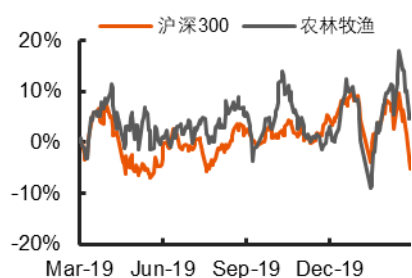


双疫情下中国生猪产业链展望

供需两弱格局均在修复，后疫情时代聚焦产业升级

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业年度策略报告*农林牧渔*产业升级浪潮高起，后非瘟时代谁主沉浮》
2019-12-16

《行业专题报告*农林牧渔*猪肉供给长期深度收缩，生产性生物资产拐点已现》
2019-09-26

证券分析师

蒋寅秋 投资咨询资格编号
S1060519100001
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：**1、“黑天鹅”新冠疫情短期冲击需求，“灰犀牛”非瘟疫情长期抑制供给。双疫情下供需两弱且均在逐步修复，但需求端修复力度和速度快于供给端，预计“两会”后需求释放+调控减弱，猪价有望现阶段高点。2、当前产能效率下降明显，不应乐观估计 3Q20 出栏量的恢复，全年猪价或在 25-35 元/公斤高位震荡。3、非瘟常态化下，“自育肥”+二元轮回杂交的组合策略攻守兼备，快速补充产能、同时降低疫病风险，充分享受集中度提升红利。4、长期看屠宰在产业链定位上移，下游一体化整合在即。
- **全球新冠疫情加速扩散，国内防疫转向持久战。**截止 3 月 30 日全球新冠疫情累计确诊达 69 万例，欧美主要国家仍处于快速扩散阶段，国内在复工复产时期防境外输入型病例形势仍较严峻，展望未来 1-2 个季度，防疫战或由阻击战转为持久战，对国内生产、居民部门收入和消费持续造成影响。
- **政策指引短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级。**1、短期在新冠疫情防控下，加快产业链复工复产、确保物资和产品运输畅通，加强市场监测和调控，实现猪肉保供稳价；2、中期加快生猪产能恢复，确保 2020 年年底生猪产能基本恢复到接近正常年份水平。“精准脱贫”下，大企业带家庭农户、中小散户发展；3、长期引导产业链升级：构建现代养殖体系、健全现代生猪流通体系、完善动物疫病防控体系。
- **冻肉投放有效平抑超高猪价，进口有望再提升但具不确定性。**中央一号文件提出“加强市场监测和调控，做好猪肉保供稳价工作”。自 19 年 12 月以来，央储冻肉以每周 1 次的频率密集投放累计 16 批、39 万吨，有效平抑超高猪价。2020 年猪肉进口量保持快增，但新冠疫情带来不确定性。
- **新冠短期冲击需求，非瘟长期抑制供给。**需求端：在外就餐需求受明显冲击，或需 1-2 个季度恢复。供给端产能底部已确认，但生产效率下降明显：1）新冠严防下非瘟“意外”缓解，短期出栏节奏改变，中期产能恢复进度延缓；2）2H19 行业大规模“三元肥转母”补充产能，预计 20-21 年产能到出栏量的乘数下降明显，大集团“高补高淘”&中小散逐步出局；3）在非瘟长期扎根于中国、传统三元杂交育种体系遭受严重破坏的当下，“自育肥”+二元轮回杂交的组合策略攻守兼备，有望实现快速补充产能、同时降低疫病风险，充分享受集中度提升红利。
- **判断 2020 年猪价在 25-35 元/公斤高位震荡，“两会”后或现阶段高点。**短期供需两弱，但需求端冲击影响更大，高猪价阶段性承压。往后看，供需均在逐步修复，但预计需求端修复力度和速度快于供给端，预计“两会”后需求释放+调控减弱，猪价有望现阶段高点。因当前产能效率下降明显，不应乐观估计 3Q20 出栏量恢复，预计全年猪价在 25-35 元/公斤高位震荡，

投资建议：成长逻辑下，沿产业升级主线索选股。1、关注“自育肥”+二元轮回杂交模式的相关公司，该策略在非瘟常态化下攻守兼备，有望实现快速补充产能、同时降低疫病风险，充分享受集中度提升红利。2、温氏股份：生产端已完成育种、兽药、饲料、农牧设备制造、养殖一体化布局，下游布局屠宰、生鲜。“整合”基因有望使其最快打通产业链，由生产端向销售端布局，赚取品牌溢价。**3、双汇发展：**肉制品提价效果良好，20 年有望推动吨利较好增长，长期伴随原材料成本周期性回落，推动公司利润中枢上台阶，且新管理层大刀阔斧推动肉制品战略、运营、渠道、研发等改革，或重新拉动肉制品销量增长，成长性有望逐步凸显。

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，且当前没有一直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 年上半年一度跌至近 8 年最低价，2019 年重启猪价上行周期。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或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，都将面临利润下降甚至亏损的风险。**3、业绩不达预期的风险：**当前市场对生猪板块 20 年利润预期较高，从价、量、本三个变量看，影响 20 年猪价的主要不确定性因素在于：新冠疫情防控导致在外就餐需求骤降、以及高价格下家庭消费对热鲜肉的需求急速下滑、进口肉的大幅增加、出于民生的考虑政府对高价格必要的调控。此外若疫情大面积复发，使得上市公司出栏量折损比例较大，进而提高成本费用，均影响上市公司 2020 年业绩。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2020/3/30	2019A/E	2020E	2021E	2022E	2019A/E	2020E	2021E		2022E
300498.SZ	温氏股份	30.80	2.68	6.39	3.25		11.5	4.8	9.5		强烈推荐
000895.SZ	双汇发展	37.98	1.64	1.67	2.03	2.52	23.2	22.7	18.7	15.1	强烈推荐
002714.SZ	牧原股份	114.50	2.77	15.15	14.62	12.81	41.3	7.6	7.8	8.9	未评级
000876.SZ	新希望	28.57	1.11	2.91	2.99		25.8	9.8	9.6		未评级

备注：1、温氏股份、新希望尚未披露 2019 年年报；

2、牧原股份、新希望尚未评级，2020-2022 年 EPS 取 Wind 一致预期。

正文目录

一、	全球疫情加速扩散，国内防疫转向持久战	6
二、	政策：短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级	7
2.1	短期加快复工+稳产保供，中央储备肉密集投放	7
2.2	加快构建现代养殖体系、健全现代生猪流通体系	11
三、	供需两弱：新冠短期冲击需求，非瘟长期抑制供给	14
3.1	需求端：在外就餐需求受明显冲击，或需 1-2 个季度恢复	14
3.2	供给端：产能底部已确认，但生产效率下降明显	16
3.3	“自育肥”+二元轮回杂交的组合在非瘟疫情下攻守兼备	18
四、	后非瘟时代：屠宰定位上移，下游一体化整合在即	22
4.1	美国经验：屠宰端自下而上，通过“合同生产”整合养殖端	22
4.2	中国屠宰集中度较低，屠宰-零售环节呈“小 b to 小 b”格局	24
4.3	饲料：饲料-养殖一体化基本实现，“公司+农户”向下游延伸	26
4.4	养殖：生产端一体化布局基本已完成，后非瘟时代养殖将向下游屠宰延伸	27
4.5	后非瘟时代产业链格局之变：聚焦养殖与屠宰互相整合	28
五、	投资建议：成长逻辑下，沿产业升级主线索选股	29
六、	风险提示	30

图表目录

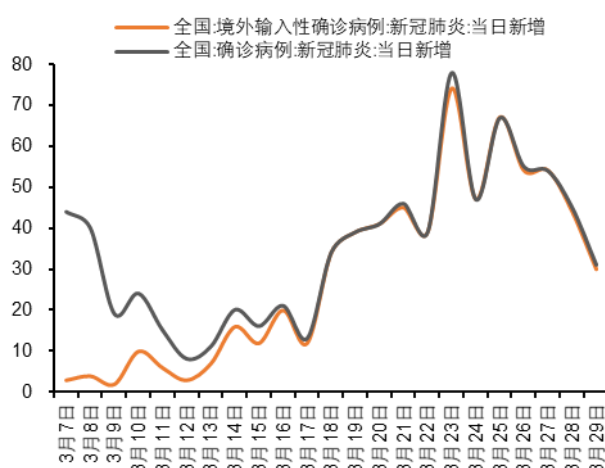
图表 1	当前国内新增病例（例）主要为境外输入型	6
图表 2	截至 29 日累计确诊病例（万例）前 8 国家	6
图表 3	全球当日新增病例：欧美主要国家新冠疫情处于高速扩散阶段，单位：例	6
图表 4	政策指引：短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级	7
图表 5	政策短期聚焦疫情防控期间的复工、稳产、保供给	8
图表 6	2020 年以来中央储备肉密集投放，累计 25 万吨	9
图表 7	2020 年进口猪肉有望大幅提高，单位：万吨	10
图表 8	FAO 肉类价格指数 19 年连续 11 个月上升	10
图表 9	中国进口猪肉主要来源国	10
图表 10	USDA 预测 2020 年美国产量同比增 46 万吨	10
图表 11	主要进口国遭受新冠疫情明显冲击	11
图表 12	政策指引产业升级重点任务：加快构建现代养殖体系、健全现代生猪流通体系	12
图表 13	3 月 10 日，国家发改委、农业农村部联合印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》	13
图表 14	2 月社零餐饮增速（%）断崖式下滑	14
图表 15	餐饮营业门店及账单数趋势	14
图表 16	餐饮账单流水增长趋势对比	14
图表 17	餐饮外卖营业额增长趋势对比	14
图表 18	20 年 2 月定点屠宰量环比-44.9%	15
图表 19	2020 年春节后 9 周新发地市场白条猪日均上市量较往年骤降，单位：头	15
图表 20	疫情对居民部门的冲击正在显现（单位：%）	15
图表 21	1Q20 GDP 季度增速或环比大幅回落	15
图表 22	主要上市公司 2 月出栏量环比降幅明显，单位：万头	16
图表 23	2 月能繁母猪存栏环比增 1.7%，为连续 5 个月环比增加	16
图表 24	滞后 4 个月的能繁母猪存栏同比与仔猪月均价同比的关系	17
图表 25	滞后 10 个月的能繁母猪存栏同比与生猪月均价同比的关系	17
图表 26	传统三元杂交繁育体系：祖代-父母代（扩繁 12 个月）-商品代（10 个月）	17
图表 27	各种繁育方法效率的比较	18
图表 28	二元母猪价格创历史新高，单位：元/kg	18
图表 29	仔猪价格创历史新高，单位：元/kg	18
图表 30	三元杂交与二元轮回杂交对比	19
图表 31	最常用的商品猪生产模式：三元杂交	19
图表 32	轮回杂交示意图	19
图表 33	二元轮回杂交繁育体系下生产性生物资产快速恢复，单位：亿元	20

图表 34	二元轮回杂交繁育体系下能繁母猪存栏量快速恢复，单位：万头.....	20
图表 35	“公司+农户”VS“自育肥”模式对比	21
图表 36	“自育肥”模式+二元轮回杂交繁育体系下产能扩张节奏对猪价变化快速响应	21
图表 37	美国生猪产业链一体化是由屠宰端自下而上向养殖端整合.....	22
图表 38	美国生猪屠宰环节 CR5 74%.....	23
图表 39	美国生猪养殖环节 CR5 34%.....	23
图表 40	美国养猪场依当日市场价格出售生猪的比例	23
图表 41	荷美尔年屠宰约 1100 万头生猪，其中 2/3 为订单、合同式生产	23
图表 42	美国养殖端 1980-90 中小散快速退出，90-00 规模化快速提升	24
图表 43	美国生猪养殖业进入 2000 年后大型规模场存栏占比进一步提升.....	24
图表 44	中国屠宰结构分层（2016）	24
图表 45	规模以上定点屠宰量占全国屠宰量 30-35%	24
图表 46	农贸市场仍是生猪肉售卖最主要渠道（单位：百万吨）	25
图表 47	中国猪肉产品仍以热鲜肉为主，但随着消费意识提升，冷鲜肉消费占比正快速提高（单位：百万吨）	25
图表 48	饲料企业再下游分散&效率较低时可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质	26
图表 49	环保限养+非瘟疫情倒逼饲料企业快速向下游延伸布局养殖环节（单位：万头）	27
图表 50	美国在规模化提升后，周期拉长且下行阶段持续时间更长.....	28
图表 51	中国生猪产业链各环节利润占比随生猪价格变动而变动（%）	28
图表 52	美国养殖、屠宰环节实际利润（剔除价格因素）随规模化&效率提升逐渐下降(单位：美分/磅).....	28
图表 53	中国生猪产业链在后非瘟时代格局变化推演	29

一、全球疫情加速扩散，国内防疫转向持久战

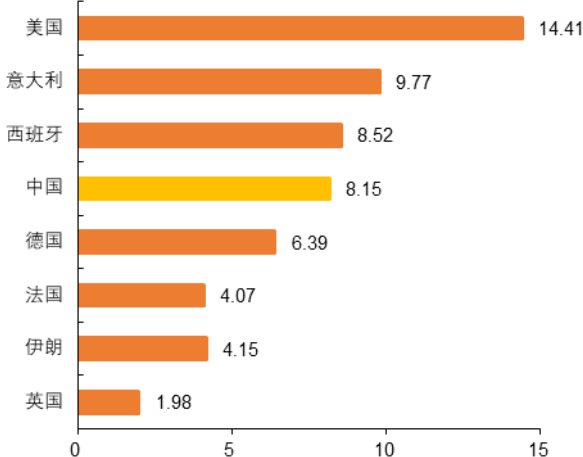
本土防疫取得阶段性胜利，现新增主要为境外输入型。截至 29 日，国内累计确诊 8.15 万例，29 日新增 31 例，其中 30 例为境外输入或关联病例。国内新增病例于 3 月 12 日降至 8 例，标志着本土防疫取得阶段性胜利，但随后新增病例于 3 月 17 日后再次上行，主要为境外输入（或关联病例）型。

图表1 当前国内新增病例（例）主要为境外输入型



资料来源: Wind、平安证券研究所

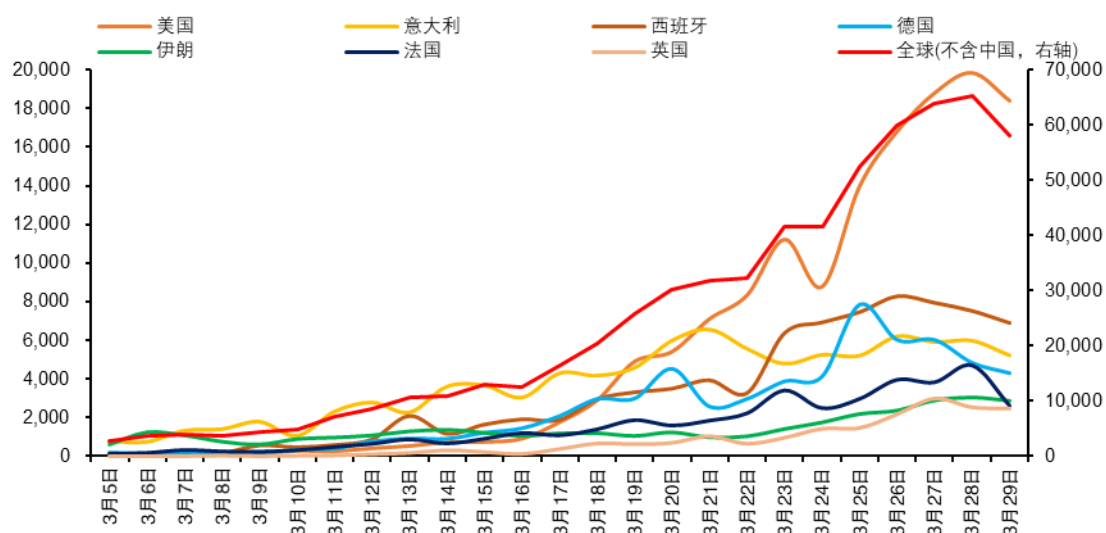
图表2 截至 29 日累计确诊病例（万例）前 8 国家



资料来源: Wind、平安证券研究所

欧美主要国家处于高速扩散阶段，国内防疫由阻击战转为持久战。得益于春节假期、体制差异、生活习惯，国内防疫战能够快速阻断人流、物流，在较短时期内基本控制住疫情。而当前欧美主要国家新冠疫情处于快速扩散阶段，国内在复工复产时期防境外输入型病例形势仍较严峻，展望未来 1-2 个季度，防疫战或由阻击战转为持久战，对国内生产、居民部门收入和消费持续造成影响。

图表3 全球当日新增病例：欧美主要国家新冠疫情处于高速扩散阶段，单位：例



资料来源: Wind、平安证券研究所

备注: 新冠疫情新增确诊病例统计截止日期为 2020 年 3 月 29 日

二、政策：短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级

当前生猪产业政策的总体指导思想是“稳中求进”，非瘟疫情叠加新冠疫情影响下：

“稳”有两层含义：1）短期在新冠疫情防控下，加快产业链复工复产、确保物资和产品运输畅通，加强市场监测和调控，做好猪肉保供稳价工作；2）中期加快生猪产能恢复，确保 2020 年年底生猪产能基本恢复到接近正常年份水平。“精准脱贫”下，大企业带家庭农户、中小散户发展。

“进”指生猪产业链升级：1）构建现代养殖体系；2）健全现代生猪流通体系；3）完善动物疫病防控体系。

图表4 政策指引：短期稳价保供、中期加快复产、长期产业升级

政府部门	政策	政策具体要求和指引
中共中央、国务院	2020 年中央一号文件 《中共中央国务院关于 抓好“三农”领域重点工作 确保如期实现全面小康的意见》	<p>（十五）加快恢复生猪生产： 确保 2020 年年底前生猪产能基本恢复到接近正常年份水平。 落实“省负总责”，压实“菜篮子”市长负责制，强化县级抓落实责任，保障猪肉供给。 坚持补栏增养和疫病防控相结合，推动生猪标准化规模养殖，加强对中小散养户的防疫服务，做好饲料生产保障工作。 严格落实扶持生猪生产的各项政策举措，抓紧打通环评、用地、信贷等瓶颈。 纠正随意扩大限养禁养区和搞“无猪市”、“无猪县”问题。 严格执行非洲猪瘟疫情报告制度和防控措施，加快疫苗研发进程。 引导生猪屠宰加工向养殖集中区转移，逐步减少活猪长距离调运，推进“运猪”向“运肉”转变。 加强市场监测和调控，做好猪肉保供稳价工作，打击扰乱市场行为，及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制。 支持奶业、禽类、牛羊等生产，引导优化肉类消费结构。</p> <p>（十六）加强现代农业设施建设： 启动农产品仓储保鲜冷链物流设施建设工程。加强农产品冷链物流统筹规划、分级布局和标准制定。安排中央预算内投资，支持建设一批骨干冷链物流基地。 国家支持家庭农场、农民合作社、供销合作社、邮政快递企业、产业化龙头企业建设产地分拣包装、冷藏保鲜、仓储运输、初加工等设施，对其在农村建设的保鲜仓储设施用电实行农业生产用电价格。 依托现有资源建设农业农村大数据中心，加快物联网、大数据、区块链、人工智能、第五代移动通信网络、智慧气象等现代信息技术在农业领域的应用。开展国家数字乡村试点。</p> <p>（十七）发展富民乡村产业。 重点培育家庭农场、农民合作社等新型农业经营主体，培育农业产业化联合体，通过订单农业、入股分红、托管服务等方式，将小农户融入农业产业链。</p>
农业农村部	《关于加快畜牧业 机械化发展的意见》	<p>生猪...规模化养殖机械化率达到 70%以上，...大规模养殖场基本实现全程机械化。标准化规模养殖与机械化协调并进的畜牧业发展新格局基本形成，有条件的地区主要畜种规模化养殖率先基本实现全程机械化。 聚焦畜牧业主产区规模养殖场，巩固提高饲草料生产与加工、饲草料投喂、环境控制等环节机械化水平，加快解决疫病防控、畜产品采集加工、粪污收集处理与利用等薄弱环节机械装备应用难题，构建区域化、规模化、标准化、信息化的全程机械化生产模式。</p>
农业农村部	《新型农业经营主体 和服务主体高质量发展规划 （2020—2022 年）》	<p>提倡“龙头企业+基地+合作社+农户”模式，以及龙头企业合作社化模式，提高企业对农户的带动能力； 支持家庭农场、农民合作社等新型经营主体建设产地分拣包装、冷藏保鲜、仓储运输、初加工等设施，促进农业现代化水平的提升</p>

资料来源：中共中央、国务院、农业农村部、平安证券研究所

2.1 短期加快复工+稳产保供，中央储备肉密集投放

■ 2.1.1 短期聚焦产业链复产，确保“菜篮子”产品稳产保供

疫情防控期间，国务院联防联控机制、农业农村部等多部委密集出台政策支持产业链上下游企业加

快复工、确保物资和产品运输畅通、完善临时贷款贴息补助政策、加大信贷支持力度、抓好“菜篮子”产品稳产保供。

当前饲料企业复工率已达 87%，其中排名前 100 位的重点饲料企业复工率已达 99%。

兽药生产企业复工率达 85%，其中高致病禽流感、口蹄疫等疫苗生产企业已全面复工。

农资重点企业复工率达 88%，农资门店营业率达 90%，县级道路的通畅无关卡达 92%。全国有 25% 的省份门店及企业复工均达 100%，农资供应能够达到常年水平。据农业农村部对全国 1200 个农业县的调度，目前有不到 5% 的县仍有一定的农资缺口。

屠宰方面，全国 5520 家生猪屠宰企业复工率达 87%，其中 2638 家年屠宰量在 2 万头以上的企业开工率达 92%。家禽屠企开业率已超 80%，活禽压栏、产品压库问题得到明显缓解。

图表5 政策短期聚焦疫情防控期间的复工、稳产、保供给

2月4日	农业农村部	各地不得以防疫为由，违规拦截仔猪雏禽及种畜禽运输车辆、饲料运输车辆和畜产品运输车辆，不得关闭屠宰场，不得封村断路，支持企业尽早复工。
		“菜篮子”产品稳产保供： 产区要保证本区域“菜篮子”产品产得出、运得走、不积压、不卖难；销区要主动对接产区，保证“菜篮子”产品调得进、供得上、不脱销、不断档
		抓好“菜篮子”产品生产： ...加快恢复生猪生产，及时做好畜禽补栏，毫不放松抓好非洲猪瘟、禽流感等重大动物疫病防控...
		落实好鲜活农产品运输“绿色通道”政策： ...畅通农业生产资料物流通道，不得拦截蔬菜种苗、仔猪雏禽及种畜禽、水产种苗、饲料、化肥等农资运输车辆...
2月12日	国务院 联防联控机制	加强活禽交易市场分类管理： 对正常开放的，明确开办者和销售者责任，完善经营设施条件，加强监管排查，严格落实按时清洗消毒、定期休市、过夜零存栏等管理措施。对因防范疫情暂停交易的，通过集中屠宰、产销对接等方式，建立“点对点”活禽销售通道，帮助养殖场户解决活禽屠宰上市问题。对有条件和已实行永久性关闭的，统筹谋划禽肉、猪牛羊肉及其他“菜篮子”产品供应，加强产销对接，提升产业链质量，完善配送体系，推行冰鲜和冷冻肉类上市。
		着力解决养殖场户断粮、缺料、缺药等突出问题，推动饲料、屠宰等养殖行业上下游企业尽快复工复产： 加大玉米等储备粮投放，加快豆粕等生产企业开工，保障大宗饲料原料供给。将饲料、种畜禽、兽药、畜产品包装材料等生产企业列入复工复产重点企业名单。不得关闭正常经营的屠宰场，支持合法合规的屠宰场尽快复工。
2月14日	财政部、 农业农村部	减免农业信贷担保相关费用 尽快拨付农业生产救灾资金，支持水稻、小麦、蔬菜病虫害和草地贪夜蛾防控，促进春耕备耕和当地蔬菜稳产保供。加大农产品冷藏保鲜支持力度，重点是支持家庭农场和合作社完善田间地头冷藏保鲜设施。中央财政农业生产发展等资金向疫情重点地区倾斜，在测算分配时向湖北省等重点疫情防控地区倾斜。
		加快饲料企业和畜禽屠宰加工企业复工复产： 除武汉等疫情严重的城市外，各地都要允许饲料和畜禽屠宰加工企业复工，不得设置审查核准等限制条件。优先保障相关企业的人员防护物资需求和水、电、气等供应。优先安排相关企业用工返岗返岗，地方政府统一组织的返岗包车纳入疫情防控应急运输绿色通道政策范围。建立饲料原料供需调度机制，强化供需产销对接，增加政策性玉米投放供应，适时调配投放库存稻谷、小麦等替代原料，加快豆粕等上游原料生产企业开工。
		要确保物资和产品运输畅通。 将饲料产品及玉米、豆粕等饲料原料、种畜禽、仔猪雏禽、水产苗种、出栏畜禽、生鲜乳、乳制品、鲜活水产品、冷鲜猪肉、转场蜜蜂等纳入生活必需品应急运输保障范围，尽快打通养殖业所需物资下乡和产品进城进厂的运输通道，不得拦截仔猪、雏禽及种畜禽、饲料原料及产品、畜禽水产品运输车辆。对一些县、乡、村封村封路、一哄而返等不恰当做法，要坚决予以纠正。
2月15日	农业农村部、 国家发改委、 交通运输部	要千方百计推进当前养殖业解困。 各地要帮助家禽重点养殖场（户）和饲料企业、屠宰企业建立对接机制，协调解决流动资金贷款，落实活禽交易市场分类管理，必要时地方政府要采取禽肉、禽蛋产品临时收储措施。要“点对点”协调解决好新建和改扩建生猪养殖项目的建筑用工和建筑材料供应问题。要督促乳品加工企业严格履行生鲜乳购销合同，敞开收购生鲜乳，支持采取生鲜乳喷粉等应急措施。要协调建立水产品销售流通对接渠道，帮助重点水产加工企业尽快复工复产，解决好对虾、罗非鱼、小龙虾等产品压塘严重问题。
		促进畜禽水产品产销衔接。 加强畜禽水产品产销调度分析，建立产销衔接平台，收集发布产销信息，引导及时精准对接，解决产品“卖不出”和“买不到”的问题。重点解决贫困地区特色养殖产品销路问题，确保贫困群众的养殖产品有销路、卖得出。
		把复工复产支持政策落实到企业。 各地要协调帮助饲料、养殖、屠宰加工和水产品加工等骨干企业纳入疫情防控重点保障企业名单，组织开展银企对接，将国家专项再贷款和贴息政策落实到位，争取享受税收减免等政策...
2月18日	农业农村部	优化农业行政审批服务 9 项便民措施保障疫情期间农资供应和农业生产
2月18日	国务院 常务会议	分类细化农村疫情防控科学指导，支持从南到北抓紧做好春耕备耕，加强越冬作物管理。推动种子、化肥、饲料等农资企业加快复产，建立农资保供运输绿色通道。今年稻谷最低收购价保持稳定，视情可适当提高。鼓励有条件地区恢复双季稻。

抓好畜禽生产，对重点地区损失较大的家禽养殖场户给予延长还贷期限等支持。推动屠宰企业与养殖场户对接。加快恢复生猪生产，将养殖场户贷款贴息补助范围由年出栏 5000 头以上调整为 500 头以上。增加冻猪肉国家收储。加强重大病虫害和动物疫病防控，强化监测和应对准备。

2 月 20 日 农业农村部

抓实抓细夏季粮油田管，立足实际搞好分区分类精准指导，推动低、中风险地区全力恢复农业生产，对湖北及周边等疫情较重地区专门制定方案，帮助解决实际困难；抓早抓好春耕备耕各项工作，进一步压紧压实“米袋子”省长负责制，保持粮食播种面积和产量稳定，督促各地加快农资企业复工复产，提前做好农资调运储备工作。全力推进“菜篮子”产品生产保供，进一步压实“菜篮子”市长负责制，落实好鲜活农产品“绿色通道”政策，及时协调解决难点堵点，加强与武汉等重点城市“菜篮子”产品点对点对接，保障供应和市场稳定。着力解决畜禽水产养殖遇到的困难，加快恢复养殖业正常生产经营秩序。全力加快生猪生产恢复，进一步推动落实省负总责要求，制定配套政策措施，层层压实生猪稳产保供责任，推进各项扶持政策落地...

3 月 19 日 农业农村部、
财政部、
银保监会

完善临时贷款贴息补助政策：将享受临时贷款贴息补助政策的规模猪场条件由年出栏 5000 头以上调整为年出栏 500 头以上，新纳入支持范围的支持对象贴息期间为 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日。
增强政策性农业信贷担保作用：省级农业信贷担保机构要积极为符合担保要求的种猪场（含地方猪保种场）和年出栏 500 头以上的规模猪场提供信贷担保服务，并保证贷款尽快到位。对于 200 万至 1000 万元（含）之间的担保项目，纳入政策性业务考核范围的有效期限延长至 2020 年 12 月 31 日，并可按规定享受担保费用补助和业务奖补政策。
加大信贷支持力度。将生猪养殖贷款不良贷款率放宽至不高于涉农贷款不良率 3 个百分点以内。支持银行将养殖圈舍、大型养殖机械、生猪活体纳入可接受押品目录，将土地经营权、养殖圈舍、大型养殖机械抵押贷款试点范围扩大到全国各省（区、市），并积极稳妥开展生猪活体抵押贷款试点。

资料来源：国务院、国家发改委、农业农村部、财政部、交通运输部、平安证券研究所

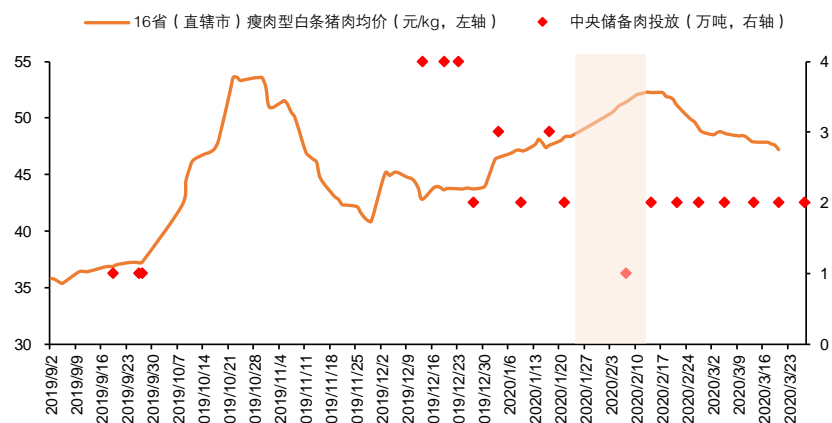
■ 2.1.2 央储冻肉密集投放，有效平抑超高猪价

中央一号文件提出“加强市场监测和调控，做好猪肉保供稳价工作，打击扰乱市场行为，及时启动社会救助和保障标准与物价上涨挂钩联动机制”；19 年 12 月农业农村部发布的《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》提出“确保明年元旦春节和全国‘两会’期间猪肉市场供应基本稳定”。

据我们统计，自 19 年 12 月以来，中央储备肉以每周 1 次的频率（除春节放假期间）密集投放累计 16 批、39 万吨，其中元旦前共计 4 批，14 万吨；元旦后至春节前共计 4 批，10 万吨；春节后至今共计 8 批，15 万吨。

观察 16 省（直辖市）瘦肉型白条猪肉均价，我们认为，除春节假期间无冻肉投放+新冠疫情严控下屠宰开工率不足导致猪肉均价较快提升至阶段高位，储备肉密集投放对非瘟疫情+出栏节奏导致的超高肉价抑制较明显（合理假设新冠疫情下，供给端的屠企产能利用率不足对冲了需求端的餐饮消费量骤降的影响）。

图表6 2020 年以来中央储备肉密集投放，累计 25 万吨

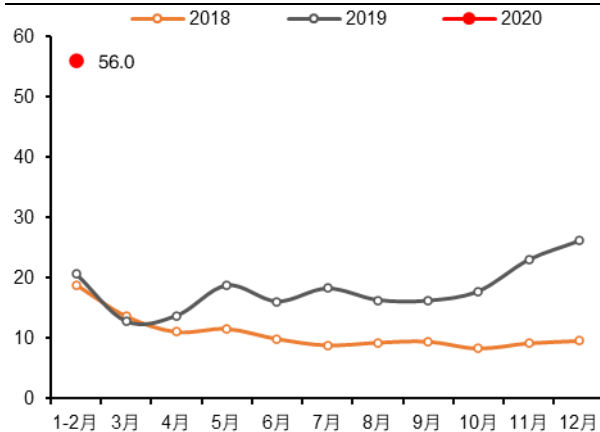


资料来源：华储网、Wind、平安证券研究所

2.1.3 2020 年猪肉进口量保持快增，但新冠疫情带来较大不确定性

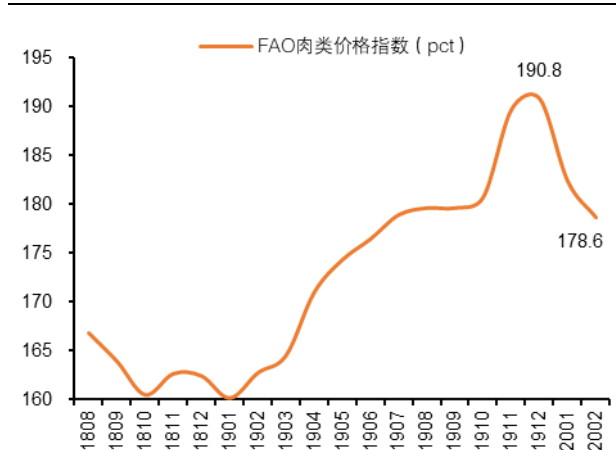
国内高猪价拉动肉类进口量。根据海关总署，2019 年进口猪肉 210.8 万吨，较 18 年增 75%；进口牛肉 165.9 万吨，同比增 59.7%；根据 FAO，受猪肉、牛肉和羊肉出口增加影响，2019 年全球肉类价格指数处于上升通道，自 19 年 2 月连续 11 个月增长，至 19 年 12 月达 190.8。**2020 年在国内猪肉供给仍偏紧的格局下，猪肉进口量将继续快速提升。根据海关总署，1-2 月猪肉进口 56 万吨，同比增 158%。**

图表7 2020 年进口猪肉有望大幅提高，单位：万吨



资料来源：海关总署、平安证券研究所

图表8 FAO 肉类价格指数 19 年连续 11 个月上升



资料来源：FAO、平安证券研究所

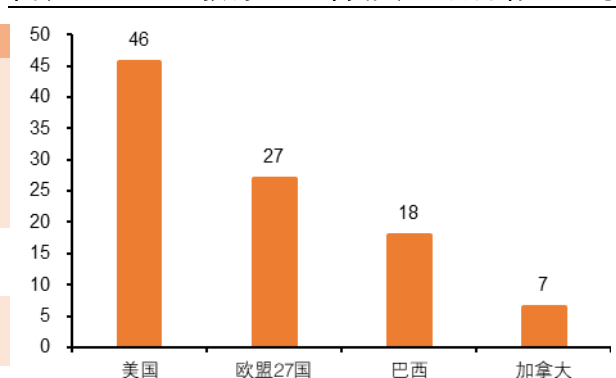
预计 2020 年中国猪肉进口量仍将显著提升。根据 USDA，主要进口国 2020 年猪肉产量均有提升，如美国、欧盟 27 国、巴西、加拿大 2020 年产量较 19 年分别提升 46、27、18、7 万吨，在中国肉蛋白价格高企的背景下，各国出口需求较高。估计 2020 年全球猪肉可供贸易量新增超 100 万吨，中国猪肉进口量或在 2019 年 211 万吨的基础上再增 50-100 万吨。

图表9 中国进口猪肉主要来源国

	2019 年(万吨)	占比	2018 年(万吨)
德国	32.3	16.2%	22.8
西班牙	38.2	19.1%	22.0
荷兰	15.5	7.8%	8.3
丹麦	16.4	8.2%	7.2
法国	8.2	4.1%	4.9
美国	24.5	12.3%	8.6
加拿大	17.2	8.6%	16.0
巴西	24.1	12.1%	15.0
智利	7.9	4.0%	4.4

资料来源：海关总署、平安证券研究所

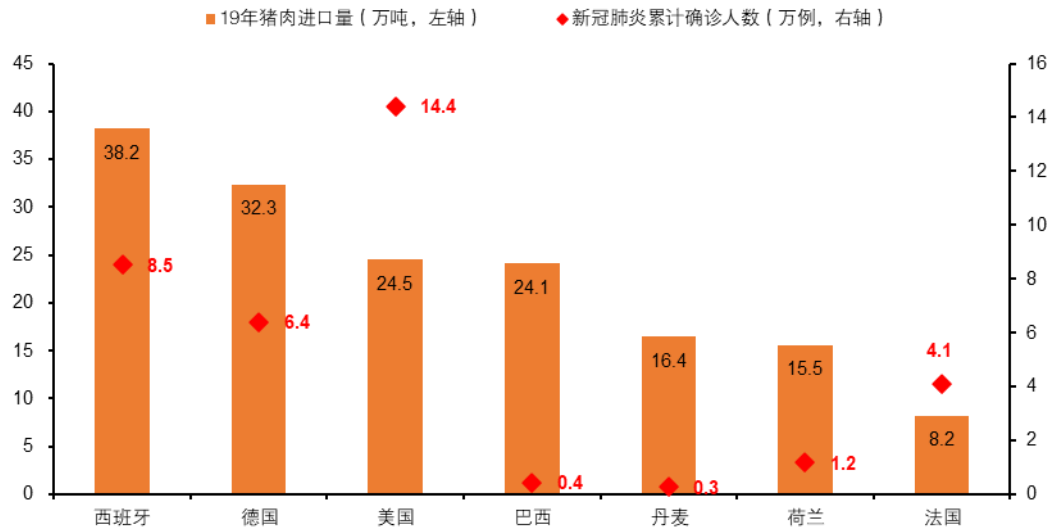
图表10 USDA 预测 2020 年美国产量同比增 46 万吨



资料来源：USDA、平安证券研究所

新冠疫情增加不确定性。当前中国猪肉主要进口国遭受疫情冲击明显，生猪生产、货运、甚至引种均受到不同程度的影响。因此，2-3 季度猪肉进口量存在较大不确定性。根据 FAO，肉类价格指数 2 月平均为 178.6 点，较 1 月降 3.7 点（2.0%），为连续第二个月下降，2 月国际羊肉价格跌幅最大，其次是牛肉，主因中国进口减少，反映港口货物处理出现延误，反过来又导致主要出口国库存增加。目前猪肉的进口需求从此前的高位有所下降，但欧洲供应紧张略微推高价格。

图表11 主要进口国遭受新冠疫情明显冲击



资料来源：海关总署、Wind、平安证券研究所

备注：新冠疫情累计确诊病例统计截止日期为2020年3月29日

2.2 加快构建现代养殖体系、健全现代生猪流通体系

2.2.1 推动标准化规模养殖，通过“龙头+”帮扶中小养殖户

推动生猪标准化规模养殖：引导龙头企业对规模养殖场开展现代化升级改造，积极推进养殖全程机械化，提升生猪养殖规模和效率。标准化规模养殖与机械化协调并进的畜牧业发展新格局基本形成，有条件的地区主要畜种规模化养殖率先基本实现全程机械化。

通过“龙头+”帮扶中小养殖户：鼓励龙头企业发挥技术和市场优势，与农村集体经济组织、合作社等有效对接，通过“公司+农户”、托管租赁、入股加盟等方式带动中小养殖场户发展生猪养殖，促进中小养殖场户与现代养殖体系有机衔接。重点培育家庭农场、农民合作社等新型农业经营主体，培育农业产业化联合体，通过订单农业、入股分红、托管服务等方式，将小农户融入农业产业链。

打通环评、用地、信贷等瓶颈：

1、环评：“对年出栏 5000 头以上的生猪养殖场建设，开展环评告知承诺制试点，建设单位提交承诺书和环评报告的，可以不经过开工前的评估审查，直接作出审批决定”。

2、用地：“养殖生产及直接关联的粪污处理、检验检疫、清洗消毒、病死畜禽无害化处理等农业设施用地，可以使用一般耕地，不需要占补平衡。鼓励利用农村集体建设用地、“四荒地”等发展生猪生产，允许建设多层养殖设施建筑。对于将不符合要求的耕地或其他土地划入永久基本农田的，经县级自然资源主管部门会同农业农村主管部门核实后，允许发展生猪养殖，并结合永久基本农田核实整改工作，及时保质保量进行补划。”

3、信贷：完善临时贷款贴息补助政策：将享受临时贷款贴息补助政策的规模猪场条件由年出栏 5000 头以上调整为年出栏 500 头以上；增强政策性农业信贷担保作用；加大信贷支持力度：将生猪养殖贷款不良贷款率放宽至不高于涉农贷款不良率 3 个百分点以内。

图12 政策指引产业升级重点任务：加快构建现代养殖体系、健全现代生猪流通体系

	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》 国务院办公厅，2019年9月	《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》 农业农村部，2019年12月
稳定当前生猪生产	(四)促进生产加快恢复；(五)规范禁养区划定与管理；(六)保障种猪、仔猪及生猪产品有序调运；(七)持续加强非洲猪瘟防控；(八)加强生猪产销监测；(九)完善市场调控机制。	(一)落实生猪规模化养殖场建设补助项目；(二)加大农机购置补贴支持力度；(三)保障养殖用地；(四)落实财政支持项目；(五)加大金融保险支持
加快构建现代养殖体系	(十)大力发展标准化规模养殖。按照“放管服”改革要求，对新建、改扩建的养猪场(户)简化程序、加快审批...调整优化农机购置补贴机具种类范围，支持养猪场(户)购置自动饲喂、环境控制、疫病防控、废弃物处理等农机装备。 (十一)积极带动中小养猪场(户)发展。鼓励有意愿的农户稳步扩大养殖规模。各地区要创新培训形式，帮助中小养猪场(户)提高生产经营管理水平。鼓励各地区通过以奖代补、先建后补等方式，支持中小养猪场(户)改进设施装备条件。发挥龙头企业和专业合作经济组织带动作用，通过统一生产、统一营销、技术共享、品牌共创等方式，与中小养猪场(户)形成稳定利益共同体。培育壮大生产性服务业，采取多种方式服务中小养猪场(户)。对散养农户要加强指导帮扶，不得以行政手段强行清退。 (十二)推动生猪生产科技进步。加强现代生猪良种繁育体系建设，实施生猪遗传改良计划，提升核心种源自给率，提高良种供应能力... (十三)加快养殖废弃物资源化利用 (十四)加大对生猪主产区支持力度。统筹资源环境条件，引导生猪养殖向环境容量大的地区转移，支持大型生猪养殖企业全产业链布局...推动形成销区补偿产区的长效机制	(六)继续开展生猪养殖标准化示范创建活动。三年内再创建120家可复制、可推广的高质量标准化示范场，总结推广典型模式，辐射带动标准化生产水平的提升。 (七)帮扶中小养殖户恢复生产。在湖南、湖北、广东、广西、重庆、四川、贵州、云南、陕西9省(市)各选择1-2个脱贫攻坚任务较重的地级市，推动大型生猪养殖企业与地方对接，通过“公司+农户”、托管租赁、入股加盟等方式，对中小养殖户实行包片帮扶，带动有能力有意愿的中小养殖户增养补栏。 (八)开展禁养区清理工作。配合生态环境部，督促地方全面清理超范围划定的禁养区... (九)推进养殖项目环评“放管服”改革。对年出栏5000头以上的生猪养殖场建设，开展环评告知承诺制试点，建设单位提交承诺书和环评报告的，可以不经过开工前的评估审查，直接作出审批决定。 (十四)加快推进粪污资源化利用。...到2020年底，全国畜禽粪污综合利用率达到75%以上，规模养殖场粪污治理设施装备配套率达到95%以上。
完善动物疫病防控体系	(十五)提升动物疫病防控能力；(十六)强化疫病检测和动物检疫；(十七)加强基层动物防疫队伍建设。	(十)加强非洲猪瘟等重大动物疫病防控；(十一)压实养殖场户防疫主体责任；(十二)规范疫情报告；(十三)建立健全动物防疫体系；(十五)强化病死猪无害化处理；(十七)加强科技支撑与指导服务。
健全现代生猪流通体系	(十八)加快屠宰行业提档升级。引导生猪屠宰加工向养殖集中区域转移，鼓励生猪就地就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。开展生猪屠宰标准化创建，加快小型生猪屠宰厂(场)点撤停并转。严格执行生猪屠宰环节非洲猪瘟自检和驻场官方兽医制度，对不符合检验检疫要求的屠宰厂(场)，要依法限期整改，整改不到位的责令关停。鼓励生猪调出大县建设屠宰加工企业和洗消中心，在用地、信贷等方面给予政策倾斜。 (十九)变革传统生猪调运方式。顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求，实现“运猪”向“运肉”转变，逐步减少活猪长距离跨省(区、市)调运。加强大区域内生猪产销衔接，生猪主销省份要主动与主产省份建立长期稳定的供销关系，实现大区域内供需大体平衡，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。推行猪肉产品冷链调运，加快建立冷鲜肉品流通和配送体系，实现“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”。冷链物流企业用水、用电、用气价格与工业同价，降低物流成本。加强猪肉消费宣传引导，提高冷鲜肉消费比重。 (二十)加强冷链物流基础设施建设。逐步构建生猪主产区 and 主销区有效对接的冷链物流基础设施网络。鼓励屠宰企业建设标准化预冷集配中心、低温分割加工车间、冷库等设施，提高生猪产品加工储藏能力...	(十六)规范生猪屠宰加工企业。优化主产区生猪屠宰产能布局，支持优势屠宰产能向东北、黄淮海和中南部分省区养殖集中区域转移，实现与养殖布局相匹配。在现有5005家生猪屠宰企业基础上，继续整顿清理小型屠宰场点。开展生猪屠宰标准化示范创建，2020年创建100家标准化示范企业。不定期开展监督检查，确保生猪屠宰环节非洲猪瘟自检制度和官方兽医驻场制度成为常态。 (十八)促进产销对接。推动主销区提高生猪自给率，在提升本地生猪产能基础上，到有条件地区协作建立生猪养殖基地，采取“厂场挂钩，定向供应”等方式，增强生猪供应保障能力。依托直联直报平台、《动物检疫合格证明》电子出证系统、生猪屠宰统计监测系统，保障种猪和仔猪有序调运，支持生猪及其产品“点对点”调运，促进生猪及产品有序流通。

资料来源：国务院办公厅、农业农村部、平安证券研究所

■ 2.2.2 健全现代生猪流通体系，支持民营企业全产业链发展

- 1) 支持民营企业全产业链发展，优化主产区生猪屠宰产能布局。鼓励生猪调出大县建设屠宰加工企业和洗消中心，在用地、信贷等方面给予政策倾斜。支持生猪养殖、屠宰、加工等龙头企业通过联合、收购和订单合同等方式，在省域或区域管理范围内加快全链条生产发展。引导大型养殖企业配套发展生猪屠宰加工业，在东北、华北、黄淮海、中南、西南等生猪养殖量大的地区就近配套建设屠宰加工产业，实现生猪主产区原则上就地就近屠宰，形成养殖与屠宰加工相匹配的产业格局。
- 2) 顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求，实现“运猪”向“运肉”转变。逐步减少活猪长距离跨省（区、市）调运，加强大区域内生猪产销衔接，生猪主销省份要主动与主产省份建立长期稳定的供销关系，实现大区域内供需大体平衡，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。
- 3) 推行猪肉产品冷链调运，加快建立冷鲜肉品流通和配送体系，实现“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”。冷链物流企业用水、用电、用气价格与工业同价，降低物流成本。加强猪肉消费宣传引导，提高冷鲜肉消费比重。

图表13 3月10日，国家发改委、农业农村部联合印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》

政策细节	
总体要求	<p>深入推进农业供给侧结构性改革，切实加大对民营企业发展生猪生产的政策扶持力度，优化民营企业发展生猪生产及相关产业的营商环境，鼓励民营企业立足当前加快恢复并扩大生猪生产、着眼长远转变方式促进产业转型，不断提升生猪产业发展质量和效益，确保我国猪肉基本自给，更好满足广大人民群众的美好生活需要。</p> <p>(一)加大财政支持力度。</p> <p>(二)完善金融保险支持政策。</p> <p>(三)支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难。</p> <p>(四)保障合理用地需求：…养殖生产及直接关联的粪污处理、检验检疫、清洗消毒、病死畜禽无害化处理等农业设施用地，可以使用一般耕地，不需要占补平衡。鼓励利用农村集体建设用地、“四荒地”等发展生猪生产，允许建设多层养殖设施建筑。对于将不符合要求的耕地或其他土地划入永久基本农田的，经县级自然资源主管部门会同农业农村主管部门核实后，允许发展生猪养殖，并结合永久基本农田核实整改工作，及时保质保量进行补划。</p> <p>(五)促进生猪绿色养殖。指导各地依法依规管理畜禽养殖禁养区，不得随意将地方猪保种场划入禁养区，科学规划生猪养殖布局…规范生猪规模养殖环评管理，加快落实年出栏量5000头及以上养殖场环评告知承诺制试点，对5000头以下生猪养殖场项目实行在线填写环境影响登记表备案，无需办理环评审批。</p> <p>(六)进一步深化“放管服”改革。国家关于生猪生产的各项支持政策和监管措施，对民营企业一律平等对待…</p>
加大对民营企业发展生猪生产的政策扶持力度	<p>(七)进一步做好非洲猪瘟疫情防控。</p> <p>(八)建立健全现代良种繁育测繁体系。</p> <p>(九)健全饲料供应体系：…引导饲料企业参与上下游产业发展，提高风险抵抗力。</p> <p>(十)调整和优化调运政策。</p> <p>(十一)完善市场监管体系。</p> <p>(十二)强化预期引导。定期发布生猪及猪肉产销变化和价格波动信息，引导各环节市场主体自主调整生产经营决策，加强预期管理和调节，引导养殖企业及时调整养殖规模，防止生产供应和价格大起大落。</p> <p>(十三)提升生猪养殖现代化水平：1、引导龙头企业对规模养殖场开展现代化升级改造，积极推进养殖全程机械化，提升生猪养殖规模和效率。2、鼓励龙头企业发挥技术和市场优势，与农村集体经济组织、合作社等有效对接，通过“公司+农户”、托管租赁、入股加盟等方式带动中小养殖场户发展生猪养殖，促进中小养殖场户与现代养殖体系有机衔接…</p> <p>(十四)支持民营企业全产业链发展：支持生猪养殖、屠宰、加工等龙头企业通过联合、收购和订单合同等方式，在省域或区域管理范围内加快全链条生产发展。引导大型养殖企业配套发展生猪屠宰加工业，在东北、华北、黄淮海、中南、西南等生猪养殖量大的地区就近配套建设屠宰加工产业，实现生猪主产区原则上就地就近屠宰，形成养殖与屠宰加工相匹配的产业格局。实行生猪屠宰分级管理制度，鼓励屠宰企业发展肉品精深加工和副产品综合利用，优化产品结构…</p> <p>(十五)加强冷链物流等基础设施建设。</p> <p>(十六)积极开拓国际市场。加强对全球生猪市场的监测分析，鼓励民营企业根据国内市场需求进口优质猪肉产品。</p>
优化民营企业发展生猪产业的市场环境	
引导民营企业提升生猪产业发展质量	

资料来源：国家发改委、农业农村部、平安证券研究所

三、供需两弱：新冠短期冲击需求，非瘟长期抑制供给

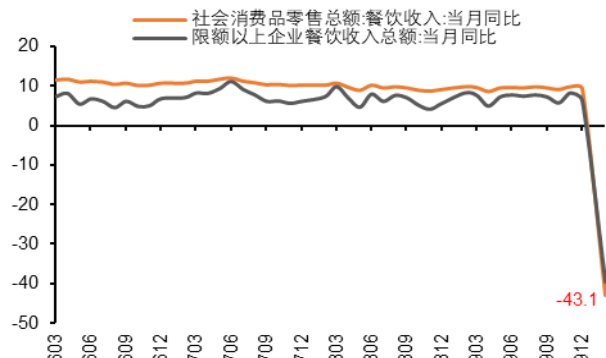
传统的猪周期分析框架下均假定需求端稳定，观察供给的收缩和扩张。但在当前双疫情下，需求端已成为与供给同样重要的变量。“黑天鹅”新冠疫情短期冲击需求，“灰犀牛”非瘟疫情长期抑制供给。双疫情下供需两弱且均在逐步修复，但需求端修复力度和速度快于供给端，预计“两会”后需求释放+调控减弱，猪价有望现阶段高点。

3.1 需求端：在外就餐需求受明显冲击，或需 1-2 个季度恢复

■ 3.1.1 短期疫情防控限制人&物流，在外就餐需求受明显冲击

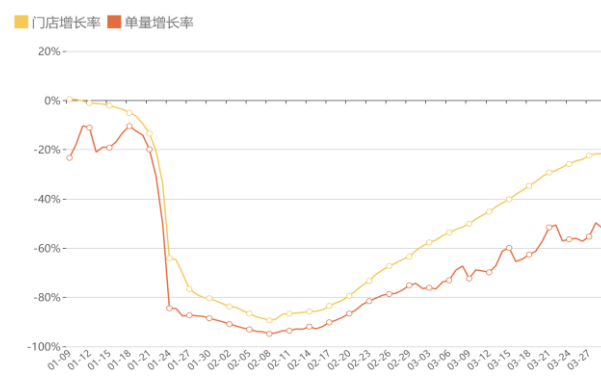
一般认为猪肉消费在家庭、餐饮端分别占比 4:6，在疫情严防下，在外就餐（包括餐饮、团膳、学校 & 企业食堂等）需求受到明显冲击。2 月社零餐饮增速断崖式下滑，降幅达 43.1%。我们认为 2020 年在外出就餐消费量或呈现“耐克型”（如图表 15 曲线形状），即一次性强冲击后，需要 1-2 个季度的逐步修复。

图表14 2月社零餐饮增速（%）断崖式下滑



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表15 餐饮营业门店及账单数趋势

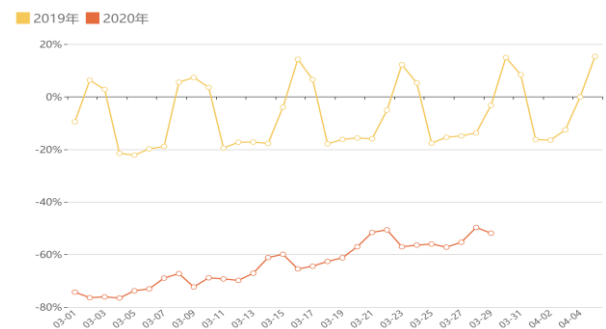


资料来源：哗啦啦、平安证券研究所

备注：图表反映每日营业门店及账单数对比当年 1 月 1 日的涨跌

根据哗啦啦（全国餐饮 SaaS 系统服务商），疫情到 3 月 29 日为止，预计餐饮市场损失 5283 亿元。营业门店数、营业额、客流量、账单数分别较正常日减少 21.6%、63.7%、57.3%、51.9%。观察餐饮营业门店及账单数增长趋势，可发现餐饮复工率正快速提高，但账单量和账单流水却恢复较慢，部分餐饮门店只做外卖单，不接受堂食。

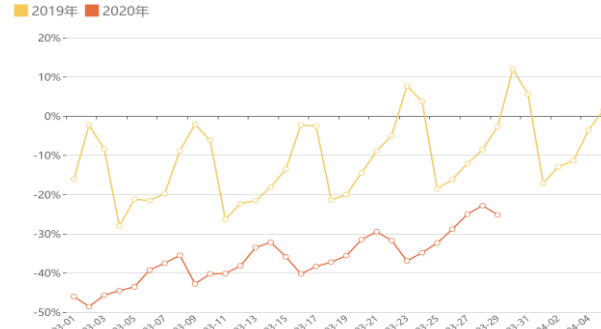
图表16 餐饮账单流水增长趋势对比



资料来源：哗啦啦、平安证券研究所

备注：图表反映账单流水增长趋势对比当年 1 月 1 日的涨跌

图表17 餐饮外卖营业额增长趋势对比



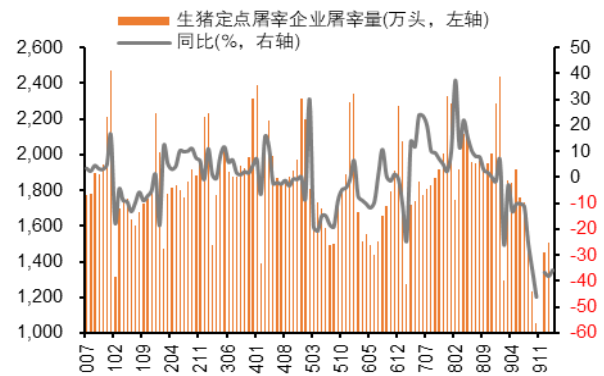
资料来源：哗啦啦、平安证券研究所

备注：图表反映外卖营业额增长趋势对比当年 1 月 1 日的涨跌

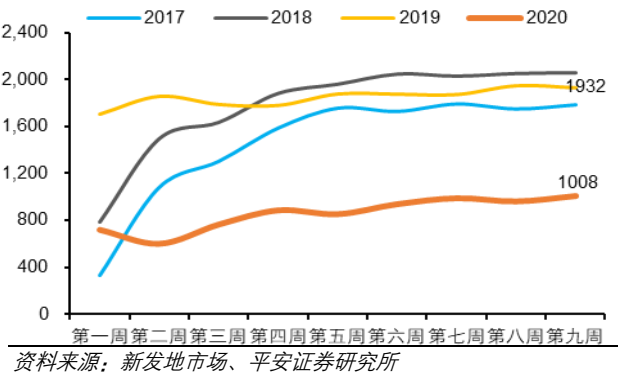
部分在外就餐需求转向家庭端。根据哗啦啦，外卖单量同比 19 年增 75.8%，外卖订单量占比较 19 年增 21.4%。但考虑到：1) 疫情防控下出行、活动量下降，减少了家庭端对肉类蛋白的需求；2) 在外就餐存在浪费；3) 家庭就餐消费量普遍少于在外聚餐；4) 传统渠道转向现代渠道带来的购买频次下降及供需错配。我们认为，家庭端消费对在外就餐的弥补或有限。

短期看，新冠疫情对生猪养殖的需求冲击影响或大于供给冲击。根据农业农村部，全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量 2 月屠宰量环比-44.9%；根据新发地市场数据，春节后 9 周新发地市场白条猪日均上市量仅为 19 年同期的 50%左右。草根调研反馈，因屠宰量较低造成单头摊销成本较高，以及传统渠道转向现代渠道，屠企利润受到挤压甚至亏损。

图表18 20 年 2 月定点屠宰量环比-44.9%



图表19 2020 年春节后 9 周新发地市场白条猪日均上市量较往年骤降，单位：头

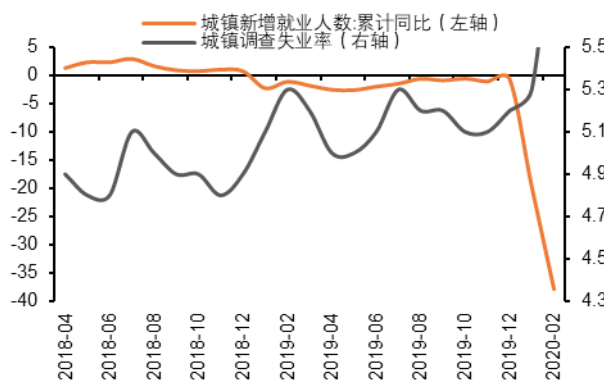


往后看，随着国内疫情得到有效控制，企业基本复工、学校陆续开学，在外就餐需求正逐步恢复，但当前看全球疫情未见拐点，国内防控境外输入型病例形势仍较严峻，因此，估计在外就餐需求恢复至往年同期水平或仍需要 1-2 个季度。

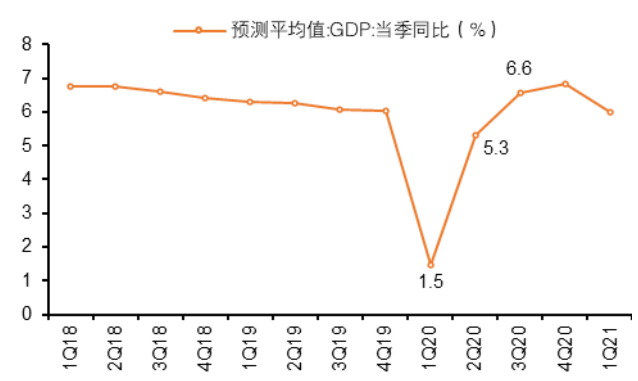
■ 3.1.2 我们担心中期居民部门就业率&实际收入下滑，购买力下降或抑制需求复苏

我们并不认为猪肉消费、餐饮需求在疫情退潮后会有报复性反弹。相反，我们担心随着全球疫情的加速扩散，经济不可避免面临衰退，全球产业链的断链造成失业率上升，居民部门实际以及预期收入下降，将长期抑制需求恢复。截止 20 年 2 月，城镇新增就业累计人数 108 万人，同比降 37.9%，2 月城镇调查失业率为 6.2%，同比+0.9 ppts，整体就业形势有所恶化。

图表20 疫情对居民部门的冲击正在显现（单位：%）



图表21 1Q20 GDP 季度增速或环比大幅回落



3.2 供给端：产能底部已确认，但生产效率下降明显

■ 3.2.1 新冠严防下非瘟“意外”缓解，短期出栏节奏改变，中期产能恢复进度延缓

非瘟点状散发：新冠疫情严控，“意外的”冻结了人员、物资流动，为“拔牙”和“净化”争取了宝贵的 1-2 个月的时间，另一方面，非瘟疫情造成的产能去化明显降低养殖密度，2020 年以来非瘟疫情整体呈点状散发、基本实现可防可控。但未来随着人&物流的恢复以及养殖密度提升，非瘟复发仍充满不确定性。

出栏节奏改变：因新冠疫情防控，屠企开工率不足、道路运输不畅，养殖端普遍于节后被动压栏，2 月主要上市公司出栏量环比降幅明显，市场供给不足，短期猪价涨至阶段高点。而当前生产端基本已恢复，生猪集中抛栏也使得需求不足下猪价进一步承压。

图表22 主要上市公司 2 月出栏量环比降幅明显，单位：万头

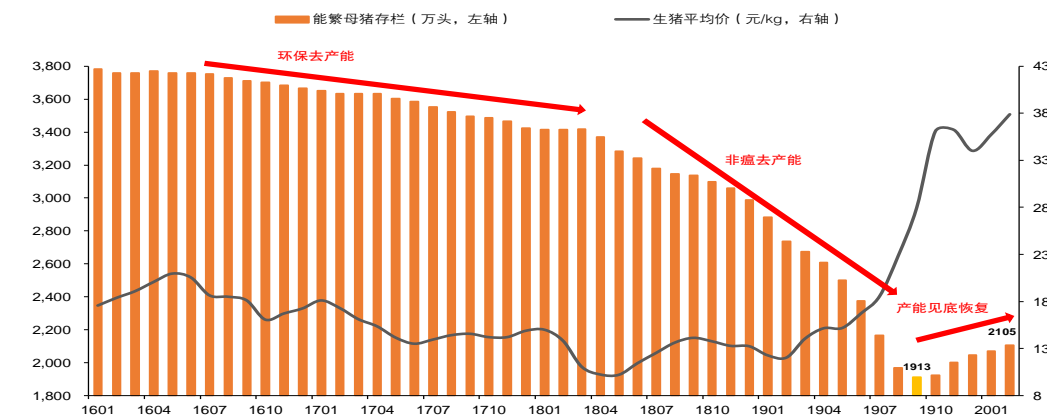
	2 月出栏量	1 月出栏量	环比增幅	同比增幅
温氏股份	53.1	86.9	-38.9%	-63.6%
牧原股份	55.8	83.7	-33.3%	-31.1%
正邦科技	34.3	30.0	14.3%	-4.3%
新希望六和	23.3	32.0	-26.9%	32.4%
天邦股份	17.1	11.7	46.3%	-17.1%
大北农	6.4	8.7	-27.2%	123.3%
傲农生物	7.3	4.2	76.9%	61.3%
天康生物	3.4	5.4	-36.5%	-52.2%
唐人神	4.1	2.6	58.2%	-44.4%
金新农	1.9	2.6	-26.4%	6.0%
龙大肉食	1.5	1.2	31.3%	-32.3%
罗牛山	0.6	0.4	70.3%	-54.3%
总计	208.9	269.2	-22.4%	-36.4%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

产能恢复进度延缓：虽然新冠疫情防控对非瘟防控有积极影响，但开工率不足、道路运输受阻也降低了 2 月母猪配种量，以及延缓了猪舍建造进程，甚至对国外引种也产生较大影响。预计延缓 2020 年生猪供给见底的时点约 1-2 个月。

■ 3.2.2 能繁母猪存栏底部确认，规模场仔猪存栏首次环比转正

图表23 2 月能繁母猪存栏环比增 1.7%，为连续 5 个月环比增加

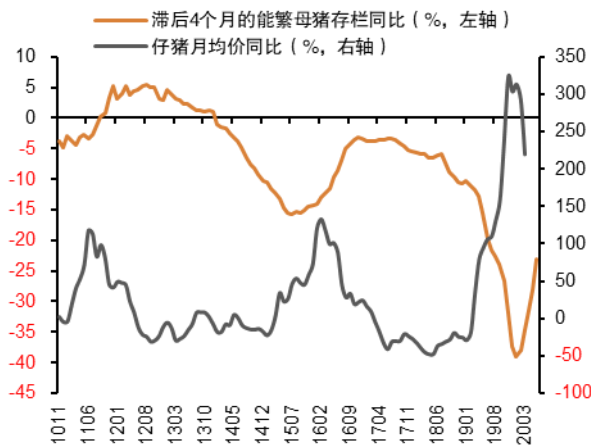


资料来源：农业农村部、Wind、平安证券研究所

根据农业农村部的监测，2月能繁母猪存栏同比-23.1%，环比增1.7%，为连续5个月环比增加。无论是官方还是草根调研数据，产能底部已经得到确认。

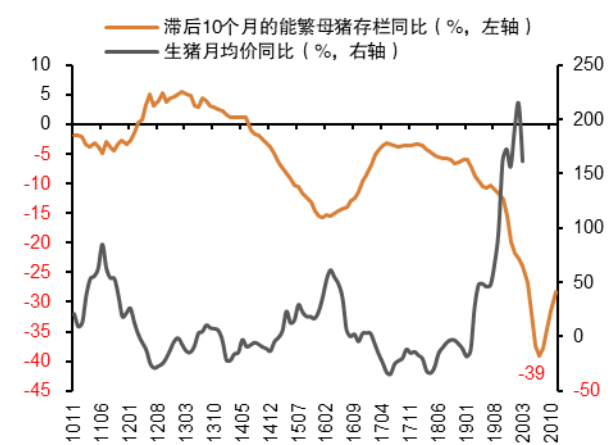
生猪存栏 2 月环比增 2.8%，全国 500 头以上的规模场出栏的新生仔猪环比增 3.4%，为 19 年 9 月以来首次环比转正，从滞后 4 个月的能繁母猪存栏同比与仔猪月均价同比的关系似乎也可以侧面得到印证。

图表24 滞后4个月的能繁母猪存栏同比与仔猪月均价同比的关系



资料来源：农业农村部、Wind、平安证券研究所

图表25 滞后 10 个月的能繁母猪存栏同比与生猪月均价同比的关系

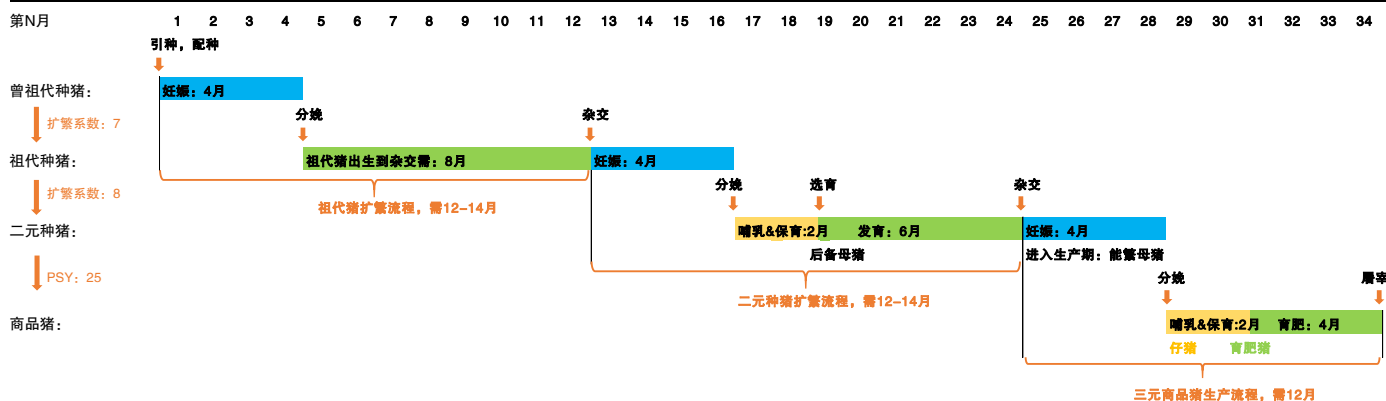


资料来源：农业农村部、Wind、平安证券研究所

■ 3.2.3 产能到产量乘数下降明显，大集团“高补高淘”&中小散逐步出局

若参考农业部数据，根据理论生猪生长周期，母猪配种到生猪出栏需 10 个月（妊娠 4 个月+育肥 6 个月），应可以在 20 年 8 月看到生猪出栏量见底。但我们认为当前产能的生产效率，即产能到最终出栏量的乘数（以 MSY 衡量）在 2020-2021 年将明显下降，因此不应乐观估计 3Q20 年生猪出栏量的恢复。

图表26 传统三元杂交繁育体系：祖代-父母代（扩繁 12 个月）-商品代（10 个月）



资料来源：农业农村部、平安证券研究所

1H18-2019 非瘟爆发对祖代、父母代造成严重的产能去化。大多数采用三元杂交繁育体系的公司被迫在 19 年下半年采取“三元肥转母”的方式补充产能，当前“三元肥转母”占比或已达 40%+。

三元杂交的商品代并不适宜作为种猪（产能）：三元杂交需维持三个纯种亲本，又要保留一代杂种母猪，杂交繁育体系较为复杂，商品代很难达到较高的亲本纯度，因此不适宜留作后备种猪。具体效率损失体现为：配种成功率低、头胎产仔数低、死胎比例高、使用年限少、后代整齐度不好。

图表27 各种繁育方法效率的比较

繁育方式	杂种优势			遗传互补性	后备母畜	产品一致性	副产品
	直接	母本	父本				
纯繁AA	-	-	-	无	是	+++	无
合成系(AB)syn	1/2	1/2	1/2	无	是	++	无
二元杂交AB	1	-	-	有	是	+++	有
回交A(AB)	1/2	1	-	减少	无	++	有
三元杂交C(AB)	1	1	-	有	无	++	有
四元杂交(AB)(CD)	1	1	1	有	无	+	有
二元轮回杂交(AB)rot	2/3	2/3	-	无	是	-	少
三元轮回杂交(ABC)rot	6/7	6/7	-	无	是	-	少
纯种终端轮回杂交C(AB)rot	1	2/3	-	有	是	-	少
杂种终端轮回杂交(AB)(CD)rot	1	2/3	1	有	是	-	少

资料来源：农业农村部、平安证券研究所

具体影响程度要视留种时的选留标准。因 2H19 行业产能受损严重，多数养殖户/公司对于三元商品代母（仔）猪“能留尽留”，估计当前产能效率损失较明显，草根调研了解到，大集团效率损失约 10-20%，一般养殖户达 30%，甚至有中小散户在 3-4Q19 留的三元母猪无法配种，造成大量损失。

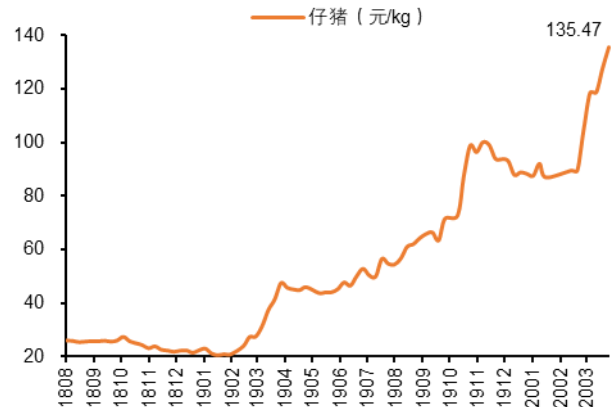
大型养殖户“高补高淘”。当前产能结构对应 2H19 全行业大规模留种，大型养殖户产能恢复较快，但产能质量或较低。2020 年一方面需要抢购二元母猪，另一方面在二元母猪紧缺的情况下仍需要大比例留种，以替换产能效率较低的三元母猪群，逐步提高整体产能质量，预计至少到 3Q20，均需要维持“高补高淘”的状态。

图表28 二元母猪价格创历史新高，单位：元/kg



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表29 仔猪价格创历史新高，单位：元/kg



资料来源：Wind、平安证券研究所

中小散户逐步退出。对于中小散户，当前二元母猪价格创新高且供应极少基本无法补充。三元母猪价格较肥猪加价约 1000 元/头，仔猪价格也创历史新高，测算育肥完全成本大幅提升至 28 元/kg+，因此，参与半年或一年后行情的风险正快速上升。我们认为在上一批“三元肥转母”淘汰后，中小散户或面临被迫出局，或与大集团合作。

3.3 “自育肥”+二元轮回杂交的组合在非瘟疫情下攻守兼备

3.3.1 三元杂交 VS 二元轮回杂交

目前我国主要杂交育种体系分为二元杂交（小散户）、三元杂交（最常用的商品猪生产方式）、二元轮回杂交（牧原）。我们认为在非瘟长期扎根于中国、传统三元杂交繁育体系遭受严重破坏的当下，采用二元轮回杂交的繁育体系有望实现快速补充产能、同时降低疫病风险。

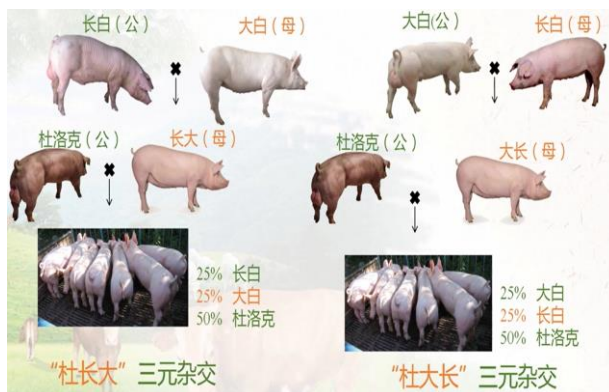
从经济效益上考量：二元轮回杂交牺牲了遗传互补性、相对的产品一致性及部分杂种优势，换得了产能扩张（/收缩）节奏对价格的响应速度，并降低了疫病风险、组织工作的复杂性以及引种成本。

图30 三元杂交与二元轮回杂交对比

	三元杂交	二元轮回杂交
定义	采用两个种群杂交，所生杂种一代母畜再与第三个种群的公畜杂交，所生二代杂种不论公母均用作商品代。	两个种群参与的轮回杂交，亦称作交替轮回杂交。实施这个繁育体系，需要两个种群的纯种公畜，按世代轮换使用。
杂种优势	终端杂交是在终端父本群与二元杂种母本群间进行，由此，既可以100%利用到二元杂种母本群所携带的母本杂种优势，同时，又在三元杂种后代上，产生100%的直接杂种优势。	每个世代杂交组合的规律是，含种群A血统比例较高的杂种母畜与B种群的纯种公畜杂交，其后代母畜变得含B种群的血统比例较高，则与配公畜就改用A种群的纯种公畜了。长此轮回，繁育体系达到稳定平衡状态，杂种可保持67%的相对杂种优势。
优势	<p>1、直接杂种优势表现为终端杂种仔猪在哺乳期间生活力提高，死亡率降低、生长速度稍快，断奶窝重的杂种优势率可达25%–30%，断奶至上市日增杂种优势率达5%–10%。</p> <p>2、二元杂种母猪的出生窝产仔数杂种优势率5%–10%，而且育仔性能好，断奶窝重的杂种优势率高达25%。</p> <p>3、三元杂种集合了三个种群的差异和三个种群的互补效应，因而在单个数量性状上的杂种优势可能更大。</p>	<p>1、不需要单独维持两个纯繁种群，只需每代引入少量纯种公畜或冻精，大大减轻了工作负担和成本；</p> <p>2、每个世代引入最优秀的公猪精液，使商品猪及后备猪同步得到种猪选育场的遗传进展，猪群性能稳步提高。减少繁育体系的层次，既提高遗传扩散速度，又减少了疫病蔓延的风险；</p> <p>3、商品猪场自己选留后备母猪，避免后备母猪的持续引进，既降低引种成本，又降低潜在的疫病风险；</p> <p>4、减少所应用猪种数量，在育种投资有限的情况下集中资源培育长白猪和大白猪两个瘦肉型猪种；</p> <p>5、由于除第一次杂交外，各世代参加杂交的母畜都是杂种，可以充分利用母本杂种优势；</p> <p>6、由于每世代参加杂交的亲本群间都有很大的差异，因此可持续利用到一定程度的直接杂种优势。</p>
劣势	<p>1、三元杂交需要维持三个纯种亲本群，组织工作上较为复杂：在第一次杂交时注重繁殖性状，第二次杂交时强调生长性状，而且需要进行更多组合的配合力测定，一个层次是杂种母畜亲本间以繁殖性能为重点的配合力测定，另一层次是第三个种群与杂种母畜间以肥育性能为重点的配合力测定。</p> <p>2、在繁育体系中，产生的二元杂种公畜，直接作为副产品作商品用，使得副产品率提高，产品的一致性降低。</p>	<p>1、不能获得父本杂种优势；</p> <p>2、母本和个体杂种优势降低；</p> <p>3、不能很好地利用亲本性状的互补性；</p> <p>4、不利于取得产品规格的一致性。</p>

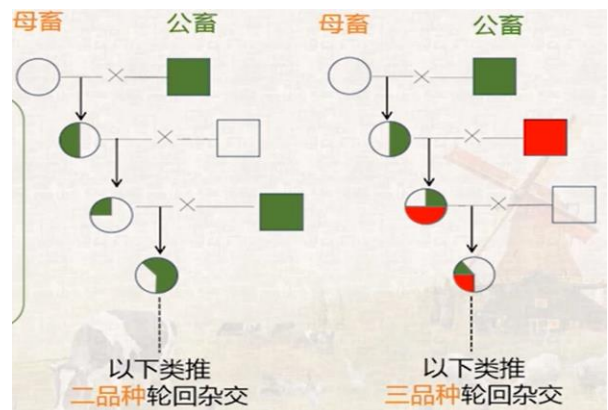
资料来源：农业农村部、平安证券研究所

图31 最常用的商品猪生产模式：三元杂交



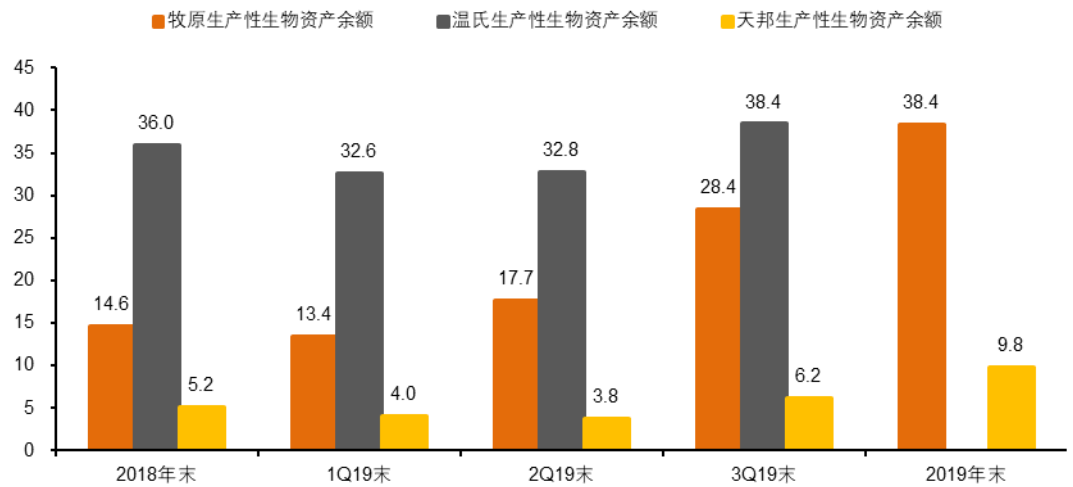
资料来源：百度图片、平安证券研究所

图32 轮回杂交示意图



资料来源：百度文库、平安证券研究所

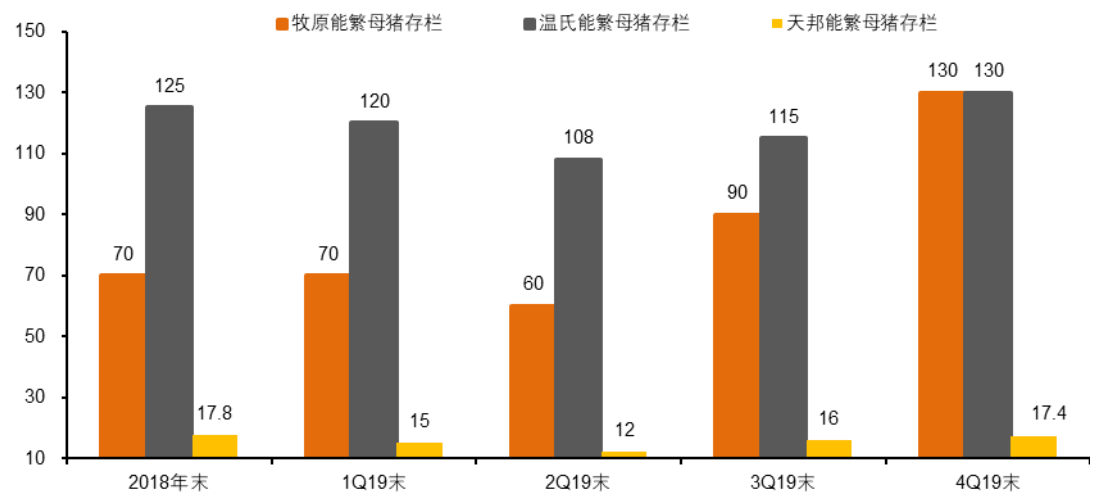
图表33 二元轮回杂交繁育体系下生产性生物资产快速恢复，单位：亿元



资料来源：公司公告、安证券研究所

备注：温氏生产性生物资产包括种鸡、奶牛等其他；其种猪（生产性生物资产）1-2Q19末分别为25.1、25.2亿元

图表34 二元轮回杂交繁育体系下能繁母猪存栏量快速恢复，单位：万头



资料来源：公司公告、Wind、平安证券研究所

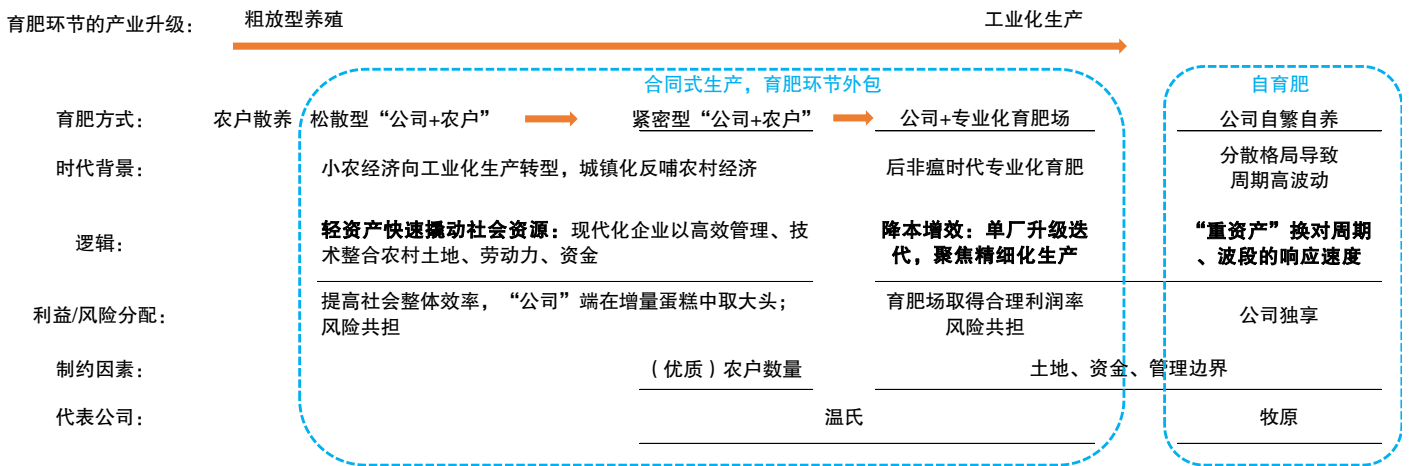
■ 3.3.2 “公司+农户” VS “自育肥”

生猪育肥环节具有重资产、生产周期长（4个月）等特点，从表面看，“公司+农户”与“自育肥”模式区别仅在于育肥环节是由公司自己完成还是以订单合同外包给农户。但二者模式选择背后的逻辑、时代背景、地理环境均有不同。

“公司+农户”模式：1) 利：轻资产撬动农村闲置土地、劳动力、资金等资源，前期可快速扩张；2) 弊：短期猪价高时需大幅提高代养费，且农户生产效率较低、防疫能力较差。长期看，当“公司+农户”模式的大集团规模迅速扩张时，优质农户成为稀缺资源，代养费从而完全成本持续提升。

“自育肥”模式：本质是以“重资产”为代价消除了高速扩张中来自农户端外部不稳定因素的制约，从而能对频繁波动的周期快速响应。而在非瘟长期扎根于中国、传统三元杂交育种体系遭受严重破坏的当下，“自育肥”模式避免了从农户端收集“三元肥转母”过程中额外增加的疫病风险。

图表35 “公司+农户” VS “自育肥” 模式对比



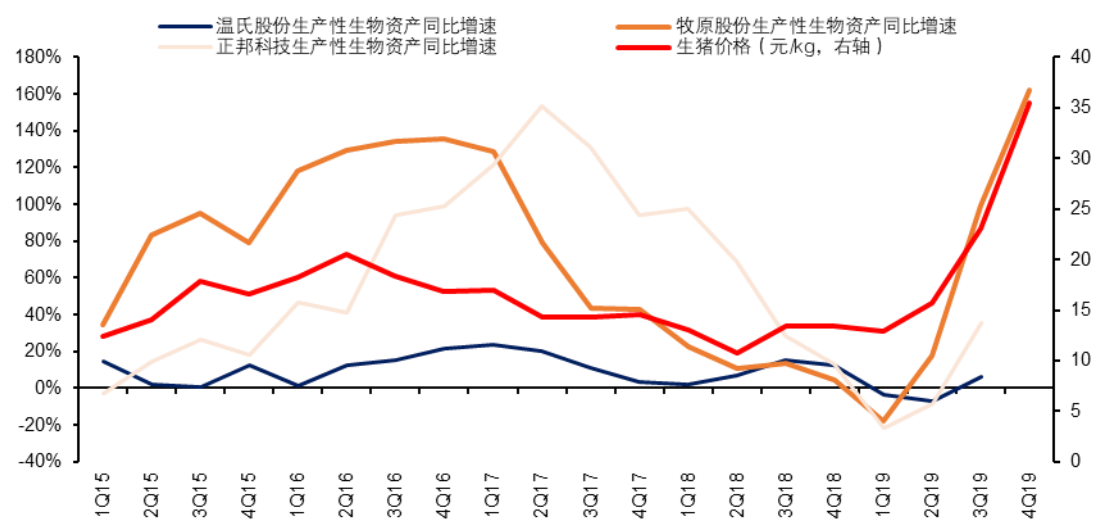
资料来源：平安证券研究所

■ 3.3.3 在“自育肥”模式下，二元轮回杂交繁育体系极大的发挥了其攻守兼备的优势

该组合下，产能扩张和销售策略能够快速对猪价变化做出响应：1) 当仔猪价格高时，多卖仔猪；2) 判断中期价格持续高涨，将母猪猪大比例转做后备母猪，快速扩张产能；3) 判断猪价即将进入下行期，多卖仔猪。

该组合缩短了对每个猪价小波段的响应时间，在每个周期上行时（前），通过大比例留母猪转能繁，精准的抓住猪价上行的盈利阶段，可视作为“短线做波段”，并在赚钱后将利润留存+杠杆融资进一步扩张。该策略使得其能够在土地天花板、管理边界范围内快速扩张。

图表36 “自育肥”模式+二元轮回杂交繁育体系下产能扩张节奏对猪价变化快速响应



资料来源：Wind、平安证券研究所

四、后非瘟时代：屠宰定位上移，下游一体化整合在即

后非瘟时代，“运猪”向“运肉”转变使得屠宰在产业链上定位上移。另一方面，受到新冠疫情冲击，终端消费及购买习惯正悄然改变。双疫情下，产业链一体化整合的影响深远，由于生猪产业链条相对较短，当某个环节A出现快速集中后，其上下游若反应较慢，或将逐步被A环节上的龙头公司内化为成本中心或销售渠道。

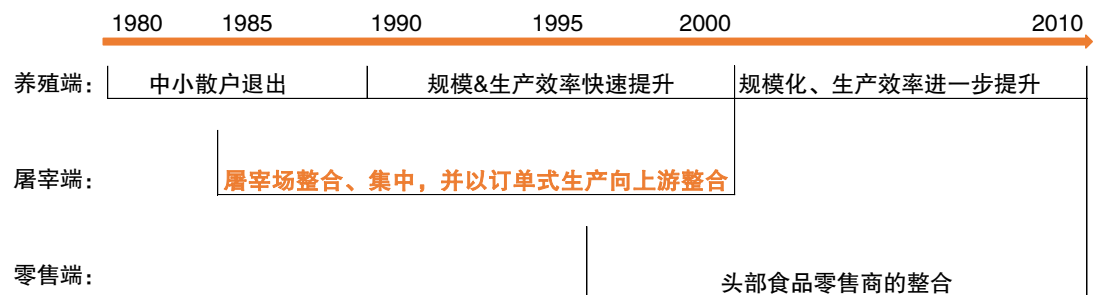
生猪产业链一体化整合的关键在于分析链条上各环节的相对集中度以及环节之间的连接网络的复杂程度和流通效率。我们借鉴美国生猪产业链一体化整合的经验，分析中国生猪产业链上各环节与美国的异同，并尝试推演后非瘟时代产业链格局之变。

4.1 美国经验：屠宰端自下而上，通过“合同生产”整合养殖端

我们认为美国生猪产业链能够由屠宰向养殖整合，是因为终端的消费行为决定产品流通方式，而产品标准化+产区集中生产+冷链配送决定了美国屠宰端的生产及销售具有天花板较高的规模效应。

图表37 美国生猪产业链一体化是由屠宰端自下而上向养殖端整合

美国生猪产业链整合进程：



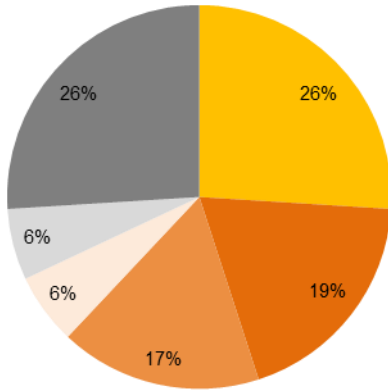
资料来源：平安证券研究所

从需求看，美国消费者 1) 消费意识：认为冰鲜肉更卫生营养；2) 渠道&消费终端：以大型商超为主的现代渠道，且餐饮连锁化程度较高，利于猪肉的标准化分割。二者决定了美国猪肉产品以产品标准化程度高的冷鲜肉为主，在冷链基础设施较为完善的情况下可进行较长距离配送，因此屠宰->零售的流通以“运肉”为主。而大型零售商、连锁餐饮向大规模屠企直采（大B to 大B）简化了屠宰->零售的流通环节。

产品标准化、集中生产、冷链配送、零售端集采意味着屠宰端的生产、销售是具有规模效应的，经济效益要求单场规模持续提高到一个合意值。从生产端看，大场新技术的应用、生产效率进一步大幅提高了单场规模效应的天花板，加速了屠宰行业的横向整合。自 1980，美国屠宰行业快速向大规模屠企集中，18 年美国生猪屠宰加工 CR5 已达 74%。

图表38 美国生猪屠宰环节 CR5 74%

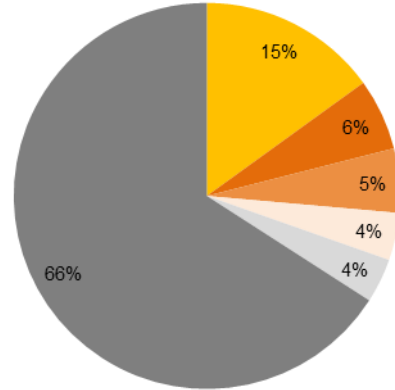
■ 史密斯菲尔德 ■ 泰森 ■ JBS S.S ■ Cargill ■ 荷美尔 ■ 其他



资料来源: Successful Farming, National Hog Farmer; 平安证券研究所

图表39 美国生猪养殖环节 CR5 34%

■ Smithfield Foods ■ Triumph foods ■ Seaboard Foods
■ Pipestone System ■ Iowa Select Farms ■ 其他

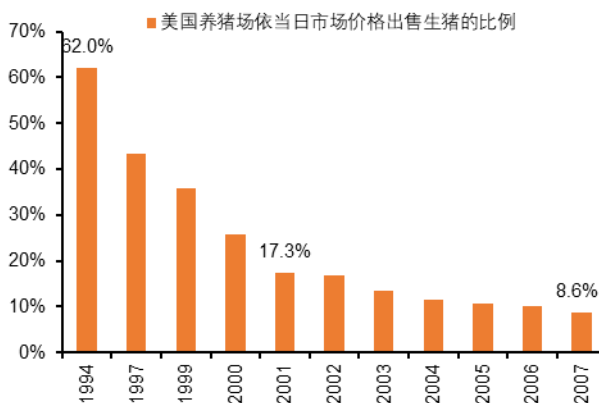


资料来源: USDA、平安证券研究所

屠宰端大规模场起量后，必然要求在周期波动中原材料供应尽可能保持稳定。大规模屠宰加工企业通过“合同生产”模式向上游整合养殖端。即通过合同安排为与其合作的养殖场提供猪仔、饲料、防疫兽药、管理等生产要素和服务，并约定向养殖场收购生猪价格等其他事项。

随着越来越多屠宰加工企业通过“合同生产”方式锁定原材料，下游养殖环节规模化也在迅速提高。养殖->屠宰逐步转向“中B到大B”，报价机制也逐步由市场报价转向“订单式生产”。根据 USDA，美国养猪场依当日市场价格出售生猪的比例从 1994 年 62% 降至 2007 年 8.6%。此外，荷美尔年屠宰约 1100 万头生猪，其中 2/3 为合同式生产、远期锁价，另 1/3 通过在以市场价格收购生猪。

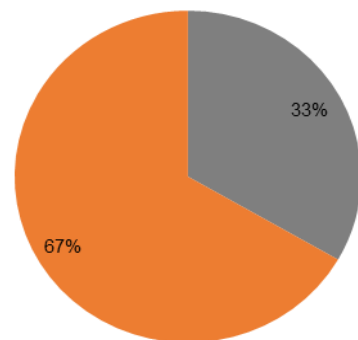
图表40 美国养猪场依当日市场价格出售生猪的比例



资料来源: Glenn Grimes, U.S. Hog Marketing Contract Study January 2007、平安证券研究所

图表41 荷美尔年屠宰约 1100 万头生猪，其中 2/3 为订单、合同式生产

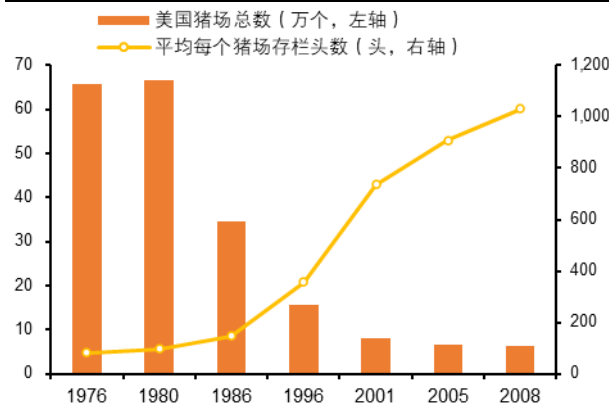
■ 订单式生产 ■ 以市场价格收购



资料来源: 荷美尔年报、平安证券研究所

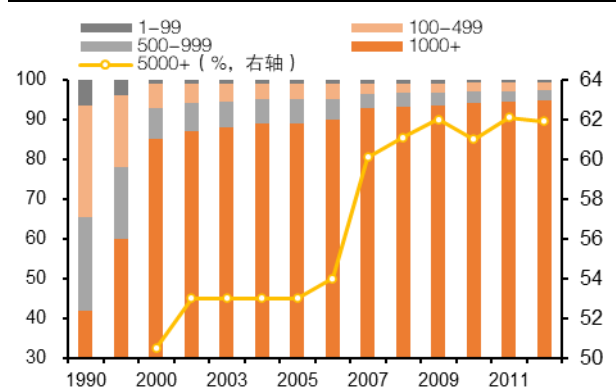
屠宰端向上游整合倒逼养殖环节的规模化：1980-90 中小散户退出、90-00 规模&效率快速提升、00-10 规模继续向大规模场集中。猪场总数由 1980 年 66.6 万户降至 2001 年 8.1 万户，降幅达 88%，平均每个猪场存栏头数由 80 年的 97 头提升至 01 年的 737 头，存栏 1000 头以上的规模场存栏量占比已达 85%。进入 21 世纪后，行业进一步向大规模场集中，存栏 1000 头以上的规模场存栏量占比已达 85%，存栏量 5000 头以上的规模场存栏量占比由 2000 年 51% 逐步提升至 2012 年 62%。

图表42 美国养殖端 1980-90 中小散快速退出, 90-00 规模化快速提升



资料来源: USDA、平安证券研究所

图表43 美国生猪养殖业进入 2000 年后大型规模场存栏占比进一步提升

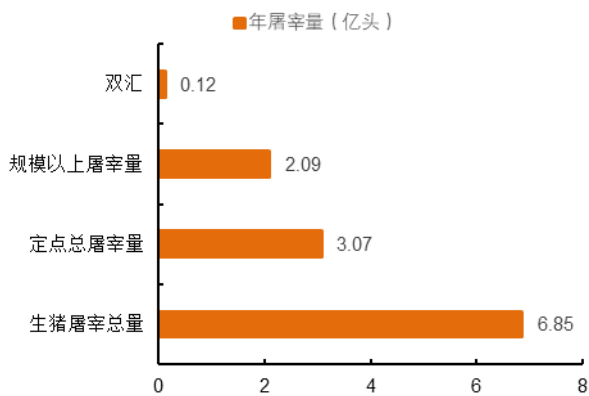


资料来源: USDA、平安证券研究所

4.2 中国屠宰集中度较低, 屠宰-零售环节呈“小 b to 小 b”格局

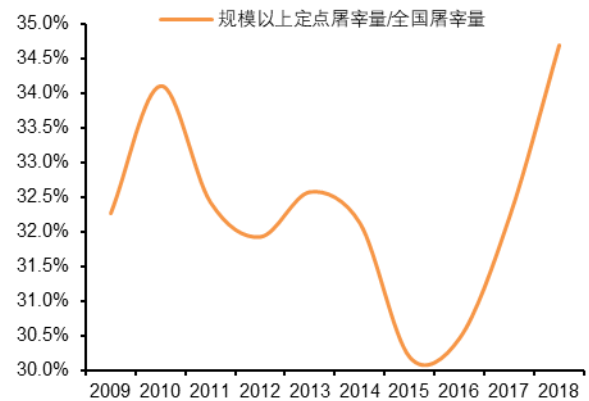
对比美国, 中国屠宰行业集中度较低, 无法发挥其规模效应。2016 年全国生猪屠宰总量 6.85 亿头, 其中定点屠宰场屠宰量 3.07 万头, 规模以上定点屠宰场屠宰量 2.09 万头, 行业龙头双汇屠宰量仅 0.12 亿头。从屠宰量分布来看, 屠宰行业份额高度分散, 双汇市占率仅 1.8%; 规模以上定点屠宰市占率 30.5%。定点屠宰企业市占率仅 44.8%, 仍有 50% 以上的市场被私屠滥宰所占据。

图表44 中国屠宰结构分层 (2016)



资料来源: 中商情报网, 平安证券研究所

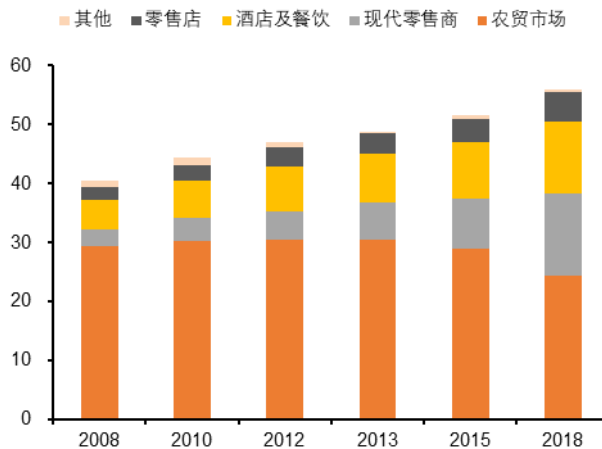
图表45 规模以上定点屠宰量占全国屠宰量 30-35%



资料来源: WIND、平安证券研究所

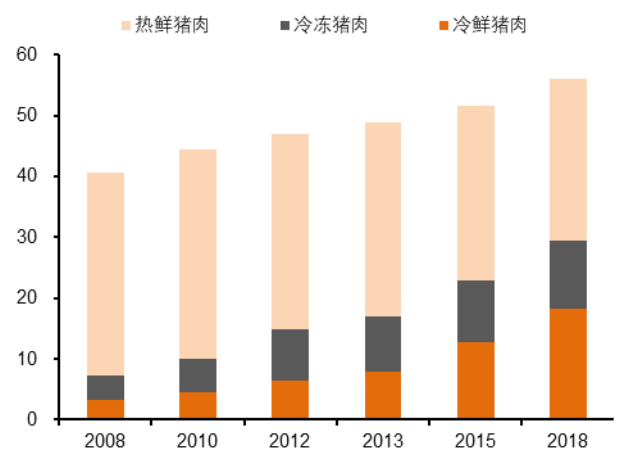
为了解释中国屠宰集中度低, 我们仍从对终端需求的消费行为的观察出发。当前中国消费者的 1) 消费意识: 认为热鲜肉更新鲜, 甚至很多消费者对冷鲜肉没有概念; 2) 渠道&消费终端: 家庭及餐饮 (连锁化较低) 均以菜市场、农贸市场为主; 二者决定中国猪肉产品现仍以非标、高频的热鲜肉为主。

图表46 农贸市场仍是生猪肉售卖最主要渠道(单位:百万吨)



资料来源: Frost & Sullivan、平安证券研究所

图表47 中国猪肉产品仍以热鲜肉为主,但随着消费意识提升,冷鲜肉消费占比正快速提高(单位:百万吨)



资料来源: Frost & Sullivan、平安证券研究所

- **热鲜肉消费为主匹配农贸为主的渠道结构,导致了生产热鲜肉的小屠企更具价格优势。**热鲜肉加工简单、价格便宜,且多数消费者认为其更新鲜。因此同在农贸渠道流通的规模以上屠企的冷鲜肉产品毫无价格优势。这导致了16年定点屠宰企业开工率仅30%,领先屠宰企业产能利用率多在20%-60%,领先企业尚有大量先进产能闲置,说明屠宰全行业产能仍处于严重过剩的状态。
- **开工率低导致无法发挥规模效应。**16年定点屠宰企业开工率仅30%,领先屠宰企业产能利用率多在20%-60%,领先企业尚有大量先进产能闲置,说明屠宰全行业产能仍处于严重过剩的状态。此外,在定点屠宰企业中,落后产能占比较高,仅10%屠宰场实现全机械化,70%屠宰场仍为手工屠宰。
- **行业规范、管理制度不完善,小屠企生产成本更低。**首先热鲜肉加工简单生产成本低本来就低,更重要的是,行业规范、管理制度不完善使得其固定资产投入少并规避各项费用,而规模屠企企业在检验检疫、环保治污、设备购置上存在较大的投入,叠加地方保护导致开工率偏低,屠宰综合成本高于小企业。根据《当前生猪屠宰企业成本调查》的数据,江苏雨润(规模企业)综合屠宰加工经营成本为1,332元/头,而小型企业为1,200元/头,规模企业固定成本、生猪采购、人工费、水电气费、运输费均高于小型屠宰企业。
- **地方保护限制渠道网络拓展。**由于历史原因,本地屠宰场与政府关系较紧密,长期存在一些地方借市场准入之名,搞地方保护的现象,从而导致外地屠宰场猪肉无法在本地销售的情况。这对于集中屠宰的规模以上屠宰企业而言,很大程度限制了销售网络的扩张。

屠宰-零售呈“小b to 小b”格局,无外力下屠宰无法承担向上游整合的重任。以上原因决定了小屠企、私屠滥宰具有顽强的生命力,而规模屠企无法发挥其规模效应,在产品同质化或终端消费仍偏好热鲜肉的当前不具备成本优势。因此,中国生猪产业链上的屠宰和零售环节,是以热鲜肉为桥梁,将众多屠宰端的小b(小屠企/私屠滥宰)与零售端的小b(农贸市场)织起了高密度、复杂的网络,在无强大外力的冲击下较难改变该格局,更无法承担整合上游养殖的重任。

往后看,政策引导健全现代生猪流通体系、消费觉醒+现代餐饮&零售崛起、新冠疫情冲击促使终端消费习惯加速转变,上下游外力共同推动屠宰行业横向整合。**1、从养殖-屠宰的流通看:**后非瘟时代,政府加大力度清除私屠滥宰及不规范的小屠企,且政策引导“运猪”转向“运肉”、“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”。有利于加速大屠企对小场的横向整合。**2、从屠宰-零售的流通看:**

随着消费升级，终端消费意识提高，上线城市的冷鲜肉消费占比或将得到较快提升。渠道方面，随着电商新零售布局、社区生鲜店崛起、屠宰企业的终端门店布局、餐饮连锁化程度提高、中央厨房的崛起。我们预计未来在上线城市或将逐步转向由冷鲜肉为桥梁，连接规模屠宰场与现代终端。即屠宰-零售“小b to 小b”逐步转为“大B to 中b”，获取一定的品牌溢价。

4.3 饲料：饲料-养殖一体化基本实现，“公司+农户”向下游延伸

相较于美国屠宰端向上游整合，在本轮周期环保限养+非瘟冲击下，我们看到上游的饲料企业积极向下游整合，头部企业新希望、大北农等公司已基本实现饲料、育种、兽药疫苗的一体化布局，具体分析如下：

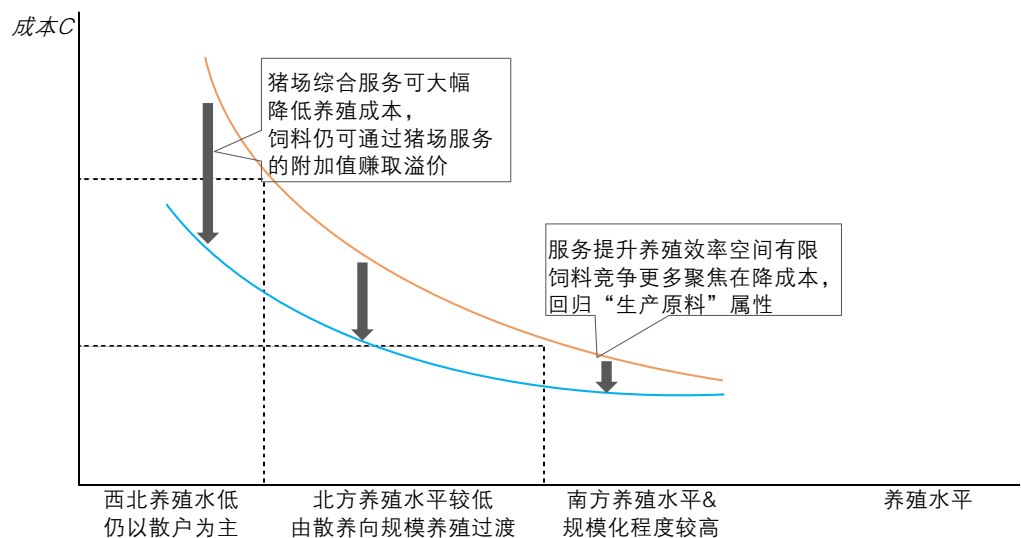
根据下游养殖客户结构、生产效率、专业化程度的不同，猪料企业在不同阶段的销售策略主要有：

1、to C 思路，高费用+赊销，赚品牌溢价：对于小&散户，采取 to C 的销售策略，通过经销商，以高费用+赊销支撑高产品价格和毛利润；由于养殖环节早期极为分散的格局，小散户生产效率低下、专业程度不高，猪料企业采取 to C 的销售策略，通过经销商，以高费用+赊销支撑高产品价格和毛利润。to C 的品牌溢价有利于饲料行业向头部集中。

2、猪场服务赚附加值：当下游客户集中度提高，猪料企业转型通过猪场服务，即提供从饲料产品、猪场管理、金融融资到生猪交易、代买种猪等多项服务内容，提高饲料产品的附加值。

3、代工走量、内化为养殖的成本中心：面对大型养殖场及养殖集团，以全产品线定制、代工走量。

图表48 饲料企业再下游分散&效率较低时可通过服务提高附加值，长期回归 ToB 生意本质



资料来源：平安证券研究所

备注：蓝色成本线为通过饲料厂家的猪场综合服务降低现有猪场养殖成本后的成本线

如前文所述，若在无环保限养+非瘟冲击的状态下，养殖环节的集中度需要经历 N 轮周期渐进式的提高，对于猪料企业，仍可在较长时期内通过 To C 策略+猪场服务赚取溢价。长期随着下游整体养殖水平提升、低效产能的出清，客户结构从散养户逐步向议价能力更高的规模猪场转变，服务的附加值、销售毛利率下降是必然趋势，产品回归中间工业品的本质。

中小散户产能去化倒逼整合，“猪场服务”利于以“公司+农户”向下游延伸。但在本次环保限养+非瘟冲击，行业产能去化近 50%，且多以生产效率低下、复产难度和风险均较大的中小散户为主。下游客户结构的快速转变倒逼上游饲料企业向养殖环节延伸，而在上轮周期中，多数猪料企业选择

的“猪场服务”的销售策略，使得其自然具有以“公司+农户”模式向下游整合农户、中小规模场的优势。事实上，在上轮周期中，前瞻的饲料头部企业，如正大集团、新希望、大北农、正邦科技、天邦股份等公司便开始布局向养殖端延伸。

图表49 环保限养+非瘟疫情倒逼饲料企业快速向下游延伸布局养殖环节（单位：万头）

	2016	2017	2018	2019
正邦科技	226	342	554	578
新希望	117	190	310	355
正大集团	—	—	—	350
天邦股份	58	101	217	244
双胞胎	—	—	145	200
大北农	—	—	160	262
唐人神	14	54	75	84
天康生物	—	49	65	84
安佑	—	—	119	76
海大集团	—	6—	75	74
傲农生物	—	—	42	66
金新农	4	38	24	40

资料来源：公司公告、公开资料整理、平安证券研究所

4.4 养殖：生产端一体化布局基本已完成，后非瘟时代养殖将向下游屠宰延伸

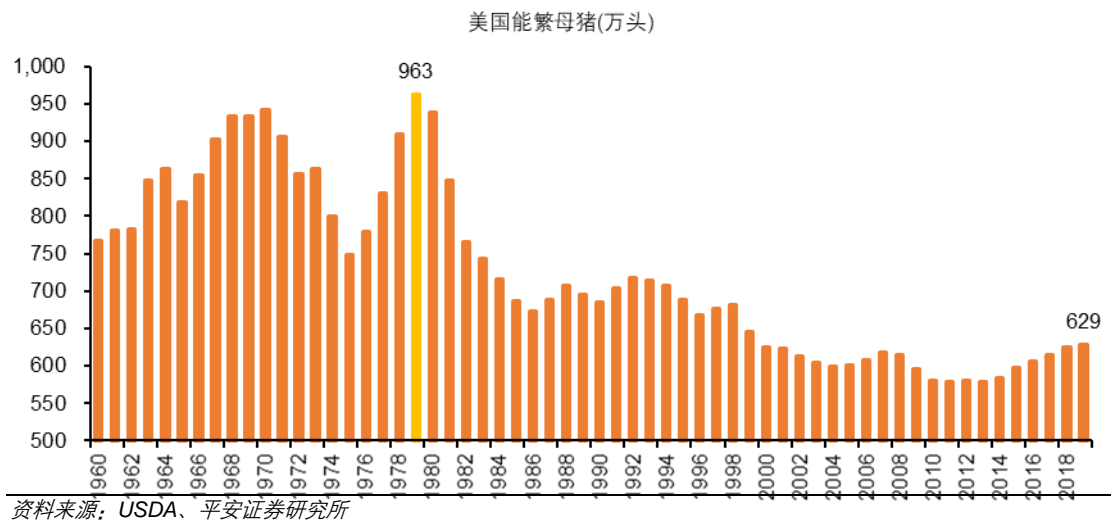
环保限养+非瘟倒逼上游饲料对养殖整合，而养殖环节内横向整合、一体化布局的上市公司以温氏、牧原为代表。我们认为中国生猪产业链条上，生产端（育种、饲料、兽药、农牧设备制造）的一体化布局已基本完成。后非瘟时代，养殖必然向下游屠宰延伸，原因如下：

屠宰是生猪产业链上连接生产端（生猪养殖）和零售端（猪肉销售）的重要环节。过去中国消费者食用热鲜肉的偏好决定了过去生猪多在销区屠宰，以缩短屠宰场到农贸市场的配送时间。因此养殖到屠宰环节的流通方式多以“调猪”为主，这决定了过去屠宰环节在产业链上定位更偏下游销售。而非作为上游养殖的粗加工/精分割的成本中心。

上下游格局分散+长距离调运活猪，决定了以猪贩子为中心的高效流通网络。产业链上养殖和屠宰环节格局都极为分散，猪贩子在由产区向销区、长距离、调运活猪为主的流通方式中起到运输、价格撮合、向屠企垫资（一般的大规模屠宰收猪有 3-5 天账期）、点对点的沟通协调（活猪属非标品，屠企收猪时倾向压价）等重要作用，通过市场化的竞价机制调节区域间的供需矛盾。效率之高，即使是大规模养殖场与大规模屠宰企业间也倾向选择以猪贩子配送。在这种流通方式下，养殖只需要管好生产环节，而卖猪交给猪贩子效率更高。且根据前文分析，规模屠宰场不具有竞争优势，因此从资本回报率看，养殖更加没有动力向下游布局屠宰。

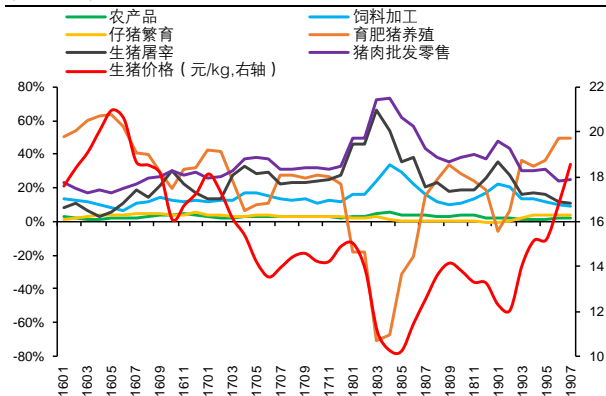
后非瘟时代，“运猪”转向“运肉”转变使得屠宰在产业链上定位上移。政策引导健全现代生猪流通体系：“顺应猪肉消费升级和生猪疫病防控的客观要求，实现“运猪”向“运肉”转变，逐步减少活猪长距离跨省（区、市）调运”、“推动主销区提高生猪自给率”。流通方式的改变（运输距离缩短、产品标准化）使得未来屠宰在产业链上定位上移，养殖端有动力向下游一体化布局，尤其是对于销区布局为主的养殖集团，屠宰是其由生产端延伸至销售端，赚取品牌溢价的必经之路。

图表50 美国在规模化提升后，周期拉长且下行阶段持续时间更长

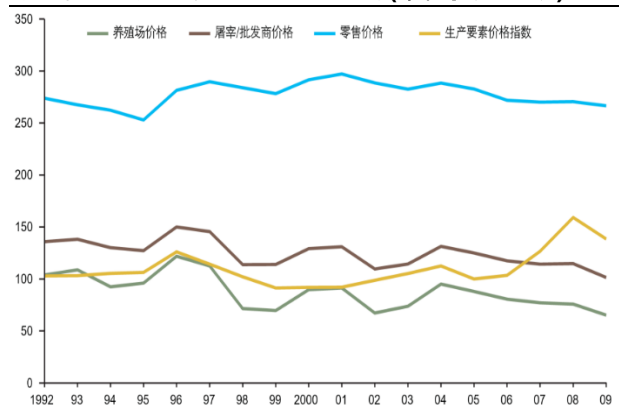


无论从周期还是长期价值的时间看，养殖均有必要在本轮周期内实现向下游屠宰的布局。本轮超级周期下，产能进行大规模扩张的均为产业链上实力较强的头部企业及上市公司，当非瘟得到有效控制后，周期进入下行阶段，产能去化时间或较往轮更加漫长。在猪价下行阶段，养殖在产业链条上利润占比急速下降，而屠宰、零售端占比快速提升。长期以美国经验来看：养殖、屠宰环节随着规模化与效率提升而逐步下降，而零售由于更靠近消费终端拥有品牌溢价。因此，无论从周期还是长期价值的视角来看，养殖均有必要在本轮周期内实现向下游屠宰的布局。幸运的是，非瘟常态化拉长了本轮周期的高盈利阶段，给予了养殖向下游延伸的时间窗口。

图表51 中国生猪产业链各环节利润占比随生猪价格变动而变动(%)



图表52 美国养殖、屠宰环节实际利润(剔除价格因素)随规模化&效率提升逐渐下降(单位:美分/磅)

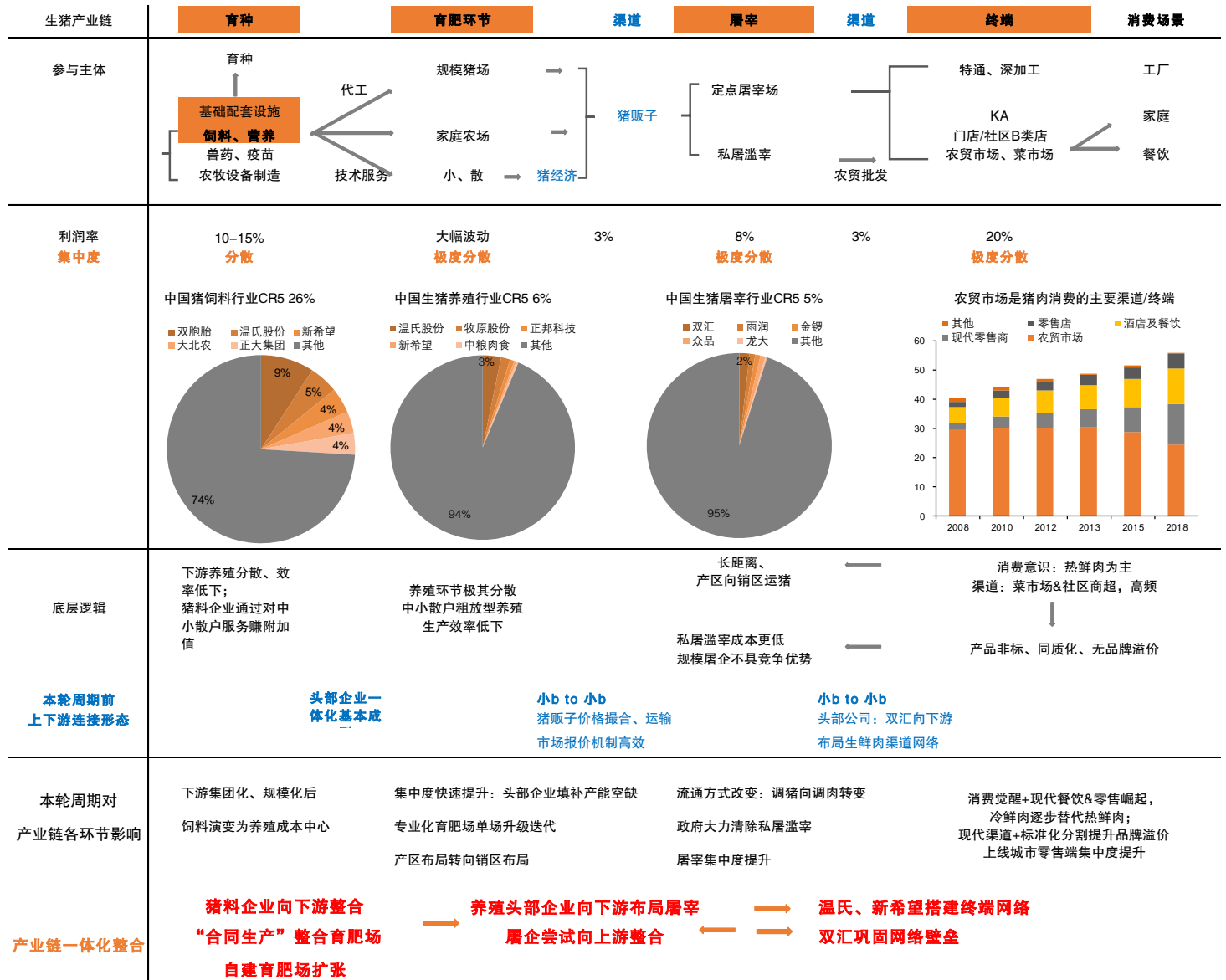


4.5 后非瘟时代产业链格局之变：聚焦养殖与屠宰互相整合

中国生猪产业链上各环节(养殖-屠宰-零售)都极为分散，但在后非瘟时代都将快速集中，尤其在养殖和屠宰环节。我们上文分析了由生产端向下游屠宰延伸的必要性，而对于屠宰龙头企业来说，上游养殖未来或将在销区大规模一体化布局，且将屠宰内化为生产加工环节；而下游上线城市的零售也在快速集中，未来或将出现大型零售商跨过屠宰龙头企业向养殖龙头公司直采。因此屠宰龙头企

业也在探索向上游整合养殖，整合形式可能采用美国的“合同生产”，也可能与产区龙头形成产业联盟。

图表53 中国生猪产业链在后非瘟时代格局变化推演



资料来源：公司公告、USDA、Frost & Sullivan、平安证券研究所

五、投资建议：成长逻辑下，沿产业升级主线索选股

“黑天鹅”新冠疫情短期冲击需求，“灰犀牛”非瘟疫情长期抑制供给。双疫情下供需两弱，需求端短期冲击影响或更大，高猪价阶段性承压。但供需两端均在逐步修复，且需求修复力度和速度大于供给，预计“两会”后需求释放+调控减弱，猪价有望现阶段高点。当前产能底部虽已确认，但产能效率下降明显，不应乐观估计 3Q20 出栏量的恢复，判断全年猪价或在 25-35 元/公斤高位震荡。

长期看，后非瘟时代，生猪产业链投资逻辑由“周期”转向“成长”。“成长”逻辑下，产业升级是主线，有三层面：1）集中度提升：清退 50%+低效产能，为龙头挤出利润、融资空间，大规模资本开支快速填补清退产能缺口；2）效率提升：体现为专业化育肥场通过升级迭代，提高其规模化、专业化（防疫能力、精细化生产管理、机械化、智能化）程度，进而提高生产效率、降低成本；3）一体化整合：产业链条上各环节（饲料-养殖-屠宰）的优质龙头向上下游加速一体化整合。

我们建议在“成长”逻辑下，沿“产业升级”主线选股：

- 1、首选“自育肥”+二元轮回杂交模式的相关公司，该策略在非瘟常态化下攻守兼备，有望实现快速补充产能、同时降低疫病风险，最大化享受本轮集中度提升红利。
- 2、温氏股份：生产端已完成育种、兽药、饲料、农牧设备制造、养殖一体化布局，下游布局屠宰、生鲜。“整合”基因有望使其最快打通产业链，由生产端向销售端布局，赚取品牌溢价。
- 3、双汇发展：肉制品提价效果良好，20 年有望推动吨利较好增长，长期伴随原材料成本周期性回落，推动公司利润中枢上台阶，且新管理层大刀阔斧推动肉制品战略、运营、渠道、研发等改革，或重新拉动肉制品销量增长，成长性有望逐步凸显。

六、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，且当前没有一直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 年上半年一度跌至近 8 年最低价，2019 年重启猪价上行周期。未来，若生猪销售价格出现大幅下降或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，都将面临利润下降甚至亏损的风险。

3、业绩不达预期的风险：当前市场对生猪板块 20 年利润预期较高，从价、量、本三个变量看，影响 20 年猪价的主要不确定性因素在于：新冠疫情防控导致在外就餐需求骤降、以及高价格下家庭消费对热鲜肉的需求急速下滑、进口肉的大幅增加、出于民生的考虑政府对高价格必要的调控。此外若疫情大面积复发，使得上市公司出栏量折损比例较大，进而提高成本费用，均影响上市公司 2020 年业绩。

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 2020 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	上海	北京
深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 邮编：518033	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 邮编：200120 传真：(021) 33830395	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