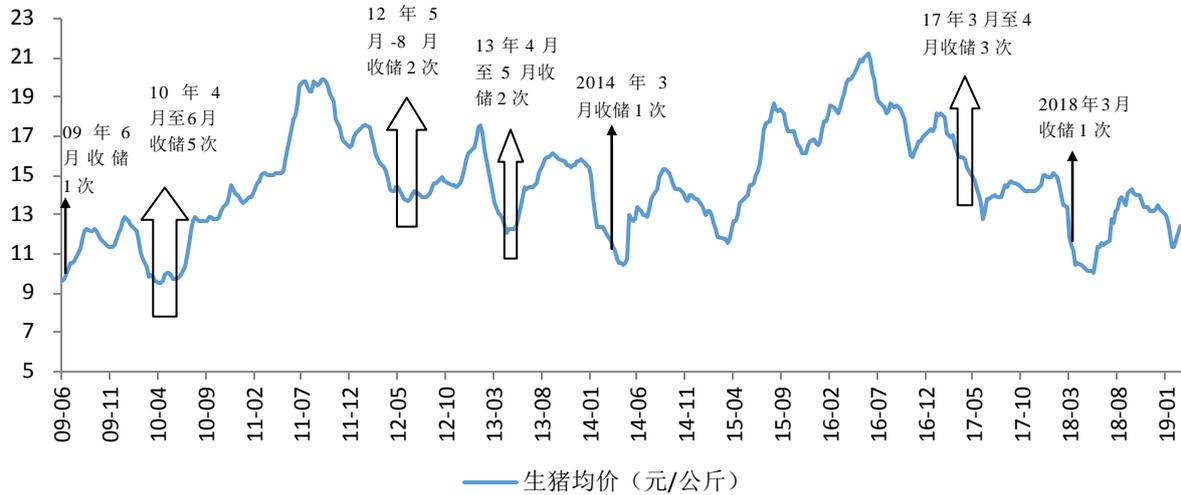


资料来源：Wind，东海证券研究所

冻肉收储提振短期猪价。2019年3月8日国家启动冻肉储备收储工作，根据博亚和讯，此次收储量为1万吨。据国家统计局，2018年我国猪肉总产量为5404万吨，此次冻肉收储量占全年猪肉产量不足0.02%，对供需影响有限。

从历史上来看，冻肉收储的作用更多的表现为对生猪市场信心的提振，并不能扭转中长期的供需格局。此次在生猪供给短缺的情况下进行收储，将刺激短期猪价上涨，中长期来看，生猪供给的持续紧张将使得猪价呈现趋势性上涨行情。

图7 历次收储对猪价走势影响

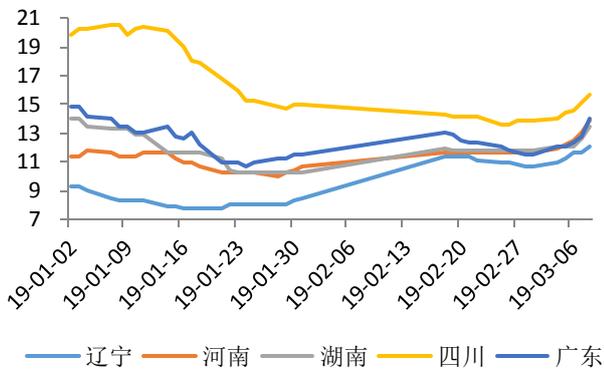


资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.猪周期拐点确立，有望创下历史新高

猪周期拐点已经确立。疫情导致的产能去化程度远超预期叠加3月冻肉收储政策的刺激，短期生猪供给非常紧张，生猪价格快速拉升。截止3月9日，全国生猪均价已达到12.87元/公斤，周涨幅5.9%；四川更是达到了15.7元/公斤，周涨幅13.8%。养殖利润也进入了盈利区间，截止3月8日，自繁自养养殖利润为2.26元/头，外购仔猪养殖利润58.05元/头，周期反转已经基本确立。

图8 本周生猪价格快速上行（截止3月9日）（元/公斤）



资料来源：博亚和讯，东海证券研究所

图9 养殖利润回到盈利区间



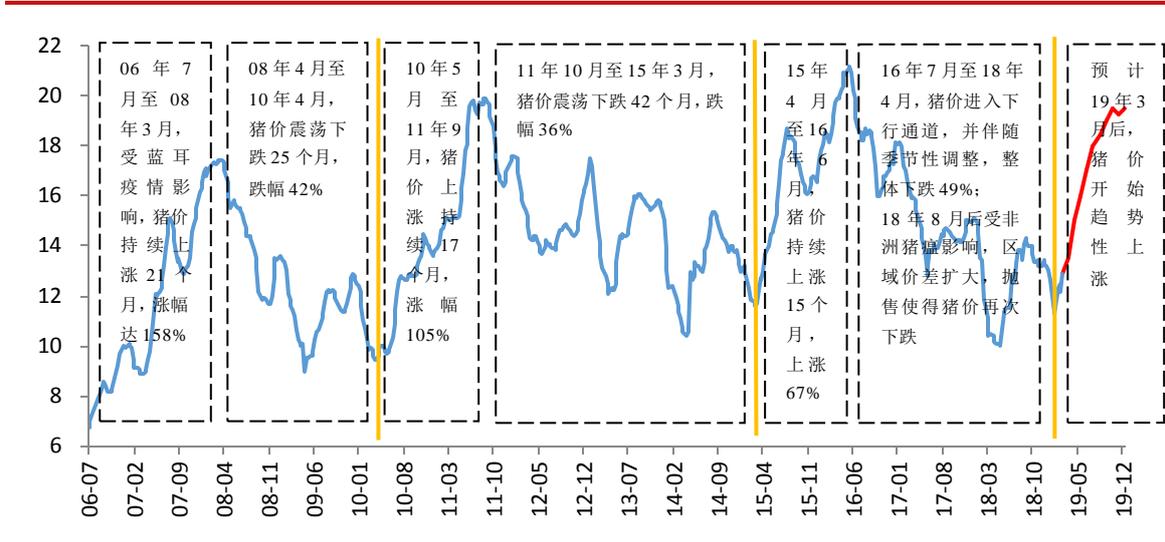
资料来源：Wind，东海证券研究所

从历史上来看，疫病的多发会导致猪价的爆发式上涨。由于2006年-2007年间猪蓝耳疫情蔓延，全国生猪供给减少，导致2006年7月至2008年3月猪价持续上涨了21个月，涨幅达158%。由于本轮非洲猪瘟疫情下产能去化程度更大、疫苗研发困难、养殖密度高

等诸多因素，其影响大概率会超过 2006 年的猪蓝耳疫情，呈现猪价快速上涨而产能持续去化的局面。

我们认为，2019 年 1 月末猪价的低点即为本轮猪周期的拐点，目前生猪价格已经开启趋势性上涨周期，预计 3 月份仍将有适度回调，二三季度出现较为明显的上涨，四季度会更大幅度上涨，2019 年年末高点或将突破 20 元/公斤。此外，本轮猪周期高位运行时间将较长，有望创下历史最高猪价，周期高点大概率将突破历史高点 22 元/公斤。

图 10 2019 年生猪价预测（元/公斤）



料来源：中国畜牧业信息网，东海证券研究所预测

2. 当前处于养殖股布局的第二阶段

总结前几轮猪周期生猪养殖板块股价上涨规律，我们认为，养殖股的投资一般分为三个阶段。第一阶段，预期上涨阶段：猪价持续处于底部，养殖亏损较为严重，行业产能去化程度较高，预期猪价拐点即将到来，股价会在猪价反转前开始上涨；第二阶段，价格反转阶段：猪价开始上涨，市场情绪不断升温，之前被低估的养殖股纷纷开始上涨，涨幅较大，股价的阶段高点也往往出现在这个阶段。第三阶段，阶段性回调阶段：猪价在上行周期中出现阶段性回调，股价又开始新一轮的反弹。

我们复盘近两轮周期中股价和猪价的表现：

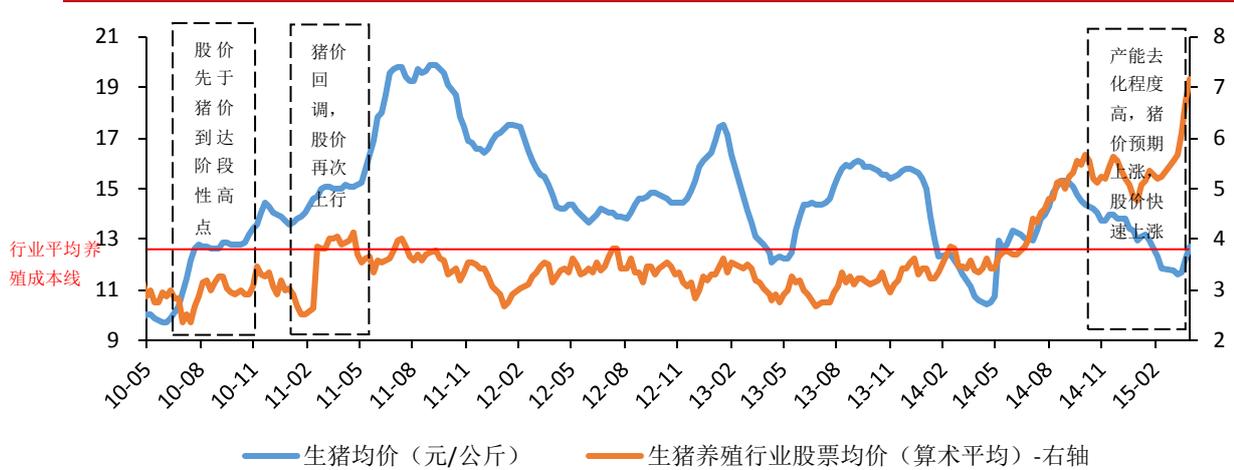
2010-2015 年猪周期中，2010 年 7 月-2010 年 11 月，猪价底部反转，股价随之上涨，并先于猪价到达阶段性高点，股价涨幅达 41%。2011 年 1 月-2011 年 4 月，猪价暂时性回调后继续冲击高点，股价也在回调后再次上行，涨幅达 64%。2015 年 1 月-2015 年 4 月，猪价持续在底部震荡，养殖亏损严重，母猪产能去化程度高，市场预计猪价拐点即将到来，股价快速上涨，涨幅达 53%。

2015-2018 年猪周期中，2015 年 4 月-2015 年 6 月，猪价反转，股价先于猪价到达阶段性高点，股价涨幅达 84%。2015 年 9 月-2015 年 12 月，猪价小幅回调，股价再次上行，涨幅达 87%。2018 年 8 月-2019 年 2 月，非洲猪瘟疫情发生以后，产能去化超预期，养殖亏损非常严重，市场对猪价将大幅上涨形成一致预期，因此股价涨至历史性高位，涨幅高达 83%。

我们认为，当前处于养殖股布局的第二阶段，猪周期拐点到来，猪价开始全面上涨，股价大概率将随猪价继续上行，达到本轮周期的高点。本轮周期与以往不同的是，受疫情

影响,在猪价上涨的过程中,产能出清将仍然继续,导致未来猪价上涨幅度可能会超预期。因此养殖板块有望直接受益。

图 11 2010-2015 年周期中的三个阶段



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 12 2015-2018 周期中的三个阶段



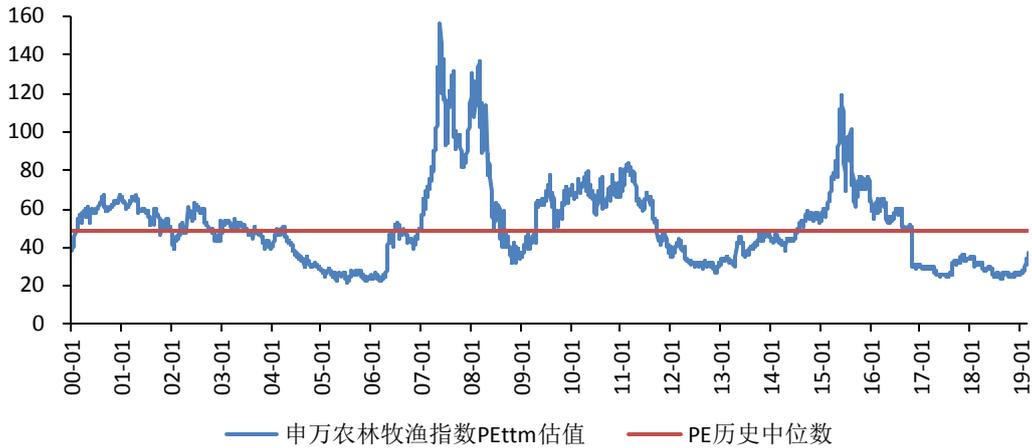
资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.当前养殖股估值仍处于低位

3.1.估值仍有上行空间

农业板块 PE 低于历史中位数。从农业板块的整体估值来看,截止 3 月 8 日,农业板块的 PE 估值为 37.25,历史中位数为 48.81,PE 估值仍低于历史中位数。畜禽养殖板块的 PE 估值为 44.35,也低于历史中位数 51.03。

图 13 当前农业板块 PE 估值低于历史中位数（截止 3 月 8 日）



资料来源：Wind，东海证券研究所

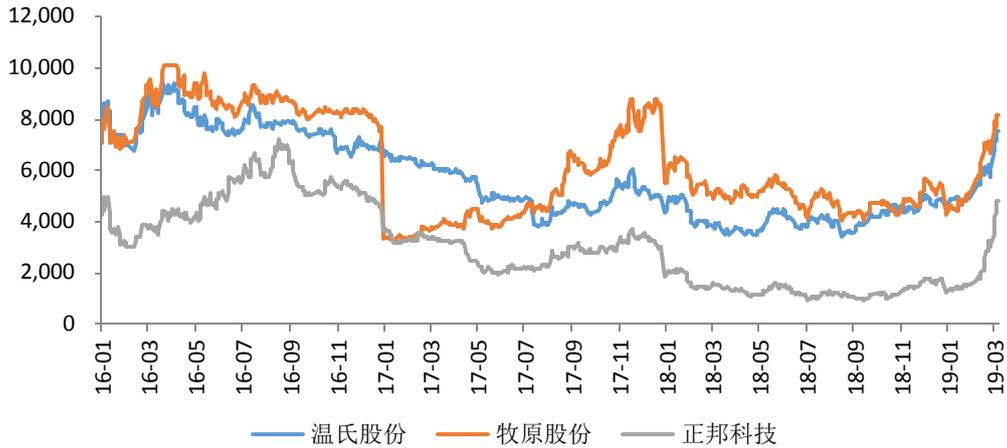
图 14 当前畜禽养殖板块 PE 估值低于历史中位数（截止 3 月 8 日）



资料来源：Wind，东海证券研究所

目前龙头养殖股头均市值仍低于上轮周期顶部。对应 2019 年的出栏量，温氏股份、牧原股份、正邦科技扣除非猪业务后的头均市值分别为 7503 元、8132 元和 4836 元。而温氏股份、牧原股份、正邦科技在 2016 年高点时的头均市值分别为 9445 元、10067 元和 7203 元，当前估值仍低于周期高点。

图 15 养殖股头均市值比较 (元/头)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.2. 价格弹性决定业绩弹性

猪价对养殖股的业绩弹性的影响大于出栏量。以牧原股份为例,当 2013、2014、2017、2018 年猪价下跌时,即使出栏量大幅增长,业绩依然出现明显下降。2015、2016 年,当猪价上涨时,即使即使出栏量小幅上升,业绩也会有明显增长。

我们简单做一个牧原股份业绩敏感性分析,预计 2019 年的生猪销售均价为 18 元/公斤,当 2019 年出栏量为分别为 1200、1300、1400 万头时,对应净利润分别为 82.94、89.83、96.73 亿元,较 2018 年均有明显增长。

因此,我们认为,疫情发生以后,虽然养殖企业的出栏量受到一定影响,但考虑到猪价未来可能会超预期上涨,即使出栏量不达预期,养殖企业业绩仍将明显超预期。

表 1 牧原股份业绩和猪价关系

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
归母净利润 (亿元)	3.0	0.8	6.0	23.2	23.7	5.2
YOY	-8%	-74%	643%	290%	2%	-78%
生猪出栏量 (万头)	130.68	185.9	191.9	311.4	723.7	1101.1
YOY	42%	42%	3%	62%	132%	52%
生猪销售均价 (元/公斤) (包含仔猪和种猪)	14.8	13.3	15.1	17.9	14.5	11.6
YOY	-1%	-11%	14%	18%	-19%	-20%

资料来源:公司公告,东海证券研究所

注:2013 和 2014 年公司未披露销售价格数据,采用 22 省市生猪均价测算

表 2 牧原股份业绩敏感性分析

净利润（亿元）		猪价（元/公斤）					
		15	16	17	18	19	20
出栏量 (万头)	1200	45.57	60.20	72.14	82.94	93.54	103.58
	1300	49.34	65.19	78.14	89.83	101.33	112.19
	1400	53.12	70.19	84.13	96.73	109.11	120.81
	1500	56.89	75.19	90.13	103.63	116.89	129.43
	1600	60.67	80.19	96.12	110.52	124.67	138.04
	1700	64.44	85.19	102.12	117.42	132.45	146.66
	1800	68.22	90.18	108.11	124.31	140.23	155.28
	1900	71.99	95.18	114.11	131.21	148.01	163.89

资料来源：Wind，东海证券研究所测算

4. 投资建议

我们认为，当前处于生猪养殖股布局的第二阶段，猪周期拐点到来，猪价开始全面上涨，带动养殖板块迎来新一轮投资机会。预计本轮猪周期高位运行时间将较长，有望创下历史最高猪价，周期高点大概率将突破历史高点 22 元/公斤。继续看好生猪养殖板块投资机会，龙头企业建议关注**温氏股份**、**牧原股份**，弹性标的建议关注**正邦科技**、**天邦股份**，其次建议关注**新希望**、**唐人神**、**金新农**、**大北农**、**新五丰**等。

5. 风险提示

出栏量大幅不及预期风险；疫情风险；自然灾害风险。

分析师简介:

姚星辰, 香港城市大学金融硕士, 2年以上行业研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证,建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务,本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8621) 20333619
传真: (8621) 50585608
邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
电话: (8610) 66216231
传真: (8610) 59707100
邮编: 100089