

证券研究报告

2020年03月31日

行业报告 | 行业专题研究

农林牧渔

当前推荐生猪养猪板块的核心逻辑是什么？

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 魏振亚 SAC执业证书编号：S1110517080004



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 1、当前生猪养殖板块投资逻辑是什么？

影响养殖板块盈利的因素包括行业周期（猪价）、出栏量（成长）、头均盈利能力（成本）。当前阶段，生猪养殖板块进入利润释放阶段，在盈利周期拉长的背景下，**企业的利润高增长成为当前养殖股投资的核心**，而在当前非瘟疫情泛滥的背景下，非瘟疫情防控能力构成企业高成长的关键。

## 2、非瘟疫情加速产业集中度提升，预计未来3年TOP10出栏量市占率达40-50%！

1) **疫情、环保政策等将抬升生猪养殖产业的技术门槛，导致中小散养户加速退出，行业集中度加速推进。**历史来看，2006年蓝耳病大规模爆发，2011年-2012年，伪狂犬病、猪流行性腹泻等疫病的爆发，2014-2015年生猪养殖产业环保力度加大，均导致了中小养殖场的加速退出，大规模养殖场加速扩张。

2) **非瘟疫情将导致行业集中度进一步加速集中，集团企业市占率将快速抬升。**2018年，温氏股份和牧原股份的市占率仅3.21%和1.59%，合计不足5%；而2018年，美国最大生猪养殖企业史密斯菲尔德出栏量1685万头，占全美生猪出栏量（13257万头）比重约13%。我们预计，在非洲猪瘟疫情的影响之下，我国养殖产业的集中度有望加速提升，我们预计未来3-5年，牧原股份、温氏股份市占率均有望超过10%，前十大养猪集团市占率有望达到40%-50%，头部养殖集团迎来发展的黄金期。

3) **集团企业防疫优势显著，产能逆势扩张，出栏有望持续高增长。**从2019年四季度开始，随着集团企业防疫能力提升，能繁母猪数量开始快速扩张，牧原股份和正邦科技的能繁母猪存栏量在2019年四季度增速达到42%和43%，且预计2020年能繁母猪均将至少翻一番。随着产能的快速扩张，我们预计2020-2021年主要的养殖集团企业出栏量将快速扩张，以牧原股份、新希望、正邦科技为例，增速基本上都可以达到连续翻倍的扩张速度。

## 3、如何看待一线龙头（牧原股份、新希望）和二线龙头（正邦科技）的成长性机会？

一线龙头，代表是牧原股份和新希望，2019年至今表现出优于同行的产能恢复/扩张能力，以及盈利能力，表明其在非洲猪瘟防疫方面优势显著，出栏量和盈利能力都有望继续改善，强者恒强；二线龙头，代表是正邦科技，预期差大，快速恢复和扩张：在疫情初期受到较大冲击，导致其短期盈利能力表现不佳，但是经过一年多的防疫经验积累，其防疫能力提升，其2020年月度出栏量在显著改善，且预计二季度以及未来有望持续改善，与一线龙头的差距有望快速缩小。

**4、重点推荐：**高成长且高盈利：**牧原股份、新希望（3月金股）、正邦科技（2月出栏数据改善）**；盈利能力强：温氏股份、天康生物

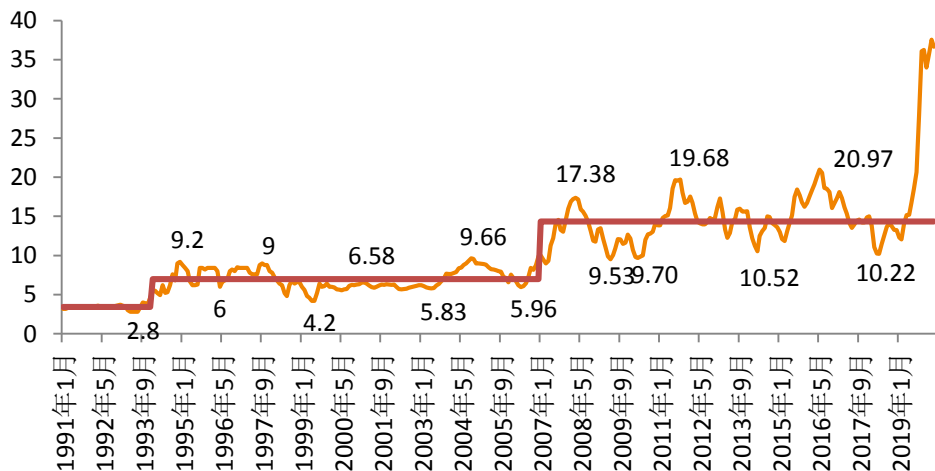
**风险提示：**1、疫情风险；2、价格波动；3、政策风险；4、养殖企业出栏量不达预期

# 1、生猪养殖板块投资要点是什么？本质是企业盈利高增长

影响养殖板块盈利的因素又包括了行业周期（猪价）、出栏量（成长）、头均盈利能力（成本）。当前阶段，生猪养殖板块进入利润释放阶段，在盈利周期拉长的背景下，企业盈利高成长成为当前养殖股投资的核心，而在当前非瘟疫情泛滥的背景下，非瘟疫情防控能力构成企业出栏高成长的关键。

- 1) 高盈利。由于全国能繁母猪整体补栏积极性低迷，预计未来3年猪价高位运行。
- 2) 出栏高成长。出栏量增速越高，企业成长属性越强。
- 3) 头均盈利能力。养殖成本越低，企业盈利能力越强。
- 4) 非瘟防疫能力构成短期竞争核心。在非瘟疫情背景下，防疫能力构成企业成长和盈利提升的关键。

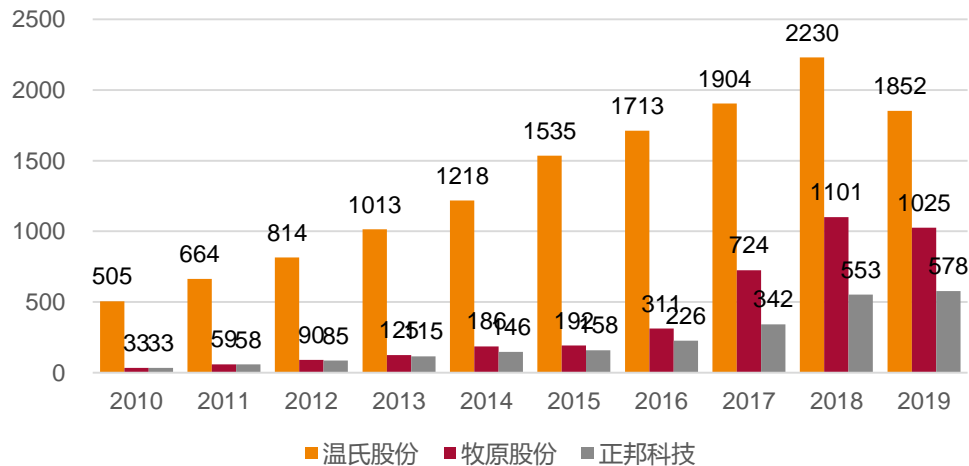
图：历史生猪出栏均价走势（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

图：主要养猪企业出栏量情况（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所；

## 2、非瘟疫情加速产业集中度提升，头部集团企业迎发展黄金期

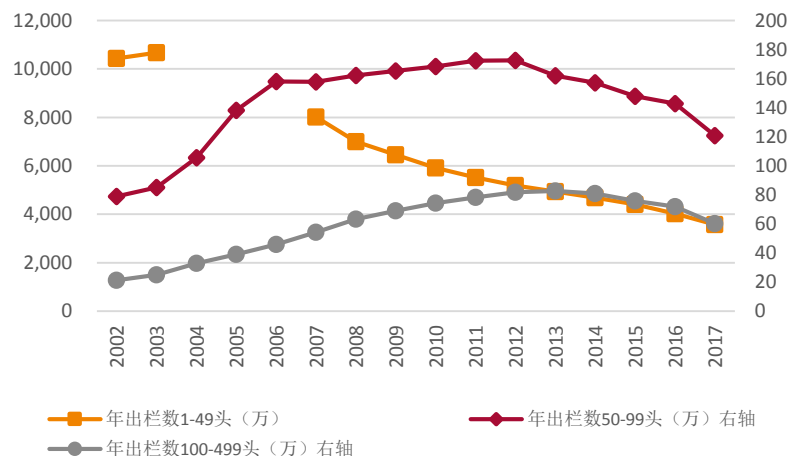
1) 疫情、环保政策等将抬升生猪养殖产业的技术门槛，导致中小散养户加速退出，行业集中度加速提升。

2006年蓝耳病大规模爆发，散养户快速退出，小规模养殖场（生猪饲养年出栏数50-99头）户数增长停滞，中大规模和大规模养殖场数量增长加速；

2011年-2012年，伪狂犬病、猪流行性腹泻、猪传染性肠胃炎等疫病的爆发导致仔猪高死亡率，次年中小规模养殖场数量开始下滑，大型规模养殖场数量加速上涨。

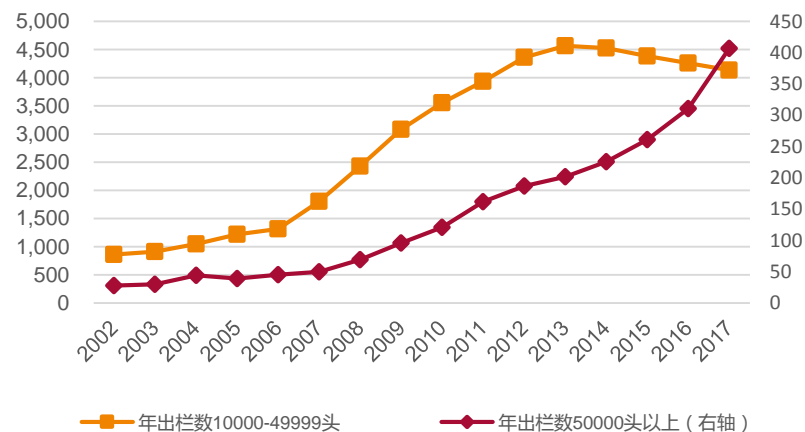
2014-2015年，生猪养殖产业环保力度加大，小养殖户面临禁养限养，中小规模场户数持续减少，大规模养殖场发展加速。

图：不同生猪养殖主体数量变化



资料来源：wind，天风证券研究所

图：不同生猪养殖主体数量变化 (个)



资料来源：wind，天风证券研究所

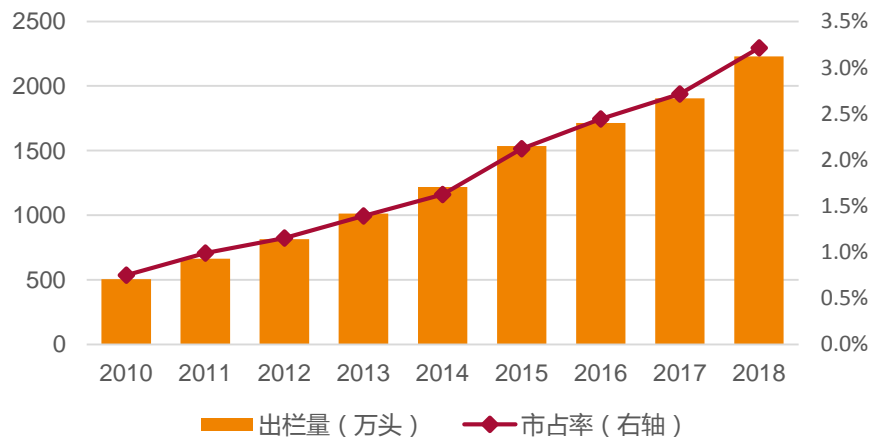
## 2、非瘟疫情加速产业集中度提升，头部集团企业迎发展黄金期

2) 非瘟疫情将导致行业集中度进一步加速集中，TOP10市占率有望达到40%-50%。

2010年以来，温氏股份和牧原股份两大龙头生猪出栏量持续走高，市占率也持续抬升。但截至2018年，温氏股份的市占率也仅仅只有3.21%，牧原股份市占率仅1.59%，两家合计不超过5%；而2018年，美国最大生猪养殖企业史密斯菲尔德出栏量1685万头，占全美生猪出栏量（13257万头）比重约13%。

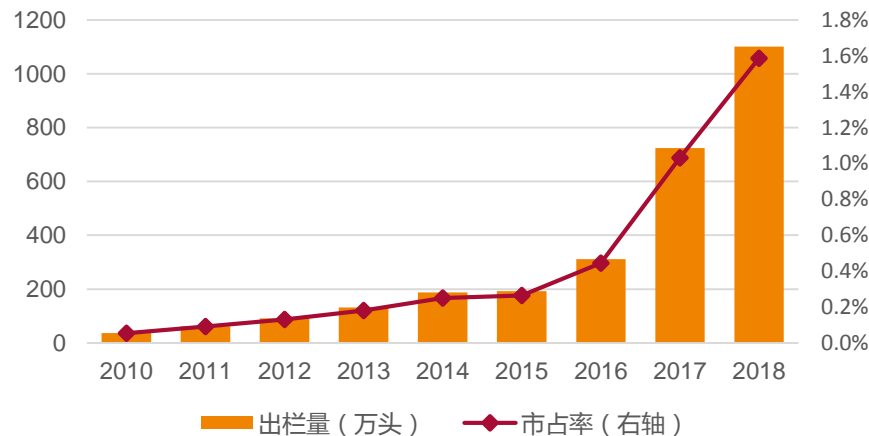
我们预计，在非洲猪瘟疫情的影响之下，我国养殖产业的集中度有望加速提升，我们预计未来3-5年，牧原股份、温氏股份市占率均有望超过10%，TOP10市占率有望达到40%-50%，头部养殖集团迎来发展的黄金期。

图：温氏股份出栏量和市场占有率



资料来源：wind，天风证券研究所

图：牧原股份出栏量和市场占有率

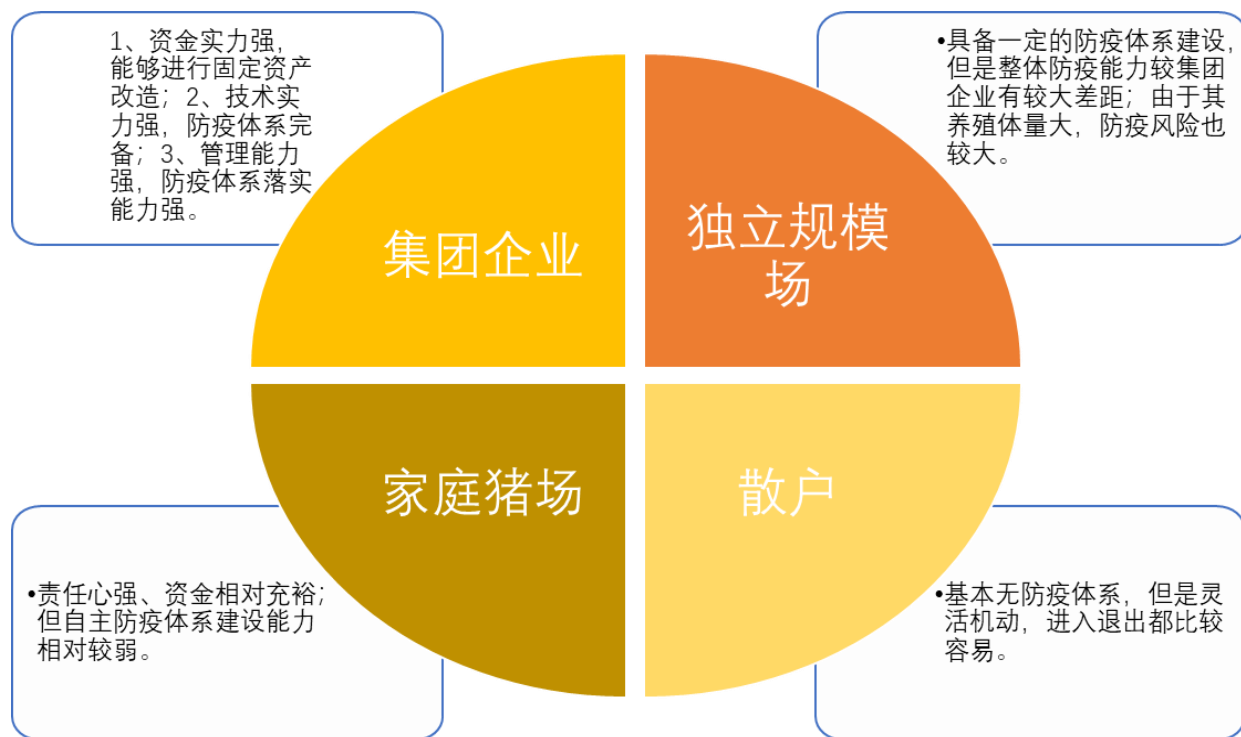


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2、非瘟疫情加速产业集中度提升，头部集团企业迎发展黄金期

3) 集团企业防疫优势突出。集团养殖企业相比而言：资金更为充裕、资产改造更加迅速和充分、技术人员更加专业、管理体系更加健全，从而在非洲猪瘟疫情的防控方面具有显著的相对优势。

图：不同生猪养殖主体疫情防疫特点



资料来源：猪易，天风证券研究所

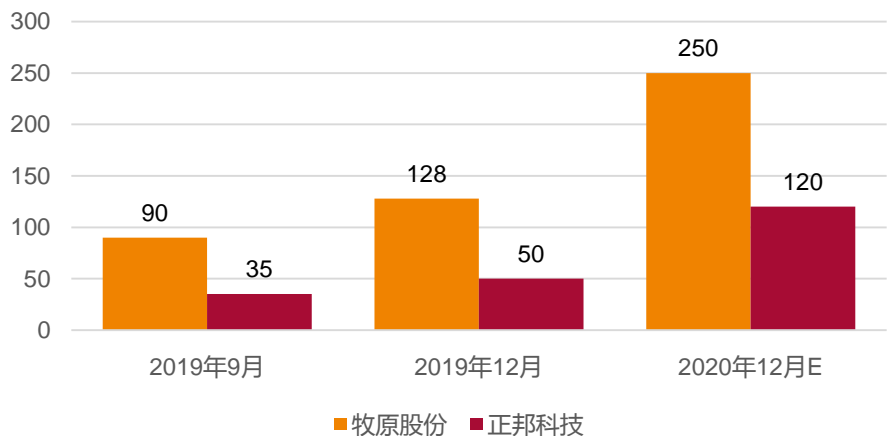
## 2、非瘟疫情加速产业集中度提升，头部集团企业迎发展黄金期

### 4) 集团企业产能逆势扩张，出栏有望高增长。

首先，集团企业能繁母猪逆势扩张。从2019年四季度来看，全国能繁母猪仍然在筑底过程，但是随着集团企业防疫能力的提升，其能繁母猪数量开始快速扩张，以牧原股份和正邦科技为例，其能繁母猪存栏量在2019年四季度增速分别达到42%和43%，且预计2020年能繁母猪均将有望翻一番。

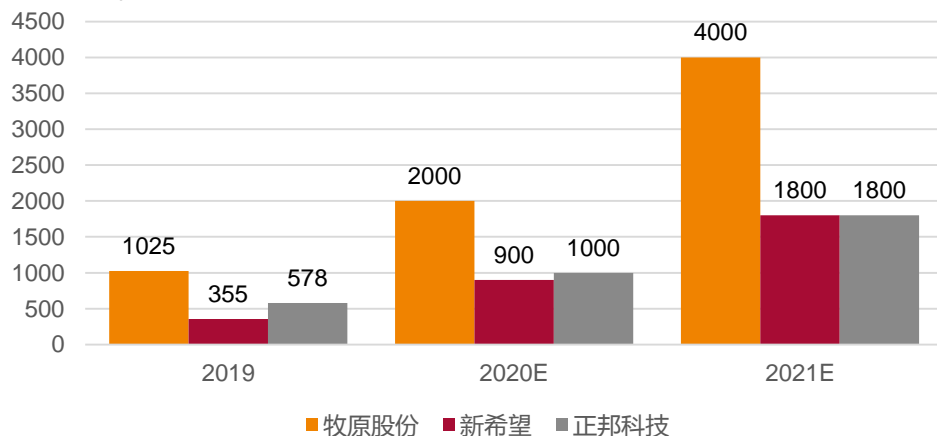
其次，集团企业出栏量高速增长。随着产能的快速扩张，我们预计2020-2021年主要的养殖集团企业出栏量将快速扩张，以牧原股份、新希望、正邦科技为例，增速基本上都可以达到连续翻番。

图：牧原股份和正邦科技能繁母猪快速扩张（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

图：预计牧原股份、新希望、正邦科技出栏量高速增长（万头）



资料来源：wind，天风证券研究所

### 3、当前时点，如何看待养殖龙头的投资机会？

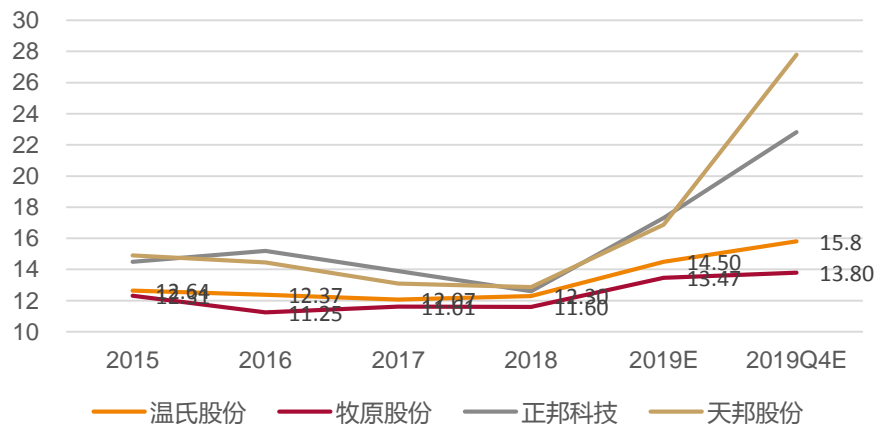
**1) 一线龙头：代表是牧原股份和新希望，防疫优势突出。**牧原股份和新希望从2019年至今表现出优于同行的产能恢复/扩张能力，以及非洲猪瘟防疫能力。我们预计这类公司会不断提升其防疫水平，出栏量持续高成长，盈利能力有望持续提升。（以19年四季度为例，牧原养殖成本13.8元/公斤；新希望自养养殖成本13元/公斤左右，新希望作为后进者，形成聚落式养猪模式，防疫水平突出，超市场预期）

**2) 二线龙头：代表是正邦科技，预期差大，快速恢复和扩张。**正邦科技、天邦股份等二线龙头，在19年下半年受到较大冲击，导致其19年下半年盈利能力表现不佳。但经过防疫体系完善，单头盈利有望20年上半年出现拐点。

一方面，二线龙头成本有望重新向一线龙头靠拢。从历史看，2015-2018年，正邦科技/天邦股份二线龙头与温氏股份/牧原股份一线龙头的差距在持续缩小；2019年受非瘟疫情影响差距拉大，尤其是在2019年四季度，成本差明显放大；我们认为，随着二线龙头防疫能力完善，其成本有望持续降低，与一线龙头的成本差有望缩小。

另一方面，二线龙头成长空间更大，预期差更大。首先，养猪产业市场空间大，正常养殖量在7亿头，我们认为除了温氏、牧原、新希望等一线龙头之外，未来大概率也将出现数家养殖量可以达到3000万头的二线龙头；其次，防疫体系、养殖技术水平各家公司长期是趋同的，二线向一线靠拢是必然趋势。我们预计正邦科技等二线龙头有望高成长，而这种成长并未充分体现在当前股价中，预期差大。

图：主要养殖企业出栏全成本变化图（元/公斤）





## 4、主要养殖企业一季报业绩预测

生猪养殖板块盈利已经进入高景气阶段，我们预计生猪养殖企业一季度业绩同比均出现大幅改善。

		温氏股份	牧原股份	新希望	正邦科技	天邦股份	唐人神	天康生物
2020年1月	养猪总收入（亿）	37.18		11.02	11.16	3.77	0.8707	1.69
	出栏总量（万）	86.94		31.95	29.97	11.69	2.56	5.39
	其中仔猪（万）	0		0.75	1.05	3.7	1.09	1.75
	商品猪（万）	86.94		31.2	28.92	7.99	1.47	3.64
	商品猪均价（元/公斤）	36.62		31.77	33.82	33.18	36.6	31
	商品猪均重（公斤/头）	116.78		110.12	112.44	118.48	125.00	125
2020年2月	养猪总收入（亿）	24.4	46.24（1-2月）	8.29	15.56	5.13	1.4	1.03
	出栏总量（万）	53.12	139.5（1-2月）	23.34	34.27	17.1	4.05	3.42
	其中仔猪（万）	0	34（1-2月）	0.6	0.19	11.2	2.22	1.7
	商品猪（万）	53.12	105.5（1-2月）	22.74	34.08	5.9	1.83	1.72
	商品猪均价（元/公斤）	38	32.5（1-2月）	33.84	37.02	34.34	38.83	30.99
	商品猪均重（公斤/头）	120.88	118（1-2月）	106.27	123.09	142.44	130	124
3月份预测	养猪总收入（亿）	37.58	34.43	10.85	15.68	5.41	1.40	1.72
	出栏总量（万）	87	90	29.7	37	18	4.5	5.5
	其中仔猪（万）	0	20	0.6	1	11	2.5	2
	商品猪（万）	87	70	29.1	36	7	2	3.5
	商品猪均价（元/公斤）	36	35	34	34	34	36	31
	商品猪均重（公斤/头）	120	125	108.5	125	135	125	125
2020Q1出栏和养殖 利润预测	养猪总收入（亿）	99.16	80.67	30.16	42.40	14.31	3.67	4.44
	出栏总量（万）	227.06	229.5	84.99	101.24	46.79	11.11	14.31
	其中仔猪（万）	0	54	1.95	2.24	25.90	5.81	5.45
	商品猪（万）	227.06	175.5	83.04	99.00	20.89	5.30	8.86
	商品猪均价（元/公斤）	36.71	33.53	33.11	35.01	33.82	37.17	31.00
	商品猪均重（公斤/头）	118.97	120.79	108.50	120.67	130.78	126.73	124.81
	育肥猪全成本（元/公斤）	16	14	22.34	23.50	27.00	19.00	14.00
	<b>生猪养殖业务净利润（亿）</b>	<b>55.9</b>	<b>48.8</b>	<b>9.9</b>	<b>13.98</b>	<b>3.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>
2020Q1利润预测	其他业务利润（亿）	-12	0	5.5	0.00	0.00	0.16	0.40
	<b>一季度利润合计（亿）</b>	<b>43.9</b>	<b>48.8</b>	<b>15.5</b>	<b>13.98</b>	<b>3.9</b>	<b>2.1</b>	<b>2.9</b>
	<b>2019Q1净利润</b>	<b>-4.60</b>	<b>-5.41</b>	<b>6.66</b>	<b>-4.14</b>	<b>-3.35</b>	<b>0.05</b>	<b>0.29</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

## 5、投资建议

集团企业逆势扩张，高速成长，估值仍处低位。重点推荐：高成长且高盈利：牧原股份、新希望（3月金股）、正邦科技（2月出栏数据改善）；以及盈利能力强：温氏股份、天康生物。

图：主要生猪养殖企业经营情况

		温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份	唐人神	新希望	天康生物
母猪端	预计20年底种猪存栏（万头）	240	350	200	70	11	100	10
	预计20年底能繁母猪存栏（万头）	180	250	120	40	8.5	75	15
	2019年底母猪存栏（万头）	160		120	34	7.5	55	10
	其中能繁母猪（万头）	120	128	50	18	5.0	30	8
成本端	2018年育肥猪完全成本（元/公斤）	12.2	11.25	12.7	12.87	12.8		新疆11.4，河南12.5
	2019Q4育肥猪完全成本（元/公斤）	15.8	13.8	22.82	27.8	18	18.5	
	2019育肥猪完全成本（元/公斤）	14.5	13.47	17.31	16.87	15.41		新疆12.5-13元/公斤
	预计2020年育肥猪完全成本（元/公斤）	16	13	17.5	17.5	18.15	18.15（外购仔猪育肥26	新疆12.75
出栏量	2019Q4出栏量（万头）	298.49	232	129	41	11.86	118.1	20.49
	2019年出栏量（万头）	1851.65	1025	579	244	83.93	354.98	84.28
	2020年出栏量（万头）	1600	2000	1000	350	150	900	165
利润	2019Q4净利润（亿）	78.2	47.16	16.47	2.11	0.72	19.3	4.09
	2019净利润（亿）	139.06	61.14	16.97	1.21	2.02	50.40	6.31

资料来源：wind，天风证券研究所

## 6、风险提示

- 1、**疫情风险。**非洲猪瘟疫情持续存在，虽然各养殖企业在非瘟疫情防控方面已经取得了显著的成果，但是若后续疫情进一步加剧，或因疫情损失，对经营造成影响。
- 2、**价格波动。**猪价受供需格局的影响，对生猪养殖企业的盈利起到重要作用，若行业产能增加超预期，猪价或低于预期，从而导致生猪养殖企业利润不达预期。
- 3、**政策变动风险。**包括新冠肺炎带来的隔离，对生猪养殖产业的经营造成了冲击；对美国猪肉进口政策或对国内猪价形成影响；政策对国内生猪养殖产业的扶持政策或环保政策的变化也将对生猪养殖产业产生影响。
- 4、**养殖企业出栏量不及预期。**若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致养殖企业养殖扩张节奏发生变化，从而导致未来的生猪出栏量不达预期，各公司未来的高成长性或将受到影响。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS