

分析师: 王哲

执业证书编号: S0730516120001

wangzhe@ccnew.com 021-50588666-8136

研究助理: 林思闪

linss@ccnew.com 021-50588666-8137

## 风口上的猪什么时候掉下来

——猪产业主题投资机会

证券研究报告-策略专题

发布日期: 2019年04月30日

### 相关报告

### 投资要点:

- 国内猪肉基本上以销定产, 又由于猪在饲养过程中常会发生各种疾病, 导致阶段性的供给下滑, 价格上升, 从而产生以供给波动为主导, 4 年左右为一循环的猪周期。最新一轮猪周期由非洲猪瘟引发, 由于目前非洲猪瘟尚无有效的疫苗和治疗方法, 为防止扩散感染, 省份间禁止调运和强制扑杀, 养殖户补栏信心亦不足, 能繁母猪存栏同比增速从 2018 年下半年起加速下滑, 至 2019 年 3 月已跌至近十年新低, 生猪出栏量亦跟随大幅下滑。
- 从历史经验来看, 能繁母猪存栏同比增速最低点也即对应着猪仔价格的最低点, 随着猪仔价格提升, 养殖户开始补栏, 能繁母猪存栏同比自然也开始回升。因此预计本轮能繁母猪存栏同比增速最低点在 2019 年 3 月份, 结合能繁母猪和生猪补栏时间 6-18 个月, 预计还需 12 个月左右时间到达本轮猪周期的高点。此外, 4 月 20 日发布的《中国农业展望报告(2019-2028)》也显示, 本轮周期猪价高点预期在 2020 年上半年, 猪价将会在未来 3 年保持较高水平。
- 从 A 股市场 24 支猪产业概念股历年表现来看, 每轮猪产业概念股约领先猪价半年的时间达到最高点, 随后开始趋势性回落。即本轮猪产业概念股的上涨机会还有, 估计到 2019 年 4 季度涨到最高点, 期间回调可能是买入良机。
- 目前猪价 23 元, 前两轮猪价最高达 30 元。从每轮猪周期股价最大涨幅来看, 第一轮 2006.3-2007.8 最大涨幅 268%, 第二轮 2008.9-2010.12 最大涨幅 200%, 第三轮 2013.6-2015.6 最大涨幅 144%, 本轮从 2018 年 8 月开始至 2019 年 4 月 26 日目前涨了 82%, 预计二三季度还有上涨空间。
- 从历届猪周期个股涨幅表现总结来看, 有三个特征: 1) 个股涨跌与市值呈现弱负相关关系, 小票更易被炒起来; 2) 个股涨跌与估值也有一定负相关性, 但程度弱于与市值的相关性。总体上是符合高估值小市值的票得到炒作的特点; 3) 从基本面来看, 业绩持续负增长, 或者说位于周期低谷, 并有高预测净利润增长率的个股相对业绩稳健、盈利预期稳健的个股涨幅更大。

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

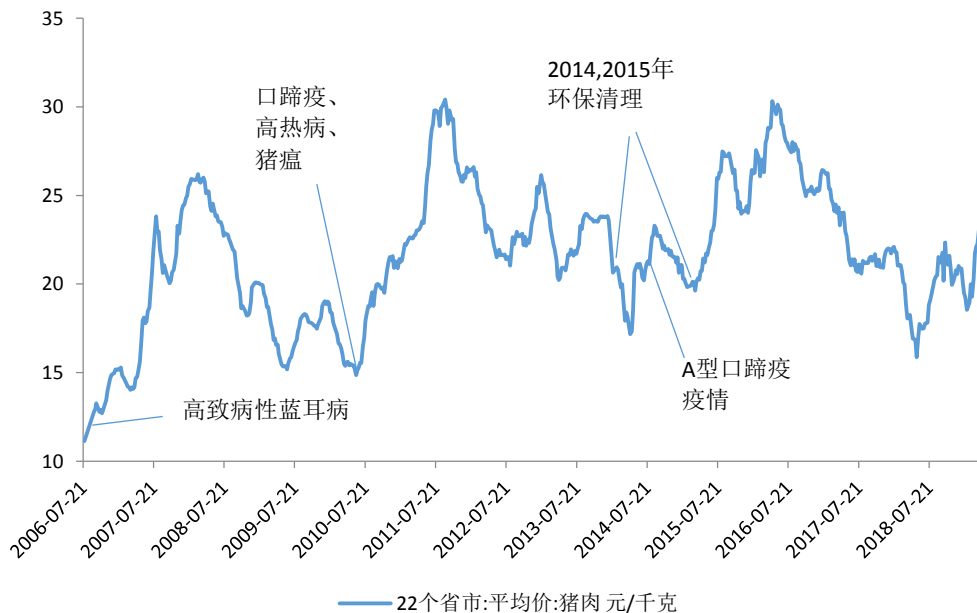
风险提示: 疫情扩散超预期

2019年1月1日至4月26日猪产业概念板块以110.66%的涨幅领涨全A,同期全部A股上涨31%,上证综指上涨24%。以22个省市平均猪价历史表现来看,从2006年以来共完整经历了3轮周期,时长均等都在4年左右,最后两轮猪肉价格最高达30元,区间最大涨幅分别是100%和77%。目前猪肉价格在23元,股价也恰逢调整期,从供不应求的程度和能繁母猪存栏的历史低位预估,未来还有上涨空间。

我国猪肉消费占全球49.6%,年内需求有一定的季节性,一般春节是生猪消费高峰,国庆和中秋是次高峰,3-8月春夏季是生猪消费的淡季。但年度间消费量总体平稳,近年呈略有下滑趋势。猪肉出口占产量的比例基本没有,从2010年的0.22%持续下滑到2018年的0.08%;进口量占比从2016年起有所提升,2016Y/2017Y/2018Y分别是3.06%/2.28%/2.21%,但相对量依然很小。从月进口金额来看,每次猪肉进口大增都发生在猪价周期最高点那几个月,即国内供不应求达到极致的时候。

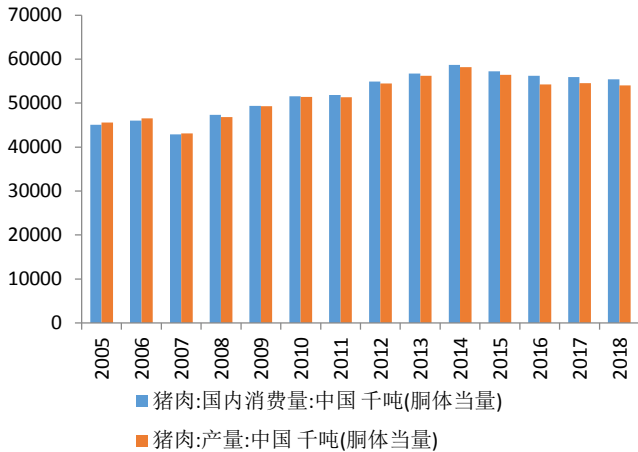
因此,国内猪肉基本上以销定产,又由于猪在饲养过程中常会发生各种疾病,导致阶段性的供给下滑,价格上升,从而产生以供给波动为主导,4年左右为一循环的猪周期:生猪大规模感染疾病时,产量下降,供不应求,导致价格上升,利润增加,从而养殖户增多能繁母猪投产(从二元能繁母猪出生,生长、到配种、猪仔出生到出栏,总共需要18个月时间,即养殖者从决定增加生猪供应到生猪出栏,成为猪肉还存在一年半左右的时滞),一年半后猪肉供应过剩,再导致价格下跌。由此周而复始,产生4年左右的猪价周期。

图1: 4年一轮回的猪周期由生猪大规模感染疾病引发



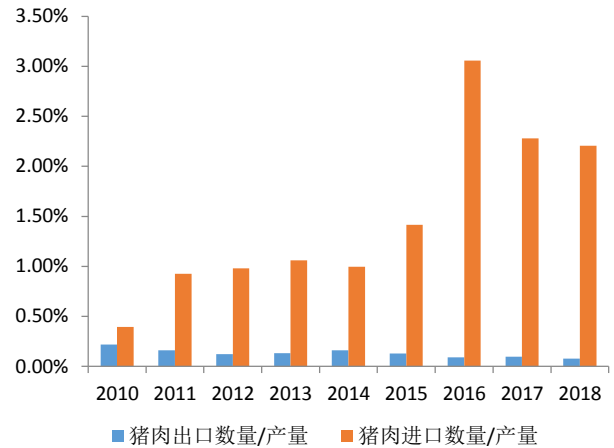
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 猪肉需求平稳, 以销定产



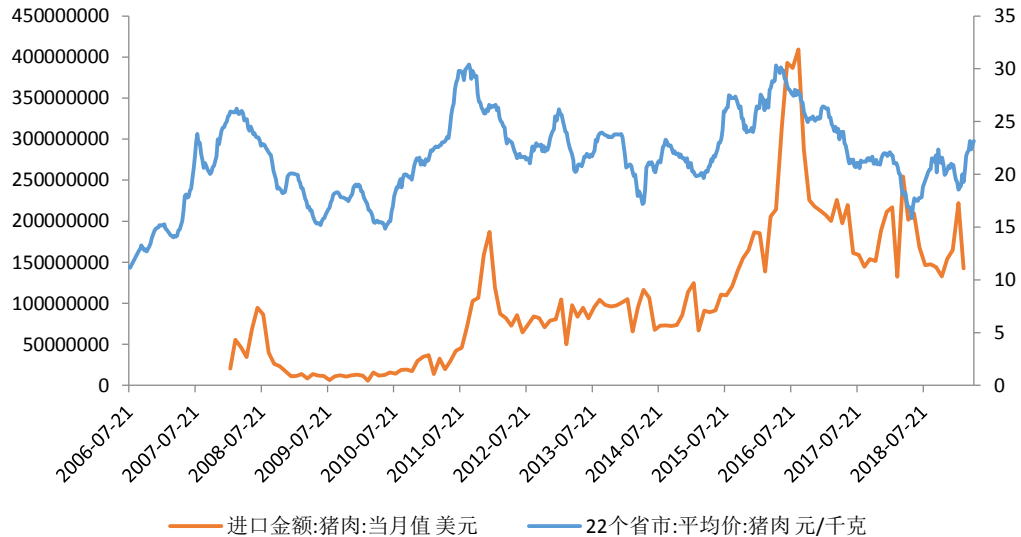
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 近年进口占比有所上升



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 猪肉进口大增发生在猪价周期最高点



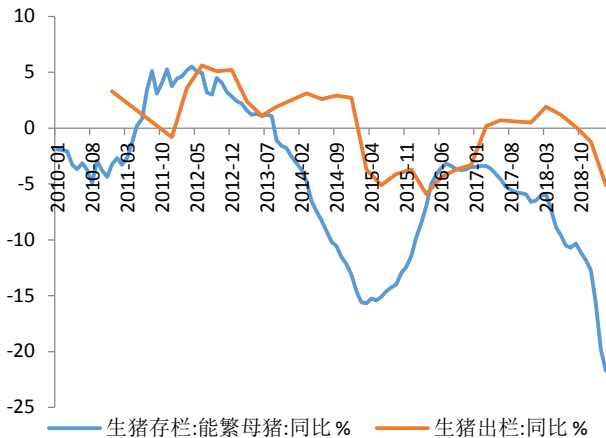
资料来源: Wind, 中原证券

上一轮猪周期从 2015 年 1 月到 2018 年 12 月结束。最新一轮猪周期由非洲猪瘟引发, 2018 年 8 月, 自东北地区发现首例非洲猪瘟疫情, 9 个月来, 疫情已经遍及全国 31 个省、市、自治区。4 月 23 日, 在介绍一季度农业农村经济运行情况时, 农业农村部畜牧兽医局副局长王俊勋说, “截至今年 4 月 22 日, 中国共发生了 129 起非洲猪瘟疫情。目前, 疫情累计扑杀生猪达到 102 万头。” 由于目前非洲猪瘟尚无有效的疫苗和治疗方法, 为防止扩散感染, 省份间禁止调运和强制扑杀, 养殖户补栏信心亦不足, 能繁母猪存栏同比增速从 2018 年下半年起加速下滑, 至 2019 年 3 月已跌至近十年新低, 生猪出栏量亦跟随大幅下滑。

能繁母猪从出生到成为后备母猪有 4 个月的生长期, 从后备母猪到可以配种有 4 个月后备期, 受孕后 4 个月妊娠, 小猪仔出生到育肥出栏需要 6 个月, 总共需要 18 个月时间。所以根据能繁母猪存栏状况可预判未来 10-18 个月左右生猪的出栏情况。而能繁母猪和猪仔价格的变动可反映市场的补栏情绪, 当价格上升, 养殖户补栏需求上升, 未来至少 6 个月生猪的出栏量

将增加。从历史经验来看，能繁母猪存栏同比增速最低点也即对应着猪仔价格的最低点，随着猪仔价格提升，养殖户开始补栏，能繁母猪存栏同比自然也开始回升。因此预计本轮能繁母猪存栏同比增速最低点在2019年3月份，结合前述能繁母猪和生猪补栏时间6-18个月，预计还需12个月左右时间到达本轮猪周期的高点。此外，4月20日发布的《中国农业展望报告（2019-2028）》也显示，本轮周期猪价高点预期在2020年上半年，猪价将会在未来3年保持较高水平。

图 5: 能繁母猪领先生猪出栏至少 10 个月



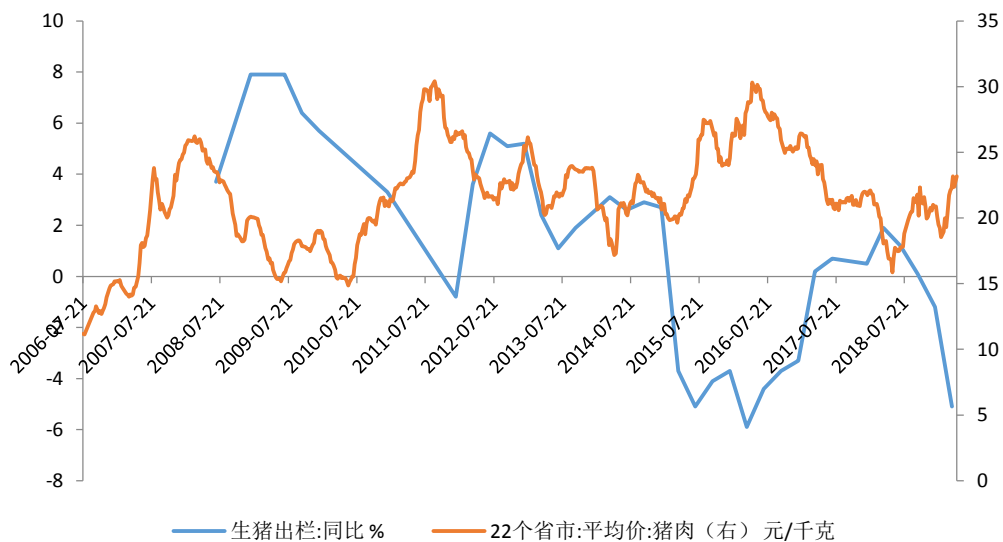
资料来源: Wind, 中原证券

图 6: 能繁母猪和猪仔价格变动可反映市场补栏情绪



资料来源: Wind, 中原证券

图 7: 生猪出栏与猪价反比关系



资料来源: Wind, 中原证券

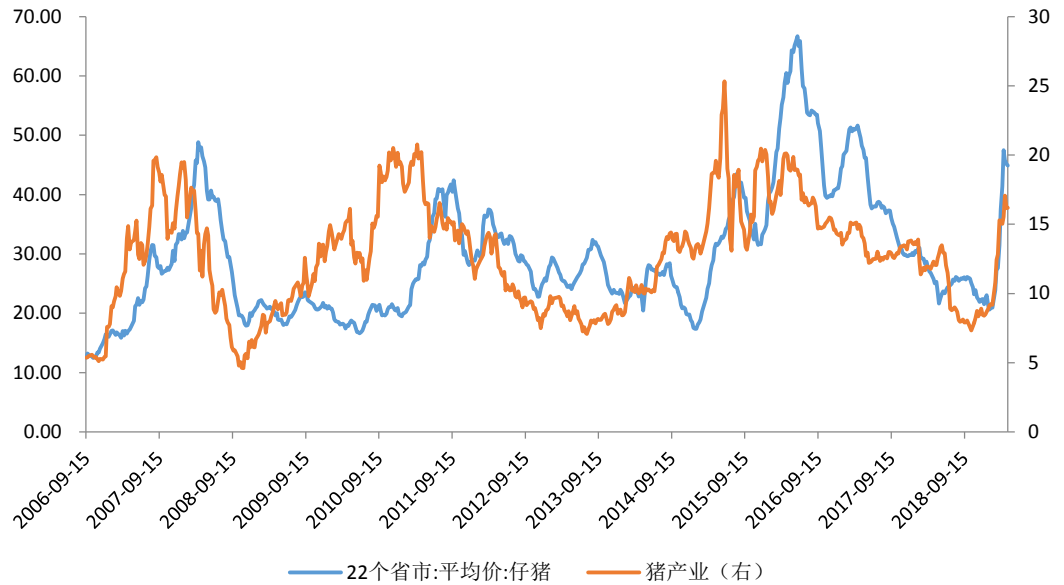
从 A 股市场 24 支猪产业概念股历年表现来看，每轮猪产业概念股约领先猪价半年的时间达到最高点，随后开始趋势性回落。即本轮猪产业概念股的上涨机会还有，估计到 2019 年 4 季度涨到最高点，期间回调可能是买入良机。

从每轮猪周期股价最大涨幅来看，第一轮 2006.3—2007.8 最大涨幅 268%，第二轮 2008.9—2010.12 最大涨幅 200%，第三轮 2013.6—2015.6 最大涨幅 144%，本轮从 2018 年 8 月开

始至 2019 年 4 月 26 日目前涨了 82%，预计二三季度还有上涨空间。

从历届猪周期个股涨幅表现总结来看，有三个特征：1) 个股涨跌与市值呈现弱负相关关系，小票更易被炒起来；2) 个股涨跌与估值也有一定负相关性，但程度弱于与市值的相关性。总体上是符合高估值小市值的票得到炒作的特点；3) 从基本面来看，业绩持续负增长，或者说位于周期低谷，并有高预测净利润增长率的个股相对业绩稳健、盈利预期稳健的个股涨幅更大。

图 8：每轮猪产业概念股领先猪价半年的时间



资料来源：Wind, 中原证券

表 1：最新一轮猪周期个股涨幅前 5 和跌幅前 5 特征

涨跌幅	证券简称	区间涨跌幅 2019-02-01 至最新收盘 日 %	总市值 1 2019-02-01 亿元	市盈率 PE(TTM) 2019-02-01 倍	归母净利 润(同比 增长率) 2018 一季 %	归母净利 润(同比 增长率) 2018 中报 %	归母净利 润(同比 增长率) 2018 三季 %	归母净利 润(同比 增长率) 2018 年报 %	预测净利 润增长率 [年度] 2019 %
涨幅前 5	新五丰	281.64	26.50	-51.81	-114.20	-236.37	-182.61	-179.80	743.77
	傲农生物	253.61	32.25	65.34	-40.18	-73.76	-64.97		615.31
	正邦科技	250.70	151.25	99.02	-47.84	-169.48	-91.38	-63.21	944.93
	唐人神	196.78	48.94	21.87	-19.78	-48.96	-40.53	-55.87	259.95
	益生股份	187.41	58.27	665.20	211.87	126.96	172.37	216.91	167.72
跌幅后 5	温氏股份	52.08	1,495.64	26.65	-4.40	-49.32	-28.20	-41.38	151.45
	顺鑫农业	47.14	226.98	32.31	94.61	96.78	97.03	69.78	57.74
	罗牛山	22.07	124.25	31.50	284.81	157.18	162.80	154.11	
	*ST 康达	20.07	76.98	18.65	112.23	328.56	290.91	381.22	
	双汇发展	9.29	828.52	17.19	21.09	25.28	15.91	13.78	4.89

资料来源：Wind, 中原证券



### 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。