

周期往复，人心思涨

——论生猪市场的一致性预期陷阱

深度研究报告/农林牧渔行业

2021年12月15日

报告摘要：

● 我国2006年以来已经经历过三轮完整的猪周期

从周期运行时长来看，每轮周期总时长均在4年左右，第一轮下行周期为2年零2个月，第二轮为2年零9个月，第三轮为2年整，总体呈现牛短熊长的规律。本轮周期如果以2019年猪价最高点来划分，下行阶段也已达到了2年的时间。

● 温故知新：后非瘟时代周期逻辑的调整

能繁母猪存栏对价格传导信号存在偏差。生猪养殖行业规模化程度的提升伴随着生猪养殖效率的提高，具体体现在出栏均重的增长降低了对商品猪出栏数量的需求，而PSY的提升又向上传导进一步降低了对能繁母猪存栏量的要求。

生猪养殖行业规模不经济现象不利于产能出清。非洲猪瘟爆发之后，一些养殖成绩优秀的散户逐渐成长为一批规模适中的家庭农场和农业合作社，当大型养殖企业和中小型养殖场成本相比失去成本优势，而散户体量又已经大幅减少的情况下，以往下行周期中最先由散户退出市场而实现产能出清的逻辑便难以成立。

● 如何看待2022年猪价与周期拐点？

仍需警惕生猪市场一致性预期陷阱。①成熟的养殖主体虽已具备对市场做出预判的能力，但当真正落实到产能调整阶段时，却仍然无法脱离顺周期生产的“魔咒”。因此对猪周期及拐点的判断，在以母猪存栏变化为核心逻辑的基础上，必须要结合行业结构与养殖端行为模式的变化共同进行分析。②基于常规逻辑，市场容易形成“对2022年Q1、Q2猪价持悲观态度、同时看好能繁母猪存栏去化后明年下半年猪价的表现”的一致预期。然而这种预期一旦在养殖端形成，则行业内很有可能出现集体压栏以避免季节性淡季与周期低谷的操作。③上述逻辑的发展最终将导致周期中的“价格底”没有预期的深，而猪价上涨的拐点又因为出栏压力后移被抑制，最终价格出现长期在盈亏平衡线附近上下浮动的现象。

长期高成本与高供应的矛盾累积可能放大产能去化的边际效应。①高饲料成本或持续抑制下游补栏需求。2022年受国内主粮供需形势继续偏紧预期的影响，饲料成本或将继续维持较高水平。即使产能不继续出现大面积出清，但仍有可能持续抑制养殖端补栏意愿，并最终向商品端传导。②我们认为行业需要新的矛盾点刺激周期拐点的到来。当前生猪养殖行业平均资产负债率远远超出前几轮周期中的高点。明年若猪价持续在盈亏平衡线附近震荡，规模猪场后期为了回笼资金可能会再次出现集中透支出栏的情况，届时可能会对猪价造成较强的阶段性下行压力；期间倘若融资环境恶化，不排除部分企业的产能和经营将出现超预期的调整。

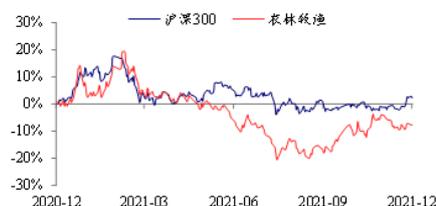
● **投资建议：**我们认为只要产能还没有经历深度去化，就不必过早纠结于周期拐点出现的具体时间节点，而是动态观察市场将通过何种机制化解产能过剩的矛盾。若下行周期或长于预期，考虑到较高的资金时间成本和机会成本，周期中兼具成长属性的个股更具备提前布局的价值。我们建议关注兼具“财务稳健”和“业绩弹性”的养殖企业，即在严格控制经营杠杆的前提下仍然能够稳步推进原本的扩产计划，并利用生猪以及饲料原材料相关期货品种对未来产能头寸进行套期保值、平滑经营风险，具备优秀的跨周期调节现金流的能力。**建议关注公司：唐人神、温氏股份。**

● **风险提示：**动物疫病传播，自然灾害造成原材料价格大幅上涨；政策风险等。

推荐

首次评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：周泰

执业证号：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com

相关研究

代码	重点公司	现价 12月14日	EPS			PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E
002567.SZ	唐人神	6.58	0.11	0.12	0.71	62.12	54.63	9.27
300498.SZ	温氏股份	17.69	-1.45	0.09	1.31	/	187.6	13.47

资料来源：wind，民生证券研究院，盈利预测为wind一致预期

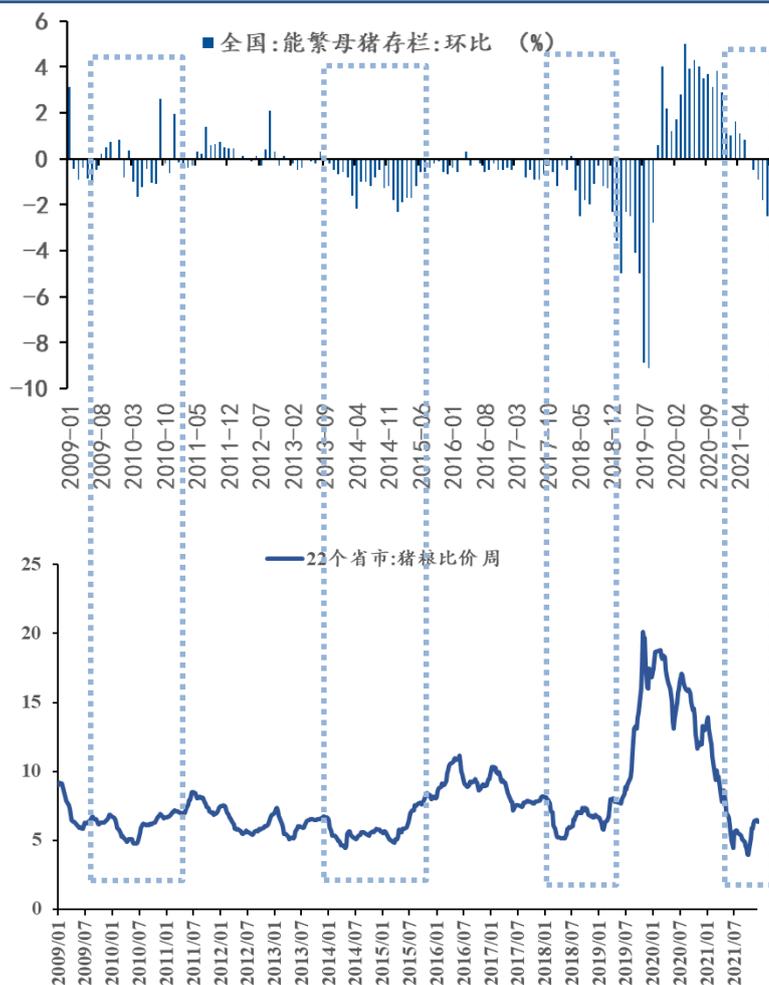
目录

1 我国四轮猪周期历史复盘	3
1.1 第一轮：2006 年至 2010 年——各类猪疫病造成产能波动剧烈.....	4
1.2 第二轮：2010 年至 2014 年——供需主导的“常规型”周期.....	4
1.3 第三轮：2014 年至 2018 年——环保政策高压推进产业规模化.....	5
1.4 第四轮：2018 年至今——非洲猪瘟疫情催化“超级周期”.....	5
2 温故知新：后非瘟时代周期逻辑的调整	7
2.1 能繁母猪存栏对价格传导信号存在偏差.....	7
2.2 生猪养殖行业规模不经济现象不利于产能出清.....	8
3 如何看待 2022 年猪价与周期拐点？	11
3.1 仍需警惕生猪市场的一致性预期陷阱.....	11
3.2 长期高成本与高供应的矛盾累积可能放大产能去化的边际效应.....	12
3.3 配置思路上重点关注兼具成长与周期属性的养殖企业.....	13
4 投资建议	15
5 风险提示	15

1 我国四轮猪周期历史复盘

我国 2006 年以来已经经历过三轮完整的猪周期。从周期运行时长来看，每轮周期总时长均在 4 年左右，第一轮下行周期为 2 年零 2 个月，第二轮为 2 年零 9 个月，第三轮为 2 年整，总体呈现牛短熊长的规律。本轮周期如果以 2019 年猪价最高点来划分，下行阶段也已达到了 2 年的时间。当我们讨论猪周期时，其本质就是生猪养殖的盈利周期。一般在不出现重大疫病或者强制性环保行业政策干预的情况下，母猪存栏去化幅度与行业整体亏损幅度呈正向关系。

图1: 能繁母猪存栏与猪粮比价运行规律



资料来源: wind, 民生证券研究院

表1: 每轮猪周期中行业亏损时长统计

周期	亏损开始	亏损结束	亏损时长	最低猪粮比
	2006-05-19	2006-10-20	22 周	
2006 年 5 月至	2007-02-16	2007-04-13	8 周	5.77
2010 年 5 月	2009-05-01	2009-06-12	7 周	5.61
	2010-02-05	2010-05-28	16 周	4.74
	2010-06-04	2010-07-16	7 周	4.73
2010 年 6 月至	2012-04-06	2012-10-19	28 周	5.40
2014 年 4 月	2013-03-01	2013-07-19	19 周	5.05

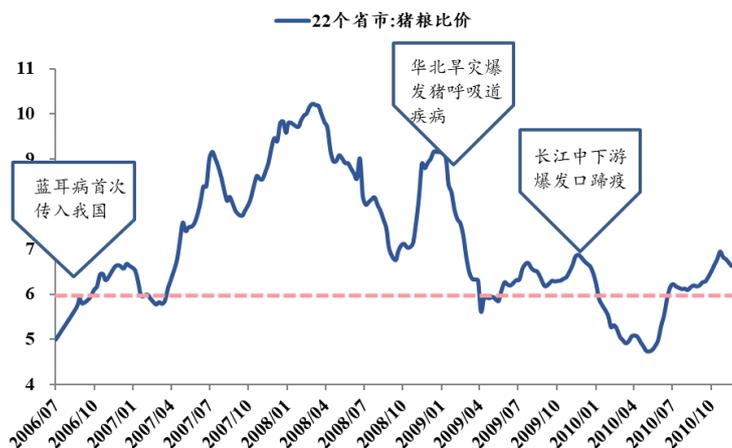
	2014-01-10	2014-04-25	14 周	4.46
2014 年 5 月至	2014-05-02	2015-06-12	57 周	4.56
2018 年 5 月	2018-03-09	2018-05-11	9 周	5.13
2018 年 6 月至今	2018-05-18	2018-06-29	7 周	5.13
	2021-06-11	2021-11-05	22 周	3.93

资料来源: wind, 民生证券研究院

1.1 第一轮: 2006 年至 2010 年——各类疫病造成产能剧烈波动

本轮周期自 2006 年 5 月开始, 于 2010 年 5 月结束, 历时 4 年整。2006 年 5 月, 高致病性蓝耳病在我国大流行, 并引发了 2006-2008 年一轮的上涨行情。随着蓝耳病疫情传播形势逐渐稳定, 生猪存栏快速恢复。2009 年猪价持续下跌, 但因为年初华北地区的旱灾导致三季度生猪市场出现阶段性供应偏紧(注: 长期干旱会导致空气中粉尘密度增加, 容易传播猪呼吸道疾病, 生猪饮水减少导致抵抗力下降), 因此行业不仅没有大规模去产能, 部分养殖场甚至加大了仔猪和后备母猪的采购。在 2009 年年底甲流引起的混合感染疾病和 2010 年 2 月份蔓延的猪口蹄疫的双重打击下, 养殖端出现集体恐慌性抛售, 过剩的产能开始激烈释放, 猪价在 5 月下旬完成筑底。

图2: 2006.05-2010.05 猪粮比变化趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 第二轮: 2010 年至 2014 年——供需主导的“常规型”周期

本轮猪周期自 2010 年 6 月开始, 于 2014 年 4 月结束, 历时 3 年零 10 个月。本轮周期没有受到大规模疫病传播等特殊事件的扰动, 属于受供需主导的“常规型”猪周期。2011 年后猪价缓慢震荡下行, 并伴随规律的季节性波动, 2012 至 2014 年上半年间行业头均盈亏基本稳定在±200 元之间浮动。规模化养殖的兴起, 使得供给侧修复更加缓慢。持续的产能过剩最终造成了 2014 至 2015 年中旬整整长达一年半的低迷行情, 养殖端过去积累的利润和现金流逐渐被消耗殆尽, 部分散户开始退出市场。

图3: 2010.06-2014.04 猪粮比变化趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

1.3 第三轮: 2014 年至 2018 年——环保政策高压推进产业规模化

本轮周期自 2014 年 5 月开始, 至 2018 年 5 月结束, 历时 4 年整。2014 年后, 前所未有的高强度环保政策倒逼养殖业向规模化转型。尽管上轮周期中能繁母猪产能去化的影响已经逐渐显现, 但在环保政策严格抑制下, 猪价上涨没有带动补栏需求回升, 散户仍在继续加速退出市场, 而规模猪企迎来产能扩张的第一个黄金期, 行业整体养殖效率明显提升。2016 年下半年猪价再次转跌, 并在 2018 年上半年完成筑底。

图4: 2014.05-2018.05 猪粮比变化趋势



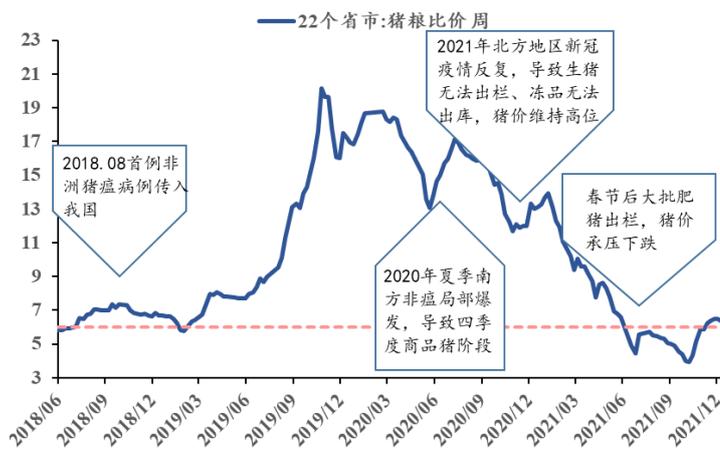
资料来源: wind, 民生证券研究院

1.4 第四轮: 2018 年至今——非洲猪瘟疫情催化“超级周期”

本轮周期始于 2018 年 4 月, 并延续至今。2018 年 8 月, 非洲猪瘟首次传入我国后, 对生猪养殖行业造成了毁灭性打击。疫情不仅加速了向新一轮周期反转, 也催生了历史上绝无仅有的“最强猪周期”, 猪价累计涨幅高达 259.6%。2019-2020 年间, 行业生猪养殖头均利润保持在

1500 元以上，最高达到 2800 元。在赚钱效应的吸引下，不仅规模猪企加快扩张的步伐，外部资本也跨行涌入市场，仅 2020 年生猪养殖相关企业新增注册量就高达 7.76 万家。尽管 2020 年夏季南方地区、2021 年春冬季北方地区均爆发过区域性的非瘟疫情，但整体上并未阻止生猪产能的迅速复苏，行业进入疫情常态化管理阶段。产能激进扩张造成的直接结果就是今年一季度以来猪价连续下跌，并在国庆节前夕以超预期的幅度跌至 10 元/公斤的“冰点”，猪粮比下跌至 5: 1 以下的三级预警区域。四季度以来，伴随能繁母猪的加速淘汰与猪价触底反弹，市场对养殖板块的预期逐渐开始转向。

图5: 2014.05-2018.05 猪粮比变化趋势



资料来源: wind, 民生证券研究院

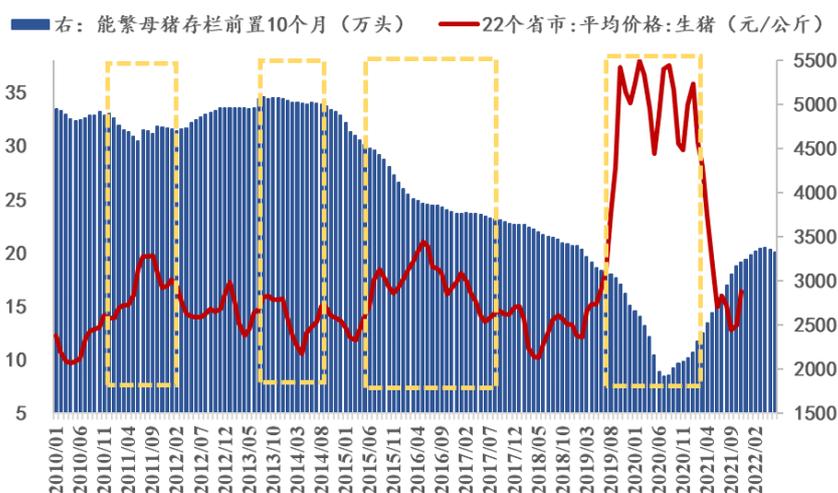
2 温故知新：后非瘟时代周期逻辑的调整

2.1 能繁母猪存栏对价格传导信号存在偏差

由于从母猪配种到商品猪育肥出栏全程大概需要 10 个月左右的时间，过去我们通常可以通过当前能繁母猪存栏水平的高/低点来判断 10 个月后商品猪价格的低/高点，但这一判断方法从上一轮周期开始出现明显的预期差。——2015 年至 2017 年，全国环保政策趋严，大量中小型养殖户产能的出清导致全国能繁母猪存栏量连续 32 个月下滑，但 10 个月后的生猪价格却不涨反跌。生猪养殖行业规模化程度的提升伴随着生猪养殖效率的提高，具体体现在出栏均重的增长降低了对商品猪出栏数量的需求，而 PSY 的提升又向上传导进一步降低了对能繁母猪存栏量的要求。2020 年我国母猪产能稳步恢复，截止至 11 月也仅达到 2017 年年末的 90% 左右，而今年二、三季度猪价超预期的跌幅再一次表明，虽然能繁母猪存栏量是生猪产能的核心，但出栏均重和 PSY 这两个杠杆对供应量的调节的影响也是不容忽视的因素。考虑到今年 6 月之前行业都是通过“三元商品母猪淘汰+二元后备母猪更新替补”相结合来进行种群优化升级，因此能繁母猪存栏量一定幅度内下滑不会对生猪产能产生显著影响。

然而，生猪供应端分析最大的难点就在于，能繁母猪存栏量的数据缺乏一个统一的官方统计口径。我们通过采用农业农村部的月度环比和同比数据结合前期公布的基数来进行推算，并且结合第三方草根调研的情况进行一定程度的调整，预计截止至 10 月全国能繁母猪存栏量大约为 3200 万头左右，产能可能已经提前调整至均衡水平。从种猪场后备母猪的销售情况来看，2021 年下半年养殖端种群中二元母猪占比提升的逻辑已经从前期的“边淘边补”转变为单向淘汰低效母猪。特别注意 10 月能繁母猪存栏下滑幅度明显扩大，补栏意愿下滑的影响可能已经开始有所体现。

图6： 能繁母猪存栏量与猪价的时间关系



资料来源：wind，民生证券研究院

表2：行业养殖效率整体提升降低了对能繁母猪存栏水平

	2017	2021-2022
假定猪肉消费量恒定（万吨）	5400	5400

出栏体重 (kg)	115	125
出肉率	73%	73%
理论生猪出栏量 (亿头)	6.4	5.9
PSY	17.5	18.5
理论能繁母猪存栏量	3676	3199

资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 生猪养殖行业规模不经济现象不利于产能出清

生猪养殖行业进入门槛较低,产品高度同质化,且我国又存在养殖体量庞大、养殖区域极为分散的特点,因此在非洲猪瘟爆发之前,我国生猪行业规模化进程主要是依靠产业政策推进的。这些政策既包括扶持性补贴政策,也包括抑制性环境规制政策,实质上都是以推动规模养殖场发展为主要目标,并对散养户存在挤出效应。

从补贴政策来看,一般包括普惠性补贴(如生猪良种补贴、能繁母猪补贴和能繁母猪保险保费补贴等)和专项补贴(如生猪调出大县奖励和生猪标准化规模养殖专项资金等)两类。由于普惠性补贴与能繁母猪挂钩,规模养殖场因养殖数量优势成为普惠性补贴政策的最大受益者,因此,补贴政策实质上促进了生猪养殖规模化。但这些政策效力持续性差,这使得生猪养殖规模并没有像美国一样发生结构性逆转。

表3: 2014 年以来我国生猪养殖补贴梳理

日期	政策文件	实施手段
2007 年起至今	《能繁母猪保险保费补贴管理暂行办法》	财政部提供保费补贴的能繁母猪保险业务,其保险责任为重大病害、自然灾害和意外事故所引致的能繁母猪直接死亡。重大病害包括:败血症、蓝舌病、痒病、猪瘟、猪肺炎、猪丹毒、蓝耳病、流行性腹泻、猪链球菌、口蹄疫及其免疫副反应;自然灾害包括:台风、龙卷风、暴雨、雷击、地震、洪水(政府行蓄洪除外)、冰雹;意外事故包括:泥石流、山体滑坡、火灾、爆炸、建筑物倒塌、空中运行物体坠落。能繁母猪存栏量为 30 头以上;未达到此规模的,要通过专业合作组织或以村、乡为单位,以统保方式参加保险。
2007 年起至今	能繁母猪补贴资金(非连续性政策)	切实增强能繁母猪生产能力,进一步保护农民养殖母猪积极性,巩固当前生猪生产加快恢复的成果,按照前一年能繁母猪统计量,中央财政将补贴资金拨付有关省区。2007 年补助为 50 元/头,2008 年以后为 100 元/头,并非每年度都实行。
2008 年起至今	生猪良种补贴项目实施方案	补贴对象为项目区内使用良种猪精液开展人工授精的母猪养殖者,包括散养户和规模养殖户(场)(2020 年改为:生猪存栏 500 头以上的规模猪场)。按每头能繁母猪年繁殖两胎,每胎配种使用 2 份精液,每份精液补贴 10 元测算,每头能繁母猪年补贴 40 元。
2012 年起至今	《生猪调出大县奖励资金管理暂行办法》	生猪调出大县,是指生猪调出量和出栏量符合规定标准的县(县级市、区、旗和农场),中央财政预算安排的对生猪调出大县按本办法规定给予奖励的专项财政转移支付资金。原则上,县的生猪年均出栏量、调出量等指标应不低于一定标准,且每个县的奖励资金不少于 100 万元,避免资金分散,影响政策效果。奖励资金实行专款专用,用途如下:规模化生猪养殖户(场)猪舍改造、良种引进、粪污处理的支出;生猪养殖大户购买种公猪、母猪、仔猪和饲料等的贷款贴息和保险保费补助支出;生猪流通和加工方面的贷款贴息支出;生猪防疫服务费用支出,要严格控制支出规模和范围;经财政部批准的其他支出。

2019	临时贷款贴息补助政策	省级农业信贷担保公司要充分发挥政策性功能, 积极为种猪场(含地方猪保种场)和年出栏5000头以上的规模猪场提供信贷担保服务。鼓励将猪舍等地上附着物、生猪等作为反担保措施。对在担保贷款到期的养殖场户实施展期担保, 并推动银行等金融机构实行无还本续贷; 对单户养殖场提供的担保余额不得超过1000万元; 对于200万元—1000万元(含)之间的担保项目。
------	------------	---

资料来源: 农业农村部, 财政部, 民生证券研究院

从环境规制政策来看, 规模养殖场因具有技术优势和规模经济效应对环保政策的敏感度较低, 相反地, 散养户生产管理粗放, 更容易受到环境规制政策影响, 尤其是在地方政府“一刀切”做法下, 散养户数量减少得更多。因此, 无论是补贴政策还是环境规制政策, 其实客观上都导致了生猪散养户数量减少。但随着时间推移, 经优胜劣汰存活下来的中小型养殖场生存能力增强, 退出生猪养殖的可能性下降。另外, 这些养殖场由于固定投入少, 在生猪产能下降的情况下, 能够快速进入市场补充产能, 其存在的必要性增强, 在生猪养殖规模结构中份额降低的可能性下降。

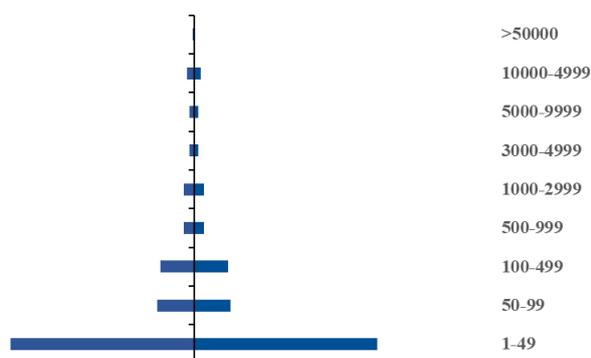
表4: 2014年以来我国环保政策梳理

日期	政策文件	任务目标
2014/1/1	《畜禽规模养殖污染防治条例》	推动畜禽养殖业从加强科学规划布局、加强环保设施建设, 从而实现以环境保护促进产业优化和升级, 为实现畜禽养殖产业发展与环境保护的和谐统一提供有力的制度保障。
2014/4/24	新《环境保护法》	畜牧养殖业进入环保严管期, 畜牧污染问题轻则罚款整改, 重则停产拆迁
2015/4/2	《水污染防治行动计划》	科学划定畜禽养殖禁养区。2017年底前, 依法关闭或搬迁禁养区内的家禽养殖场和养殖专业户。京津冀、长三角、珠三角等区域提前一年完成
2015年11月	《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》	南方水网地区到2020年500头以上出栏规模的猪场要达到70%以上
2016/4/18	《生猪生产发展规划(2016-2020)》	确定了生猪生产的区域布局, 将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四个区域, 要求发挥区域比较优势, 分类推进, 协调发展。
2016/5/28	《土壤污染防治行动计划》	强化畜禽养殖污染防治, 到2020年, 规模化养殖场、养殖小区配套建设废弃物处理设施比例达到75%以上。
2016/10/24	《畜禽养殖禁养区划定技术指南》	落实《畜禽规模养殖污染防治条例》和《水污染防治行动计划》, 指导各地科学划定畜禽养殖禁养区
2016/11/10	《控制污染物排放许可制实施方案》	企事业单位特征排污, 按所在地改善环境质量和保障环境安全的要求承担相应的污染治理责任。到2020年所有的养殖企业均应获得排污许可证。确定了生猪生产的区域布局, 将全国划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区和适度发展区四个区域, 要求发挥区域比较优势, 分类推进, 协调发展。
2016/12/25	《环境保护税法》	对堆放应税污染物的规模化养殖场征收环保税。
2017/3/5	《政府工作报告》	全面推进污染源治理。开展重点行业污染治理专项行动。
2017/6/12	《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》	以畜牧大县和规模养殖场为重点, 以沼气和生物天然气为主要处理方向, 以农用有机肥和农村能源为主要利用方向, 健全制度体系, 强化责任落实, 完善扶持政策, 严格执法监管, 加强科技支撑, 强化装备保障, 全面推进畜禽养殖废弃物资源化利用, 加快构建种养结合、农牧循环的可持续发展新格局, 为全面建成小康社会提供有力支撑。
2018/1/31	《2018年畜牧业工作重点》	深入推进畜牧业供给侧结构性改革, 持续推进畜禽养殖废弃物资源化利用, 推动完善畜禽粪污资源化利用用地政策、畜禽规模化养殖场环评制度等制度。
2019/12/18	关于调动动物防疫条件审查有关规定的通知	暂停执行关于兴办动物饲养场、养殖小区、动物隔离场所、动物屠宰加工场所以及动物和动物产品无害化处理场所的选址距离规定。

资料来源：农业农村部，民生证券研究院

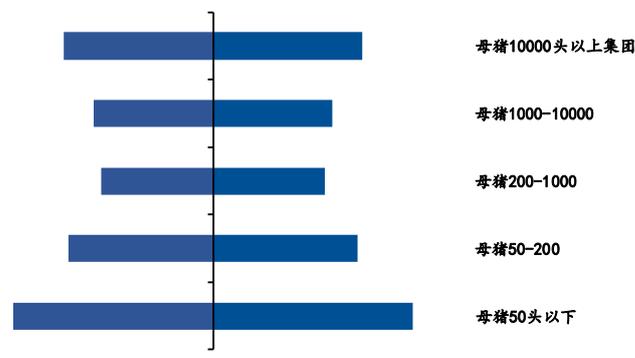
非洲猪瘟爆发之后，我国生猪产业结构从过去的“金字塔”型迅速过渡至“哑铃型”，一些养殖成绩优秀的散养户逐渐成长为一批规模适中的家庭农场和农业合作社，他们的养殖模式逐渐从过去外购仔猪育肥转变为采购后备母猪进行自繁自养，加上本身的地理优势和精细化管理手段，养殖成本显现出更低的水平；而规模猪企伴随养殖体量的快速扩张，其原料成本边际下降和生产效率边际提升的速度越来越慢，而边际管理效率逐渐下降的速度却是递增的（也就是说我们认为规模扩张的正向效应在某个节点会小于管理效率下降产生的负面效应）。当位于“哑铃”中部的大型养殖企业和中小型养殖场成本相比失去成本优势，而散户体量又已经大幅减少的情况下，以往下行周期中最先由散户退出市场而实现产能出清的逻辑便难以成立。

图7：2005年我国生猪产业结构呈“金字塔型”



资料来源：生猪期货圈，民生证券研究院

图8：2021年我国生猪产业结构呈现“哑铃型”



资料来源：涌益咨询，民生证券研究院

3 如何看待 2022 年猪价与周期拐点？

3.1 仍需警惕生猪市场的一致性预期陷阱

规模企业顺周期生产加剧了猪价超涨超跌的现象。理论上，产能加速向中大型养殖场集中应当有利于形成更加稳定的供应，但从今年猪价的表现来看，无论是上涨或是下跌的幅度都更频繁的超出市场预期。在各种行业信息透明度提高且流通速度加快的今天，成熟的养殖主体虽然已经具备了对市场做出预判的能力，但当真正落实到产能调整的阶段时，却仍然无法脱离顺周期生产的“魔咒”。特别是非瘟疫情之后，规模养殖企业不仅在成本上失去优势，同时也缺少跨周期调节现金流的经验和工具（比如运用生猪期货进行套期保值），因此被迫停留在“在周期的顶部大幅扩张，而在周期底部被动缩减产能”的生产经营状态。也就是说，**尽管生猪养殖行业内部的集中度在不断提升，但多数企业利润的扩张仍然是依赖养殖规模的扩张。而不是建立在高效率经营基础上的高额利润，都会招致其它企业的大量进入而使利润率很快降至平均水平，这也就是为什么生猪养殖行业难以获取长期的超额利润。**

对于产能调整更加灵活偏短线的社会猪场来说，顺周期调节的思路则体现在其出栏与压栏的节奏上。如果预期未来一段时间价格会上涨，养殖端便通过压栏增重获取更高的收益（如今年一季度），压栏时长可以达到 30 至 90 日龄不等；当预期未来一段时间价格会下跌，则主动减重提前出栏（如今年 9 月）。这种压栏与抛售节奏的不断切换，在特定的时间点放大了猪价的超涨超跌。

对猪周期及拐点的判断，在以能繁母猪存栏变化为核心逻辑的基础上，必须要结合行业结构与养殖端行为模式的变化共同进行分析。

（1）按照 2021 年 5 月至 7 月能繁母猪存栏高峰推算，理论上 2022 年生猪出栏的高峰应当集中在明年 3 月至 5 月间，叠加消费端正值季节性淡季，因此行业普遍倾向于认为这期间猪价将再次筑底。

（2）2021 年 8 月开始，受猪价大幅下跌带来的悲观情绪影响，养殖端低效母猪淘汰量明显增加。10 月生猪价格触底反弹，由于淘汰母猪价格与育肥猪价格挂钩，因此养殖场趁猪价反弹后加快低效产能母猪的淘汰动作，导致 10 月能繁母猪存栏量环比下滑幅度有所扩大。

（3）进入 11 月后，行业养殖盈利情况整体好转，叠加三元母猪存栏占比已经大幅下降至三成以内，母猪淘汰速度放缓。但考虑到 8 到 10 月间较低的补栏水平，预计 11 月至明年 2 月能繁母猪存栏将继续维持缓慢下降的态势，反映到明年 6 月以后生猪供应量将有所下滑。

因此，基于常规逻辑，市场容易形成“对 2022 年 Q1、Q2 猪价持悲观态度、同时看好能繁母猪存栏去化后明年下半年猪价的表现”的一致预期。然而，**这种一致性预期一旦在养殖端形成，则行业内很有可能出现集体压栏以避免季节性淡季与周期低谷的操作**（注意，夏季高热天气来临后压栏不具备可持续性，大体重猪出栏届时会对市场会产生额外的供应增量）；另一方面，由于猪价阶段性反弹，11 月北方地区散户后备母猪补栏情绪随之回暖，除非在过年前猪价出现极端下跌行情导致养殖端将后备母猪作肥猪抛售，否则明年一季度末能繁母猪存栏

增速将再次转正，不利于周期拐点的形成。上述逻辑的发展最终将导致周期中的“价格底”没有预期的深，而猪价上涨的拐点又因为出栏压力后移被抑制，最终价格出现长期在盈亏平衡线附近上下浮动的现象。

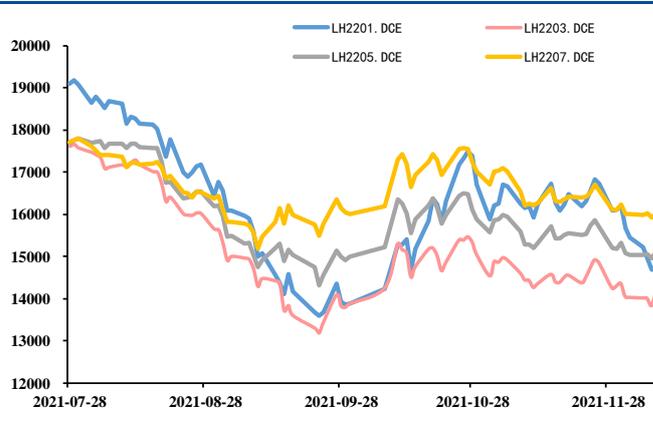
生猪期货的月间价差结构也一定程度上可以证实这一市场预期，1、3、5、7月四个合约从近月到远月呈现出“强-弱-强”的特征，且价格均处于养殖成本线以上。截止至12月3日，LH2201、LH2203、LH2205、LH2207结算价依次为15590元/吨、14065元/吨、15125元/吨、16040元/吨。而根据目前的断奶仔猪成本可推算4个月后的商品猪出栏成本大致在13至14.5元/公斤左右，表明行业无论是自繁自养还是外购仔猪都将处于小幅盈利的状态。

图9：生猪出栏体重与生猪价格的关系



资料来源：wind，卓创资讯，民生证券研究院

图10：生猪期货各合约价格走势（元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 长期高成本与高供应的矛盾累积可能放大产能去化的边际效应

猪价不深跌带来的结果就是产能出清延缓，猪价震荡磨底的时间拉长。我们认为这个阶段可能会使得行业长期矛盾进一步深化，并在未来的某一时点放大产能去化的边际效应。

高饲料成本或持续抑制下游补栏需求。今年下半年以来外购仔猪育肥成本下行带动行业整体养殖成本降幅明显，截止至12月初，自繁自养平均成本16.33元/公斤，较年初上涨9.8%，但外购仔猪育肥成本仅15.03元/公斤，较年初下降45.8%。养殖成本下降主要得益于仔猪价格下跌和二元母猪轮换后种群养殖效率的提升。但仔猪的价格不可能无限下跌，母猪生产性能的提高至少在年度单位内也存在瓶颈，所以长期来看生猪养殖成本的波动还是受饲料端主导。

猪饲料成分中占比最大的是以玉米为主的能量饲料，但2020年度以后伴随临储玉米拍卖见底，市场出现结构性缺口，玉米价格中枢大幅上移，养殖端开始寻求价格更低廉的替代原料。本市场年度玉米产量增加、进口略有减少，供需缺口较上年有所缓和但并没有消失，未来补足缺口的关键仍在替代品上。2020/21年政策性小麦大量拍卖相当程度上补充了国内玉米的缺口，而随着政策性小麦库存的快速消耗，稻谷将可能接替小麦成为调控玉米市场的政策性角色。此外，由于进口玉米及进口替代性谷物的数量大幅上升，未来国际市场的谷物价格将通过成本传递和情绪联动的途径对国内玉米市场产生较大影响，我们预计2022年受国内主粮供需形势继续偏紧预期的影响，饲料成本将继续维持较高水平。即使产能不继续出现大面积出清，但仍有

可能持续抑制养殖端补栏意愿，并最终向商品端传导。

图11: 育肥猪配合饲料价格(元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

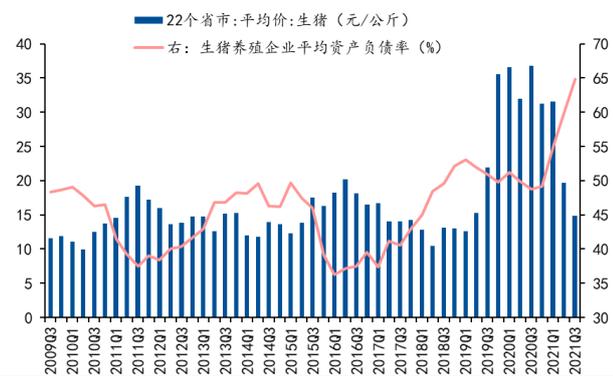
图12: 外购仔猪育肥出栏成本预估(元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

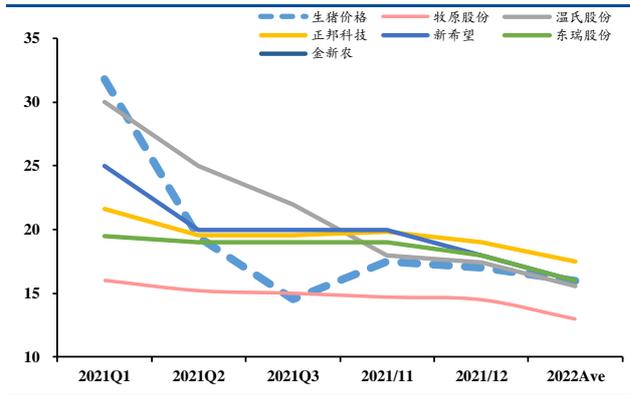
我们认为行业需要新的矛盾点刺激周期拐点的到来。在以往的下行周期中，大部分出栏成本能够保持优良水平的规模猪企，通过合理利用融资手段仍然可以相对稳定的度过行业寒冬。在本轮周期中，中小养殖场无论是养殖成本还是产能调节的灵活性都表现出更明显的优势，因此在这场淘汰赛中可能不会是最先倒下的一方，而那些在周期上半场中扩张过于激进的规模养殖企业（特别是跨行进入养猪行业的企业），则面临着磨底期现金流错配乃至出现债务危机的风险。当前生猪养殖行业平均资产负债率远远超出前几轮周期中的高点（64.8%），即使10月以来猪价出现较大幅度的反弹，也不足以根本性改善企业财务表现。明年来看，若猪价持续在盈亏平衡线附近震荡，规模猪场后期为了回笼资金可能会再次出现类似于今年9月至10月间集中透支出栏的情况，届时可能会对猪价造成较强的阶段性下行压力；期间倘若融资环境恶化，不排除部分企业的产能和经营将出现超预期的调整。

图13: 上市猪企平均资产负债率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 猪企出栏完全成本与生猪价格(元/公斤)



资料来源: wind, 民生证券研究院

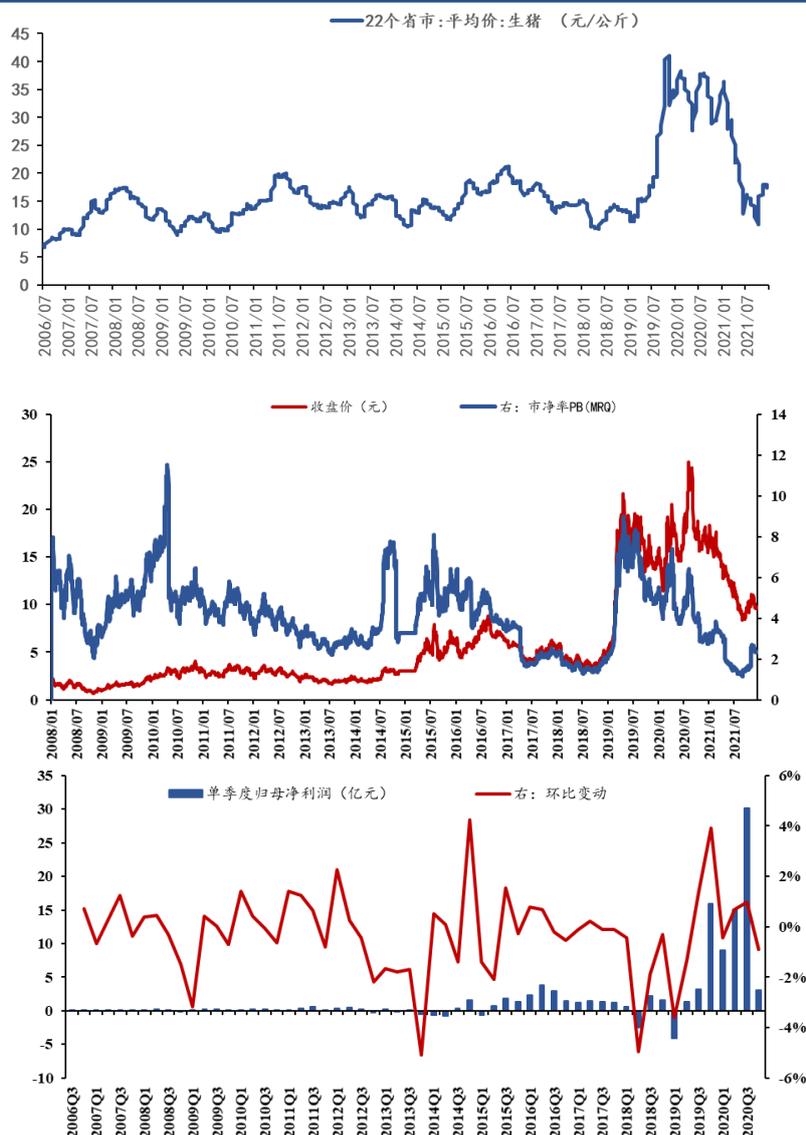
3.3 配置思路上重点关注兼具成长与周期属性的养殖企业

生猪养殖板块景气度与猪价往往呈现一荣俱荣、一损俱损的态势，因此，生猪养殖板块投资的首要关键是对猪价周期性方向的判断，其次才是对个股养殖模式、产能增速、养殖成本等成长属性的分析。对于养殖股布局的时机，目前行业里已知且接受度较高的观点包括：

- (1) 每轮下行周期中企业一般会经历两个以上的亏损季；
- (2) 亏损季可能是养殖个股最佳的布局时机；
- (3) 股价的拐点领先于猪价。

我们对上述观点并无过多异议，由于对于猪周期拐点判断的难度远远高于对个股行情拐点判断的难度，这些经验的存在可以大大简化周期股择时判断的流程。但从历史的角度来看，公司出现第一个亏损季到行情正式启动前，期间股价即使不继续下跌，也可能会经历一到两年不等的磨底期。所以对周期股的“左侧”布局，实际上并不是对一个“时间点”的投资，而是对若干个“时间段”的投资。我们认为只要产能还没有经历深度去化，就不必过早纠结于周期拐点出现的具体时间节点，而是动态观察市场将通过何种机制化解产能过剩的矛盾。若下行周期或长于预期，考虑到较高的资金时间成本和机会成本，周期中兼具成长属性的个股更具备提前布局的价值。

图15: 正邦科技股价表现、季度净利润和全国生猪价格



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 投资建议

首先从周期演绎的思路来说，常规逻辑下，春节后产能释放与消费淡季重叠导致猪价再次跌破行业盈亏平衡线运行，那么行业在经历一到两个季度的亏损季后能繁母猪存栏加速去化，养殖板块迎来周期性布局良机。但是，鉴于明年行业出栏成本整体下行要求猪价运行中枢同样较今年明显下移才能够实现这一条件，我们对产能去化的路径做出了另一种假设：

一方面，养殖端主动控制出栏节奏导致供需双方的矛盾始终不明显，猪价在很长一段时期内始终围绕盈亏平衡线（15元/公斤）附近上下震荡。由于预计明年各个养殖主体成本差异较今年显著缩小，经营现金流表现差强人意。长此以往，个别杠杆较高的规模养殖企业被迫开始不计代价降低生猪存栏、缩减产能。**也就是说，即使行业整体没有出现深度的亏损，但只要当大型养殖场或者养殖企业开始出现大幅度的产能调整时，同样意味着行业有可能进入到了关键的转折点；**另一方面，虽然前期行业没有大幅度的产能出清，但长时间后备母猪补栏情绪低迷造成的影响最终仍会传导至商品端（只是时间上存在滞后性），后者有可能会加剧产能矛盾爆发的边际效应。

从个股配置方向上来说，我们建议关注兼具“财务稳健”和“业绩弹性”的养殖企业：

（1） 财务杠杆指标低于行业平均水平（财务稳健）

从过去两轮周期的经验来看，在周期底部配置“低毛利+高杠杆”的个股有很大概率在下一轮周期到来后能够充分兑现“量价齐升”带来的业绩红利与估值提升，这种思路逻辑上就是加强收益的周期性，特征是风险与机会并存。但在本轮周期中，多数企业前期顺周期扩张的规模已经十分可观，而杠杆之上加杠杆的操作前提是必须要准确把握行业周期走势、节奏和行业调整方向。若未来猪价在较长一段时间处于“温水煮青蛙”的状态，则会极大地推高企业财务风险。周期往复，但倘若倒在黎明前夜则毫无意义。

（2） 具备跨周期产能规划与经营现金流调节能力（业绩弹性）

虽然目前的形势下我们并不看好企业过于激进的逆周期扩张，但财务稳健与产能弹性并非完全不可共存。在严格控制经营杠杆的前提下仍然能够稳步推进原本的扩产计划，同时充分利用生猪以及饲料原材料相关期货品种对未来产能头寸进行套期保值、平滑经营风险，需要企业具备优秀的跨周期调节现金流的能力。

5 风险提示

动物疫病方面，冬季属于动物呼吸道疾病高发季节，非洲猪瘟在低温环境下仍有反复可能，使产能造成损失的风险；自然灾害方面，玉米、小麦、稻谷等主粮价格若遭遇恶劣天气导致供应下滑，造成原材料价格大幅上涨的风险；政策调控方面，猪价上涨国家抛储、加大进口等手段调节导致猪价反弹幅度不及预期的风险等。

插图目录

图 1: 能繁母猪存栏与猪粮比价运行规律	3
图 2: 2006.05-2010.05 猪粮比变化趋势	4
图 3: 2010.06-2014.04 猪粮比变化趋势	5
图 4: 2014.05-2018.05 猪粮比变化趋势	5
图 5: 2014.05-2018.05 猪周期复盘 (单位: 元/公斤)	6
图 6: 能繁母猪存栏量与猪价的时间关系	7
图 7: 2005 年我国生猪产业结构呈“金字塔型”	10
图 8: 2021 年我国生猪产业结构呈现“哑铃型”	10
图 9: 生猪出栏体重与生猪价格的关系	12
图 10: 生猪期货各合约价格走势 (元/吨)	12
图 11: 育肥猪配合饲料价格 (元/公斤)	13
图 12: 外购仔猪育肥出栏成本预估 (元/公斤)	13
图 13: 上市猪企平均资产负债率	13
图 14: 猪企出栏完全成本与生猪价格 (元/公斤)	13
图 15: 正邦科技股价表现、季度净利润和全国生猪价格	14

表格目录

表 1: 每轮猪周期中行业亏损时长统计	3
表 2: 行业养殖效率整体提升降低了对能繁母猪存栏水平	7
表 3: 2014 年以来我国生猪养殖补贴梳理	8
表 4: 2014 年以来我国环保政策梳理	9

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。