

推荐 (维持)

## 规模养殖稳步推进，静待周期向上拐点

风险评级：中风险

生猪养殖行业深度报告

2022年1月20日

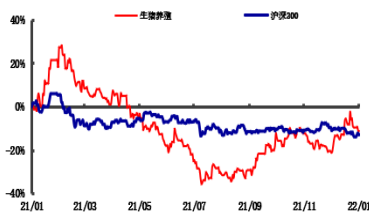
### 投资要点：

分析师：魏红梅  
SAC 执业证书编号：  
S0340513040002  
电话：0769-22119410  
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：黄冬祎  
SAC 执业证书编号：  
S0340121020013  
电话：0769-22119410  
邮箱：  
huangdongyi@dgzq.com.cn

- 我国是全球最大的生猪产出国，猪肉是居民第一大消费品类。根据美国农业部数据显示，2020年我国生猪产量为5.65亿头，在全球占比为48.43%，产量位居全球第一。在肉类消费结构中，猪肉是居民第一大消费品类。2020年我国居民人均猪肉消费量为18.20千克/年，消费占比为73.42%。
- 我国生猪养殖行业市场规模超万亿，规模养殖稳步推进。将生猪出栏量\*出栏均重\*生猪均价作为衡量行业市场规模的标准。2021年前三季度，我国生猪养殖行业的市场规模已达到1.21万亿元。我国生猪养殖行业目前的集中度较低，大规模猪企的数量偏少。2021H1，我国生猪养殖行业的CR5为10.50%。在政策、城镇化等因素推动下，我国生猪养殖行业的集中度未来有较大的提升空间，规模养殖稳步推进。
- 生猪养殖行业有望在2022年迎来向上拐点。2021年伴随着猪价大幅下降，我国生猪养殖企业在2021年第三季度出现不同程度的亏损，产能去化趋势显现。从农业农村部公布的数据来看，我国能繁母猪出栏量自7月以来环比持续下降。近日，伴随着季节性消费需求弱化，猪价再次进入下行通道。若后续能繁母猪等产能持续去化，预计2022年三季度左右生猪养殖行业有望迎来向上拐点。
- 投资策略：维持对生猪养殖行业的推荐评级，建议积极把握猪周期向上拐点。展望2022年，若能繁母猪产能持续去化，结合生猪滞后能繁母猪产能10个月，行业有望在三季度左右迎来拐点。考虑到2021年四季度消费旺季使猪价出现一定的反弹，或一定程度上影响猪周期时长。若后续猪价下降，生猪养殖公司亏损幅度进一步加大，或加速猪周期见底进程。后续需持续关注能繁母猪存栏等重要数据与猪企业绩等情况，寻找适当的布局机会。标的方面，可重点关注养殖板块中的牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、新希望（000876）、正邦科技（002157）等。
- 风险提示：国家政策，非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发，产能去化不及预期，猪价下行，市场竞争加剧等。

### 生猪养殖行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

## 目 录

1. 走进生猪养殖行业	5
1.1 主要类别介绍	5
1.2 生猪养殖周期	6
1.3 生猪养殖行业产业链	6
2. 我国是全球最大的生猪产出国，猪肉是居民第一大消费品类	7
2.1 我国是全球最大的生猪产出国	7
2.2 猪肉是我国居民的第一大消费品类	8
3. 我国生猪养殖行业市场规模超万亿，集中度有较大的提升空间	8
3.1 我国生猪养殖行业市场规模庞大	8
3.2 我国生猪养殖行业集中度低，未来有较大的提升空间	9
3.2.1 我国生猪养殖行业集中度低，规模养殖趋势显现	9
3.2.2 我国生猪养殖集中度与规模化养殖有较大的提升空间	10
3.3 多因素推动我国生猪养殖行业集中度与规模化养殖程度提高	11
4. 生猪养殖行业有望在 2022 年迎来向上拐点	15
4.1 我国生猪养殖处于第四轮猪周期的下行阶段	15
4.2 生猪养殖行业产能去化趋势显现	16
4.3 生猪价格近期再次步入下行通道，企业亏损加大或加速猪周期进程	19
4.4 猪粮比已跌至三级预警区间	20
5. 重点公司对比分析	20
5.1 业务结构对比分析	21
5.2 生猪养殖业务模式对比分析	22
5.3 生猪出栏量与业绩对比分析	24
5.4 财务指标对比分析	25
5.5 激励计划分析	27
6. 对标国际生猪企业巨头——万洲国际	29
6.1 核心战略：品牌收购，全产业链布局	30
6.2 业务特点：肉制品系主要创收来源，美国业务占比最高	31
6.3 业绩分析：万洲国际业绩在猪周期下的抗压能力较强	31
6.4 盈利能力分析：盈利能力波动幅度较小，费用结构有所优化	32
7. 投资策略	33
8. 风险提示	33

## 插图目录

图 1：商品猪主要类别	5
图 2：生猪养殖周期	6
图 3：生猪养殖产业链	6
图 4：2020 年部分国家生猪产量（亿头）	7
图 5：2016-2020 年部分国家生猪产量占比（%）	7
图 6：我国居民人均猪肉消费量（千克/年）	8
图 7：我国居民人均肉类消费结构（%）	8
图 8：2016-2021 年前三季度我国生猪养殖行业市场规模（万亿元）	8
图 9：2021H1 我国生猪养殖行业竞争格局（%）	9
图 10：我国生猪出栏 500 头以上养殖场出栏量占比提高（%）	10

图 11: 我国生猪养殖年出栏户数占比 (%)	10
图 12: 2019 年美国生猪养殖行业竞争格局 (%)	10
图 13: 2020 年部分国家生猪规模化养殖对比 (%)	10
图 14: 我国生猪年出栏 1-49 头户数与增速 (万户, %)	12
图 15: 2000-2020 年我国城镇化率 (%)	14
图 16: 2020 年主要国家城镇化率 (%)	14
图 17: 猪周期传导路径	15
图 18: 我国 22 省市平均生猪价格与猪周期走势	16
图 19: 能繁母猪存栏同比与环比 (%)	17
图 20: 生猪存栏同比与环比 (%)	17
图 21: 能繁母猪存栏量 (万头)	18
图 22: 生猪存栏量 (万头)	18
图 23: 22 省市平均生猪价格 (元/公斤)	19
图 24: 生猪养殖利润 (元/头)	19
图 25: 猪粮比	20
图 26: 2016-2021 年我国主要生猪养殖公司出栏量 (万头)	24
图 27: 我国主要生猪养殖公司生猪业务 2021 年营业收入与 CAGR5 (亿元, %)	25
图 28: 2016-2021H1 我国主要生猪养殖公司生猪业务毛利率对比 (%)	25
图 29: 2016-2021 年前三季度我国主要生猪养殖公司资产负债率对比 (%)	26
图 30: 2021 年 1-9 月主要生猪养殖企业经营活动现金流对比 (亿元)	26
图 31: 2016-2021 年 1-9 月主要生猪养殖企业经净现比对比	26
图 32: 万洲国际全球化布局	29
图 33: 万洲国际发展历程	30
图 34: 2021 年前三季度万洲国际产品结构 (%)	31
图 35: 2021 年前三季度万洲国际区域结构 (%)	31
图 36: 万洲国际主营业务收入与增速 (百万美元, %)	31
图 37: 万洲国际归母净利润与增速 (百万美元, %)	31
图 38: 万洲国际毛利率与净利率 (%)	32
图 39: 万洲国际期间费用率 (%)	32

## 表格目录

表 1: 种猪品类介绍	5
表 2: 截至 2019 年 12 月底各省能繁母猪存栏量降幅	11
表 3: 近几年我国出台的生猪养殖规模化主要政策	13
表 4: 近几年我国出台的相关环保政策文件	14
表 5: 2006 年至今我国经历的四次猪周期	16
表 6: 2018-2021 年前三季度生猪养殖企业资本性支出 (亿元, %)	17
表 7: 2018-2021 年前三季度生猪养殖企业生产性生物资产 (亿元, %)	18
表 8: 我国主要的生猪养殖公司	20
表 9: 我国主要生猪养殖公司业务范围	21
表 10: 2021H1 我国主要生猪养殖公司收入构成 (亿元, %)	21
表 11: 自繁自养模式与“公司+农户”合作养殖模式	23
表 12: 我国生猪养殖主要上市公司养殖模式	23
表 13: 我国主要生猪养殖公司限制性股票激励计划与股票期权激励方案梳理	27
表 14: 我国主要生猪养殖公司员工持股计划梳理	29

---

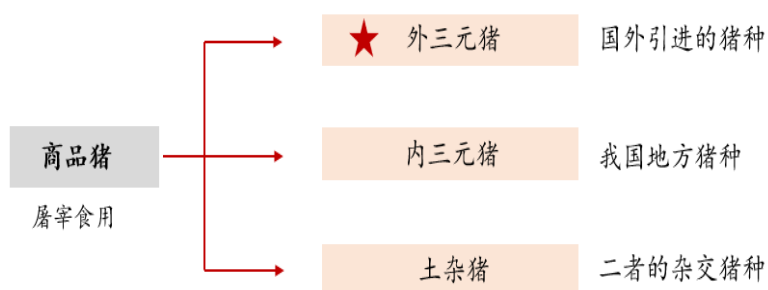
表 15: 重点公司盈利预测及投资评级 (2022/1/19) ..... 33

## 1. 走进生猪养殖行业

### 1.1 主要类别介绍

**生猪。**生猪是对未宰杀的除种猪以外的家猪的统称，主要包括仔猪、商品猪等。(1) **仔猪。**仔猪即刚出生的小猪。一般来说，30 公斤以下的猪，均被称为仔猪。(2) **商品猪。**商品猪即饲养到一定程度可以直接屠宰的猪种。与种猪相比，商品猪不会留下后代，一般用于屠宰。目前市场中的商品猪绝大多数是三元杂交品种（由两个品种杂交得到的一代杂种母猪再与第二个品种的公猪进行杂交），具有生长速度快、抗病力高、饲料转化率高等特点。而三元猪又可进一步划分为内三元猪、外三元猪与土杂猪。外三元猪即用于杂交的三个品种全部是外来猪种，即国外引进的猪种；内三元猪均为我国地方猪种；土杂猪即为两者的杂交猪种。目前我国主要以外三元猪为主。外三元猪具有生长速度快、饲料报酬高、瘦肉率高等特点，比较适合规模化养殖。

图 1：商品猪主要类别



数据来源：公开资料整理，东莞证券研究所

**种猪。**种猪的用途主要是繁殖仔猪。按品种划分，种猪可分为曾祖代种猪、祖代种猪与父母代种猪。其中，曾祖代和祖代均为纯种猪（由同一猪种交配），父母代种猪主要包括二元杂交品种（由两个猪种或品系进行杂交）。与纯种猪相比，二元杂交品种拥有杂交优势，长势快、育肥效果好等特点，应用较为广泛。将种猪进行分类，国外种猪目前主要系大约克夏猪、长白猪、杜洛克猪、汉普夏猪等。国内种猪主要系太湖猪、宁乡猪、香猪、东北民猪等。

表 1：种猪品类介绍

国外主要品种	原产地	主要特征	优点	缺点
大约克夏猪	英国	目前在世界分布最广，属于瘦肉型猪种。体型大，毛色全白，又名大白猪。	增重快，饲料利用率高，繁殖性能较高，肉质好。	蹄质不坚实，易患疾病。
长白猪	丹麦	属于瘦肉型品种。毛色全白。	生长快、饲料利用率高、瘦肉率高，母猪产仔多。	体质较弱，对饲养条件要求较高。
杜洛克猪	美国	属于鲜肉型品种。毛色棕红色，可由金黄到暗棕色。	生产快、饲料转化效率高、抗逆性强。	产仔较少。

国内主要品种	原产地	主要特征	优点	缺点
汉普夏猪	美国	属于鲜肉型品种。被毛黑色，肩与前肢有一条白带，故称为“银带猪”。	瘦肉率高，眼肌面积大，胴体品质好。	生长速度慢，饲料报酬稍差。
太湖猪	苏州	世界上产仔数最多的猪种。被毛稀疏，黑或青灰色。	产仔多，具有较强的杂交优势。	生长速度慢，瘦肉率较低。
宁乡猪	湖南	属偏脂肪型猪种。体型中等，躯干较短。	蓄脂力强，肉质细嫩，性情温顺，适应性强。	瘦肉率较低。
香猪	贵州	又称迷你猪，体驱矮小。	出栏快、营养丰富。	产仔数量少。
东北民猪	黑龙江	全身的毛为黑色。体质强健，头中等大。	产仔多、肉质好、抗寒、耐粗饲。	生长速度慢，瘦肉率较低。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

## 1.2 生猪养殖周期

生猪出栏一般要经历 18 个月的时间。从生猪养殖周期来看，新生母猪至生猪出栏一般要经历 18 个月的时间。母猪出生后一般育肥 4 个月成为后备母猪，后备母猪育肥 4 个月成为能繁母猪。而后，能繁母猪妊娠 4 个月生出仔猪，仔猪育肥 6 个月成为生猪后即可出栏。

图 2：生猪养殖周期

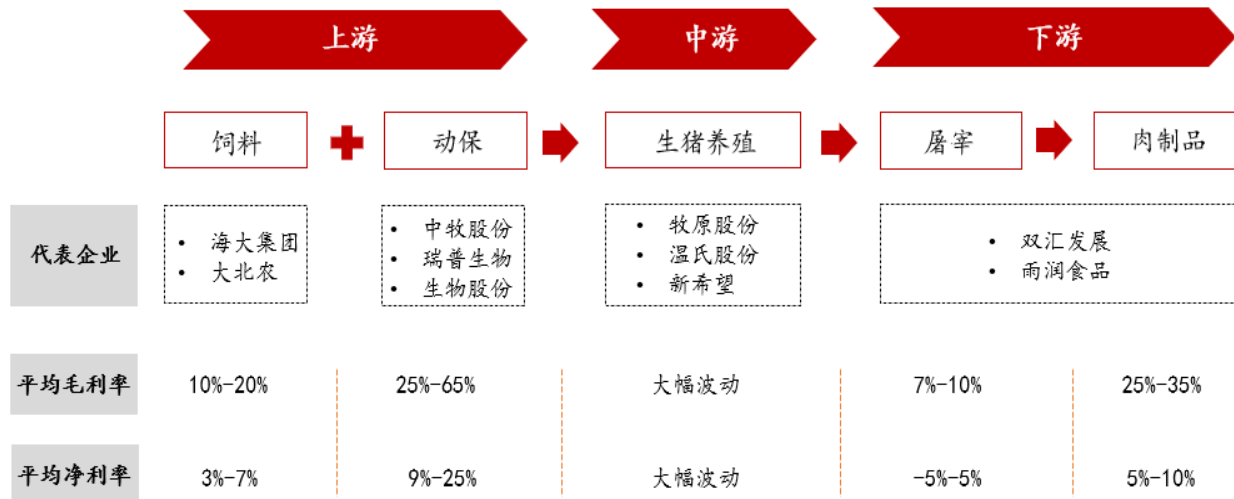


数据来源：公开资料整理，东莞证券研究所

## 1.3 生猪养殖行业产业链

生猪养殖行业处于产业链的中游位置。从生猪养殖产业链来看，上游主要由饲料与动保行业构成，生猪养殖行业处于产业链的中游位置，下游主要由屠宰加工行业与肉制品行业构成，最终产品流向终端消费市场。受猪价周期波动的影响，以牧原股份、温氏股份与新希望为代表的中游生猪养殖企业毛利率与净利率波动较大。位于上游的动保行业平均毛利率与净利率分别在 25%-65%与 9%-25%之间，盈利能力整体高于上游的饲料行业。下游的屠宰行业受中游生猪养殖行业的影响较为明显，平均毛利率与净利率分别在 7%-10%与-5%-5%之间，盈利能力整体低于下游的肉制品行业。

图 3：生猪养殖产业链



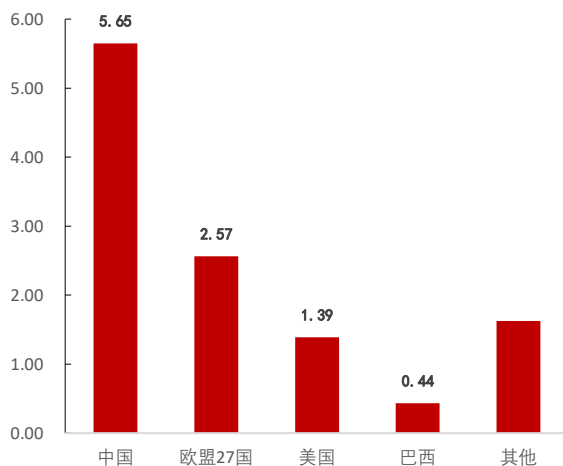
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2. 我国是全球最大的生猪产出国，猪肉是居民第一大消费品类

### 2.1 我国是全球最大的生猪产出国

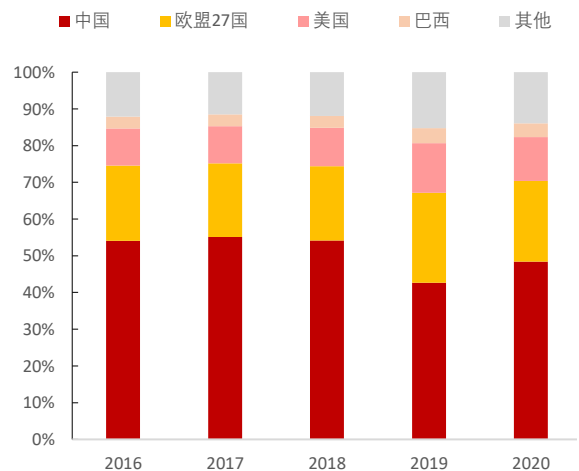
我国是全球最大的生猪产出国。根据美国农业部数据显示，2020 年全球生猪产量为 11.67 亿头。其中，我国生猪产量为 5.65 亿头，产量位居全球第一。欧盟 27 国与美国 2020 年的生猪产量分别为 2.57 亿头与 1.39 亿头，产量分别位居全球的第二与第三。从产量结构来看，近五年我国生猪产量在全球占比整体有所下降。2016-2018 年，我国生猪产量在全球占比从 54.06% 增加至 54.18%。2019 年受非洲猪瘟与相关政策等因素影响，我国生猪产量从 2018 年的 6.88 亿头骤降至 2019 年的 4.40 亿头，对应的我国生猪产量在全球的占比从 2018 年的 54.18% 下降至 2019 年的 42.62%。随着非洲猪瘟得到控制，我国生猪产量有所回暖。2020 年，我国生猪产量为 5.65 亿头，在全球占比为 48.43%。

图 4：2020 年部分国家生猪产量（亿头）



数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

图 5：2016-2020 年部分国家生猪产量占比 (%)

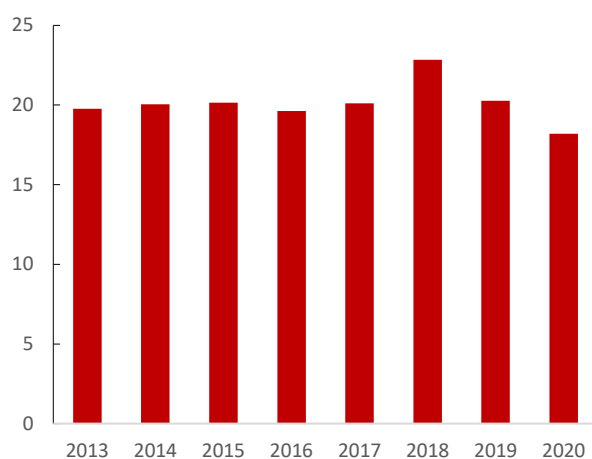


数据来源：美国农业部，东莞证券研究所

## 2.2 猪肉是我国居民的第一大消费品类

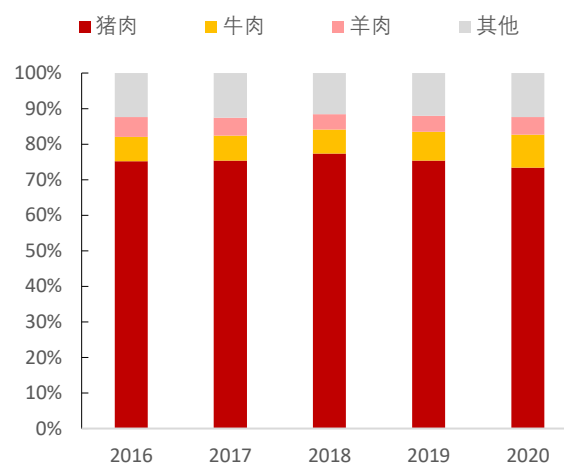
从国内肉类消费结构看，猪肉是我国居民的第一大消费品类，猪肉需求受非洲猪瘟影响有所下降。在我国肉类消费结构中，猪肉目前是我国居民的第一大消费品类。2020年，我国人均猪肉消费量为18.20千克/年，占比为73.42%。牛肉与羊肉分别为居民的第二与第三大肉类消费品，占比分别为9.27%与4.93%。在非洲猪瘟疫情爆发前，我国居民人均猪肉消费量总体稳步增加。2013-2018年，我国居民人均猪肉消费量从19.77千克/年增加至22.83千克/年。非洲猪瘟爆发后，居民的人均猪肉消费量减少，叠加疫情发生后居民对牛羊肉等可以提高免疫力的肉类产品需求增加与猪价持续走高，我国人均猪肉消费量进一步下降。2020年，我国居民人均猪肉消费量为18.20千克/年，同比下降10.24%。对应的人均猪肉消费量从2018年的77.34%下降至2020年的73.42%。

图 6：我国居民人均猪肉消费量（千克/年）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

图 7：我国居民人均肉类消费结构（%）



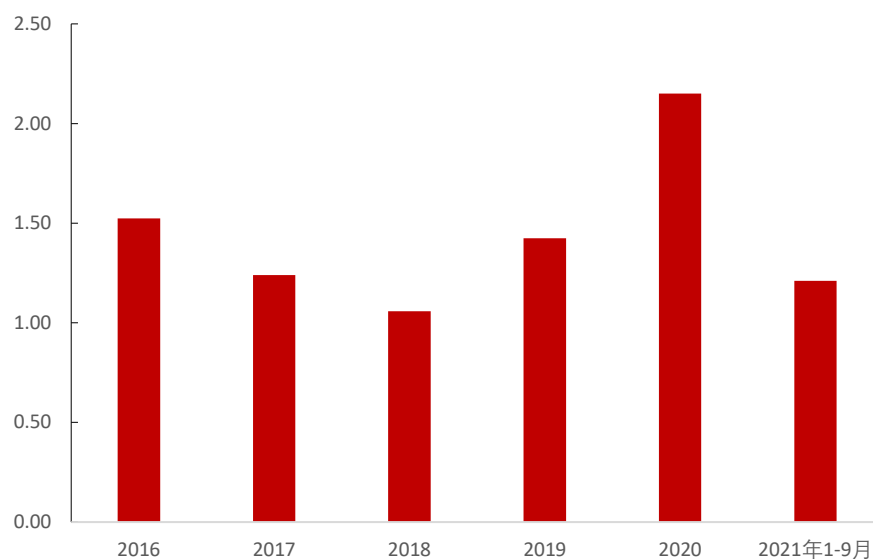
数据来源：国家统计局，东莞证券研究所

## 3. 我国生猪养殖行业市场规模超万亿，集中度有较大的提升空间

### 3.1 我国生猪养殖行业市场规模庞大

我国生猪养殖行业市场规模超万亿。作为第一大生猪生产国与消费国，我国生猪养殖行业市场规模庞大。在此，将生猪出栏量\*出栏均重\*生猪均价作为衡量行业市场规模的标准。其中，生猪出栏量按照国家统计局公布的数据，生猪均价采用22省市生猪均价的年均价，出栏均重按照120kg/头计算。2016-2020年，虽受猪价波动与出栏数量变化等因素影响，我国生猪养殖行业的市场规模始终维持在1万亿元以上。2020年在猪价大幅上涨的背景下，我国生猪养殖行业的市场规模达到2.15万亿元。截至2021年前三季度，我国生猪养殖行业的市场规模已达到1.21万亿元。

图 8：2016-2021 年前三季度我国生猪养殖行业市场规模（万亿元）



数据来源：国家统计局，Wind，东莞证券研究所

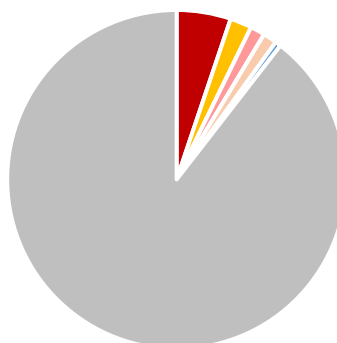
## 3.2 我国生猪养殖行业集中度低，未来有较大的提升空间

### 3.2.1 我国生猪养殖行业集中度低，规模养殖趋势显现

我国生猪养殖行业集中度低，格局相对分散。我国生猪养殖行业具有典型的“小企业，大市场”的特点。虽然目前行业的市场规模超过万亿，但行业集中度较低，大规模猪企的数量偏少。以生猪出栏量作为衡量行业集中度的标准，2021年上半年我国A股上市企业生猪出栏量居前的五家企业合计出栏3543.35万头，CR5仅为10.50%。其中，牧原股份生猪出栏量位居全国第一，为1743.70万头，占全国生猪总出栏量的份额为5.17%。正邦科技与温氏股份的生猪出栏量占比分别为2.07%与1.39%；新希望生猪出栏量占比为1.23%，位居全国第四。

图9：2021H1 我国生猪养殖行业竞争格局（%）

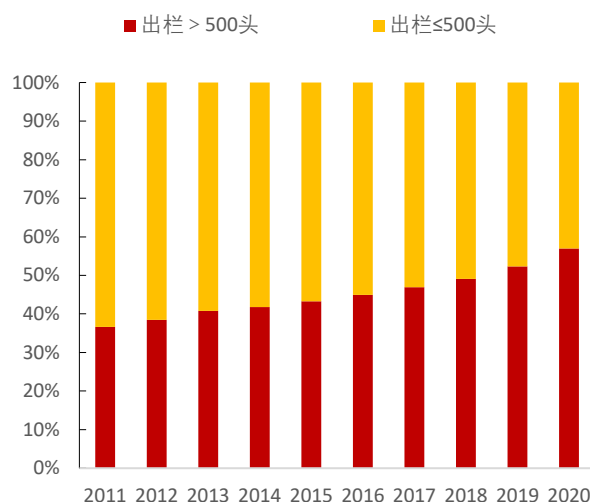
■ 牧原股份 ■ 正邦科技 ■ 温氏股份 ■ 新希望 ■ 天邦股份 ■ 其他



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

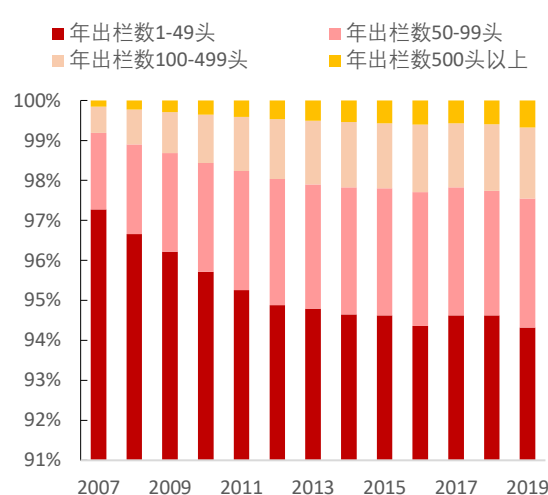
我国生猪以散户养殖为主，规模养殖趋势显现。我国生猪目前主要以散户养殖为主。2019年，我国生猪年出栏1-49头户数的占比高达94.32%。相比散户养殖而言，规模大的养殖场具有综合成本低、生物防控要求高、管理效益好等特点。近几年，我国生猪养殖行业逐步呈现出规模化（年出栏500头以上）的趋势。从出栏量来看，2011-2020年，我国出栏500头以下的养殖场出栏量占比从63.40%下降至43.00%，出栏500头以上的养殖场出栏量占比从36.60%提升至57.00%。从出栏户数来看，2007-2019年，年出栏数500头以下小规模养殖场从8222万户下降至2258万户。其中，年出栏数1-49头的户数占比从2007年的97.27%减少至2019年的94.32%。而年出栏数在500头以上的规模养殖场占比则从2007年的0.15%增加至2019年的0.68%。

图 10: 我国生猪出栏 500 头以上养殖场出栏量占比提高 (%)



数据来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

图 11: 我国生猪养殖年出栏户数占比 (%)



数据来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

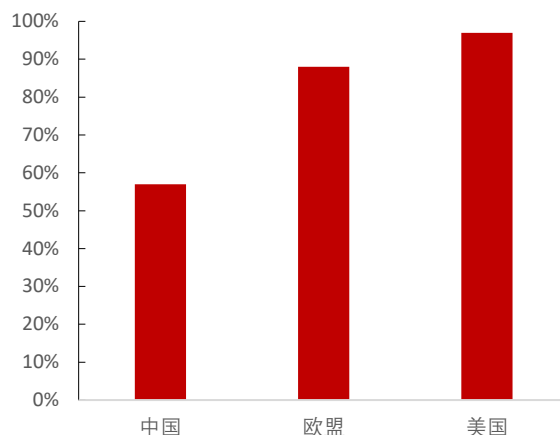
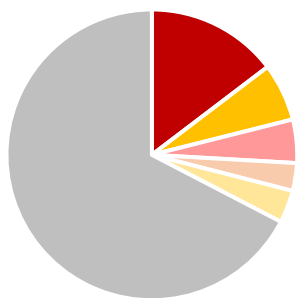
### 3.2.2 我国生猪养殖集中度与规模化养殖有较大的提升空间

我国生猪养殖行业的集中度与规模化养殖未来有较大的提升空间。集中度方面，2019年美国生猪养殖行业的CR5已达到32.62%。其中，美国最大的生猪养殖企业史密斯菲尔德2019年的市场份额为14.66%，约是牧原股份2021年上半年市场份额的2.8倍。凯旋食品与Seaboard Corp.在2019年的市场份额分别为6.42%与4.83%。规模化养殖方面，与美国等国家相比，我国生猪规模化养殖程度较低。在此，我国与美国以年出栏在500头以上的养殖场出栏量为规模化衡量依据，欧盟以年出栏在400头以上的养殖场出栏量为规模化衡量依据。2020年，我国生猪规模化养殖占比为57%，而欧盟与美国已分别达到88%与97%。随着我国生猪养殖规模化进程的持续推进，预计我国生猪养殖规模化程度未来有较大的提升空间。

图 12: 2019 年美国生猪养殖行业竞争格局 (%)

图 13: 2020 年部分国家生猪规模化养殖对比 (%)

Smithfield Foods Triumph Foods Seaboard Corp.  
The Pipestone System The Maschhoffs 其他



数据来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

数据来源：中国畜牧业年鉴，USDA，东莞证券研究所

### 3.3 多因素推动我国生猪养殖行业集中度与规模化养殖程度提高

非洲猪瘟、政策导向、城镇化等因素推动我国生猪养殖行业集中度与规模化养殖程度的提高。

#### (1) 非洲猪瘟加速生猪养殖行业集中度的提升

**非洲猪瘟简介。**非洲猪瘟是一种由病毒引起的传染性疾病，可影响所有年龄的猪，并引起出血热。非洲猪瘟有多种表现形式，最常见的是急性发病形式，相关致死率高达 100%。

**非洲猪瘟加速我国生猪养殖行业集中度的提升。**2018 年 8 月 3 日，辽宁省沈阳市沈北新区发生一起生猪非洲猪瘟疫情，这是我国首次发生非洲猪瘟疫情。疫情从北方开始蔓延至南方，造成大量生猪死亡，生猪产能出现大幅下滑，对行业产生了重大冲击。对比 2018 年 7 月的存栏量，截至 2019 年 12 月，我国能繁母猪存栏量降幅已达到 49.33%。由于我国生猪养殖以中小规模的养殖户为主，非洲猪瘟发生后，生猪养殖部分企业利润承压，行业加速分化，部分经营能力较差、抗风险能力低的小企业在发展过程中被清洗淘汰，进而加速我国生猪行业集中度的提升。根据中国畜牧业年鉴数据显示，非洲猪瘟疫情发生后，2018 与 2019 年我国年生猪出栏在 1-49 头的户数出现大幅减少，降幅分别达到 16.40%与 28.18%。

表 2：截至 2019 年 12 月底各省能繁母猪存栏量降幅

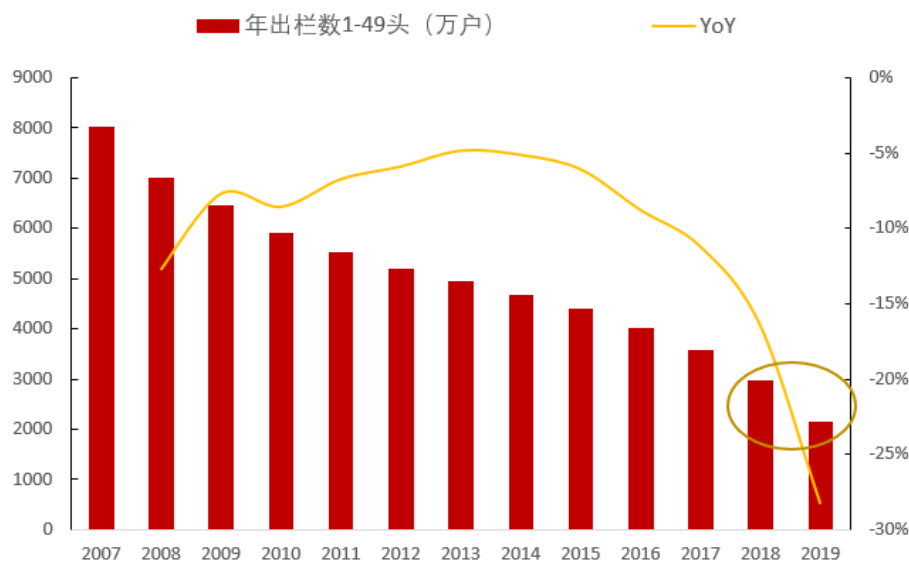
地区	能繁母猪存栏降幅 (%)
广西	-76.50%
广东	-70.00%
贵州	-66.90%
江苏	-63.00%
云南	-56.00%
湖北	-53.00%
北京	-50.00%
福建	-49.60%

江西	-49.00%
湖南	-48.60%
安徽	-47.00%
河北	-46.20%
山东	-43.90%
四川	-43.50%
山西	-38.00%
河南	-38.00%
辽宁	-38.00%
黑龙江	-38.00%
吉林	-37.20%
浙江	-35.60%
内蒙古	-26.00%
全国	-49.33%

资料来源：涌益咨询，东莞证券研究所

注：对比 2018 年 7 月底能繁母猪存栏

图 14：我国生猪年出栏 1-49 头户数与增速（万户，%）



数据来源：中国畜牧业年鉴，东莞证券研究所

## （2）政策支持，推动我国生猪养殖向规模化迈进

**政策支持，推动我国生猪养殖向规模化迈进。**从国家近几年出台的政策来看，生猪养殖政策具有明显的规模化倾向。2019 年 9 月，国家发布《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排工作的通知》，对 2020 年底前新建、改扩建种猪场、规模猪场（户），禁养区内规模养猪场（户）异地重建等给予一次性补助。2020 年 2 月的国务院常务会议，国家指出要加快恢复生猪生产，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。此外，2020 年 9 月，国家出台的《关于促进畜牧业高质量发展的意见》提出，到 2025 年畜禽养殖规模化率达到 70% 以上，到 2030 年畜禽养殖规模化率达到 75% 以上。2021 年以来，国家相继出台一

系列政策文件，通过深入推进农业供给侧结构性改革、对部分生猪养殖企业给予一次性临时救助补贴等方式，进一步扶持规模化养殖的生产。国家政策倾向规模化养殖，表明了我国政府对生猪规模化养殖推广的决心。在政策推动下，我国生猪养殖规模化有望加速前行。

**表 3：近几年我国出台的生猪养殖规模化主要政策**

时间	政策文件或会议名称	主要内容
2019 年 9 月	《关于做好稳定生猪生产中央预算内投资安排工作的通知》	中央预算内投资对 2020 年底前新建、改扩建种猪场、规模猪场（户），禁养区内规模养猪场（户）异地重建等给予一次性补助，主要支持生猪规模化养殖场和种猪场建设动物防疫等基础设施建设。
2019 年 9 月	《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》	到 2022 年，产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到 58% 左右；到 2025 年，产业素质明显提升，养殖规模化率达到 65% 以上。
2019 年 11 月	《关于进一步做好当前生猪规模养殖环评管理相关工作的通知》	强调继续推进生猪养殖项目环评“放管服”改革，开展生猪养殖项目环评告知承诺制试点，统筹做好生猪养殖项目环评服务和指导，强化建设单位生态环境保护主体责任，强化事中事后监管。
2020 年 2 月	国务院常务会议	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。
2020 年 2 月	《关于加快畜牧业机械化发展的意见》	到 2025 年，畜牧业机械化率总体达到 50% 以上。其中，生猪、蛋鸡、肉鸡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。
2020 年 9 月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	到 2025 年畜禽养殖规模化率达到 70% 以上，到 2030 年畜禽养殖规模化率达到 75% 以上。
2021 年 1 月	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	深入推进农业供给侧结构性改革，加快构建现代养殖体系，保护生猪基础产能，健全生猪产业平稳有序发展长效机制。
2021 年 8 月	《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》	当本省（自治区、直辖市）能繁母猪存栏量月度同比减少 10% 或生猪养殖连续严重亏损 3 个月以上时，各地可按规定统筹相关资金对规模养殖场（户）给予一次性临时救助补贴；协同推进规模养殖场和中小养殖场（户）发展。
2021 年 9 月	对十三届全国人大四次会议第 6776 号建议的答复	国家将继续加大对生猪规模化养殖的扶持力度。对年出栏 1 万头以上的规模养殖场，挂牌建立国家级生猪产能调控基地；开展养殖技术指导培训，帮助规模养猪场（户）提高饲养管理水平。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

**农业农村部每年会评选一百多家畜禽养殖标准化示范场。**为推动示范场切实发挥示范效应，带动周边养殖场尤其是中小养殖户提升标准化饲养水平，进一步加快构建现代养殖体系，农业农村部每年均会评选一百多家畜禽养殖标准化示范场，以提高生猪养殖企业规模化经营的积极性。2021 年 12 月 15 日，农业农村部公布了 2021 年畜禽养殖标准化示范场名单，共有 193 个企业上榜。其中，牧原股份、温氏股份、新希望等养殖场均有上榜。

### （3）环保政策加速行业出清

**我国出台相关环保政策文件，加速行业出清。**近几年，我国相继出台一系列环保政策文件，加大对养殖场的整治力度。2013年11月，国家出台了《畜禽规模养殖污染防治条例》，并于2014年1月1日开始实行。该条例是我国第一部专门针对畜禽养殖污染防治的法规性文件，各地均有对养殖场拆迁、禁养、限养的新规，体现了政府对养殖场整治的决心。2014年4月，新《环境保护法》出台。2016年11月，《“十三五”生态环境保护规划》中明确提出在2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜、禽养殖场（小区）和养殖专业户。2018年，第一批中央环境保护督察“回头看”，各地对养殖场的污染排查力度进一步加大，一些养殖户因棚舍设备不达标或废水超标渗排等原因被责令停产、修复环境或关闭取缔。我国出台的环保政策，对生猪养殖企业的生产经营产生了一定的环保压力。而这些政策压力将使一些环保不达标的小企业强制退出市场，加速行业出清，进而提高生猪养殖行业头部企业的市场份额。

表 4：近几年我国出台的相关环保政策文件

时间	相关举措	主要内容
2013年11月	《畜禽规模养殖污染防治条例》	是国家第一部专门针对畜禽养殖污染防治的法规性文件，明确了以综合利用作为解决畜禽养殖废弃物污染问题的根本途径，从养殖场拆迁、禁养与限养等方面进行了规定。
2014年4月	新《环境保护法》	为保护和改善环境，防治污染和其他公害，县级以上人民政府应当将环境保护工作纳入国民经济和社会发展规划；地方各级人民政府应当根据环境保护目标和治理任务，采取有效措施，改善环境质量。
2016年11月	《“十三五”生态环境保护规划》	2017年底前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜、禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2018年	第一批中央环境保护督察“回头看”	一些养殖户因棚舍设备不达标或废水超标渗排等原因而被责令停产、修复环境或关闭取缔。

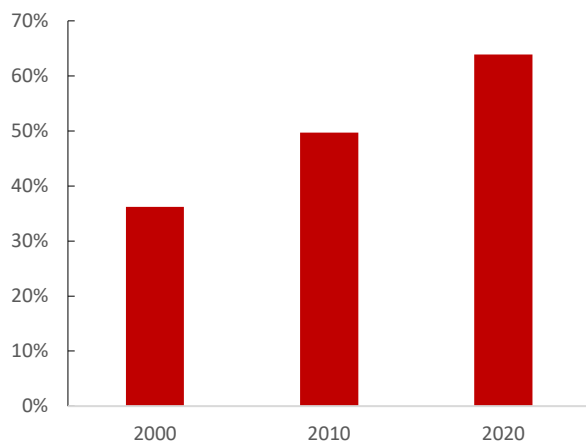
资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

#### （4）城镇化水平提高，推动市场份额向头部企业集中

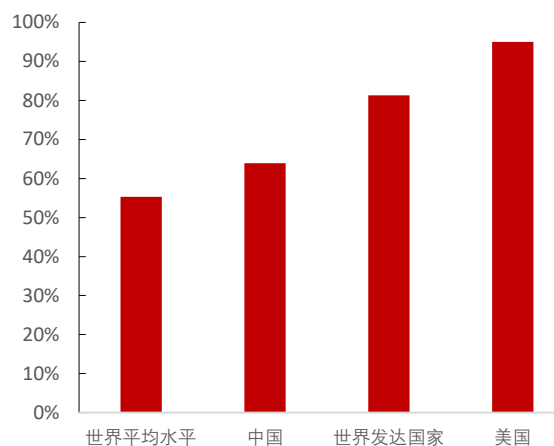
**我国城镇化水平提高，推动生猪养殖行业的市场份额向头部企业集中。**随着我国经济水平不断提高，我国城镇化进程稳步推进，城镇化建设取得了一定的发展。2000-2020年，我国城镇化率从36.20%增加至63.89%。但与发达国家对比，我国城镇化率未来仍有较大的提升空间。根据联合国与国家统计局数据显示，2020年我国城镇化率为63.89%，已高于世界平均水平的55.30%。但距离发达国家81.30%的城镇化水平仍有一定的差距，而美国城镇化率在2020年更是高达95%。在我国城镇化成为未来大趋势的背景下，越来越多的年轻人选择从农村到城市工作，农村劳动人口呈现萎缩态势。对于生猪养殖行业而言，农村劳动力的流失一定程度上减少了散户的数量，进而使行业的市场份额进一步向头部企业集中。

图 15：2000-2020 年我国城镇化率（%）

图 16：2020 年主要国家城镇化率（%）



数据来源：国家统计局，东莞证券研究所



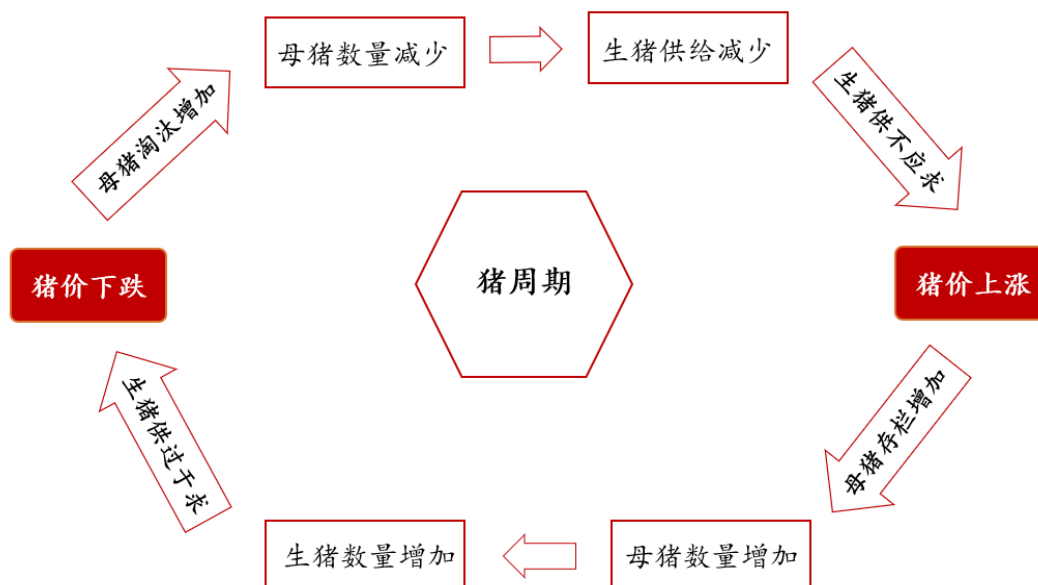
数据来源：联合国，国家统计局，东莞证券研究所

## 4. 生猪养殖行业有望在 2022 年迎来向上拐点

### 4.1 我国生猪养殖处于第四轮猪周期的下行阶段

**猪周期介绍。**猪周期即猪肉价格与供需的周期性变化。猪周期的路径为“猪价下跌—母猪数量减少—生猪供给减少—猪价上涨—母猪存栏量上涨—生猪供给增加—猪价下跌”。猪周期产生的原因主要有生猪的生产产量不稳定、疾病加剧产业波动、信息监测预警调控滞后、生猪生长周期性影响等。一般而言，一次完整的猪周期需要 3-4 年的时间。

图 17：猪周期传导路径



数据来源：东莞证券研究所

我国生猪养殖目前处于第四轮猪周期的下行阶段。将我国生猪养殖业从 2006 年进行复盘，至今为止共经历了 4 轮猪周期，且每轮猪周期的影响因素有所不同。第一轮猪周期从 2006 年 6 月开始至 2010 年 4 月，期间受到蓝耳病、猪流感与瘦肉精等因素影响，共

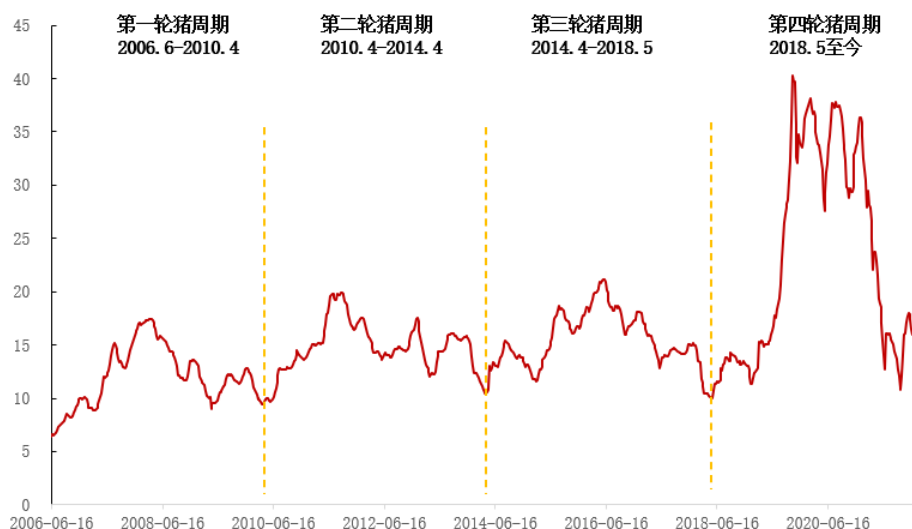
持续 46 个月。第二轮猪周期从 2010 年 4 月开始至 2014 年 4 月，共持续 48 个月，主要影响因素为 2010 年的猪蓝耳。2014 年 4 月至 2018 年 5 月，我国经历了持续 49 个月的第三轮猪周期，期间主要受季节性疾病等因素影响。2018 年 5 月至今，我国进入了第四轮猪周期。目前，第四轮猪周期已经历了 44 个月，处于周期下行阶段。与以往猪周期相比，本轮猪周期的上行期仅有 16 个月，但涨幅却远大于以往，主要系受非洲猪瘟、环保政策等因素影响，导致产能大幅下滑。从 22 省市的平均生猪价格来看，此次猪周期的生猪价格从 2019 年初起快速上涨，并在 2019 年 11 月初达到周期最高点的 40.98 元/公斤。此后，猪价震荡下行。2021 年以来，生猪价格快速下跌，从年初的 35.41 元/公斤下跌至 2022 年 1 月 14 日的 14.48 元/公斤，降幅达 59.11%。

表 5：2006 年至今我国经历的四次猪周期

	起始时间	结束时间	上行期时长	下行期时长	周期总长	主要影响因素
第一轮	2006 年 6 月	2010 年 4 月	21 个月	15 个月	46 个月	2007 年蓝耳病； 2009 年猪流感； 2010 年瘦肉精
第二轮	2010 年 4 月	2014 年 4 月	17 个月	31 个月	48 个月	2010 年猪蓝耳
第三轮	2014 年 4 月	2018 年 5 月	26 个月	23 个月	49 个月	2015 年季节性疾病
第四轮	2018 年 5 月	—	16 个月	—	—	2018 年非洲猪瘟； 2019 年环保政策； 2020 年新冠疫情

资料来源：中国畜牧业信息网，公开资料整理，东莞证券研究所

图 18：我国 22 省市平均生猪价格与猪周期走势



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

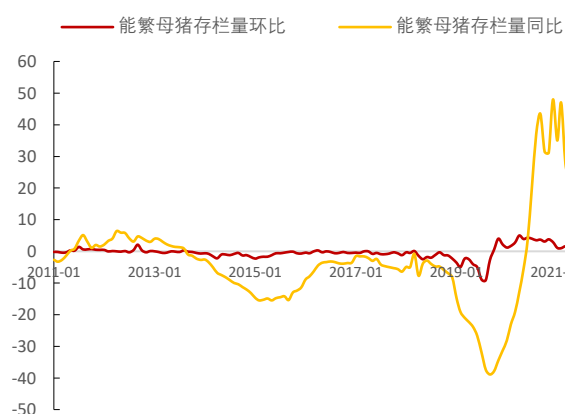
## 4.2 生猪养殖行业产能去化趋势显现

能繁母猪与生猪供给目前处于相对高位水平。从能繁母猪与生猪的存栏量来看，2018-2019 年受非洲猪瘟等因素影响，我国能繁母猪存栏量从正常水平的 3000 万头迅速下滑至 2019 年 9 月的 1898 万头。此后，能繁母猪存栏量触底反弹，产能持续增加。2021 年年初，受非洲猪瘟散点爆发等因素的影响，市场对猪价的预期较为乐观，补栏积极性提

高,推动能繁母猪存栏进一步走高。截至 2021 年 11 月,我国能繁母猪存栏量达 4296 万头,供给相对过剩。在能繁母猪产能释放的同时,生猪产能亦同步增加。截至 2021 年 9 月,我国生猪存栏量为 4.38 亿头,生猪供给处于近五年相对高位水平。

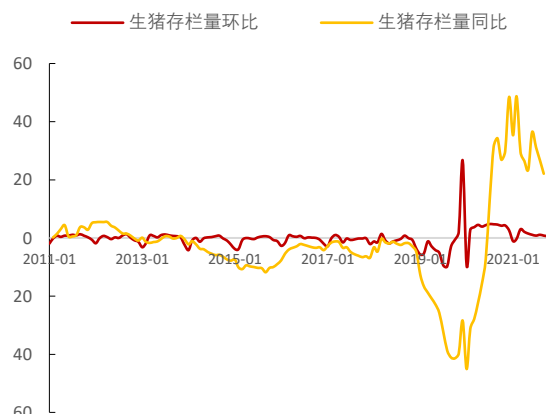
**能繁母猪产能去化趋势显现。**在 2021 年猪价大幅下降的背景下,我国第三季度生猪养殖企业出现不同程度的亏损,产能去化趋势逐步显现。从农业农村部公布的数据来看,能繁母猪产能自 7 月以来环比持续下降。2021 年 7 月-2021 年 11 月,我国能繁母猪存栏量环比从-0.50%下降至-1.20%,同比从 24.50%下降至 4.70%。由于生猪供给相对于能繁母猪供给具有一定的滞后性,我国生猪存栏目前还未出现明显的去化现象,环比与同比均处于增长态势,但增速有所趋缓。2021 年 10 月,我国生猪存栏量环比增加 0.60%,同比增加 16.20%。

图 19: 能繁母猪存栏同比与环比 (%)



数据来源: 农业农村部, 东莞证券研究所

图 20: 生猪存栏同比与环比 (%)



数据来源: 农业农村部, 东莞证券研究所

**生猪养殖企业的资本开支 2021 年前三季度有所下降。**2019 年以来,随着猪价大幅上涨,我国主要的生猪养殖企业加大了资本性支出,用于猪场建设、扩大产能等。2019 年,牧原股份、温氏股份、新希望的资本性支出分别同比增长 159.95%、31.79%与 152.08%。2020 年在猪价处于相对高位的情况下,生猪养殖企业的资本性支出仍保持快速增长态势。2020 年,牧原股份、温氏股份、新希望资本性支出分别同比增长 251.13%、142.02%与 266.47%。2021 年,生猪供给增加过快使猪价大幅下降,行业第三季度普遍处于亏损状态。在此背景下,9 家上市的生猪养殖企业除新五丰外,其余公司的资本开支在 2021 年前三季度同比均有所减少。2021 年前三季度,牧原股份、温氏股份与新希望支出分别同比下降 10.93%、45.44%与 45.75%。

表 6: 2018-2021 年前三季度生猪养殖企业资本性支出 (亿元, %)

公司名称	2018 年资本性支出 YoY	2019 年资本性支出 YoY	2020 年资本性支出 YoY	2021 年前三季度资本性支出 (亿元)	YoY
牧原股份	-19.58%	159.95%	251.13%	282.24	-10.93%
温氏股份	-3.83%	31.79%	142.02%	119.24	-45.44%
新希望	48.52%	152.08%	266.47%	140.43	-45.75%
正邦科技	-23.57%	81.01%	81.23%	56.56	-26.87%
天邦股份	73.16%	-27.73%	309.26%	18.11	-52.04%

新五丰	-8.76%	63.51%	325.91%	2.18	69.38%
罗牛山	-37.94%	-50.44%	488.37%	5.07	-35.00%
东瑞股份	-35.32%	87.79%	255.54%	6.11	
神农集团	-13.50%	38.01%	164.89%	7.86	

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**生猪养殖企业的生产性生物资产 2021 年前三季度出现减少。**生产性生物资产即为产出农产品、提供劳务或出租等目的而持有的生物资产，包括经济林、薪炭林、产畜等。对于生猪养殖企业来说，生产性生物资产主要是产畜。本轮猪周期的猪价在 2019-2020 年经历了快速上行，生猪养殖企业的生产性生物资产亦出现了大幅增加。2019 年，牧原股份、温氏股份、正邦科技与新希望的生产性生物资产分别同比增长 162.45%、19.43%、359.55%与 384.27%。2020 年，牧原股份、温氏股份、正邦科技与新希望的生产性生物资产分别同比增长 94.06%、114.75%、78.71%与 369.91%。2021 年在生猪产能过剩的情况下，9 家上市的生猪养殖企业除新五丰外，其余公司的生产性生物资产前三季度同比均有所减少。其中，牧原股份、温氏股份、正邦科技与新希望的生产性生物资产 2021 年前三季度分别同比下降 79.02%、111.21%、137.24%与 112.58%。

表 7：2018-2021 年前三季度生猪养殖企业生产性生物资产（亿元，%）

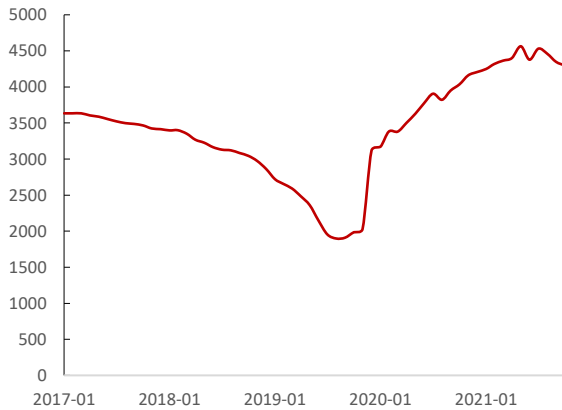
公司名称	2018 年生产性生物资产 YoY	2019 年生产性生物资产 YoY	2020 年生产性生物资产 YoY	2021 年前三季度生产性生物资产（亿元）	YoY
牧原股份	4.23%	162.45%	94.06%	73.64	-79.02%
温氏股份	12.22%	19.43%	114.75%	79.80	-111.21%
新希望	8.36%	384.27%	369.91%	96.20	-112.58%
正邦科技	13.18%	359.55%	78.71%	59.47	-137.24%
天邦股份	43.25%	85.22%	171.61%	17.14	-142.96%
新五丰	37.12%	-0.05%	75.16%	3.86	277.34%
罗牛山	0.17%	18.64%	187.74%	1.41	-84.37%
东瑞股份	-16.50%	-5.68%	61.43%	0.86	—
神农集团	-4.93%	-22.24%	171.01%	1.37	—

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

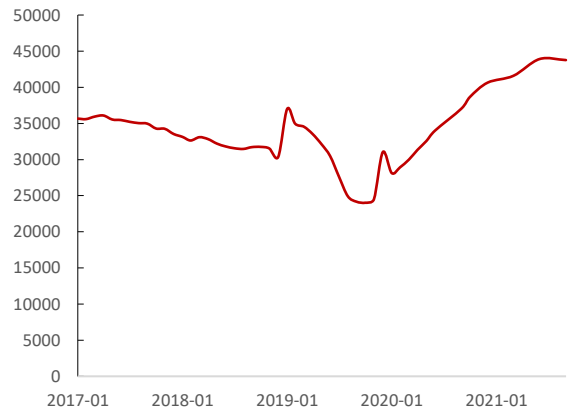
**持续关注能繁母猪去化进程，把握猪周期向上拐点。**2021 年 9 月，农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（暂行）》，规定能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。若按照农业农村部下发的数据进行测算，我国目前能繁母猪的数量超过保有量，产能处于黄色区域，后续仍需持续去化产能，产能去化的空间大约在 4.8%-16.1%之间。一般而言，能繁母猪存栏约领先生猪存栏约 10 个月左右。在能繁母猪去化持续推进的情况下，预计 2022 年三季度左右生猪供给或见顶，猪价届时达到低位。后续需持续关注能繁母猪去化进程，把握猪周期向上拐点。

图 21：能繁母猪存栏量（万头）

图 22：生猪存栏量（万头）



数据来源：农业农村部，东莞证券研究所



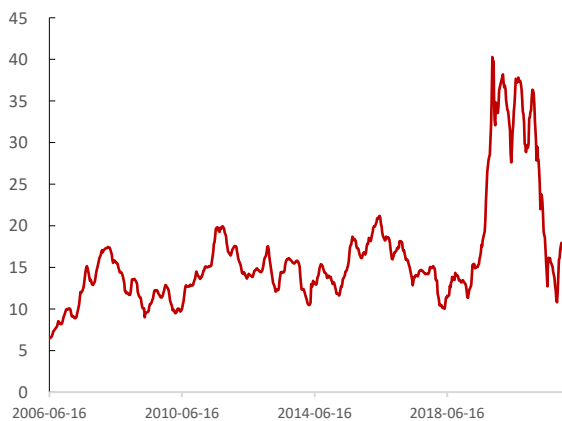
数据来源：农业农村部，东莞证券研究所

### 4.3 生猪价格近期再次步入下行通道，企业亏损加大或加速猪周期进程

生猪价格近日再次进入下行通道。2021年四季度受多因素催化，生猪价格出现了一定的回暖。政策方面，为防止猪价进一步下跌，2021年10月10日国家开展了第四次收储，共收储3万吨中央储备猪肉，短期对猪价有一定的提振。需求方面，步入四季度，居民对腊肉等腌制品的需求增加，猪价短期有所回暖，但季节性消费带来的猪价反弹并非反转。近日，伴随着消费需求弱化，猪价再次进入下行通道，22省市的平均生猪价格从2021年11月26日的17.96元/公斤下跌至2022年1月14日的14.48元/公斤。

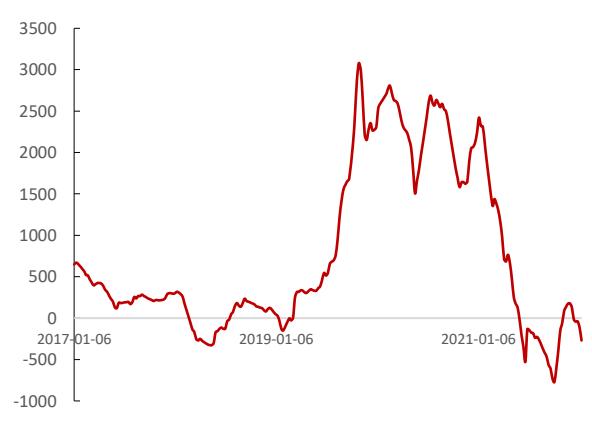
生猪养殖企业亏损加大或加速猪周期进程。今年以来随着生猪价格下跌，我国生猪养殖企业的利润出现亏损。截至2021年三季度末，我国生猪企业养殖的利润为-609.91元/头。2021年四季度受季节性消费影响，猪价短期反弹，猪企养殖利润扭亏为盈。截至2021年12月10日，我国生猪企业的养殖利润为131.31元/头。近日旺季消费的影响因素减弱，生猪价格再次进入下行通道，生猪养殖企业的头均利润再度亏损。截至2022年1月14日，我国生猪养殖企业的利润为-269.75元/头，亏损程度呈现扩大态势。若后续产能稳步释放，猪价进一步下跌或将使生猪养殖企业的亏损幅度加大，进而加速猪周期的进程。

图 23：22 省市平均生猪价格（元/公斤）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

图 24：生猪养殖利润（元/头）



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

#### 4.4 猪粮比已跌至三级预警区间

我国猪粮比目前已跌至三级预警区间。在猪饲料的结构中，玉米是最主要的饲料，占比约为 60%-70%。而猪粮比即生猪价格除以玉米的价格，是判断猪周期走势的一个重要指标。2021 年 6 月，国家印发了《完善政府猪肉储备调节机制，做好猪肉市场保供稳价工作预案》。《预案》中对猪粮比过度下跌与过度上涨设置了三个层级的预警。其中，当猪粮比价低于 6:1 时，由国家发展改革委发布三级预警；当猪粮比价连续 3 周处于 5:1—6:1，发布二级预警；当猪粮比价低于 5:1，发布一级预警。同时，《预案》规定过度下跌三级预警发布时，暂不启动临时储备收储；二级预警发布时视情启动；一级预警发布时，启动临时储备收储。近期猪价回落，猪粮比同步下降。截至 2022 年 1 月 14 日，猪粮比为 5.29，处于三级预警区间，国家暂不启动临时储备收储。

后续需进一步观察猪粮比走势。从历年猪周期来看，若猪粮比跌至 5-5.5 左右，猪周期或见底。2021 年 6 月与 10 月，我国猪粮比出现跌破 5 的情况，此后呈反复震荡走势。受年底季节性消费影响，猪价回暖使猪粮比有所提升，而后随猪价的下降而回落。截至 2022 年 1 月 14 日，猪粮比回落至 5.29。一般而言，在每次的猪周期中，猪粮比可能会出现多次见底的情况。若后续生猪价格进一步下跌，猪粮比或将跌落至国家规定的二级或一级预警区间。届时，国家将通过收储等方式控制猪价下跌，进而影响猪周期时长。

图 25：猪粮比



数据来源：同花顺，东莞证券研究所

#### 5. 重点公司对比分析

目前，我国生猪养殖行业主要的 A 股上市公司为牧原股份、温氏股份、正邦科技与新希望。在此，将主要的上市公司从业务范围、养殖模式、业绩、财务指标等方面进行对比分析。

表 8：我国主要的生猪养殖公司

名称	简介
牧原股份	公司创立于 2000 年，于 2014 年在深交所上市，是集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养、屠宰加工为一体的农业产业化国家重点龙头企业，是我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业之一，也是我国最大的生猪育种企业之一。
温氏股份	公司创立于 1983 年，于 2015 年在深交所上市，是一家以畜禽养殖为主业、配套相关业务的跨地区现代农牧企业集团。公司目前是我国生猪与肉鸡养殖龙头，在市场中形成了一定的品牌影响力。
正邦科技	公司创立于 1996 年，于 2007 年在深交所上市，主要从事饲料、生猪、兽药的生产与销售。公司的“饲料—兽药—生猪养殖”业务组成完整农牧产业链，形成产业链上下游高度关联、相互支撑的战略发展格局。截至 2021 年上半年，公司的生猪出栏规模位于市场第二位。
新希望	公司创立于 1998 年，并于同年在深交所上市。公司目前立足农牧产业，业务涉及饲料、养殖、肉制品及金融投资、商贸等。公司在养猪业务上起步相对较晚，自进入养猪业务起，公司始终坚持高标准的发展目标。截至 2021 年上半年，公司的生猪出栏规模位于市场第四位。

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5.1 业务结构对比分析

不同生猪养殖企业的业务范围有所差异。生猪养殖企业在经营时均有各自的特点，业务范围有所差异。牧原股份作为生猪养殖企业的龙头，业务范围主要包括生猪养殖、屠宰加工与饲料业务。而温氏股份的业务范围主要包括肉猪类养殖与肉鸡类养殖。正邦科技与新希望的业务范围相对较广，正邦科技的业务除了猪业与饲料之外，还包括兽药、食品、原料贸易等业务，而新希望的业务主要涵盖饲料、猪产业、禽产业、食品、商贸等。

表 9：我国主要生猪养殖公司业务范围

公司名称	业务范围
牧原股份	生猪养殖、饲料、屠宰加工、其他
温氏股份	猪养殖、禽养殖、其他
正邦科技	饲料、生猪养殖、兽药、原料贸易、食品、其他
新希望	饲料、猪养殖、禽养殖、贸易、食品、其他

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

牧原股份以生猪养殖业务为主，相比之下，其余公司的业务结构相对分散。牧原股份作为我国最大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，生猪养殖是其主要的创收来源，近几年业务占比维持在 95% 以上，生猪养殖规模在行业中占据完全优势地位。2021H1，牧原股份中的生猪养殖业务实现营业收入 397.31 亿元，远高于其他公司，营收占比为 95.65%。相比之下，其余公司的业务结构相对分散。温氏股份兼具肉猪类养殖与肉鸡类养殖两大业务，肉猪类养殖营收整体高于肉鸡类养殖。2021H1，温氏股份肉猪类与肉鸡类养殖业务分别实现营业收入 145.89 亿元与 136.59 亿元，营收占比分别为 47.62% 与 44.59%。正邦科技主要以猪业和饲料为主。2021 年上半年，正邦科技猪业的营收占比为 66.49%，饲料的营收占比为 30.09%。而在新希望的业务结构中，饲料为公司的第一大品类，2021 年上半年营收占比为 53.36%；猪产业与禽产业的营收占比分别为 16.55% 与 14.97%。

表 10：2021H1 我国主要生猪养殖公司收入构成（亿元，%）

牧原股份		
业务	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
生猪	397.31	95.65%
饲料原料	21.08	5.08%
屠宰、肉食产品	22.94	5.52%
其他	0.34	0.08%
减：养殖与屠宰、肉食之间销售抵销	-26.29	-6.33%
温氏股份		
业务	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
肉猪类养殖	145.89	47.62%
肉鸡类养殖	136.59	44.59%
其他	23.86	7.79%
正邦科技		
业务	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
饲料	80.29	30.09%
猪业	177.38	66.49%
食品	3.01	1.13%
兽药	0.91	0.34%
原料贸易	4.93	1.85%
其他业务收入	0.27	0.10%
新希望		
业务	营业收入（亿元）	营业收入占比（%）
饲料	328.27	53.36%
禽产业	92.09	14.97%
猪产业	101.82	16.55%
食品	44.74	7.27%
商贸	45.10	7.33%
其他	3.18	0.52%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5.2 生猪养殖业务模式对比分析

我国上市公司的生猪养殖业务主要有两种经营模式：**自繁自养模式**与“**公司+农户**”**合作养殖模式**。自繁自养模式是由公司自主运营，自建标准化养殖场，自聘养殖场负责人、技术人员与养殖工人，最终由公司自主销售的重资产养殖模式。“公司+农户”合作养殖的模式则是一种轻资产扩张模式，即在公司的繁殖场周围一定区域内，发展若干合作的养殖农户，公司为农户提供猪、饲料、兽药、养殖技术的指导和管控。同时，公司负责生猪销售，并承担销售的市场风险，合作农户负责育肥阶段猪场的建设投资、生猪育肥饲养等工作。在“公司+农户”的模式下，公司会根据合同要求对养户出栏率、料肉比、饲养时间等指标进行约束性考核，并定期对养户进行费用结算。

**两大生猪养殖业务模式各有千秋**。在自繁自养模式下，由于公司自主经营，因此前期资金投入高，对土地有较大的需求，折旧额大，扩张速度慢，属于典型的重资

产的经营模式。但与此同时，该模式由公司统一管理，养殖环境佳、抗风险能力强，对质量、成本、费用等均具有一定的管控力，成本相对较低，并可以较大程度的杜绝疾病的传播。相较而言，“公司+农户”的合作养殖模式融合了公司与农户各自的优势，公司自主投入的资金较少，可突破公司自建猪场的资金瓶颈，推动生猪养殖规模快速度的扩张。同时，与农户进行合作，可以带动农村就业，提供更多的就业机会。但在该模式下，公司的抗风险能力较差，需实时关注农户养殖的动态信息。同时，由于公司需向农户提供一定的代养费，“公司+农户”的养殖成本相对较高。

**表 11：自繁自养模式与“公司+农户”合作养殖模式**

	自繁自养模式（重资产养殖模式）	“公司+农户”合作养殖模式（轻资产养殖模式）
优势	(1) 由公司统一管理，对成本、费用等具有一定的管控力 (2) 成本低 (3) 养殖环境佳，可以较大程度杜绝疾病传播 (4) 可以随时跟踪养殖动态，抗风险能力强	(1) 融合了公司与农户各自的优势 (2) 自主投入资金较少，扩张速度快 (3) 带动农村就业
劣势	(1) 资金前期投入高 (2) 土地需求大，折旧大 (3) 扩张速度慢	(1) 成本较高 (2) 抗风险能力差，疾病传播风险较高 (3) 需实时关注农户养殖动态

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

**主要上市公司的养殖模式各具特点。**牧原股份作为我国生猪养殖龙头，采取自繁自养的模式生产经营。通过自繁自养模式，牧原股份对生猪养殖厂具有绝对的控制能力，从而保证了养殖环境与经营质量，抗风险能力强且成本低。而温氏股份通过多年的发展，养殖模式从最初的 1.0 版“公司+农户”发展到 2.0 版“公司+家庭农场”，而后逐步升级至目前的 3.0 版“公司+现代养殖小区+农户”模式。该模式是公司负责整个养殖小区的租地，并统一做好“三通一平”（通水、通电、通路和平整土地）、建设规划和经营证照的办理等工作，通过以下三种形式与农户开展合作。（1）公司投资建设标准化养殖场，吸引农户到养殖小区内与公司合作养殖，这是公司当前养殖小区的主要形式。（2）合作农户根据公司标准，在养殖小区内投资建设标准化养殖场，而后与公司合作养殖。这类农户通常与公司签订了长期的合作协议。（3）地方政府专项产业基金投资，由公司建设标准化养殖场，然后吸引合作农户到养殖小区内与公司合作养殖。公司未来将进一步向“公司+现代产业园区+职业农民”模式迭代。而正邦科技与新希望目前均采用自繁自养与“公司+农户”相结合的方式养殖。其中，正邦科技自繁自养的比例较高，2021H1 公司自繁自养与“公司+农户”的比例为 6:4；而新希望则以“公司+农户”为主，自繁自养与“公司+农户”的比例为 1:9。

**表 12：我国生猪养殖主要上市公司养殖模式**

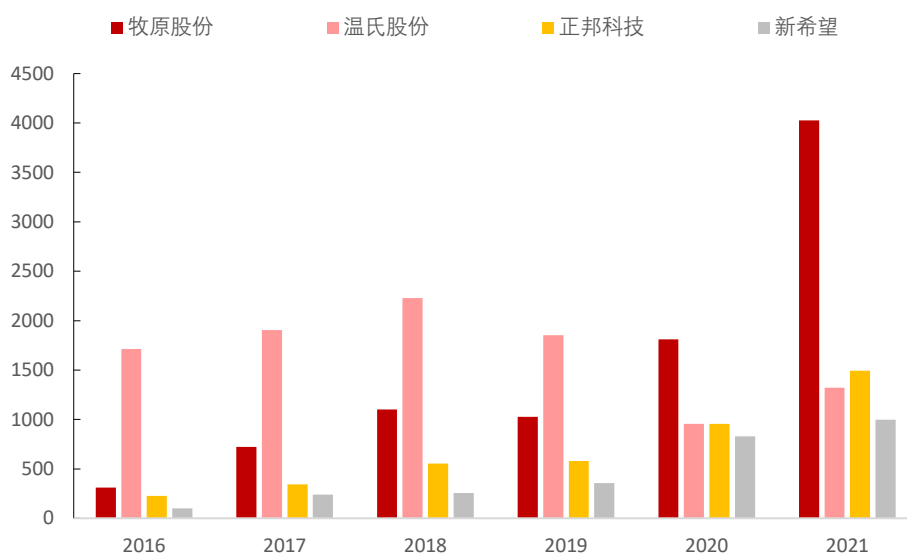
公司名称	养殖模式
牧原股份	自繁自养模式
温氏股份	3.0 版“公司+现代养殖小区+农户”模式
正邦科技	自繁自养：“公司+农户”=6:4

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

### 5.3 生猪出栏量与业绩对比分析

牧原股份的生猪出栏量位居全国第一，且生猪出栏的年均复合增速最高。为进一步提高市场竞争力，牧原股份近几年积极进行养殖场与饲料厂的扩张。截至 2021 年上半年，牧原股份已在全国成立了 230 家养殖子公司、11 家种猪育种子公司与 20 家屠宰子公司。2019 年受非洲猪瘟影响，牧原股份的生猪出栏量出现一定下降，此后逐步回暖。考虑到公司在猪价上涨阶段大量补栏并修建猪场，公司 2021 年的生猪出栏量同比增长 122.26%，为 4026.3 万头，出栏量位居全国第一，远高于温氏股份、新希望与正邦科技的同期水平。从年均复合增速来看，牧原股份 2016-2021 年的生猪出栏年均复合增速最高，为 66.85%。新希望的生猪出栏年均复合增速第二，为 58.42%。新希望生猪出栏的贡献主要集中在 2019 年与 2020 年。在此阶段，新希望处于快速扩张期，资本支出大幅增加，推动生猪存栏量进一步走高。温氏股份受非洲猪瘟等因素影响较大，2016-2021 年生猪出栏的年均复合增速为-5.05%；正邦科技 2016-2021 年生猪出栏的年均复合增速为 45.81%。

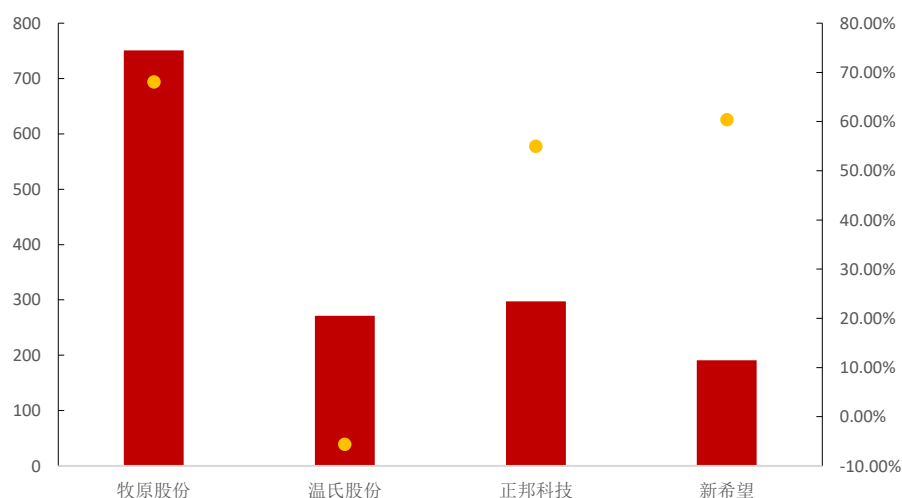
图 26：2016-2021 年我国主要生猪养殖公司出栏量（万头）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

受猪价下行影响，多数生猪养殖企业 2021 年的业绩出现下滑。2021 年以来，在生猪产能持续释放的背景下，猪价出现大幅下降。因此，即便生猪养殖企业的生猪出栏量在 2021 年出现不同幅度的增长，但仅牧原股份的营业收入实现了正增长。2021 年，牧原股份生猪养殖业务的营业收入为 750.90 亿元，同比增长 36.27%。温氏股份、正邦科技与新希望 2021 年的营业收入均出现不同幅度的下跌，分别同比下降 31.86%、14.70%与 22.96%。从复合增速来看，2016-2021 年，牧原股份营业收入的 CAGR5 达到 68.04%，位居可比公司首位。新希望与正邦科技分别位居第二与第三，营业收入的 CAGR5 分别为 60.38%与 54.93%。

图 27：我国主要生猪养殖公司生猪业务 2021 年营业收入与 CAGR5（亿元，%）



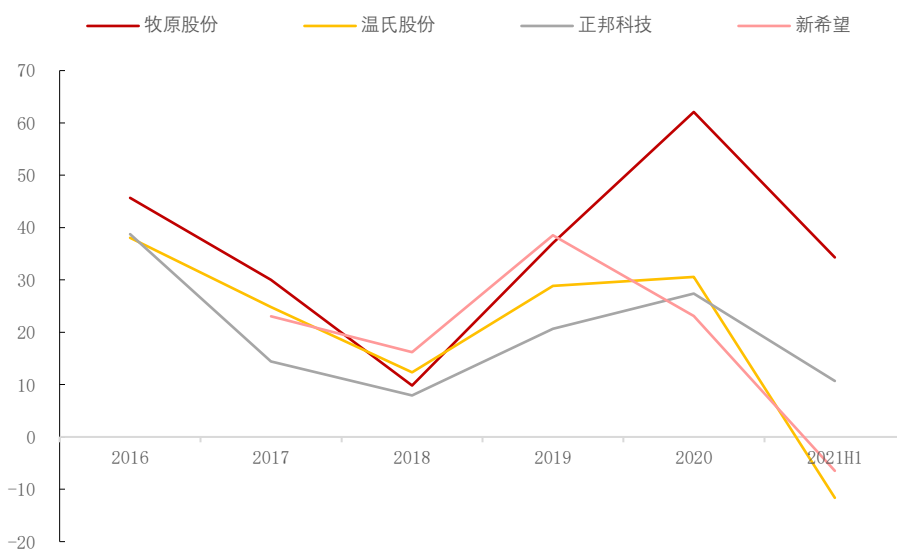
S 数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 5.4 财务指标对比分析

### （1）生猪业务毛利率对比分析

牧原股份生猪业务的毛利率位居行业领先地位。对于生猪养殖企业而言，由于受猪周期因素的影响，企业的毛利率在不同年份之间会由于猪价的波动而出现大幅的波动。将 2021 年上半年猪企的盈利能力进行对比，牧原股份生猪业务的毛利率为 34.30%，处于行业领先地位。牧原股份的毛利率较高主要系公司采用自繁自养的模式进行经营，生产成本低，从而形成了一定的规模优势。相较而言，温氏股份与新希望受猪价下行的影响，生猪业务板块 2021H1 的盈利能力出现较大下降，毛利率分别为 -11.63%与-6.47%。正邦科技 2021H1 生猪业务的毛利率为 10.70%。

图 28：2016-2021H1 我国主要生猪养殖公司生猪业务毛利率对比（%）

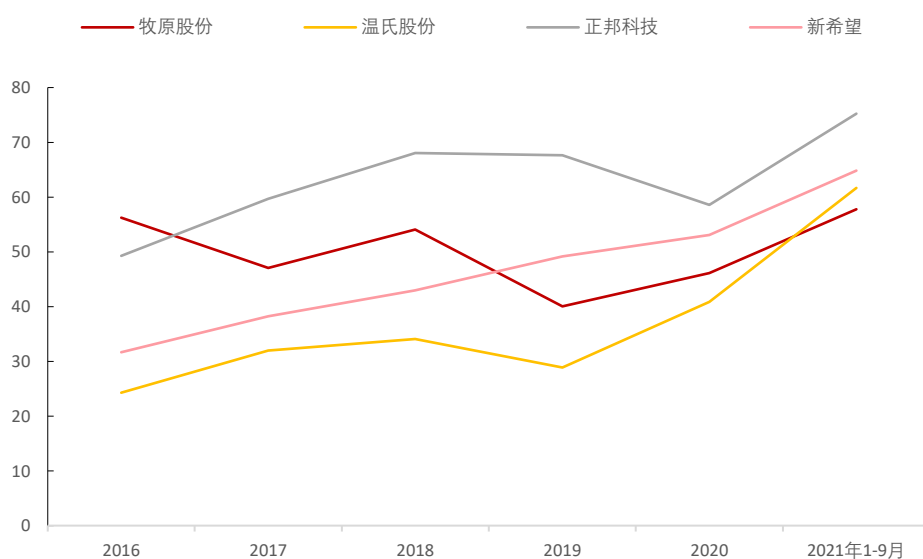


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### （2）资产负债率对比分析

温氏股份的资产负债率处于相对低位水平。资产负债率是衡量猪企长期健康发展的重要指标之一。将我国主要生猪养殖公司的资产负债率进行对比，可以发现温氏股份的资产负债率近几年处于相对低位的水平。2016-2020年，温氏股份的资产负债率维持在20%-40%之间，在可比公司中数值最低。2021年前三季度，为满足公司未来的发展需求，温氏股份的长期借款同比增长153.23%，叠加公司一年内到期的长期借款同比增长211.95%，使公司的资产负债率有较大幅度的提升，为61.67%，高于同期牧原股份的57.55%。相比而言，正邦科技与新希望的资产负债率相对较高。2021年前三季度，正邦科技与新希望的资产负债率分别为75.23%与64.83%。此外，正邦科技与新希望的资产负债率在2021年亦有较大的提高，主要系公司为满足生产需要，负债有不同幅度的增加所致。

图 29：2016-2021 年前三季度我国主要生猪养殖公司资产负债率对比（%）



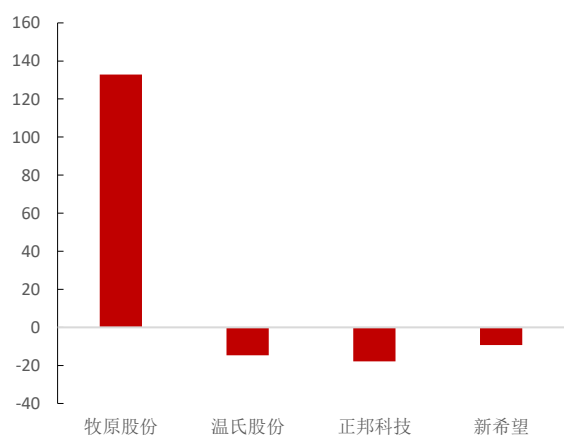
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### （3）经营活动现金流对比分析

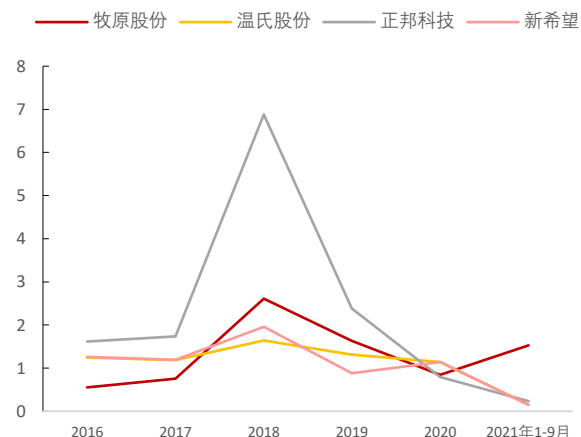
牧原股份的经营活动现金流净额十分充裕。与主要的生猪养殖公司进行对比，牧原股份的经营活动现金流十分充足，净额高于其他公司。2021年前三季度，牧原股份的经营活动现金流净额为132.93亿元，而温氏股份、正邦科技与新希望的经营活动现金流净额分别为-97.01亿元、-76.27亿元与-64.01亿元。温氏股份、正邦科技与新希望的经营活动现金流出现下降主要受生猪价格下降、猪产业规模扩大、饲料采购成本增加等因素影响。净现比方面，2021年前三季度，仅牧原股份的经营活动现金流净额/归母净利润的值大于1，可以为后续经营业务的发展提供有力支撑。温氏股份、正邦科技与新希望2021年前三季度的净现比均小于1，分别为0.15、0.23与0.15。

图 30：2021 年 1-9 月主要生猪养殖企业经营活动现金流对比（亿元）

图 31：2016-2021 年 1-9 月主要生猪养殖企业净现比对比



数据来源: Wind, 东莞证券研究所



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

### 5.5 激励计划分析

生猪养殖公司注重对员工的激励，将公司利益与员工利益有效结合。生猪养殖企业主要通过限制性股票激励、股权激励与员工持股计划等方式，对员工进行相应的激励。限制性股票激励与股权激励方面，截至目前，牧原股份、温氏股份、正邦科技与新希望均已开展了限制性股票激励计划或股票期权激励，以激发员工的工作积极性。正邦科技的激励计划出台的时间较早，且激励计划的出台频率较高。2015-2019年，正邦科技均开展了激励计划，并制定了公司的业绩考核标准。温氏股份于2018年1月与2021年4月出台了相关激励方案，而牧原股份与新希望分别在2019年11月与2019年5月出台了激励方案。员工持股计划方面，除温氏股份外，其余公司均开展了员工持股计划。其中，牧原股份员工持股计划实施时间最早，第一期员工持股计划于2015年9月正式发布，此后公司分别于2016年8月与2017年6月相继发布了第二期与第三期员工持股计划。正邦科技与新希望实施员工持股计划的时间分别为2021年3月与2021年1月。生猪养殖企业通过一系列的激励方案，将公司利益与员工利益有效结合，为公司发展注入新的动力，进而助力公司业绩实现健康发展。

表 13: 我国主要生猪养殖公司限制性股票激励计划与股票期权激励方案梳理

公司名称	激励方案名称	发布时间	激励对象	业绩考核年度	公司业绩考核标准
牧原股份	2019年限制性股票激励计划(草案)	2019年11月	包括董事、高级管理人员、核心管理人员、核心技术人员等在内的914人	2020-2021年	以2019年生猪销售量为基数，2020年生猪销售量增长率不低于70%；以2019年生猪销售量为基数，2021年生猪销售量增长率不低于150%
温氏股份	首期限限制性股票激励计划实施考核管理办法	2018年1月	包括董事、高级管理人员、核心人员等在内的2559人	2018-2020年	2018年、2019年、2020年商品肉猪销售头数较2017年度商品肉猪销售头数的增长率分别不低于12%、30%与55%；2018年、2019年、2020年净资产收益率分别比2018年、2019年、2020年同行业对标上市公司加权平

					均净资产收益率高于三个百分点
	第三期限限制性股票激励计划实施考核管理办法	2021年4月	包括公司董事、高级管理人员、实际控制人及其配偶子女等在内的3741人	2021-2022年	2021年度畜禽产品总销售重量比2020年度增长10%，或营业总收入比2020年度增长8%；2022年度畜禽产品总销售重量比2020年度增长40%，或营业总收入比2020年度增长15%
正邦科技	限制性股票激励计划实施考核管理办法	2015年4月	包括公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等在内的243人	2015-2017年	2015年净利润不低于2000万元；2016年净利润不低于5000万元；2017年净利润不低于20000万元
	股票期权激励计划实施考核管理办法	2016年5月	包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等在内的627人	2016-2018年	2016年、2017年、2018年公司归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润不低于70000万元、90000万元、100000万元
	2017年股票期权与限制性股票激励计划(草案)	2017年5月	包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等在内的1244人	2017-2019年	以2016年营业收入为基数，公司2017年营业收入增长率不低于5%；以2016年营业收入为基数，公司2018年营业收入增长率不低于10%；以2016年营业收入为基数，公司2019年营业收入增长率不低于15%
	2018年股票期权与限制性股票激励计划(草案)	2018年8月	包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等在内的958人	2018-2019年	以2017年营业收入为基数，公司2018年营业收入增长率不低于5%；以2017年营业收入为基数，公司2019年营业收入增长率不低于10%
	2019年限制性股票激励计划(草案)	2019年12月	包括董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干等在内的1392人	2020-2021年	以2019年生猪销售数量为基数，2020年生猪销售数量增长率不低于60%；以2019年生猪销售数量为基数，2021年生猪销售数量增长率不低于120%
	2019年度限制性股票与股票期权激励计划(草案)	2019年5月	包括在公司（含分公司、控股子公司）任职的高级管理人员及董事会认为对公司	2019-2022年	限制性股票激励计划：2019年、2020年、2021年、2022年的合并净利润较2018年，年均复合增长率不低于15%；2019年、2020年、2021年、2022年的合
新希望	2019年度限制性股票与股票期权激励计划(草案)	2019年5月	包括在公司（含分公司、控股子公司）任职的高级管理人员及董事会认为对公司	2019-2022年	限制性股票激励计划：2019年、2020年、2021年、2022年的合并净利润较2018年，年均复合增长率不低于15%；2019年、2020年、2021年、2022年的合

			经营业绩和未来发展有直接影响的其他核心管理/技术人员等在内的 24 人		并销售收入较 2018 年，年均复合增长率不低于 15%
				2019-2020 年	2019 年、2020 年的合并净利润较 2018 年，年均复合增长率不低于 15%；2019 年、2020 年的合并销售收入较 2018 年，年均复合增长率不低于 15%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 14：我国主要生猪养殖公司员工持股计划梳理

公司名称	持股计划	发布时间	持股对象
牧原股份	第一期员工持股计划	2015 年 9 月	包括董事、监事、高级管理人员、其他员工，以及本公司下属全资子公司的高级管理人员及其他员工，不超过 500 人
	第二期员工持股计划	2016 年 8 月	主要为公司员工，人数合计为 432 人，公司董事、监事、高级管理人员不参加本期持股计划
	第三期员工持股计划	2017 年 6 月	包括董事、监事、高级管理人员、其他员工，不超过 5000 人
正邦科技	第一期员工持股计划	2021 年 3 月	包括公司及其控股子公司的核心管理人员，不超过 122 人
新希望	核心骨干员工持股计划	2021 年 1 月	包括公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员和其他核心骨干员工等，不超过 4000 人

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 6. 对标国际生猪企业巨头——万洲国际

万洲国际是全球最大的猪肉食品企业。万洲国际于 2014 年在港交所上市，是全球最大的猪肉食品企业，其市场份额在中国、美国与欧洲的所在市场均排名第一。目前，公司拥有完整的猪肉产业链，涵盖了生猪养殖、生猪屠宰、肉制品与生鲜猪肉的加工和销售。公司目前是我国最大的肉制品加工公司双汇发展的控股股东，并拥有美国最大的猪肉食品企业史密斯菲尔德食品公司。万洲国际在发展过程中，积极进行全球化布局，分销网络已遍布 40 多个国家和地区。2021 年前三季度，万洲国际实现营业收入共计 200.64 亿美元。

图 32：万洲国际全球化布局

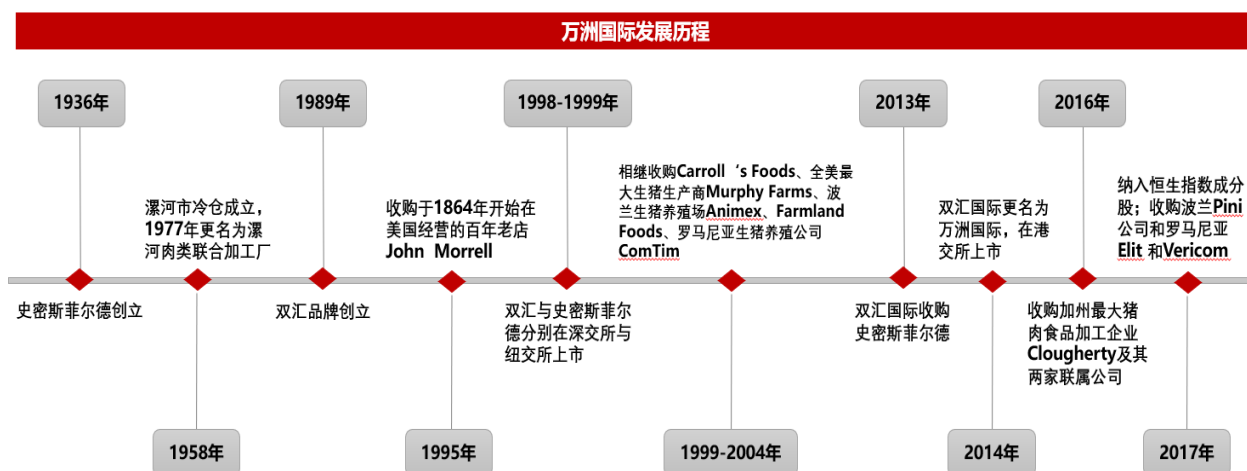


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 6.1 核心战略：品牌收购，全产业链布局

积极实行品牌收购，全产业链布局。万洲国际自成立以来，能够成为全球最大的猪肉食品企业的一个重要原因系公司通过收购实现了规模迅速扩张。20 世纪以来，万洲国际结合自身战略发展目标陆续完成了多次收购。1995 年，万洲国际成功收购于 1864 年开始在美国经营的百年老店 John Morrell。此后，1999-2004 年，公司先后收购 Carroll's Foods、全美最大生猪生产商 Murphy Farms、波兰生猪养殖场 Animex、Farmland Foods、罗马尼亚生猪养殖公司 ComTim 等多家公司，以提高自身的品牌影响力。2016-2017 年，公司相继收购加州最大猪肉食品加工企业 Clougherty 及其两家附属公司与波兰 Pini 公司和罗马尼亚 Elit 和 Vericom。公司在收购业务扩大市场份额的过程中，逐步形成了包括生猪养殖、生鲜猪肉、猪肉制品、分销与销售等在内的完整的猪肉产业链，实现了产业链的全布局，竞争力得到进一步提高。

图 33：万洲国际发展历程



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

## 6.2 业务特点：肉制品系主要创收来源，美国业务占比最高

肉制品是万洲国际的主要创收来源，美国地区的营收占比最高。分产品看，公司业务主要以肉制品与猪肉为主，肉制品是公司的主要创收来源。2021 年前三季度，公司肉制品实现营业收入 9963 百万美元，营收占比为 49.66%；猪肉实现营业收入 8974 百万美元，营收占比为 44.73%。分地区看，公司积极进行全球化布局，目前业务主要集中在中国、美国与欧洲地区。其中，公司在美国地区的营收占比最高。2021 年前三季度，公司在美国的业务实现营业收入 10132 百万美元，营收占比为 50.50%；在中国的业务实现营业收入 7991 百万美元，营收占比为 39.83%。

图 34：2021 年前三季度万洲国际产品结构（%）

■ 肉制品 ■ 猪肉 ■ 其他

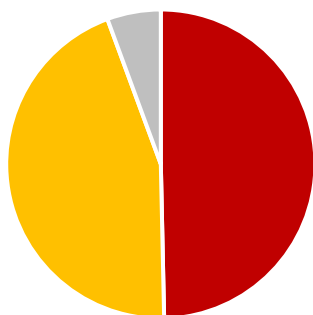
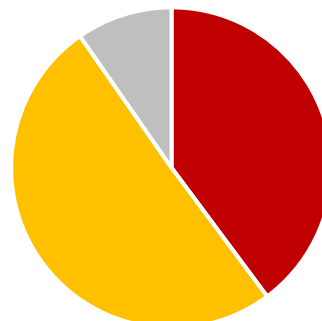


图 35：2021 年前三季度万洲国际区域结构（%）

■ 中国 ■ 美国 ■ 欧洲



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

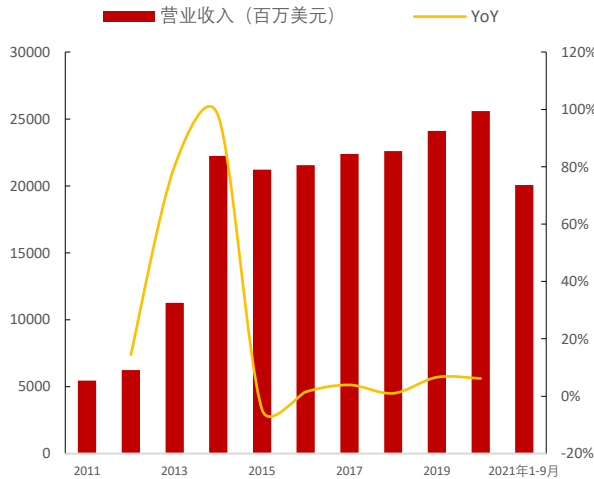
数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 6.3 业绩分析：万洲国际业绩在猪周期下的抗压能力较强

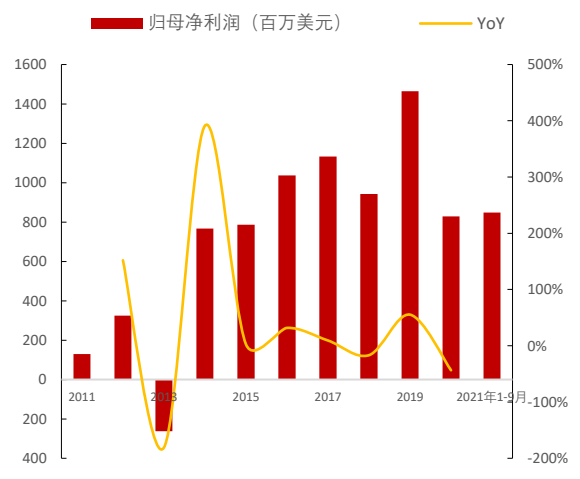
多区域多品类布局，万洲国际的业绩在猪周期下的抗压能力较强。由于公司全产业链布局，且业务区域范围广，相对其他生猪养殖企业来说，公司在猪周期下的抗压能力较强。2013 年，公司归母净利润同比下降 180.92%，主要系公司成功收购史密斯菲尔德，产生了大量的开支所致。2014 年，得益于史密斯菲尔德的并表，公司营业收入与归母净利润均出现大幅提升，分别同比增长 97.66%与 391.25%。此后，公司营业收入的增长进入了相对平稳期。2015-2020 年，公司的营业收入从 21209 百万美元增加至 25589 百万美元，年均复合增速为 3.83%；归母净利润从 786 百万美元增加至 828 百万美元，年均复合增速为 1.05%。2021 年以来，我国猪价快速下行。但万洲国际通过美国、欧洲等其他地区的业务抵消了在中国业务的亏损，业绩仍实现了正增长。2021 年 1-9 月，公司的营业收入与归母净利润分别为 20064 百万美元与 848 百万美元，分别同比增长 6.91%与 11.73%。

图 36：万洲国际主营业务收入与增速(百万美元,%)

图 37：万洲国际归母净利润与增速(百万美元,%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

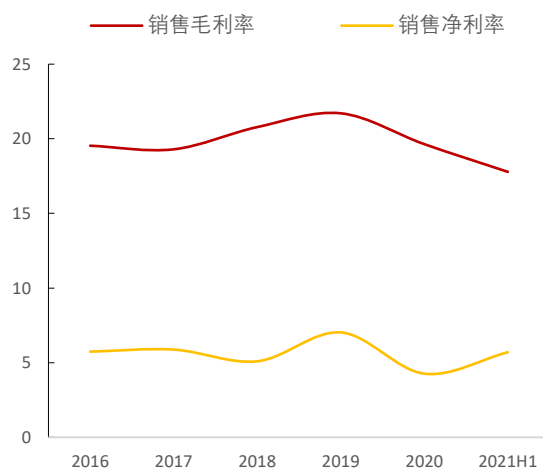


数据来源：公司公告，东莞证券研究所

### 6.4 盈利能力分析：盈利能力波动幅度较小，费用结构有所优化

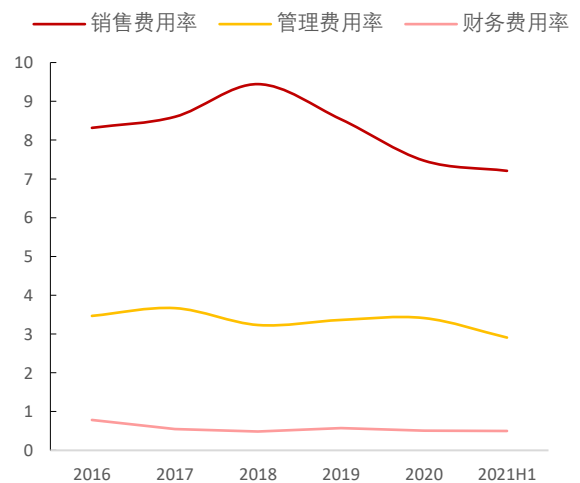
万洲国际的盈利能力波动幅度较小，费用结构有所优化。与我国主要的生猪养殖企业相比，万洲国际涉及的业务范围广，受猪周期影响相对有限，盈利能力近几年变动幅度相对较小。2016-2020年，万洲国际的毛利率从19.54%增加至19.64%。其中，2017年公司因收购波兰Pini公司和罗马尼亚Elit和Vericom，业务结构优化，推动公司2018年毛利率上行1.49个百分点。2020年受疫情等因素影响，公司的毛利率同比下降2.07个百分点至19.64%。2021年在猪价下行的背景下，公司2021H1的毛利率为17.79%，同比下降1.72个百分点。费用结构方面，公司的费用结构近几年逐步优化。2016-2021H1，公司的销售费用率从8.32%下降至7.21%，管理费用率3.47%下降至2.91%，财务费用率从0.78%下降至0.50%。综合毛利率与费用率的情况，公司的净利率近几年维持在4%-7%之间。由于费用结构的优化，2021H1公司的净利率为5.70%，同比增加2.16个百分点。

图 38：万洲国际毛利率与净利率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

图 39：万洲国际期间费用率 (%)



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 7. 投资策略

维持对生猪养殖行业的推荐评级，建议积极把握猪周期向上拐点。2021 年生猪养殖企业面临较大挑战。一方面，此次猪周期中的生猪价格从 2019 年初开始上涨。伴随着生猪产能持续扩张，2021 年以来生猪价格快速下跌，生猪养殖企业 2021 年三季度普遍进入亏损区间。另一方面，饲料等原材料成本上涨，叠加规模养殖稳步推进，部分经营不善的中小企业被迫出清。从存栏量来看，我国能繁母猪出栏量自 2021 年三季度已出现去化趋势。但当前能繁母猪与生猪的产能仍过剩，产业链依旧处于趋势性下行通道。展望 2022 年，若能繁母猪产能持续去化，结合生猪滞后能繁母猪产能 10 个月，行业有望在三季度左右迎来拐点。考虑到 2021 年四季度消费旺季使猪价出现一定的反弹，产能去化进程或有所放缓，或一定程度上影响猪周期时长。若后续猪价下降，生猪养殖公司亏损幅度进一步加大，或加速猪周期见底进程。后续需持续关注能繁母猪存栏等重要数据与猪企业绩等情况，寻找适当的布局机会。标的方面，可重点关注养殖板块中的牧原股份（002714）、温氏股份（300498）、新希望（000876）、正邦科技（002157）等。

表 15：重点公司盈利预测及投资评级（2022/1/19）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
002714	牧原股份	54.53	7.30	2.19	2.22	7.47	24.90	24.56	推荐	维持
300498	温氏股份	19.25	1.17	-1.46	0.09	16.45	-13.18	213.89	推荐	维持
000876	新希望	16.49	1.10	-1.44	-0.19	14.99	-11.45	-86.79	推荐	维持
002157	正邦科技	9.56	1.86	-2.14	-0.22	5.14	-4.47	-43.45	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 8. 风险提示

- (1) 国家政策。
- (2) 非洲猪瘟和禽流感等疫病大规模爆发。
- (3) 产能去化不及预期。
- (4) 猪价下行。
- (5) 市场竞争加剧。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、北京证券交易所股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn