

以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑

——“读懂猪周期”系列深度报告三

农林牧渔行业

推荐 维持评级

核心观点:

- **周期成就板块，优中选优看成长。** 研究具备周期特征的行业，重点关注供给与价格变化；在投资角度，主要跟随趋势，有整体性机会，宜自上而下把握。以生猪养殖行业为例，猪价预期反转，生猪板块集体利好，具备“价格一荣板块俱荣”的周期特征。预期未来猪价上涨，应在周期底部进行板块性配置。同时，生猪养殖板块亦属于必需消费品属性，核心关注养殖成本、产能增长、养殖模式等方面。在价格一致的前提下，成本越低利润弹性越大，产能增速越快利润弹性越大。
- **长期逻辑看集中度提升，中期关注价格拐点何时来。** 2017年我国生猪出栏量为6.89亿头，CR22约7.59%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。以30%的复合增速计算，2020年我国前22家生猪养殖企业合计出栏量将达到1.2亿头，CR22达17%。龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。短期猪价干扰因素主要包括产能情况、非洲猪瘟疫情的变化、国家政策方向等，以上因素对短期猪价有小幅影响，但影响不会持续。一般来说，猪价开启上行趋势以后，其短期波动不必过分在意，关键在于猪价拐点的判断。我们认为从时间长度、价格涨幅来说，当前时点只是刚刚开启上行趋势，在2020年年中以前，不必担心猪价下跌风险。
- **股价具备先导效应，先于猪价达到高点。** 从历史经验来看，股价波动跟随猪价波动，股价高点提前于猪价高点，一般出现于猪价快速上涨至相对高位、之后横盘震荡之时。因此，在当前时点，我们认为生猪板块性配置并持续持有的阶段。观察2018.5.11以来的新一轮周期，我们发现至2019.3.5，牧原股份、温氏股份、天邦股份、正邦科技、天康生物股价涨幅分别为103%、79%、200%、261%、37%，基本符合历史规律；18年发生非洲猪瘟导致产能加速退出以及资本市场氛围影响，也是本次涨幅较高的因素。
- **从价格与成本看周期内对头均市值变化的影响。** 从概念本身出发，头均市值=生猪业务市值/生猪出栏量；进一步拆分头均市值=(价格-完全成本)*出栏体重*PE。其中价格、出栏体重、PE并非完全可控，那么完全成本的差异成为影响头均市值的核心指标，即成本越低，头均市值越大。基于出栏量稳定的假设基础上，在猪价上行期，猪价变化成为股价的核心驱动因素；在猪价下行期，成本成为预测股价底线的关键因素。
- **生猪出栏量是穿越周期走向成长的核心变量。** 上文解构头均市值主要基于出栏量稳定的假设；生猪养殖行业的成长属性主要指出栏量的快速增长。在猪价上行期，出栏量的增加，叠加头均市值的提升，公司生猪业务总市值进一步放大；在猪价下行期，即便头均市值逐步下行，公司生猪业务总市值随着出栏量的提升依旧可以保持相对高位。总结来说，出栏量在市值中具备乘数效应。
- **投资建议：** 我们认为在猪价上行、股价跟随的阶段，核心关注公司管控能力强、出栏量增速稳健的个股，包括天康生物(002100)、温氏股份(300498)，可同时关注牧原股份(002714)、天邦股份(002124)、正邦科技(002157)。

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

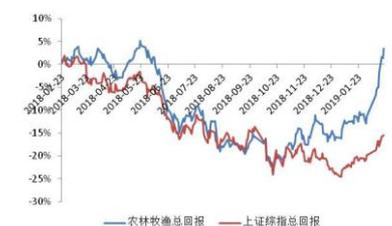
✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

相关研究

- 1、2019.2.26 “读懂猪周期”系列深度报告一：在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判
- 2、2019.3.1 “读懂猪周期”系列深度报告二：天康生物(002100.SZ): 享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业
- 3、2019.3.25 行业动态报告: 农林牧渔业景气度提升，养殖业务尤为亮眼

相对上证综指表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资概要:

研究框架及主要结论:

生猪养殖板块具备“周期+成长”双属性。从周期品角度来看,在系列深度报告一中,我们已详细分析本次猪周期的价格拐点预判,并建议进行板块性配置。从消费品角度来看,我们认为我国生猪养殖行业集中度较低,未来具备持续成长的基础,建议关注出栏量快速增长、成本优势显著的个股。本文以周期和成长属性为基础,探讨生猪养殖行业的投资逻辑(行业+个股)。

我们认为生猪养殖行业中的优质个股具备长期投资价值。生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征,也就意味着行业空间广阔,企业未来发展空间巨大。在这个过程中,集中度逐步提升,龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。此外,周期特征使得生猪养殖个股在特定时间内具备极高弹性,短期投资属性亦强。

我们与市场不同的观点:

市场普遍担心生猪养殖个股业绩兑现有压力、未来行情走势相对乏力,我们认为尽管非洲猪瘟对行业产能产生较大影响,部分大型养殖企业亦受到疫情的波及,但大型养殖企业具备完善的疫病防控流程,有能力升级猪舍及相关配套设施,做好疫病防控工作。在猪价趋势上行的背景下,即便出栏量不增长,业绩也有较大弹性;若出栏量依旧保持快速增长的态势下,养殖企业业绩增长空间巨大。

投资策略:

生猪养殖企业具备周期+成长双属性特征,年初至今养殖股股价实现大幅上升主要源于市场对猪价预期上涨,该阶段基本已经结束;目前猪价已处于上行阶段,未来股价增长跟随猪价上涨,并提前于猪价高点出现拐点。长期来说,生猪出栏量作为养殖企业穿越周期、实现成长的核心指标,在业绩释放层面具备乘数效应。未来,随着行业集中度、规模化的持续提升,大型养殖企业将受益于该行业变化,具备相对稳定的成长属性。

基于上述判断,我们认为在猪价上行、股价跟随的阶段,核心关注公司管控能力强、出栏量增速稳健的个股,包括天康生物(002100)、温氏股份(300498),可同时关注牧原股份(002714)、天邦股份(002124)、正邦科技(002157)。

行业表现的催化剂

能繁母猪产能去化加速、供需缺口显著,非洲猪瘟疫情短期内无法全面控制。

主要风险因素:

猪价不达预期风险,疫病风险,原材料价格波动风险,政策风险,自然灾害风险等。

目录

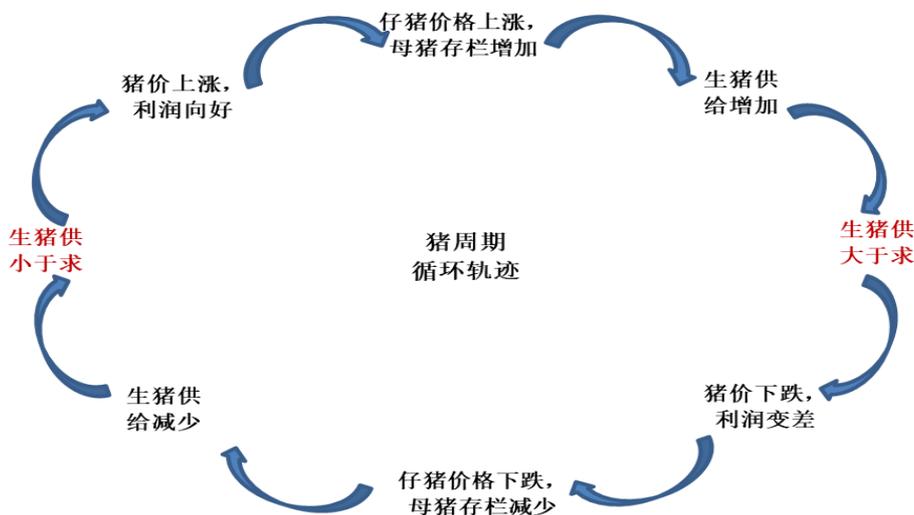
一、周期成就板块，优中选优看成长.....	2
二、行业投资逻辑	3
（一）长期逻辑看集中度提升，出栏扩张带来成长红利.....	3
（二）短期影响因素可忽略，中期关注价格拐点何时来.....	4
三、个股投资逻辑	8
（一）股价具备先导效应，先于猪价达到高点.....	8
（二）从价格与成本看周期内对头均市值变化的影响.....	12
（三）生猪出栏量是穿越周期走向成长的核心变量.....	13
四、投资建议	13
六、风险提示	14

一、周期成就板块，优中选优看成长

根据现代经典经济周期理论，农业生产周期（又名蛛网周期）主要揭示农业对价格的生产反馈周期，产生原因是生产对价格的反应时滞，理论时长在1年左右。蛛网周期的基本假定为：商品的本期产量决定于前一期的价格，商品的本期需求量决定于本期的价格。考虑到母猪到育肥猪出栏的时间约为12个月，因此生猪养殖的蛛网周期时长约4年，该周期是研究生猪价格变化的核心。

研究具备周期特征的行业，重点关注供给与价格变化；在投资角度，主要跟随趋势，有整体性机会，宜自上而下把握。以生猪养殖行业为例，猪价预期反转，生猪板块集体利好，具备“价格一荣板块俱荣”的周期特征。预期未来猪价上涨，应在周期底部进行板块性配置。

图 1: 猪周期循环轨迹



资料来源：中国银河证券研究院

农林牧渔板块在 A 股板块中是相对特殊的存在，在具备周期属性的同时，兼具消费品属性。我们粗略的将大消费板块分为可选消费品和必需消费品，其中可选消费品与经济周期相关度大，需求短期会产生较大波动，而必需消费品与消费群体生活习惯关系密切，需求增速受制于人均可支配收入等长期因素，相对平稳。生猪养殖板块具备必需消费品属性。

必需消费品个股特征显著，宜自下而上选股。从品牌效应、创新能力、营销能力、渠道布局等几个方面重点分析公司情况，挑选优质个股。在生猪养殖板块，核心关注养殖成本、产能增长、养殖模式等方面。在价格一致的前提下，成本越低利润弹性越大，产能增速越快利润弹性越大。

生猪养殖板块具备“周期+成长”双属性。在系列深度报告中，我们已详细分析本次猪周期的价格拐点预判，并建议进行板块性配置。从消费品角度来看，我们认为我国生猪养殖行业集中度较低，未来具备持续成长的基础，建议关注出栏量快速增长、成本优势显著的个股。下文将以周期和成长属性为基础，探讨生猪养殖行业的投资逻辑（行业+个股）。

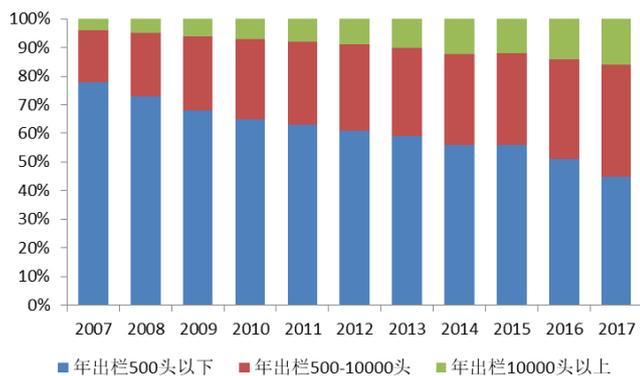
二、行业投资逻辑

(一) 长期逻辑看集中度提升，出栏扩张带来成长红利

我国生猪养殖以散户为主，2007年年出栏500头以下的养殖户比例为78.2%，至2017年该指标下降为45%。受环保政策、城镇化以及理性补栏等因素，中小养殖户补栏进程较为缓慢，而大型养殖户具备完善的环保解决办法、融资方式多样化等优势，养殖规模持续扩大，抢占市场份额，因此在过去两年中，我国生猪规模化程度快速提高。

对标美国生猪养殖行业规模化发展过程来看，在其规模化程度快速提升的二十年中（1980-1999年），养殖户数量持续下降，1997年美国存栏1000头以上的养殖场占比达71%（有部分州高达98%）。相比之下，我国生猪规模化程度依旧有较大提升空间（至少20pct）。如前文所述，16-17年受环保政策影响，散养户大量退出或放缓补栏，直接利好规模化提升。18年8月非洲猪瘟在我国蔓延，成为散户加速退出的又一因素。我们认为，非洲猪瘟的发生将加速我国规模化程度的提升，待疫情相对稳定后，规模化速度将趋于放缓，但趋势不变。

图 2：2015 年环保高压以后，生猪养殖规模化快速提升



资料来源：中国银河证券研究院

图 3：2018 年我国生猪出栏量为 6.94 亿头，同比+0.76%



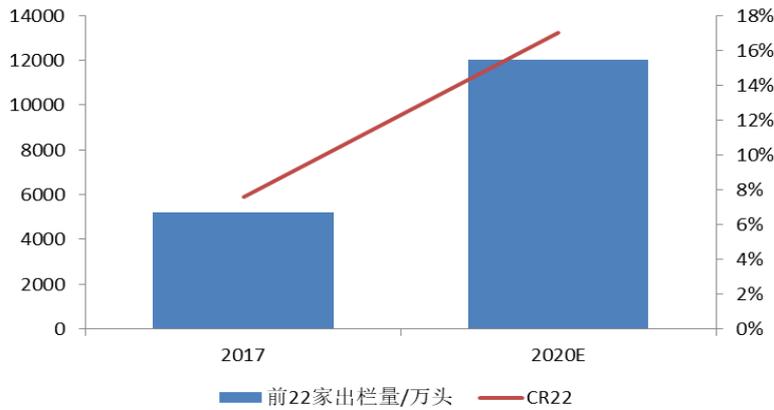
资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2017年我国生猪出栏量为6.89亿头，前22家生猪养殖企业合计出栏生猪5224万头，CR22约7.59%；前10家合计出栏4850万头，CR10约7.04%；前5家合计出栏3920万头，CR5约5.69%。我国生猪养殖业集中度极低，集中度提升是未来行业成长的关键点。

目前，我国生猪养殖行业呈现金字塔型，即头部小、底部大。随着散养户的加速退出，以及大规模养殖场的加速扩张，未来将呈现倒金字塔型。2017年，前22家生猪养殖企业出栏量增速达36%。以30%的复合增速计算，2020年我国前22家生猪养殖企业合计出栏量将达到1.2亿头，CR22达17%。以我国生猪出栏量第一第二的温氏股份、牧原股份为例，2017-2019E出栏量分别为1904/724万头、2223/1101万头、2500/1400万头，增速分别为11.2%/132.4%、17.1%/52.2%、12.1%/27.2%，均保持快速增长状态。

生猪养殖行业具备“大行业、小企业”的行业特征，也就意味着行业空间广阔，企业未来发展空间巨大。在这个过程中，集中度逐步提升，龙头企业将享受自身规模扩张带来的成长红利。

图 4: 2020E 我国生猪出栏 CR22 或将达到 17%



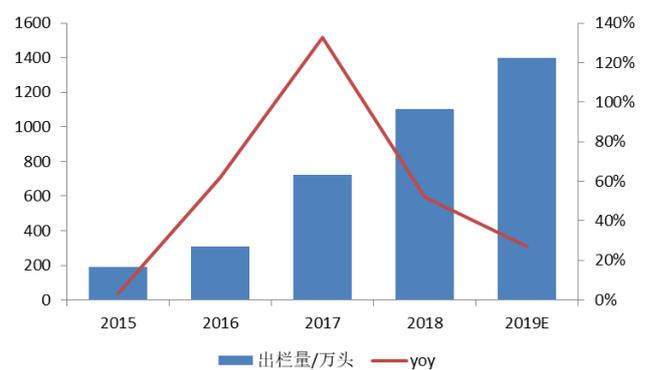
资料来源: 国家统计局, 公司公告, 中国银河证券研究院

图 5: 2019E 温氏股份生猪出栏约 2500 万头, 同比+12.1%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 6: 2019E 牧原股份生猪出栏约 1400 万头, 同比+27.2%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 短期影响因素可忽略, 中期关注价格拐点何时来

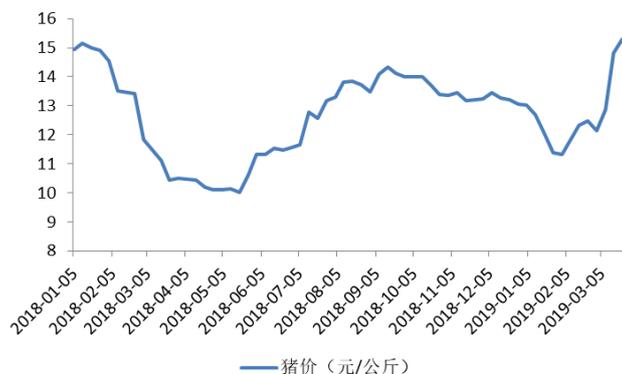
本轮猪周期自 2018 年 5 月开启, 实现 W 型一次探底 (10.01 元/公斤), 之后在 2019 年 2 月出现 W 型二次探底 (11.32 元/公斤), 此后开启本轮周期的上行期。根据中国畜牧业信息网统计, 2019 年 3 月 22 日, 生猪价格为 15.3 元/公斤, 与二次探底价格相比上涨 35.2%。

短期猪价干扰因素主要包括产能情况、非洲猪瘟疫情的变化、国家政策层面的方向与态度等, 以上因素对价格预期、情绪的影响在短期猪价层面有小幅影响, 但在大趋势不变的情况下, 该类影响不会持续。一般来说, 猪价开启上行趋势以后, 其短期波动不必过分在意, 关键在于猪价拐点的判断。

单纯从历史走势来看, 生猪、母猪、仔猪价格于 2016 年 5-6 月之间达到高点 (二次探底

时间为2015年3月),分别为21.2元/公斤、43元/公斤、66.69元/公斤,当前价格与之相比有巨大的提升空间。因此,我们认为从时间长度、价格涨幅来说,当前时点只是刚刚开启上行趋势,在2020年年中以前,不必担心猪价下跌。考虑到此次非洲猪瘟疫情在历史上的不可复制性,当前的产能情况恶劣于以往的任何时候,供需缺口加大。在疫情无法有效控制的前提下,我们认为本轮周期将显著长于历史情况,价格高点亦将突破历史高位。

图 7: 2019.3.22 我国生猪价格为 15.3 元/公斤



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 8: 2019.3.22 我国二元母猪价格为 32.08 元/公斤



资料来源: 中国畜牧业信息网, 中国银河证券研究院

图 9: 2019.3.22 我国 22 省市仔猪价格为 41.41 元/公斤



资料来源: 博亚和讯, 中国银河证券研究院

图 10: 2019.3.22 我国仔猪出售毛利为 96.98 元/头



资料来源: 博亚和讯, 中国银河证券研究院

图 11: 2019.3.22 自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 314.7 元/头和 379.9 元/头



资料来源: 博亚和讯, 中国银河证券研究院

1、产能角度

2019 年 1 月我国能繁母猪存栏量同比增速为-14.75%，2 月进一步扩大为-19.1%，同比数据大幅下降意味着能繁母猪数量下降幅度产生变化，猪价上行趋势确立。与上一轮周期相比，2015 年 1 月能繁母猪存栏量下降达 14.7%，随后于 3 月猪价二次探底，并开启上行趋势。对比来看，受非洲猪瘟影响，本轮周期中的能繁母猪存栏量下降幅度大于以往，在相应疫苗欠缺的背景下，我们认为，未来一年内能繁母猪存栏量将继续维持大幅下降趋势，行业产能处于下行通道，将面临较大供需缺口，猪价高企势在必行。

图 12: 2019.2 能繁母猪存栏量为 2738 万头，同比-19.1%



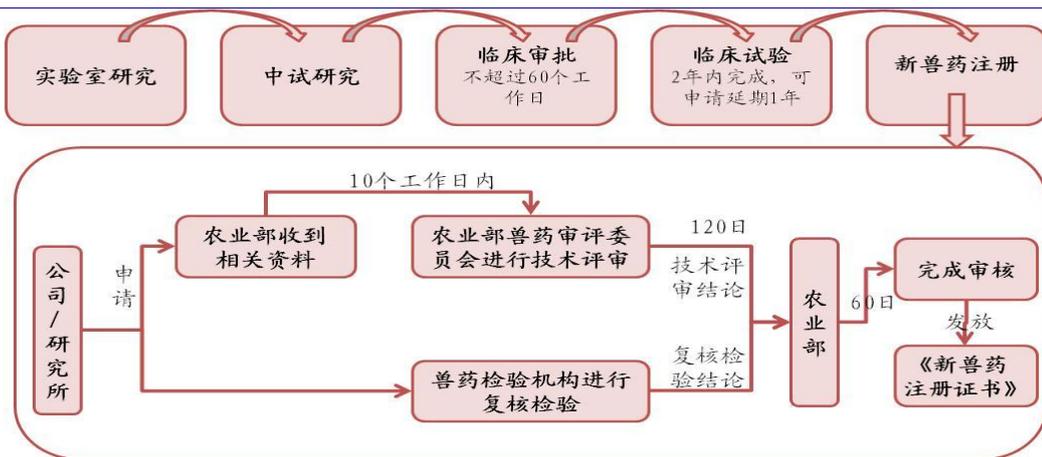
资料来源: 中国政府网, 中国银河证券研究院

2、疫情角度

截至2019年3月1日,我国28个省份先后发生111起非洲猪瘟疫情,疫情情况依旧严峻,产能持续去化。2019年2月27日,农业农村部制定5个实验室开展非洲猪瘟病毒实验工作,分别位于青岛、黑龙江、兰州、武汉、广州。其中哈兽研国家非洲猪瘟专业实验室于3月22日发布最新成果,已成功分离出我国第一个非洲猪瘟病毒毒株(Pig/HLJ/18),该项研究成果初步阐明了我国ASFV流行毒株的基因组特点和进化关系,为检测技术和疫苗研发奠定基础。

根据《兽药注册办法》,我们了解到,除疫苗研发与实验外,其他流程审批程序需耗时250个工作日,假设国家开设绿色通道,加急批复,至少也需要100个工作日。而目前我国依旧处于实验室研究阶段,未来的中试研究、临床试验耗时无法确定,我们初步判断1-2年内难有相关疫苗可使用。目前来说,疫情防控主要依靠扑杀与物理隔绝,对产能的影响依旧存在。因此,我们认为疫苗研发短期内无法市场化,非洲猪瘟短期内难以绝对消灭,我国生猪产能持续下降,猪价上行支撑将持续。

图 13: 新兽药研发与注册流程



资料来源:《兽药注册办法》, 中国银河证券研究院

3、政策角度

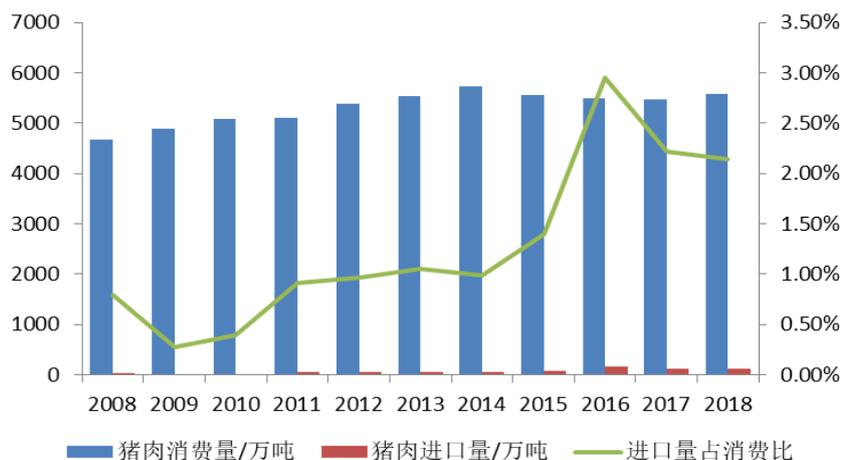
2019年3月20日,农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》,提出七项政策措施稳定生产;同时,我国在3月已提出三次冻肉储备计划。我们认为由于产能下降速度加快,未来生猪出栏量预期减少,供需可能出现缺口,国家为缓解供需矛盾、保证有效供给而提出相应措施。同时通过冻肉储备预防后市猪肉的大幅度短缺。

在猪肉进口层面来看,我国进口猪肉量呈现增长态势。根据新华社消息,2019年3月22日,来自葡萄牙的24.99吨冷冻猪肉抵达天津口岸,是中国与葡萄牙签署输华猪肉双边协定书后,首批抵达中国港口的葡萄牙猪肉产品。根据美国农业部3月14日公布的数据显示,美国上周向中国出口23846吨猪肉,占当周总出口量的47.4%。我们认为,虽然进口猪肉在数量层面有加速增长的趋势,但从绝对量来看,与我国猪肉总消费量相比,存在巨大的差距。2018

年我国进口猪肉占消费比约为 2.14%。进口猪肉这个行为可能短期对猪价产生轻微影响，但该类影响无法持续。

综合来说，生猪供给呈现大幅下行趋势，国家频繁收储并加大进口量可侧面印证上述判断。

图 14: 2018 年猪肉进口量占我国消费比约为 2.14%



资料来源：海关总署，美国农业部，中国银河证券研究院

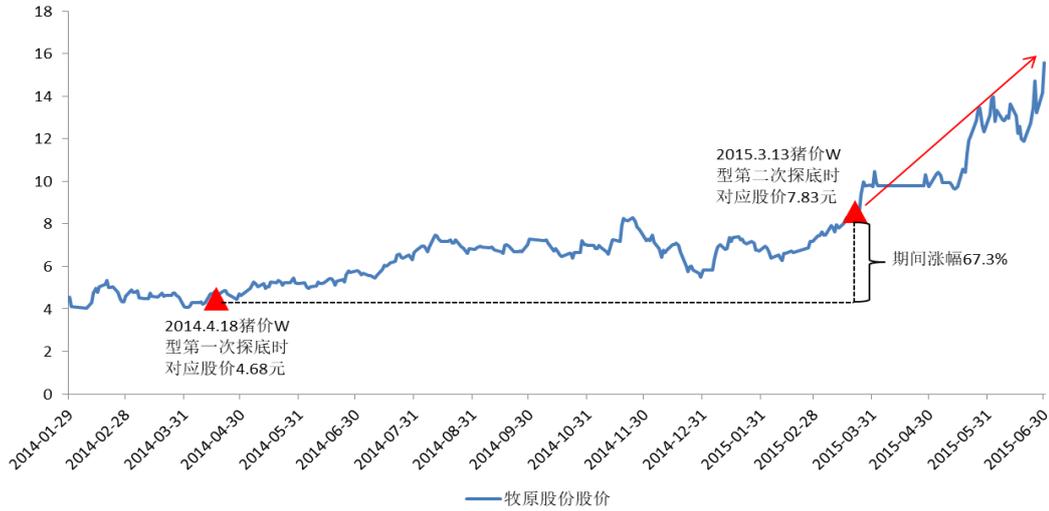
三、个股投资逻辑

（一）股价具备先导效应，先于猪价达到高点

在周期背景下，随着价格预期好转，企业盈利情况将大幅改善，并且股价跟随产品价格的上涨而上涨，猪周期也不例外。我们选取经历完整猪周期、业务单一的牧原股份来观察，在 2014.4.18W 型一次探底至 2015.3.13W 型二次探底期间，公司股价上涨 67.3%，总体呈现上行趋势，属于猪价预期的转换阶段；在猪价二次探底至猪价相对高位且滞涨时，公司股价经历快速上涨阶段，4 个月内上涨 148%；随着猪价在高位的横盘震荡，价格预期处于转换阶段，即使 2016.6.3 猪价达到最高点，股价也并没有回到此前高点，即价格预期已经改变。

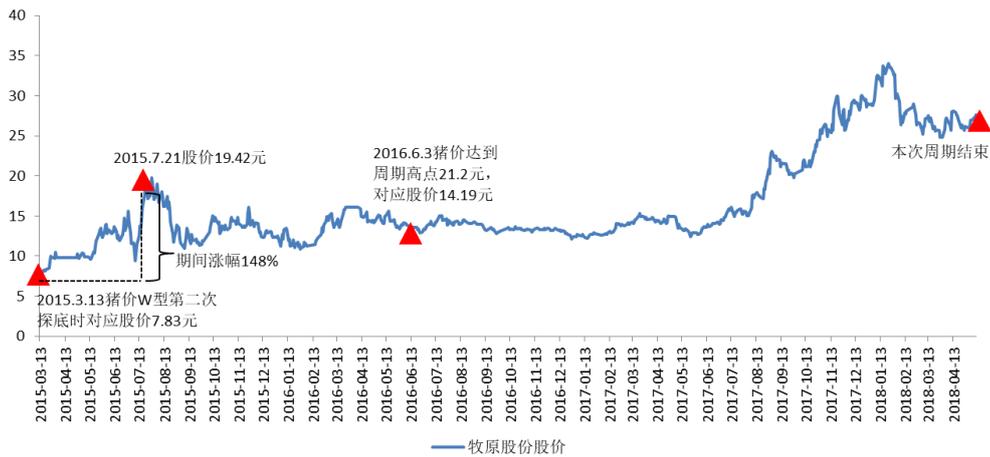
从历史经验来看，股价波动跟随猪价波动，股价高点提前于猪价高点，一般出现于猪价快速上涨至相对高位、之后横盘震荡之时。因此，在当前时点，我们认为是生猪板块性配置并持续持有的阶段。观察 2018.5.11 以来的新一轮周期，我们发现至 2019.3.5，牧原股份、温氏股份、天邦股份、正邦科技、天康生物股价涨幅分别为 103%、79%、200%、261%、37%，基本符合历史规律；18 年发生非洲猪瘟导致产能加速退出以及资本市场氛围影响，也是本次涨幅较高的因素。

图 15: 猪价 W 型一二次探底之间, 牧原股份股价上涨约 67.3%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 猪价 W 型二次探底至股价高点期间, 牧原股份股价上涨约 148%



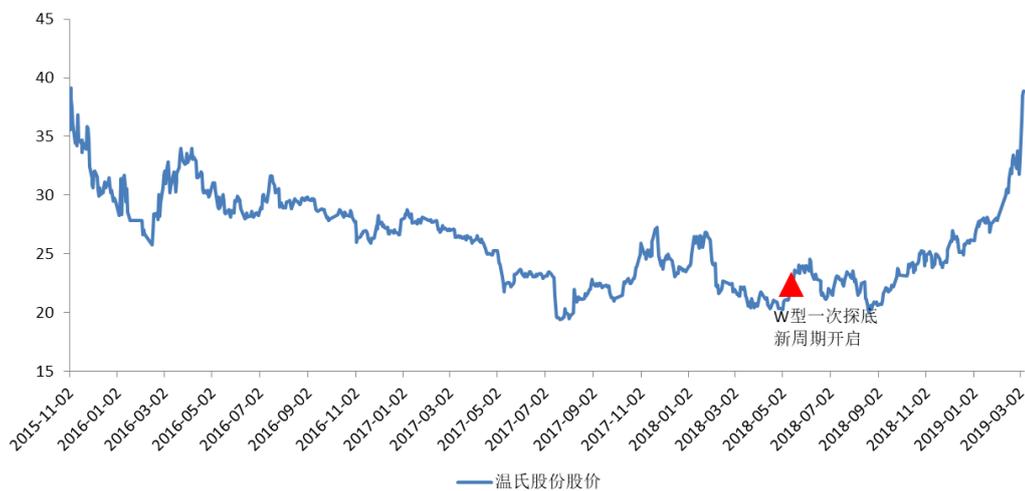
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 牧原股份涨幅达 103%



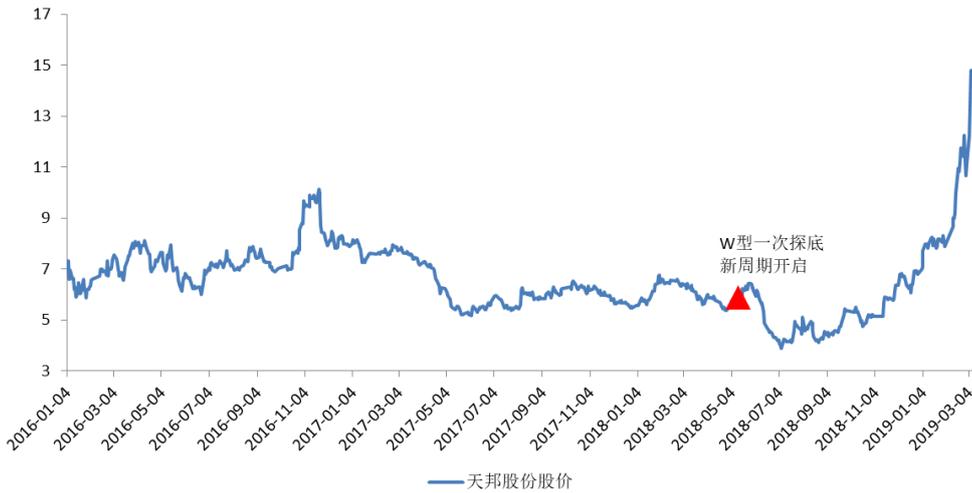
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 温氏股份涨幅达 79%



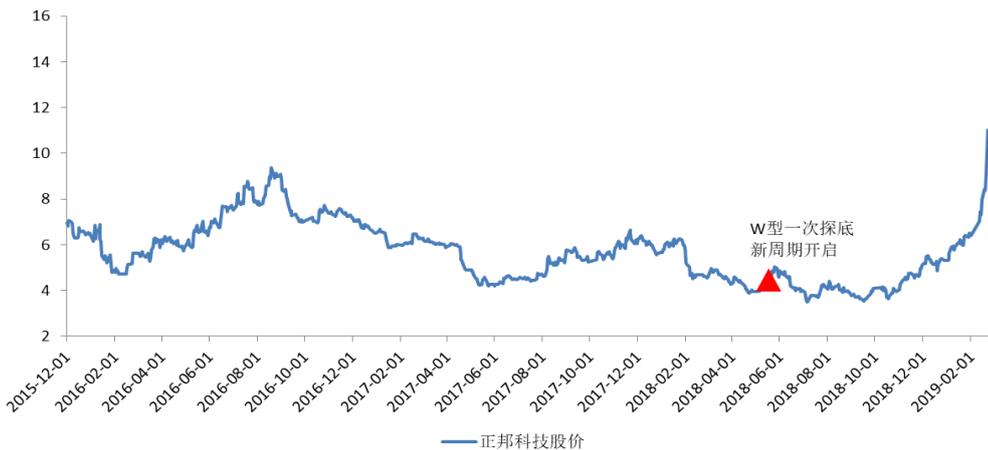
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 天邦股份涨幅达 200%



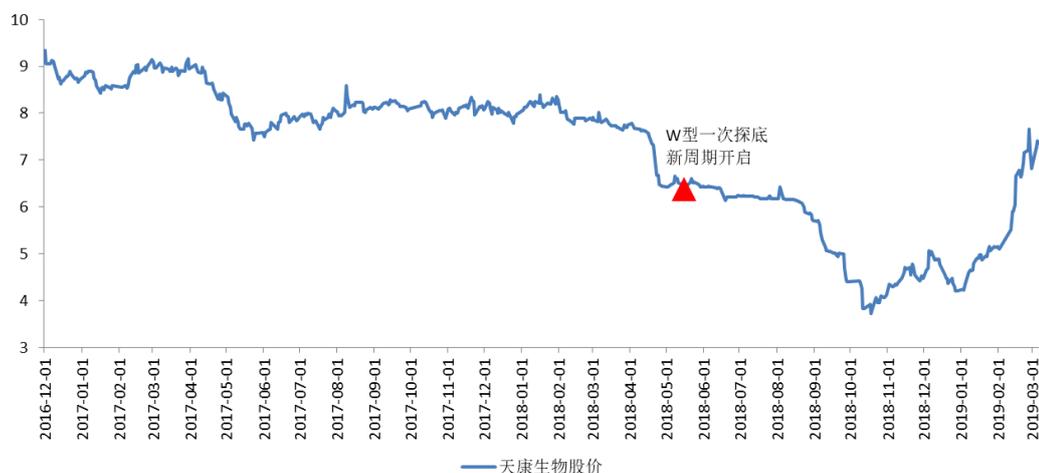
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 正邦科技涨幅达 261%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 21: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 天康生物涨幅达 37%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(二) 从价格与成本看周期内对头均市值变化的影响

从概念本身出发, 头均市值=生猪业务市值/生猪出栏量。再次以牧原股份为例, 我们提取上一轮猪周期的四个关键时点来看, 牧原股份的头均市值最高点出现在猪价滞涨阶段, 达到 18545 元/头, 最低点出现在 W 型一次探底时点, 对应市值 4624 元/头。根据 2019 年预计出栏 1500 万头测算, 2019.3.26 公司市值对应生猪头均市值约 7660 元, 与历史高点相比, 依旧有 1 倍以上空间。

进一步拆分, 若生猪业务市值=生猪业务利润*PE, 则头均市值=生猪头均利润*PE, 其中生猪头均利润=(价格-完全成本)*出栏体重, 则头均市值=(价格-完全成本)*出栏体重*PE。从行业内各公司的角度来看, 价格、出栏体重、PE 并非完全可控, 那么完全成本的差异成为影响头均市值的核心指标, 即成本越低, 头均市值越大。

综合来看, 基于出栏量稳定的假设基础上, 在猪价上行期, 猪价变化成为股价的核心驱动因素; 在猪价下行期, 成本成为预测股价底线的关键因素。

表 1: 以牧原股份为例看猪价上行阶段头均市值变化

时间	性质	猪价 (元/公斤)	牧原股份		
			市值/亿元	对应当年出栏量/万头	头均市值 (元/头)
2014.4.18	一次探底	10.45	85.96	185.9	4624
2015.3.13	二次探底	11.6	142.83	191.9	7443
2015.7.21	股价高点	17.7	354.14	191.9	18454
2016.6.3	猪价高点	21.2	276.32	311.4	8873
2018.5.18	一次探底	10.01	620.7	1101.1	5631
2019.3.26	当前时点	14.96	1148.96	1500	7660

数据来源: Wind, 公司公告, 中国银河证券研究院

（三）生猪出栏量是穿越周期走向成长的核心变量

从上文解构头均市值概念的过程中，我们主要基于出栏量稳定的假设来看影响因素；生猪养殖行业目前具备周期+成长双属性，其中的成长主要指出栏量的快速增长。在猪价上行期，出栏量的增加，叠加头均市值的提升，公司生猪业务总市值进一步放大；在猪价下行期，即便头均市值逐步下行，公司生猪业务总市值随着出栏量的提升依旧可以保持相对高位。总结来说，出栏量在市值中具备乘数的效果。

表 2：重点上市公司生猪出栏量情况

年份	牧原股份	温氏股份	天康生物	天邦股份	正邦科技
2016	311.40	1712.73	—	58.01	226.45
2017	723.70	1904.17	48.94	101.42	342.25
2018	1101.10	2229.70	64.66	216.97	553.99
2019E	1500	2500	100	350	800
Yoy	36.2%	12.1%	54.7%	61.3%	44.4%

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院

总结：从个股投资角度来看，在周期预期上行阶段，建议进行板块性配置，直至价格达到相对高点并滞涨时；该阶段主要关注猪价变化，猪价是推动股价变化的核心因素。在周期下行阶段，建议关注出栏量保持快速增长、成本管控优秀的养殖企业，进行个股选择性配置；期间主要关注公司成本变化以及出栏量增速。

四、投资建议

生猪养殖企业具备周期+成长双属性特征，年初至今养殖股股价实现大幅上升主要源于市场对猪价预期上涨，该阶段基本已经结束；目前猪价已处于上行阶段，未来股价增长跟随猪价上涨，并提前于猪价高点出现拐点。长期来说，生猪出栏量作为养殖企业穿越周期、实现成长的核心指标，在业绩释放层面具备乘数效应。未来，随着行业集中度、规模化的持续提升，大型养殖企业将受益于该行业变化，具备相对稳定的成长属性。

基于上述判断，我们认为在猪价上行、股价跟随的阶段，核心关注公司管控能力强、出栏量增速稳健的个股，包括天康生物（002100）、温氏股份（300498），可同时关注牧原股份（002714）、天邦股份（002124）、正邦科技（002157）。

表 322：重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 3 月 26 日）

公司名称	代码	收盘价	盈利预测（EPS）			PE			评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
天康生物	002100	9.03	0.42	0.39	0.54	22	23	17	推荐
温氏股份	300498	37.89	1.27	0.6	1.03	30	63	37	推荐
天邦股份	002124	17.36	0.23	0.16	0.4	75	109	43	推荐
正邦科技	002157	15.4	0.22	0.05	0.12	70	308	128	推荐
牧原股份	002714	55.1	1.13	0.19	1.24	49	290	44	推荐

数据来源：Wind，中国银河证券研究院

六、风险提示

猪价不达预期风险：若猪价低于预期，养殖企业利润将受到较大影响。

疫病风险：若企业遭受非洲猪瘟病毒，造成产能受损，将影响出栏量，进而业绩下降；另外，若发生类似于 H7N9 “禽流感”的人感染疫病，造成消费恐慌，将对猪价、禽类价格产生较大负面影响，严重损害养殖企业盈利。

原材料价格波动风险：玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖、饲料等企业的盈利能力带来影响。

政策风险：良种补贴政策、知识产权保护政策、品种政策的变化将对种子企业造成较大影响；疫苗招标政策、品种审核政策的变化等将对疫苗企业造成影响。

自然灾害风险：极端灾害天气会对农业生产（特别是种植业）造成巨大负面影响，从而导致农产品价格大幅波动。

插图目录

图 1: 猪周期循环轨迹.....	2
图 2: 2015 年环保高压以后, 生猪养殖规模化快速提升	3
图 3: 2018 年我国生猪出栏量为 6.94 亿头, 同比+0.76%.....	3
图 4: 2020E 我国生猪出栏 CR22 或将达到 17%	4
图 5: 2019E 温氏股份生猪出栏约 2500 万头, 同比+12.1%	4
图 6: 2019E 牧原股份生猪出栏约 1400 万头, 同比+27.2%	4
图 7: 2019.3.22 我国生猪价格为 15.3 元/公斤	5
图 8: 2019.3.22 我国二元母猪价格为 32.08 元/公斤	5
图 9: 2019.3.22 我国 22 省市仔猪价格为 41.41 元/公斤	5
图 10: 2019.3.22 我国仔猪出售毛利为 96.98 元/头	5
图 11: 2019.3.22 自繁自养与外购仔猪养殖利润分别为 314.7 元/头和 379.9 元/头.....	6
图 12: 2019.2 能繁母猪存栏量为 2738 万头, 同比-19.1%.....	6
图 13: 新兽药研发与注册流程.....	7
图 14: 2018 年猪肉进口量占我国消费比约为 2.14%	8
图 15: 猪价 W 型一二次探底之间, 牧原股份股价上涨约 67.3%	9
图 16: 猪价 W 型二次探底至股价高点期间, 牧原股份股价上涨约 148%	9
图 17: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 牧原股份涨幅达 103%.....	10
图 18: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 温氏股份涨幅达 79%.....	10
图 19: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 天邦股份涨幅达 200%.....	11
图 20: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 正邦科技涨幅达 261%.....	11
图 21: 2018 年 5 月 11 日新一轮周期开始, 至 19 年 3 月 26 日, 天康生物涨幅达 37%.....	12

表格目录

表 1: 以牧原股份为例看猪价上行阶段头均市值变化	12
表 2: 重点上市公司生猪出栏量情况	13
表 3: 重点上市公司盈利预测与估值（收盘价为 2019 年 3 月 26 日）	13

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn