

行业报告：生猪养殖行业专题报告

2022年6月24日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

拥抱周期蓄势起，大猪小猪落玉盘

行业评级：增持

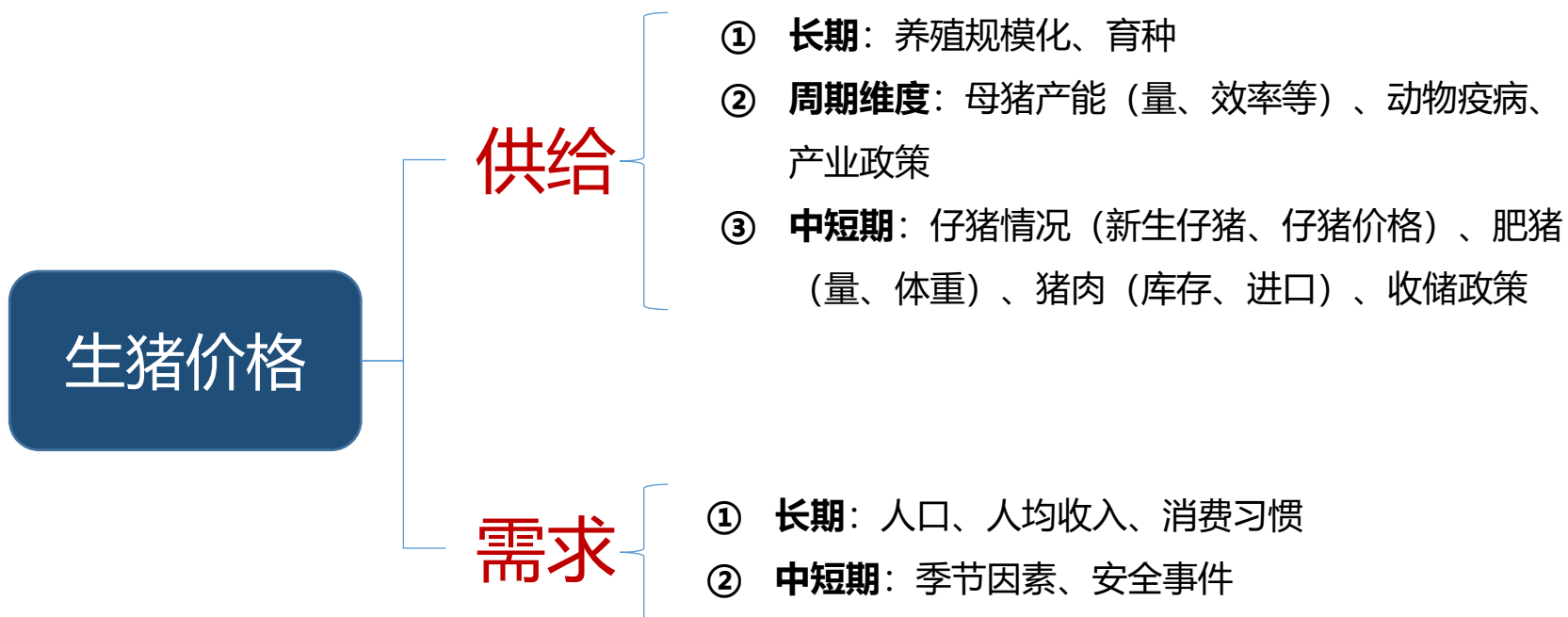
分析师：彭海兰

证券执业证书号：S0640517080001

研究助理：陈翼

证券执业证书号：S0640121080014

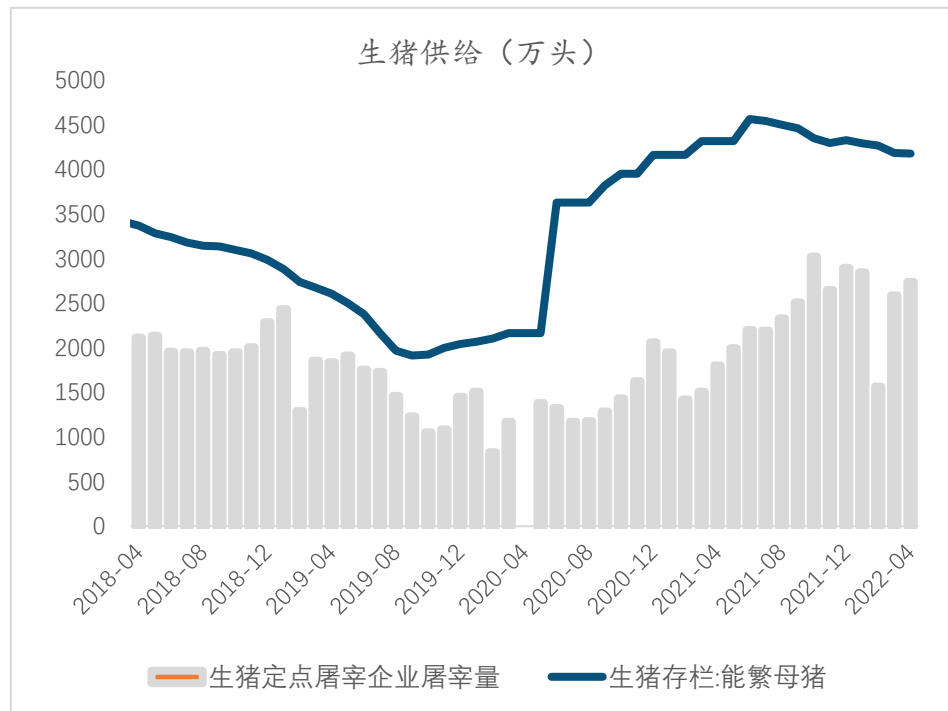
➤ 1. 生猪周期分析框架



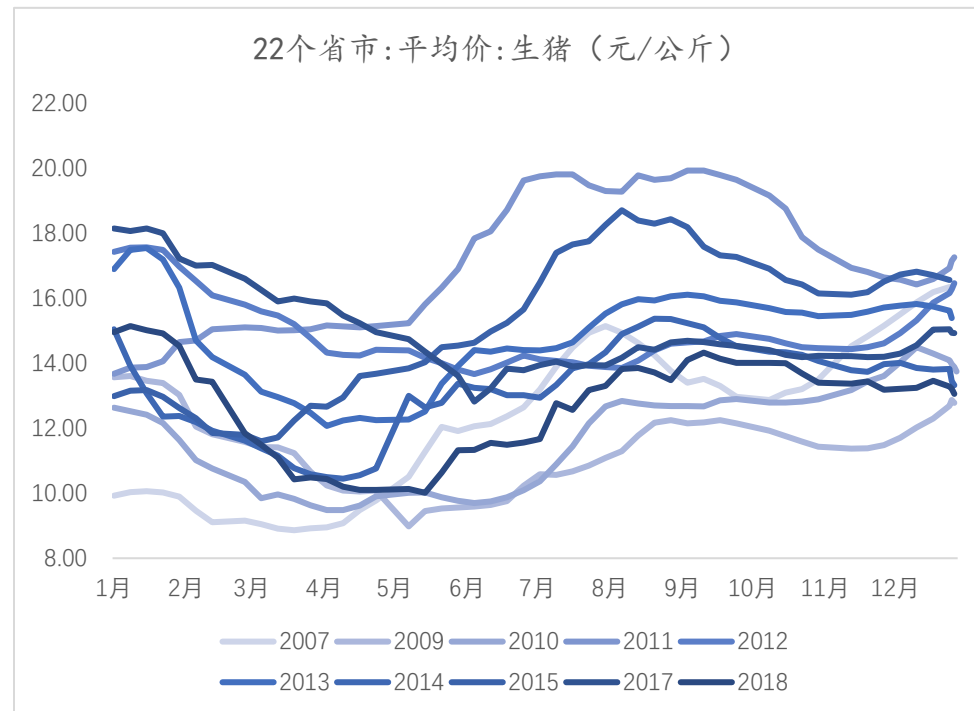
➤ 2.生猪行情最差时点已经过去

- ◆ **供给：生猪供给已过最高峰**，母猪产能从21年6月最高点4564万头开始去化，对应出栏峰值已在今年4月兑现，未来供给宽松有望缓和。
- ◆ **需求：生猪需求处于传统淡季**，加之疫情压制餐饮消费。3-4月位于年内猪肉需求低位，随着疫情的缓和，终端需求将逐步修复。

供给：能繁母猪高点对应4月为供给高峰

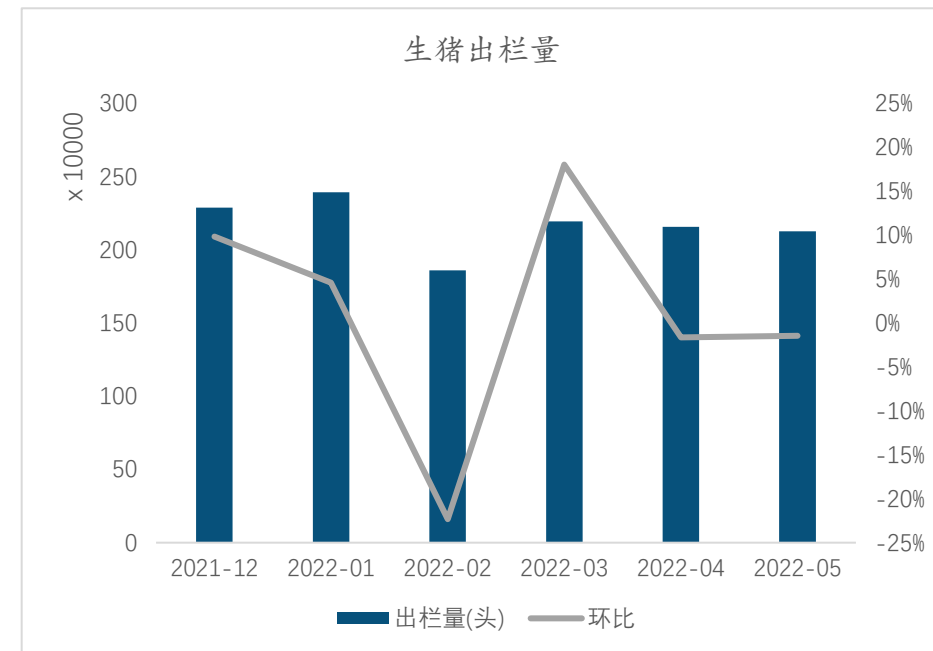
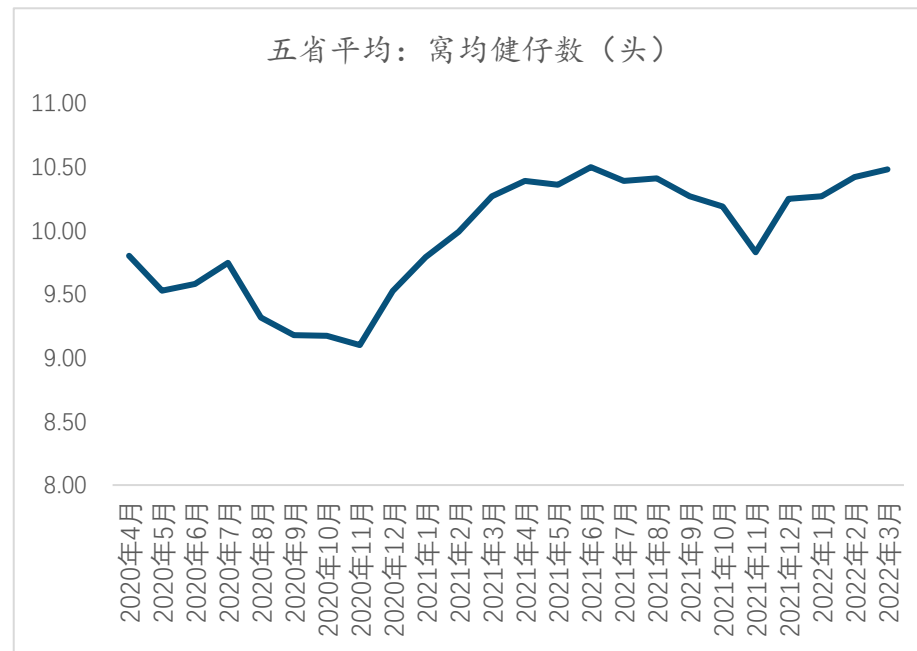


需求：历年生猪价格呈季节性波动



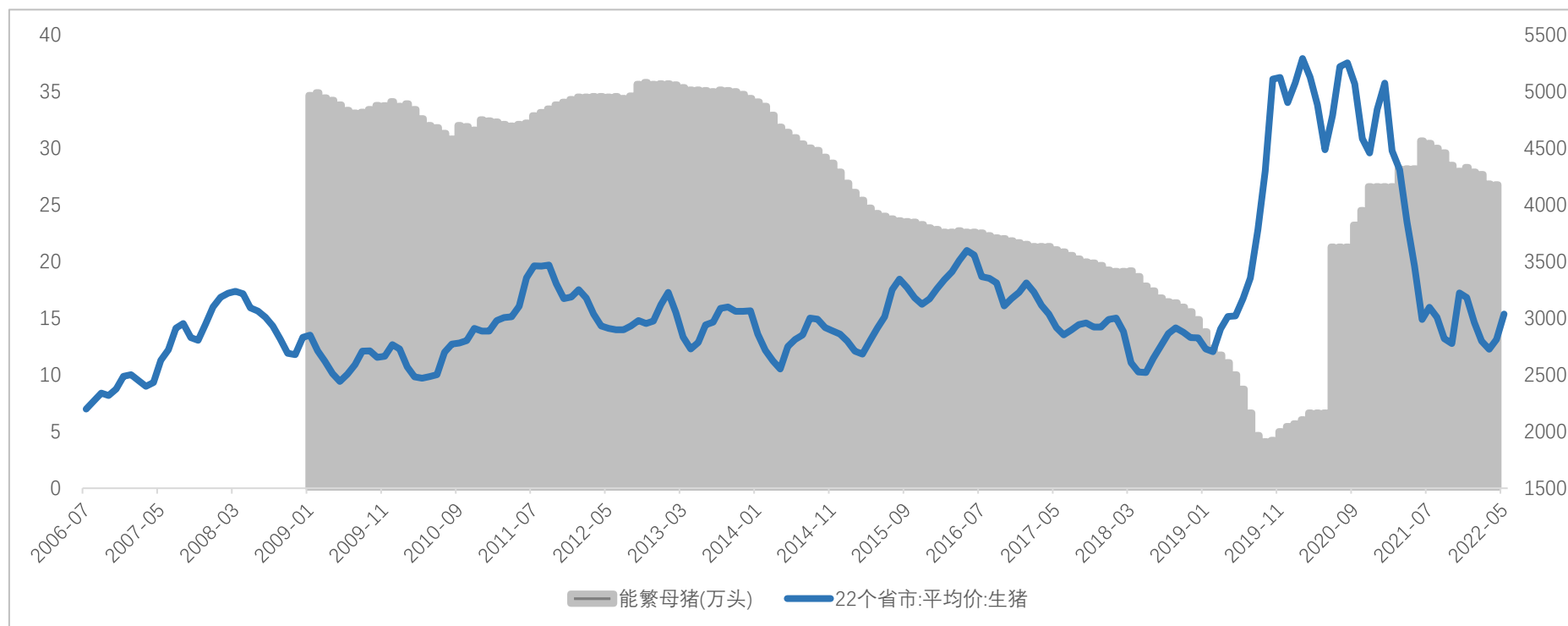
➤ 3. 近期生猪行情反弹的驱动因素

- ◆ **行业整体育肥生猪供给收缩明显。**去年H2行业产能去化、叠加去年冬季仔猪窝均存活率下降，对应近期生猪供给减弱局面。
- ◆ **春节后出栏加速出现短期超跌。**3月出栏环比增18.03%（假期因素）。而4、5月出栏环比降1.63%、1.46%，后期行情逐步复苏。
- ◆ **养殖户商转母进一步降低生猪供给。**根据涌益咨询，4-5月散户留种比例占70%，对应生猪供应减少和行情反弹。



➤ 4. 长期看：周期最差行情已经过去，纵有波折，但趋势向上

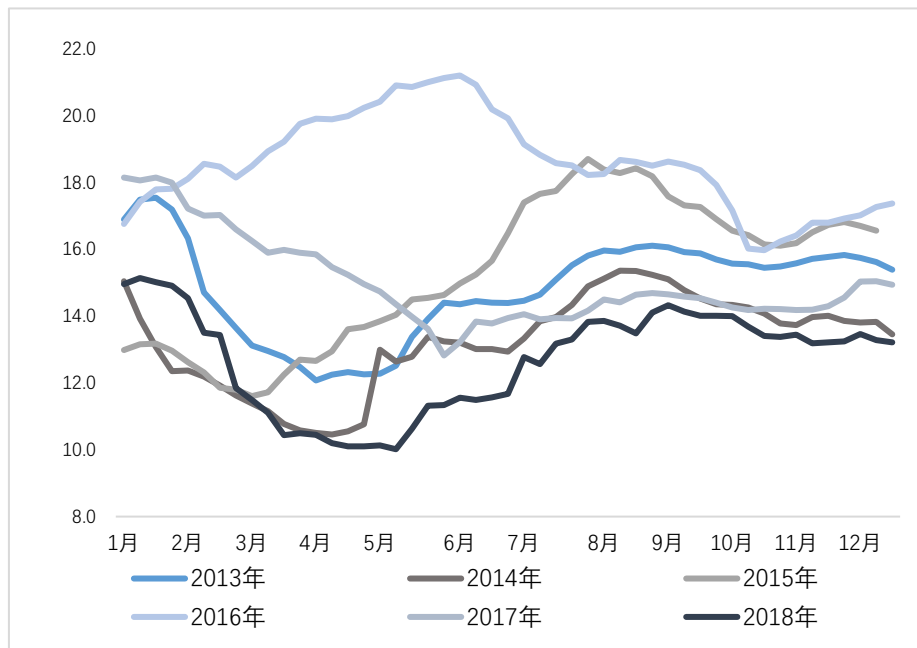
- ◆ 从历史看，目前大致处于生猪周期底部区域。每轮猪周期基本历时4年左右。时间上看，目前处在行业磨底向上的区间。
- ◆ 从历次周期的母猪去化水平看，本轮去化不彻底。强周期的启动需要母猪产能较高点去化20%左右，而本次产能去化约8%，后续有进一步去化可能。
- ◆ 养殖利润恢复影响了产能去化进程，未来生猪周期或有波折，但趋势向上。母猪可能进一步去化，支撑周期向上。



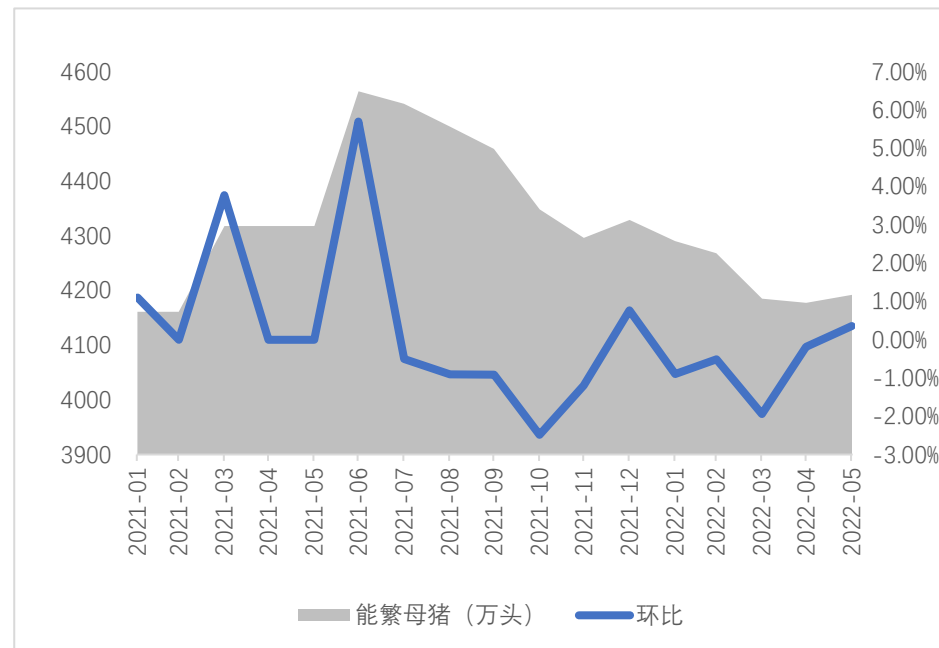
➤ 5.中期看：22H2猪价延续复苏，23Q1或有压力

- ◆ 22年Q3猪价有望延续复苏。回溯正常周期年份，4-8月猪价呈明显回暖态势。叠加供给端的边际收缩，猪价有望延续支撑。
- ◆ 23年Q1或有一定压力。一是，4-5月母猪去化趋缓，5月环比增加0.35%，对应23年Q1生猪供给边际增加；二是，春节节后消费步入淡季。
- ◆ 周期演绎过程中，即使行业利润有所修复，资金压力较大的养殖户仍有可能收缩产能。若行业进一步收缩产能，周期动力或更强劲。

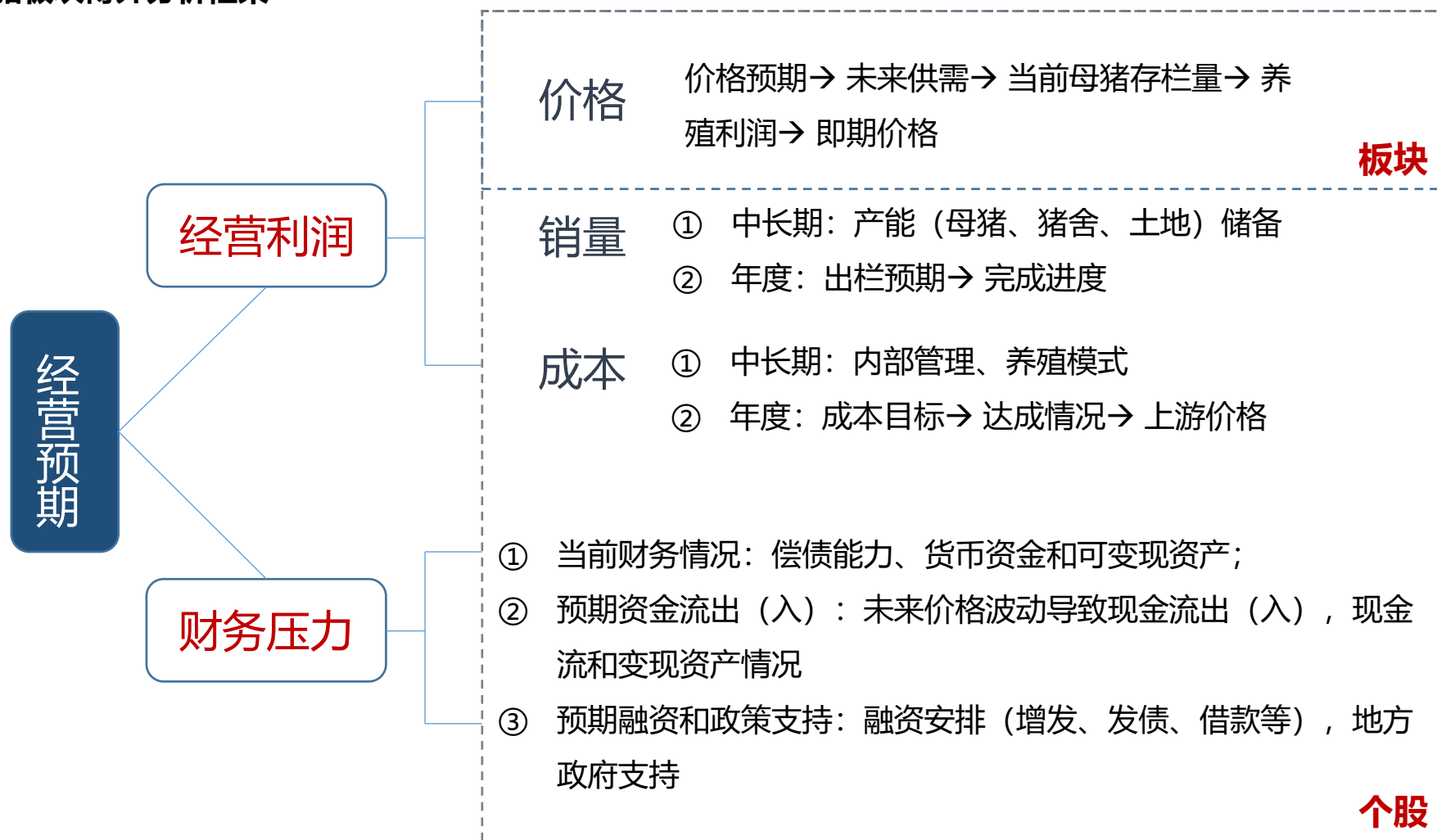
4-8月猪价上行趋势明显（元/公斤）



4-5月能繁母猪产能或对应明年Q1供给宽松



➤ 1. 生猪板块博弈分析框架



➤ 2.价格预期：长期看周期位置，短期看价格表现

◆ 前期板块上行和回调逻辑（长周期价格预期）

1月上旬，生猪价格下降17.65%，但申万养殖板块上涨3.70%。

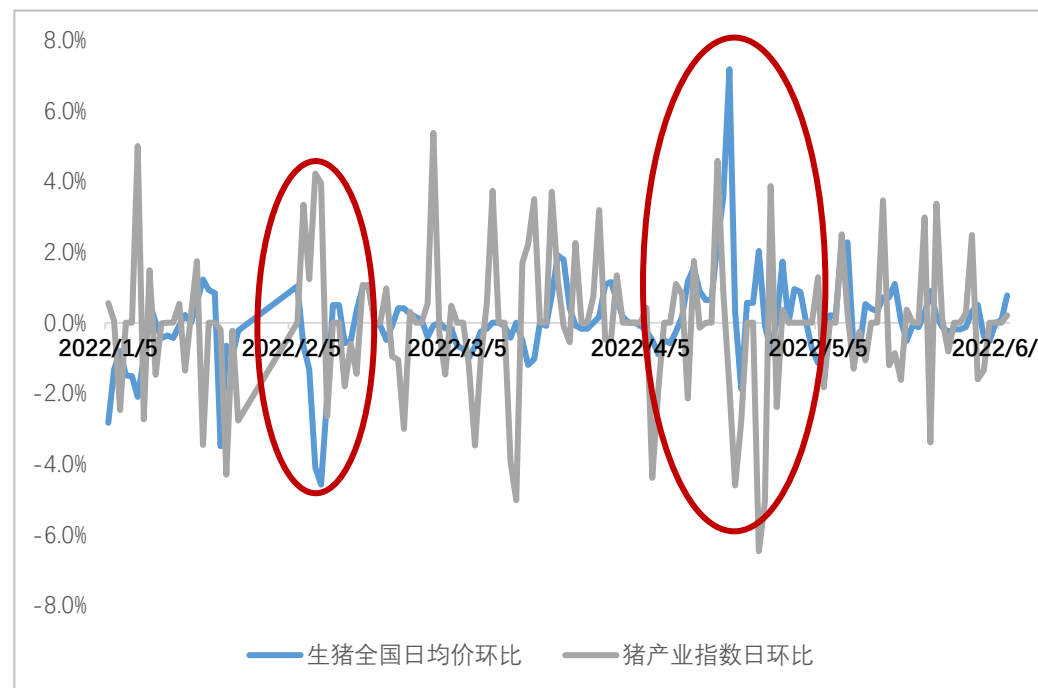
3月-5月，生猪价格上涨27.18%，但申万养殖板块下跌8.44%。

蛛网模型基本假设：降价→减产→供不应求→涨价→增产→再降价的市场逻辑。结合历史和近期的资本市场表现看，资本市场对生猪板块的博弈从最初的博“涨价”（1.0阶段），到博“减产”（2.0阶段），**已经逐步演化到了博“降价”（3.0阶段）**。越降价、越减产、未来周期和猪价越强、股价越涨。

◆ 近期板块反弹逻辑（中短期价格预期）

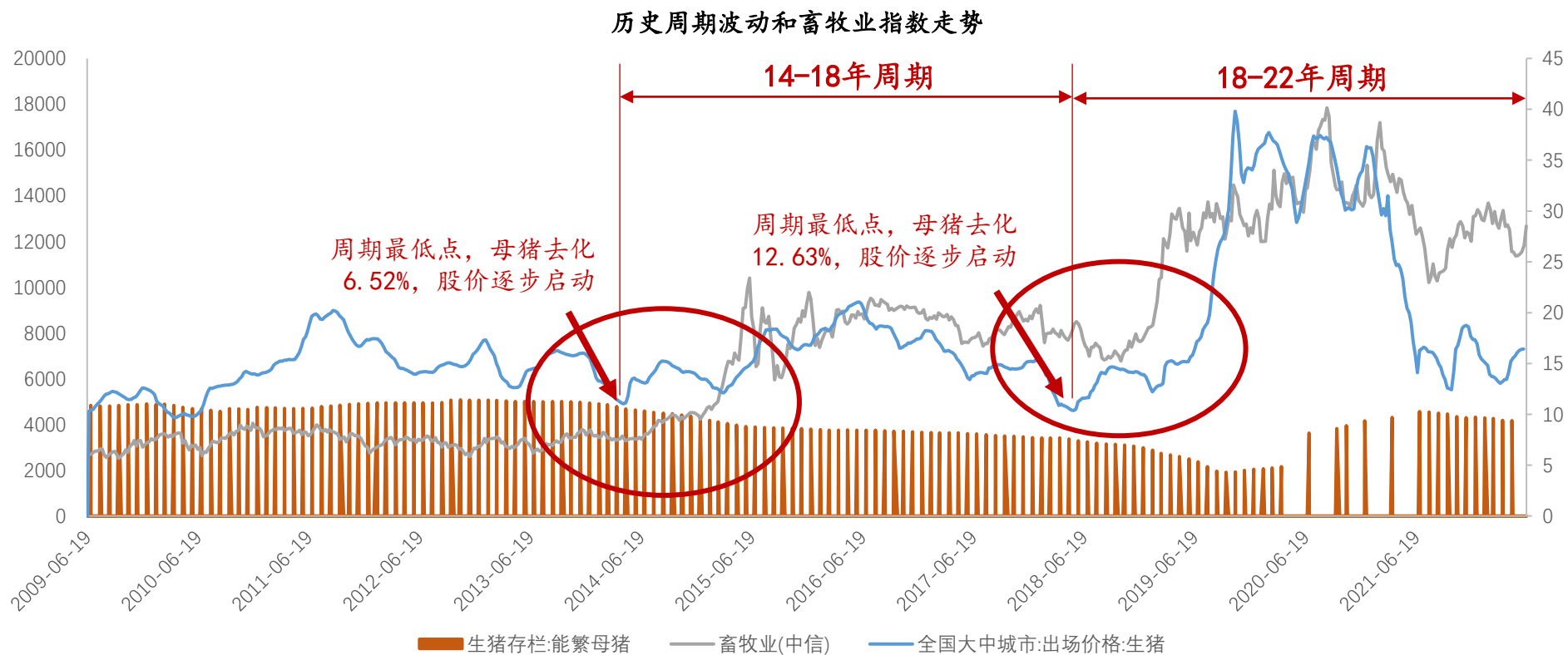
Q2生猪价格反弹超预期，看Q3价格超预期，行业公司盈利在望，调高盈利预期和股价。

生猪价格波动和股价波动关系



➤ 2.周期最低点不是去化最深点，板块股价在去化完成前启动，价格预期或越来越强

- ◆ **【14-18年生猪周期】**周期启动前最低点，行业产能没有去化彻底（较高点-6.52%），但板块走势已经逐步启动。到15年周期次低点，行业产能去化基本结束（较高点-19.41%），畜牧业（中信）指数较前低涨83.4%。
- ◆ **【18-22年生猪周期】**周期启动前最低点，行业产能同样没有去化彻底（较高点-12.63%），板块走势已经逐步启动。到19年周期次低点，行业产能去化基本结束（较高点-27.18%），畜牧业（中信）指数较前低涨22.5%，次月较前低涨52.9%。



➤ 3. 生猪养殖企业的量

- ◆ 从实际销售量来看，大多数猪企1-5月出栏同比增幅明显，牧原、温氏、傲农前5月出栏节奏位居前列，同比增幅80%左右。
- ◆ 从出栏目标看，猪企22年出栏节奏存一定差异，牧原、正邦、新希望和金新农完成进度超过40%。
- ◆ 行业猪企母猪存栏减少。整体看，一季度能繁数量总体减少，有望支撑后市行情。横向看，去化程度不尽相同。牧原、温氏等降幅不足5%，主要系母猪优化所致，而现金流压力大的企业，其母猪产能降幅也较大，天邦减少了15%。

猪企22年出栏目标（万头）及完成率

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022年 1-5月	同比	2022E	完成率
牧原股份	311	724	1101	1025	1812	4026	2600.1	86.23%	5000-5600	52.00%
温氏股份	1713	1904	2230	1852	959	1322	677.39	84.26%	1800	37.63%
正邦股份	226	342	554	578	956	1493	409.44	-24.34%	800	51.18%
新希望	117	240	255	355	829	998	586.9	53.85%	1300-1800	45.15%
天邦股份	58	101	217	244	308	428	176.92	15.49%	500	35.38%
大北农	40	64	168	164	185	431	169.74	23.09%	500	33.95%
唐人神	25	54	68	84	102	154	69.97	-1.77%	200	34.99%
天康生物	31	49	65	84	135	160	72.36	18.72%	220	32.89%
金新农	-	37	34	39	80	107	53.79	43.67%	130	41.38%
傲农生物	11	22	42	66	135	325	185.7	79.34%	500	37.14%
巨星农牧	-	-	24	22	32	87.1	-	-	150	-

*出栏完成率以22年最低目标计算

猪企能繁母猪存栏量（万头）

	牧原	温氏	正邦	新希望	天邦	唐人神	天康 生物	傲农 生物	巨星 农牧
2020Q3	221.6	110-120	110.8	-	35	-	-	-	-
2020Q4	262.4	110	123	119	-	12	12	14	-
2021Q1	284.6	110	119	110	40	-	-	-	-
2021Q2	275.6	110	120	110	42.9	10+	-	38.7 (含后备)	-
2021Q3	267.5	110	100	110	38	-	-	-	9
2021Q4	283.1	100-110	38	100	33	-	12	36	-
2022Q1	275.3	100-110	38	90	28	-	-	32	10

*能繁母猪存栏量披露存在时间差异，统计口径为季末前后1个月

➤ 4. 生猪养殖企业的成本

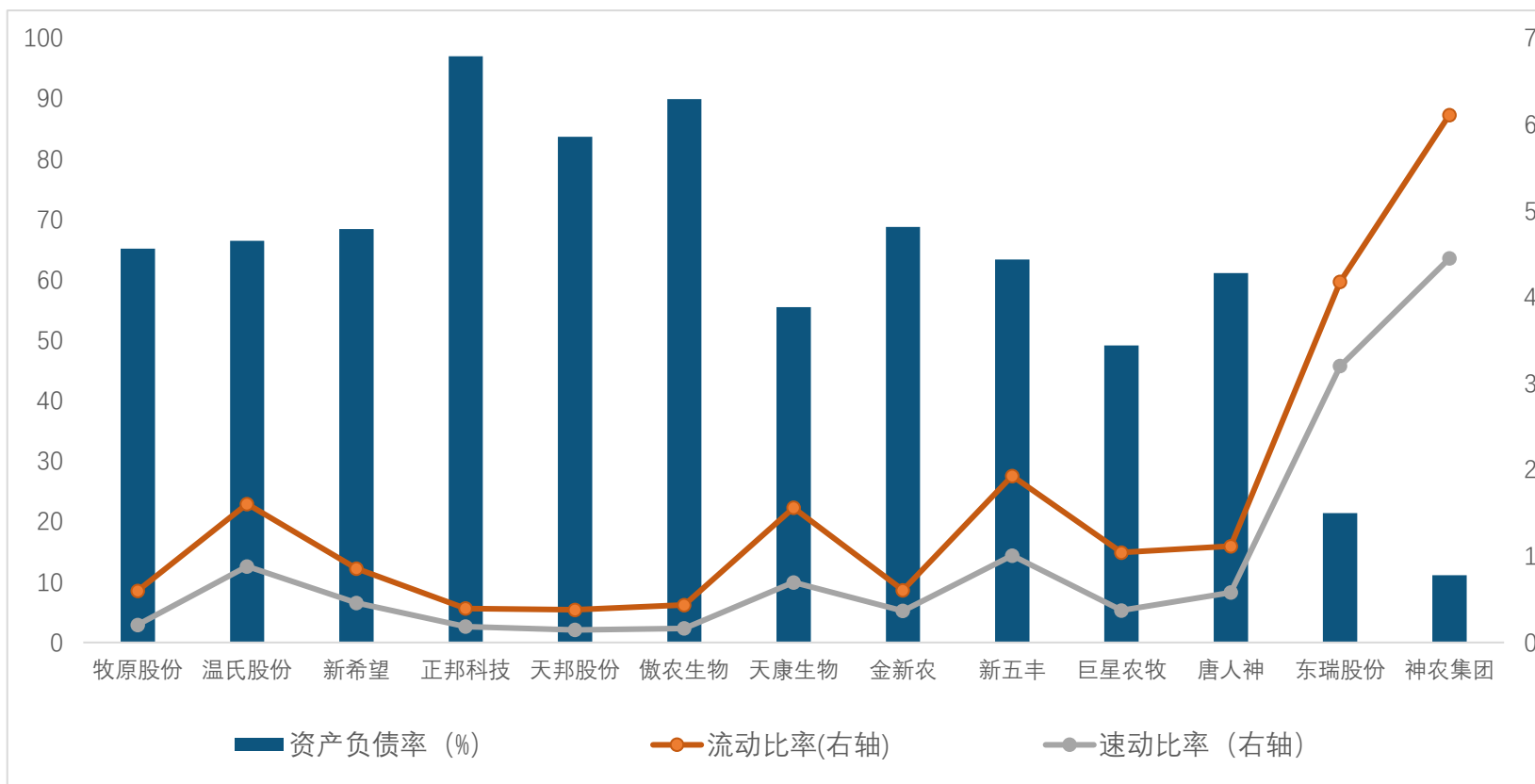
- ◆ **22Q1养殖成本有所回升，养殖压力加大。**上游饲料涨价推升养殖成本，压缩养殖利润，叠加猪价低位，企业上半年亏损可能性较大。
- ◆ **成本优化是猪企竞争重点，低成本企业更具穿越周期的能力。**21年各大猪企采取降本增效措施，养殖成本均呈下将趋势，对比来看，牧原、温氏的成本优势较为突出。

生猪养殖企业育肥成本（元/公斤）

	牧原股份	温氏股份	新希望	正邦科技	天邦股份	傲农生物	天康生物
2021Q1	16	25	20	21.6	24	—	14-14.5
2021Q2	15	25	20	19.9	22	—	14-15
2021Q3	14.7	22	20	19.81	20+	—	15
2021Q4	14.5	17.8	17.9	—	—	—	—
2022Q1	16	17.8	18.7	20	18.7	19.5	18

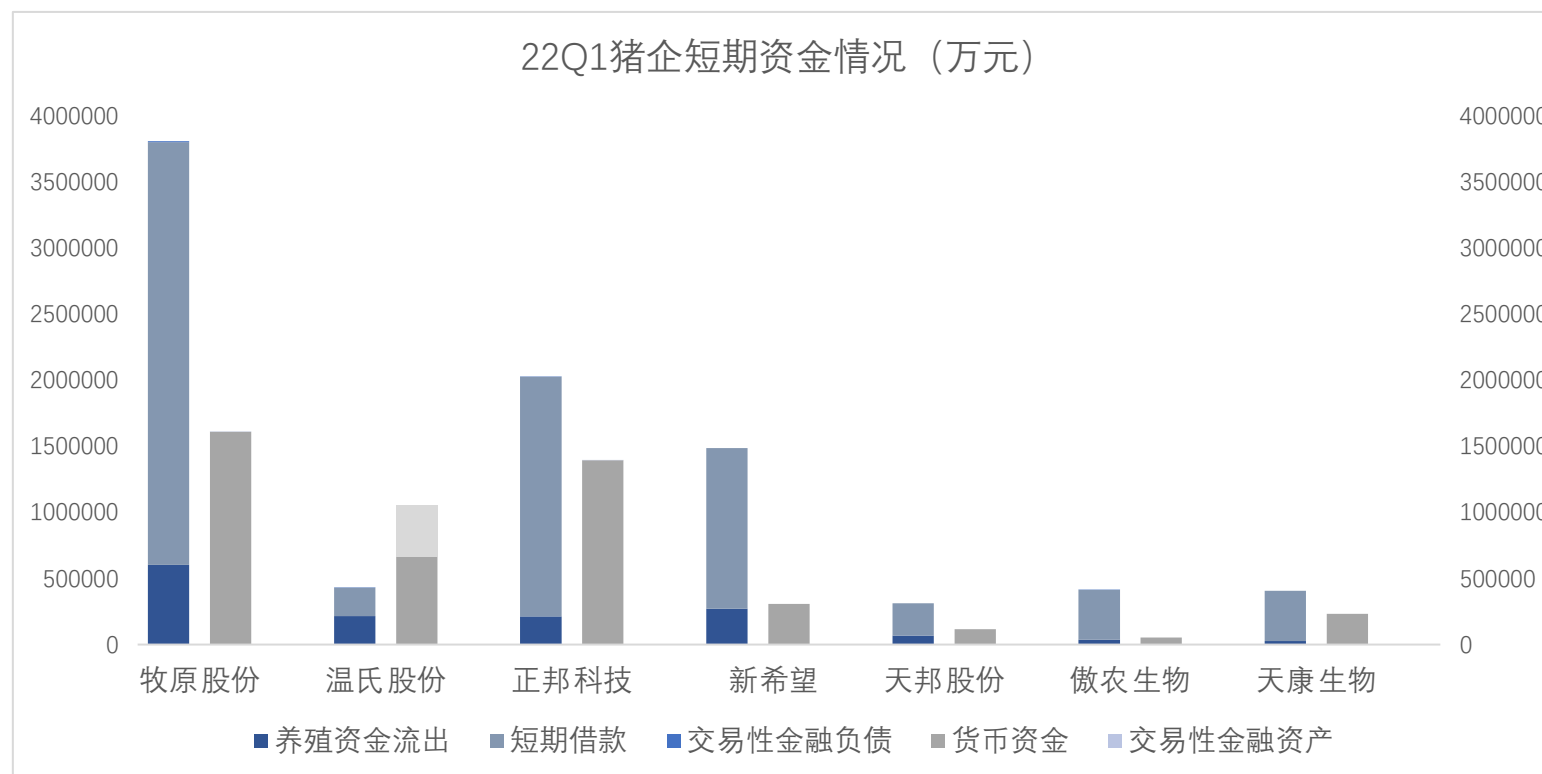
➤ 5. 生猪养殖企业的偿债能力

◆ **企业普遍面临一定的偿债压力。**长期来看，22年Q1猪企的资产负债率平均为60%左右，处于相对较高的水平。**短期来看**，企业流动性承压明显，13家猪企中流动比率超过1.5仅有5家，而速冻比率不足1的数量高达有10家。**个股上**，东瑞、神农相对压力相对较小。



➤ 6. 生猪养殖企业的短期资金压力

◆ **企业短期内存在较大的资金周转压力**，22年Q1生猪养殖企业能够快速变现的流动资产储备（主要包括货币现金和交易性金融资产），难以覆盖其养殖流出、短期借款和交易性金融负债所需的资金总和，行业普遍存在一定资金周转的压力。**个股上看**，温氏股份压力相对较小。



➤ 7. 当前主要生猪企业的头均市值

代码	上市公司	总市值 (亿元)	生猪市值 (亿元)	22年预计出栏量 (万头)	23年预计出栏量 (万头)	22年头均市值 (元/头)	23年头均市值 (元/头)
002714. SZ	牧原股份	3049	3049	5500	6000	5544	5082
300498. SZ	温氏股份	1424	1079	1800	2600	5993	4149
000876. SZ	新希望	713	413	1300	2000	3175	2063
002157. SZ	正邦科技	200	150	600	1000	2507	1504
002124. SZ	天邦股份	129	129	500	800	2575	1609
603363. SH	傲农生物	175	145	325	560	4447	2581
002100. SZ	天康生物	139	69	220	500	3146	1384
002567. SZ	唐人神	117	62	200	350	3111	1778
603477. SH	巨星农牧	132	132	150	300	8806	4403
002548. SZ	金新农	49	42	120	140	3522	3019
600975. SH	新五丰	77	77	100	300	7736	2579
605296. SH	神农集团	135	135	90	130	14956	10354
001201. SZ	东瑞股份	89	89	60	120	14758	7379

*公司市值截至22年6月23日

➤ 投资建议

- ◆ **珍惜生猪周期底部区域，建议积极布局。**从大周期看，当前生猪板块正处于底部波动蓄势磨底的区间中。周期最差时点已经过去，未来仍可能有波折，但总体趋势向上。而回溯权益历史表现，资本市场往往先于周期启动提前反映。务必珍惜猪周期逐步磨底的配置窗口期。
- ◆ **重点推荐：**降本提质资金压力较好的【**温氏股份**】，具有成本优势的规模养殖龙头【**牧原股份**】，具有产能优势和扩张潜力的规模养殖新势力【**傲农生物**】等。

➤ 风险提示

- ◆ 生猪产能去化不及预期
- ◆ 疫情反复，消费复苏不及预期
- ◆ 动物疫病等不确定因素



彭海兰，农林牧渔行业首席分析师，博士学位，中航证券股票质押委员、新三板内核委员。主要研究方向为农业板块、食品饮料，对大宗商品的研究经验超过7年。
证券执业证书号：S0640517080001



陈翼，早稻田大学硕士，中国农业大学学士，曾任职中信农业。4年农林牧渔行业研究经验。主要研究方向为农业科技和品牌农业，对种业、生猪等板块有较深理解。
证券执业证书号：S0640121080014

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入
持有
卖出

- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
- ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持
中性
减持

- ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。