



南京证券

NANJING SECURITIES

行业评级：推荐

短期销量继续承压，复产节奏出现分化， 保供政策影响较小

研究员：何畏

投资咨询证书号：S0620518010001

助理研究员：李栋

联系方式：025-58519171

投资要点：

问题1：非洲猪瘟到底带来成本增加多少？

从19年中报数据来看，无论是温氏还是牧原，单位成本上升幅度都很大，且生猪养殖营业成本中占比最大头的饲料成本在19年上半年甚至出现下滑，主要是由于非洲猪瘟导致防疫成本增加，预计抬升营业成本**1.3-1.4元/kg**。且从牧原的数据来看，2019年1季度和2季度的单位成本数据并没有出现环比改善，证明猪瘟带来防控成本的增加短期内仍显刚性。

问题2：生猪养殖到底有没有开始复产？

从产能（生产性生物资产）来看，牧原和正邦的母猪存栏在1H19出现大幅度的环比改善，其中牧原的母猪存栏更是达到历史新高，相比之下天邦的母猪存栏尚处于低位，复产节奏出现分化。从胎龄结构来看，1H19四家猪企的胎龄结构均呈现改善趋势，温氏的胎龄结构目前应该是最优的。

问题3：3:8月旺季的销售情况如何？

从8月销量数据来看，温氏8月销量同比、环比均出现较大的降幅，牧原、天邦销量同比继续下降，环比有所改善，整体来看8月销量数据不及预期。

问题4：保供政策影响能有多大？

保供政策无非就是两方面，增加供给和限制需求，整体来看作用有限：

1) 增加供给：最能提高养殖户积极性的就是提高育肥猪的保险保额到800元/头，我们以散养户为例，目前仔猪的平均价在50元/kg，按照仔猪的平均重量20kg来估算，散养户外购仔猪的成本在1000元/头左右，该政策的实施并不会促进散养户补栏的积极性；

2) 限制需求：广西南宁规定消费者每天可以以低于前10日市场均价10%以上的价格购买1kg猪肉，实际上并没有定死猪价，限购价还是会随着前期市场价的提高而提高。

问题1：非洲猪瘟到底带来成本增加多少

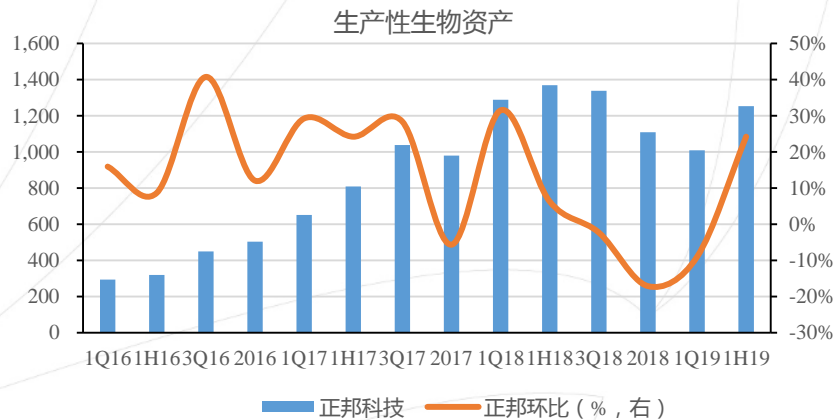
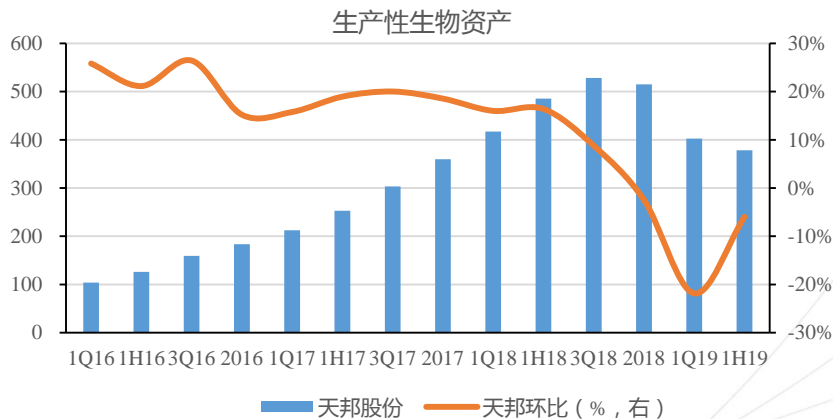
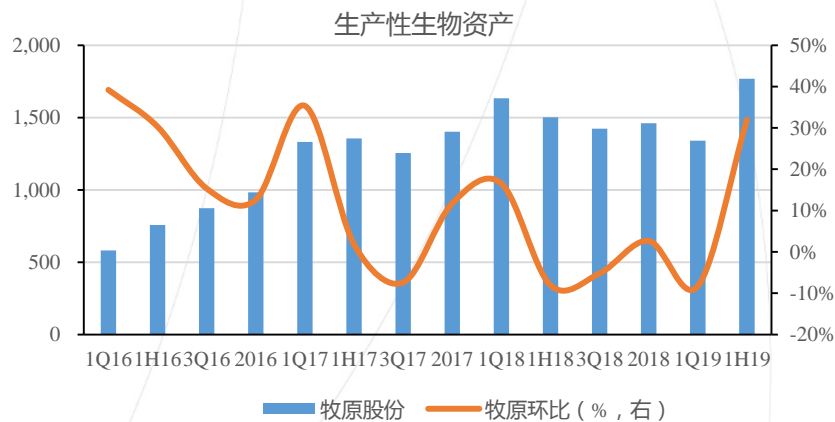
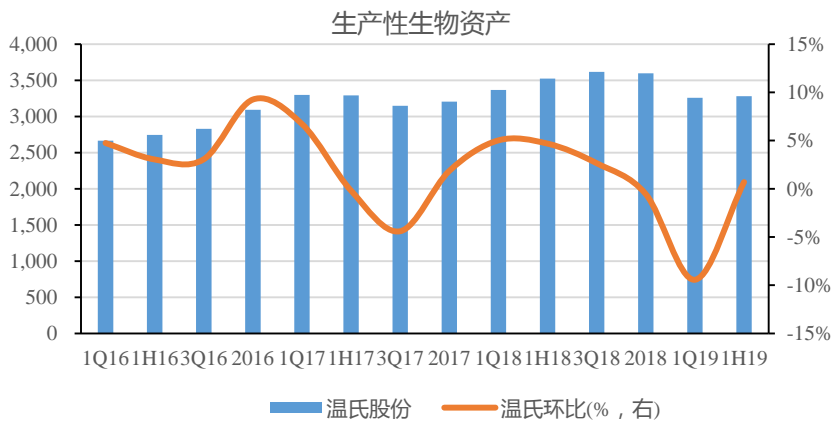
- ✓ 从19年中报数据来看，无论是温氏还是牧原，单位成本上升幅度都很大，且生猪养殖营业成本中占比最大头的饲料成本在19年上半年甚至出现下滑，预计是由于非洲猪瘟导致防疫成本增加，从温氏和牧原的数据来看，预计抬升营业成本**1.3-1.4元/kg**。
- ✓ 从牧原的数据来看，1季度和2季度的单位成本数据并没有出现环比改善，证明猪瘟带来防控成本的增加短期内仍显刚性。

	2015	2016	2017	2018	1Q19	1H19
温氏						
生猪销售单价（元/kg）	15.30	18.40	14.98	12.82		13.48
生猪销售成本（元/kg）	11.49	11.16	10.89	10.82		12.25
生猪销售毛利润（元/kg）	3.81	7.24	4.09	2.00		1.23
生猪销售体重（元/头）	112.01	114.98	118.48	115.26		113.68
牧原						
生猪销售单价（元/kg）	15.12	17.92	14.47	11.65	10.81	12.40
生猪销售成本（元/kg）	11.40	9.73	10.12	10.50	11.95	11.86
生猪销售毛利润（元/kg）	3.72	8.19	4.34	1.15	-1.14	0.54
生猪销售体重（元/头）	103.52	100.44	95.12	103.39	88.67	94.35

注：温氏的生猪仅包括商品肉猪，牧原的生猪包括商品肉猪、仔猪、母猪

问题2：到底有没有开始复产

- ✓ 从产能（生产性生物资产）来看，牧原和正邦的母猪存栏在1H19出现大幅度的环比改善，其中牧原的母猪存栏更是达到历史新高，相比之下天邦的母猪存栏尚处于低位。
- ✓ 母猪存栏的恢复背后反应的是上市公司复产情绪的升温，同时复产节奏出现分化。



问题2：到底有没有开始复产

- ✓ 拆分19年中报的生产性生物资产，可以四家猪企大多数母猪都是自繁的，而自繁的母猪是采用成本法计量，所以生产性生物资产金额的变化可以代表量的变化。
- ✓ 从母猪的净增加比重来看，天邦的表现最差，母猪的增加量远低于淘汰量，牧原的表现最好，母猪的增加量高于淘汰量近20%。
- ✓ 从胎龄结构来看，1H19四家猪企的胎龄结构均呈现改善趋势，温氏的胎龄结构目前应该是最优的。

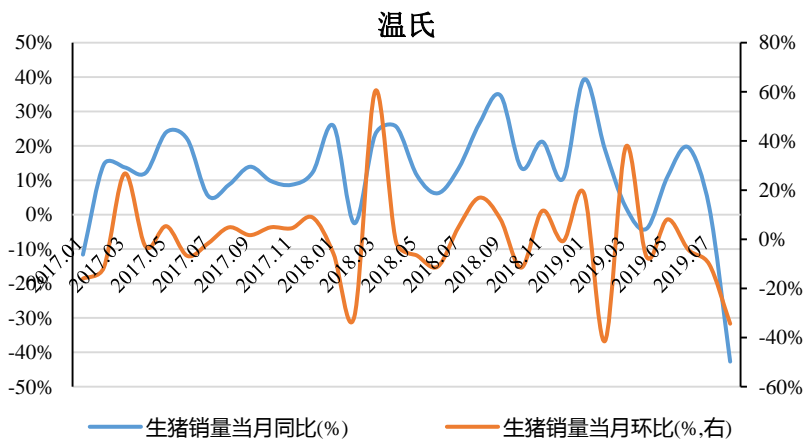
单位：万元，仅包括母猪

	温氏股份	牧原股份	天邦股份	正邦科技
18年末账面原值余额	3005.47	1736.78	642.80	1335.56
本期增加	1268.20	1295.83	253.71	494.11
其中：外购	2.26		3.46	34.03
自繁	1265.94	1295.83	250.25	460.09
本期增加占比（%）	42.20%	74.61%	39.47%	37.00%
外购占比（%）	0.18%	0.00%	1.36%	6.89%
自繁占比（%）	99.82%	100.00%	98.64%	93.11%
本期减少	1641.07	954.14	436.71	408.41
本期减少占比（%）	54.60%	54.94%	67.94%	30.58%
本期增加-本期减少（%）	-12.41%	19.67%	-28.47%	6.42%
1H19账面原值余额	2632.59	2078.46	459.79	1421.27
18年末账面价值	2858.36	1461.22	513.57	1101.13
1H19账面价值	2518.72	1768.02	376.58	1246.08
18年末胎龄结构（账面价值/账面原值）	95.11%	84.13%	79.90%	82.45%
1H19胎龄结构（账面价值/账面原值）	95.67%	85.06%	81.90%	87.67%

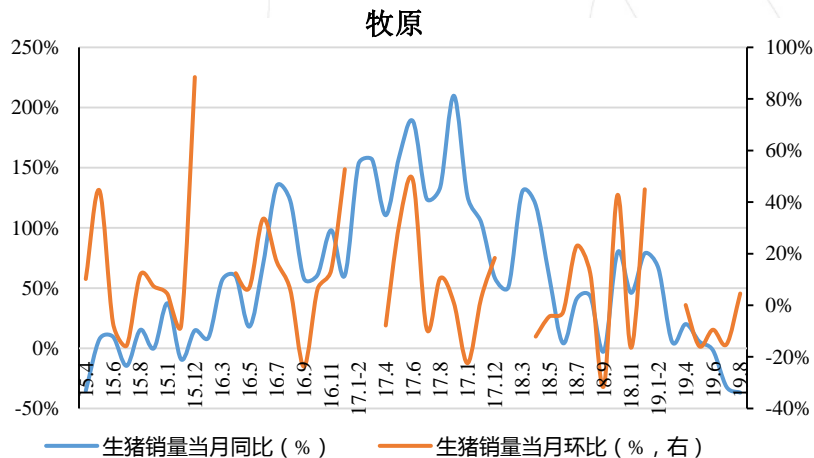
问题3:8月旺季的销售情况如何

从8月销量数据来看，温氏8月销量同比、环比均出现较大的降幅，牧原、天邦销量同比继续下降，环比有所改善，整体来看8月销量数据不及预期。

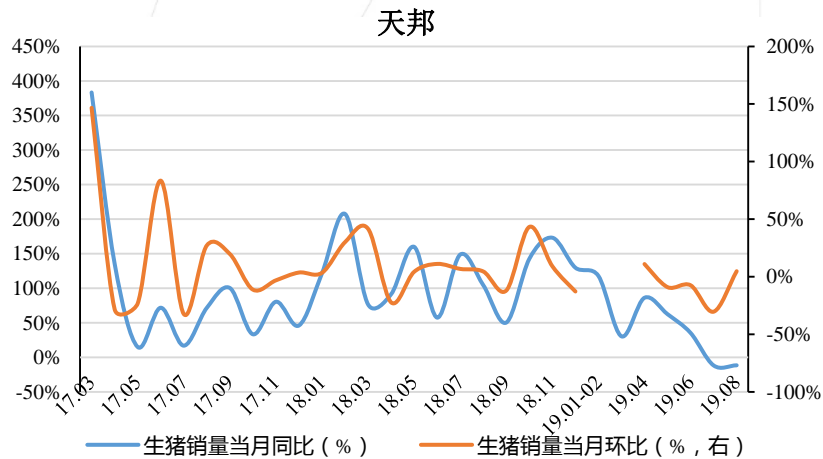
温氏对销量下降给出的解释有四条：1) 主动留种；2) 非洲猪瘟导致部分地区猪苗投放受限；3) 基于安全考虑，主动进行猪苗产能投放限制；4) 头均重量增加。



数据来源：Wind，南京证券研究所



数据来源：Wind，南京证券研究所



数据来源：Wind，南京证券研究所

问题4：保供政策影响能有多大

保供政策无非就是两方面，增加供给和限制需求：

1) 增加供给：最能提高养殖户积极性的就是母猪、育肥猪的保险保额，从财政部、农业农村部发布的文件来看，目前母猪的保额要提高到1500元/头，育肥猪的保额要提高到800元/头，我们以散养户为例，目前仔猪的平均价在50元/kg，按照仔猪的平均重量20kg来估算，散养户外购仔猪的成本在1000元/头左右，该政策的实施并不会促进散养户补栏的积极性，母猪的补贴暂无数据可以估算积极性；

2) 限制需求：广西南宁规定消费者每天可以以低于前10日市场均价10%以上的价格购买1kg猪肉，实际上并没有定死猪价，限购价还是会随着前期市场价提高而提高。

3) 剩余政策：贷款贴息、定出栏量的目标、养殖红线放宽，本质上并没有太大的意义。

所以综合来看，各类猪肉保供政策更多的是国家意志，实际效果比较有限，从猪价的走势也可以得到验证

发布时间	发布单位	政策内容
9月4日	财政部、农业农村部	(一) 非洲猪瘟强制扑杀补助政策：补助经费发放方式由现行按年度结算调整为每半年结算发放一次；县市要加快补助资金拨付进度，在三个月内将补助资金给付到位。
		(二) 种猪场、规模猪场临时贷款贴息政策：实施期限延长至2020年12月31日，在延长期限内，适当扩大贴息范围。
		(三) 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。
		(四) 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。
		(五) 生猪良种补贴等政策：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。
		(六) 强化省级财政统筹力度：可降低或取消县市财政承担比例，确保中央与地方扶持措施落地生根。
9月1日	广西南宁	定点限量限价销售猪肉肉品。销售品种：精瘦肉、前后腿肉、五花肉和排骨；销售价格：在10个市场内设立定点摊位，每个摊位按市商务部门规定的限量，以低于前10日市场均价10%以上的价格；限购数量：每位消费者每日限购1公斤。
9月3日		实行生猪生产红线制度，各市猪肉供应自给率要达100%；对生猪净调出市县，统筹相关资金予以奖励；不得层层加码禁运限运、设置行政壁垒，重点保障规模养猪场种猪和仔猪正常调运；大力推动猪肉供应从“调猪”向“调肉”转变、从热鲜肉向冰鲜肉转变、从初加工向精深加工转变。

免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（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。
- 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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，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。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准:

- 推荐: 预计6个月内该行业超越整体市场表现;
- 中性: 预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平;
- 回避: 预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 预计6个月内绝对涨幅大于20%;
- 推 荐: 预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间;
- 中 性: 预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间;
- 回 避: 预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。