

# 农林牧渔

证券研究报告  
2019年07月02日

## 为什么我们认为生猪养殖股的行情没有结束？

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年第26周周报: 股价与猪价背离之际, 如何看待养猪股后续的投资机会?》 2019-06-30
- 2 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第25周周报: 猪价持续上涨, 股价回调正是布局良机!》 2019-06-23
- 3 《农林牧渔-行业研究周报:2019年第24周周报: 母猪存栏环比跌幅加大, 猪价创年内新高, 继续坚定推荐生猪养殖板块!》 2019-06-16

### 如何看待近期股价与猪价的背离？

6月份以来, 猪价持续上涨, 由5月31日的15.51元/公斤上涨至6月29日的17.35元/公斤, 涨幅11.86%; 而同期主要养猪股的股价均下跌, 正邦科技、天邦股份、温氏股份、牧原股份、唐人神和新希望分别下跌18.97%、27.88%、8.98%、7.20%、21.96%和15.54%。6月份股价与猪价的背离, 我们认为一方面来自于市场对于本轮周期级别认知的偏差, 低估了本轮周期的高度和持续时间长度; 另一方面, 5月份出栏量牧原股份(-15.87%)、正邦科技(-28.48%)、天邦股份(-9.04%)、唐人神(-13.02%)均环比下滑, 市场对短期出栏数据过度恐慌。再叠加非洲猪瘟疫苗的传言, 导致市场对养猪板块的信心不稳。然而, 我们认为, 行业的基本面和主逻辑并未发生变化。

### 如何看待疫情对产业竞争格局的影响？

历史看, 疫情或政策导致养殖门槛提升, 头部企业的竞争优势凸显和集中度的加速提升。从本轮非洲猪瘟来看, 其影响要比蓝耳病以及环保政策来的更为猛烈和深远。非洲猪瘟的传播速度以及对产业养殖的危害程度远甚于蓝耳病, 其防疫难度也更大。因此, 我们认为, 本轮非洲猪瘟疫情将进一步抬升生猪养殖的防疫门槛, 大量的防疫能力较弱的养殖企业/场/个体将被淘汰出局, 而防疫能力强、资金优势雄厚、技术和管理到位的头部企业将逆势扩张, 行业产能将进一步加速向头部企业集中。

### 如何看待本轮猪周期的价格？

我们认为, 本轮产能去化幅度之深远超历史, 当前产能整体去化已达25%, 而且去化过程仍在进行中; 且由于疫情的影响, 一方面此前受疫情影响的猪场复产难度大, 另一方面若有复产导致养殖密度提升有可能再度导致疫情的泛滥, 因此我们预计未来产能恢复难度要远超以往周期, 从而导致周期高位时间拉长。我们判断, 本轮周期的猪价高点大概率会出现在2021年的上半年, 猪价高点有望达到甚至超过30元/公斤, 且由于产能恢复难度大, 在猪价高点之后, 高猪价维持时间有望较长, 2021-2022年行业仍将保持丰厚盈利。

### 如何看待上市公司的出栏量？

如何看待上市公司短期出栏量的环比下滑? 首先, 去年12月份到今年1-2月份严重疫情导致仔猪淘汰率和死亡率提升, 导致当前出栏下滑; 其次, 随着2-3月份猪价回升以及上市公司疫情防控得到改善之后, 预计各公司生产已经得到积极恢复, 预计7-8月间, 月度出栏将环比重回增长态势。

如何看待上市公司中长期出栏量? 根据我们的假设, 处于高成长(50%-100%出栏增速)阶段的企业, 即使能繁母猪存栏较高点下降30%, 其出栏量仍有望在2019年实现20%-60%的出栏增速。而随着防疫能力的提升和产能的恢复, 预计2020年天邦股份、正邦科技、唐人神等企业仍可维持出栏的高增长。我们预计2019-2020年天邦股份出栏量分别为350万头和500万头, 同增61%和43%, 正邦科技出栏量750万头和950万头, 同增35%和27%, 唐人神出栏120万头和220万头, 同增50%和83%。

**养猪股如何选?** 重点关注哪些企业能够成为“剩者”: 1) 养殖模式: “公司+农户”在疫情防控上相对优于自繁自养。2) 养殖是否分散? 生产基地相对分散的企业风险较小。3) 种猪存栏规模及布局: 后备种群规模越大的企业, 越有能力及时补充因非洲猪瘟疫情带来的生产能力损害。4) 资金实力及融资能力: 资金实力是企业生存的根本, 也是企业在疫情的冲击之下能否浴火重生的最后依仗。

**如何看待后市养猪板块投资机会?** 大级别猪周期, 叠加产业竞争结构优化, 优质生猪养殖企业迎来战略机遇期。我们认为, 未来2-3年, 将是养猪板块的盈利景气周期叠加头部上市企业出栏的高速扩张期, 是一波长期的量利齐升行情。继续坚定推荐生猪养殖板块, 其中高弹性标的: 正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食(港股); 稳健的养殖龙头: 温氏股份、万洲国际(港股)、新希望、牧原股份; 关注: 新五丰、天康生物、金新农、傲农生物、大北农!

**风险提示:** 1、猪价不及预期; 2、疫情风险; 3、上市公司出栏量不及预期。

## 内容目录

1. 如何看待疫情对产业结构的影响? .....	3
2. 如何看待本轮猪周期的价格? .....	4
3. 如何看待上市公司的出栏量? .....	7
4. 投资建议.....	9
5. 风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 小规模养殖场(户)数量变化情况(万) .....	3
图 2: 中大和大规模养殖场(户)数量变化情况(个) .....	3
图 3: 本轮猪周期能繁母猪存栏环比去化幅度远超以往 .....	4
图 4: 本轮猪周期能繁母猪存栏同比去化幅度远超以往 .....	4
图 5: 相较于 2018 年 7 月 30 日各省能繁母猪存栏减少幅度 .....	5
图 6: 供需曲线分析.....	5
图 7: 俄罗斯猪肉价格 .....	6
图 8: 俄罗斯猪肉消费量(万吨) .....	6
图 9: 俄罗斯猪肉产量情况(万吨) .....	6
图 10: 养殖场出栏体重情况(公斤/头) .....	7
图 11: 屠宰场库存率变化情况.....	7
图 12: 2019 年 2 月份猪价开启周期性上涨(元/公斤) .....	8
表 1: 高致病性蓝耳与非洲猪瘟的比较 .....	3
表 2: 2019 年 1-5 月份各养猪公司出栏情况(万头) .....	8

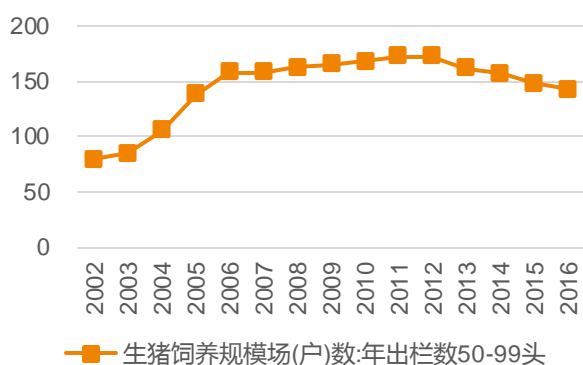
## 1. 如何看待疫情对产业结构的影响?

从历史来看，疫情或政策将导致养殖门槛提升，并导致头部企业的竞争优势凸显和集中度的加速提升。

2006 年蓝耳病来看，小规模场由此前的快速扩张转为 2007 年的负增长，2008 年之后也仅仅是缓慢增长；而中大规模场和大规模场则在 2006 年之后加速增长。

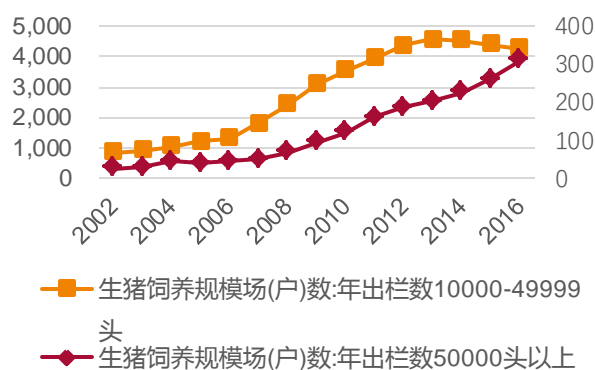
2014 年前后环保政策趋严，环保门槛提升导致大量不符合环保要求的小规模场加速减少，甚至连部分中大型猪场也被淘汰，而大规模场则逆势加速扩张。

图 1：小规模养殖场（户）数量变化情况（万）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：中大和大规模养殖场（户）数量变化情况（个）



资料来源：wind，天风证券研究所

从本轮非洲猪瘟疫情来看，其影响要比蓝耳病以及环保政策来的更为猛烈和深远。非洲猪瘟的传播速度以及对产业养殖的危害程度远甚于蓝耳病，其防疫难度也更大。因此，我们认为，本轮非洲猪瘟疫情将进一步抬升生猪养殖的防疫门槛，大量的防疫能力较弱的养殖企业/场/个体将被淘汰出局，而防疫能力强、资金优势雄厚、技术和管理到位的头部企业将逆势扩张，行业产能将进一步加速向头部企业集中。

表 1：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。
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诊疾病，临诊上可分为急性型、慢性型、亚临诊型等。	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。	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，猪被带毒的蜚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，针对蓝耳病的新型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

那么，面对此次非洲猪瘟，什么类型的企业才能活下来，成为最后的胜者呢？我们认为，在产业剩者为王的格局下，应该重点关注养殖企业的抗打击能力以及生产恢复能力。具体表现四个方面：1、养殖模式：“公司+农户”相对优于“自繁自养”；2、生产基地布局是否分散？3、补栏能力：包括公司的种猪存栏布局及规模。4、融资能力。

养殖模式前文已有阐述，不再赘述，对于后面三点，具体而言：

**1、生产基地布局：**抗风险能力上，除了公司自身的防控体系建设外，生产基地及产能布局也非常的重要。一方面，若产能分布集中在疫情严重省份，则感染几率就相对较高。尤其是北方产区养殖密度高，更容易出现病毒携带者交叉感染传播的现象。另一方面，疫情多发地区，不仅生猪调运，甚至包括仔猪、种猪调运都容易受到政策干扰。虽然当前从中央层面已经大幅放松生猪调运的限制，但是地方政府为了防止疫情扩散，仍然实行较为严格的调运限制。这就给基于产区布局而非销区布局的企业带来生产及销售上的压力。因此，产能分布分散，且生产基地并非疫情严重省份的企业，其受非洲猪瘟疫情的影响较小。

**2、补栏能力：**企业的补栏能力受种猪群规模及区域布局的影响。当疫情出现在自身生产基地附近时，有些大型养殖场为了防范风险，会对疫点附近的养殖场进行清场，以避免风险与潜在损失。企业如果拥有足够的且分布广泛的后备母猪以及核心种猪群，就可以通过在其他非疫区进行扩产来补充产能，不至于出现猪价涨了，而自己却没猪的尴尬局面。尤其是，受疫情影响，当前种猪调运也并不完全通畅，相对分散的核心种群布局，能够更好的保障公司的后续补栏能力。因此，**后备种群以及核心群规模越庞大、分布越分散的企业，其补栏及产能恢复的能力就越强。**

**3、融资能力：**生猪养殖是重资产行业，企业的生存和扩张需要有足够的资金储备及融资能力。在最差的情况下，若企业因非洲猪瘟疫情而损失惨重，那么能够通过直接或间接融资获取资金的企业，才能更好的实现生产能力的恢复。

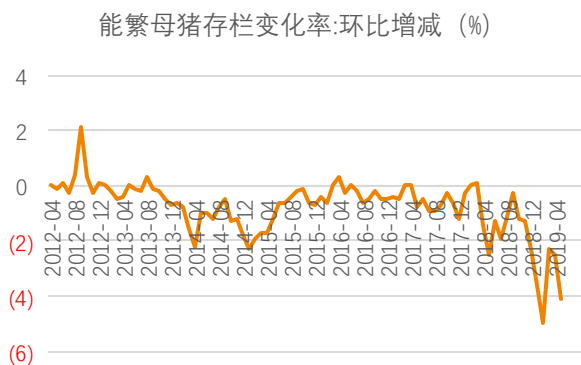
## 2. 如何看待本轮猪周期的价格？

周期的价格高点是由供需的最大缺口决定的，而高价持续的时间长度则是由产能恢复的节奏决定的。

### 1、如何看本轮猪周期的高度？

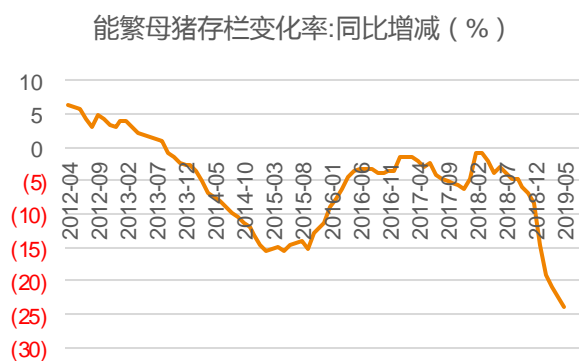
1) **供给端：**从能繁母猪产能去化幅度来看，2018年四季度以来，受疫情的影响，我国能繁母猪存栏环比和同比均大幅去化，且力度远超以往。2019年5月份，我国能繁母猪存栏环比降4.10%，同比降23.90%。

图 3：本轮猪周期能繁母猪存栏环比去化幅度远超以往



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：本轮猪周期能繁母猪存栏同比去化幅度远超以往



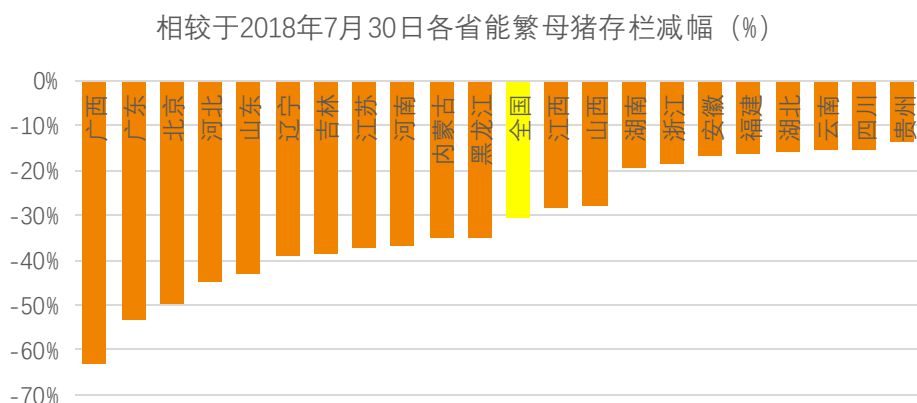
资料来源：wind，天风证券研究所

本轮非洲猪瘟来看，最早发现于东北，东北也是最早的重灾区，春节前后在河南、山东、

江苏、安徽、河北等地泛滥，3月份以来两广也爆发了严重的疫情。从产能去化来看，疫情重灾区的产能去化幅度较大，东北、山东、江苏、河北、河南、两广等地的产能去化均超过30%。目前来看，主要的养殖主产区，仅有湖南、湖北和四川影响尚小。

我们预计疫情影响尚未结束，作为养殖密度较高的养殖大省，湖南、湖北和四川大概率也会经历一轮疫情的去产能过程。若如此，我们预计全国产能去化还将持续，我们预计全国能繁母猪的存栏见底有可能发生在四季度，届时能繁母猪存栏较2018年7月30日的减幅有可能达到40%。

图 5：截至 2019 年 6 月 20 日相较于 2018 年 7 月 30 日各省能繁母猪存栏减少幅度

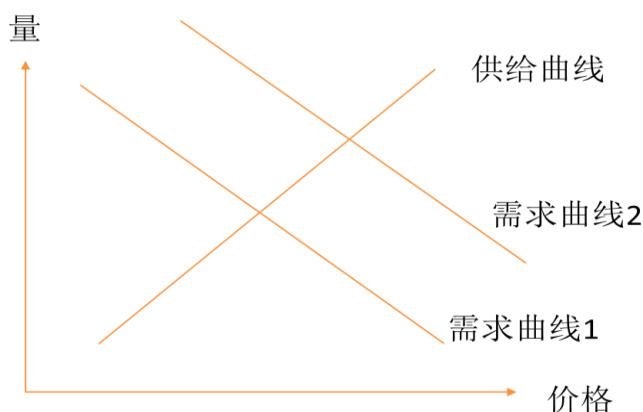


资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

## 2) 需求端

首先，需求的变动有两层含义：一层是由于价格之外的因素导致的需求的变动，这种变动体现在需求曲线的平移上，如需求曲线 1 和需求曲线 2，在相同的价格之上需求量不同；另外一层是由于价格的变化导致的需求变动，这种变化体现在同一条需求曲线上，价格越高，需求越低。对于我们分析猪价而言，需要关注的是需求的第一种变动，即由于需求曲线平移而导致的需求变动。

图 6：供需曲线分析



资料来源：天风证券研究所

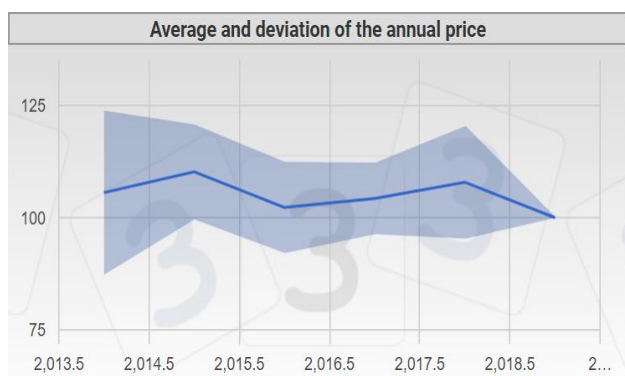
从影响需求曲线平移的因素而言，抑制猪价的因素主要是非洲猪瘟疫情导致的消费意愿降低，从而导致需求曲线向低位平移：即在相同的价格之下，居民对于猪肉的消费量更小。

如果从俄罗斯的消费经验来看：非洲猪瘟 2007 年进入俄罗斯，于 2013 年疫情达到顶峰。从俄罗斯的消费来看，非洲猪瘟爆发之后，俄罗斯的消费出现三次降低的情况，一个是 2009 年，一个是 2014 年，一个是 2018 年，相对前一年度分别降低的幅度为 4.29%、7.95% 和 3.91%。尤其是从 2013 年俄罗斯非洲猪瘟疫情达到顶峰时，14 年的价格较 13 年大致持平，但是消费降低了 7.95%，这部分消费的降低主要就是从价格之外的因素导致，我们判断，主要



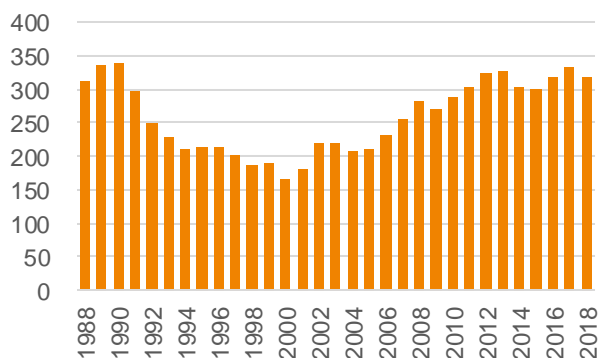
就是非洲猪瘟导致的消费意愿降低。但是，随着疫情减弱，猪肉的消费将会恢复。

图 7：俄罗斯猪肉价格（卢布/千克）



资料来源：pig333，天风证券研究所

图 8：俄罗斯猪肉消费量（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

从我们国家来看，猪肉消费的黏性较强，疫情会导致消费意愿的降低，但是参考俄罗斯的降幅，我们预计猪肉消费下降幅度将有限，预计在 10%左右，此外，预计随着疫情趋于平稳，消费还将逐步修复。因此，我们认为疫情对消费的影响是有限的，且是偏短期的。

**3) 猪价判断：按照这种假设，我们预计本轮猪周期的价格高点大概率会出现在 2021 年上半年，且高度将远超历史，有望达到甚至超过 30 元/公斤。**

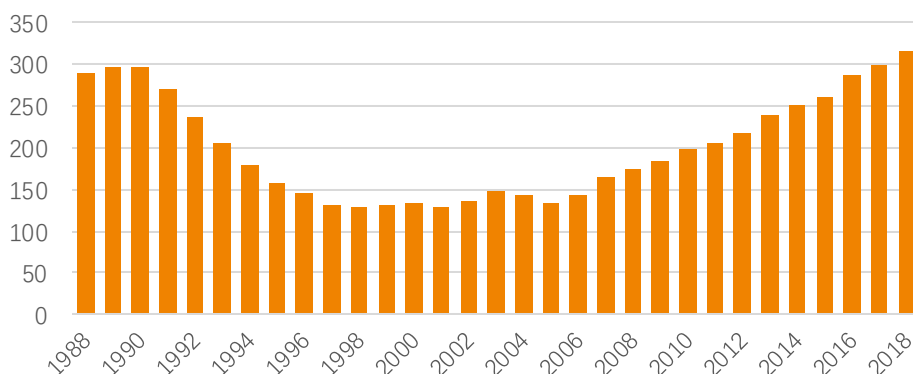
## 2、如何看待本轮周期持续的时间？

周期持续的时间取决于复产的难度。与以往周期不同的是，本轮的周期复产难度有二：

1) **发生过疫情的猪场复养难度大。**复养难度大体现在两个方面：一方面是一般需要 3-6 个月的空栏期；二是往往消毒等防疫措施不够，导致复养的成功率不高。这就意味着，即使在猪价上涨导致盈利抬升之后，这些受疫情影响的老猪场也未必能够有效的实现产能恢复，从而导致产能恢复速度将大大慢于以往周期。

2) **若产能恢复之后，养殖密度提升很有可能导致疫情再度蔓延。**从俄罗斯来看，其发生非洲猪瘟之后，国内猪肉产量并没有发生年度的下滑，也就意味着，在俄罗斯这样养殖密度低，养殖水平相对高一些的国家，非洲猪瘟是可控的。从国内来看，由于此前的高养殖密度和散户多导致的粗放管理，使得疫情发生后迅速蔓延，并导致了产能大幅去化。若未来，随着猪价的上行，行业补栏增加，随着养殖密度的提升，有可能会再度导致疫情爆发，从而使得产能的恢复可能会存在反复。

图 9：俄罗斯猪肉产量情况（万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

因此，我们判断，本轮猪周期，即使在能繁母猪产能去化见底之后，产能的恢复也会比以往的周期更艰难，时间也会更长，因此我们认为，本轮猪周期在猪价见顶之后，猪价将会在高位维持较高的时间，预计 2021 年生猪产业的盈利仍将会非常可观。

### 3、如何看待短期的猪价走势？

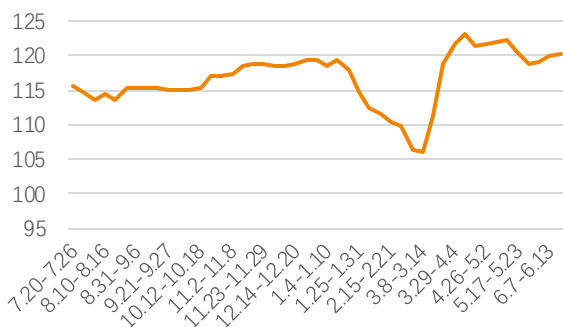
短期猪价走势由短期供给决定，我们认为，生猪板块的供给主要有四个因素决定：一是生猪出栏量；二是出栏体重；三是库存；四是局部地区短期抛猪问题。

首先，从生猪出栏量来看，在能繁母猪和生猪存栏大幅去化的背景下，预计后续正常情况下生猪出栏量将持续走低，导致供给端持续趋紧。

其次，出栏体重方面当前已经达到 120 公斤左右的较高水平。

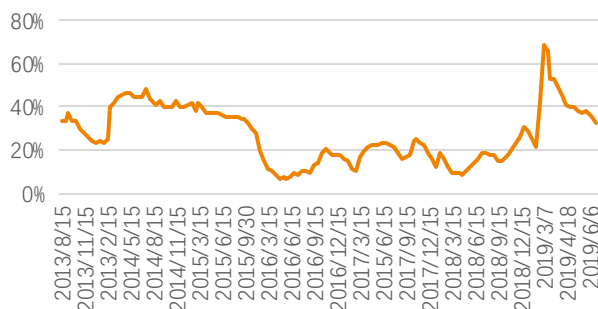
第三，库存方面，截至 6 月 20 日屠宰场库存率降至 32.48% 的较低水平。

图 10：养殖场出栏体重情况（公斤/头）



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

图 11：屠宰场库存率变化情况



资料来源：涌益咨询，天风证券研究所

第四，部分区域的抛猪问题。受疫情的影响，东北、华北、两广等地都先后发生过生猪的集中抛售，导致短期供给增加，并压制了短期的价格。

站在当前位置，我们认为：后续生猪供给将持续偏紧，出栏体重已经达到 120 公斤较高水平，未来再提升空间有限，而库存率已经降至 32.48%（6 月 20 日）的水平，再进一步抛库的空间也非常有限，因此我们认为，正常来看，后续猪价大概率将持续走高。此外，在 32.48% 的库存水平之下，屠宰场具备较高的加库存的空间，若有供给的趋紧以及价格上涨预期导致屠宰场出现加库存行为，将可能导致猪价短期内快速上涨。

猪价上涨的不确定因素在于，目前还存有大量生猪的两湖和四川是否会由于疫情影响而大量抛售，将对短期猪价产生影响。但是我们认为，即使未来两湖和四川再抛售生猪，其对猪价的压制也不会太久，因为 3 月中旬到 5 月底猪价两个半月的滞涨其压制因素有三：两广抛猪、出栏体重提升以及屠宰场抛库存，而目前来看后续出栏体重和库存的压制预计影响有限，仅由于两湖和四川抛猪预计对猪价的压制时间将有限。

因此，我们判断，三季度猪价将持续震荡走高，预计三季度猪价将达到甚至有望超过 20 元/公斤，并推动行业进入高盈利阶段。

**4、小结：**我们认为，本轮产能去化幅度之深远超历史，预计产能见底之时，产能整体去化将达到 30-40%，且由于疫情的影响，预计未来产能恢复难度要远超以往周期，从而导致周期高位时间拉长。我们判断，本轮周期的猪价高点大概率会出现在 2021 年上半年，猪价高点有望达到甚至超过 30 元/公斤，且由于产能恢复难度大，在猪价高点之后，高猪价维持时间有望较长，2021 年行业仍将保持丰厚的盈利。

### 3. 如何看待上市公司的出栏量？

#### 1、疫情对上市公司的出栏量影响几何？

如我们此前分析，我们认为相较于 2018 年 7 月 30 日，本轮周期能繁母猪存栏见底之时其

降幅有望达到 40%，此外，我们认为上市公司存在防疫优势，其产能去化程度预计将低于全国整体，我们预计其最大降幅有望达到 20%-30%。根据不同公司的养殖区域分布，其产能见底的时间将不同。

**我们假设公司 A，其产能相较于 2018 年能繁母猪高点降低 30%，同时生猪存栏也存在 30% 损耗，那么其出栏量的影响有多大？**

假设 A 公司处于高速扩张期，若无疫情发生，假设 2018 年出栏量为 1，2019 年正常出栏量达到 1.5-2；若疫情导致其产能较高点出现 30% 下滑，则其出栏量大致应该是在其正常出栏量上打七折，即 2019 年出栏量为 1.05-1.4，仍然保持增长。然而，A 公司 30% 的损失并不代表全部无害化处理，大多数是提前出栏，这部分猪也将构成上市公司的出栏量；再考虑到 A 公司在产能见底之后还会继续扩产；因此我们认为 2019 年 A 公司的实际出栏量将显著高于 1.05-1.4 的水平，我们判断大概率在 1.2-1.6 之间。

而对于 2020 年，则主要取决于 2019 年下半年各家上市公司产能恢复的情况。我们认为上市公司具备资金、种猪、管理和技术优势，在防疫体系逐步完善的基础上，其未来产能的恢复有望加速，从而保障 2020 年出栏的持续增长。

## 2、短期出栏量如何演绎？

受去年 12 月份到今年 2 月份疫情的影响，今年 5-7 月份的出栏量受到影响，我们看到 5 月份大多数上市公司的出栏量环比下滑。

表 2：2019 年 1-5 月份各养猪公司出栏情况（万头）

	温氏股份	牧原股份	正邦股份	天邦股份	唐人神	傲农生物	天康生物	金新农	新希望
1 月	249		76		18	6	6		29
2 月	146	203	36	52	9	5	7	5	18
3 月	201	105	57	25	8	7	7	5	21
一季度	596	308	169	76	36	17	21	9	68
4 月	187	105	58	27	8	6	7	5	22
5 月	202	89	41	25	7	5	6	5	22
5 月份环比变化率	8.11%	-15.87%	-28.48%	-9.04%	-13.02%	-0.40%	-20.33%	1.57%	-1.52%

资料来源：wind，天风证券研究所

然而随着生猪出栏价格在 2 月份以来开启周期性上涨，生猪养殖盈利开始回升，以及北方疫情逐步趋于平稳，上市公司的养殖开始恢复，我们预计今年 7-8 月份，上市公司的出栏量将出现环比改善。

图 12：2019 年 2 月份猪价开启周期性上涨（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所



## 4. 投资建议

**如何理解短期猪价与股价的背离？** 6 月份以来，猪价持续上涨，由 5 月 31 日的 15.51 元/公斤上涨至 6 月 29 日的 17.35 元/公斤，涨幅 11.86%；而同期主要养猪股的股价均下跌，正邦科技、天邦股份、温氏股份、牧原股份、唐人神和新希望分别下跌 18.97%、27.88%、8.98%、7.20%、21.96%和 15.54%。6 月份股价与猪价的背离，我们认为一方面来自于市场对于本轮周期级别认知的偏差，低估了本轮周期的高度和持续时间长度；另一方面，5 月份出栏量牧原股份（-15.87%）、正邦科技（-28.48%）、天邦股份（-9.04%）、唐人神（-13.02%）均环比下滑，市场对短期出栏数据过度恐慌。再叠加非洲猪瘟疫苗的传言，导致市场对养猪板块的信心不稳。然而，我们认为，行业的基本面和主逻辑并未发生变化。

我们认为在疫情影响之下，一方面现有产能还在去化之中，另一方面此前爆发过疫情的老产能复产难度大，因此，预计全国产能还将持续去化，且预计恢复难度较大；预计本轮猪周期高度将更高，且由于产能恢复较难猪价维持高位的持续时间也将更长。此外，从近两个月情况来看，虽然全国能繁母猪还在持续去化，但上市公司新产能投放和复产已经开始。我们认为，上市公司的防疫优势已经在建立，且具备资金和种猪优势，未来产能有望逆势扩张，并保持高增长。我们认为，未来 2-3 年，将是养猪板块的盈利景气周期叠加头部上市企业出栏的快速扩张期，是一波长期的量利齐升行情。

从估值来看，对应 6 月 26 日收盘市值和 2020 年出栏量，各家头均市值：温氏 5396 元，牧原 6717 元，正邦 3926 元，天邦 2380 元，唐人神 3136 元，新希望 4663 元，而在上一轮周期最高市值对应下一年的出栏量计算的温氏股份、牧原股份和正邦科技的头均市值分别为 14121 元、12444 元和 5973 元，目前养猪股的估值处于较低水平。

**投资建议：**大级别猪周期，叠加产业竞争结构优化，优质生猪养殖企业迎来战略机遇期。我们认为，未来 2-3 年，将是养猪板块的盈利景气周期叠加头部上市企业出栏的高速扩张期，是一波长期的量利齐升行情。继续坚定推荐生猪养殖板块，其中高弹性标的：正邦科技、天邦股份、唐人神、中粮肉食（港股）；稳健的养殖龙头：温氏股份、万洲国际（港股）、新希望、牧原股份；关注：新五丰、天康生物、金新农、傲农生物、大北农！

## 5. 风险提示

1、猪价不及预期；2、疫情风险；3、上市公司出栏量不及预期。

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