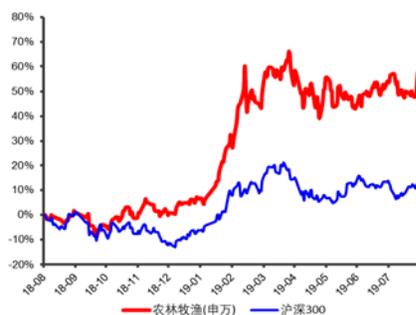


农林牧渔

非瘟试金石：消失的散户 VS 扩张的龙头

走势对比



核心观点

非瘟是一颗试金石，用最残忍而直接的方式宣判猪场和企业的命运，优胜劣汰立竿见影。只有“好”的猪场才能存活，“差”的猪场被无情的摧毁；“优秀”的企业能借机发展壮大，“落后”的企业则直接被淘汰出局。原本漫长的优胜劣汰被浓缩在短短数月之间，行业巨变之快甚至来不及犹豫就已成定局。

行业集中度加速提升是本轮周期区别于过去任何一轮的核心逻辑。全行业巨大的产能去化无法在短期内得到根本性缓解的背景下，超高猪价将持续相当长的时间。而行业龙头相对于散养户的优势突出，将迎来量价齐升的超长景气周期。规模化企业将享受量价齐升的双重弹性，成长性将成为其主旋律，谁能用最快的速度跑马圈地，谁就能在将来的中国猪市独占鳌头。

我们的重点推荐标的依次为：温氏股份、牧原股份、新希望、傲农生物。

风险提示

- 1、突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。
- 2、价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。
- 3、原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。
- 4、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，生猪养殖产能去化进度将受影响，鸡肉替代性需求增长不及预期

相关研究报告：

《农林牧渔：对非瘟多些敬畏，胜利属于少数人》——2019/8/16

《农林牧渔：猪价上涨，天下苦秦久矣！》——2019/5/29

《傲农生物：饲料到养殖的创业神话，最具爆发力的养殖新星》——2019/04/10

《农林牧渔：非瘟时代得种猪者，得天下》——2019/04/07

《新五丰：腾飞在即的湖南本土生猪龙头》——2019/03/31

《农林牧渔：养猪股逻辑切换：预期推动→猪价推动》——2019/03/17

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518040002

近期通过草根调研了解到一个数据，全国的生猪产能去化幅度已高达约 70%，得出这个结论的依据是：全国的散户已经基本消失殆尽了。非瘟的厉害已经不用多说，几乎全中国的散养户都是它的手下败将，而且大多数人都不是输一次。

在过去的数十年内，我们经历了数轮猪周期，每一轮都有无数的散户退出，但同时又有无数的散户进入，周而复始，形成周期。环保拆迁、蓝耳高热都阻挡不了散户追涨杀跌的热情，规模化总是那么缓慢而遥不可及。但非瘟的到来，彻底改变了这一切。无论再高的猪价，养不活就是养不活，哪怕不断有蠢蠢欲动的散户为之疯狂的复养，但始终难逃失败的厄运。在非瘟面前，散户被不断的蹂躏，彻底失去了生存的空间。除了偏远山区有极少量家庭农场存活外，养殖密集区的散户几乎全军覆没，无猪村甚至无猪县比比皆是。

相对而言，规模化企业凭借良好的生物安全和资金及技术优势，已经掌握了战胜非瘟的方法，带毒生产（精准清除）技术相对成熟，产能已经陆续恢复。一方面是散户被悉数消灭，一方面是规模猪场顽强生存；一降一升之间，集中度加速提升。

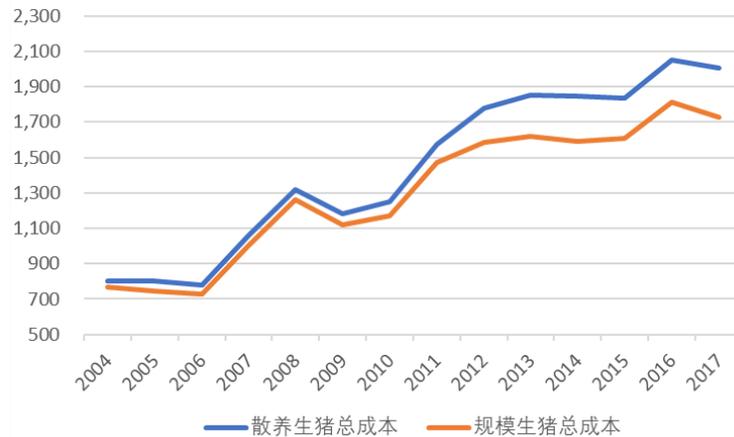
但凡能活下来的猪场，要么是在偏僻的深山老林中，占据了得天独厚的地理位置，但这样的好运气注定只属于极少数人；更多的幸存者是有优秀的内部管理和执行力极强的团队，能够把非瘟病毒阻挡在猪场以外，或者在猪场不幸被感染后能够实现精准清除，也就是成功的带毒生产。无论是通过何种方式存活下来的猪场，能够战胜非瘟也就意味着具有强大的核心竞争力，构筑起极强的壁垒。这种壁垒在有效的非瘟疫苗上市之前将为其带来源源不断的超额收益。

非瘟是一颗试金石，用最残忍而直接的方式宣判猪场和企业的命运，优胜劣汰立竿见影：只有“好”的猪场才能存活，“差”的猪场被无情的摧毁；“优秀”的企业能借机发展壮大，“落后”的企业则直接被淘汰出局。原本漫长而焦灼的优胜劣汰在非瘟面前显得那么被浓缩在短短数月之间，不费吹灰之力的完成，行业巨变之快甚至来不及犹豫就已成定局。

行业集中度加速提升是本轮周期区别于过去任何一轮的核心逻辑。在全行业高达 70% 的产能去化无法在短期内得到根本性缓解的背景下，超高猪价将持续相当长的时间。而行业龙头相对于散养户的优势突出，将迎来量价齐升的超长景气周期，直至规模化企业的产能扩张能够弥补散户退出所导致的高达 70% 的产能缺口，这至少需要两到三年的时间。在这之前，猪价将维持高位，规模化企业将享受量价齐升的双重弹性，甚至在这段时间内，

成长性将成为其主旋律，谁能用最快的速度跑马圈地，谁就能在将来的中国猪市独占鳌头。毕竟，有 70% 的市场正空缺着，等待着强者去攻城掠地。

图表 1 2004~2017 年散养和规模养殖成本（元/头）



数据来源：wind 太平洋证券

图表 2 外三元生猪均价（元/公斤）



数据来源：wind 太平洋证券

当前重点推荐标的：温氏股份、牧原股份、新希望、傲农生物。

风险提示：

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3.原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

4、非瘟疫苗上市：有效的非瘟疫苗上市将从根本上阻断非瘟疫情的传播，生猪养殖产能去化进度将受影响，鸡肉替代性需求增长不及预期

农林牧渔行业分析师介绍

周莎：FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，四年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。