

行业研究/深度研究

2019年07月24日

行业评级:

农林牧渔

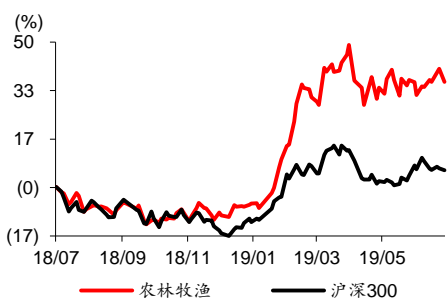
增持 (维持)

冯鹤 执业证书编号: S0570517110004
研究员 021-28972251
fenghe@htsc.com

相关研究

- 1 《农林牧渔: 行业周报 (第二十九周)》
2019.07
- 2 《农林牧渔: 行业周报 (第二十八周)》
2019.07
- 3 《农林牧渔: 猪周期加速演绎, 把握上行机遇》
2019.07

一年内行业走势图



资料来源: Wind

猪周期纵深演绎, 把握投资机遇期

生猪养殖行业深度报告

生猪价格进入快涨阶段, 维持行业“增持”评级

从猪价上看, 生猪供给短缺已是不争的事实, 而从历史经验来看, 我国猪肉需求相对稳定, 我们判断, 供需矛盾有望支撑2020年生猪均价达到24-27元/公斤; 从出栏量上看, 虽然大小养殖户甚至规模企业都会受到非洲猪瘟的侵害, 但上市公司有望凭借其在管理、资金、一体化以及体量方面的优势在本轮猪周期中享受高回报。我们认为, 未来国内生猪养殖资源将更加会向头部企业聚拢, 尤其是在育种、安全防疫以及资金等方面具有优势的龙头企业, 维持行业“增持”评级。

猪价: 新课题、新状况

供给方面, 能繁母猪存栏同比、环比下降幅度远超上轮周期, 通过草根调研了解到, 许多地区生猪产能去化幅度超过50%, 2019年7月8-19日, 全国屠宰量同比下降25.3%; 需求方面, 短期主要受疫情影响, 由于非洲猪瘟不传染人的特性以及国人喜食猪肉的特点, 预计一段时间之后消费有望逐步恢复, 中期对需求最大的影响因子是价格, 长期则主要受老龄化和消费习惯改变等因素调节。然而, 上述变化对猪肉需求的影响是缓慢的。基于此, 我们通过对比法判断, 2020年全国生猪均价区间在24-27元/千克, 如果能繁母猪存栏进一步削减, 全国生猪均价可能会进一步抬高。

出栏: 短期全行业受到影响, 中长期高壁垒企业有望享受高回报

短期来看, 对于中国养猪业而言, 非洲猪瘟是一个不可忽视的风险点, 大小养殖户甚至大规模企业都有可能受到非洲猪瘟的侵害, 温氏股份、牧原股份、正邦科技等巨头的生产性生物资产均较2018年底有所下降, 因此上市公司5-6月出栏低于预期属于正常现象; 中长期来看, 非洲猪瘟背景下, 在管理、资金、一体化以及体量方面有较大优势的大型养殖企业有望享受高回报, 而外购仔猪型养殖户、散户、管理能力弱的规模户将面临严峻考验。

投资建议

我们认为, 无论从价格弹性角度还是持续时间角度, 本轮猪周期都要强于以往。同时, 本轮猪周期并非单纯由生猪供需因素导致, 其中还叠加了非洲猪瘟疫情的影响。因此, 我们认为, 未来在后非洲猪瘟时代, 国内生猪养殖资源将更加会向头部企业聚拢, 尤其是在育种、安全防疫以及资金等方面具有优势的龙头企业。建议关注牧原股份、温氏股份等国内养殖龙头企业。

风险提示: 猪价上涨不及预期, 出栏量不及预期, 原材料价格上涨。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002714.SZ	牧原股份	70.28	买入	0.25	2.13	6.60	2.38	281.12	33.00	10.65	29.53
300498.SZ	温氏股份	39.95	买入	0.74	2.54	4.49	1.78	53.99	15.73	8.90	22.44

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

猪价：新课题、新状况.....	4
供应下降幅度远超以往，且仍在持续.....	4
需求探讨：短期疫情影响，中期价格压制，长期消费习惯改变.....	6
价格预估：参考系&对比法.....	8
出栏：短期全行业受到影响，中长期高壁垒企业有望享受高回报.....	12
短期：全行业出栏受到影响.....	12
中长期：行业壁垒提升.....	13
投资建议.....	16
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：2019年6月，生猪存栏同比下降 25.8%.....	4
图表 2：2019年6月，能繁母猪存栏同比下降 26.7%.....	4
图表 3：2016年5月-2019年6月，广东省定点屠宰企业屠宰量.....	4
图表 4：2016-2019H1，广东省屠宰企业生猪屠宰前平均体重.....	4
图表 5：1988-2018年，我国猪肉产量.....	5
图表 6：2013-18年，我国肉类消费结构.....	5
图表 7：母猪存栏下降省份示意图（截止2019年7月）.....	5
图表 8：生猪存栏下降省份示意图（截止2019年6月）.....	6
图表 9：生猪存栏下降省份示意图（截止2019年6月）.....	6
图表 10：2017年1月-2019年4月，定点屠宰企业屠宰量.....	6
图表 11：2019年7月中旬，分省份样本企业屠宰量下降幅度.....	6
图表 12：1988-2018年，我国鸡肉产量.....	6
图表 13：1988-2018年，我国鸡肉总消费量.....	6
图表 14：2013-17年，全国居民人均猪肉消费量.....	7
图表 15：2013-17年，城镇、农村居民人均猪肉消费量.....	7
图表 16：2011-18年，我国60岁以上老年人口比例变化.....	7
图表 17：2008-18年，我国农民工人数.....	7
图表 18：1988-2018年，我国猪肉消费量.....	8
图表 19：生猪养殖繁育体系.....	9
图表 20：生猪各代系繁殖.....	9
图表 21：2016年生猪价格走势.....	9
图表 22：2011H1-2019H1，能繁母猪存栏下降幅度.....	9
图表 23：2013-16年，生猪价格走势.....	10
图表 24：2010年6月-2019年6月，能繁母猪存栏变化情况.....	10
图表 25：2019年生猪价格走势.....	10
图表 26：2013Q4-2019Q1，温氏股份生产性生物资产.....	12

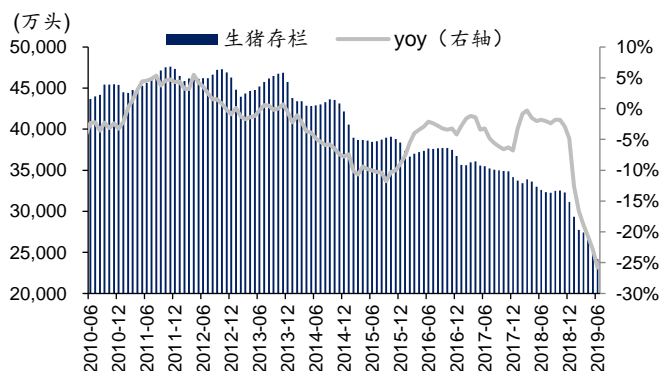
图表 27: 2013Q4-2019Q1, 牧原股份生产性生物资产	12
图表 28: 2013Q4-2019Q1, 正邦科技生产性生物资产	12
图表 29: 2013Q4-2019Q1, 天邦股份生产性生物资产	12
图表 30: 2018 年 1 月-2019 年 6 月, 温氏股份生猪出栏量	13
图表 31: 2018 年 1 月-2019 年 6 月, 牧原股份生猪出栏量	13
图表 32: 2018 年 1 月-2019 年 6 月, 正邦科技生猪出栏量	13
图表 33: 2018 年 1 月-2019 年 6 月, 天邦股份生猪出栏量	13
图表 34: 2016-18 年, 正邦科技生猪出栏量	13
图表 35: 2015-18 年, 天邦股份生猪出栏量	13
图表 36: 2006 年 7 月 7 日-2019 年 7 月 12 日, 仔猪价格走势	14
图表 37: 2010 年 1 月 8 日-2019 年 7 月 19 日, 自繁自养生猪养殖利润	14
图表 38: 2016 年 11 月 21 日-2019 年 7 月 21 日, 白羽鸡苗价格走势	15
图表 39: 2009 年 10 月 23 日-2019 年 7 月 19 日, 毛鸡养殖利润	15

猪价：新课题、新状况

供应下降幅度远超以往，且仍在持续

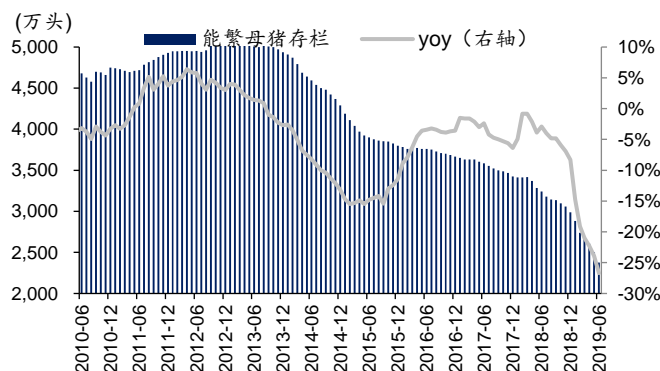
(1) 农业农村部数据：2019年6月生猪存栏环比降低5.1%，同比下降25.8%；能繁母猪存栏环比下降5.0%，同比减少26.7%。生猪存栏同比数据来看，上轮周期同比下降最高幅度在2015年3月的10.7%，目前的供应下滑幅度远超上轮周期；能繁母猪同比数据来看，上轮同比下降最高幅度也在2015年3月的15.7%，当前下滑幅度也已远超上轮周期。我们认为此轮周期母猪下降对未来生猪供给的影响更大，主要原因是上轮周期处于快速规模化时期，PSY（每头母猪每年提供的断奶仔猪数）、MSY（每年每头母猪提供的出栏肥猪头数）持续上升等因素使得同期下降影响小于现在。

图表1：2019年6月，生猪存栏同比下降25.8%



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

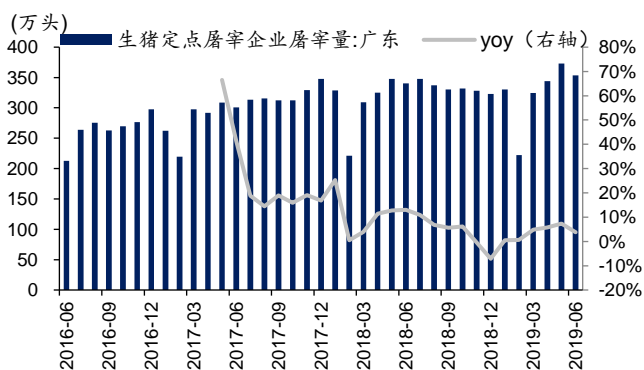
图表2：2019年6月，能繁母猪存栏同比下降26.7%



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

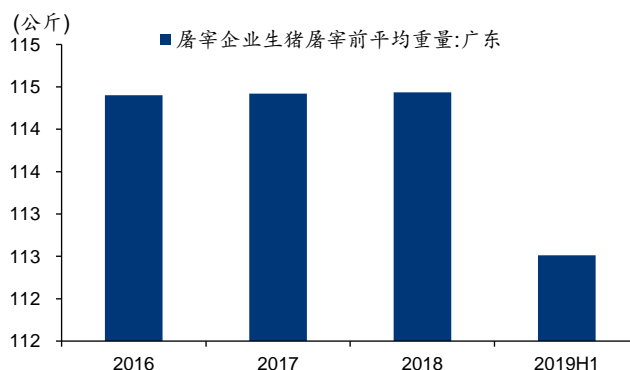
(2) 广东省情况：根据广东畜牧业统计，2019年5月，广东省养猪户数环比下降7.7%，同比下降35.4%；仔猪存栏量环比下降11.2%，同比下降41.1%；生猪存栏量环比下降16.1%，同比下降44.0%；能繁母猪存栏量环比下降11.4%，同比下降46.3%，生猪出栏量环比上涨7.8%，同比上涨2.5%。

图表3：2016年5月-2019年6月，广东省定点屠宰企业屠宰量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

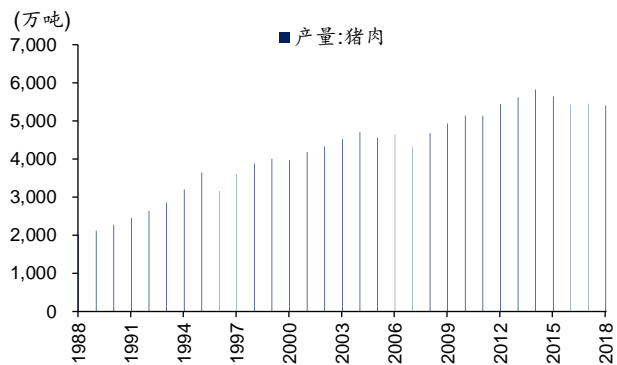
图表4：2016-2019H1，广东省屠宰企业生猪屠宰前平均体重



资料来源：Wind，华泰证券研究所

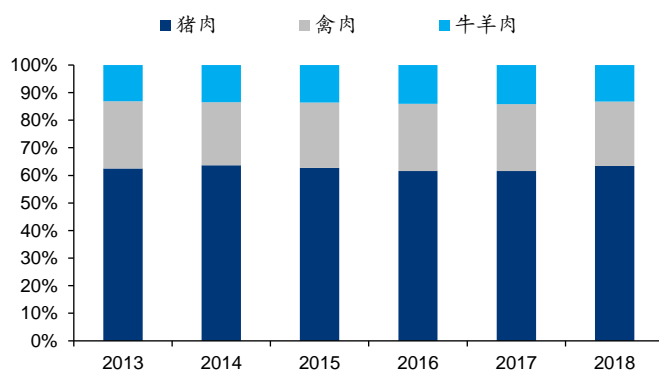
(3) 统计局：2019年上半年，我国猪牛羊禽肉产量3911万吨，下降2.1%，其中，牛肉、羊肉和禽肉产量同比分别增长2.4%、1.5%和5.6%，猪肉产量下降5.5%。2019年上半年猪肉产量为2470万吨，占全部猪牛羊禽肉产量约63%，仍然是我国第一大消费肉类。

图表5：1988-2018年，我国猪肉产量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

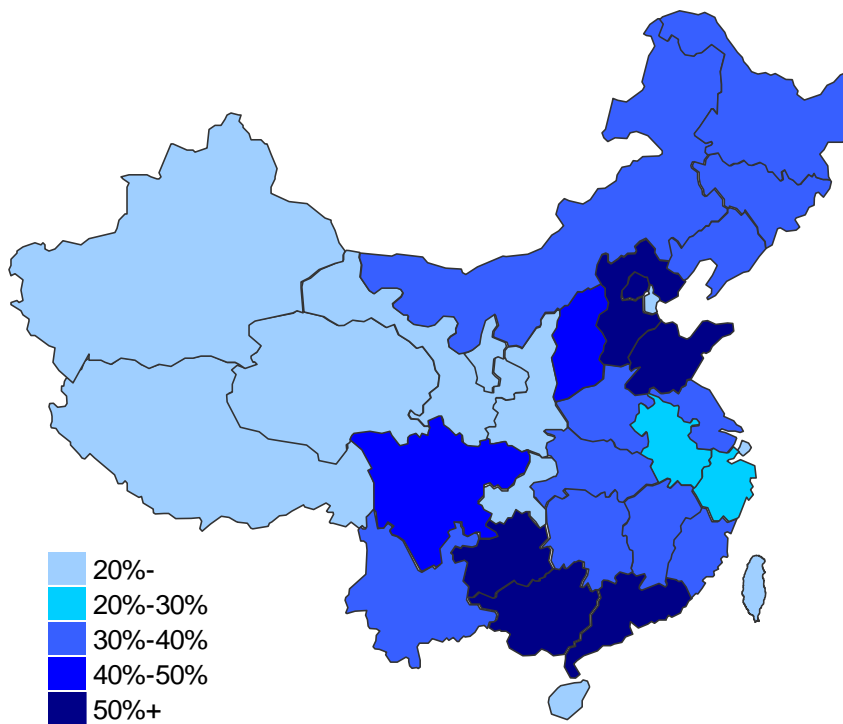
图表6：2013-18年，我国肉类消费结构



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

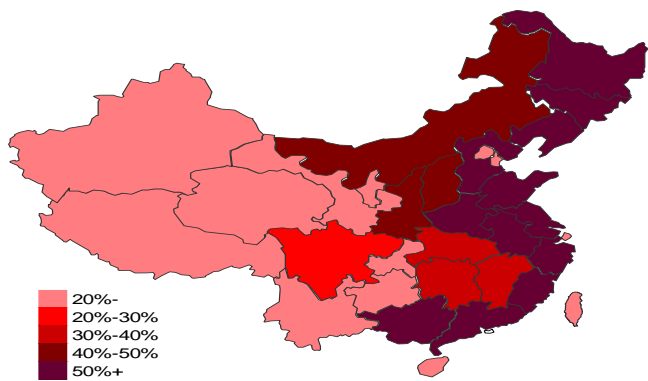
(4) 行业佐证：经过我们草根调研和相关产业专家交流来看，目前生猪存栏的下降幅度很大。并且从目前的形势来看，下降的态势还没有停止的迹象。从地区来看，许多地区的生猪去产能幅度超过50%。

图表7：母猪存栏下降省份示意图（截止2019年7月）



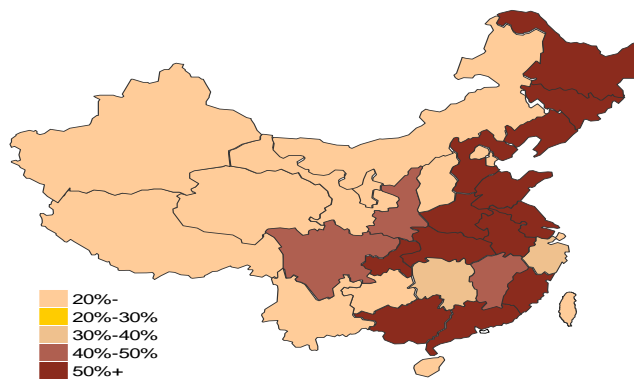
资料来源：涌益咨询，华泰证券研究所

图表8：生猪存栏下降省份示意图（截止2019年6月）



资料来源：卓创农业《生猪自繁自养盈利上半年分析》，华泰证券研究所

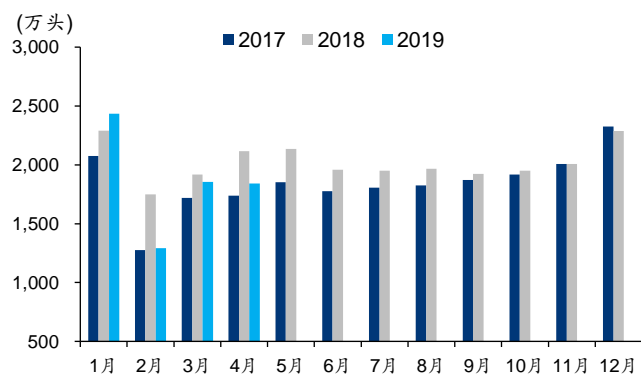
图表9：生猪存栏下降省份示意图（截止2019年6月）



资料来源：新牧网，华泰证券研究所

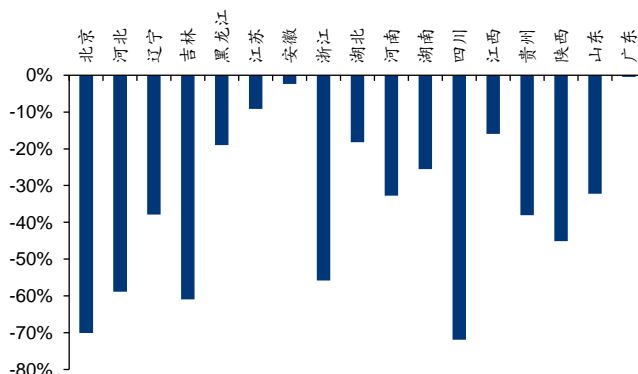
(5) 屠宰量佐证：卓创资讯统计的17个省份样本企业屠宰量显示，7月中旬的屠宰量同比下降25.3%。从区域来看，北方屠宰量下降尤其明显，其中北京、黑龙江、辽宁、河北、山东、河南分别下降70.1%、19.0%、37.9%、58.9%、32.2%、32.8%。

图表10：2017年1月-2019年4月，定点屠宰企业屠宰量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：2019年7月中旬，分省份样本企业屠宰量下降幅度

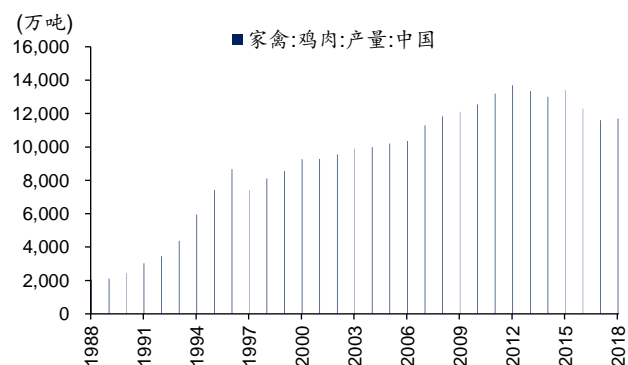


资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

需求探讨：短期疫情影响，中期价格压制，长期消费习惯改变

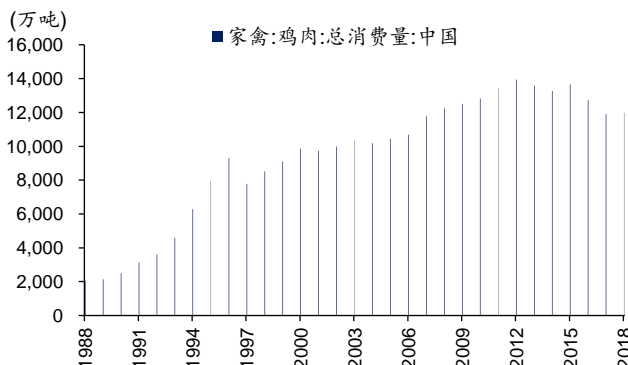
疫情影响短期消费：由于对非洲猪瘟的不了解，引发民众对猪肉质量的担忧，在一定时期内会抑制民众的猪肉消费积极性。但是考虑到非洲猪瘟不传染人的特性（类比H7N9疫情对消费的影响，短期：H7N9对白羽鸡消费形成压制，但经过一段时期后，禽类消费有所恢复）以及国人喜食猪肉的特点，预计一段时期之后猪肉消费有望逐步恢复。

图表12：1988-2018年，我国鸡肉产量



资料来源：USDA，华泰证券研究所

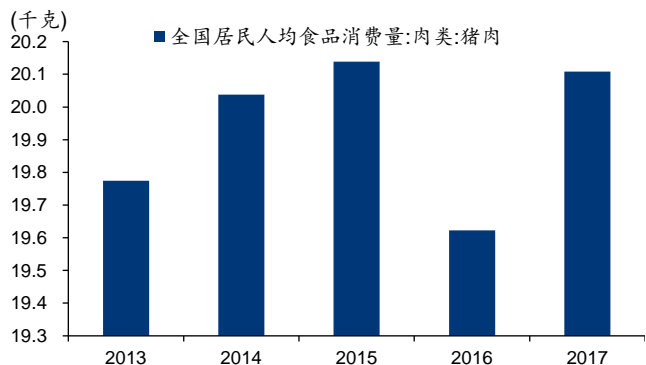
图表13：1988-2018年，我国鸡肉总消费量



资料来源：USDA，华泰证券研究所

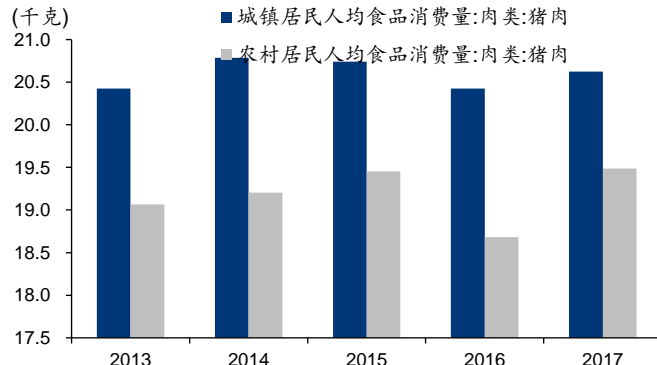
中期：我们认为，中期对需求最大的影响因子是价格。以上轮周期为例，我们可以看到生猪价格高企的2016年，全国居民人均猪肉消费量、城镇居民人均猪肉消费量、农村居民人均消费量分别从2015年20.14千克、20.74千克、19.45千克下降到19.62千克、20.43千克、18.68千克，2017年又分别上升到20.11千克、20.62千克、19.49千克。

图表14：2013-17年，全国居民人均猪肉消费量



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

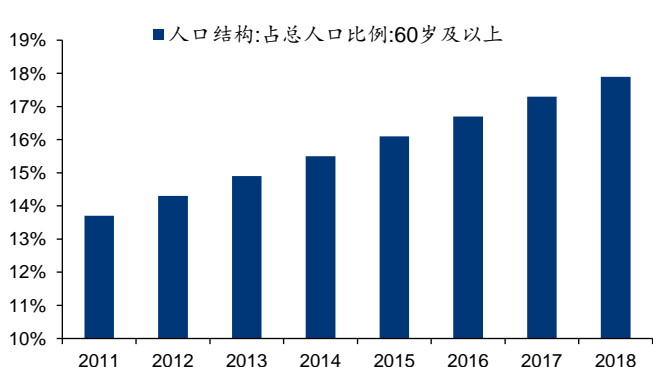
图表15：2013-17年，城镇、农村居民人均猪肉消费量



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

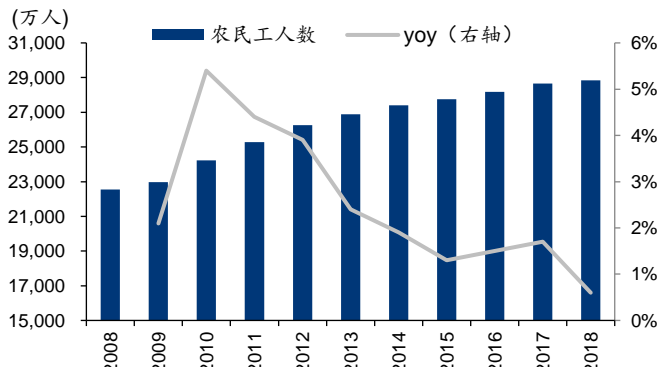
长期：老龄化和消费习惯改变等因素使得猪肉消费下降。导致肉类消费结构转变的因素有几点：(1) 追求健康饮食，城市化带来饮食多元化，猪肉在饮食中比重下降。(2) 老龄化。《中国农业展望报告(2015-2024)》认为，60岁以上老人比例每增加1%，家庭人均肉类消费减少0.5%。(3) 劳动力人口减少。近几年，农民工人数增长速度逐步减慢，而高强度劳动力又是猪肉消费的主要力量，随着国内投资增速逐步减慢，劳动力人口也会逐步进入下降通道。

图表16：2011-18年，我国60岁以上老年人口比例变化



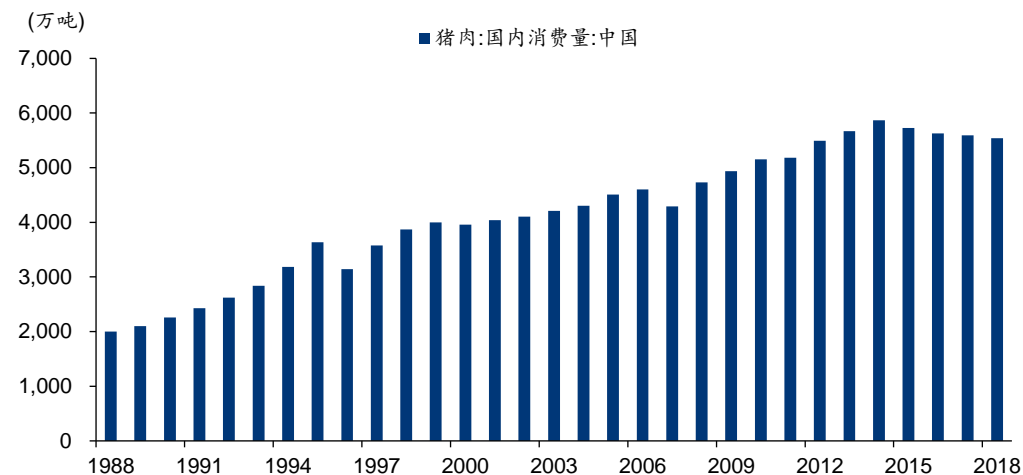
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表17：2008-18年，我国农民工人数



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

虽然猪肉消费长期趋势是下降的，但同时我们必须认识到上述过程毕竟是相对缓慢的，因此短期内猪肉消费下滑幅度也是缓慢的。2018年，中国猪肉消费量为5595万吨，较2017年5611万吨，同比仅下降0.3%。

图表18：1988-2018年，我国猪肉消费量

资料来源：USDA，华泰证券研究所

结论：短期由于居民对疫情猪是否会对人产生不利影响等担忧会减少猪肉消费，但从历史经验来看，这个影响一段时间后将减弱，不具备可持续性；中期压制猪肉消费需求的主要因素是价格，由高价位的生猪价格带来的消费压制；长期猪肉消费需求可能因老龄化和消费习惯改变等因素而出现下降，但值得注意的是，这些变化是比较缓慢的，对猪肉消费的抑制作用也是循序渐进的。

价格预估：参考系&对比法

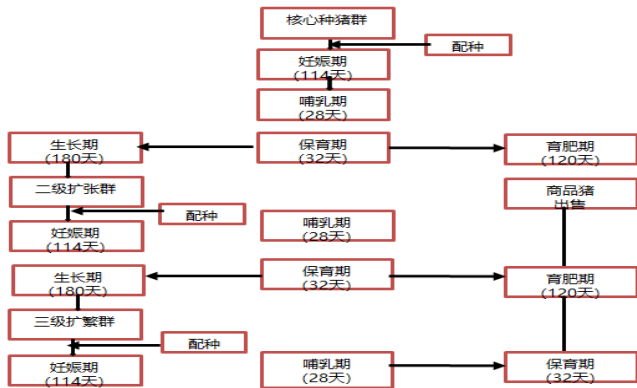
在非洲猪瘟的影响下，我国生猪产能去化幅度远超上轮周期，供给不足已是不争的事实，而从历史经验来看，我国猪肉需求相对稳定。供需矛盾之下，猪价上涨确定性较强。接下来我们将通过分析2016年猪周期的具体情况，结合生猪产能周期，以此来对2020年生猪价格走势、猪价何时突破历史高值以及2020年生猪均价等问题给出我们的判断。

(1) 2020年生猪价格走势预判

非洲猪瘟还在肆虐，我们预计未来一段时期内能繁母猪存栏仍会呈现下滑的态势。从三元商品猪扩展流程看，外销商品猪约12个月，也就是说从二元种猪开始，起码需要10-12个月才能形成供应，如果二元种猪短缺，则供应恢复速度会更慢。以此判断，我们认为2020年前三季度可能会出现供应量持续下降的态势，价格有望持续保持高位运行，且会呈现逐季提升的态势。考虑到四季度猪肉消费逐步进入到旺季，即使2019年四季度能繁母猪存栏上升（仍待观察），生猪价格也会保持在高位运行。如果“今年四季度能繁母猪存栏量呈现持续下滑”&“非洲猪瘟导致能繁母猪产能持续削减”，那么我们认为2020年四季度的价格有望会高于前三季度。

结论：2020年前三季度有望呈现全国生猪均价持续上升的态势，而2020年四季度价格如何演绎还需观察2019年下半年母猪补栏的情况，2020年四季度大概率也是高位运行。

图表19: 生猪养殖繁育体系



资料来源: 牧原股份招股说明书, 华泰证券研究所

图表20: 生猪各代系繁殖

- 各代系的繁殖**
- **祖代 (2-3年淘汰)**: 一头祖代母猪平均生育年龄2.5年, 平均胎次5~6胎, 每胎可产10-12头, 总共可产仔50~72头, 其中可产父母代母猪数约25~36头。
 - **父母代 (2-3年淘汰)**: 一头父母代母猪教育肥230~250天 (约7个月20天~8个月10天) 达到可育种阶段, 父母代母猪平均生育年龄2.5年, 平均胎次5~6胎, 每胎可产12-14头, 总共可产商品代仔猪60~84头仔。
 - **商品代**: 一头祖代母猪可产1500-3024头商品代猪, 商品猪育肥100-150天 (3个月10天-5个月) 后, 达到可屠宰状态。
 - **公猪 (1-3年淘汰)**: 一般来说, 通过自然交配方式繁殖, 一头公猪会配20到25头母猪, 而通过人工授精方式, 一头公猪可配100-300头母猪。公猪的淘汰年限在1到3年。

资料来源: 搜猪网, 华泰证券研究所

(2) 2016年价格走势

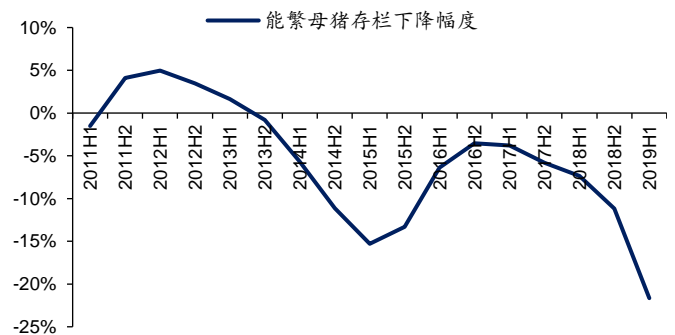
2016年生猪价格呈现明显的“Λ”的走势, 全国生猪价格均价从2016年年初的17.1元/公斤持续上升到2016年6月初的21.5元/公斤, 然后从6月初的21.5元/公斤下滑到9月份的16.2元/公斤。

图表21: 2016年生猪价格走势



资料来源: 行情宝, 华泰证券研究所

图表22: 2011H1-2019H1, 能繁母猪存栏下降幅度



资料来源: 农业农村部, 华泰证券研究所

为什么出现这种情况? 2014年下半年能繁母猪存栏下降304万头, 2015年上半年能繁母猪存栏下降390万头, 而2015年下半年能繁母猪下降110万头, 可以看到能繁母猪存栏快速下降的势头在2015年下半年得到了缓解, 这也与能繁母猪产能恢复时间在10-12个月的判断一致。

(3) 预估: 猪价何时突破历史高值?

方法: 通过分析上轮周期最高价格所处节点, 预估猪价何时突破历史高值。

参考系: 2016年6月, 生猪最高价所处节点。

上轮猪周期价格走势: 2015年3月开始, 生猪价格从11.6元/公斤逐步上升, 一直上升到2016年6月的21.5元/公斤。

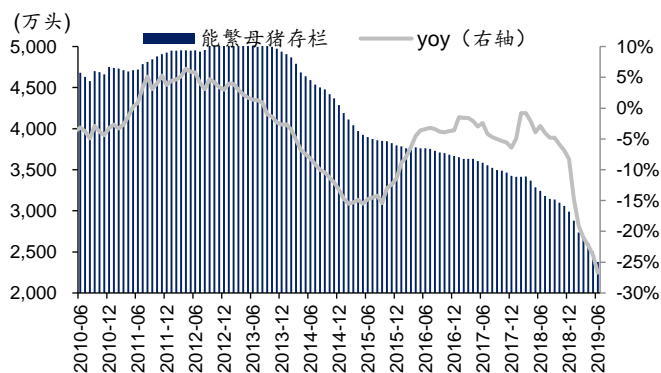
差异值: PSY水平, 2014-2016年, 由于环保等因素, 养猪业处于快速的规模化过程之中, 行业PSY水平处于上升态势; 2019-2020年, 由于非洲猪瘟防控影响和母猪整体品质下降等因素, 我们预计行业PSY水平大概率处于下降态势。

图表23： 2013-16年，生猪价格走势



资料来源：行情宝，华泰证券研究所

图表24： 2010年6月-2019年6月，能繁母猪存栏变化情况



资料来源：农业农村部，华泰证券研究所

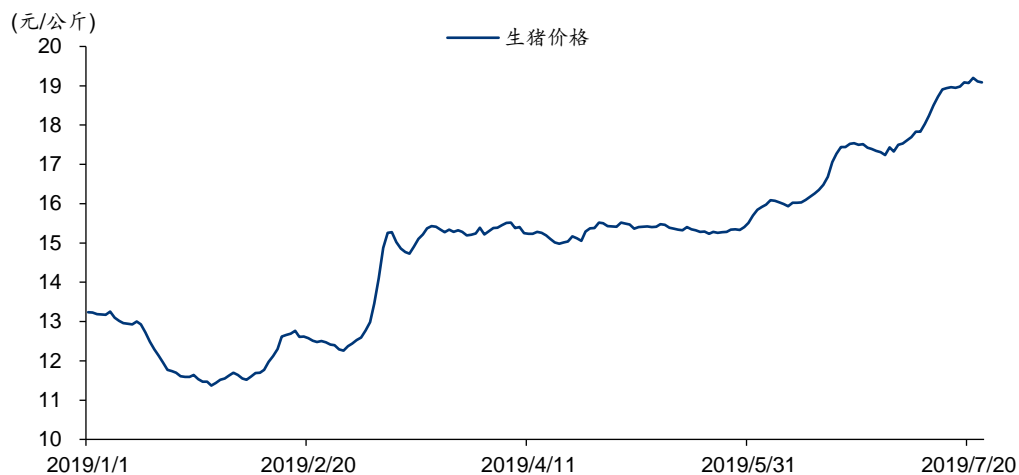
按照能繁母猪存栏量下降影响未来 10 个月的生猪供应来测算，从 2014 年 5 月到 2015 年 8 月（对应生猪区间为 2015 年 3 月到 2016 年 6 月），能繁母猪存栏从 4639 万头下降到 3860 万头，下滑幅度达到 16.8%。以两个时期能繁母猪存栏相同下降幅度（上轮周期为 2015 年 3 月，本轮为 2019 年 2 月）为基准，我们预计 2019 年 8 月生猪价格有望突破历史新高。

(4) 预估：2020 年生猪均价

方法：以 2019 年 8 月生猪最高价格为基准，通过预估能繁母猪存栏下降对价格影响幅度推算 2020 年生猪均价区间。

参考系：2019 年 8 月生猪最高价格；2019 年四季度最高价格。

图表25： 2019 年生猪价格走势



资料来源：行情宝，华泰证券研究所

对比值：以上轮周期为例，生猪均价从 11.84 元/公斤上升到 15.12 元/公斤，对应十个月之前能繁母猪存栏下降 3.9%（3.9%对应上涨 2.28 元/公斤）；生猪均价从 15.12 元/公斤上涨到 18.45 元/公斤，对应十个月之前能繁母猪存栏下降 3.0%（3.0%对应上涨 3.23 元/公斤）；生猪均价从 18.45 元/公斤上升到 21.0 元/公斤，对应十个月之前能繁母猪存栏下降 4.1%（4.1%对应上涨 2.55 元/公斤）。

由此，我们可以看到，猪价在较低价位的情况下，猪肉需求量对价格变化不敏感，但是进入到高价区域的时候，价格对消费的抑制就有所体现。我们认为 2019 年 8 月的价格就有望达到历史高值的 21-22 元/公斤，而从 2018 年 10 月到 2019 年 6 月，能繁母猪数量又下滑了 23.3%（统计局口径），按照“4.1%对应上涨 2.55 元/公斤”，以递进式下降方式考虑 2020 年 4 月生猪价格上涨到 30 元/公斤是有一定概率的。

综合考虑，我们认为 2020 年全国生猪均价区间在 24-27 元/千克，如果能繁母猪存栏进一步削减，全国生猪均价可能会进一步抬高。

出栏：短期全行业受到影响，中长期高壁垒企业有望享受高回报

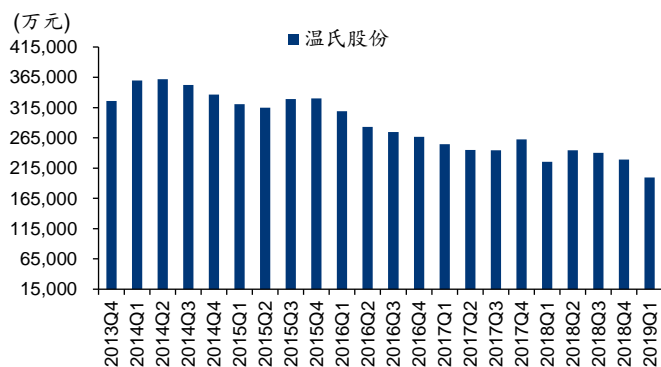
短期：全行业出栏受到影响

对于中国养猪业而言，非洲猪瘟是一个不可忽视的风险点，无论是散户、合作社乃至大规模企业，前期都会受到非洲猪瘟的侵害。

考虑到大型企业集中性养殖以及非洲猪瘟感染全场扑杀的特性，部分地区可能会出现大型企业损失高于小型养殖户的情况。

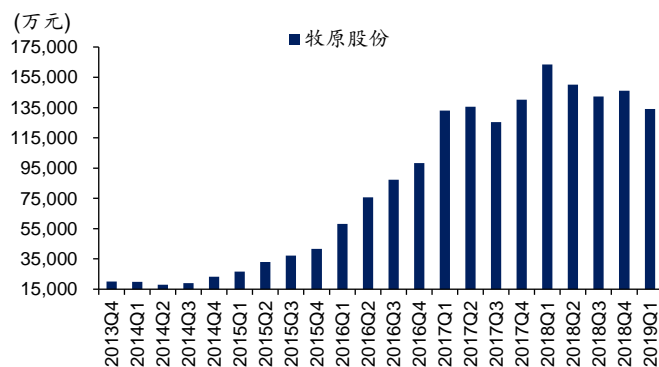
以生产性生物资产为例，2019年一季度，除了唐人神、傲农生物等扩展系数较大的企业之外，温氏股份、牧原股份、正邦科技等巨头的生产性生物资产均较2018年年底有所下降，也从侧面说明了非洲猪瘟背景下整体养殖行业受到影响(需考虑恐慌性抛栏的情况)。

图表26： 2013Q4-2019Q1，温氏股份生产性生物资产



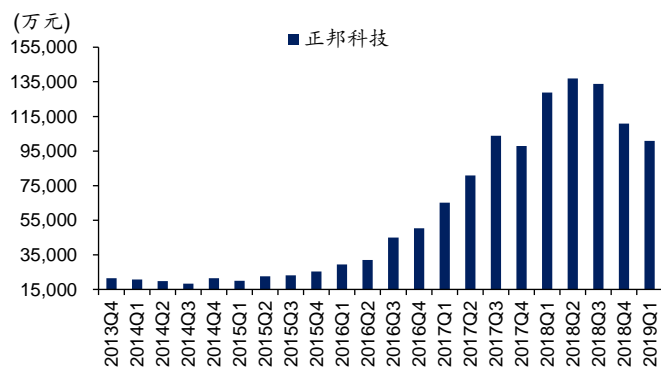
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表27： 2013Q4-2019Q1，牧原股份生产性生物资产



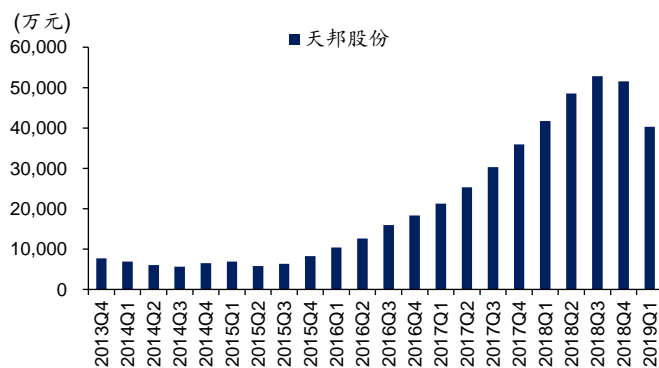
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表28： 2013Q4-2019Q1，正邦科技生产性生物资产



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

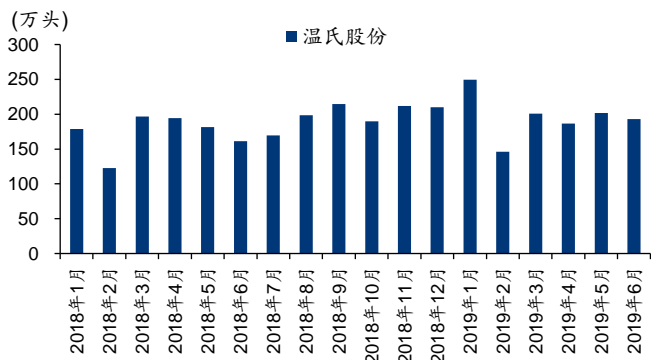
图表29： 2013Q4-2019Q1，天邦股份生产性生物资产



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

能繁母猪存栏断崖式下滑是从2018年11月开始，正常情况下能繁母猪存栏影响10个月以后生猪的供应。考虑到非洲猪瘟全场扑杀的特性，一旦母猪场中招，无论大小，无论是否带仔一律扑杀，带仔母猪的淘汰会将这个时间提前，因此，我们认为上市公司5-6月出栏低于预期属于正常现象。

图表30： 2018年1月-2019年6月，温氏股份生猪出栏量



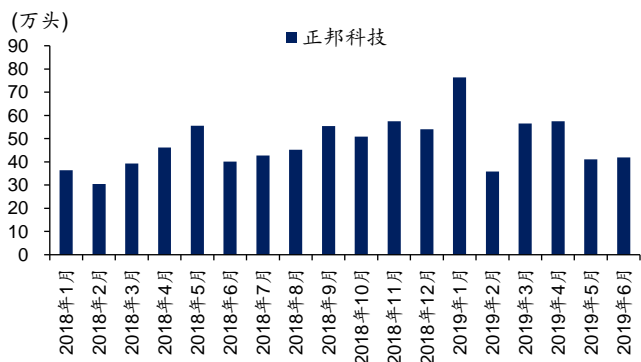
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表31： 2018年1月-2019年6月，牧原股份生猪出栏量



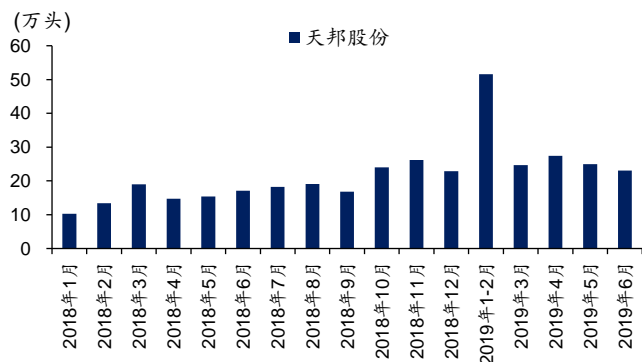
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32： 2018年1月-2019年6月，正邦科技生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表33： 2018年1月-2019年6月，天邦股份生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

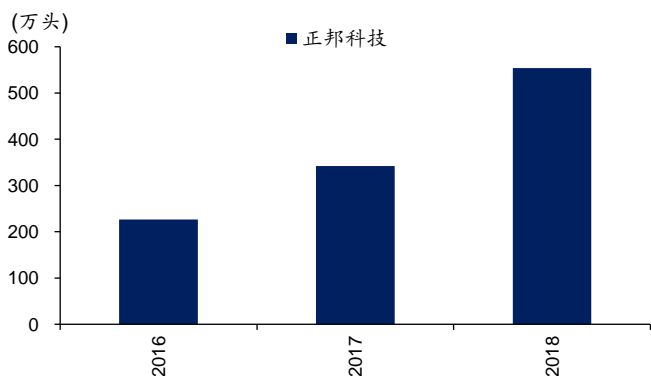
中长期：行业壁垒提升

非洲猪瘟背景下，大型养殖企业的壁垒在哪？

一、管理优势

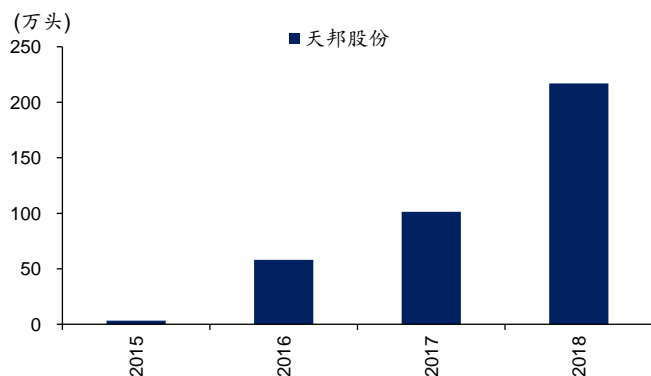
非洲猪瘟背景下，产能提升是一个方面，更重要的是生猪出栏量能否有保证。而管理水平高低是出栏保证的最关键因素。上市公司对饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养和非洲猪瘟防控等生产流程制定了一系列标准化制度和技术规范，实行生产过程的精细化、标准化生产。

图表34： 2016-18年，正邦科技生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表35： 2015-18年，天邦股份生猪出栏量



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

二、资金优势

未来一段时期内，养殖企业能否充分受益于此轮周期，关键在于生猪养殖规模能否快速上量。而养殖规模快速扩大的首要前提是是否有资金和通畅的融资渠道，在这一点上，相对于其他养殖户，上市公司具有较大优势。

三、一体化优势

非洲猪瘟背景下，养殖端和外界环境接触越频繁，感染疫病的风险越大。众多上市公司从饲料、疫苗—种猪—母猪—生猪—屠宰等环节布局的一体化优势则大大减少风险。

四、体量优势

未来一段时期内，下游的屠宰环节也将进入快速整合阶段（小企业关停等原因），而屠宰端会对上游养殖要求（例如同进同出，出栏体量等）越来越高，体量优势有望带来价格优势。

俄罗斯统计局数据显示，2007年，俄罗斯出现非洲猪瘟疫情，10年间非洲猪瘟横扫俄罗斯46个州，爆发超过1000起疫情。同时，非洲猪瘟疫情也改变了俄罗斯生猪生产结构，散户和小规模养殖户的猪肉产量占比从2005年的70%迅速下滑到2017年的20%左右，而大型生猪养殖企业则在同样时间段内实现了产能的大幅扩张。

我们认为，以下几类养殖户再进入难度很大：

一、外购仔猪型养殖户

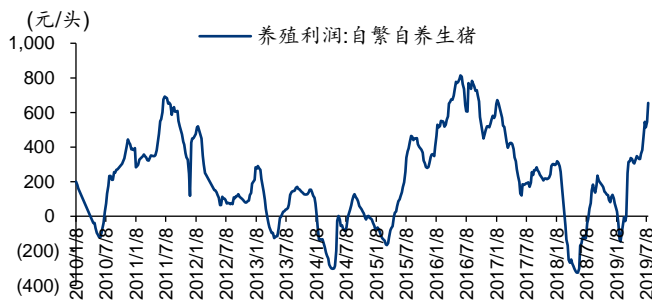
未来一段时期内，行业会呈现“生猪价格高企&母猪数量严重不足”的情况，仔猪销售企业的议价能力有望上移。我们认为在这样的背景下，仔猪销售端的利润有望扩大，外购仔猪成本进一步提升，留给生猪养殖环节的盈利空间非常有限，对于外购仔猪型养殖户来说，生猪养殖环节的“风险收益比”很难有大的提升。

图表36：2006年7月7日-2019年7月12日，仔猪价格走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37：2010年1月8日-2019年7月19日，自繁自养生猪养殖利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

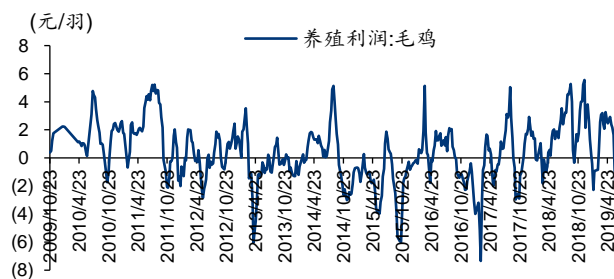
这点类似于2018年下半年到2019年上半年白羽肉鸡行业情况，鸡苗价格最高价超过10年，留给养殖端的盈利空间有限。

图表38： 2016年11月21日-2019年7月21日，白羽鸡苗价格走势



资料来源：禽病网，华泰证券研究所

图表39： 2009年10月23日-2019年7月19日，毛鸡养殖利润



资料来源：Wind，华泰证券研究所

二、散户

对于散户而言，非洲猪瘟带来以下不利影响：

- (1) 成本的增加。泔水养殖被禁止&防疫成本增加&仔猪成本增加。
- (2) 销售难度的增加。小型屠宰场关停，大型屠宰场更倾向于规模企业。
- (3) 养殖的经济性下降。对应非农收入，养殖的经济性持续下降。

三、管理能力弱的规模户

某种意义来讲，管理能力弱的规模户面临的风险要大于散户。一旦中招，带来的损失会大于散户，面临“感染即灭顶之灾”的不利格局。

而且上游饲料、疫苗等相关企业出于控制风险的考虑，饲料等生产资料账期缩短也是对规模户的一大考验。

投资建议

通过上面的分析，我们认为，无论从价格弹性角度还是持续时间角度，本轮猪周期都要强于以往。同时，本轮猪周期并非单纯由生猪供需因素导致，其中还叠加了非洲猪瘟疫情的影响，因此，未来在后非洲猪瘟时代，国内生猪养殖资源将更加会向头部企业聚拢，尤其是在育种、安全防疫以及资金等方面具有优势的龙头企业。建议关注牧原股份、温氏股份等国内养殖龙头企业。

风险提示

猪价上涨不及预期。当前生猪养殖板块投资催化剂是行业基本面的兑现，即生猪价格大幅上涨。如果生猪价格上涨幅度不及预期，会波及市场情绪，进而影响生猪养殖板块出现较大幅度波动。

出栏量不及预期。生猪出栏量是上市公司能否充分受益于本轮周期的关键因素。如果上市公司因疫情防控疏忽导致生猪出栏量不达预期，会导致板块盈利水平受到影响，行业基本面兑现进程或将受阻。

原材料价格上涨。玉米、豆粕等原材料是生猪养殖成本中的重要组成部分，原材料价格上涨会进一步抬升上市公司养殖成本，挤压上市公司盈利空间，从而对生猪养殖板块业绩产生影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com