

证券研究报告—动态报告/行业快评

农林牧渔

行业思考系列-非洲猪瘟演绎

超配

(维持评级)

2021年02月17日

# 非瘟干扰生猪产能正常迭代 把握牧原股份以不变应万变

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520110002

## 事项：

2021年2月份，《中国兽医学报》刊出由军事科学院军事医学研究院军事兽医研究所完成的研究论文《1株非洲猪瘟病毒自然变异毒株的鉴定》，论文指出国内发现1株源自湖北某地的ASFV自然变异株，该毒株经基因组测序发现，其EP402R基因(CD2v)和上游相邻的EP153R基因(8CR)出现部分缺失。新毒株的出现引发市场高度关注。

国信农业观点：新变异毒株的出现加大了非洲猪瘟疫情的防控难度，但新毒株并非完全不可控，也不是行业新一轮的灾难，而是会加速行业的竞争格局重塑。从病理分析后，我们得出两个疫情对行业影响的先验判断：1)本轮猪价下行阶段，非瘟或将是行业常态，猪价下行速度放缓；2)非瘟会奖励管理能力强的养殖群体，头部养殖企业市占率快速提升。我们认为，生猪养殖从完全分散到快速集中的过程中，会出现优秀的成长股投资机会，建议重点关注。从股票推荐角度看，我们认为新毒株更多影响的是情绪周期，对企业经营周期影响不大；考虑到猪周期仍处于下行通道中，我们维持成长股的推荐观点，核心看好牧原股份。

## 评论：

■ 从企业经营角度来看，非洲猪瘟一方面会延缓猪价下行，另一方面会加快养殖规模化进程；变异毒株强化行业逻辑。

从病理分析来看，非洲猪瘟将会是未来养殖的常态问题。非洲猪瘟疫苗的研发难度非常大，国外对该病毒的研究接近100年，也没有合适的疫苗方案；国内研发进展速度虽然较快，但由于是活疫苗，安全性仍需要较长时间的实验室观察。对于非洲猪瘟疫苗难落地、难攻关的主要原因，我们分析如下：该病毒基因类型多，数量庞大，免疫逃逸机制复杂多样，可逃避宿主免疫细胞的清除；现阶段国内外已研制的一些非洲猪瘟疫苗，虽然能诱导产生一定水平的抗体，但并不具备中和非洲猪瘟病毒的能力，均无法达到有效防控非洲猪瘟的目的。因此，我们可以得出一个模糊的准确结论：非洲猪瘟在可预期的时间内，没有有效的疫苗，该疫情是国内未来生猪养殖的一个常态性问题。

未来疫情演绎：疫情反复一方面延缓猪价下行，另一方面提升养殖规模化速度。虽然疫苗无效，但从国外防控经验来看，养殖群体可以通过生物安全隔离的方式有效防控非洲猪瘟，因为该病毒虽毒性高，但传播性较差。非瘟传播性差的特性就决定了国内未来疫情的发病情况跟病毒的传播难易程度相关，而传播难易程度直接与养殖密度成正向关系。因此，我们对疫情未来的演绎可以得出两个先验结论：1)随着各地区养殖密度的提升，2021年疫情相对2020年抬头的概率很大，但养殖密度降低后，疫情将进入自发可控阶段；2)生物安全隔离优势明显的养殖群体可以更好地抵抗疫情对产能的干扰，也就是说规模大企业在接下来的疫情防控中，相对散养户优势明显，头部企业市占率快速提升。

非洲猪瘟变异毒株强化行业集中逻辑。从军事兽医研究所的研究以及行业调研情况来看，国内发现的非洲猪瘟变异毒株相对原有毒株具备潜伏期长&难提前发现等特征，疫情发作后对养殖群体的产能损伤也较大；该病毒虽然更难防控，但传播能力仍然较差，而且头部优秀养殖公司也已经有了防控新毒株的方案。综上所述，我们先验判断认为，新毒株虽然会造成更大的产能损失，但由于其传播能力仍然较差，因此并不会造成产能新周期，更多是延缓猪价下行速度，以及更加凸显头部养殖企业的防控和管理优势，加快行业规模化进程，强化我们对行业的演绎判断。

### ■ 从股票反应角度来看，非洲猪瘟变异毒株更多干扰市场情绪周期。

我们认为股票是企业的经营周期与市场情绪周期叠加的产物，非瘟变异毒株更多影响市场的情绪周期，对企业的经营周期影响不大，核心逻辑如下：1) 变异毒株受到重点关注跟春节前后非瘟疫情抬头有关，但我们认为个别地区疫情抬头是地区性养殖密度提升导致的，只是变异毒株作为新事物受到额外的关注度。此外，变异毒株虽然毒性降低，但传播性并没有增强，整体发病情况依然与养殖密度成正向关系，依然符合我们对疫情演绎的逻辑判断；2) 从企业的运营周期来看，非洲猪瘟延缓猪价下行，提升优秀企业市占率的逻辑是变异毒株发生前就存在的逻辑，只是变异毒株出现后加强了该逻辑，因此我们认为变异毒株并不改变，而是加强头部企业的增强逻辑。

### ■ 选股角度：周期下行阶段，对标的要有更为苛刻的要求，我们建议把握核心成长股以不变应万变。

猪价下行阶段，板块难有趋势性的普涨行情，对公司自身的阿尔法要求更高，个股分化是主要的走势。我们核心看好成长股，满足养殖成长股需要有两个要求：1) 养殖成本要低，相对行业具备超额收益；2) 出栏速度快。而且我们认为，生猪养殖从完全分散到快速集中的过程中，会出现优秀的成长股投资机会，建议重点关注。根据以上对成长股的要求，2021年我们核心推荐牧原股份。

### ■ 投资建议：继续重点推荐牧原股份。

牧原股份是生猪养殖行业的成长股，而不是周期股。我们认为，牧原股份凭借其软实力（优秀的企业管理）和硬实力（技术、土地、资金）铸就的低成本护城河，短期内难以被逾越；同时，其上市后凭借上市平台优秀，高杠杆撬动产能持续快速扩张，产能储备达8000万头，远期规划达1亿头+，处于行业领先地位，龙头地位进一步稳固。考虑到非洲猪瘟疫情未来演绎的复杂性，公司作为管理能力优秀的成长股有望充分受益行业红利。此外，考虑到公司正在向屠宰和冷鲜肉领域延伸，未来成长性依然十足。

### ■ 风险提示

- 1、农产品涨价过高，带来的成本端上行的潜在风险。养殖公司饲料成本占完全成本的一半以上，如果农产品涨价幅度过高，可能会造成养殖企业养殖利润较大损失。
- 2、不可控的动物疫情引发的潜在风险。农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大资产损失。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2021年2月 10日 收盘价	EPS			PE		
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
002714.SZ	牧原股份	买入	124.55	2.82	7.65	9.21	44.17	16.28	13.52

数据来源：wind、公司资料，国信证券经济研究所整理预测

## 相关研究报告:

- 《农林牧渔行业周报：饲料粮继续强势，畜禽持有成长股》 ——2021-02-08  
 《农林牧渔 2021 年 2 月投资策略暨 2020 年报前瞻：维持农业超配评级，成长股高弹性确定》 ——2021-02-08  
 《生猪行业深度报告系列二：行业加速集中，牧原飞跃发展》 ——2021-02-01  
 《种业深度报告系列二：高粮价出业绩，转基因落地抬估值》 ——2021-01-29  
 《农林牧渔 2020Q4 基金持仓分析：农业超配减弱，成长股逆势上扬》 ——2021-01-25

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032