

农林牧渔

证券研究报告
2019年03月30日

基于历史的复盘——当前猪周期和股票处于什么位置？

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517010002

wuli1@tfzq.com

魏振亚

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080004

weizhenya@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《农林牧渔-行业研究周报:2019年12周周报:保供应成政策核心目标,猪价加速上涨阶段将近,坚定推荐生猪养殖股!》 2019-03-24
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第11周周报:能繁母猪降幅持续扩大,猪价上涨周期已到,坚定推荐!》 2019-03-17
- 3 《农林牧渔-行业深度研究:禽链迎历史性强周期?!》 2019-03-13

1、历史周期比较来看,非洲猪瘟影响下,本轮猪价会上涨多久?

从过去三轮周期来看,2015-2016年的周期上涨15个月,猪价涨幅99%;2010-2011年的周期上涨17个月,猪价涨幅103%;2006年在蓝耳病的影响下则持续上涨23个月,猪价涨幅高达192%!我们判断,此次非洲猪瘟的影响远高于2006年的蓝耳病,本次受疫情影响,产能去化的更深、更快,从农业农村部披露的数据来看,2019年2月份能繁母猪存栏环比下跌5%,同比下跌19.10%,环比跌幅创近十年来月度最大跌幅!且由于疫情持续,当前产能去化还没结束。我们认为本轮周期猪价上涨时间将超过2006年那一轮,预计本轮周期猪价将持续2-3年;猪价也将再创历史新高,我们预计周期高点将超过25元/公斤,部分地区将达到30元/公斤。

2、历史周期上,什么因素导致了行情的加速、行情拐点的来临?

1)历史上,行情加速上涨的催化剂是?行情顶部拐点是什么?不同周期不一样:06-07年罗牛山股价上涨两波,第一波在周期启动之前产能加速去化之时,第二波在猪价加速上涨之时,行情结束于蓝耳病疫苗投产;10-11年,雏鹰农牧和新五丰的股价涨幅主要都是在周期启动之后猪价加速上涨之时完成,结束于猪价周期高点出现;15-16年,正邦和牧原的股价上涨主要是两波,第一波是2014年三季度猪价反弹之时,第二波是猪价周期拐点出现在之后股价开始大涨,行情结束于周期第一轮猪价高点出现(叠加了15年股灾影响)。**猪价上涨是股价上涨的核心决定因素!**

2)当前周期和股价行情处于什么位置?当前行业产能同比减少15%以上,且在1月份的大量去化之后,市场上的生猪供给大幅减少,已经渐成短缺之势,叠加国家收储政策的刺激,猪价周期拐点已经提前到来。当前,猪价周期上涨刚刚启动,猪价仍处于低位,预计将开启2-3年的上涨周期。从历史来看,股价与猪价的相关度较高,股价快速上涨的阶段往往对应的是猪价上涨的阶段。当前周期的位置来看,依然处于底部,未来猪价上涨空间大,猪价的持续上涨将是股价上涨的有效催化!

3、与其他周期性行业比较,怎样给养猪股定价?当前处于什么位置?

1)产业有何不同?与钢铁、煤炭等行业相比,养猪业仍存在规模化红利,养猪头部企业存在规模优势、技术优势、防疫优势、资金优势和管理优势,体现在财务上即是养猪头部公司拥有更高的ROE和成长性。过去十年,养猪头部企业的平均ROE为18%,其中温氏和牧原近十年来的平均ROE更是超过25%,而煤炭龙头公司平均ROE仅13%,钢铁头部公司平均ROE仅5%;成长性来看,温氏、牧原、正邦、天邦18年出栏增速分别达到17%、52%、62%和115%,而中国神华和兖州煤业增速仅4%。

2)PE估值怎么看?在16-18年钢铁股和煤炭的周期行情中,钢铁股龙头宝钢股份涨幅约1.5倍,周期高点市值对应周期高点利润PE约11.5倍;煤炭股龙头中国神华涨幅约1.7倍,周期高点市值对应周期高点利润PE约11.8倍。由于养殖猪的ROE和成长性均显著高于钢铁和煤炭,因此,我们认为养猪股的周期市值高点对应周期利润高点的PE大概率会更高,预计超过12倍,温氏、牧原不低于15倍。而当前,温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的市值对应20年的业绩,PE分别约9倍、11倍、5倍和6倍。

3)头均市值怎么看?对应2020年出栏和3月29日收盘市值,温氏、牧原、正邦、天邦、唐人神、中粮肉食头均市值为5918、8250、3191、3460、3636和2042元,而在上一轮周期以2015年最高市值对应2016年出栏量计算的温氏、牧原和正邦头均市值分别为14121元、12444元和5973元;当前养猪标的的头均市值仍处于低位!

投资建议:板块性配置,首选高弹性!

无论是从周期(猪价)的位置还是从股票的位置,当前仍处低位!目前股价周期拐点已经出现,猪价上涨成为股价上涨的核心因素!标的方面,首选高弹性(正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食港股),其次龙头(温氏股份、牧原股份、新希望、万洲国际港股),关注新五丰、天康生物、傲农生物、大北农、金新农等。

风险提示:猪价波动;疫病风险;出栏量不达预期;成本上升。

内容目录

1. 历史周期比较来看，非洲猪瘟影响下，本轮猪价会上涨多久？	4
1.1. 历史猪周期分析	4
1.2. 2006-2008：蓝耳病导致产业结构变迁，催化出 2 年上涨大周期！	5
1.3. 如何看待本轮猪周期？未来猪价的空间和上涨持续时间几何？	6
1.3.1. 非洲猪瘟之下，本轮周期产能去化几何？	6
1.3.2. 猪价周期性拐点已经出现，未来猪价如何演绎？	8
2. 历史周期上，什么因素导致了行情的加速、行情拐点的来临？	9
2.1. 2006 -2008：罗牛山	9
2.2. 2010-2011：雏鹰农牧、新五丰	10
2.3. 2015-2016：牧原股份、正邦科技	12
2.4. 小结	14
3. 如何看待当前养猪股的估值？	15
3.1. 公司的高盈利和高成长决定其估值与钢铁等周期股不同	15
3.2. 如何看待当前养殖股的估值？	16
4. 结论与投资建议	16

图表目录

图 1：历史猪价走势图（元/公斤）	4
图 3：小规模场（户）数的变化情况（万个）	6
图 4：中大规模场和大规模场数量的变化情况（个）	6
图 5：能繁母猪存栏的环比变化率情况（%）	7
图 6：猪肉产量变化	8
图 8：22 省市生猪出栏平均价来看，猪价已经进入周期上行通道（元/公斤）	8
图 9：06-08 年罗牛山股价（左轴，元/股）走势图	9
图 10：06-08 年罗牛山相对收益率走势图（相对收益率为罗牛山的涨幅减去沪深 300 的涨幅）	10
图 11：雏鹰农牧股价（左轴，元/股）走势图	11
图 12：雏鹰农牧相对收益率走势图（相对收益率为雏鹰农牧的涨幅减去沪深 300 的涨幅）	11
图 13：新五丰股价（左轴，元/股）走势图	12
图 14：新五丰相对收益率走势图（相对收益率为新五丰的涨幅减去沪深 300 的涨幅）	12
图 15：牧原股份股价（左轴，元/股）走势图	13
图 16：牧原股份相对收益率走势图（相对收益率为牧原股份的涨幅减去沪深 300 的涨幅）	13
图 17：正邦科技股价（左轴，元/股）走势图	14
图 18：正邦科技相对收益率走势图（相对收益率为正邦科技的涨幅减去沪深 300 的涨幅）	14
图 19：养猪股与钢铁、煤炭股的 ROE（%）比较	15
图 20：2018 年各公司产品销售量的增速比较	15

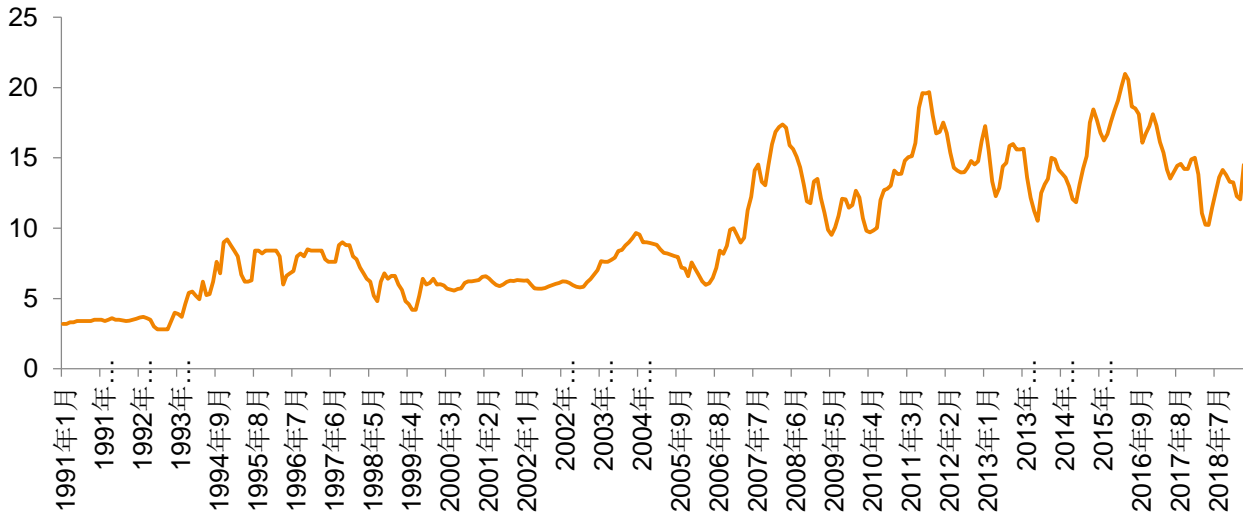
图 21：上一轮周期高点的养猪板块估值分析	16
图 22：上一轮周期高点的养猪板块估值分析	16
表 1：猪价周期分析	4
表 2：国内非洲猪瘟疫情统计（单位：次）	6
表 3：全国生猪产能去化测算	7
表 4：高致病性蓝耳与非洲猪瘟的比较	9

1. 历史周期比较来看，非洲猪瘟影响下，本轮猪价会上涨多久？

1.1. 历史猪周期分析

从 1993 年至今的猪价走势来看，在过去 6 轮完整周期下：

图 1：历史猪价走势图（元/公斤）



资料来源：新希望六和、wind，天风证券研究所

表 1：猪价周期分析

周期起始时间	周期阶段	期间	月数	价格（元/公斤）		波动价差（元/公斤）	波动幅度
				min	max		
1993.04-1996.04	上涨期	1993.04-1994.12	21	2.8	9.2	6.4	228.57%
	下跌期	1994.12-1996.04	16	6	9.2	-3.2	-34.78%
1996.04-1999.06	上涨期	1996.04-1997.09	17	6	9	3	50.00%
	下跌期	1997.09-1999.06	21	4.2	9	-4.8	-53.33%
1999.06-2003.06	上涨期	1999.06-2001.02	20	4.2	6.58	2.38	56.67%
	下跌期	2001.02-2003.06	28	5.83	6.58	-0.75	-11.40%
2003.06-2006.05	上涨期	2003.06-2004.09	15	5.83	9.66	3.83	65.69%
	下跌期	2004.09-2006.05	20	5.96	9.66	-3.7	-38.30%
2006.05-2010.04	上涨期	2006.05-2008.03	22	5.96	17.38	11.42	191.61%
	下跌期	2008.03-2010.04	25	9.53	17.38	-7.85	-45.17%
2010.04-2014.04	上涨期	2010.04-2011.09	17	9.53	19.68	10.15	106.51%
	下跌期	2011.09-2014.04	31	10.52	19.68	9.16	-46.54%
2014.04-至今	上涨期	2014.04-2016.05	25	10.52	20.97	10.45	99.33%
	下跌期	2016.05-至今	?	?	20.97	?	?

资料来源：wind、天风证券研究所整理；注：该表中上涨期和下跌期的分割是以猪价最高点和最低点为基准

历史周期具有以下特点：

1、长周期，猪价趋势性上行。也就是说，每轮猪价波峰波谷的价格，都是逐级往上提升的。这种长周期下的趋势性上行，主要是受成本的驱动。即人工、土地、饲料等成本名义价格的变化，决定了猪价的长期趋势。过去 20 年名义成本价格的持续上升，推动了猪价的趋势性上行。

2、中周期，猪价呈现 3-4 年的周期性变化规律。这主要是由散户为主的养殖结构以及生

猪的生长周期所决定。这也意味着，随着养殖结构的变化，周期性规律也将发生变化。

3、短周期，猪价年内波动具备明显的季节性。这主要是由供应及需求季节性波动导致的。但季节性只能延缓或者加速周期，并不能改变周期趋势。

单从中周期来看，具有以下特点：

1、每轮周期的底部，在生猪亏损后还会存在猪价的二次探底。这主要是因为生猪的供应减少要滞后于能繁母猪的供应减少 10 个月，当猪价出现第一轮下跌导致行业出现亏损的时候，能繁母猪的供应开始减少，但是生猪的供应要在 10 个月之后才会减少，能繁母猪高点对应的 10 个月后才将是生猪供给的高点。历史来看，09-10 年和 14-15 年均存在相差约 11 个月两个猪价底部。

2、近年来看，随着养殖规模化的提升，猪周期下跌持续时间在拉长。这主要是因为随着规模化的提升，规模企业抗周期能力强，不仅再周期下行期较难减产，而且会存在逆势扩张的行为，从而导致周期下行时行业产能退出减弱。

3、疫情会对周期起到极大的推动作用。从过去的三轮周期来看，从二次探底之后计算，15-16 年的周期上涨 15 个月，猪价涨幅 99%；10-11 年的周期上涨 17 个月，猪价涨幅 103%；2006 年在蓝耳病的影响下则持续上涨 23 个月，猪价涨幅高达 192%！

1.2. 2006-2008：蓝耳病导致产业结构变迁，催化出 2 年上涨大周期！

疫情爆发

2006 年 5 月以来，江西鄱阳湖周边许多猪场突然爆发蓝耳病。初期大多发生在外购仔猪育肥、不养母猪的猪场，后蔓延到自繁自养猪场。由于当时多疫情认识不足（07 年才正式确诊）、无害化处理意识缺失，生猪和肉品流动并未受到限制，导致该病传播速度很快，7 月底 8 月初开始陆续在江西、湖南、广东、湖北、安徽、江苏、浙江等地爆发，随后传至我国绝大部分养猪地区。据中国动物疫病预防控制中心官方报道，具不完全统计浙江、湖南、湖北、江西、天津、安徽、江苏、内蒙古 8 个省 2006 年发病初期至 9 月，发病猪生猪数量为 212 万头，至少有 40 万头猪死亡，到 2006 年底发病生猪达到 379.8 万头，死亡 99.8 万头。

疫情控制

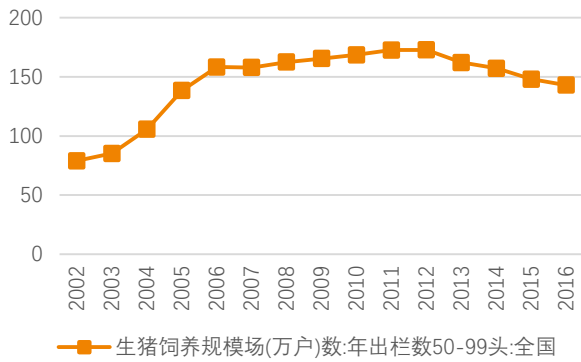
2007 年 1 月农业部最终确定病因，并命名为“高致病性猪蓝耳病”，同时疫苗的研发和生产也在加紧推进，到 2007 年 5 月疫苗开始生产并在全中国投入使用，疫情也因此得到有效控制。根据农业农村部数据，2007 年 1-5 月，全国有 22 个省份先后发生高致病性猪蓝耳病疫情，发病猪 4.59 万头，死亡 1.86 万头，扑杀 0.58 万头；截止 2017 年 12 月 9 日，共有 26 个省份的 310 个县市发生高致病性猪蓝耳病疫情，发病猪 31.26 万头，死亡 8.21 万头，发病和死亡数比 2006 年减少 90%以上。

导致产业结构变迁，催化出 2 年上涨大周期

蓝耳病的爆发导致产业养殖结构发生变迁，最核心的在于中小规模场由于防范能力较弱而大量退出，中大规模场则依托其防疫优势乘机扩张，养猪产业的规模化进程在 06 年蓝耳病之后开始加速。

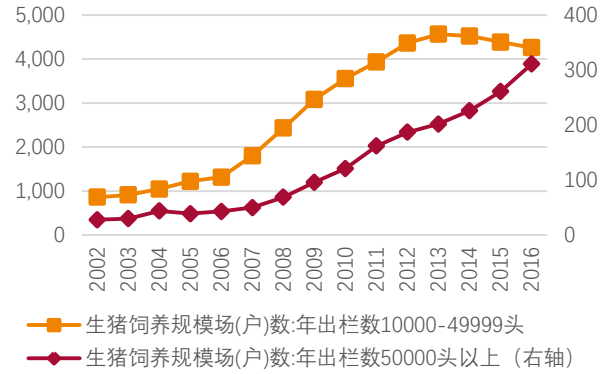
从数据来看，年出栏量 50-100 头的小规模场在 02-06 年快速扩张，仅四年的时间数量就增加了一倍，但是 06 年蓝耳病爆发之后，07 年的数量出现了小幅下滑，减少了 4100 户，此后小规模场的增速也大幅放缓。而 06 年之后，具有防疫优势的中大规模场和大规模场的数量则开始加速提升。该两组数据的对比反映出 06 年的蓝耳病提高了生猪产业的养殖壁垒，导致了产业的规模化进程加速。

图 2：小规模场（户）数的变化情况（万个）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：中大规模场和大规模场数量的变化情况（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

而产业的变迁并非一朝一夕能够完成的，因而导致了超长的猪价上涨周期，从 06 年的 6 月份到 08 年的 5 月份，合计上涨达到 23 个月，猪价涨幅达到 192%。

1.3. 如何看待本轮猪周期？未来猪价的空间和上涨持续时间几何？

1.3.1. 非洲猪瘟之下，本轮周期产能去化几何？

2015 年以来，受环保政策的趋严，养猪行业的规模化程度在加速集中。正常来看，本轮周期的下跌持续时间将超越上轮周期，至少下跌 31 个月以上。2016 年 6 月初猪价达到约 21 元/公斤的历史高点，截止目前共下跌 33 个月。

2018 年 8 月非洲猪瘟发生以来，大大加速了行业的产能去化。截至 2019 年 2 月 24 日，根据农业农村部公告的 111 起非洲猪瘟疫情（3 起野猪疫情）案例中，65 起发生在养殖户中，38 起发生在规模化养殖场。其中，万头以上大型规模化养殖场仅发生 5 起。此外，因为疫情导致的恐慌性的退出也要比实际的扑杀量要大得多。

表 2：国内非洲猪瘟疫情统计（单位：次）

出栏规模（头）	养殖户	养殖场	种猪场	屠宰场	野猪	合计
<100	25	0	0	1	1	27
100-1000	39	15	1	2	2	59
1000-5000	1	10	1	0	0	12
5000-10000	0	8	0	0	0	8
>10000	0	5	0	0	0	5
合计	65	38	2	3	3	111

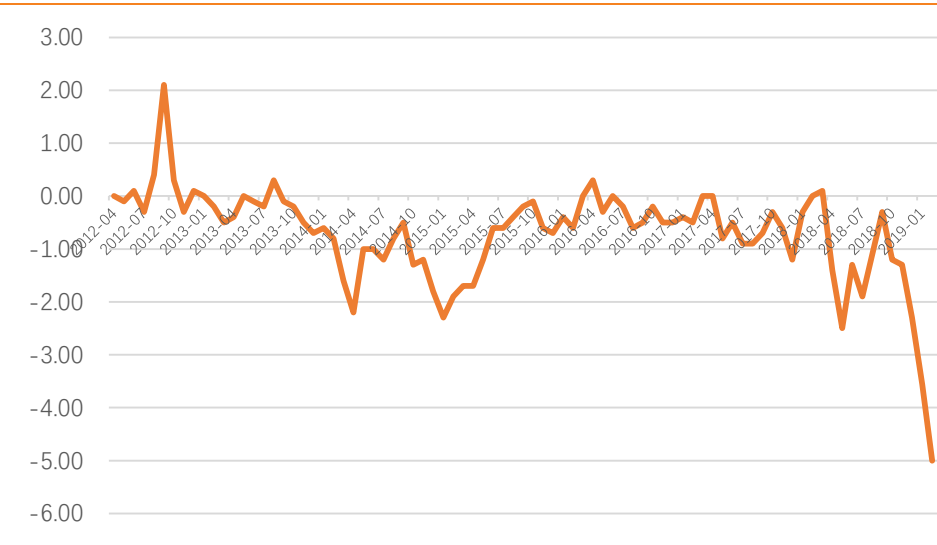
资料来源：农业农村部、天风证券研究所

综合来看，2018 年 8 月非洲猪瘟发生以来，共有四种力量导致行业产能在加速去化：1、疫情导致的死亡和恐慌性的退出；2、限运政策导致的补栏受限；3、限运政策导致的主产区产能过剩，猪价过低而出现深度亏损；4、局部地区仍存在的环保拆迁。几大因素的综合作用导致 2018 年四季度以来，行业产能加速去化。

从农业农村部披露的能繁母猪存栏数据来看，环比变化率可以反映出产能去化的剧烈程度。与上一轮周期对比来看，2018 年二季度开始，能繁母猪的环比变化率可以大幅走低，可对比 2014 年的二季度；2018 年 10 月份开始第二轮的环比变化率大幅降低，可类比 2014 年 10 月份之后的产能去化。但是，2018 年 10 月份后的产能去化，由于受到疫情和限运政策的干扰，产能去化的幅度大大高于上一轮。2019 年 2 月，能繁母猪存栏的环比变化率为 -5%，创近 10 年来的单月环比最大跌幅。

按照当前趋势来看，一方面疫情短期还难以根除；另一方面，由于疫情的存在，限运政策在各地虽然有不同程度的放松，但还将长期存在；这都将进一步导致行业的产能去化，预计未来几个月，行业产能仍将持续去化。

图 4：能繁母猪存栏的环比变化率情况（%）



资料来源：wind 天风证券研究所

根据农业农村部数据，截止 2019 年 2 月底，全国能繁母猪存栏同比累计下降达 19.10%！

根据我们的分省测算：东三省、河南、山东、江苏等地，要么疫情较为严重，其产能去化幅度也最为严重，预计产能去化幅度在 30%-35%。我们对全国 12 个省的产能去化进行了测算，具体如下表所示：该 12 个省产能占比全国比重为 66.45%，其产能去化导致的全国产能去化的幅度约 14.65%，考虑到剩下的 33.55%的区域仍存在不同程度的产能去化，我们预计目前来看，全国产能去化大概率在 20%左右。

表 3：全国生猪产能去化测算

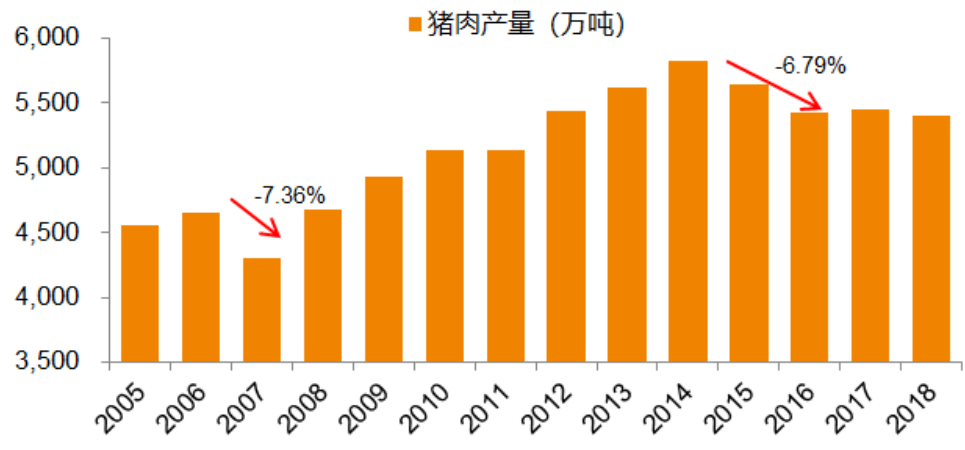
	2017 年底存栏量 (万头)	存栏量占全国比重	2017 年出栏量 (万头)	出栏量占全国比重	各省占全国产能比重	产能去化幅度 (同比)	各省产能去化对全国的产能去化贡献率 (同比)
山东	3040	6.89%	5181	7.38%	7.13%	30%	2.14%
江苏	1640	3.71%	2806	4.00%	3.86%	30%	1.16%
江西	1621	3.67%	3181	4.53%	4.10%	20%	0.82%
湖北	2579	5.84%	4448	6.34%	6.09%	15%	0.91%
湖南	3968	8.99%	6116	8.71%	8.85%	12%	1.06%
四川	4377	9.91%	6579	9.37%	9.64%	10%	0.96%
黑龙江	1433	3.25%	2090	2.98%	3.11%	35%	1.09%
吉林	911	2.06%	1692	2.41%	2.24%	30%	0.67%
辽宁	1308	2.96%	2627	3.74%	3.35%	35%	1.17%
河南	4390	9.94%	6220	8.86%	9.40%	30%	2.82%
安徽	1417	3.21%	2829	4.03%	3.62%	30%	1.09%
广东	2133	4.83%	3712	5.29%	5.06%	15%	0.76%
12 省合计	28818	65.26%	47480	67.63%	66.45%		14.65%
全国	44158		70202				估计约 20%

资料来源：wind，天风证券研究所估算

猪肉是最终消费品，是供求格局的变化是猪价变化的根本原因。从历史来看，猪价高低点所对应的生猪供应量高低点之间，变化幅度不过仅有 6%-8%。即使考虑需求每年 1%左右增长带来的缺口扩大，也意味着，从历史上看，当猪肉供求格局从高点回落 8%-10%左右，就

具备了启动一轮猪价上行周期的基础。

图 5：猪肉产量变化



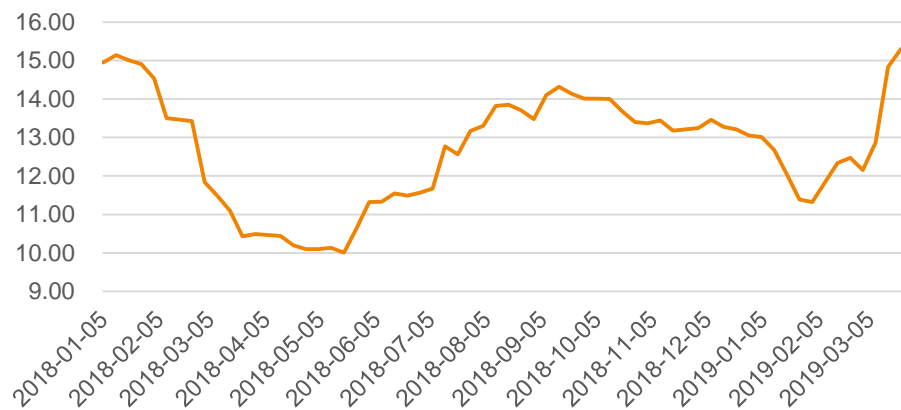
资料来源：wind、天风证券研究所

猪肉产量=能繁母猪存栏（产能）×MSY（生产效率）×出栏体重（库存）。由于非洲猪瘟的存在，死亡率的提升和养殖风险的增加将导致 msy 和出栏体重下滑，至少不会增加。因此，如果从猪肉的角度来看，猪肉产能的下滑有可能会超过能繁母猪的下滑。

1.3.2. 猪价周期性拐点已经出现，未来猪价如何演绎？

当前来看，在 1-2 月份的大量去化之后，市场上的生猪供给大幅减少，已经渐成短缺之势，叠加国家收储政策的刺激，猪价周期拐点已经提前到来！预计 2019 年 1 月份的低点即为本轮周期的拐点，猪价已经进入周期上涨通道！

图 6：22 省市生猪出栏均价来看，猪价已经进入周期上行通道（元/公斤）



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，此次疫情与 06-07 年全国蔓延的蓝耳病一样，将加速产业结构的升级，尤其是育种体系、猪厂设计、防疫体系、养殖规模方面。而且从当前来看，非洲猪瘟的影响大概率会超过蓝耳病：1）当前产业的养殖密度高于 06 年蓝耳病时期；2）非洲猪瘟的病毒亚型多，变异快，传播渠道多且更难控制；3）非洲猪瘟疫苗研发难度更大。因此，我们认为此次非洲猪瘟将进一步大大提升产业养殖技术壁垒，规模企业也将进行全方面的管理和技术升级才能满足非洲猪瘟形势下的养殖要求。

我们认为，在疫苗出现之前，非洲猪瘟大概率将持续存在。非洲猪瘟将极大的改变养殖户的风险收益比，导致养殖户的补栏积极性不足。我们认为，在疫情持续存在的背景下，地

方性的限运政策大概率也将长期存在，从而会导致在未来猪价上涨之后，养殖户的补栏积极性大概率低于以往周期，从而导致本轮周期上涨时间持续的更长。

表 4：高致病性蓝耳与非洲猪瘟的比较

	高致病性猪蓝耳病	非洲猪瘟
国内首次发现时间	1996 年，中国首次发现蓝耳病病毒，2006 年 6 月，高致病性猪蓝耳病在中国江西省首次被发现	2018 年 8 月 3 日，辽宁省沈阳市沈北新区五五社区发生一起非洲猪瘟疫情，这是我国首次发生非洲猪瘟疫情
致病原因	猪繁殖与呼吸综合征病毒变异株引起的一种急性高致死性疫病	由非洲猪瘟病毒引起的急性、热性、高度接触性动物传染病
发病率&死亡率	仔猪发病率 100%。死亡率 50%以上，母猪流产率 30%以上，育肥猪也可以发病死亡	发病率和死亡率最高可达 100%。发病率通常在 40%至 85%之间，死亡率因感染的毒株不同而有所差异。高致病性毒株死亡率可高达 90%至 100%；中等致病性毒株在成年动物中死亡率在 20%至 40%之间，在幼年动物中死亡率在 70%至 80%之间
潜伏期&死亡时间	本病的潜伏期差异较大，引入感染后易感猪群发生 PRRS 的潜伏期，最短为 3 天，最长为 37 天。而强毒株能够引起严重的临床疾病，临床上可分为急性型、慢性型、亚临床型等。	自然感染潜伏期 5~9 天，往往更短，临床实验感染则为 2~5 天。发病时体温升高至 41℃，约持续四天，直到死前四十八小时，体温始下降为其特征，往往发热后第七天死亡，或症状出现仅一、二天便死亡
传染途径与规律	患病猪和带毒猪是本病的重要传染源。主要传播途径是接触感染、空气传播和精液传播，也可通过胎盘垂直传播。易感猪可经口、鼻腔、肌肉、腹腔、静脉及子宫内接种等多种途径而感染病毒。猪感染病毒后 2~14 周均可通过接触将病毒传播给其他易感猪	健康猪与患病猪或污染物直接接触是非洲猪瘟最主要的传播途径，猪被带毒的蝇等媒介昆虫叮咬也存在感染非洲猪瘟的可能性
病毒特点	猪蓝耳病病毒为单股正链 RNA 病毒	非洲猪瘟病毒属于 DNA 病毒
是否可控	疫苗免疫是目前控制高致病性猪蓝耳病的根本有效措施。2007 年 5 月，针对蓝耳病的新疫苗正式通过农业部兽药专家委员会审评，批准投入生产	目前尚无有效疫苗，只能采取扑杀净化措施

资料来源：《高致病性猪蓝耳的临床表现与防治》，《非洲猪瘟流行病学和诊断方法的研究进展》，天风证券研究所

1、周期高点：历史猪价高点为 2016 年的 6 月份，达到约 21 元/公斤的高价，本轮周期产能去化程度更深，预计高点将突破 25 元/公斤。

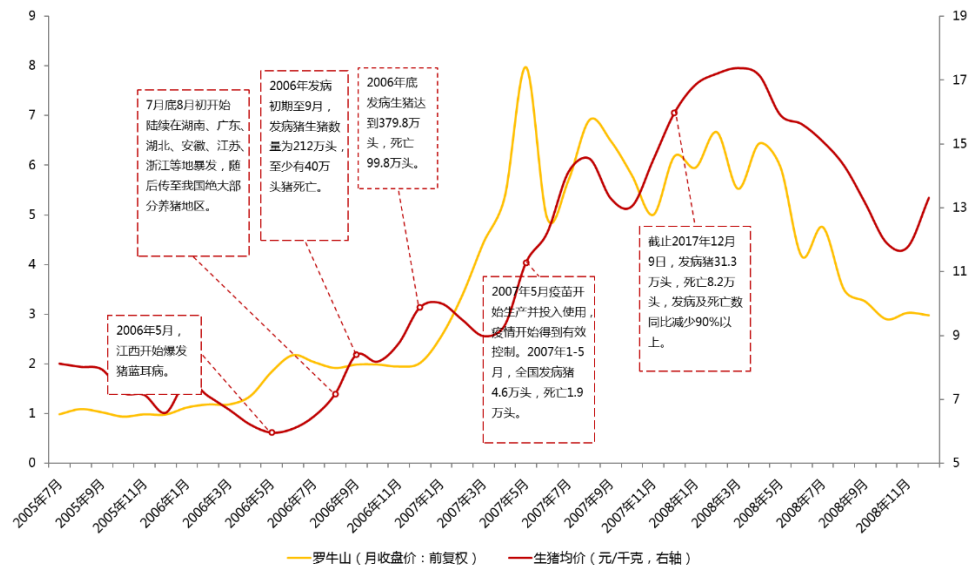
2、上涨持续时间：历史来看猪价上涨持续时间在 1-2 年。2006 年在蓝耳病的影响下持续 23 个月，2010 年持续 17 个月，2015 年持续 15 个月，预计在非洲猪瘟的影响下，本轮周期上涨时间将持续 2-3 年。

2. 历史周期上，什么因素导致了行情的加速、行情拐点的来临？

2.1. 2006 -2008：罗牛山

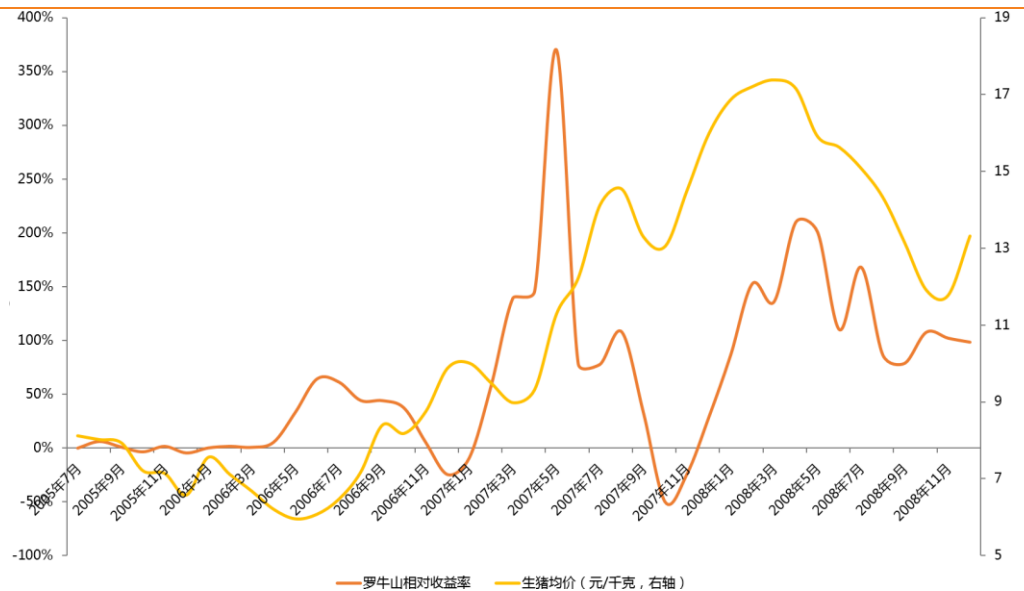
2006 年的猪周期，纯正的生猪标的较少，有养殖业务的主要是罗牛山。从罗牛山的股价来看，股价先于猪价启动，也先于猪价结束。其猪价上涨阶段有二：第一波是 2016 年二季度猪价尚未启动但是产能加速去化之时，第二波是 2017 年猪价开始加速上涨时出现的。值得注意的是，在 2006 年 5 月爆发蓝耳病的初期，公司股价走低，半年后开始大幅走高，并取得了约 350%的相对收益。2007 年 5 月蓝耳病疫苗投产后，公司股价见顶。

图 7：06-08 年罗牛山股价（左轴，元/股）走势图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：06-08 年罗牛山相对收益率走势图（相对收益率为罗牛山的涨幅减去沪深 300 的涨幅）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 2010-2011：雏鹰农牧、新五丰

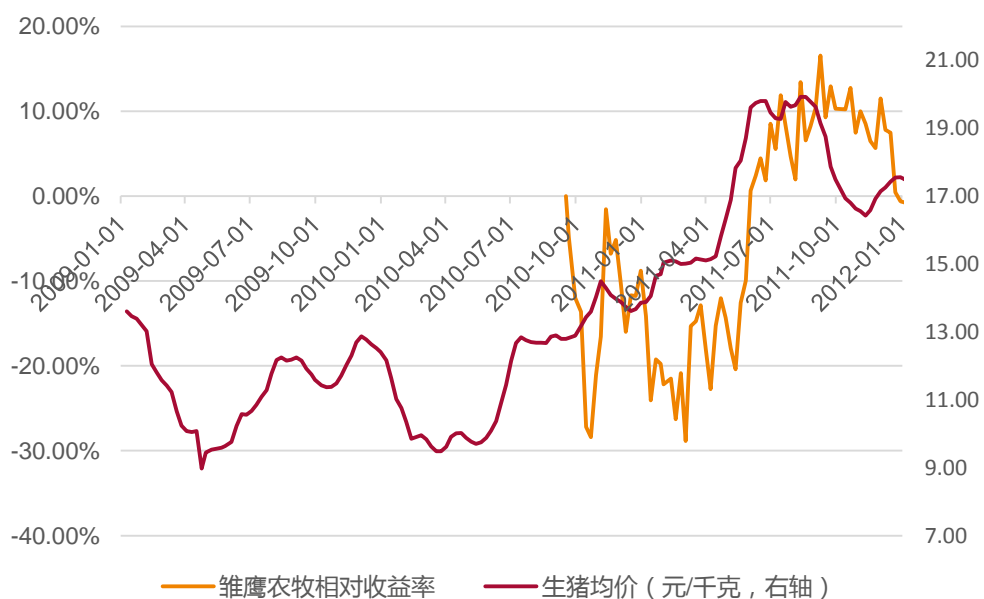
雏鹰农牧是在周期半途中上市，其在周期中股价走势的参考意义不大，但是从 2011 年初到 2011 年 8 月份，猪价上涨阶段，雏鹰农牧的股价相对收益率依旧明显，接近 20%。行情结束于猪价高点出现。

图 9：雏鹰农牧股价（左轴，元/股）走势图



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：雏鹰农牧相对收益率走势图（相对收益率为雏鹰农牧的涨幅减去沪深 300 的涨幅）



资料来源：wind，天风证券研究所

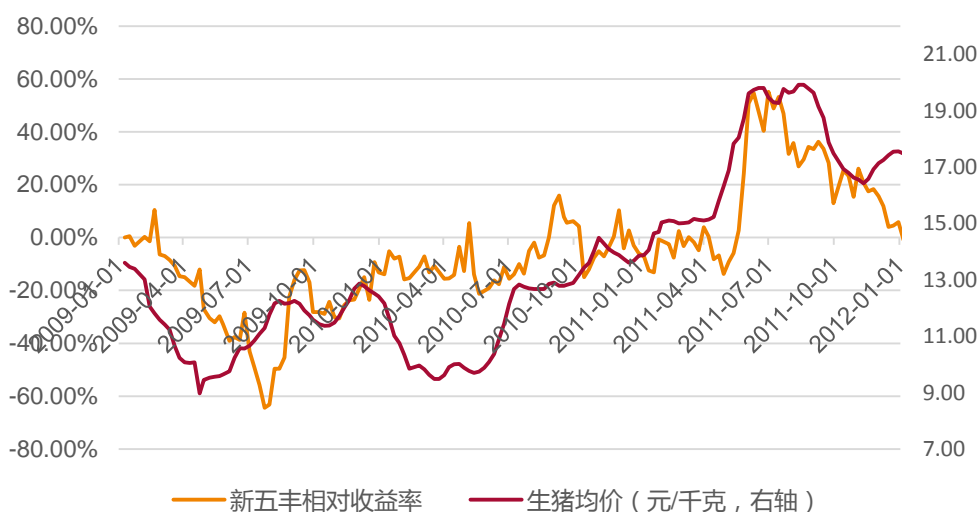
新五丰股价与猪价的相关度较高，且其股价快速上涨阶段正是猪价的快速上涨阶段。行情结束于猪价高点出现。

图 11: 新五丰股价 (左轴, 元/股) 走势图



资料来源: wind 天风证券研究所

图 12: 新五丰相对收益率走势图 (相对收益率为新五丰的涨幅减去沪深 300 的涨幅)



资料来源: wind, 天风证券研究所

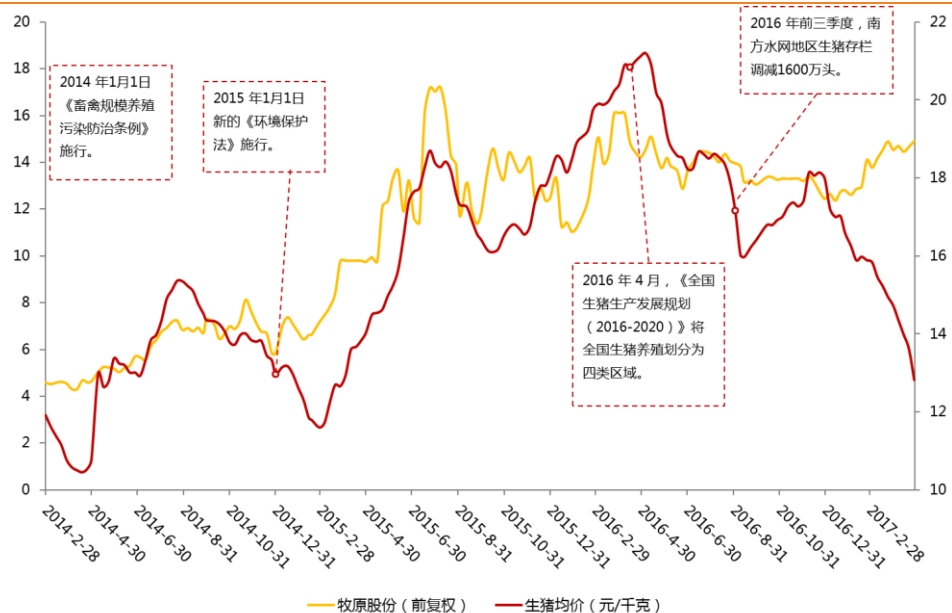
2.3. 2015-2016: 牧原股份、正邦科技

本轮周期参考意义最大，生猪价格 14 年二季度见底，15 年二季度一波深回调，然后起了一波大周期，到 2016 年 6 月初见顶。从股票来看，正邦科技在 2014 年二季度股价见底，最低位是 6.11 元，到 2014 年 8 月份最高股价涨幅超过 80%，由于 2014 年 11 月 18-2015 年 3 月 13 日停牌错过猪价大跌，复牌后大幅上涨。牧原 2014 年 1 月 28 日上市，在 14 年 3-4 月份回调后（由最高 40.4 元调至 30.84 元）开始一路走高，截止到 8 月份高点，涨幅超过 80%，9-10 月份小幅回调后，11 月份走高，12 月份回调，但是在春节后猪价下跌之时，公司股价未跌（有牛市因素）。牧原在 2014 年 11 月 25 号之后的下跌，更多来自于猪价的超预期下跌，春节前消费旺季猪价反而持续下跌。

总体来看，正邦和牧原的股价上涨主要是两波，第一波是 2014 年三季度猪价反弹之时，

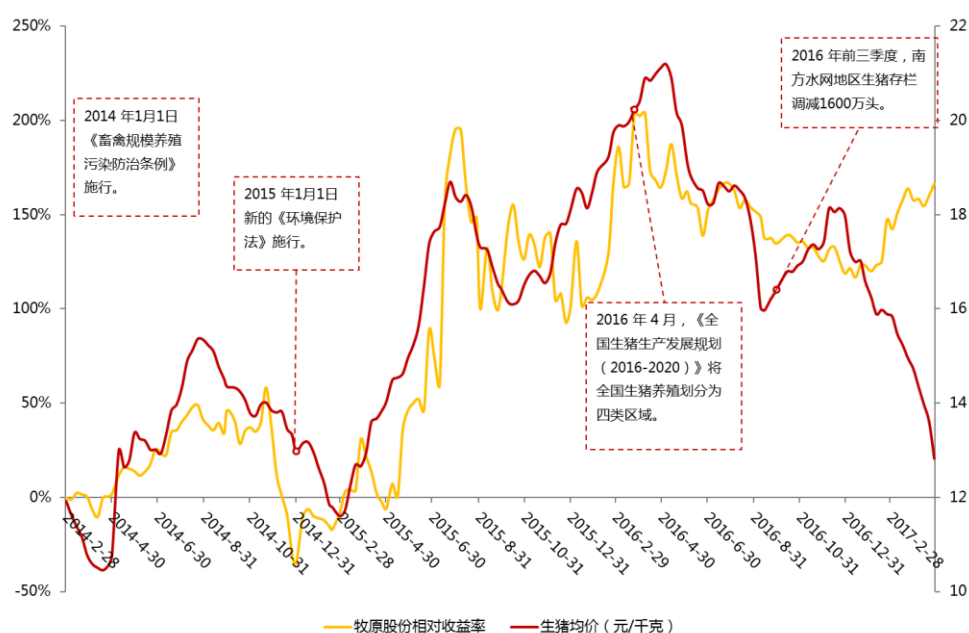
第二波是猪价周期拐点出现在之后股价开始大涨，行情结束于周期第一轮猪价高点出现（叠加了15年股灾影响）。

图 13：牧原股份股价（左轴，元/股）走势图



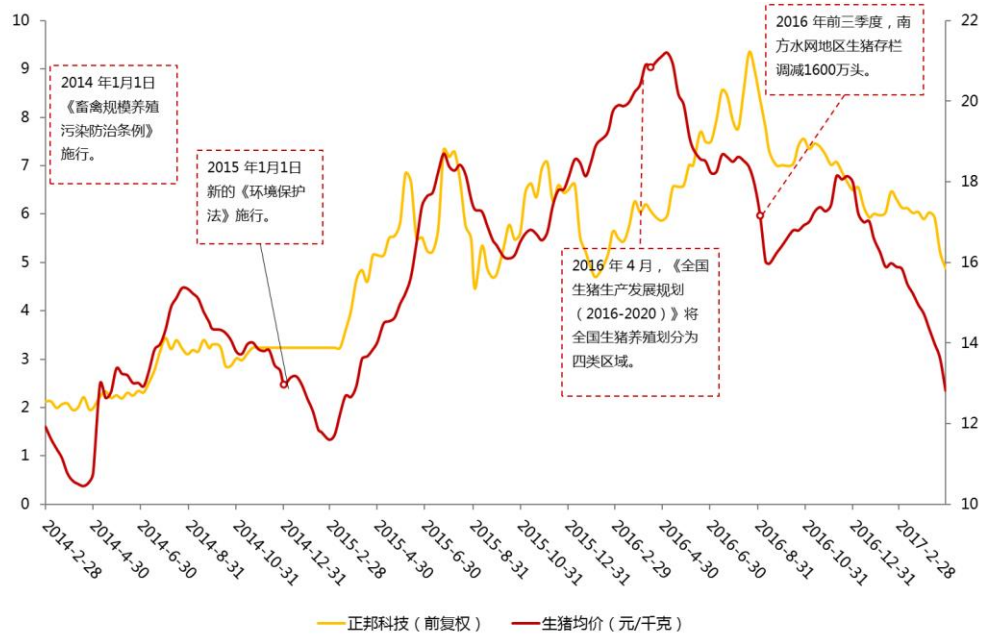
资料来源：wind 天风证券研究所

图 14：牧原股份相对收益率走势图（相对收益率为牧原股份的涨幅减去沪深 300 的涨幅）



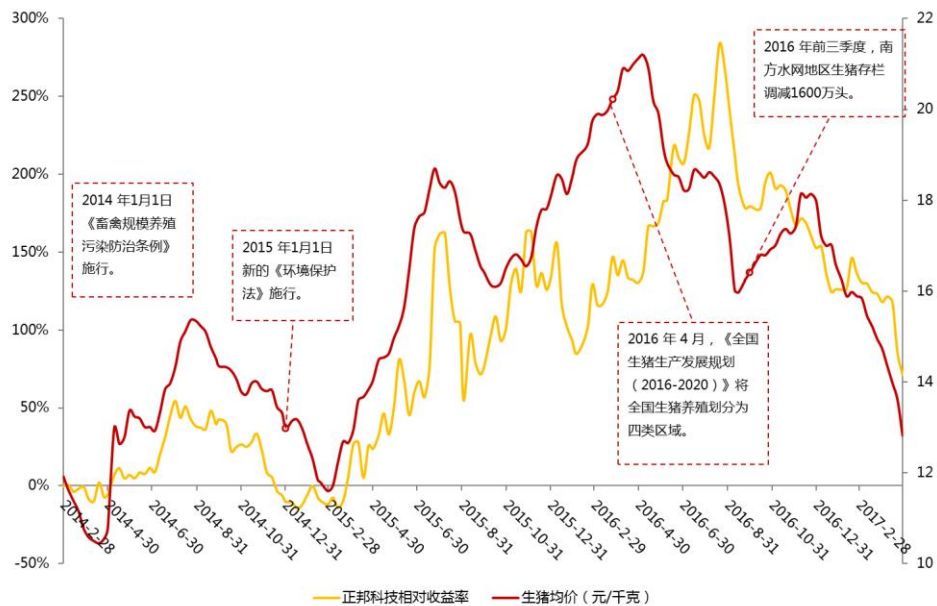
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：正邦科技股价（左轴，元/股）走势图



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：正邦科技相对收益率走势图（相对收益率为正邦科技的涨幅减去沪深 300 的涨幅）



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 小结

从股价与猪价的关系来看，股价往往先于猪周期之前先行启动，并先于猪价高点达到股价高点。但是，从历史来看，股价与猪价的相关度较高，股价快速上涨的阶段往往对应的是猪价上涨的阶段。从本轮周期来看，猪价仍然处于低位，未来上涨空间较大，因此，股价未来大概率仍有较大的上涨空间。

3. 如何看待当前养猪股的估值?

3.1. 公司的高盈利和高成长决定其估值与钢铁等周期股不同

从 ROE 来看，养猪股的 ROE 明显高于钢铁股和煤炭股。

煤炭股中中国神华的盈利能力较强，其近十年的平均 ROE 约 15%，而其当前市值对应 18-19 年的利润（高盈利周期中）计算的 PE 约 8-9 倍，其本轮周期的市值高点为 2018 年 2 月的 5580 亿，该市值对应的 18-19 年业绩的 PE 约为 11.8 倍。

钢铁股中宝钢股份盈利能力较强，近十年平均 ROE 为 7.74%，其当前市值对应 18 年和 19 年利润的 PE 约 8 倍，其本轮周期的市值高点为 2018 年 2 月份的 2435 亿，该市值对应的 18-19 年的业绩 PE 约 11.5 倍。

养猪股的 ROE 明显高于钢铁和煤炭龙头股，我们预计养殖股市值高点对应的周期利润高点的 PE 大概率会高于宝钢股份和中国神华。

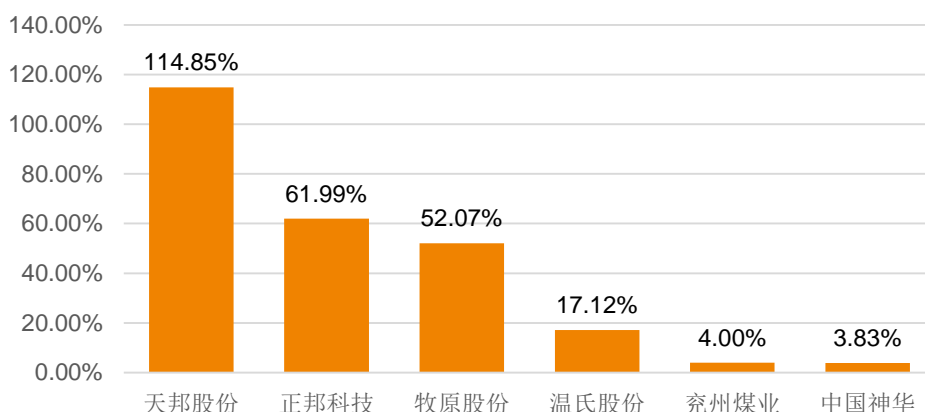
图 17：养猪股与钢铁、煤炭股的 ROE (%) 比较

		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q3	平均
猪	温氏股份	19.42	34.22	54.75	22.92	4.33	19.89	33.71	44.72	21.41	8.77	26.41
	牧原股份	33.88	24.97	62.79	37.61	26.60	5.00	21.79	50.57	25.71	2.8	29.17
	正邦科技	13.42	8.66	12.18	7.78	-2.99	2.76	12.11	23.40	8.67	0.56	8.66
	雏鹰农牧	31.96	12.67	24.36	14.88	3.58	-7.95	6.24	17.56	0.90	-19.29	8.49
	平均	24.67	20.13	38.52	20.80	7.88	4.93	18.46	34.06	14.17	-1.79	18.18
钢铁	宝钢股份	6.22	12.90	6.97	9.53	5.24	5.15	0.89	7.66	13.42	9.39	7.74
	河钢股份	4.67	4.86	3.83	0.26	0.27	1.63	1.32	3.52	4.01	6.61	3.10
	平均	5.45	8.88	5.40	4.90	2.76	3.39	1.11	5.59	8.72	8.00	5.42
煤炭	中国神华	19.02	20.31	21.34	20.02	17.39	13.05	5.52	7.51	14.67	11.34	15.02
	兖州煤业	14.18	27.68	21.85	12.70	3.04	5.84	2.18	5.05	13.97	9.62	11.61
	平均	16.60	24.00	21.60	16.36	10.22	9.45	3.85	6.28	14.32	10.48	13.31

资料来源：wind，天风证券研究所

此外，从成长性来看，本轮周期中，养殖股仍处于产能的快速扩张期，以 2018 年为例，养殖股的四大龙头中，增速最快的天邦股份，出栏量增加了一倍多，最慢的温氏股份出栏增速也达到 17%，而中国神华和兖州煤业的产品销售量增速仅 4%。因此，从成长性的角度来看，养殖股的 PE 业务应当更高。

图 18：2018 年各公司产品销售量的增速比较



资料来源：wind，天风证券研究所

在本轮周期中，钢铁股龙头宝钢股份涨幅约 1.5 倍，周期高点市值对应周期高点利润 PE 约 11.5 倍；煤炭股龙头中国神华涨幅约 1.7 倍，周期高点市值对应周期高点利润 PE 约 11.8 倍。由于养殖猪的 ROE 和成长性均显著高于钢铁和煤炭，因此，我们认为养猪股的周期

市值高点对应周期利润高点的 PE 大概率会更高，大概率会超过 12 倍。

3.2. 如何看待当前养殖股的估值?

估值方面：在上一轮周期中，以 15 年的市值（对应本轮周期的 2019 年）除以 16 年（周期高点的利润，类似于本轮周期的 2020 年）的利润，正邦科技、牧原股份和温氏股份的 PE 分别为 16 倍、17 倍和 23 倍；若以 16 年的市值高点除以 16 年的利润，则正邦科技、牧原股份和温氏股份的 PE 分别为 19 倍、14 倍和 17 倍。可见，在上一轮周期中，对应周期高点利润，养殖股的 PE 基本在 15 倍以上。而当前，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的市值对应 20 年的业绩，PE 分别约 8 倍、8 倍、4 倍和 4 倍，估值非常之低。

图 19：上一轮周期高点的养猪板块估值分析

	正邦科技	牧原股份	温氏股份
15年最高市值（亿）	165	387	2719
非猪业务市值（亿）	30	0	300
猪业务市值（亿）	135	387	2419
15年利润（亿）	3.11	5.96	62.05
16年利润（亿）	10.46	23.22	117.9
15年出栏量（万头）	158	192	1535
16年出栏量（万头）	226	311	1713
对应15年PE	53	65	44
对应16年PE	16	17	23
对应15年头均市值（元）	8544	20156	15759
对应16年头均市值（元）	5973	12444	14121

资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：上一轮周期高点的养猪板块估值分析

	正邦科技	牧原股份	温氏股份
16年最高市值（亿）	198	330	1977
非猪业务市值（亿）	30	0	300
猪业务市值（亿）	168	330	1677
16年利润（亿）	10.46	23.22	117.9
16年出栏量（万头）	226	311	1713
对应16年PE	19	14	17
对应16年头均市值（元）	7434	10611	9790

资料来源：wind，天风证券研究所

对应 2020 年出栏和 3 月 29 日收盘市值，温氏、牧原、正邦、天邦、唐人神、中粮肉食头均市值为 5918、8250、3191、3460、3636 和 2042 元，而在上一轮周期以 2015 年最高市值对应 2016 年出栏量计算的温氏、牧原和正邦头均市值分别为 14121 元、12444 元和 5973 元；当前股票估值仍处于低位。

4. 结论与投资建议

1、从周期比较来看，非洲猪瘟将导致本轮周期上涨时间更长，高点更高！从过去的三轮

周期来看，15-16 年的周期上涨 15 个月，猪价涨幅 99%；10-11 年的周期上涨 17 个月，猪价涨幅 103%；2006 年在蓝耳病的影响下则持续上涨 23 个月，猪价涨幅高达 192%！我们判断，此次非洲猪瘟的影响远高于 06 年蓝耳病，产能去化的更深、更快，影响时间也更长。因此，我们认为本轮周期猪价上涨时间将超过 06 年，猪价高点也将再创历史新高。我们预计本轮周期上涨时间将持续 2-3 年，周期高点将超过 25 元/公斤，部分地区将达到 30 元/公斤。

2、从周期位置来看，产能已经深度去化，周期拐点已经到来，当前仍处周期底部！我们判断，当前行业产能同比减少 15%以上，且根据我们的判断，在 1 月份的大量去化之后，市场上的生猪供给大幅减少，已经渐成短缺之势，叠加国家收储政策的刺激，猪价周期拐点已经提前到来，预计将开启 2-3 年的上涨周期。当前周期的位置来看，依然处于底部，未来猪价上涨空间大，猪价的持续上涨将是股价上涨的有效催化！

3、股票位置来看，养殖股的估值仍然处于低位。

在 16-18 年钢铁股和煤炭的周期行情中，钢铁股龙头宝钢股份涨幅约 1.5 倍，周期高点市值对应周期高点利润 PE 约 11.5 倍；煤炭股龙头中国神华涨幅约 1.7 倍，周期高点市值对应周期高点利润 PE 约 11.8 倍。由于养殖猪的 ROE 和成长性均显著高于钢铁和煤炭，因此，我们认为养猪股的周期市值高点对应周期利润高点的 PE 大概率会更高，大概率会超过 12 倍，而龙头温氏股份和牧原股份大概率会超过 15 倍。而当前，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份的市值对应 20 年的业绩，PE 分别约 9 倍、11 倍、5 倍和 6 倍，估值依然较低。

对应 2020 年出栏和 3 月 29 日收盘市值，温氏、牧原、正邦、天邦、唐人神、中粮肉食头均市值为 5918、8250、3191、3460、3636 和 2042 元，而在上一轮周期以 2015 年最高市值对应 2016 年出栏量计算的温氏、牧原和正邦头均市值分别为 14121 元、12444 元和 5973 元；当前股票估值仍处于低位。

4、我们的投资观点：无论是从周期（猪价）的位置还是从股票的位置，当前仍处低位！标的方面，首选高弹性（正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食港股），其次龙头（温氏股份、牧原股份、新希望），关注新五丰、天康生物、傲农生物、大北农、金新农等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com