

# 猪价加速上涨开启，坚定周期信心

## ——农林牧渔专题报告

2019年06月10日

看好/维持

农林牧渔 专题报告

分析师 程诗月 电话：010-66555458 邮箱 chengsy\_yjs@dxzq.net.cn 执业证书编号：S1480519050006

### 投资摘要：

**五月淡季不淡，猪价加速上涨已开启。**从短期供需格局来看，压制猪价上行的因素在明显减弱，供给缺口逐步体现。我们判断猪价将在6月份开启加速上涨行情，从区域上来看，会以东北、广东领涨，北方跟涨的态势开启。

**疫苗路漫漫，上市还需时日。**我们判断，目前候选疫苗的创制给非洲猪瘟疫苗的研发带来了更多希望，但是后续临床试验仍需要持续投入资金与时间，存在更多不确定性，即使审批流程加速，距离成熟疫苗的研制成功、实现商用还需要至少1-2年的时间。我们并不排除，短期会推出并不完全成熟的疫苗产品，作为市场安慰剂提振养殖户信心的可能性，然而从功效上来讲，预计此类产品无法在短期内有效解决产能短缺的问题。

**供需缺口明显，超级猪周期来临。**我们认为2019年全年的供应缺口在221万吨左右，并且在释放节奏上来看，供需缺口会从二季度开始逐步扩大，并在下半年消费旺季来临之际全面爆发。从后备母猪补栏看后续供应情况，供需缺口的持续扩大至少可以看到2020年年中。目前复养未见大面积成功案例，回交能提供的增量非常有限，短期未见产能回升的任何态势，预计2020年供需缺口会继续扩大至千万吨以上。而巨大的供需缺口只能采用涨价的方式来体现，因此我们判断超级猪周期强势来袭，本轮猪价上涨的长度，涨幅的高度都将超过以往任何一轮周期。预计2019年猪价高点将破上一轮高点，达到21元以上，均价预计在17元/kg，2020年猪价持续走强，预计高点达到25-30元，均价预计在22元/kg。

**投资建议：**按照2020年预测出栏量计算，目前各家企业头均市值：温氏股份6188元，牧原股份7116元，新希望6464元，正邦科技4105元，唐人神3850元，天邦股份2736元。我们认为19年猪价的走势与15年类似，都是处于猪价加速上涨的起始年份，因此估值具备可比性，相比上一轮周期中，15年高点温氏牧原12000元以上，正邦6000元左右的头均市值，目前各公司的头均市值都还有很大的增长空间。在猪价上行阶段，板块的核心驱动力是猪价上涨，而各企业出栏量的涨幅反映了其生物防控能力和成长性，决定了个股股价的弹性。站在当前时点，我们认为基本面逻辑未发生变化，6月开启的猪价加速上涨将带来板块的第三轮行情，短期回调使得板块更具配置价值。重点推荐弹性标的正邦科技、唐人神、天邦股份，稳健龙头温氏股份、牧原股份、新希望，建议关注天康生物、傲农生物、大北农。

**风险提示：**猪价涨幅不及预期，企业出栏量不及预期，原材料价格波动风险等。

### 行业重点公司盈利预测与评级

单击此处输入文字。

简称	EPS(元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
温氏股份	0.75	2.29	4.14	3.89	53.47	17.57	9.70	10.33	5.29	强烈推荐
牧原股份	0.17	2.76	6.7	6.39	341.24	21.04	8059	9.08	8.38	强烈推荐
正邦科技	0.08	0.83	2.59	2.63	255.63	24.75	7.90	7.79	6.22	推荐
唐人神	0.16	0.61	1.87	1.44	109.00	28.54	9.33	12.15	4.00	未评级

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 目 录

1. 五月淡季不淡，猪价加速上涨已开启 .....	3
2. 超级猪周期来临，长逻辑将逐步验证 .....	5
2.1 疫苗路漫漫，上市还需时日 .....	5
2.2 供需缺口明显，超级猪周期来临 .....	6
3. 走出至暗时刻，龙头企业强者恒强 .....	9
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10
相关报告汇总.....	10

## 表格目录

表 1: 供需缺口预测 .....	8
表 2: 部分生猪养殖企业 5 月销售数据 .....	9

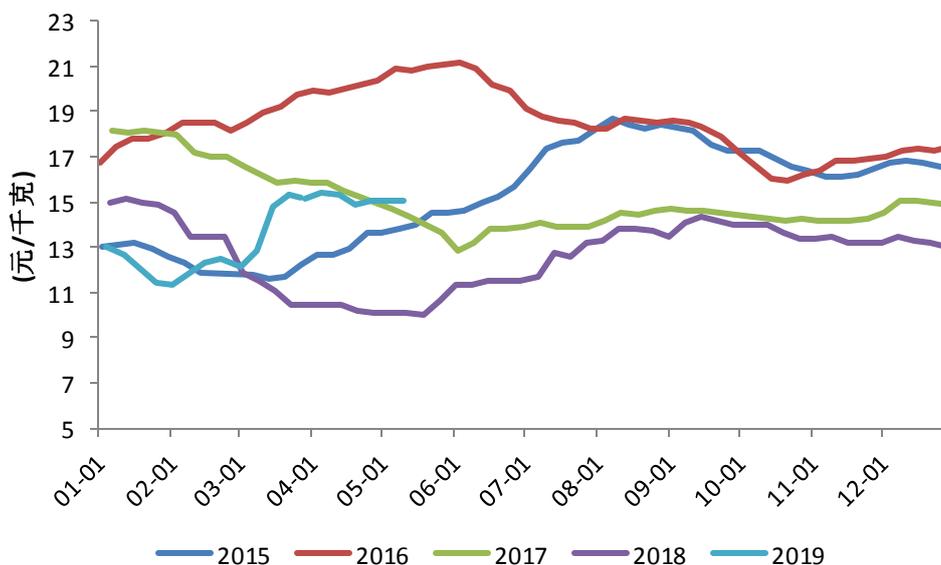
## 插图目录

图 1: 今年年后猪价淡季不淡 .....	3
图 2: 影响市场价格的短期供需因素 .....	3
图 3: 疫情发展与区域猪价走势相关性 .....	4
图 4: 区域生猪宰后体重 (kg) .....	5
图 5: 新兽药研发上市流程 .....	6
图 6: 能繁母猪存栏量持续下降 .....	7
图 7: 出栏生猪月度均重 .....	错误!未定义书签。
图 8: 全球猪肉贸易量每年 800-900 万吨.....	8

## 1. 五月淡季不淡，猪价加速上涨已开启

由于过年囤货需要消化，年后到2季度是猪肉的传统消费淡季。然而今年年后猪价出现跳涨，而后四五月份全国猪价的整体走势维持平稳。虽然在五月份没有出现大家预期中大涨的情况，但从年后整体走势而言，明显维持了淡季不淡的趋势，也反映了供需偏紧的局面是确实存在的。

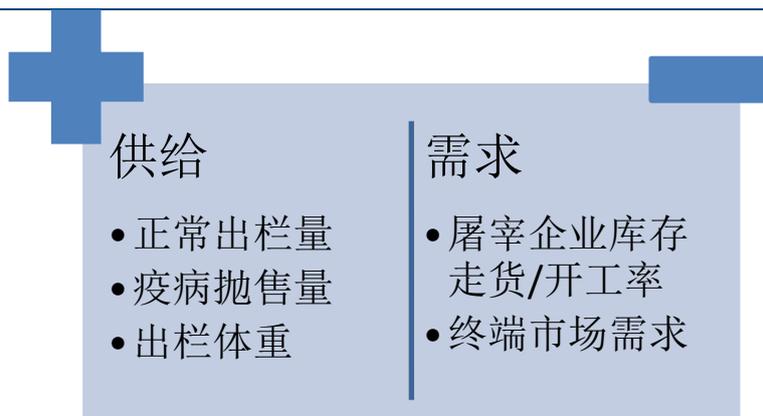
图 1：今年年后猪价淡季不淡



资料来源：Wind，东兴证券研究所

压制五月猪价上涨的因素主要是短期市场供给增加造成的，目前利空因素影响逐步减弱，新一轮的猪价上涨即将开启。

图 2：影响市场价格的短期供需因素



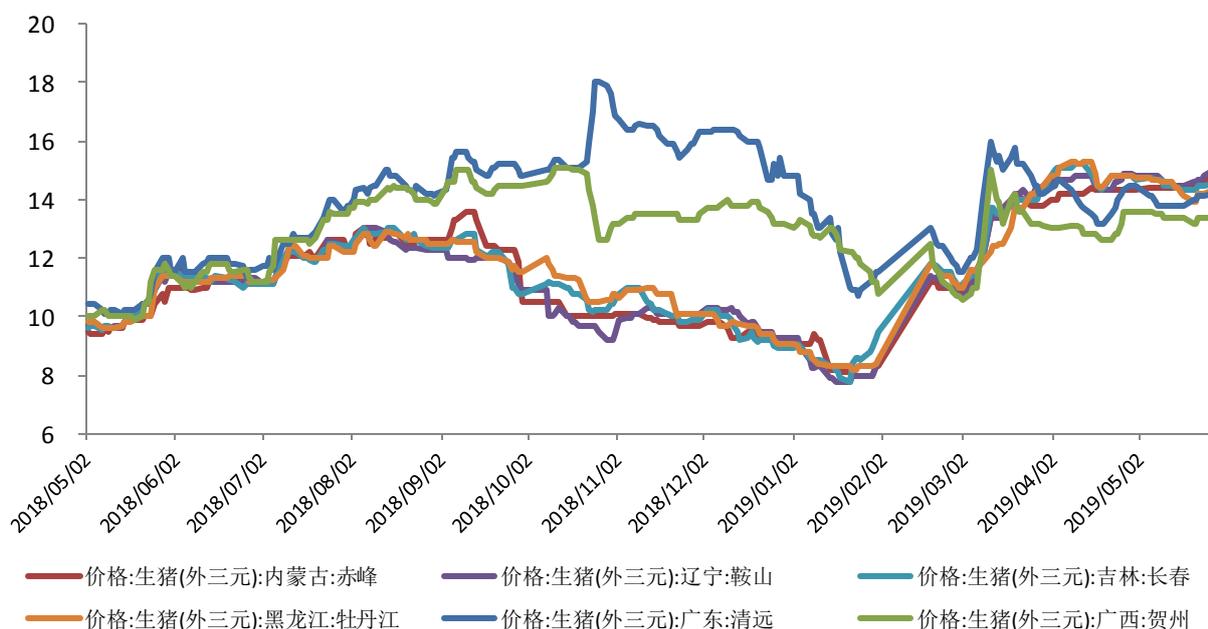
资料来源：东兴证券研究所

- ◆ 正常出栏量：去年下半年南方地区疫情并未扩散，19年元旦前后正常补栏的仔猪在19年5月大量出栏。18年8月，非洲猪瘟疫情在我国首发，其对能繁母猪的淘汰将在19年6月开始影响生猪出栏。北方疫情

加重发生在 18 年 12 月份，带仔母猪以及仔猪的淘汰也将在 19 年 6 月份开始影响市场供给，对应 19 年 6 月后生猪出栏量将逐月降低。

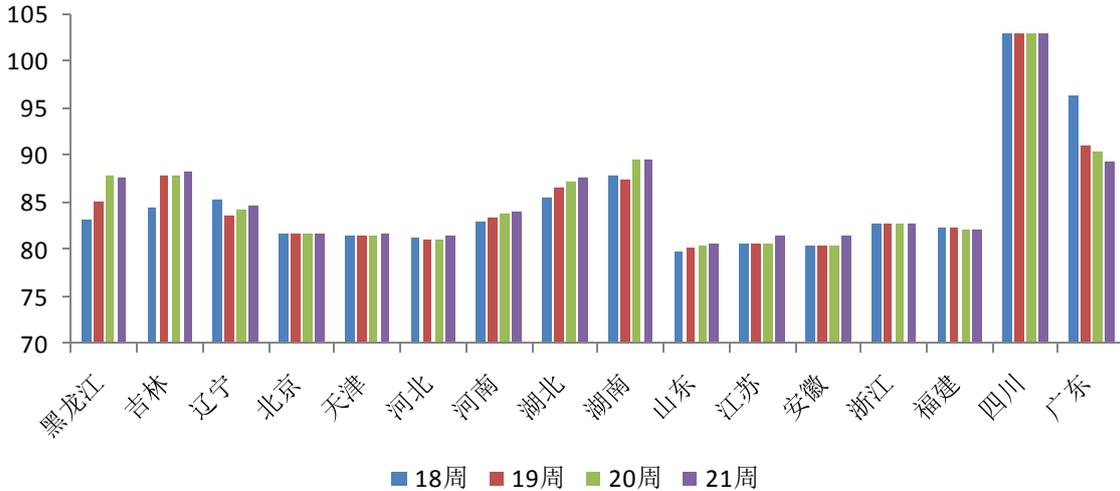
- ◆ 疫病抛售量：两广地区疫情在年后开始大面积爆发，致使区域生猪价格从 3 月中旬起出现了逆全国均价的明显下跌。并且两广地区抛售生猪大量流入周边省份以及华中、华东和西南地区，在一定程度上影响了全国猪价的上涨。目前广东地区经过前期抛售，供给缺口已现，上涨趋势已经开启。经过了 2 个多月的抛售，广西博白于 5 月 26 日报出一例疫情，生猪调运禁止出省，预计广西抛售已经接近尾声，剩余出栏将在短期内影响区域价格，但是对其他省份价格压制作用将基本消除。

图 3：疫情发展与区域猪价走势相关性强



资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ 出栏体重：5 月初市场对于 5 月中下旬猪价走高存在预期，养殖户压栏惜售导致 5 月生猪出栏体重有所上升，而肥猪的大量出栏拉低了全国市场均价。目前北方地区肥猪出栏比重较低，标猪短缺。南方压栏大猪消化还需时日，疫情抛售进入后期阶段，出栏体重将逐步下降。

**图 4：区域生猪宰后体重（kg）**


资料来源：农业信息网，东兴证券研究所

◆ 屠宰企业自检及冻肉抛售影响逐步消退。受到农业农村部对于屠宰企业库存自查自检的要求，屠宰场应对检查工作，在一定程度上影响了屠宰效率。前期屠企看好后市行情，春节后大量备货，冻品库容率一度上涨到 60%以上，受自检政策影响，库存冻肉集中出货，阶段性影响了屠宰企业的开工积极性。目前冻品库容率已经下降到 40%以下，随着冻品库容下降至合理水平，以及端午节前备货开启，屠宰企业需求抬升，压价意愿减弱，利好猪价走强。

从短期供需格局来看，压制猪价上行的因素在明显减弱，供给缺口逐步体现。我们判断猪价将在 6 月份开启加速上涨行情，从区域上来看，会以东北、广东领涨，北方跟涨的态势开启。

## 2. 超级猪周期来临，长逻辑将逐步验证

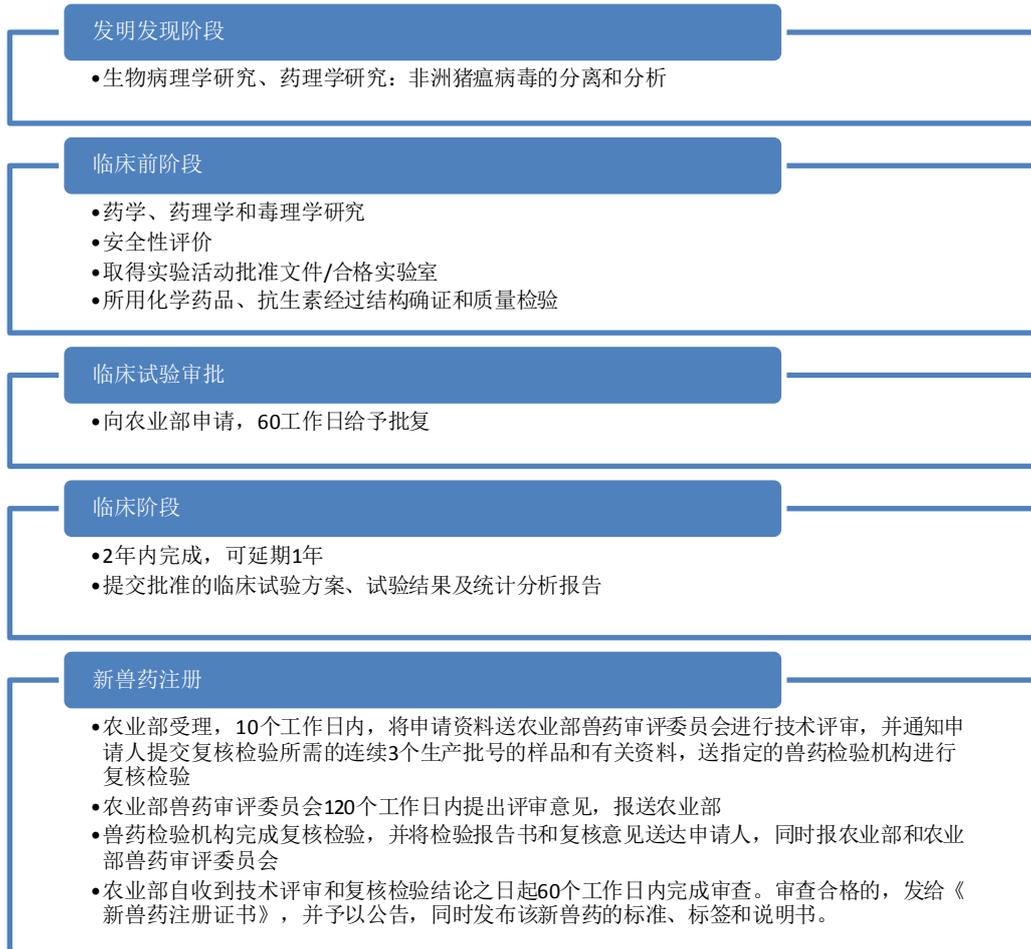
### 2.1 疫苗路漫漫，上市还需时日

在 5 月 24 日举行的科研进展通报会上通告，由哈尔滨兽医研究所自主研发的非洲猪瘟疫苗取得了阶段性成果：成功创制非洲猪瘟候选疫苗，实验室研究结果表明，其具有良好的生物安全性和免疫保护效果，目前临床前中试产品工艺研究初步完成。

根据新兽药研发上市流程，“分离毒株”处于新兽药研发的发明发现阶段，“创制候选疫苗”则处于临床前研究的阶段性成果，后续还要经过临床前中试生产、临床试验审批、临床试验、新兽药注册才能最终实现非洲猪瘟疫苗的商品化生产。根据国外非洲猪瘟疫苗的研发经验来看，临床阶段才是最难攻克的一环。以前弱毒疫苗在葡萄牙和西班牙进行的田间试验为例，大量免疫后的猪出现了肺炎、运动障碍、皮肤溃疡、流产和死亡等疫苗免疫副作用，并且出现了大量病毒携带猪，此外还有很多在临床阶段面临难关的案例存在。

因此我们判断，目前候选疫苗的创制给非洲猪瘟疫苗的研发带来了更多希望，但是后续临床试验仍需要持续投入资金与时间，存在更多不确定性，即使审批流程加速，距离成熟疫苗的研制成功、实现商用还需要至少 1-2 年的时间。我们并不排除，短期会推出并不完全成熟的疫苗产品，作为市场安慰剂提振养殖户信心的可能性，然而从功效上来讲，预计此类产品无法在短期内有效解决产能短缺的问题。

图 5：新兽药研发上市流程

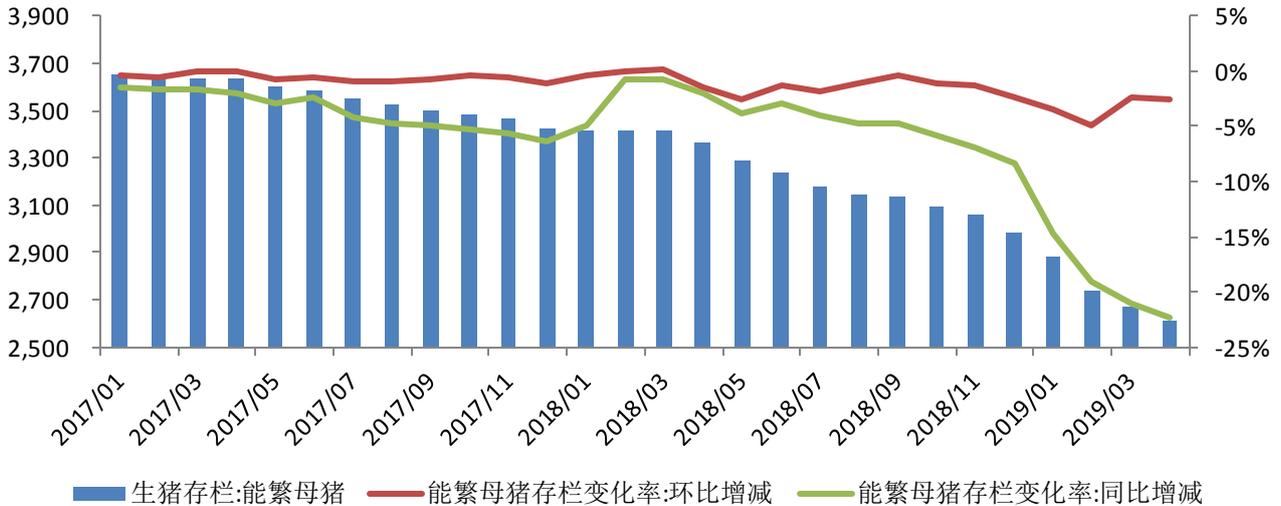


资料来源：《兽药注册办法》，《新兽药研制管理办法》，东兴证券研究所

## 2.2 供需缺口明显，超级猪周期来临

**能繁母猪存栏持续下降。**生猪产能因主动被动淘汰下降明显，2019年4月能繁母猪存栏同比下降22.30%，环比下降2.5%，存栏数不断刷新历史新低。并且与以往周期不同，受到疫情影响，种猪仔猪供给短缺，疫情蔓延区补栏意愿极低，疫情过境区复产成功率极低，价格上行与产能下行并存，目前未见产能回升趋势。我们判断，产能的去化至少会持续到4季度猪价上涨创新高之时，只有史无前例的高利润才能刺激养殖户重燃复产积极性，然而受到供给端的限制，预计产能会持续低位震荡。按照目前产能同比下滑的速率来推算，到19年10月，产能去化幅度将达到32%。因此我们判断，产能的去化仍将持续，单月能繁母猪存栏同比将继续深化至30-40%，按照前几轮周期产能去化力度来看，单月能繁母猪同比降幅在5%-15%，猪价上涨一倍以上，因此本轮周期猪价上涨时间及涨幅都将超越上一轮周期。2019年出栏生猪对应的是2018年3月-2019年2月的能繁母猪存栏，这个阶段能繁母猪存栏合计同比下降11.2%，并且疫情同时对母猪、仔猪和肥猪产生影响，预计MSY同比下降幅度也在10%左右。

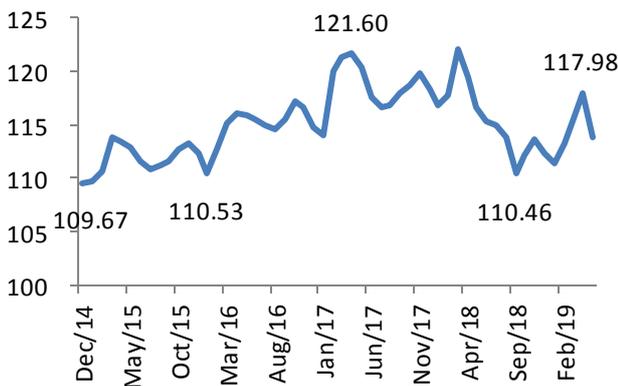
图 6: 能繁母猪存栏量持续下降



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

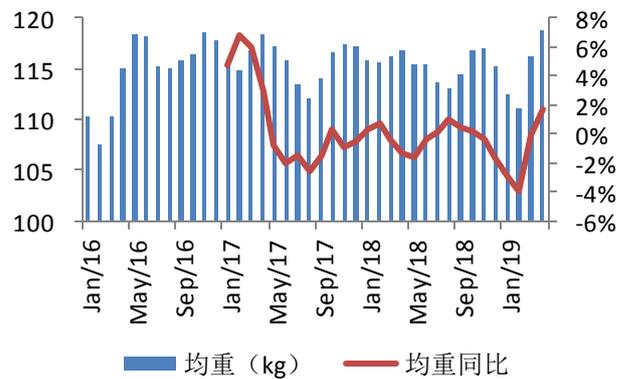
**出栏体重: 压栏与抛售并存。**参考温氏股份的销售数据以及青松农牧的统计数据, 在猪价景气年份, 生猪的平均出栏体重会出现明显的上涨, 上涨幅度大概在 5%-10%。今年部分地区养殖户因为看好后市行情, 也出现了主动压栏情况。然而整体来看, 全国呈现疫情蔓延区恐慌性抛售, 平均出栏体重下降, 与疫情相对较轻区域压栏, 出栏体重上升并存的情况。青松农牧数据显示, 19 年 4 月, 生猪出栏均重同比上涨在 2% 左右, 随着后市猪价上涨, 出栏体重有进一步增加的可能性。因此我们判断, 本轮周期中, 生猪平均出栏体重增幅会略低于以往猪价上行阶段, 预计涨幅在 5% 左右。

图 7: 温氏股份出栏生猪月度均重



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 8: 青松农牧出栏生猪月度均重



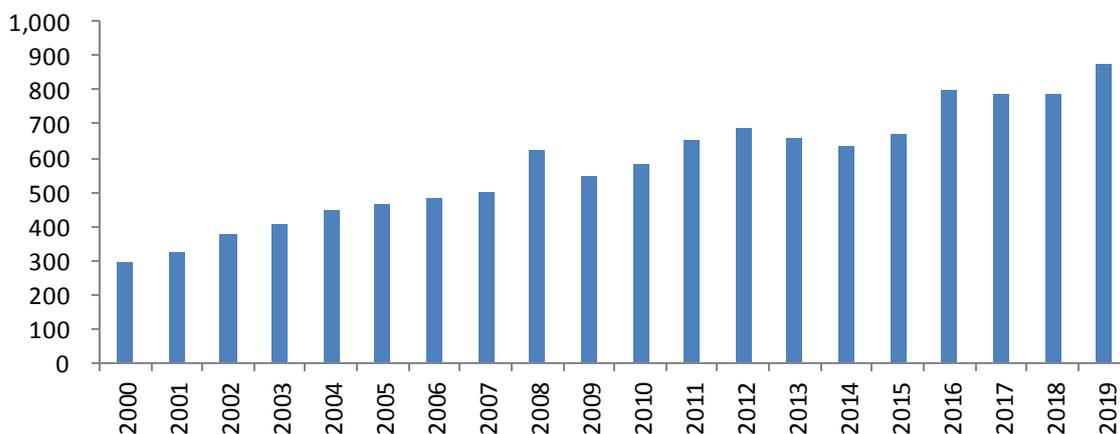
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**需求端略有下滑, 长期看回补。**非洲猪瘟疫情在其集中爆发省份会在 3 个月之内影响区域猪肉消费, 随着疫情高峰期过去, 终端市场需求将会回补。据博亚和讯统计数据, 2019 年前 21 周, 全国主要批发市场白条猪肉消费量同比下降 14%, 鉴于上半年南方疫情较为严重, 我们判断在疫情高峰过境之后, 下半年需求将逐步回补, 预计全国全年猪肉消费量有小幅下滑, 预计下滑幅度在 10% 左右。

**替代供应难补缺口。**受到我国消费习惯的影响，猪肉是我国最大的肉类蛋白消费品，国家统计局数据显示，2018年全国猪肉产量5404万吨，禽肉产量1994万吨。鸡肉作为最方便，最具性价比，最易接受的猪肉替代品，其每年产量不足猪肉的一半。从细分品种来说，白羽肉鸡受到国外引种的限制，今年预计引种量与去年基本持平，其本身供需就维持在紧平衡状态，鸡苗价格长期高位也反映了行业在极度景气的局面下，在换羽意愿极强的情况下，仍旧保持供给短缺的局面，说明白羽肉鸡供给短期很难大幅增长。而黄羽肉鸡多饲养在南方水网地区，属于养殖环保所规定的限制养殖区域，受到环保、拿地等因素的限制，短期也难以迅速上量。根据禽料的增长规模来侧面验证，今年1-4月肉禽饲料同比增长11.2%，我们认为肉禽养殖增量在10%左右，预计增加鸡肉供应量在200万吨。

**贸易战形势下，进口增长乏力。**USDA数据显示，2018年全球猪肉进口量为790.6万吨，预计2019年略有增长至876.6万吨。考虑到日本、墨西哥等国家每年固定100万吨以上的进口需求，在出口总量没有大幅增长的情况下，可供调节给我国的进口量增长的空间并不大。

图 9：全球猪肉贸易量每年 800-900 万吨



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

并且中美贸易战愈演愈烈，本来预期从美国进口的部分猪肉订单取消，也会在一定程度上影响我国猪肉进口量。我国2018年进口猪肉156.1万吨，预计2019年进口量会有小幅增长，预计在200万吨左右。

表 1：供需缺口预测

年份	能繁母猪 (10月前)	MSY	出栏体重	供给量	消费下滑程度	消费量	进口	出口	缺口
2019	-11.20%	-10%	5%	4585	-10%	4986	200	20	-221
2020	-30%	-10%	5%	3032	-10%	4487	250	20	-1225

资料来源：Wind, 东兴证券研究所

综合来看，我们认为2019年全年的供应缺口在221万吨左右，并且在释放节奏上来看，供需缺口会从二季度开始逐步扩大，并在下半年消费旺季来临之际全面爆发。从后备母猪补栏看后续供应情况，供需缺口的持续扩大至少可以看到2020年年中。目前复养未见大面积成功案例，回交能提供的增量非常有限，疫苗研发还有漫漫长路要走，短期未见产能回升的任何态势，预计2020年供需缺口会继续扩大至千万吨以上。而巨大的供需缺口只能采用涨价的方式来体现，因此我们判断超级猪周期强势来袭，本轮猪价上涨的长度，涨幅

的高度都将超过以往任何一轮周期。预计 2019 年猪价高点将破上一轮高点，达到 21 元以上，均价预计在 17 元/kg，2020 年猪价持续走强，预计高点达到 25-30 元，均价预计在 22 元/kg。

### 3. 走出至暗时刻，龙头企业强者恒强

生猪养殖作为最基础的生产资料生产行业，其本身的行业壁垒和技术门槛都不高，这也导致了我国生猪养殖行业集中度极低，行业的最大的养殖企业温氏股份年出栏占比不足 3%。生猪养殖企业传统的护城河在于成本优势，通过工业化养殖或者公司+农户的轻重资产模式来提升规模效应，实现养殖的边际成本递减。此外依靠资金优势实现出栏量的持续增长，从而实现量利齐升。

然而，非洲猪瘟疫情的出现改变了行业的属性和特质。成本优势不再是企业立于不败之地的最核心因素，优质企业的护城河由传统的成本控制能力转移到了生物防控能力。只有能够保护公司生物性资产安全，保证养殖各环节流程不出纰漏，在非洲猪瘟疫情对全行业产能的攻击下，抵御住疫病风险，做到人无我有，才能真正实现剩者为王。

而企业的生物防控能力需要依靠的是雄厚的资金，先进的防控措施和精细化的管理能力。龙头企业具备高素质、具备兽医学背景的管理团队，同疫情监测、疫病研究专家和机构维持着长期合作关系，具备最先进的疫病防控理念和防控措施。非洲猪瘟疫情倒逼企业在管理上进一步精进，根据疫病防控的要求作出规模、人员、设备、流程上的优化，这一切都离不开资金层面的支持。除了企业自身的实力优于中小散户之外，在政策层面也会享受优待，无论是从此前生猪运输的“点对点”政策，还是近期出台的对种猪场及年出栏 5000 头以上的规模猪场给予短期贷款贴息支持的政策，都会优先支持规模企业的生产和发展。因此我们认为，经过此次非洲猪瘟，生猪养殖行业的壁垒在提高，未来龙头企业的护城河将更宽更深。

目前行业龙头的发展优势已经逐步体现出来，中小散户补栏积极性极低，规模以上企业正常补栏，出栏量依旧维持增长态势。从部分企业的 5 月生猪销售数据可以看出，各企业销量稳中有升，仅正邦科技出现了一定下滑，然而考虑到前五个月的累计销量，正邦还是实现了 28.54% 的出栏同比增长。并且随着 3 月猪价上涨，4-5 月淡季不淡，各企业销售收入均出现了同比 30% 以上增长。我们认为，规模企业已经度过了最开始无准备的至暗时刻，生产经营回到正轨，完全成本因短期防疫费用投入上升后开始逐步回归正常水平。后期随着行业集中度进一步提升，龙头企业有望充分受益超级猪周期的高猪价，实现量利齐升。

表 2: 部分生猪养殖企业 5 月销售数据

公司名称	生猪销售头数（万头）	销量同比	销售收入(亿元)	收入同比
温氏股份	201.62	11.07%	32.40	47.68%
牧原股份	88.50	5.61%	12.03	34.87%
正邦科技	41.13	-26.01%	7.67	38.45%
天邦股份	24.95	62.43%	4.02	-
唐人神	7.28	17.50%	0.84	57.30%
金新农	5.17	35.90%	0.68	115.63%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4. 投资建议

按照 2020 年预测出栏量计算，目前各家企业头均市值：温氏股份 6188 元，牧原股份 7116 元，新希望 6464 元，正邦科技 4105 元，唐人神 3850 元，天邦股份 2736 元。我们认为 19 年猪价的走势与 15 年类似，都是处于猪价加速上涨的起始年份，因此估值具备可比性，相比上一轮周期中，15 年高点温氏牧原 12000 元以上，正邦 6000 元左右的头均市值，目前各公司的头均市值都还有很大的增长空间。

我们认为，进入 6 月份，随着前期压制猪价的因素影响走弱，猪价加速上涨的行情已经到来，生猪供需缺口逐步扩大，且无法通过进口和替代消费来弥补，猪价大幅上涨是必然趋势。而龙头企业的生物防控优势已经逐步体现，在产能大幅去化的趋势中实现了出栏量的稳中有升，未来能够持续受益于景气行情，量利齐升可期。在猪价上行阶段，板块的核心驱动力是猪价上涨，而各企业出栏量的涨幅反映了其生物防控能力和成长性，决定了个股股价的弹性。站在当前时点，我们认为基本面逻辑未发生变化，6 月开启的猪价加速上涨将带来板块的第三轮行情，短期回调似的板块更具配置价值。重点推荐弹性标的正邦科技、唐人神、天邦股份，稳健龙头温氏股份、牧原股份、新希望，建议关注天康生物、傲农生物、大北农。

## 5. 风险提示

猪价涨幅不及预期，企业出栏量不及预期，原材料价格波动风险等。

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	农林牧渔行业事件点评：仔猪复运影响几何，周期是否如期而至	2018-12-28
行业	农林牧渔 2019 年投资策略：好风凭天阔，送猪上云端	2018-12-14

资料来源：东兴证券研究所

---

## 分析师简介

### 分析师：程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

---

## 研究助理简介

---

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。