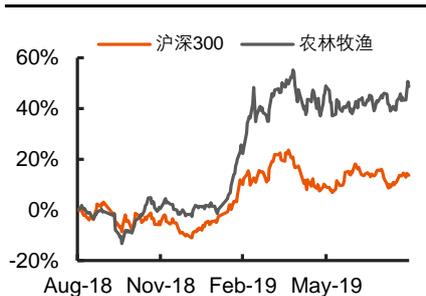


农林牧渔行业专题报告

猪肉供给长期深度收缩，生产性生物资产拐点已现

强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

文献 投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

研究助理

蒋寅秋 一般从业资格编号
S1060117110064
0755-33547523
JIANGYINQIU660@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **摘要：**行业产能深度去化 50%+，生产端供给收缩或延续至 20 年末，高猪价有望看到 21 年。中央&地方政策密集出台，长期积极引导规模养殖。头部企业生产性生物资产拐点已现，短期出栏量及长期扩张能力有保障。长期看，行业产能缺口由头部企业填补，对于资金实力雄厚、土地储备丰富的新一线养殖公司是突围机会。
- **行业产能深度去化 50%+，生产端供给收缩或延续至 20 年末。**8 月能繁存栏同比降 37.4%，猪价及其增速持续创新高，上市公司头均盈利已达 1000 元/头。此次疫情影响范围之大（部分地区甚至出现产能去化 80%+），伤及核心产能（祖代场）程度之深均超以往，如考虑祖代猪引种恢复产能，则从二元种猪扩繁再到商品猪出栏仍需 2 年时间。综合远近端看，生产端造成的供给收缩或将至少维持至 2020 年末。
- **中央&地方政策密集出台，长期积极引导规模养殖。**短期看，由于冻肉抛储量有限，仅能部分缓解上线城市的短期需求小高峰，但面对猪肉巨大缺口，供给冲击极其有限。中期看，由于非瘟疫情暂未得到有效控制，面对疫情反复、有效疫苗商业化路长且阻、大规模扑杀损失惨重、保险理赔机制缺失等问题，多数散户、家庭养殖户仍选择空栏观望。长期看，从中央到地方政府均支持规模养殖发展，尤其对于地方龙头企业，将充分享受行业出清、集中度提升所带来的红利。
- **生产性生物资产企稳回升，头部公司短期出栏量&长期扩张能力有保障。**2H19 末主要公司生产性生物资产拐点已现，我们通过对头部公司融资能力—>资本支出—>固定/在建工程—>生产性生物资产—>消耗性生物资产—>出栏量的观察与分析，判断头部养殖公司在短期 4Q19-1Q20 出栏量有望达预期。而中长期看，得益于政策鼓励+资金、土储、生物安防体系的明显优势，头部企业扩张能力均远超行业。
- **头部企业享集中度提升红利，新一线企业有望弯道超车。**从成长的角度看，中国年 6 亿头左右生猪出栏、万亿市场规模，随着非瘟疫情继续演绎，行业或将在短期 1-2 年内被动去产能约 60%+，现有产能无论是散养户还是养殖集团均不可避免受到不同程度的折损。但当未来 2-3 年行业进入非瘟常态化，甚至在更长期非瘟或将得到净化，生猪产能缺口终将逐步被填补。而在填补过程中，产能恢复的参与主体将转换为大型养殖集团，这对于资金实力雄厚、土地储备丰富的新一线养殖公司来说是一次跨越式的突围机会。建议关注生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，以及养殖新星企业大北农、新希望。
- **风险提示：1、重大疫情及自然灾害的风险：**养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对生猪行业公司的生产销售、业绩影响较大。**2、生猪价格波动的风险：**生猪价格变动将影响行业到公司的营收与利润水平。**3、原材料价格波动的风险：**小麦、玉米、次粉和豆粕等主要原材料价格波动对生猪养殖公司主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

正文目录

| | |
|---|----|
| 一、产能&存栏加速去化，高价或持续至 21 年 | 5 |
| 1.1 产能&存栏仍在加速下滑，生产端供给收缩或将维持至 20 年末..... | 5 |
| 1.2 8 月起价格急涨，景气度或将维持至 21 年..... | 6 |
| 二、中央&地方政策密集出台，长期积极引导规模养殖 | 8 |
| 三、生产性生物资产企稳回升，龙头有望穿越周期 | 10 |
| 2.1 主要公司 2Q 生猪销量同增，生产性生物资产企稳回升..... | 11 |
| 2.2 疫情+留种致 8 月出栏量下滑，消耗性生物资产有望保障 4Q 出栏量..... | 13 |
| 2.3 头部企业维持较高资本支出，固定资产+在建工程环比提升..... | 16 |
| 2.4 权益类融资打开融资空间，新一线龙头有望弯道超车..... | 17 |
| 四、投资建议 | 19 |
| 五、风险提示 | 19 |

图表目录

| | | |
|-------|--|----|
| 图表 1 | 8 月生猪存栏同比降 38.7%，环比降 9.8% | 5 |
| 图表 2 | 能繁母猪存栏同比降 37.4%，环比再降 9.1% | 5 |
| 图表 3 | 从二元种猪扩繁到商品猪出栏需约 2 年 | 5 |
| 图表 4 | 9 月 14 日全国生猪(外三元)周均价达 27.35 元/kg，自繁自养生猪养殖利润已达 1606 元/头 | 6 |
| 图表 5 | 猪价急涨，前端育繁-养殖利润暴增 | 6 |
| 图表 6 | 区域价格趋势分化基本结束，价差依旧明显，单位：元/kg | 7 |
| 图表 7 | 2018 年猪肉、鸡肉产量分别为 5404、1170 万吨 | 7 |
| 图表 8 | 进口猪肉对增加猪肉缺口贡献有限 | 7 |
| 图表 9 | 政策指引：短期保障猪肉供给，长期引导&鼓励规模养殖 | 8 |
| 图表 10 | 地方政策长期引导发展规模化养殖，政策补贴力度较强 | 10 |
| 图表 11 | 2Q19 主要养殖公司生猪销量同比增加，但环比 1Q19 均有下降 | 11 |
| 图表 12 | 上市公司折损摊销+防疫成本增加导致完全成本继续上升 | 11 |
| 图表 13 | 防疫成本边际改善+猪价快涨，2Q 头部公司渐入盈利期 | 11 |
| 图表 14 | 主要养殖公司 2Q19 末生产性生物资产环比回升，单位：亿元 | 12 |
| 图表 15 | 自行培育贡献主要生物资产增加值，单位：亿元 | 12 |
| 图表 16 | 牧原生产性生物资产余额增速与滞后 1H 的消耗性生物资产余额增速基本吻合 | 13 |
| 图表 17 | 5 家上市公司 8 月出栏量同比降 33% | 13 |
| 图表 18 | 5 家上市公司 8 月生猪销售收入同比降 4% | 13 |
| 图表 19 | 温氏 8 月度出栏销量同比降 43% | 14 |
| 图表 20 | 牧原 8 月度出栏量同比降 37% | 14 |
| 图表 21 | 新希望 8 月出栏量同比增 78% | 14 |
| 图表 22 | 正邦 8 月出栏量同比降 29% | 15 |
| 图表 23 | 大北农 8 月出栏量同比降 33% | 15 |
| 图表 24 | 因牧原消耗性生物资产同比增速与滞后一期的出栏量增速基本吻合 | 15 |
| 图表 25 | 正邦消耗性生物资产同比增速与滞后一期的出栏量增速走势基本吻合 | 15 |
| 图表 26 | 1H19 末消耗性生物资产，单位：亿元 | 16 |
| 图表 27 | 固定资产+在建工程余额环比增速，单位：百万元 | 16 |
| 图表 28 | 头部公司维持较高资本支出 | 17 |
| 图表 29 | 主要养殖公司 2Q19 末资产负债率 | 17 |
| 图表 30 | 1H19 主要生猪养殖上市公司直接融资进行生猪养殖产能扩产 | 18 |
| 图表 31 | 牧原 50 亿定增募投项目：新增产能约 475 万头 | 18 |
| 图表 32 | 新希望 40 亿可转债募投项目：新增产能商品猪约 375 万头，种猪约 7.2 万头 | 18 |

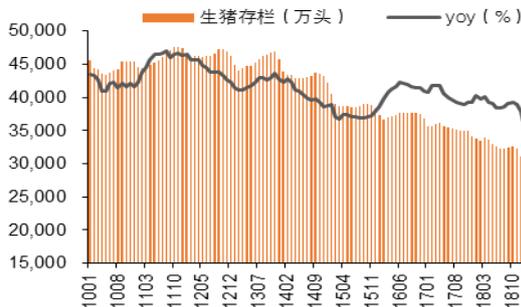
| | | |
|-------|-------------------------------------|----|
| 图表 33 | 正邦 9.9 亿定增募投项目：新增产能种猪约 4.8 万头..... | 18 |
| 图表 34 | 正邦 16 亿可转债募投项目：新增产能种猪约 9.7 万头 | 19 |

一、 产能&存栏加速去化， 高价或持续至 21 年

1.1 产能&存栏仍在加速下滑， 生产端供给收缩或将维持至 20 年末

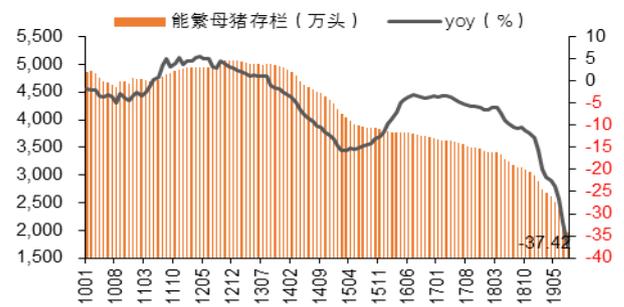
8 月能繁存栏同比降 37.4%，存栏量首次跌破 2000 万头。根据农业部公布的 8 月 400 个监测县生猪存栏数据，能繁母猪存栏仍在加速下滑，同比降 37.4%、环比降 9.1%，存栏量首次跌破 2000 万头；生猪存栏亦加速下滑，同比降 38.7%，环比降 9.8%，存栏量首次跌破 2 亿头。产能仍在加速去化或因：1) 当前疫情尚未得到有效控制，南方地区如四川、两湖疫情难言趋缓；2) 此前部分地区疫情反复；3) 北方地区疫情虽暂时趋缓，但复养才刚起步，产能恢复需要时日。

图表1 8 月生猪存栏同比降 38.7%，环比降 9.8%



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表2 能繁母猪存栏同比降 37.4%，环比再降 9.1%

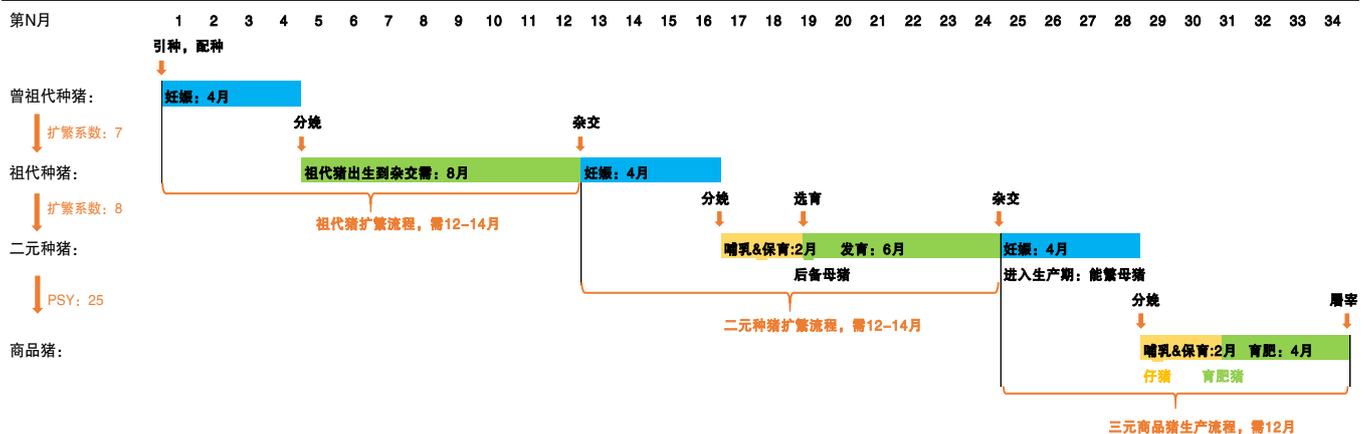


资料来源：WIND、平安证券研究所

我们估计当前全国产能去化程度或已至 50%+，短期看，复产困难+各地区疫情反复使得能繁母猪存栏下滑趋势仍将延续，而当前大部分猪场选择不同比例的三元母猪留种，乐观假设下，能繁存栏或将在年末见底。另一方面，大厂三元母猪留种比例 20%，应可覆盖非瘟疫情稳定下的产能折损，但再考虑三元回交导致生产效率损失 30%，我们判断由三元回交造成 20 年 1-2Q 的供给冲击影响或有限。

从中期看，三元回交仅是“近水以解燃眉之急”，但不利于大型企业的育种体系建设，此次疫情影响范围之大（部分地区甚至出现产能去化 80%+），伤及核心产能（祖代场）程度之深均超以往，如考虑祖代猪引种恢复产能，则从二元种猪扩繁再到商品猪出栏仍需 2 年时间。综合远近端看，生产端造成的供给收缩或将至少维持至 2020 年末。

图表3 从二元种猪扩繁到商品猪出栏需约 2 年



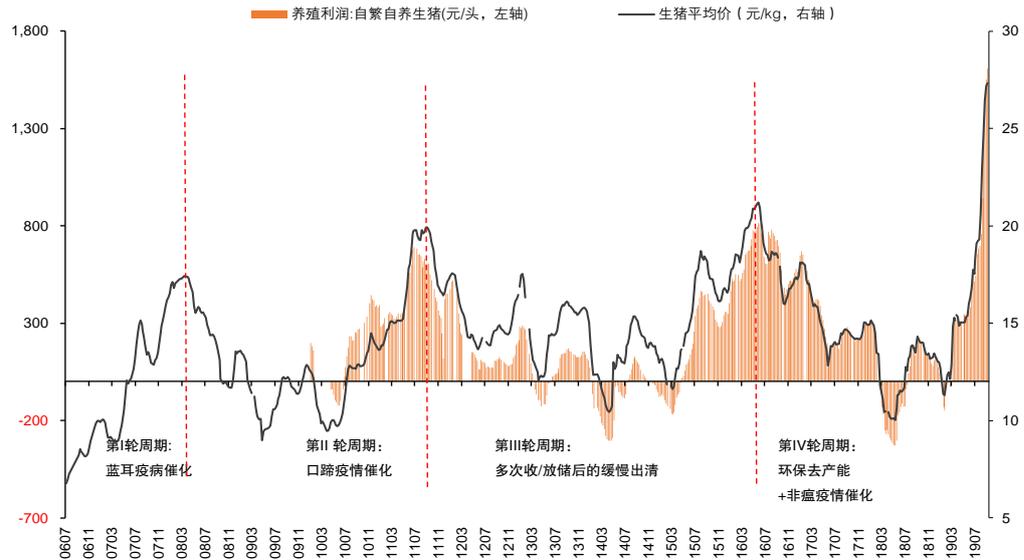
资料来源：平安证券研究所

1.2 8月起价格急涨，景气度或将维持至21年

8月至今猪价急涨，供给端留种+压栏+惜售，需求量逐步恢复

9月第二周全国生猪外三元周均价达27.35元，同比增89%，猪价和同比增速继续创历史新高；自繁自养生猪养殖利润已达1606元/头，同比提高1372元/头。生猪价格自8月启动急速上涨，对比8月第一周均价19元/kg，当前已上涨44%。

图表4 9月14日全国生猪(外三元)周均价达27.35元/kg，自繁自养生猪养殖利润已达1606元/头



资料来源: WIND、平安证券研究所

我们认为8月至今的上涨速度超预期，主因从供给端来看，全国各地区疫情全部轮动后，第一阶段的抛售正式结束，市场首次进入全面供给收缩阶段，猪价开始启动。此时大型猪企在生猪本身供给不足(对应年初仔猪恐慌性抛售)的情况下，仍选择留种+压栏，屠宰及贸易商亦选择“收储”，多层次导致市场供给端在8月严重缺猪；从消费端看，消费者逐渐接受猪瘟常态化以及需求淡季逐渐结束，开学、中秋、国庆均刺激需求恢复。

图表5 猪价急涨，前端育繁-养殖利润暴增

| | 2019/8/30 | 本周 | 上周 | 前一月 | 18年同期 | 周环比 | 月环比 | 同比 |
|--------|-----------|------|------|------|-------|--------|--------|---------|
| 配合料价格 | 2770 | 2770 | 2770 | 2770 | 2800 | 0.0% | 0.0% | -1.1% |
| 饲料成本 | 663 | 663 | 663 | 663 | 622 | 0.0% | 0.0% | 6.6% |
| 仔猪成本 | 556 | 556 | 556 | 465 | 294 | 0.0% | 19.5% | 89.2% |
| 其他费用 | 320 | 320 | 320 | 320 | 310 | 0.0% | 0.0% | 3.2% |
| 养殖成本 | 1540 | 1540 | 1540 | 1449 | 1250 | 0.0% | 6.3% | 23.2% |
| 育繁利润 | 513 | 494 | 494 | 396 | 15 | 4.0% | 29.7% | 3232.8% |
| 养殖利润 | 1284 | 1046 | 1046 | 633 | 203 | 22.7% | 102.7% | 531.6% |
| 屠宰流通利润 | 85 | 127 | 127 | 128 | 180 | -33.3% | -33.7% | -52.9% |
| 批发零售利润 | 363 | 366 | 366 | 366 | 356 | -0.9% | -0.9% | 1.8% |

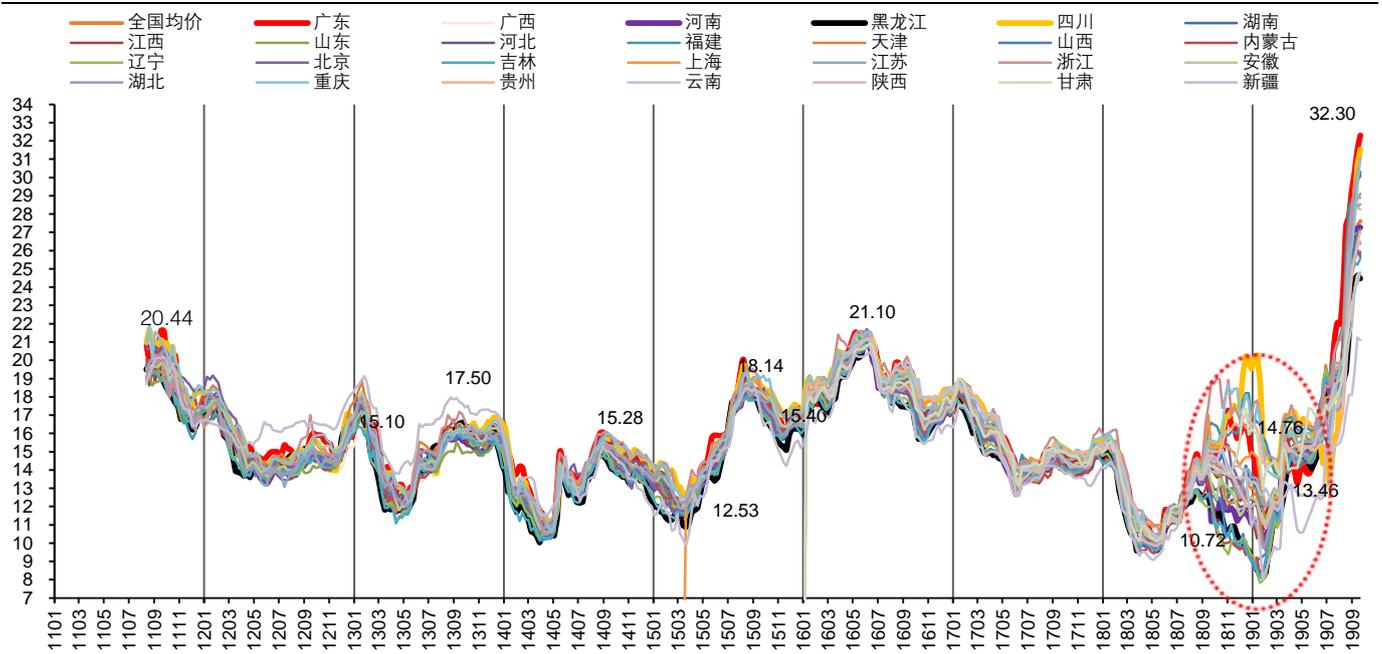
资料来源: 布瑞克、平安证券研究所

全国进入供给长期收缩阶段，区域价格趋势分化基本结束

分地区看，自18年8月非瘟爆发后，全国各地区疫情轮动，恐慌性抛售导致疫区&非疫区、产区&销区价格趋势出现史无前例的巨大分化，随着首轮为期一年“疫情全国性的爆发-恐慌抛售-全面缺猪”的完整进程，8月后全国各地区价格趋势再次统一，开启加速上涨；但另一方面，区域间价差

仍明显，如广东 9 月第二周均价已突破 32 元/kg，而同属南方区域的云南价格仅 21 元/kg，主因云南疫情复发，抛售压制猪价，二者价差已超 11 元。

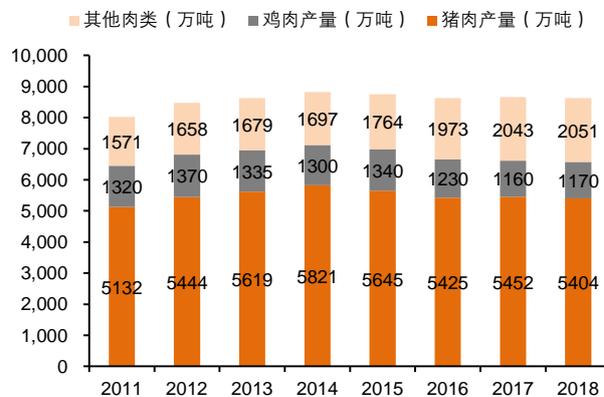
图表6 区域价格趋势分化基本结束，价差依旧明显，单位：元/kg



资料来源：WIND、平安证券研究所

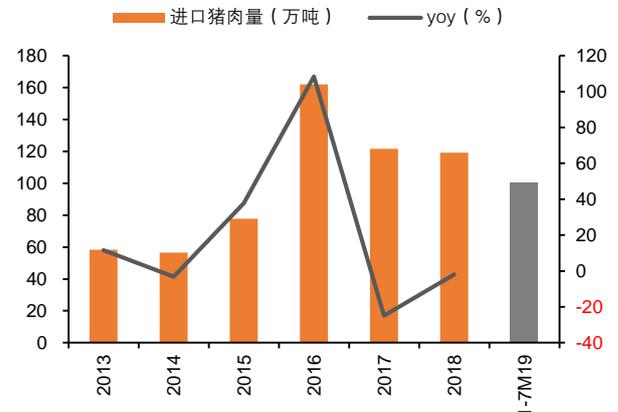
短期大猪出栏、抛储、疫情反复扰动不改长期供需矛盾客观事实，维持价格长期景气判断。当前猪价高涨对应年初仔猪的抛售，而能繁母猪的去化影响将愈加明显，判断短期大猪的集中出栏、抛储以及疫情反复对价格的压制或体现在增速上，而价格在供需矛盾的客观事实下或将至少在高位维持至 2021 年。若考虑非瘟对消费者心理影响，假设需求量下滑 5-10%，供给端考虑出栏活重增加，保守估计 19 年猪肉产量下滑 20%，我们估计 19 年约有 1000 万吨猪肉产量缺口。而根据海关总署数据，1-7 月猪肉进口 100 万吨，全年估计 210-230 万吨，较 18 年约增 100 万吨，此外禽肉 19 年可替代约 200 万吨，综合估计 19 年猪肉仍有约 700 万吨缺口。

图表7 2018 年猪肉、鸡肉产量分别为 5404、1170 万吨



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表8 进口猪肉对增加猪肉缺口贡献有限



资料来源：WIND、平安证券研究所

本轮周期主要受环保+非瘟疫情催化，行业被动大幅去产能，尤其对于生物安防能力、融资能力差的散养户几乎是产能和心灵的双重打击。由于非瘟疫情的严重性、复养和疫情净化以及疫苗商业化的难度，我们认为本轮周期高点和持续时间有望超越前期任何一轮。

二、中央&地方政策密集出台，长期积极引导规模养殖

为稳定非瘟疫情、保障猪肉供应，8月21日国常会发布的“国五条”，中央国务院及各部委密集出台相应政策支持生猪复产、保障猪肉供应，地方政府浙江、广东、湖北、湖南、四川、江西、福建、安徽也陆续出台各种措施保障从短到长期的生猪供应。

短期保障猪肉供给，抛储稳定终端零售价。中央明确表示会根据市场情况在必要节点投放储备猪肉、保障市场供应；同时在需求端，为应对物价上涨所带来的不利影响，会及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制对困难群众进行补助。9月17日、24日，华商储备商品管理中心7日内两次组织实施中央储备冻猪肉共计2万吨投放工作，通过竞价交易的方式进行。参与交易的每个企业，交易成交数量不超过300吨(含)。在此次交易的冻猪肉中，均为国外进口的猪肉，来自丹麦、德国、法国、荷兰、美国等。

图表9 政策指引：短期保障猪肉供给，长期引导&鼓励规模养殖

| 政府部门 | 日期 | 文件/会议 | 政策要点 | 具体指导 |
|-------------|-----------|-----------------------------|---|--|
| 国务院 | 2019.9.10 | 《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》 | 猪肉自给率保持在95%左右；首次提出“省负总责”；两场贴息贷款延长至2020年12月31日；2020年6月30日前，对整车合法运输种猪及冷冻猪肉的车辆，免收车辆通行费；生猪养殖用地取消15亩上限 | |
| 发改委、农业农村部 | 2019.9.9 | 《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排工作的通知》 | 扩大畜禽粪污资源化利用整县推进项目实施范围，实施生猪规模化养殖场建设补助项目 | 1、扩大畜禽粪污资源化利用整县推进项目实施范围。在畜牧大县畜禽粪污资源化利用整县推进基础上，2020年以生猪规模化养殖场为重点，择优选择100个生猪存栏量10万头以上的非畜牧大县开展畜禽粪污资源化利用整县推进，重点支持粪污收集、贮存、处理、利用设施建设。 2、实施生猪规模化养殖场建设补助项目。各省可结合产业发展基础、建设需求等情况，根据下达的中央预算内投资规模，因地制宜确定建设数量，科学设置分档补助标准。中央补助比例原则上不超过项目总投资的30%，最低不少于50万元，最高不超过500万元。 |
| 银保监会、农业农村部 | 2019.9.6 | 《关于支持做好稳定生猪生产保障市场供应有关工作的通知》 | 加大信贷支持力度；创新产品服务模式；拓宽抵质押品范围；完善生猪政策性保险政策推进保险资金深化支农支小融资试点；强化政策协调； | |
| 生态环境部、农村农业部 | 2019.9.5 | 《严格规范禁养区划定和管理》 | 对以改善生态环境为由，违反法律法规限制养猪业发展或压减生猪产能的情况，一并排查并取消。 对禁养区内关停需搬迁的规模化养殖场户，优先支持异地重建，对符合环保要求的畜禽养殖建设项目，加快环评审批。 对确需关闭的养殖场户，给予合理过渡期，避免清理代替治理，严禁采取“一律关停”等简单做法。 | |
| 自然资源部 | 2019.9.4 | 《自然资源部办公厅关于保障生猪养殖用地有关问题的通知》 | 落实完善用地政策 提高用地服务效率 | 生猪养殖用地作为设施农用地，按农用地管理，不需办理建设用地审批手续。在不占用永久基本农田的前提下，合理安排生猪养殖用地空间，允许生猪养殖用地使用一般耕地，作为养殖用途不需耕地占补平衡。 按照“放管服”的要求，进一步简化用地手续、降低用地成本、提高用地取得效率。 |
| 国务院 | 2019.9.4 | 国常会 | 保持物价总体稳定，落实猪肉保供稳价措施，适时启动对困难群众的社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。 | |

| | | | | |
|-------------|-----------|------------------------------------|---|---|
| 财政部 | 2019.9.3 | 《关于支持做好稳定生猪生产保障市场供应有关工作的通知》 | 切实落实好非洲猪瘟强制扑杀补助政策 | 将补助经费发放方式由年度结算调整为每半年结算发放一次，县市在中央和省级财政资金下达后应于三个月内给付到位。 |
| | | | 完善种猪场、规模猪场临时贷款贴息政策 | 将农办计财〔2019〕30号文件实施期限延长至2020年底，延长期限内适当扩大贴息范围， 将符合农办计财〔2019〕30号文件规定的种猪场、规模猪场用于新建、改扩建猪场的建设资金纳入支持范围。 |
| | | | 加大生猪调出大县奖励力度 | 2019年中央财政适当增加生猪调出大县奖励资金规模，调动地方尽快将增产潜力转化为实际生产能力。 |
| | | | 提高生猪保险保额 | 暂时提高能繁母猪、育肥猪保险保额，将能繁母猪保额从1000-1200元增加至1500元、育肥猪保额从500-600元增加至800元。政策实施期限自2019年5月1日起至2020年12月31日。 |
| | | | 支持实施生猪良种补贴等政策 | 通过农业生产发展资金调结构对购买使用良种猪精液进行补贴。补贴对象为使用良种猪精液开展人工授精的母猪养殖场(户)，补贴标准每头能繁母猪年补贴额不超过40元。 |
| | | | 强化省级财政统筹力度 | 各省级财政要严格按照省负总责的要求，切实加大生猪稳产保供支持力度，支持做好非洲猪瘟疫情防控、生猪生产、市场供应等相关工作。对困难县市，可降低或取消县市财政承担比例。 |
| 交通运输部、农业农村部 | 2019.8.31 | 《关于对仔猪及冷鲜猪肉恢复执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策的通知》 | 从2019年9月1日起，对整车合法运输仔猪及冷鲜猪肉的车辆，恢复执行鲜活农产品运输“绿色通道”政策。 2019年9月1日至2020年6月30日期间，对整车合法运输种猪及冷冻猪肉的车辆，免收车辆通行费。 | |
| 商务部 | 2019.8.29 | 例行新闻发布会 | 密切跟踪市场动态，会同相关部门适时投放中央储备冻猪肉和牛羊肉，增加肉类市场供应 指导产销区建立稳定的购销协作关系，促进区域间产销衔接，畅通肉类供应渠道 按照市场化的原则，继续鼓励扩大猪肉进口 | |
| 国务院 | 2019.8.21 | 国常会 | 综合施策恢复生猪生产 地方要立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定 发展规模养殖，支持农户养猪 加强动物防疫体系建设，提升疫病防控能力 保障猪肉供应 | 加快非洲猪瘟强制扑杀补助发放，采取多种措施加大对生猪调出大县和养殖场(户)的支持，引导有效增加生猪存栏量。将仔猪及冷鲜猪肉运输纳入“绿色通道”政策范围，降低物流成本。 对依法划定的禁养区内关停搬迁的养殖场(户)，要安排用地支持异地重建。 取消生猪生产附属设施用地15亩上限。 增加地方猪肉储备。各地要适时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。 |

资料来源：国务院各部委、平安证券研究所

在中央政策指导意见下，北京、山东、广西、河南等十多省市近期纷纷制定各省生猪出栏量、调出量、自给率目标，增加财政支出大力支持养猪场复产、扩建、疫情防疫等工作。如河南省表示对154家养猪企业给予1.1亿元的贴息补助，广东省财政计划安排1亿元支持畜禽养殖场粪污资源化利用设施建设和标准化改造等。

长期引导发展规模化养殖，政策补贴力度较强。长期在禁养区划定、猪场贷款贴息、养殖用地审批等生猪养殖政策上均给予一定程度放松和优惠。国务院8月21日国常会上明确提出要发展规模养殖，并取消生猪生产附属设施用地15亩上限，财政部随即表示进一步完善规模猪场临时贷款贴息政策。各个地方政府也均出台针对规模养殖厂的优惠政策，引导猪场规模化发展。如北京市政府将拨付专项资金，对达到标准的新建、扩建规模猪场，给予一次性奖励。江西省对省级发证种猪场和年出栏5000头以上的猪场新增能繁母猪给予适当奖励性补贴等。

我们认为此轮密集政策出台，短期看，由于冻肉抛储量有限，主要为应对开学-中秋-国庆的需求小高峰，仅能部分缓解上线城市对猪肉的短期需求，但面对猪肉巨大缺口，供给冲击极其有限。中期来看，由于非瘟疫情暂未得到有效控制，面对疫情反复、有效疫苗商业化路长且阻、大规模扑杀损失惨重、保险理赔机制缺失等问题，大多数散户、家庭养殖户不敢贸然补栏。而长期来看，从中央到地方政府均支持规模养殖发展，尤其对于地方龙头企业，将充分享受行业出清、集中度提升所带来的红利。

图表10 地方政策长期引导发展规模化养殖，政策补贴力度较强

| 省份 | 政策要点 |
|----|---|
| 北京 | 1、京内 2022 年达到年供商品猪 89 万头，实现 10%的猪肉市域供给率。引导龙头企业在周边省市建设 60 家自控外埠基地，确保年供商品猪 570 万头，实现猪肉区域可控供给率 64%的目标。引导市内生猪屠宰加工企业、批发市场及超市连锁企业与外埠 50 家基地签订生猪产品供应合同，实现契约化、常态化供应，年供商品猪 230 万头，供给率达 26%以上。 2、市政府将拨付专项资金，对达到标准的新建、扩建规模猪场，给予一次性奖励。 |
| 广东 | 1、明确各地市最低生猪出栏量，确保全省生猪自给率稳定在 70%以上。 2、省财政安排 2000 万元实施种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息，安排 8000 万元支持屠宰行业转型升级，安排 1 亿元支持畜禽养殖场粪污资源化利用设施建设和标准化改造。 3、加快推进畜牧业转型升级。推进小散养殖向规模化标准化养殖转型、传统粗放养殖向绿色科学养殖转型、小型屠宰厂点向现代化屠宰企业转型、调畜禽向调肉品转型。 |
| 山东 | 1、力争今年生猪核心产能保持稳定，净调出 280 万头；2020 年，产能恢复加快，净调出 320 万头；2022 年，净调出 420 万头。 2、强化供应保障，围绕关键节点，加大冻肉储备投放力度。 3、对生猪调出大县、省级以上农业产业化龙头企业发展生猪规模养殖的，纳入乡村振兴重点项目库，在用地指标上给予优先支持。将规模养殖设施设备纳入农机购置补贴范围，实行敞开补贴。 |
| 湖北 | 1、2022 年外调生猪确保达到 1000 万头。 2、省财政拟安排资金，对 13 个核心种猪场和地方品种保种场给予一次性补助，对万头以上的规模猪场给予贷款贴息。对存栏 500 头以上的能繁母猪场，每头给予 100 元的一次性补助。 |
| 湖南 | 1、争取 2019-2022 年每年外调生猪分别达到 600 万、650 万、750 万、800 万头。 2、省财政近期将追加 1.4 亿元用于支持生猪生产、2.9 亿元用于支持绿色养殖。对规模养殖企业贷款实施财政贴息。 |
| 江苏 | 1、2022 年，生猪饲养量新增 600 万头以上，猪肉自给率提高 4 个百分点以上，达到 70%以上。 2、省财政将安排 2.61 亿元用于猪种质资源保护和规模猪场购买种猪补贴，扶持养殖重点县和规模猪场完善防疫设施等。对种猪场和规模猪场给予短期贷款贴息支持，并减免担保费用。 3、多县市加快猪场建设，扬州市、响水县、苏州市预计将新增产能 100 万头、1000 万头、30 万头。 |
| 江西 | 1、生猪净调出量力争每年达到 1000 万头以上。 2、对种猪场和年出栏 5000 头以上符合条件的规模养猪场户给予短期贷款贴息补助，对省级发证种猪场和年出栏 5000 头以上的猪场新增能繁母猪给予适当奖励性补贴。 |
| 河南 | 1、力争 2019-2022 年每年外调生猪保持在 1700 万头以上。积极引入省外龙头企业，力争经过两年努力，新增产能 800 万头。加快牧原公司省内 10 个养猪基地建设，年内新增产能 240 万头。 2、对 154 家养猪企业给予 1.1 亿元的贴息补助。安排 1.7 亿元资金支持非畜牧大县生猪标准化建设。 3、引导小散户“退出散养、退出庭院、退出村庄，进入规模、进入合作社、进入循环”。 |
| 浙江 | 1、力争 2020 年、确保 2021 年实现新增生猪存栏 300 万头以上、自给率 70%的目标。 2、确保市场供应稳定。多渠道组织猪肉货源，增加其他肉品供应，完善储备调节机制。启动困难群众消费补贴机制。 3、布局新建 30 个存栏 10 万头以上的规模猪场，对新引进种猪给予每头 500 元的补贴。在乡村振兴投资基金中安排 10 亿元以上资金，加大财政贴息力度，确保规模养殖主体资金需求。 |
| 四川 | 1、力争 2019 年出栏 5780 万头，2020 年出栏 5880 万头，2021 年出栏 6000 万头，实现自给。 2、确保稳产保供尽快见成效，及时稳定市场预期。大力发展非猪畜禽生产，保障肉类市场总体稳定。制定中秋、国庆、元旦等重要节假日应急预案，做好余缺调剂，确保猪肉不断档、不脱销。 3、大力推进标准化规模化生产。2019 年统筹安排 3 亿元财政资金，全面开展标准化建设，鼓励支持有条件的养殖场户扩大生产，重点支持龙头企业在四川布局发展。在已开工建设年出栏 850 万头规模的基础上，力争年内再新增产能 1300 万头。 |

资料来源：wind、平安证券研究所

三、生产性生物资产企稳回升，龙头有望穿越周期

2.1 主要公司 2Q 生猪销量同增，生产性生物资产企稳回升

主要公司 2Q19 基本实现销量同比+5~10%，温氏、牧原、正邦、新希望 2Q19 生猪销量同比分别增 8.2%、8.2%、-1%、6.3%，随着猪价快涨，生猪销售收入分别同比增 52%、45%、58%、60%。2Q19 出栏生猪对应 3Q18 仔猪，彼时行业刚爆发疫情，多数上市公司尚未受到严重影响，叠加 2Q19 的猪价上涨，头部公司生猪销售收入增速亮眼。

图表11 2Q19 主要养殖公司生猪销量同比增加，但环比 1Q19 均有下降

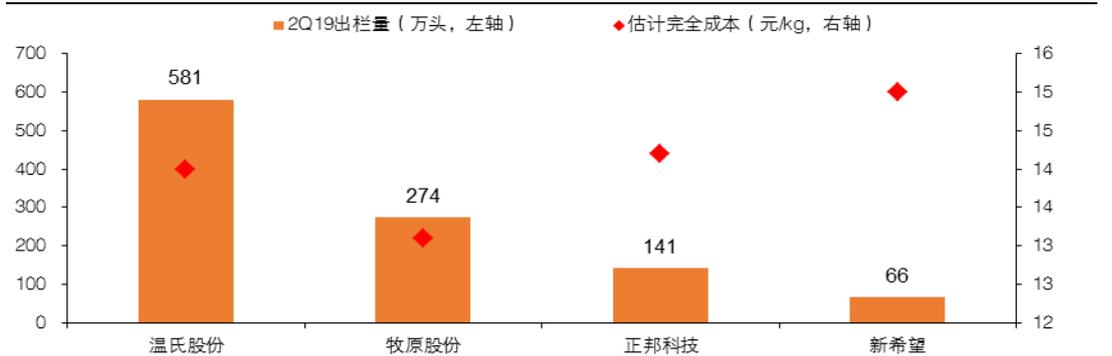
| | 生猪销量 (万头) | 生猪收入 (亿元) | 同比 2Q18 | | 环比 1Q19 | |
|-----|--------------|--------------|---------|-------|---------|-------|
| | | | 生猪销量 | 生猪收入 | 生猪销量 | 生猪收入 |
| 温氏 | 581 | 97 | 8.2% | 51.5% | -2.5% | 15.6% |
| 牧原 | 274 | 38 | 8.2% | 45.0% | -11.1% | 26.1% |
| 正邦 | 141 | 24 | -1.0% | 58.3% | -16.7% | 16.0% |
| 新希望 | 66 | 11 | 6.3% | 59.6% | -3.2% | 15.2% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

防疫成本虽仍增但边际改善，主要上市公司 2Q 渐入盈利期

2Q 主要上市公司折损摊销+防疫成本仍维持小幅提升趋势，但随着非瘟全面爆发后的养殖密度下降以及龙头本身疫情防控经验积累和能力提升，2Q 防疫成本增幅边际有所改善，根据我们测算和调研，温氏因防疫投入增加，完全成本估计升至 14 元/kg，正邦上升至 14.2 元/kg 左右，牧原防疫成本控制较好，完全成本约 13 元/kg。

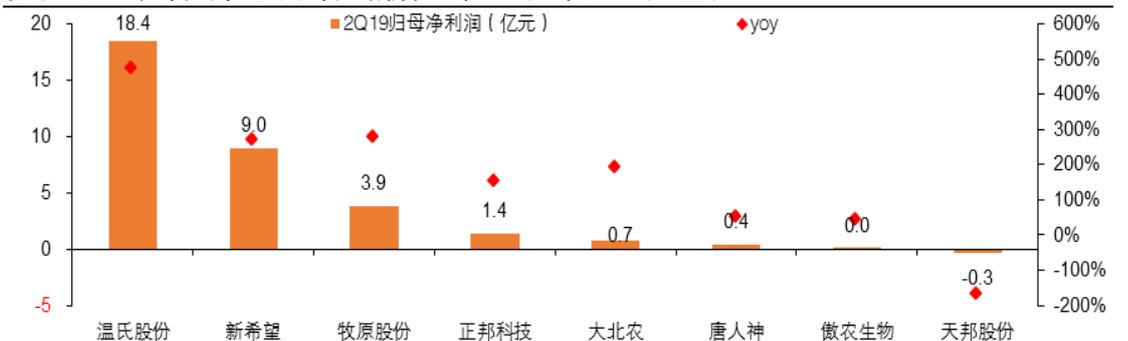
图表12 上市公司折损摊销+防疫成本增加导致完全成本继续上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

另一方面 2Q19 猪价快涨，头部企业进入超额盈利期，多数企业实现扭亏：温氏 18.4 亿 (+475.4%，主因禽养殖业务及投资收益)、新希望 9 亿 (+269.5%)、牧原 3.9 亿 (+279.4%)、正邦 1.4 亿 (+154.6%)、大北农 0.7 亿 (+194.3%)、唐人神 0.4 亿 (+53%)、傲农生物 0.04 亿 (+44.1%)。

图表13 防疫成本边际改善+猪价快涨，2Q 头部公司渐入盈利期



资料来源：公司公告、平安证券研究所

留种+复产逐步推进，生产性生物资产环比提升

2Q19 末多数上市公司生产性生物资产环比明显提升，其中，正邦、新希望环比提升 20~30%、温氏微增 0.7%、牧原、大北农分别大幅提高 32%、76%。

图表14 主要养殖公司 2Q19 末生产性生物资产环比回升，单位：亿元

| | 2Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 同比 | 环比 |
|------|------|------|------|--------|--------|
| 温氏股份 | 35.2 | 32.6 | 32.8 | -6.9% | 0.7% |
| 牧原股份 | 15.0 | 13.4 | 17.7 | 17.7% | 31.9% |
| 正邦科技 | 13.7 | 10.1 | 12.5 | -8.5% | 24.2% |
| 天邦股份 | 4.9 | 4.0 | 3.8 | -22.1% | -6.0% |
| 新希望 | 5.3 | 4.6 | 5.9 | 12.1% | 27.5% |
| 大北农 | 1.2 | 0.5 | 0.9 | -23.4% | 75.7% |
| 唐人神 | 1.4 | 1.2 | 1.0 | -28.2% | -15.1% |
| 傲农生物 | 0.7 | 1.1 | 1.2 | 79.9% | 13.9% |
| 金新农 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 154.1% | 141.1% |
| 新五丰 | 0.5 | 0.6 | 0.7 | 45.3% | 11.8% |
| 禾丰牧业 | 0.2 | 0.5 | 0.6 | 248.2% | 19.7% |
| 天康生物 | 0.7 | 0.5 | 0.6 | -10.8% | 15.4% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

观察生产性生物资产明细项，我们发现除大北农新增 0.94 亿中的 0.58 亿是由企业合并贡献，其他公司基本由自行培育贡献增量。我们认为头部公司防疫经验的积累、防疫水平的提升是主要原因，随着其生物安全体系建设的不断完善，核心种猪资源保护工作初显成效，继而能有信心稳步推进留种、复产进程。

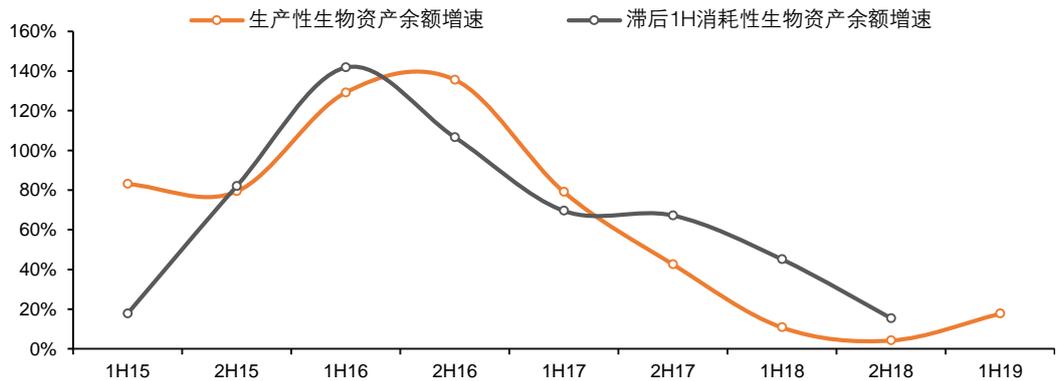
图表15 自行培育贡献主要生物资产增加值，单位：亿元

| | 温氏股份 (种猪) | 牧原股份 | 正邦科技 (种猪) | 天邦股份 (种猪) | 新希望 (成熟) | 大北农 (种猪) | 唐人神 | 傲农生物 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 18 年末账面原值 | 30.05 | 17.37 | 13.36 | 6.43 | 5.28 | 1.33 | 1.81 | 0.96 |
| 本期 (1H19) 增加 | 12.68 | 12.96 | 4.94 | 2.54 | 2.52 | 0.94 | 0.31 | 1.35 |
| 外购 | 0.02 | | 0.34 | 0.03 | 0.51 | 0.10 | 0.00 | 0.61 |
| 自行培育 | 12.66 | 12.96 | 4.60 | 2.50 | 2.00 | 0.26 | 0.24 | 0.74 |
| 企业合并 | | | | | | 0.58 | | |
| 本期减少-处置 | 16.41 | 8.79 | 4.08 | 4.37 | 2.12 | 0.99 | 0.44 | 0.89 |
| 1H19 末账面原值 | 26.33 | 20.78 | 14.21 | 4.60 | 5.58 | 1.29 | 1.69 | 1.42 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

根据生产性生物资产 (包括后备母猪、能繁母猪) 的定义以及生猪繁育与生长周期，通常后备转能繁约需 3 个月+妊娠 4 个月，因此生产性生物资产与滞后 5-8 月的消耗性生物资产逻辑上存在正相关关系，在这里我们观察牧原及正邦历史生产性生物资产余额增速与其滞后半年的消耗性生物资产余额增速的关系，统计上基本验证上述逻辑。

图表16 牧原生产性生物资产余额增速与滞后1H的消耗性生物资产余额增速基本吻合



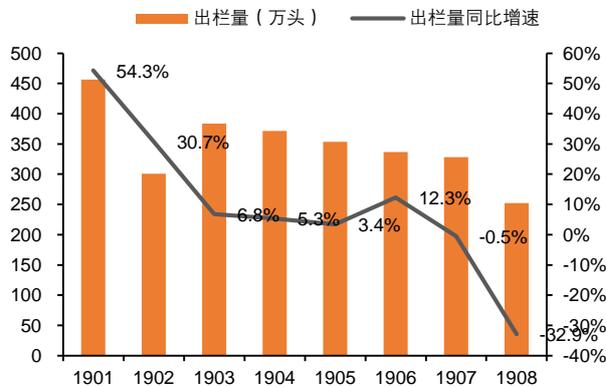
资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 疫情+留种致8月出栏量下滑，消耗性生物资产有望保障4Q出栏量

疫情+留种+压栏，多因素导致8月出栏量下滑

根据各家养殖上市公司披露的月度销售数据，大部分上市公司8月出栏量出现明显下滑，测算5家上市公司（温氏、牧原、正邦、新希望、大北农）8月生猪出栏量同比降33%，环比降23%；生猪销售收入同比降4%，环比降6%。

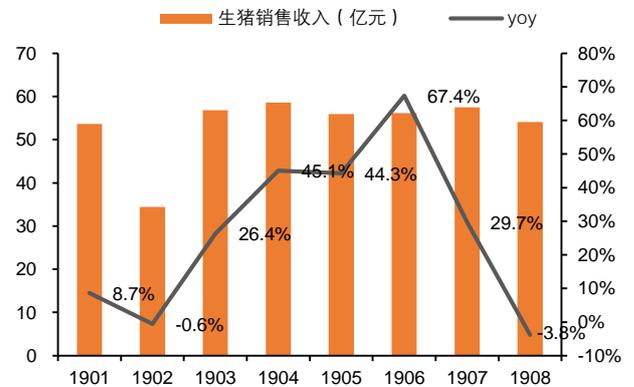
图表17 5家上市公司8月出栏量同比降33%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：5家生猪养殖公司包括温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、大北农

图表18 5家上市公司8月生猪销售收入同比降4%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

备注：5家生猪养殖公司包括温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望、大北农

生猪出栏量的大幅下滑引起市场担忧，在此我们认为，国内非瘟疫情自4Q18在北方迅速铺开并肆虐，春节后蔓延至南方+仔猪调运投苗受到疫情限制，直至7月后，完成了局部疫情-蔓延爆发-恐慌性抛售-全面缺猪的第一轮全国性疫情过程，按照生猪生长周期推算，当前对应的正是春节后南方疫情爆发恐慌性抛售（种猪、仔猪）阶段，即使疫情防控能力大幅优于行业水平的上市公司也难免受到影响，因此出栏量增速下滑应在预期之中。

除疫情影响，留种+压栏因素也造成了8月生猪出栏量的进一步下滑：1) 为保证公司后期增产计划的实施，主流上市公司均从三元杂商品猪中挑选优秀母猪留作种源。2) 生猪价格销售急涨时期选择压栏。

温氏：8月销售生猪114万头，同比-43%，环比-34%；销售均价同比+63%，环比+32%。1)“留种”：公司从三元商品猪中挑选优秀母猪留作种源；2)“疫情影响”：1H19公司为配合非洲猪瘟防控需要，猪苗调运节奏受到影响，不能及时将猪苗投放到生产环节，影响原定的生产节奏以及增产计划；3)公司对各地区的生物安全情况进行综合评估，对部分地区的投苗量进行了适当控制；4)“高价下压栏”：为增加肉猪供应，公司实行“养大猪”策略，提升单头体重，并调整商品肉猪销售节奏。

图表19 温氏8月度出栏销量同比降43%

| | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 同比 | | | 环比 | | |
|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | (万头) | (亿元) | (元/kg) | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 |
| 1908 | 114 | 27.5 | 22.85 | -42.7% | -13.1% | 63.1% | -34.3% | -14.6% | 31.5% |
| 1907 | 173 | 32.2 | 17.37 | 2.0% | 30.2% | 36.9% | -10.4% | -3.4% | 11.3% |
| 1906 | 193 | 33.4 | 15.60 | 19.6% | 78.9% | 55.8% | -4.3% | 2.9% | 10.5% |
| 1905 | 202 | 32.4 | 14.12 | 11.1% | 47.7% | 36.2% | 8.1% | 4.6% | 0.3% |
| 1904 | 187 | 31.0 | 14.08 | -4.0% | 33.2% | 40.7% | -7.2% | -4.6% | 0.4% |
| 1903 | 201 | 32.5 | 14.02 | 2.2% | 23.4% | 27.8% | 37.6% | 69.1% | 20.7% |
| 1902 | 146 | 19.2 | 11.62 | 19.0% | -1.2% | -13.7% | -41.4% | -40.0% | 0.9% |
| 1901 | 249 | 32.0 | 11.52 | 39.3% | 1.7% | -23.5% | 18.7% | -1.2% | -16.1% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

牧原：8月销售生猪71万头，同比-37%，环比+5%；销售均价同比+53%，环比+27%；

图表20 牧原8月度出栏量同比降37%

| | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 同比 | | | 环比 | | |
|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | (万头) | (亿元) | (元/kg) | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 |
| 1908 | 71 | 13.7 | 20.27 | -36.9% | -11.7% | 53.4% | 4.6% | 21.0% | 26.6% |
| 1907 | 68 | 11.3 | 16.01 | -32.1% | -6.7% | 30.5% | -15.0% | -5.0% | 4.9% |
| 1906 | 80 | 11.9 | 15.26 | -1.8% | 42.6% | 52.8% | -9.6% | -1.1% | 10.3% |
| 1905 | 89 | 12.0 | 13.83 | 5.6% | 34.9% | 37.1% | -15.9% | -15.9% | 1.1% |
| 1904 | 105 | 14.3 | 13.68 | 20.1% | 57.1% | 36.9% | 0.1% | 16.3% | 4.0% |
| 1903 | 105 | 12.3 | 13.15 | 5.4% | 14.7% | 26.9% | 3.7% | 36.5% | 37.0% |
| 1902 | 101 | 9.0 | 9.60 | 66.3% | 7.6% | -29.7% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 1901 | 101 | 9.0 | 9.60 | 66.3% | 7.6% | -29.7% | -24.3% | -40.6% | -9.8% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

新希望：公司2019年8月销售生猪35万头，同比+78%，环比+13%。新希望是唯一一家在主要养殖上市公司中8月实现生猪销量大幅增长的公司，主因公司凭借外购仔猪、收购&租赁模式迅速扩张。根据公司中报，新希望1H19末消耗性生物资产达11.6亿，同比增107%。

图表21 新希望8月出栏量同比增78%

| | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 同比 | | | 环比 | | |
|------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|
| | (万头) | (亿元) | (元/kg) | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 | 生猪销量 | 生猪收入 | 销售均价 |
| 1908 | 35 | 6.8 | 20.37 | 78.0% | 141.0% | 48.0% | 13.1% | 36.9% | 28.6% |
| 1907 | 31 | 5.0 | 15.84 | 82.0% | 131.0% | 28.0% | 45.0% | 38.3% | 2.2% |
| 1906 | 22 | 3.6 | 15.50 | 29.0% | 80.0% | 37.0% | -2.1% | -6.0% | 3.5% |
| 1905 | 22 | 3.8 | 14.98 | 6.0% | 62.0% | 44.0% | -1.5% | -4.5% | -1.3% |
| 1904 | 22 | 4.0 | 15.17 | -9.0% | 43.0% | 43.0% | 5.1% | 15.6% | 5.0% |
| 1903 | 21 | 3.5 | 14.45 | -10.0% | 15.0% | 32.0% | 20.9% | 55.6% | 22.0% |
| 1902 | 18 | 2.2 | 11.84 | 10.0% | -3.0% | 10.0% | -39.8% | -47.3% | -9.8% |
| 1901 | 29 | 4.2 | 13.12 | 50.0% | 29.0% | -13.0% | - | - | - |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

正邦：8月销售生猪32.2万头，同比-29%，环比-43%。1)在非瘟疫情严峻区域安排提前出栏；2)在疫情较为稳定区域，适当放宽留种标准，加大留种和扩产力度；3)生猪价格销售急涨时期选择压栏，根据公司公告，公司选择养殖至150kg+出栏，导致8月份出栏量下降。

图表22 正邦8月出栏量同比降29%

| | 生猪销量 (万头) | 销售收入 (亿元) | 同比 | | 环比 | |
|------|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 生猪销量 | 销售收入 | 生猪销量 | 销售收入 |
| 1908 | 32.2 | 6.1 | -28.8% | -2.6% | -42.6% | -32.2% |
| 1907 | 56.0 | 9.0 | 30.9% | 69.5% | 33.5% | 23.8% |
| 1906 | 42.0 | 7.3 | 4.5% | 60.1% | 2.0% | -5.2% |
| 1905 | 41.1 | 7.7 | -26.0% | 38.4% | -28.5% | -17.6% |
| 1904 | 57.5 | 9.3 | 24.5% | 77.7% | 1.8% | 8.9% |
| 1903 | 56.5 | 8.6 | 43.7% | 74.8% | 57.8% | 116.5% |
| 1902 | 35.8 | 4.0 | 17.7% | -11.8% | -53.1% | -53.0% |
| 1901 | 76.4 | 8.4 | 109.7% | 34.4% | 41.5% | -2.9% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

大北农8月销售生猪11.5万头，同比-33%，环比-23%。

图表23 大北农8月出栏量同比降33%

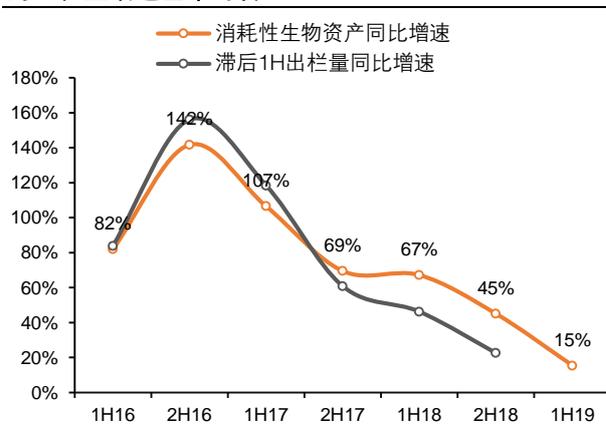
| | 生猪销量 (万头) | 销售收入 (亿元) | 同比 | | 环比 | |
|------|--------------|--------------|--------|-------|--------|-------|
| | | | 生猪销量 | 销售收入 | 生猪销量 | 销售收入 |
| 1908 | 11.5 | 2.56 | -33.0% | 25.4% | -23.1% | 0.8% |
| 1907 | 15.0 | 2.54 | -0.3% | 49.4% | 11.9% | 21.5% |
| 1906 | 13.4 | 2.09 | 17.2% | 70.9% | -4.5% | -6.3% |
| 1905 | 14.0 | 2.23 | 6.3% | 67.1% | -8.5% | -5.4% |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

消耗性生物资产有望保障4Q出栏量

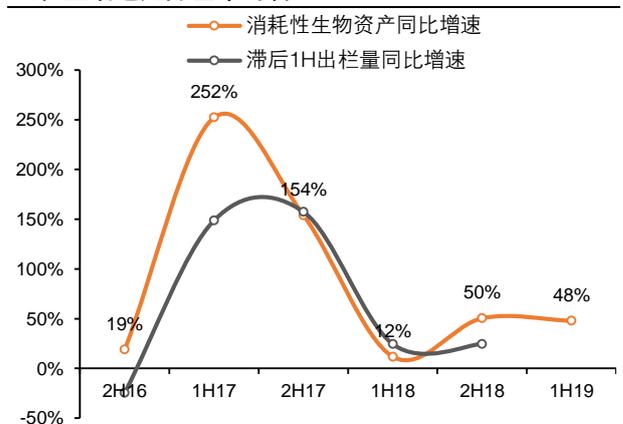
根据生猪生长周期，商品猪从出生-育肥-出栏约需6个月时间，因此，假设不考虑非瘟折损率的波动，逻辑上消耗性生物资产（仔猪、保育猪、存栏肥猪）余额的增速应与至多6个月内的生猪出栏增速相吻合。这里我们观察牧原及正邦历史消耗性生物资产余额增速与其滞后1期（6个月）的出栏量增速的关系，统计上基本验证上述逻辑。

图表24 因牧原消耗性生物资产同比增速与滞后一期的出栏量增速基本吻合



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

图表25 正邦消耗性生物资产同比增速与滞后一期的出栏量增速走势基本吻合



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所

通过观察1H19末主要养殖公司存货-消耗性生物资产余额，发现除温氏、天邦、同比增速有不同程度的下滑，其他公司均在非瘟肆虐下实现增加。19年上半年末主要生猪养殖公司消耗性生物资产

和环比增速分别为：温氏股份 88 亿，-10%、牧原股份 46 亿，+4%、正邦科技 34 亿，+10%、新希望 24 亿，+73%、大北农 6 亿，+39%、傲农生物 2 亿，+71%。再考虑 1H19 生产性生物资产的环比回升，我们认为主要上市公司 4Q19 应有保障。

图表26 1H19 末消耗性生物资产，单位：亿元

| | 1H18 | 2H18 | 1H19 | 同比 1H18 末 | 环比 2H18 末 |
|------|------|------|------|-----------|-----------|
| 温氏股份 | 92.0 | 98.0 | 88.2 | -4% | -10% |
| 牧原股份 | 39.5 | 44.0 | 45.6 | 15% | 4% |
| 正邦科技 | 22.8 | 30.6 | 33.7 | 48% | 10% |
| 天邦股份 | 10.1 | 12.2 | 5.7 | -43% | -53% |
| 新希望 | 11.6 | 13.9 | 24.1 | 107% | 73% |
| 大北农 | 4.0 | 4.0 | 5.5 | 38% | 39% |
| 唐人神 | 2.2 | 3.2 | 2.8 | 30% | -11% |
| 傲农生物 | 0.7 | 1.1 | 1.9 | 184% | 71% |

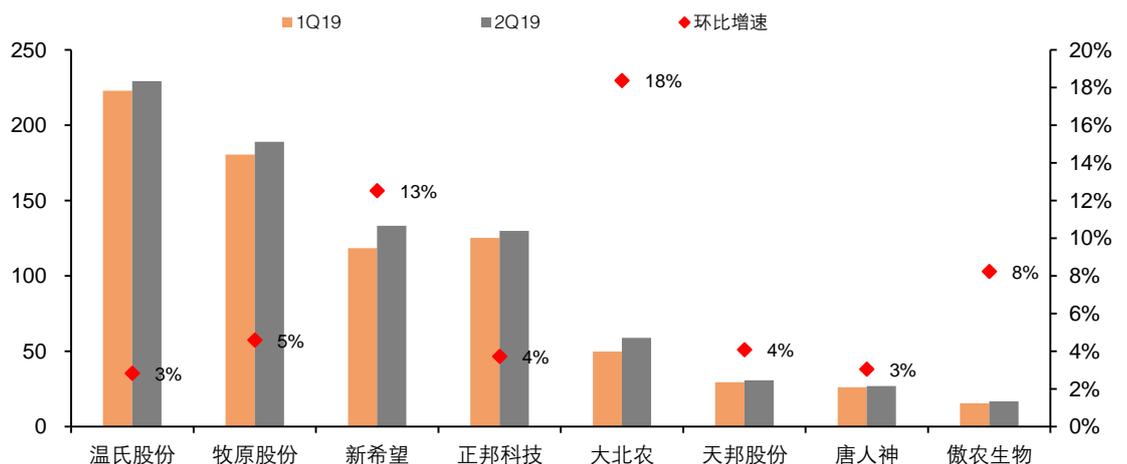
资料来源：公司公告、平安证券研究所

往后看，具有资金、防疫优势的大型规模养殖公司，在中央+地方政策加码的情况下，有望提早进入产能恢复初期。通过生产性生物资产-滞后 1H 的消耗性生物资产-滞后 1H 的上市公司出栏量的路径观察，我们认为 1H19 主要上市公司生产性生物资产余额的企稳回升意义重大：上市公司凭借雄厚的人力、物力、财力在较短时间内完善生物安防体系，使得产能折损得到有效控制，这坚定了上市公司通过留种、复产、增产等方式逆势扩张的决心，也在报表上支撑了对未来中长期出栏量的信心。

2.3 头部企业维持较高资本支出，固定资产+在建工程环比提升

观察主要生猪养殖公司 2Q19 固定资产+在建工程余额，主要上市公司稳步提升：温氏、牧原、正邦、天邦增速维持在 3-4%，19 年倾斜公司资源转型养猪的新希望、大北农增速较快，分别为 13%、18%。

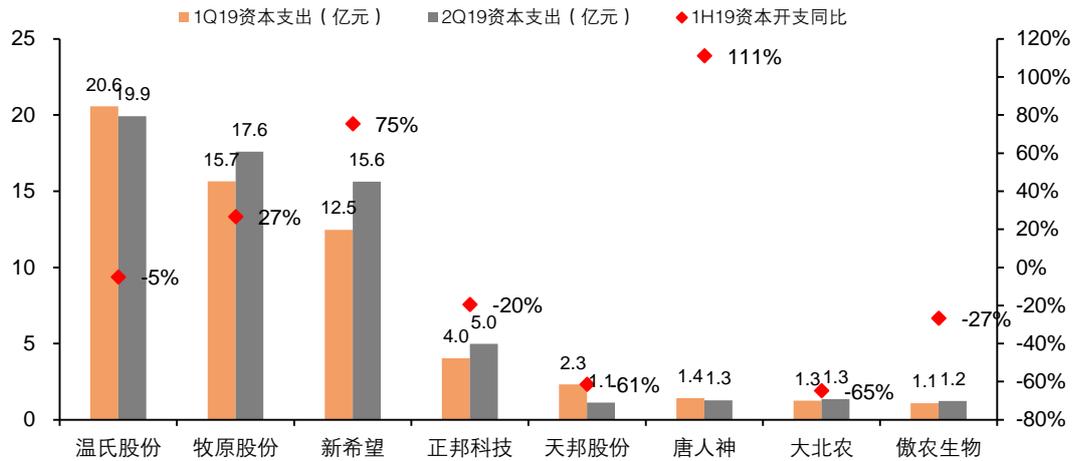
图表27 固定资产+在建工程余额环比增速，单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

头部公司维持较高资本支出。温氏、牧原、新希望 2Q 均维持较高资本开支，分别为 19.9、17.6、15.6 亿。环比 1Q，牧原、新希望、正邦分别新增 1.9、3.1、1 亿的资本开支。其中新希望背靠集团强大的资金实力，1H19 资本开支同比激增 75%，实现猪场数量、产能、出栏量的迅速扩张。

图表28 头部公司维持较高资本支出

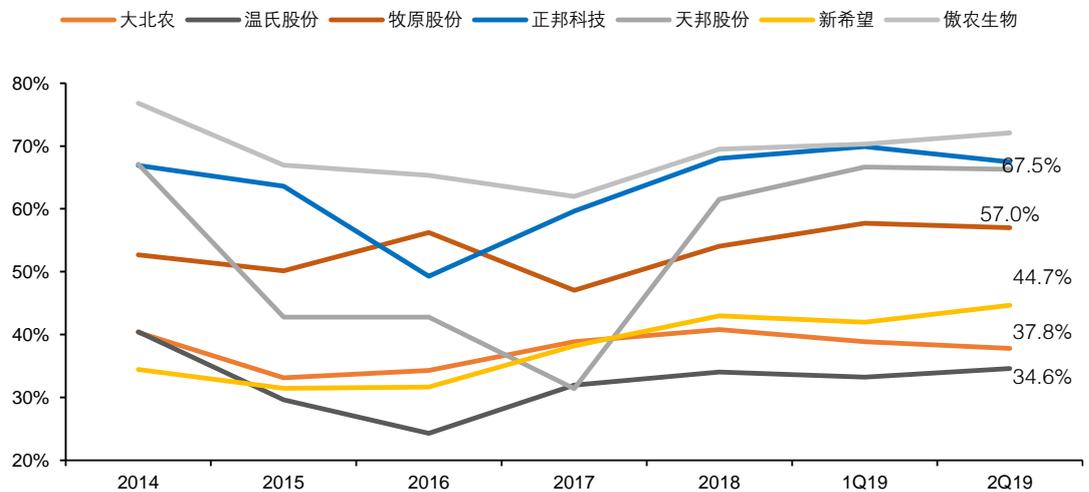


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.4 权益类融资打开融资空间，新一线龙头有望弯道超车

中长期来看，融资能力/空间是上市公司在本轮周期享受集中度提升红利的必要条件。近一年主要上市公司均通过（偏）权益类工具进行融资，权益类工具融资有利于借助资金杠杆撬动产能扩张的同时降低公司的资产负债率。2Q19 末养殖类上市公司仅温氏、新希望、天邦资产负债率环比 1Q19 有所提升，我们认为未来头部公司为产能扩张进行融资仍有（杠杆）提升空间。

图表29 主要养殖公司 2Q19 末资产负债率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

新一线养殖公司有望借助资金杠杆弯道超车。禾丰牧业于 4 月完成定增，募资 7.8 亿元进行仔猪 10.7 万头、种猪 4.6 万头产能扩建项目；正邦 7 月完成定增，募资 9.9 亿进行种猪 4.8 万头产能扩建项目；牧原 8 月完成 50 亿规模的定增，投建商品猪 475 万头产能扩建项目；以及正在进行的新希望、正邦分别 40、16 亿元的可转债的项目，完成后可分别新增商品猪 375 万头&种猪 7.2 万头、种猪 9.7 万头。

图表30 1H19 主要生猪养殖上市公司直接融资进行生猪养殖产能扩产

| 上市公司 | 募资方式 | (拟)募资总额(亿元) | 募投项目 | 发行公告日 | 预案公告日 |
|------|------|-------------|----------------------|-----------------|------------|
| 正邦科技 | 可转债 | 16.0 | 种猪 9.7 万头 | 2019/8/14 证监会受理 | 2019/7/3 |
| 新希望 | 可转债 | 40.0 | 商品猪 375 万头、种猪 7.2 万头 | 2019/8/26 发审委通过 | 2019/4/4 |
| 牧原股份 | 定向增发 | 50.0 | 商品猪 475 万头 | 2019/8/30 | 2018/12/4 |
| 正邦科技 | 定向增发 | 9.9 | 种猪 4.8 万头 | 2019/7/9 | 2018/9/29 |
| 禾丰牧业 | 定向增发 | 7.8 | 仔猪 10.7 万头、种猪 4.6 万头 | 2019/4/24 | 2018/11/22 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表31 牧原 50 亿定增募投项目：新增产能约 475 万头

| 项目名称 | 项目总投资(亿元) | 拟投入募集资金(亿元) |
|------------------------------|-----------|-------------|
| 安徽凤台牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目 | 4.7 | 2.7 |
| 蒙城牧原农牧有限公司 30 万头生猪养殖建设项目 | 3.5 | 2.0 |
| 安徽濉溪牧原农牧有限公司 60 万头生猪养殖建设项目 | 7.1 | 5.0 |
| 衡水冀州牧原农牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目 | 5.8 | 4.5 |
| 湖北老河口牧原农牧有限公司 25 万头生猪养殖建设项目 | 2.9 | 1.8 |
| 湖北石首牧原农牧有限公司 15 万头生猪养殖建设项目 | 1.8 | 1.0 |
| 江苏灌南牧原农牧有限公司 35 万头生猪养殖建设项目 | 4.1 | 2.3 |
| 江苏铜山牧原农牧有限公司 10 万头生猪养殖建设项目 | 1.2 | 1.0 |
| 山东东明牧原农牧有限公司 55 万头生猪养殖建设项目 | 5.7 | 4.0 |
| 菏泽市牡丹区牧原农牧有限公司 25 万头生猪养殖建设项目 | 2.9 | 0.8 |
| 通许牧原农牧有限公司 10 万头生猪养殖建设项目 | 1.2 | 0.6 |
| 商丘市睢阳牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目 | 4.7 | 3.5 |
| 黑龙江林甸牧原农牧有限公司 40 万头生猪养殖建设项目 | 4.3 | 3.0 |
| 黑龙江望奎牧原农牧有限公司 10 万头生猪养殖建设项目 | 1.2 | 1.0 |
| 黑龙江明水牧原农牧有限公司 10 万头生猪养殖建设项目 | 1.2 | 0.9 |
| 黑龙江富裕牧原农牧有限公司 20 万头生猪养殖建设项目 | 2.5 | 1.0 |
| 合计 | 54.8 | 35.0 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 新希望 40 亿可转债募投项目：新增产能商品猪约 375 万头，种猪约 7.2 万头

| 项目名称 | 商品猪育肥模式 | 项目总投资(亿元) | 拟投入募集资金(亿元) |
|-----------------------------------|---------|-----------|-------------|
| 山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落项目 | 自养+代养 | 0.0 | 5.0 |
| 黄骅新好科技有限公司李官庄年出栏 70 万头商品猪项目 | 自养+代养 | 9.8 | 7.0 |
| 禹城市新希望六和种猪繁育有限公司存栏 6000 头标准化养殖场项目 | 代养 | 1.6 | 1.0 |
| 阳原县 30 万头生猪聚落发展项目 | 代养 | 2.8 | 2.0 |
| 通辽新好农牧有限公司三义堂农场年出栏 100 万头生猪养殖项目 | 自养+代养 | 16.0 | 11.8 |
| 通辽新好农牧有限公司哲南农场年出栏 100 万头生猪养殖项目 | 自养+代养 | 16.0 | 11.8 |
| 乐山新希望农牧有限公司井研县金峰种猪场项目 | 代养 | 0.9 | 0.5 |
| 河南灵宝年出栏 15 万头仔猪种养一体化生态产业园区 | 代养 | 1.6 | 1.0 |
| 合计 | | 56.3 | 40.0 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表33 正邦 9.9 亿定增募投项目：新增产能种猪约 4.8 万头

| 项目名称 | 项目总投资(亿元) | 拟投入募集资金(亿元) |
|--------------------------------------|-----------|-------------|
| 烈山区古饶谷山村正邦存栏 1.6 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目 | 2.8 | 2.2 |
| 虞城正邦存栏 3.2 万头母猪繁殖场“种养结合”基地建设项目(一期) | 2.8 | 2.2 |
| 偿还银行贷款 | 5.5 | 5.5 |
| 合计 | 11.1 | 9.9 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 正邦 16 亿可转债募投项目：新增产能种猪约 9.7 万头

| 项目名称 | 项目总投资 (亿元) | 拟投入募集资金 (亿元) |
|---|-------------|--------------|
| 潘集正邦存栏 16000 头母猪的繁殖场“种养结合”基地建设项目 | 2.8 | 2.2 |
| 广西正邦隆安县振义生态养殖繁育基地项目 | 3.3 | 2.6 |
| 广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园 | 2.5 | 2.0 |
| 上思正邦思阳镇母猪养殖场“种养结合”基地建设项目 | 1.3 | 1.0 |
| 南华正邦循环农业生态园项目 | 2.8 | 2.2 |
| 武定正邦循环农业生态园建设项目 (一期) | 1.3 | 1.0 |
| 正邦高老庄 (河南) 现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设项目 (一期) | 2.5 | 2.0 |
| 达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目 | 2.5 | 2.0 |
| 偿还银行贷款 | 0.9 | 0.9 |
| 合计 | 19.8 | 16.0 |

资料来源：公司公告、平安证券研究所

综上所述，通过梳理中央&地方政策、以及上市公司融资能力→资本支出→固定/在建工程→生产性生物资产→消耗性生物资产→出栏量，展望公司在短、中、长期的出栏量乃至扩张能力，我们判断头部养殖公司在客观和主观上均有实力快速增长，尤其是对于资金实力雄厚、土地储备丰富的新一线养殖公司来说是一次跨越式的突围机会。

四、投资建议

当前猪价快涨至接近 30 元/kg，但对生猪养殖公司股价提振贡献不大，或因：1) 市场对猪价高点的持续时间分歧较大；2) 短期出栏量的持续下滑预期；2) 非瘟疫苗预期的压制因素。我们认为：随着猪价的持续上行，供给端的边际冲击对价格的影响的确将会逐步加大，但根据我们上文分析：1) 当前行业产能深度去化，且在疫情反复+复产困难的背景下，产能下滑趋势或将延续至 1Q20，综合远近端看，生产端造成的供给收缩或将至少维持至 2020 年末；2) 国内冻肉抛储量、进口替代、禽肉替代有限，难以满足千万吨级别的猪肉缺口。

而对于上市公司，从中央&地方政策支持，到对上市公司融资能力→资本支出→固定/在建工程→生产性生物资产→消耗性生物资产→出栏量的观察，我们判断头部养殖公司在客观和主观上均有望在短期出栏量及中长期扩张能力上远超行业。从成长的角度看，中国年 6 亿头生猪出栏、万亿市场规模，随着非瘟疫情继续演绎，行业或将在短期 1-2 年内被动去产能 50%+，现有产能无论是散养户还是养殖集团均不可避免受到不同程度的折损。但当未来 2-3 年行业进入非瘟常态化，甚至在更长期非瘟或将得到净化，生猪产能缺口终将逐步被填补。而在填补过程中，产能恢复的参与主体将转换为大型养殖集团，这对于资金实力雄厚、土地储备丰富的新一线养殖公司来说是一次跨越式的突围机会。

建议关注生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，以及养殖新星企业大北农、新希望。

五、风险提示

1、重大疫情及自然灾害的风险：养殖业中出现的禽流感、蓝耳病、非洲猪瘟等禽畜疫情，以及低迷的猪价行情，对生猪行业公司的生产销售、业绩影响较大。若公司生产基地区域发生严重的疫情，将会对公司的饲料产量及生产经营活动产生影响。2018 年下半年爆发的非洲猪瘟对生猪养殖行业产生了重大影响。由于非洲猪瘟具有潜伏期长、发病后死亡率高的特点，且当前没有有效的疫苗研发成功，在国内也属于第一次大规模集中爆发，无论是大型养殖企业，还是养殖中小散户在疫情爆发初期都缺乏有效的防控手段，因此都不同程度地遭受了损失。

2、生猪价格波动的风险：生猪价格变动将影响行业到公司的营收与利润水平。生猪价格在经历了2016年的高位运行之后，2017年到2018年进入下行期，特别在2018年上半年一度甚至跌出近8年最低价。尽管下半年的非洲猪瘟造成全行业的产能大幅削减，预期将在2019年下半年重启猪价上行周期。未来，在非瘟疫情肆虐背景下，若生猪销售价格上涨幅度低于成本上涨幅度，或者行业内公司生猪出栏规模增加幅度低于价格下降幅度，都将面临利润不达预期的风险。

3、原材料价格波动的风险：小麦、玉米、次粉和豆粕等主要原材料成本合计约占生猪养殖公司营业成本的比例60%，上述大宗农产品价格波动对生猪养殖公司主营业务成本、净利润均会产生较大影响。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033