

行业投资评级

强于大市|维持

行业基本情况

收盘点位	3313.47
52 周最高	3913.72
52 周最低	3058.86

行业相对指数表现（相对值）



资料来源：聚源，中邮证券研究所

研究所

分析师: 黄付生
SAC 登记编号: S1340522060002
Email: huangfusheng@cnpsec.com

分析师: 王琦
SAC 登记编号: S1340522100001
Email: wangqi2022@cnpsec.com

近期研究报告

《鸡苗价格季节性回落，关注政策对种业的催化》 - 2022.12.04

养殖行业系列报告之一

市场是否还有猪周期？

● 2022 年下半年猪价开启新周期，但股价“周期”不再
历史上生猪养殖板块有着明显的“猪周期”属性。在 2014-2018 年和 2018 年-2022 年上半年的两轮猪周期中，猪价最高涨幅分别为 102% 和 265%，相对应的申万养殖板块指数涨幅为 211% 和 194%，股价涨幅甚至超过猪价，且还表现出一定的前瞻性。

2022 年下半年，股价与猪价明显背离。2022 年 3 月至 10 月生猪价格涨幅高达 144%，但申万生猪养殖指数区间涨幅最大仅为 35%。

● 成熟企业成长性降低是本次股价涨幅明显低于猪价的核心原因。而对于高成长性的企业，市场依然予以认可

1) 以牧原股份、温氏股份为代表的传统成熟企业股价最高涨幅仅 60%-70%，显著低于猪价涨幅，其共同点是出栏量增速明显下降，另部分成熟公司屡次下调出栏目标。随着生猪价格下行，2021 年后扩张速度明显放缓，固定资产、在建工程、生产性生物资产等指标增速明显下滑。2020 年-2021 年 13 家上市公司出栏量增速分别为 23.1%、73.3%；2022 年将下降至 26% 左右。

2) 而华统股份、巨星农牧、傲农生物三家股价涨幅超过 200%，其共同点是，进入养殖领域较晚，未来 2-3 年出栏量将增长 2-3 倍。市场对成长性高的企业依然予以了认可。

● 是否还有“猪周期”？

1、产业整体：“猪周期”弱化，时间延长、波动减小

结合美国经验来看，2000 年后美国生猪产业已基本实现规模化生产，且行业发展进入成熟期，猪周期则也从此前的 3-4 年延长至 8-10 年。我们认为，中国生猪产业结构决定了猪周期将长期存在，但是未来其波动亦会大幅减弱，原因是：1) 非洲猪瘟后，规模化程度显著提升。母猪存栏规模在 1000 头以上的养殖场占比已从 2019 年的 20% 提升至 51.4%，上市公司的出栏量占比也从非洲猪瘟前的不足 7% 提升至 2021 年的 14.3%，2022 年则将进一步提升至 17% 以上；2) 猪肉消费占比的下降，将弱化猪周期作用。2000 年至 2021 年，猪肉在我国肉类消费占比从 66% 下降至 56% 左右。3) 非洲猪瘟疫情常态化后，严格的生物安全防控措施，使动物疫情带来的快速去产能也难重演。

2、企业之间：由“周期成长”走向“成熟稳健”，竞争重点由“养殖”走向“食品”

中国走出了一条自上而下的一体化道路：1) 2000-2015 年左右饲料行业向下游养殖延伸；2) 当前阶段则是，以牧原、温氏为代表的养殖龙头企业纷纷开始布局屠宰及深加工端，其既是“冷鲜肉”发展的

要求，更是规模化、一体化的必然趋势。目前主要生猪养殖上市公司都向上覆盖了饲料业务、向下布局了屠宰和食品产业。未来企业间的竞争将从“量的竞争”转为“产品和效率的竞争”，竞争重点将从养殖环节扩展到下游消费端；行业的龙头将是一体化的食品公司，而不是单纯的养殖公司。

● 短期趋势：春节前或有反弹，2023 年盈利向好

随着 12 月腌腊的大规模开启及消费旺季的到来，生猪价格会迎来季节性反弹。2022 年下半年以来，能繁母猪存栏虽有回升，但 4200-4300 万头的存栏量处于中等偏低水平，故而预计明年生猪供给紧平衡。预计 2023 年生猪价格中枢在 18-20 元左右，较 2022 年抬升，行业整体盈利向好。从节奏上看，预计 2023 年上半年价格从高位下滑，二季度或跌破成本线，三四季度价格则有所回升。

● 股价“去周期化”，业绩兑现度、成长潜力将是关注重点

短期看，四季度养殖企业盈利大增已是确定性事件，且至少将持续盈利至明年上半年。中长期看，行业集中度显著提升、一体化趋势明显，未来“猪周期”将更加平滑，企业间竞争将从养殖端延伸至食品端。而股票的波动也将不再单纯的由生猪价格主导，其将更像食品等成熟的消费型行业的表现。建议从以下三方面布局行业：

1) 出栏兑现度高、成本优势明显的领先企业，其业绩兑现程度更高、成长更加稳健。重点推荐龙头企业：牧原股份（行业龙头，成本优势突出）、温氏股份（降本增效成果显著）；

2) 出栏快速增长，成长性突出的企业。建议关注：巨星农牧（未覆盖）、华统股份（未覆盖）以及傲农生物（未覆盖）。

● 风险提示：

需求不及预期风险；发生疫情风险；原材料价格波动风险。

重点公司盈利预测与投资评级

代码	股票简称	投资评级	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元/股)		PE (倍)	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002714.SZ	牧原股份	买入	2,591	48.69	2.42	5.32	20	9
300498.SZ	温氏股份	买入	1,193	18.20	0.88	1.61	21	11
000876.SZ	新希望	增持	614	13.53	0.12	0.46	114	29
002100.SZ	天康生物	增持	118	8.73	0.45	0.97	20	9
603477.SH	巨星农牧	未评级	107	21.22	0.57	2.82	37	8
603363.SH	傲农生物	未评级	117	13.39	0.15	3.18	91	4
002840.SZ	华统股份	未评级	99	16.37	0.76	3.25	22	5

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注1：股价时间为 2022 年 12 月 8 日

注 2：未评级公司盈利预测来自 iFinD 机构的一致预测

目录

1 2022 年下半年，猪价周期仍在，“股价周期”淡化	6
1.1 2022 年下半年以来，生猪价格进入新的上行周期	6
1.2 猪价和股价背离，股价涨幅明显弱于猪价	8
1.3 回顾历史：生猪养殖板块股表现与猪价高度相关	9
2 表层原因：生猪价格上行幅度和速度均超预期	11
3 深层原因：企业间差异扩大，资产负债率攀升	14
3.1 企业间成本差异扩大	14
3.2 资产负债率攀升，风险事件增多	16
4 核心原因：成熟企业出栏增速放缓，市场依然认可高成长型企业	17
4.1 高壁垒、高投入，行业现金流紧张	18
4.2 产能扩张速度减慢，出栏增速放缓	20
4.3 个股表现分化，市场依然认可高成长型企业	22
5 美国历史借鉴：高度规模化后，“猪周期”显著延长	26
5.1 高度规模化带来效率的显著提升	26
5.2 产业格局：屠宰端垂直整合产业链，养殖端精细分工	29
6 是否还有“猪周期”？——“猪周期”弱化，时间延长、波动减小	33
7 企业竞争格局如何？——由“周期成长”走向“成熟稳健”，竞争重点由“养殖”走向“食品”	35
8 当前时点如何布局生猪养猪板块？	39
8.1 阶段性高点或已过，2023 年行业盈利较 2022 年改善	39
8.2 投资建议：股价“去周期化”，业绩兑现度、成长潜力将是重点	41
9 风险提示	42

图表目录

图表 1: 生猪价格表现具有周期性（时间截至 2022 年 11 月 24 日）	6
图表 2: 生猪价格下行周期中的短暂反弹（时间截止 2022 年 11 月 24 日）	7
图表 3: 猪价上涨期间，生猪养殖板块表现对比（生猪价格与生猪养殖指数（申万）拟合）	8
图表 4: 2014-2018 年猪周期中猪价和生猪养殖板块表现	9
图表 5: 2018-2022 年猪周期中猪价和生猪养殖板块表现	10
图表 6: 农业能繁母猪存栏数据来看，行业供给充足不支持 2022 年下半年以来的猪价大幅上涨	12
图表 7: 生猪出栏体重	13
图表 8: 大猪出栏占比	13
图表 9: 淘汰母猪屠宰量	14
图表 10: 母猪配种分娩率	14
图表 11: 小猪存栏情况（50KG 以下）	14
图表 12: 不同规模养殖场养殖成本	15
图表 13: 不同规模养殖场 MSY 水平	15
图表 14: 牧原股份、温氏股份、新希望生猪养殖完全成本情况（单位：元/公斤）	16
图表 15: 13 家生猪养殖企业整体资产负债率处于高位	17
图表 16: 13 家生猪养殖企业资产负债率情况	17
图表 17: 建设 500 头母猪规模的自繁自养养殖场的投资造价（估算）	18
图表 18: 牧原股份资本开支及产能扩张情况	19
图表 19: 牧原股份资本开支及产能扩张情况	20
图表 20: 13 家生猪养殖企业固定资产、在建工程较上年末增长情况	21
图表 21: 13 家生猪养殖企业生产性生物资产较上年末增长情况	21
图表 22: 主要上市公司 2022 年出栏量增速将较 2021 年放缓	22
图表 23: 主要生猪养殖股在本轮猪价上涨期间的表现	23
图表 24: 牧原股份出栏量及养殖成本情况	24
图表 25: 2021 年 Q3 起，牧原股份资本开支和在建工程负增长	24
图表 26: 牧原股份头均市值处于历史低位	25
图表 27: 三家新兴生猪养殖企业出栏量有望高速增长	26
图表 28: 美国生猪和母猪存栏变动情况	27
图表 29: 美国生猪养殖场数量以及平均存栏量情况	27
图表 30: 美国生猪养殖农场数量及规模情况	28
图表 31: 美国 PSY 及每窝产仔率	28
图表 32: 2000 年以后，美国“猪周期”显著延长	29
图表 33: 美国合同养猪模式占比（单位：%）	29
图表 34: 美国屠宰企业市场占有率	30
图表 35: 美国各生猪养殖模式占比（单位：%）	31

图表 36: Smithfield 的发展历程	32
图表 37: Smithfield 的各业务销售占比.....	32
图表 38: Smithfield 下属品牌	33
图表 39: 不同规模场市场占有率情况	34
图表 40: 13 家生猪养殖上市公司出栏量在全国的占比.....	34
图表 41: 中国肉类消费结构: 猪肉消费占比下降	34
图表 42: 各阶段非瘟防控的主要手段和措施	35
图表 43: 以饲料起家的生猪养殖上市公司, 从事生猪养殖产业的时间.....	36
图表 44: 中国猪肉消费形式: 冷鲜肉占比提升	37
图表 45: 养殖一体化企业屠宰业务布局情况	38
图表 46: 主要生猪养殖上市公司产业布局情况	39
图表 47: 2022 年发改委储备冻肉投放情况.....	40
图表 48: 主要生猪养殖企业盈利和估值情况 (股价时间为: 2022 年 12 月 7 日收盘价)	41

1 2022 年下半年，猪价周期仍在，“股价周期”淡化

1.1 2022 年下半年以来，生猪价格进入新的上行周期

盲从性和逐利性使生猪养殖行业具有一定周期性。中国的养殖结构以及生猪的生长周期决定了我国猪价将呈周期性波动：肉价高-母猪存栏量大增-生猪供应增加-肉价下跌-大量淘汰母猪-生猪供应减少-肉价上涨。

从历史来看，我国“猪周期”基本在 4 年左右，大周期中又包含小周期。2006 年以来，生猪市场经历过了 4 次完整周期，分别为：2006-2010 年，2010-2014 年，2014-2018 年以及 2018 年-2022 年上半年，猪价最高涨幅分别高达 183%、106%、84%和 252%。

图表1：生猪价格表现具有周期性（时间截至 2022 年 11 月 24 日）



	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整	上升	下降	严重	生猪价格（元/公斤）		
				周期	周期	周期	疫病	最高点	最低点	最大涨幅
周期一	2006/5-2010/4	2006/5-2008/4	2008/4-2010/4	47 个月	23 个月	24 个月	蓝耳病	16.9	6.0	183.10%
周期二	2010/4-2014/4	2010/4-2011/9	2011/9-2014/4	48 个月	17 个月	21 个月	口蹄疫	19.7	9.5	106.50%
周期三	2014/4-2018/5	2014/4-2016/5	2016/5-2018/5	49 个月	25 个月	24 个月	猪丹毒	20.5	10.6	83.70%
周期四	2018/5-2022/4	2018/5-2021/1	2021/1-2022/4	47 个月	32 个月	15 个月	非瘟	37.9	10.8	251.50%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

2022 年下半年猪价开启新的上行周期。2020 年的生猪价格高位，刺激了行业大幅扩产，随后我国生猪供给出现过剩，生猪价格开始回落。2021 年下半年到 2022 年上半年的行业大幅亏损，行业开始了新一轮的产能去化。2022 年 5 月生猪价格见底回升，到 2022 年 10 月末生猪价格已突破 28 元/公斤，头均盈利超过 1200 元。我们认为本轮猪价上行是新周期的开始，而非去产能过程中的短暂反弹。理由如下：

1) 本轮生猪价格涨幅远超其他下行周期中的短暂反弹。回顾历史，过去几轮生猪下行周期中，曾出现过四次较明显的价格反弹，但是反弹幅度均不超过 30%（具体见下图），且持续时间较短，而本次涨幅高达 144%。

2) 产能去化幅度已足够支撑新周期开启。从农业部数据来看，2021 年 7 月开始正式去产能，2022 年 4 月能繁母猪存栏 4177 万头，正式触底，累计产能去化幅度为 8%。4177 万头的能繁存栏已达到农业部公布的 4100 万头左右的均衡存栏目标，且其相当于 2015 年 1 月左右的水平，处于历史均值左右。如若考虑到配种率下降等因素影响，实际产能去化幅度降更大。

图表2：生猪价格下行周期中的短暂反弹（时间截止 2022 年 11 月 24 日）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所整理

1.2 猪价和股价背离，股价涨幅明显弱于猪价

我们对比猪价和股价表现来看，2021 年下半年至 2022 年上半年生猪养殖行业产能持续去化。2022 年 4 月底，生猪价格开始触底回升，但生猪养殖板块表现与明显弱于猪价：

1) 从幅度上看，股票涨幅明显弱于生猪价格上涨幅度。生猪价格于 2022 年 3 月 21 日触底，于 10 月 19 日到达阶段高点，价格从 5.83 元/斤上涨至 14.21 元/斤；涨幅高达 144%。生猪养殖指数（申万）自 2021 年 12 月 20 至 2022 年 6 月 30 日持续在 6500-6600 点之间震荡，经过 7 月上旬的短时间快速上涨后，2022 年 7 月 11 日攀升至阶段高点 9027 点。按照 2021 年 12 月 20 日的阶段低点到 2022 年 7 月 11 日的阶段高点来计算，生猪养殖指数（申万）的区间涨幅最大为 35% 左右，远低于生猪价格涨幅。

2) 从时间上看，股价并没有明显地领跑猪价，且在猪价连创阶段新高时，股价已经进入下行通道。在 2022 年 3 月-2022 年 6 月生猪价格开启本年的第一波上涨时，生猪养殖指数（申万）自 2021 年 12 月 20 至 2022 年 6 月 30 日持续在 6500-6600 点之间震荡，而在生猪价格在 8 月开启第二轮上涨时，生猪养殖指数（申万）已经开启下跌趋势。

图表3：猪价上涨期间，生猪养殖板块表现对比（生猪价格与生猪养殖指数（申万）拟合）



资料来源：iFinD, 中邮证券研究所

注：数据截止至 2022 年 11 月 11 日

1.3 回顾历史：生猪养殖板块股表现与猪价高度相关

回顾 2014 年以来的两次猪周期来看：生猪养殖板块表现和猪价的走势密切相关，猪价是股价上涨的主要驱动因素。我们用生猪价格和生猪养殖指数(申万)进行了拟合，具体情况如下：

1、2014 年 4 月-2018 年 5 月：由于环保严管，尤其南方水网的密集区区域，水网 133 县受到直接影响，产能去化明显，整个生猪养殖产业结构明显调整。在这轮周期中生猪价格上涨了约 102%，而生猪养殖指数则上升了 211%，幅度明显超过了生猪价格。且股价启动时间早于生猪价格真正上行的时点 9 个月，而在 2016 年 5 月生猪价格见顶进入下行周期时，生猪养殖板块已调整了较长时间。

图表4：2014-2018 年猪周期中猪价和生猪养殖板块表现

完整猪周期		上行开始时间	周期高点时间	上升周期时长	生猪价格（元/公斤）			主导原因
					周期起点	周期顶点	最大涨幅	
2014/4-2018/5	生猪价格	2014/4/21	2016/5/6	25 个月	10.4	21.06	102.50%	环保、猪丹毒
		上行开启时间	指数阶段高点时间	上涨时长	上行起点	上行顶点	最大涨幅	
	生猪养殖指数（申万）	2013/7/29	2015/6/12	11 个月	2294.46	7150.45	211.64%	

资料来源：iFind, 中邮证券研究所

2、2018 年 5 月-2022 年 4 月：非洲猪瘟爆发，能繁母猪存栏降至历史最低，行业进入新一轮革新。在本轮周期中生猪价格最高涨幅为 265%，而生猪养殖指数上涨 194%，虽然涨幅略低于生猪价格，但指数在高位盘整的时间亦长达一年多。生猪价格在 2019 年 10 月达到阶段高点后，直到 2021 年 1 月才开始明显下降，其在高位盘整达 1 年多。而在此期间生猪养殖指数（申万）亦持续高位，甚至在 2021 年 2 月达到了本轮周期的第二高点，比生猪价格周期下行滞后了近 1 个月。

图表5：2018-2022 年猪周期中猪价和生猪养殖板块表现

完整猪周期		上行开始时间	周期高点时间	上升周期	周期起点	生猪价格（元/公斤）		主导原因
		间	间			周期顶点	最大涨幅	
2018/5-2022/4	生猪价格	2018/5/16	2021/1/5	32 个月	10	36.5	265.00%	非洲猪瘟
		上行开启时间	指数阶段高点时间	上涨时长	上行起点	上行顶点	最大涨幅	
	生猪养殖指数（申万）	2017/7/19	2020/9/20	27 个月	3711.39	10912.55	194.03%	

资料来源：iFind, 中邮证券研究所

从 2014 和 2018 年的两轮周期来看，生猪养殖板块表现与猪价密切相关：

1) 股价上行启动时间往往早于生猪价格，其核心原因在于，股价往往由预期推动，而能繁存栏等多种数据可以较大地影响投资者对 9-12 个月 after 生猪价格的预判。

2) 养猪板块的涨幅与猪价的实际涨幅高度相关。因每一轮价格上涨的核心驱动因素是行业整体供给的收缩，而在这过程中，上市公司往往凭借着资金、技术等优势，较快地扩大产能，实现行业集中度的提升。上市公司除了享受价格上涨的红利，也会有量的增长，从而其成长性将明显高于行业价格的增长。

相比于历史周期，本轮猪价上涨过程中，股价表现平淡，股价的周期属性明显低于以往，我们认为主要原因为：

1) 龙头企业成长性降低是本次股价涨幅较低的核心原因，而对于高成长性的企业，市场依然予以认可。A) 从行业整体趋势来看，龙头企业出栏量增速明显下降。2019-2020 年生猪养殖企业经历了大规模的产能拓展，后随着生猪价格下行，2021 年后扩张速度明显放缓，固定资产、在建工程、生产性生物资产等指标增速明显下滑。2020 年-2021 年 13 家上市公司出栏量增速分别为 23.1%、73.3%；2022 年将下降至 26% 左右。B) 从个股表现来看，分化明显。2021 年下半年以来，虽然牧原股份、温氏股份等传统成熟企业股价最高涨幅仅在 60%-70% 左右，显著低于猪价涨幅；但是华统股份、巨星农牧、傲农生物等企业股价涨幅超过 200%，而这三家公司的共同点是未来 2-3 年出栏量将大幅增长。说明市场对成长性高的企业依然予以了认可。

2) 企业间差异扩大，资产负债率显著攀升，风险事件增多。2018 年前各主要企业养殖成本均在 12 元/公斤左右，差距较小。而非洲猪瘟叠加原材料价格上涨的影响下，企业间成本差距显著扩大。同时产能扩张壁垒和资金需求显著增加，2020-2021 年的高速扩张造成了较大的资金负担、行业资产负债率明显上升。2022 年三季度末，13 家养殖上市公司合计资产负债率为 66.3%，较 2021 年底上升 0.7 个百分点，较 2020 年底上升 17.2 个百分点。行业风险的上升进一步拉低平均估值。

3) 猪价上涨幅度和速度超预期。能繁母猪存栏影响着 9 个月后的生猪供给，2022 年 4-10 月对应着 2021 年 7 月-2022 年 1 月的能繁母猪存栏，但根据农业部统计，此间能繁母猪存栏仅去化 5.5%，不支持价格大涨。我们认为之所以出现预期差的原因除了市场普遍认可的二次育肥和压栏的影响外，更重要的是产能实际低于公开数据：2021 年下半年母猪屠宰量位于高位、母猪分娩率下降以及仔猪存栏低位。

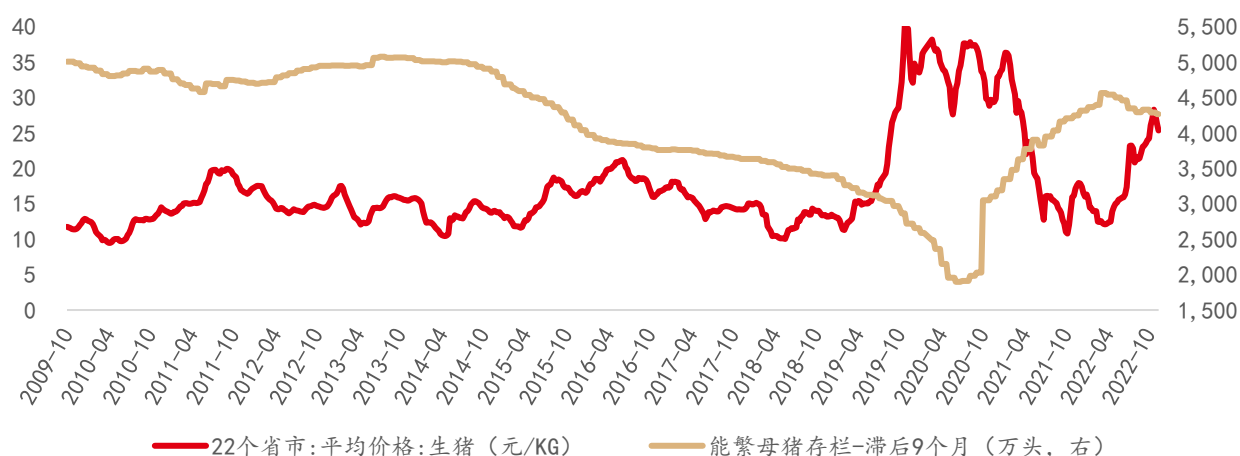
2 表层原因：生猪价格上行幅度和速度均超预期

2022 年 4 月-10 月生猪价格涨幅近 150%，尤其是 10 月快速明显上涨。而在今年上半年市场普遍对猪价较为悲观，其主要原因如下：

1、能繁母猪存栏数据不支持猪价大幅上涨。由于能繁母猪存栏直接影响 9 个月后的猪肉供给量，从历史表现来看，能繁母猪存栏数据确实对猪价具有明显的领先指向作用，所以市场通常会根据能繁存栏来判断 9 个月后的生猪价格走势。2022 年 4-10 月的猪价上行过程对应着 2021 年 7 月-2022 年 1 月的能繁母猪存栏。根据农业部数据，虽然 2021 年 7 月-2022 年 1 月，生猪出栏从 4541 万头下降至 4290 万头，但产能去化幅度仅 5.5%，从此数据来看，并不支持 2022 年下半的生猪价格大幅上涨。

2、2021 年下半年的错判使行业更加谨慎。2021 年养殖行业普遍看好下半年猪价，于是行业出现大规模补栏和增加出栏体重，最终并没有迎来猪价的上涨而是行业大面积亏损。而 2022 年上半年尚处于深度亏损中，行业对上一轮的错判还记忆深刻，故而对下半年行情判断谨慎。

图表6：农业能繁母猪存栏数据来看，行业供给充足不支持 2022 年下半年以来的猪价大幅上涨

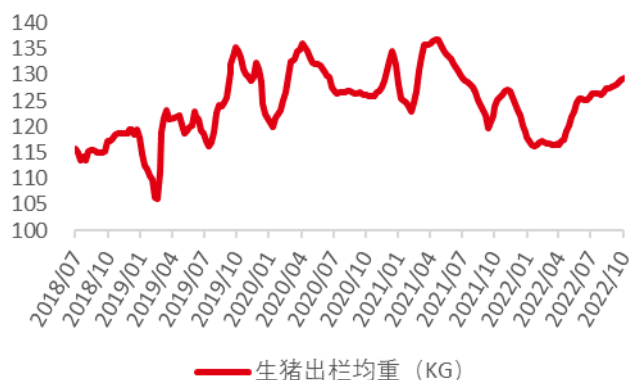


资料来源：iFind，中邮证券研究所

我们认为 2022 年下半年的生猪价格超预期上涨，虽然有压栏、二次育肥的原因，但其程度尚不足以支撑猪价如此大幅的上涨，其另一个主要原因或还是在于前期产能去化幅度或超预期。具体看：

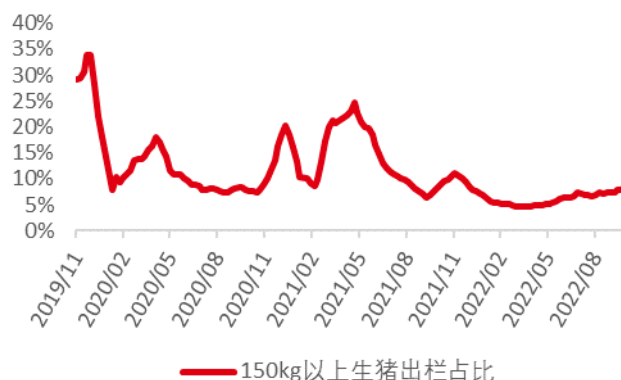
1) 压栏和二次育肥有所上升，但幅度并不足以改变整个行业趋势。二次育肥更多的是散户自发行为，其判断和统计难度较大，因而造成了较大的信息差。但今年下半年以来，大猪占比、出栏体重虽然有所上行，但上行幅度较小且依然处于合理区间，其从侧面反映出二次育肥和压栏的规模或并不大。根据涌益咨询数据，生猪出栏体重从 2022 年 4 月底的 116KG，持续上升至当前（11 月中旬）130KG；同时体重大于 150KG 的生猪占比也从 4 底的 4.7% 上升至 11 月中旬的 9.29%；两者虽然均有所上行，但从历史上看，依然为合理水平区间，其幅度并不足以改变整个行业供给形势。

图表7：生猪出栏体重



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表8：大猪出栏占比



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

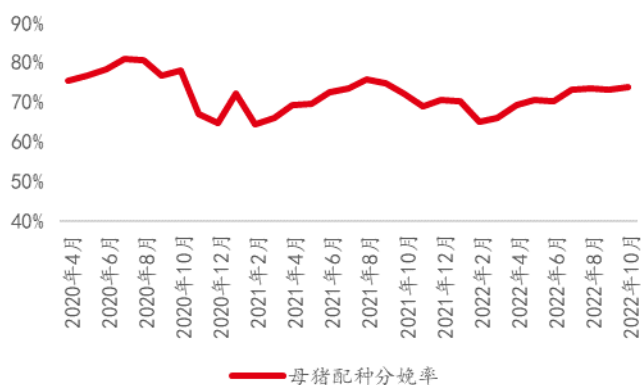
2) 2022 年上半年生猪产能去化程度超预期或是本轮价格上涨超预期的核心因素。农业部的能繁母猪存栏数据为抽样调查，其数据经过了一定的人工推算。而我们从今年上半年母猪、仔猪的生产效率情况来看，本轮生猪的产能去化幅度或超过预期，其可以从以下三方面看出：

- a. 2021 年下半年母猪屠宰量位于高位，甚至部分怀孕母猪被淘汰。根据涌益数据，虽然 2021 年 7 月-11 月能繁母猪存栏位于高位，但同样的每月淘汰母猪屠宰量均在 21 万头以上，处于高位，且淘汰母猪胎龄大多在 6 胎甚至 5 胎（正常情况下，母猪利用率为 7 胎；意味着 2021 年下半年许多母猪在淘汰时性能其实相对较好）
- b. 2021 年下半年-2022 年上半年母猪配种减少。母猪配种分娩率从 2021 年 8 月的 75.76%一路下降至 2022 年 3 月的 66.11%，仅略高于 2020 年底的 64.80%（当时受非瘟影响，母猪性能下降，且三元母猪存栏占比大）。
- c. 仔猪存栏下降。根据涌益数据，2021 年 9 月-2022 年 4 月，小猪存栏持续下降，累计去化幅度达 18.5%。

图表9：淘汰母猪屠宰量



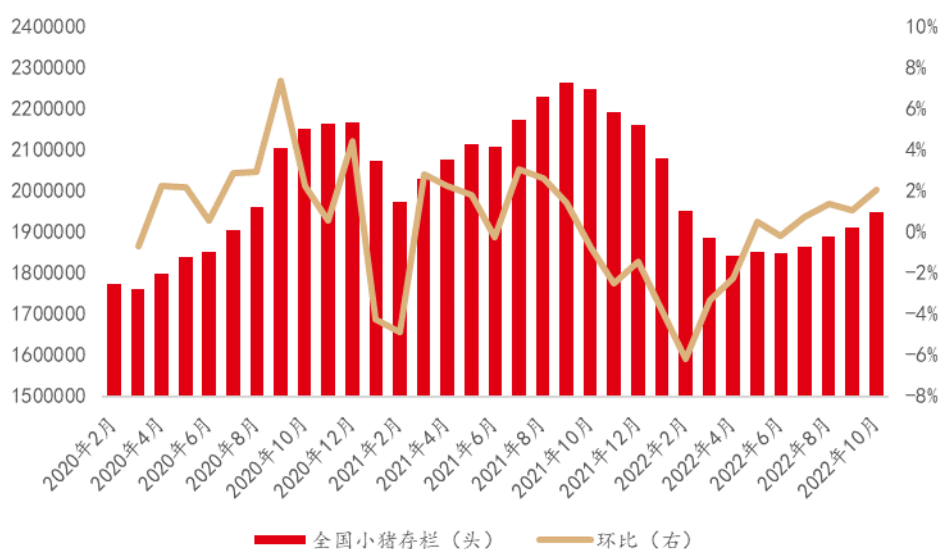
图表10：母猪配种分娩率



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表11：小猪存栏情况（50KG 以下）



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

3 深层原因：企业间差异扩大，资产负债率攀升

3.1 企业间成本差异扩大

不同规模企业间成本差异明显，规模化企业成本优势更突出。相对于中小散户，规模企业在育种技术、养殖技术、管理能力等多方面更具优势。虽然当前生

猪养殖成本均较 2021 年明显抬升，但规模化养殖企业成本水平及上升幅度明显较小。

图表12：不同规模养殖场养殖成本

不同类型猪场		出栏肥猪成本（元/公斤）	
		2021 年底	2022 年 7 月底
不同类型自繁自养	母猪 50 头以下	15.58	16.32
	50-200	15.77	16.40
	200-500	15.96	16.54
	500-2000	16.02	16.66
	2000-5000	16.02	16.65
	5000-10000	15.96	16.51
外购仔猪育肥		16.37	16.37
合同农户（放养部分）		18.39	18.39

资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所整理

图表13：不同规模养殖场 MSY 水平

时间	母猪 50 头以下	母猪 50-200	母猪 200-1000	母猪 1000-10000	母猪 10000 头以上集团	全国平均
2018	17.80	17.98	17.98	18.00	18.53	18.14
2019	16.22	16.22	16.38	14.98	15.86	15.99
2020	16.29	16.02	16.23	15.89	16.23	16.19
2021	17.22	17.00	17.57	16.89	17.76	17.39

资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所整理

龙头企业间成本差异扩大。在非洲猪瘟发生前，大部分企业的完全成本均低于 13 元/公斤，但在非瘟发生后，各企业由于采取不同的繁育体系、防疫措施等原因，成本差异明显扩大。以龙头企业牧原股份和温氏股份对比来看，2018 年前牧原和温氏的成本差异仅在 0.5 元/公斤左右，且这种差异长期维持。但非洲猪瘟后，由于种猪品种、繁育技术以及产能扩张节奏等不同，两者之间的差异显著扩大。尤其在 2020 年，牧原股份在非瘟防控方面相对成功，成本上涨相对温和，

为 13.5 元/公斤；而温氏则损失较为重大，当年成本快速上升至 22.5 元/公斤。2021 年以来随着温氏调整改进方法取得成效，两者差距有所缩小，但依然明显高于非洲猪瘟之前。

图表14：牧原股份、温氏股份、新希望生猪养殖完全成本情况（单位：元/公斤）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 Q3
牧原股份	12.7	12.3	10.8	11.4	11.3	13.5	13.5	15.0	15.5
温氏股份	12.6	12.5	12.4	12.0	11.8	13.6	22.5	20.0	18.5
新希望	--	--	--	12.5	12.4	13.0	14.4	20	19.0

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理及测算

注：新希望为自育肥成本

非洲猪瘟之后，企业间成本差异明显扩大，其主要原因是：

一是饲料成本差异。饲料约占养殖成本的 55%，每个企业会根据制定自己的喂养配方，尤其是 2021 年后玉米、大豆等原材料价格快速上涨，企业纷纷对配方进行改进。

二是养殖模式：自繁自养和外购仔猪、一体化养殖和“公司+农户”模式在仔猪成本、管理费用等各方面存在着天然差异，尤其是严格防疫体系下，各个环节均存在巨大差异。

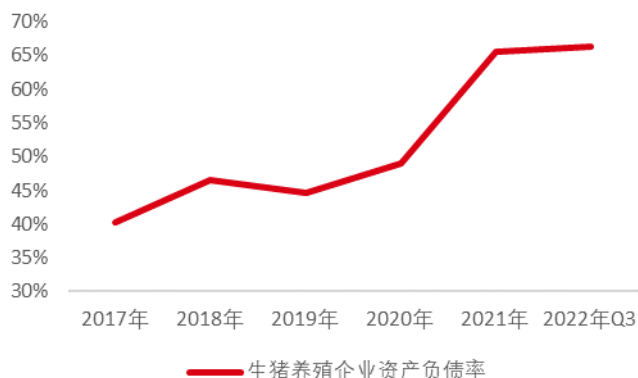
三是种猪品种、养殖技术等差距导致明显的 PSY 差异。例如当前温氏 PSY 为 20，天康生物 PSY 为 22，牧原股份的 PSY 为 24。

另外人工费用、管理水平等均有差异。故而企业间的差异明显扩大。

3.2 资产负债率攀升，风险事件增多

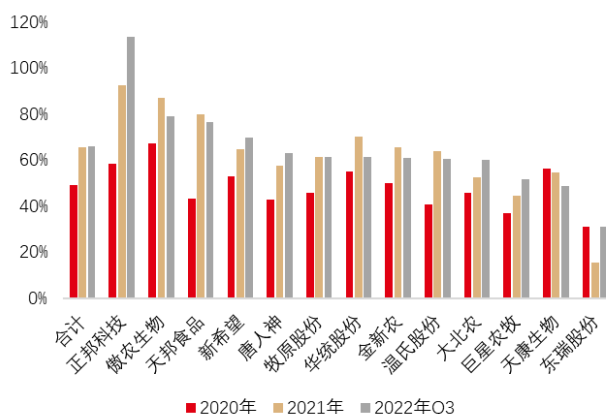
资产负债率的明显攀升引发市场担忧。为了满足前期的大规模扩张，2019-2021 年行业进行了大量的举债、增发等进行资金补充。而当行业进入下行周期时，企业将面临着巨大的偿债压力。虽然 2022 年下半年猪价的上行可以一定程度的缓解压力，但是其并没有改变行业的整体现状。截至 2022 年三季度末，13 家养殖上市公司平均资产负债率为 66.3%，较 2021 年底上升 0.7 个百分点，较 2020 年底上升 17.2 个百分点。

图表15：13家生猪养殖企业整体资产负债率处于高位



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表16：13家生猪养殖企业资产负债率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

除了非洲猪瘟带来的挑战，2019-2021年的行业大规模扩张后遗症也在近年暴露，行业风险事件明显增多，部分龙头企业遭遇重大挑战：

1、温氏股份：错失行业黄金发展时期。“公司+农户”模式对非洲猪瘟的防控相对困难。2020年虽然生猪价格高位，但公司种猪生产效率大幅下降，公司出栏量反倒较2019年大幅下降48%。此后虽然公司快速调整养殖模式、更新种猪等措施，但其成效直到2021年下半年才开始体现，而此时行业已经进入下行周期，公司也已不再是出栏量第一的上市公司。

2、正邦股份：无序扩张后，资金流断裂。在2020年高额猪价刺激下，正邦开始了大肆扩张，随着而来的是资产负债率的快速攀升。2021年生猪养殖开始亏损，公司资金流出现明显问题。

4 核心原因：成熟企业出栏增速放缓，市场依然认可高成长型企业

我们可以把生猪养殖企业的价值分为两部分，一部分是长期稳定盈利部分，这部分可以按照现金流折现的方法给予估值。我们拉长历史周期来看，2008-2018年自繁自养的头均稳定盈利为215元/头；而出栏量则假定维持在当前水平不变。另外一部分则是出栏量的增长部分的价值，一般可以用PE估值法。随着企业成长性的减弱，这部分的PE也将有所调整。

当前生猪养殖企业来看，2019-2021 年出栏量高增长的阶段已经过去，目前主要龙头企业的产能建设已经明显放缓，后期出栏量增速将有较明显的下降，故而这部分市场给予的价值有所降低。

4.1 高壁垒、高投入，行业现金流紧张

生猪养殖是重资产行业。在猪场建设前期，企业需要大量资金购买种猪、购建猪舍、购买设备等。在猪场建设完成，正式启动运营后，由于生猪养殖周期相对较长，生产经营过程中需要大量的流动资金用于周转。

非洲猪瘟后，行业资本投入要求进一步提升，对猪舍建设、防疫体系提出更高要求，猪场建设和运营成本显著增加。我们以建设一个 500 头母猪规模的自繁自养养殖场来估算，其投资造价就可能达 2000 万，且不包含猪场投入运营后的工资、饲料等各种运营资金的投入。

图表17：建设 500 头母猪规模的自繁自养养殖场的投资造价（估算）

类目	细分类目	造价（万元）	占比
前期工程	土地租赁	180	9.0%
猪舍建造		750	37.6%
附属工程	生活区	60	3.0%
	生产区	50	2.5%
	环保区	30	1.5%
销售区		5	0.3%
设备		800	40.1%
生产性生物资产	母猪	120	6.0%
合计		2000	100.0%

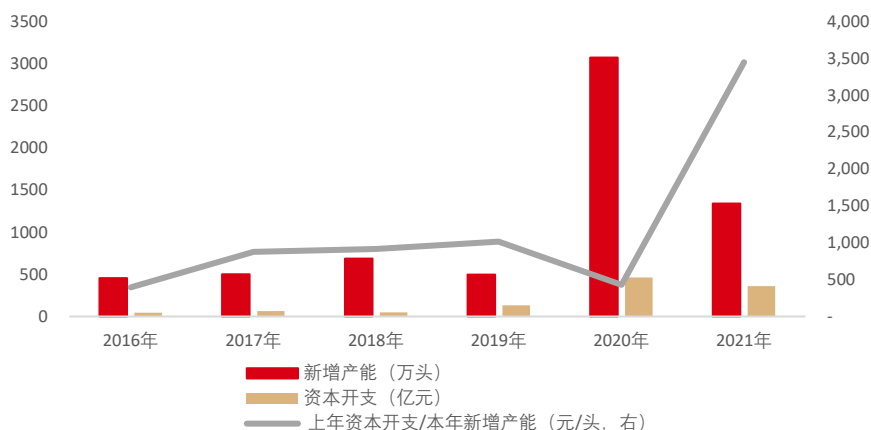
资料来源：中邮证券研究所

注：以上数据根据草根调研及中邮证券测算得出

上市公司新建产能的资本开支明显增长。猪场建设周期约 1 年左右，我们简单假设企业的资本开支将会在一年后转化为新增产能，那么两者之间的除数，就可以代表新建一头生猪养殖产能需要投入的资本开支。以牧原股份为例，2016 年公司每头新建生猪产能对应的上一年的资本开支不足 400 元，到 2018 年非洲猪瘟前，这一数值上升至 900 多，而在 2021 年这一数值则大幅攀升至 3000 元以上

(除生猪养殖外，公司开始进行屠宰业务亦对该数值有较大影响)。虽然这个数值只是简单测算，但是可以看出，上市公司新建产能的资本开支整体增长明显。

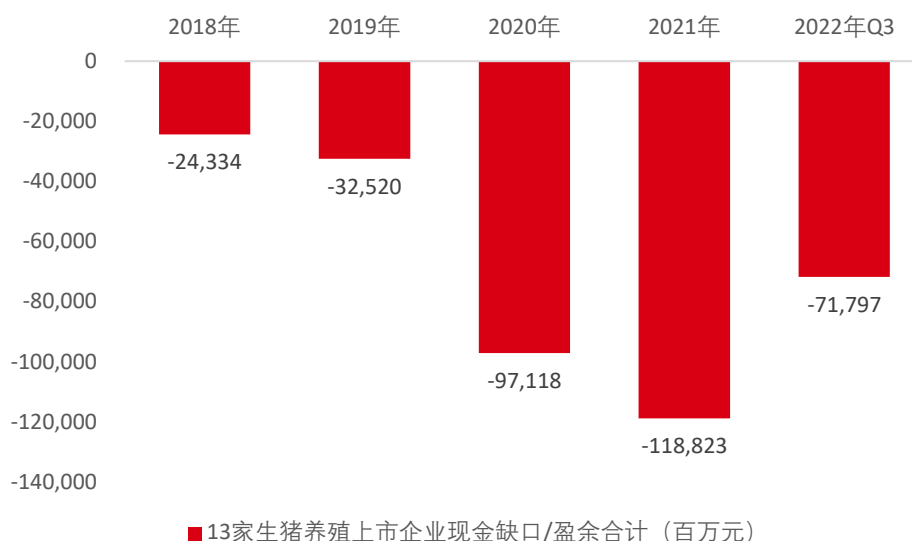
图表18：牧原股份资本开支及产能扩张情况



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2020 和 2021 年数值波动较大，与公司产能释放节奏，以及从 2020 年开始进军屠宰业务有关。但从整体趋势来看，新增产能的头均资本开支 2016-2021 年呈连续大幅攀升趋势。

行业现金流紧张。虽然在 2020 年行业整体盈利丰厚，但 2020 年以来的行业大规模扩张，对现金消耗严重；同时 2021 年下半年至 2022 年上半年行业深度亏损，进一步加剧了现金压力。2022 年三季度虽然生猪价格明显上涨，行业盈利大幅改善，但是难以弥补前期损耗。我们测算了 13 家上市公司的现金情况，截止至 2022 年 Q3, 13 家生猪养殖企业现金缺口高达 718 亿，13 家企业中仅 2 家有现金盈余。

图表19：牧原股份资本开支及产能扩张情况


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注 1：现金盈余/缺口=期初现金和现金等价物余额+经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额+吸收投资收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金

注 2：13 家企业分别为：牧原股份、新希望、温氏股份、唐人神、天邦食品、大北农、傲农生物、金新农、东瑞股份、华统股份、巨星农牧、天康生物、正邦科技（下同）。

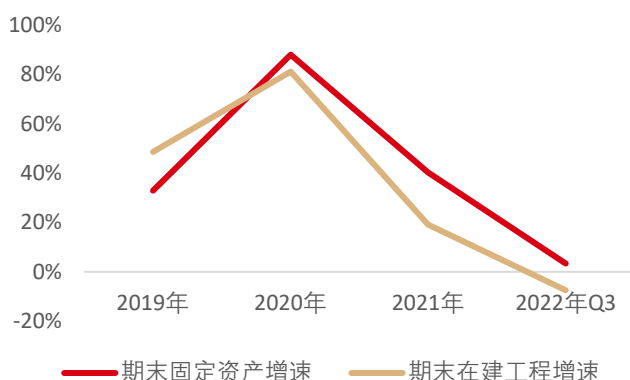
4.2 产能扩张速度减慢，出栏增速放缓

2019-2020 年生猪养殖板块经历了较快的产能拓展，一是非洲猪瘟在 2019 年对行业造成较大的冲击，2020 年后随着企业养殖技术和防控手段的升级，前期损失的产能在陆续恢复；二是 2020 年-2021 年上半年的高额利润，刺激行业内企业大规模扩张。

2021 年下半年以来随着养殖进入下行周期，企业纷纷采取减少资本开支、延缓新项目投资等措施减小现金流压力。我们统计了 13 家生猪养殖上市公司的情況，其固定资产、在建工程及生产性生物资产的增速均价前期有较大幅度下降：

- 1) 固定资产：2022 年 Q3 较 2021 年末仅增长 3.4%；
- 2) 在建工程：2022 年 Q3 较 2021 年末已同比下降 7.5%；
- 3) 生产性生物资产：2021 年末及 2022 年 Q3 连续下滑，增速分别为：-36.56%、-2.2%。

图表20: 13 家生猪养殖企业固定资产、在建工程较上年末增长情况



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

长情况



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

近年来生猪养殖行业产能集中度已大幅提升。非洲猪瘟前, 上市公司出栏量仅占全国的 6.8% 左右, 经过 2019-2021 年上半年的大幅扩张, 生猪养殖行业集中度大幅提升, 截至 2021 年, 上市公司出栏量占比已经到达 14.3%, 而按照各个公司 2022 年出栏目标来测算, 预计 2022 年将进一步提升至 17.2% 左右。

集体大规模扩张时代结束, 主要龙头企业在 2022 年后出栏增长速度均明显放缓。经过 2019-2021 年上半年行业产能的快速提升, 主要龙头企业体量已经明显增长, 基数的增加以及产能进一步提升的难度增加, 都将限制企业出栏量的同比增速。另外从行业投资增速放缓来看, 也将不支持行业龙头企业的持续高速扩张。2020 年-2021 年主要上市公司出栏量增速分别为 23.1%、73.3%; 而根据各公司的 2022 年出栏量目标来看, 2022 年的出栏增长将下降至 26% 左右。

从出栏量长期规划来看, 除了部分新进入者, 主要公司后续出栏量的增速同样将放缓。我们以部分龙头公司为例:

1) 牧原股份: 公司 2022 年出栏量可能超过 5600 万头的目标, 同比增速接近 40%, 2018-2022 年公司出栏量年均复合增速高达 54.6%, 但其主要受益于前期建设的产能的释放。公司 2021 年下半年以来资本开支明显减少, 严格控制新增在建工程, 产能扩张速度明显放缓。

2) 新希望: 2022 年目标 1400 万头, 2023 年目标 1850 万头, 2024 年达到 2300 万头至 2500 万头, 未来出栏量则会维持在 3000 万头左右。

3) 金新农：2021 年最初出栏目标为 150 万头，2021 年 6 月下调至 120 万头，最终 2021 年实际出栏 107 万头，低于修正后的目标。公司 2022 年出栏目标为 120 万头，2023 年目标为增长 20%左右，出栏增速明显下降。且公司 2019 年制定的《五年（2020-2024 年）发展战略规划》的实现也将延后。

图表22：主要上市公司 2022 年出栏量增速将较 2021 年放缓

公司名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年出栏目标	2022 年同比
牧原股份	1,101	1,025	1,812	4,026	5,600	39.1%
新希望	255	355	829	998	1,350	35.3%
温氏股份	2,230	1,852	955	1,322	1,800	36.2%
唐人神	68	84	102	154	200	29.7%
天邦食品	217	244	308	428	450	5.1%
大北农	168	163	185	431	450-500	4.5-16.1%
傲农生物	42	66	135	325	550	69.4%
金新农	24	40	80	107	130	12.3%
东瑞股份	-	-	-	37	55	49.6%
华统股份	-	-	-	13	120-130	790.9%-865.1%
巨星农牧	-	-	32	87	120-150	37.8%-72.2%
天康生物	65	84	135	160	220	37.2%
正邦科技	554	578	956	1,493	1,000	-33.0%
合计	4,724	4,491	5,528	9,581	12035-12125	25.6%-26.6%
同比		-4.9%	23.1%	73.3%	25.6%-26.6%	25.6%-26.6%
全国出栏量	69,382	54,419	52,704	67,128	70,000	4.3%
上市公司出栏占比	6.8%	8.3%	10.5%	14.3%	17.2%-17.3%	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

注：2022 年全国生猪出栏量为中邮证券研究所预测

4.3 个股表现分化，市场依然认可高成长型企业

股价表现分化：成熟企业涨幅相对较小，部分新进入者表现优异。我们以本轮生猪养殖指数上涨的起点做基数（2021 年 7 月 28 日），对主要生猪养殖类上市公司股票比较发现：在本轮生猪上涨的过程中，仅巨星农牧、傲农生物和华统股份三只股票的涨幅超过了生猪价格涨幅，而这三个公司的共同点之一是“生猪养殖业务起步较晚，2022 年生猪出栏量同比增长较快”。其他相对发展稳定的生猪养殖企业股价表现涨幅在 60%左右，远低于生猪价格涨幅。我们以龙头企业牧

原股份为例，股价最高涨幅仅为 60.2%，且当前牧原股份头均市值仅为 4478 元/头，处于历史的 7% 百分位，已处于历史底部区域。

图表23：主要生猪养殖股在本轮猪价上涨期间的表现

代码	股票简称	收盘价 (2021 年 7 月 28 日)	区间最高收盘价 (20210728- 20221121)	最高收盘价 日期	最高涨幅	预计 2022 年出 栏量增速
603477. SH	巨星农牧	9.91	35.65	2022/7/11	259.81%	37.8%-72.2%
603363. SH	傲农生物	7.84	26.65	2022/4/18	239.92%	69.4%
002840. SZ	华统股份	8.32	24.32	2022/8/25	192.31%	790.9%-865.1%
300498. SZ	温氏股份	12.30	25.81	2022/7/11	109.84%	36.2%
002567. SZ	唐人神	5.68	11.07	2022/3/29	94.89%	29.7%
002100. SZ	天康生物	7.05	12.75	2022/2/10	80.85%	37.2%
002548. SZ	金新农	5.04	8.69	2022/4/19	72.42%	12.3%
002124. SZ	天邦食品	5.44	9.34	2022/4/18	71.69%	5.1%
001201. SZ	东瑞股份	28.35	47.89	2022/7/11	68.92%	49.6%
000876. SZ	新希望	10.92	18.41	2022/1/10	68.59%	35.3%
002714. SZ	牧原股份	40.66	65.14	2022/7/11	60.20%	39.1%
002385. SZ	大北农	6.99	10.98	2021/12/24	57.08%	4.5%-16.1%
002157. SZ	正邦科技	9.67	11.08	2021/11/4	14.58%	-33.0%

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：收盘价为以 2022 年 11 月 21 日为基础的前复权价。

成熟养殖企业，本轮股价上涨幅度较小，其主要原因是，出栏增速远低于上一轮周期，且部分中小型企业出栏量目标不断下修。在本轮周期中表现较平稳的企业主要为传统成熟企业，其 2022 年出栏量增速均在 30% 及以下，较 2020、2021 年明显下滑。另外从出栏量兑现程度来看，仅牧原相对较高，而大部分的中小型企业出栏量多次下修。

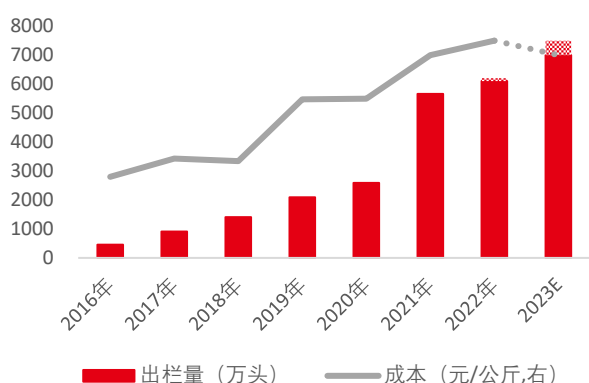
我们以龙头企业牧原股份为例，比较其在 2019-2020 年和 2022 年下半年猪加上行过程中的表现，发现其核心差异在于成长性的不同：

1) 2019-2020 年的猪价上行过程中：牧原的市值从 2019 年初的 550 亿一路上行到 2021 年出的高点 4770 亿，增长了近 8 倍；从头均市值来看，亦从 4200 元增长到了最高点 20000 元，增长了近 4 倍。在这轮周期中，牧原的股价表现远高于猪价以及其他上市公司，其主要原因为：公司出栏增速及成本优势突出。从 2018 年-2021 年公司出栏量从 1100 万头增长至了 4026 万头，年均符合增速达 389%；

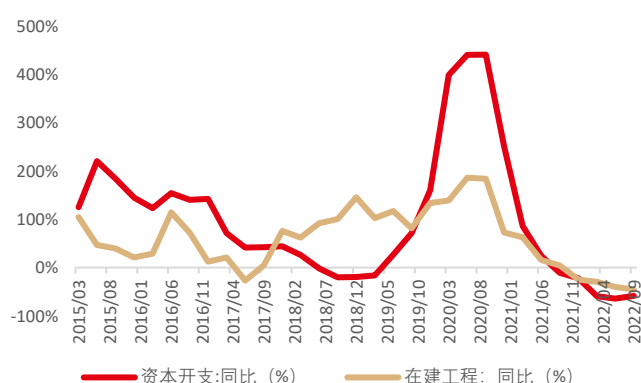
另外牧原是最早从非瘟影响中恢复出来的公司，在非瘟影响最大的 2019 年，其成本增加也明显低于其余公司。出栏的高增长叠加成本优势，使牧原在 2019-2020 年的比其他企业表现出了更强的成长性，故而股价表现突出。

2) 2022 年下半年：本轮猪价的上涨过程中，牧原股价表现出较强的难涨难跌特征。2021 年下半年以来，牧原的市值持续自 2021 年 10 月以来持续在 2500-3500 亿之间波动，即便在生猪价格大幅上涨的 2022 年 8-10 月，牧原的市值也始终在 3100 亿之间波动。而从头均市值来看，则呈现出下行趋势。截止至 11 月 21 日，牧原头均市值仅 4478 元，处于历史的 7% 百分位。而牧原股价在 2022 年周期性表现较弱的核心原因在于经过上一轮快速扩张其后，其体量已经达到很大规模，继续高速增长的可能性明显下降。1) **出栏量增长放缓**：根据公司规划，2022 年出栏量上限为 5600 万头，仅较 21 年增长 39%，同时市场普遍预期其 23 年出栏量在 7000-7500 万头，增速进一步下降至 25%-34%。另外从公司资本开支、在建工程来看，2021 年三季度以来已开始同比负增长。2) **成本已是低位，进一步下降空间小**。目前公司的完全成本在 15.5 元/kg 左右，远低于行业平均的 18 元/公斤的成本。但同时也意味着公司成本进一步下降空间较小，公司希望在四季度实现 15 元/kg 左右的阶段性成本目标。

图表24：牧原股份出栏量及养殖成本情况



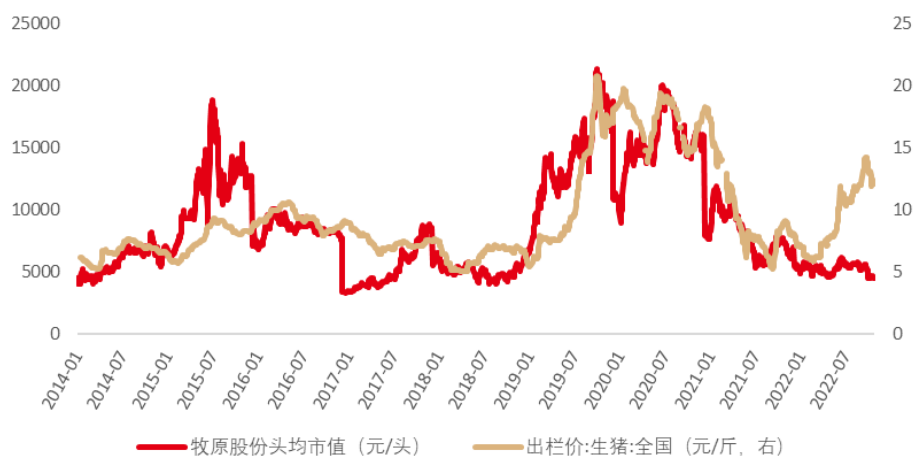
图表25：2021 年 Q3 起，牧原股份资本开支和在建工程负增长



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：2022 年数据为公司目标，2023 年数据为中邮证券研究所预测

图表26：牧原股份头均市值处于历史低位


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：头均市值=市值/当年出栏量

注2：牧原股份 2022 年出栏量按照 5600 万头计算，为出栏目标上限。

新兴养殖企业股价与猪价表现出较强的相关性，其背后是出栏量的高增长。

巨星农牧、傲农生物、华统股份三只股票的涨幅与猪价表现出密切的关联性，“猪周期”属性表现得十分突出。从 2021 年 7 月到 2022 年 11 月，巨星农牧、傲农生物、华统股份其区间最大涨幅分别为 259.81%、239.92%、192.31%。三只股票的涨幅已远超本轮猪价涨幅，且股价高点主要在 7、8 月，表现出一定的前瞻性。虽然传统主业不同，但这三个企业的共性是，生猪养殖业务开展较晚，未来 2-3 年出栏量有望快速增长。

1) 巨星农牧：四川区域养殖龙头，成本优势显著。公司采用紧密型“公司+农户”及“一体化自养”相结合的双轨养殖模式，一方面通过自产饲料降低原材料成本，自繁自养、猪苗自给；另一方面通过与 PIC、Pipstone 深度合作提高生产效率和生产指标，有效降低养殖综合成本。2021 公司育肥猪完全成本仅 14.5 元/头，甚至低于牧原股份。

2) 傲农生物：出栏增长迅速。公司生猪养殖以自繁自养为主，目前育种工作已基本达到未来出栏 1000 万头目标的配套需要，内部种猪供应充足并可对外销售。2021 年公司生猪出栏 325 万头，而到 2023 年出栏目标已达 800 万头。

3) 华统股份：出栏放量叠加周期逆转。一方面，公司顺应周期趋势，历史负担较小。公司 2019 年开始正式从事生猪养殖，2021 年生猪产业亏损时，公司出栏体量小，而到 2022 年下半年行业开始大幅盈利时，公司养殖业务开始放量。另一方面公司地处江浙等主销区，2021-2023 年出栏量增长迅速。

图表27：三家新兴生猪养殖企业出栏量有望高速增长

公司	聚焦养猪业务时间	出栏量（万头）		
		2021 年	2022 年 E	2023 年 E
巨星农牧	2016	87	120-150	240-300
傲农生物	2014	324.59	550	800
华统股份	2019	13.7	120-130	250-300

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

注：2022 及 2023 年为公司公告的出栏目标

5 美国历史借鉴：高度规模化后，“猪周期”显著延长

5.1 高度规模化带来效率的显著提升

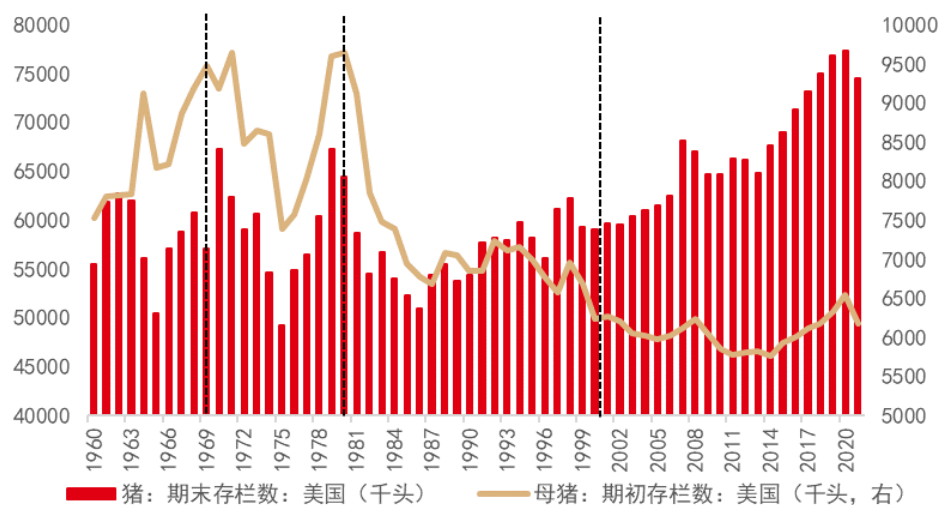
美国是世界上第三大的猪肉生产国和消费国（中国、欧盟、美国）。过去的几十年，美国国内猪肉消费非常稳定，1999 年-2019 年期间猪肉人均年消费量基本都保持在 30.8kg。美国生猪养殖规模化正式始于 19 世纪 80 年代初期，在此后二十年左右的时间里快速推进。按照其养殖规模化进程大致分为三个阶段。

1、启动阶段（20 世纪 70-80 年代）：养殖场数量急剧减少。这一时期，养殖场数量从 65 万缩减至 30 万左右，降幅达 50%以上。生猪存栏总量大幅减少。这一阶段，小规模养殖户加速退出，规模化养殖苗头初显。

2、加速规模化阶段（20 世纪 90 年代）：规模化迅速发展。养殖场数量从 1989 年的 30 万户再度大规模减少至 2000 年的 8.6 万户，降幅接近 70%。这一阶段生猪存栏总量一直维持在较为稳定的水平。

3、成熟阶段（21 世纪以后）：规模化进程减速，但大规模养殖场数量和存栏比重仍在稳步上升。生猪养殖场数量由 8.6 万户缓慢降至 7 万户左右，同时生猪存栏量稳步增长。这一阶段，生猪产业链各环节企业通过向上下游垂直整合的方式，实践自行一体化的经营模式。

图表28：美国生猪和母猪存栏变动情况



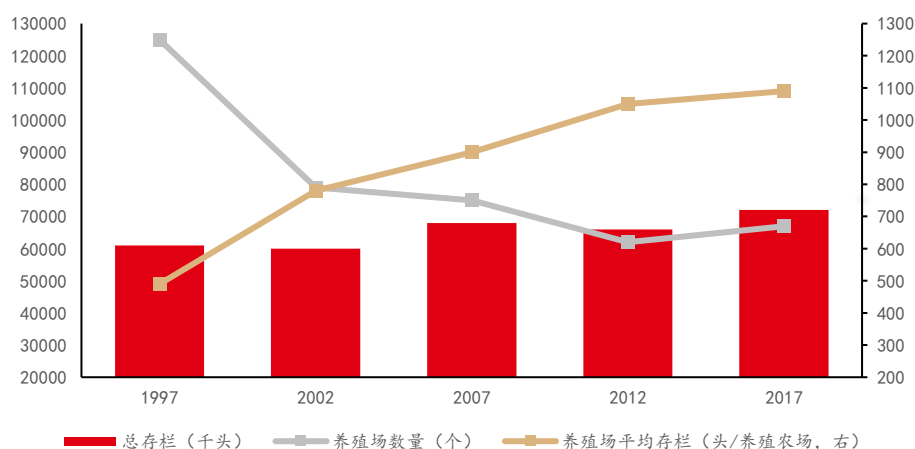
资料来源：FAS，中邮证券研究所

在 20 世纪 90 年代以来的行业规模化持续推进过程中，除了行业集中度的显著抬升，其另外的直接结果是：养殖效率抬升，以及猪周期的延长。具体表现为：

从行业集中度来看：养殖场数量虽然减少，但是个体规模增长迅速。从 1997 年到 2017 年虽然养猪农场的数量从 124889 个减少到 66439 个，数量减少了近一半，但与此同时，每个农场的平均生猪存栏从 490 头增加到 1089 头。

同时从养殖场规模结构来看，2017 年美国仅 7% 的生猪养殖农产的存栏低于 2000 头；20% 的农场存栏在 2000 头到 4999 头；73% 农场的猪存栏在 5000 头以上。

图表29：美国生猪养殖场数量以及平均存栏量情况



资料来源：FAS，中邮证券研究所

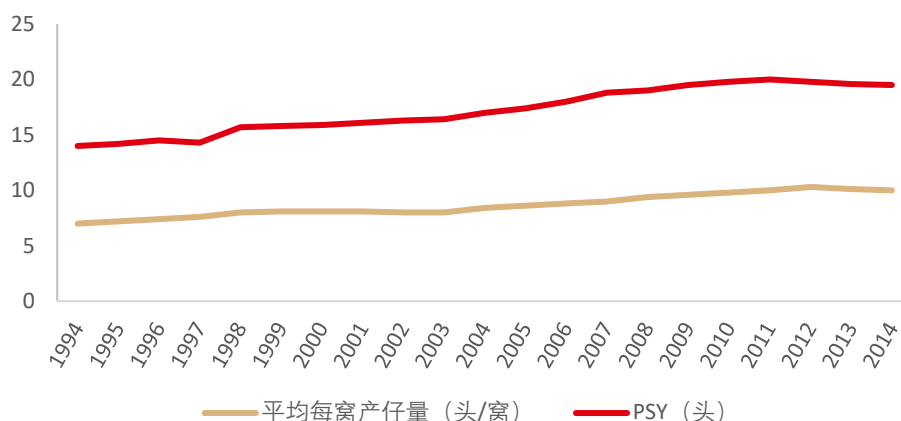
图表30：美国生猪养殖农场数量及规模情况

存栏头数	1997 年		2017 年	
	养殖场数量 (个)	占比 (%)	养殖场数量 (个)	占比 (%)
1 - 99	74,837	2.2	52,123	0.7
100 - 499	26,903	10.8	2,671	0.9
500 - 999	10,378	11.6	1,305	1.3
1,000 - 1,999	6,597	14.4	2,016	3.8
2,000 - 4,999	4,323	20.8	4,724	20.6
5000 及以上	1851	40.2	3600	72.8
总计	124,889	100	66,439	100

资料来源：USDA，中邮证券研究所

从生产效率来看：出栏量增加，生产效率显著改善。1975 年至 2014 年，美国平均 PSY 由 9.75 头提升到 19.5 头。同时窝均产仔数由 1974 年的 7 只左右上升到 2000 年的 8.8 只左右。这主要受益于规模化的养殖场更加注重繁殖、育肥的专业性、科学性和成本效益，以获取竞争优势。

图表31：美国 PSY 及每窝产仔率



资料来源：USDA，中邮证券研究所

从行业周期表现来看：产量波动减小，“猪周期”显著延长。通常完整的猪周期为 3-4 年，但随着产业集中度的提升，行业周期时间明显拉长。规模化后，美国生猪存栏总体维持在 7000 万头左右，进而导致 2000 年后美国的猪周期时间明显变长。1986-2020 年美国生猪生产可以划分为 5 个完整的周期，2000 年以前平均周期为 4-5 年，而 2000 年后周期时间显著拉长，其中 2009-2020 年最长，为 11 年。2020 年以来正处于新的周期中。

图表32：2000 年以后，美国“猪周期”显著延长

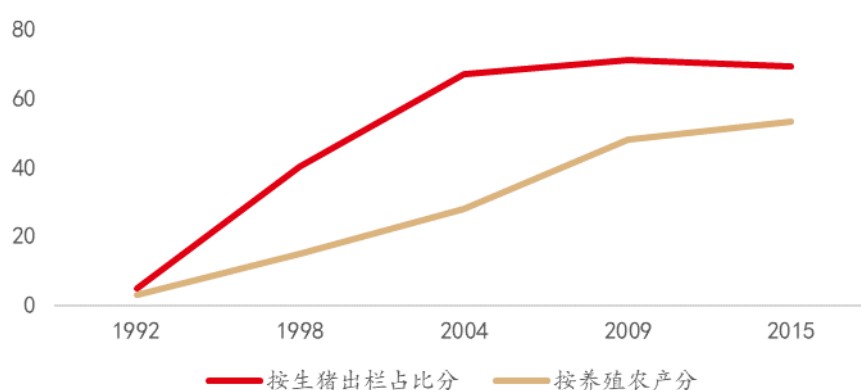


资料来源：USDA，中邮证券研究所

5.2 产业格局：屠宰端垂直整合产业链，养殖端精细分工

美国养猪产业中，公司加农户的合同式生产是美国的主流生产模式。1992 年合同养殖的出栏量占比仅占全产业的 5%，2015 年则已经达 69%。屠宰加工企业与养殖场之间的采购交易普遍通过签订长期合同，这样更有利于建立大型猪场和规模化生猪养殖。

图表33：美国合同养猪模式占比（单位：%）



资料来源：USDA，中邮证券研究所

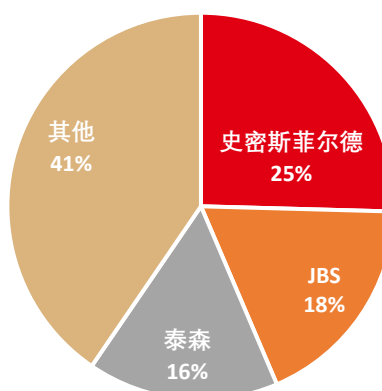
屠宰加工环节：**高度集中**。美国农业部相关报告数据显示，美国屠宰加工厂数量从 1980 年的 446 家迅速减少至 2002 年的大约 235 家，2003 年之后基本维

持在 160 家左右。与此同时，受养殖场规模化，纵向一体化程度加深，并购行为等影响，屠宰加工业的集中度逐渐增强。1990 年年屠宰量超过 100 万头的屠宰加工厂共 31 家，其屠宰量占行业总屠宰量的 79.28%，2012 年年屠宰量超过 100 万头的屠宰加工厂共 27 家（全美屠宰加工厂共 604 家），其屠宰量比例已增至 90.15%。

屠宰加工巨头通过产业链垂直整合的方式对产业形成垄断。从 20 世纪 90 年代开始，美国生猪产业纵向一体化程度不断加强。屠宰加工企业以合同生产方式向大型养殖场协议采购或自行投资建设及收购养殖场，进行纵向一体化扩张，同时横向并购整合，成为行业超级龙头企业。

当前美国大型肉类生产企业已经控制了绝大部分肉类生产的全过程，从饲料加工、遗传育种、机械化饲养、屠宰、包装、配送到超市，形成了完整的纵向一体化体系。2020 年美国前三大屠宰加工企业 Smithfield、Tyson、JBS 市占率约为 60%。

图表34：美国屠宰企业市场占有率

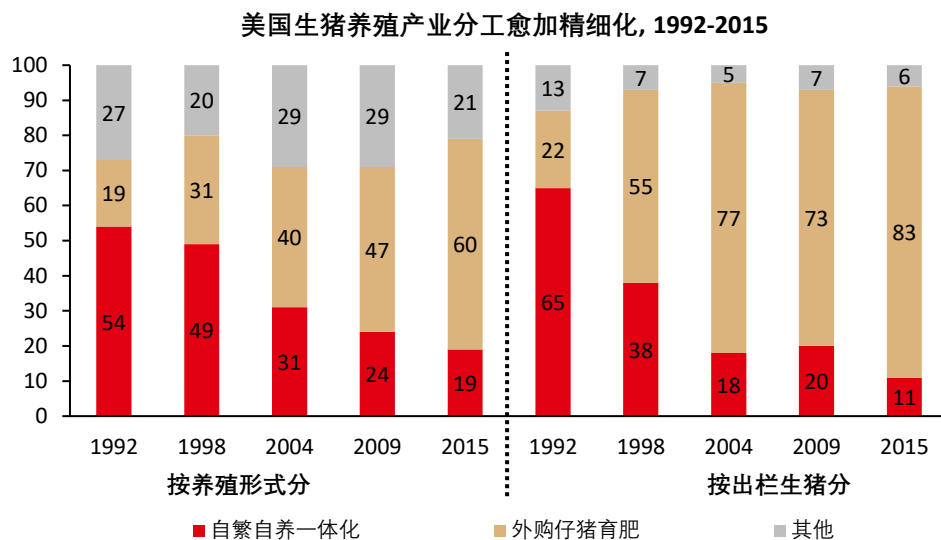


资料来源：USDA，中邮证券研究所

养殖端：分工更精细、生产方式更加专业化。生猪养殖场运营也逐渐专业化。美国生猪养殖环节分工十分专业，根据猪的生长周期将其分为种猪培育、仔猪哺育、育肥猪（用于屠宰的商品肥猪）喂养分阶段专业化饲养，仅保留了少部分传统的“繁育一体化”的养殖方式。繁育一体化猪场在 1992 至 2015 年间占比由 54%

快速下降到 11%，取而代之的是专业的种猪培育农场、仔猪喂养场及肥育猪场的占比迅速上升。

图表35：美国各生猪养殖模式占比（单位：%）

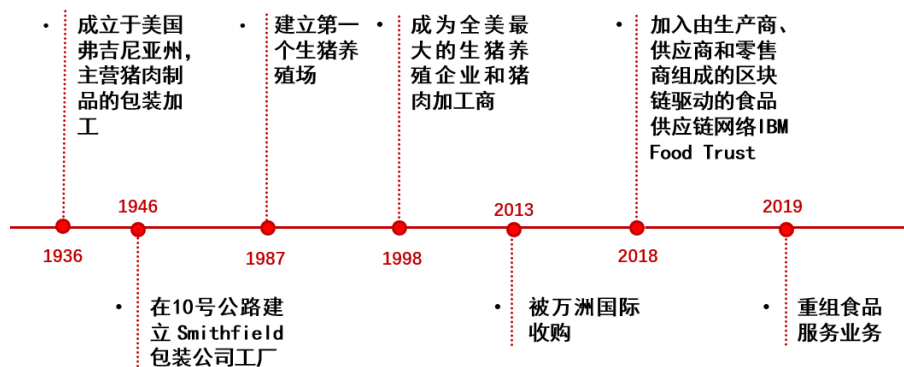


资料来源：USDA，中邮证券研究所

5.1.1. Smithfield：产业纵向一体化的龙头企业

Smithfield 于 1936 年在美国弗吉尼亚州成立，主要业务为猪肉制品的包装加工。1987 年，Smithfield 转战养殖端市场，开始投资生猪养殖业务，随后在生猪养殖领域快速发展，到了 1998 年便成为美国排名第一的猪头生产商，同时也是全规模最大的猪肉生产和供应商。在接下来的两年里公司先后收购了 CircleFourFarm、Carroll'sFoods 和 Murphyfarm。2004 年，Smithfield 开始拓宽业务范围，开始进军海外市场，国际业务的销售比重逐年攀升。2013 年 5 月，Smithfield 被双汇国际收购。

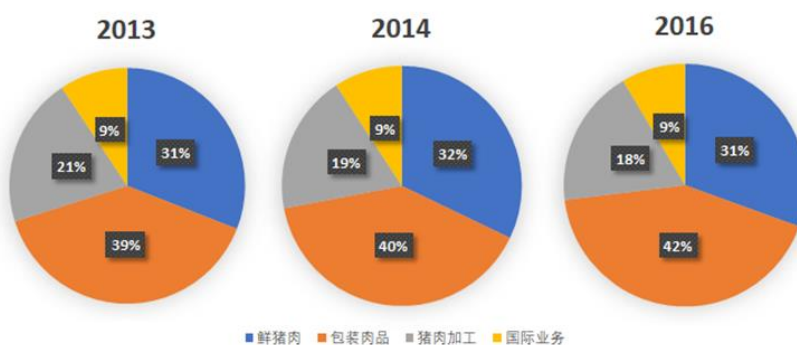
图表36: Smithfield 的发展历程



资料来源: 公司官网, 中邮证券研究所

主营业务多样, 上下游产业链完整。公司从成立之初的猪肉加工企业, 逐步通过收购和自身拓展经营范围等方式, 发展成为产业纵向一体化的龙头企业。公司的主营业务范围广泛, 涉足多个市场。在养殖端方面, 公司收购的生猪养殖公司 Murphy-brown 拥有 460 个自有牧场和 2100 户合作农户, 采取与农户合作的养殖模式。在屠宰加工端方面, 公司一直以猪肉加工和包装为核心业务, 不断打造自身核心竞争力, 拥有 8 个屠宰场和 23 个加工厂, 打造众多知名肉制品品牌。公司不断完善自身一体化产业, 保证上下游产业链稳定运转, 不断巩固全球生猪产业龙头的地位。

图表37: Smithfield 的各业务销售占比



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

图表38: Smithfield 下属品牌



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

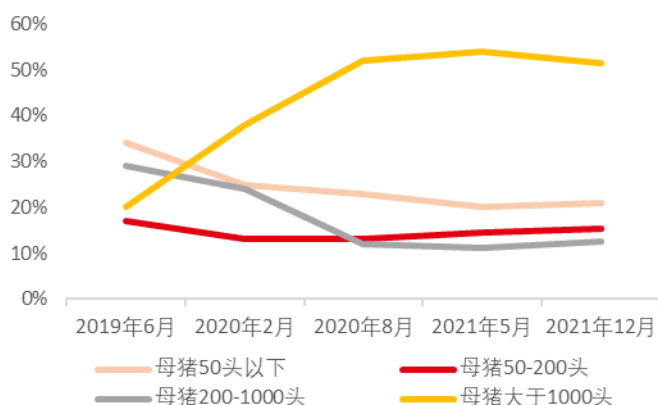
体量巨大，坐稳龙头宝座。公司各项业务稳扎稳打，齐头并进，市占率高达15%，稳坐生猪产业巨头的宝座。2008年起公司的生猪出栏量维持在2000万头左右，养殖端运行稳定。在屠宰业务方面，Smithfield的市场份额占比31%，在猪肉包装业务方面市场份额占比18%。另外公司注重海外业务的发展，国际业务的销售额占比稳步提升。

6 是否还有“猪周期”？——“猪周期”弱化，时间延长、波动减小

“猪周期”形成的主要原因是供需关系的变化，而供需关系则是各方博弈的结果。饲料供应、地理位置、农业经济结构等多重因素决定了我国传统的散养模式将长期存在，虽然中国要达到欧美等发达国家的集中度仍有较长的路要走，但规模化发展趋势不可逆。在集约化发展趋势下，猪周期会被延长、价格的剧烈波动将会被平抑掉，生猪产业也会从周期性波动行业过度到相对平稳盈利的产业。

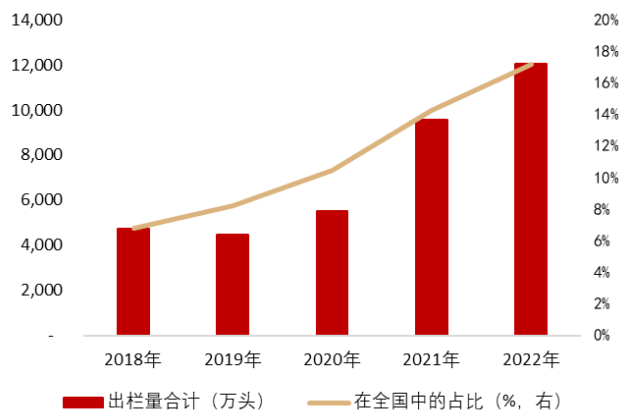
1、非洲猪瘟后，行业规模化程度快速提升。根据涌益数据，截止至2021年12月，母猪存栏规模在1000头以上的养殖场占比已提升至51.4%。同时13家上市公司出栏量占全国的比重从非洲猪瘟前的不足7%提升至2021年的14.3%，按照其出栏量目标推算，2022年占比将进一步上升至17.2%左右。

图表39：不同规模场市场占有率情况



资料来源：涌益咨询，中邮证券研究所

图表40：13家生猪养殖上市公司出栏量在全国的占比

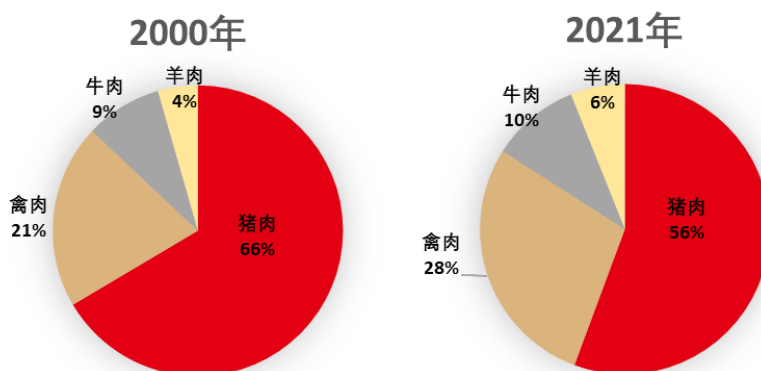


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

注：13家生猪养殖上市公司分别为：牧原股份、新希望、温氏股份、唐人神、天邦食品、大北农、傲农生物、金新农、东瑞股份、华统股份、巨星农牧、天康生物、正邦科技

2、居民肉食品消费结构更加多元化，弱化猪周期作用。近年来，猪瘟的影响、我国经济结构的转变以及人们健康意识的增强和消费者消费需求的丰富等多重因素的影响下，猪肉在我国肉类消费占比逐渐下降，2000年至2021年，从66%下降至56%左右。

图表41：中国肉类消费结构：猪肉消费占比下降



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3、非洲猪瘟疫情常态化后，由动物疫情带来的快速去产能也很难重演。回顾过去几轮周期，由于突发疫病造成的产能大幅去化是形成猪周期的主要引发原因，如2006年的猪蓝耳，2010年的口蹄疫和2018年的非洲猪瘟。而当前我国面对非瘟已积累了丰富的经验，实现了产能增长与非瘟并存的模式。当前防控非

瘟最有效且最普遍使用的方法就是进行生物安全防护。在严格的生物防控手段下，生猪与外界接触的几率大幅减少，不但降低了感染非瘟的几率，要形成其他大规模流行疾病的几率也大幅下降。

图表42：各阶段非瘟防控的主要手段和措施

阶段	主要防控措施
混乱阶段(2018年8月-2019年7月)	由政府主导的以消灭传染源为目标的扑杀方案为主，但是在执行过程中，疫情不断扩大，最终从北向南扩散全国，扑杀政策被迫取消。
探索阶段(2019年-2020年)	由企业和科研院所根据传染病流行特点，从消灭传染源、切断传播途径、保护易感动物三方面，从建立生物安全体系着手，不断完善。生物安全方案，以及精准拔牙技术的成熟，非瘟防控取得了阶段性成果，产能也逐渐恢复。
相持阶段(2021年-至今)	非瘟病毒多样化，非瘟流行常态化，严格的生物安全防护仍是主要手段。

资料来源：中邮证券研究所整理

7 企业竞争格局如何？——由“周期成长”走向“成熟稳健”，竞争重点由“养殖”走向“食品”

和美国不同，中国下游屠宰企业产能过剩、进入门槛较低且分散，其资金能力、行业话语权等较弱；而饲料、养殖端业务规模大且资源优势突出，故而上游企业发展到一定规模后，走出了一条自上而下的一体化发展道路。中国养殖产业一体化发展大致可以分为两个步骤：

第一阶段(2000-2015年左右)：饲料行业向下游养殖行业延伸。2000年后，中国饲料业发展日益成熟，甚至出现结构性产能过剩，饲料行业进入薄利时代，企业纷纷寻找新的发展路径。而养殖业与饲料业高度相关，且养殖业虽然有周期波动，但整体盈利不错。故而在2000年左右大量的饲料业进入生猪养殖行业。

图表43：以饲料起家的生猪养殖上市公司，从事生猪养殖产业的时间

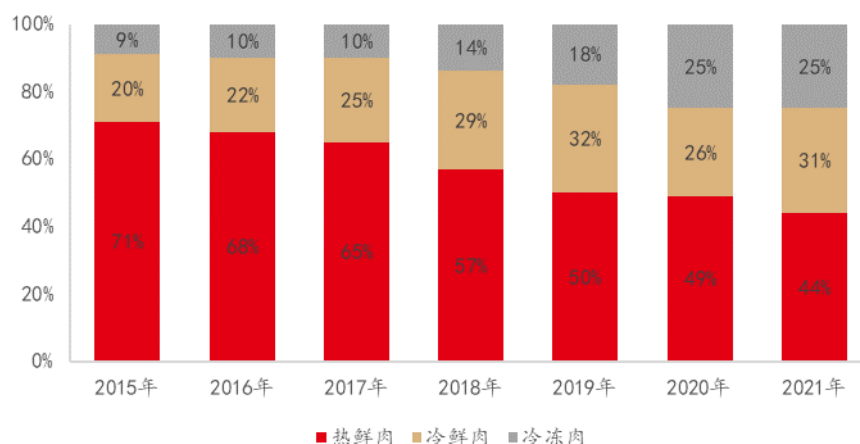
公司	开始从事生猪养殖的时间	标志性事件
唐人神	1996	兼并株洲外贸猪场，进军种苗产业
天康生物	2001	天康畜牧成立
正邦集团	2003	收购江西养猪育种中心
新希望	2006	新希望集团收购 2008 年奥运会猪肉食品独家供应商千喜鹤集团
巨星农牧	2007	与 PIC、PIPESTONE 等深度合作，引进了全球一流的育种和养殖管理技术
大北农	2011	北京大北农种猪科技有限公司成立
天邦食品	2013	1) 首批引进的 1000 头优质美国种猪抵达安徽合肥新桥机场 2) 成功并购艾格菲实业中国资产
傲农生物	2014	启动集团育种产业
金新农	2015	收购武汉天种

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

第二阶段：养殖企业进入屠宰、食品端。非洲猪瘟后，“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”是猪肉产业的发展趋势。虽然屠宰利润薄弱，但是后续的肉制品加工等环节高利润可观。当前大多数生猪养殖企业已经或者开始布局下游屠宰食品端。例如龙头企业牧原股份 2019 年开始布局屠宰业务，目前屠宰产能已达 3000 万头/年。

布局屠宰端的直接原因：冰鲜消费兴起。在非洲猪瘟到来之前，我国的生猪主产区主要集中在北方，而猪肉消费区主要集中在南方，屠宰则大多更接近消费地，通过活猪调运的形式，将生猪从产区运至销区附近的屠宰厂屠宰后，流向终端消费。非洲猪瘟之后，活猪调运受限，我国开始推行“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”政策，且随着消费者对食品安全和质量的重视，我国猪肉行业开始由低温肉制品和冷鲜肉逐步冲击传统生鲜肉的绝对主导地位。而新冠疫情后，农贸市场的关闭以及零售店、商超等现代销售渠道的兴起，则加速了冷鲜肉市场的发展。2015 年至 2021 年，我国冷鲜猪肉消费占比从 20%提升至 31%，而根据国务院办公厅印发《“十四五”冷链物流发展规划》，到 2025 年低温处理肉类将达 85%，冷鲜肉仍有巨大发展空间。

图表44：中国猪肉消费形式：冷鲜肉占比提升



资料来源：mysteel，中邮证券研究所

注：2019年冷鲜肉占比显著较高的原因：受非瘟影响，当年中小散户出栏量大幅下降（主要为热鲜肉）；而冷鲜肉主要来自规模化企业，其出栏量虽然也有下降，但下降幅度相对较低。

进入屠宰和消费端是必然趋势：冷鲜肉提升品牌溢价，单纯的屠宰业务主要依靠猪肉-生猪差价获取利润，其利润率极低，大多数毛利率在1%-5%之间，且行业产能严重过剩。而发展冷鲜肉即是行业的发展趋势，同时可以更好的进行品牌建设、获得更多的客户认可，从而赚取更高的利润。当前双汇、金锣、家佳康、湘村、爱森等知名肉制品、养殖企业都在积极发展冷鲜肉业务。

上游养殖企业纷纷亦纷纷进入屠宰端，意欲获得更多的产业链价值，同时平滑周期波动的影响。随着上游养殖产业发展的成熟化，上游养殖企业纷纷通过布局生猪屠宰及肉制品加工业务降低猪周期下行阶段的经营风险、增厚利润。自2019年以来，牧原股份、温氏股份等行业龙头公司先后开始布局生猪屠宰业务。

图表45：养殖一体化企业屠宰业务布局情况

公司	当前屠宰规模	发展目标
牧原股份	截止至 2022 年 11 月，目前已投产 10 家屠宰厂，投产产能合计 2900 万头/年	在养殖产能密集区域实现屠宰产能的基本覆盖
温氏股份	截止至 2022 年 10 月，共有广东、江西、江苏和内蒙古等 4 个屠宰项目投入运营，合计年屠宰产能达 350 万头左右。	养殖产能的 20%
新希望	截止至 2022 年 6 月，在辽宁沈阳、北京平谷、河北南宫、山东德州有 4 家千喜鹤屠宰厂，设计产能合计 650 万头	全国范围内按照生猪出栏规模的 20%新建屠宰厂
傲农生物	——	拟在山东、福建、江西建设三个屠宰加工项目，三个项目均计划在 24 个月内建成 100 万头生猪屠宰加工能力
天邦股份	阜阳屠宰场的设计产能为 500 万，抑郁 2022 年 5 月正式投产使用	建设 6 个单体屠宰 500 万头规模的屠宰场，以匹配未来 3000 万头的出栏目标
唐人神	截止至 2022 年 6 月，公司已经建成的屠宰产能主要是株洲市 100 万头屠宰基地、南乐 100 万头屠宰基地。	未来依据需求，公司预计会在子公司龙华农牧和广东区域布局生猪屠宰产能
天康生物	2022 年，天康总屠宰量预计可达 160 万头，2 年后可达 250 万头。	规划未来总屠宰产能 400-450 万头，布局在河南 1 家，新疆 2 家，甘肃 1 家

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

猪肉供应链纵向一体化趋势明朗。近年来生猪养殖行业渐渐从生猪养殖拓展到上游的饲料生产和粮食购销，下游拓展到屠宰和终端零售。从目前主要生猪养殖上市公司产业布局来看，几乎所有公司都向上拓展了饲料业务，同时布局了下游的屠宰业务，仅动物疫苗由于进入门槛较高，布局公司较少。

图表46：主要生猪养殖上市公司产业布局情况

	上游（对外销售）			中游		下游		
公司	农产品	饲料	动物保健	种猪繁育	商品猪饲养	屠宰	冷鲜肉	深加工
牧原股份		✓		✓	✓	✓	✓	
温氏股份		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
新希望		✓		✓	✓	✓	✓	✓
天康生物	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
巨星农牧		✓		✓	✓			
傲农生物	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
华统股份		✓		✓	✓	✓	✓	✓
唐人神		✓		✓	✓	✓	✓	✓
金新农		✓	✓	✓	✓	✓	✓	
天邦食品				✓	✓	✓	✓	
东瑞股份		✓		✓	✓			
大北农	✓	✓	✓	✓	✓			
正邦集团	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，中邮证券研究所整理

未来企业发展由“跑马圈地”走向“红海竞争”，将在下游食品环节展开激烈竞争。随着规模化的提升，行业周期将更加平滑，单纯的依靠周期波动来获取利润将难以维继；同时随着纵向一体化模式的不断发展，企业间的竞争将从“量的竞争”转为“产品和效率的竞争”，竞争重点将从养殖环节扩展到下游消费端。

未来行业的龙头将是一体化的食品公司，而不是单纯的养殖公司：

- 1) 养殖环节：差异化减小。出栏量增长将显著放缓，头均盈利逐步回归均值，其竞争的核心是：成本和效率。
- 2) 消费环节将是竞争的关键。市场大，消费量大，但单纯的猪肉产品差异化较小、竞争者数量众多、利润率低。企业将致力于品牌建设、提高产品附加值等。

8 当前时点如何布局生猪养猪板块？

8.1 阶段性高点或已过，2023 年行业盈利较 2022 年改善

22 个省市生猪均价在 10 月 21 日当周达到阶段性高点 28.32 元/公斤后，开始调整下降，截止至 12 月 1 日当周价格已不足 22 元/公斤，已跌破二次育肥成本价。我们认为其下降主要有三个原因：

1) 疫情及季节性因素影响需求。11 月无重大节假日刺激需求，同时腌腊尚未开始，11 月为下四季度需求的低点。另今年四季度全国疫情多发，消费疲软下，猪肉涨价的接受度亦有限。

2) 政府预期引导及抛储等对养殖户预期产生较大影响。10 月 14 日当周猪肉价格进入“过度上涨一级预警区间”，政府开始积极引导市场预期，一方面通过督促集团企业维持正常出栏节奏；另一方面国家发改委于 9 月 8 日至 11 月 4 日连续 8 次启动冻肉抛储；地方政府亦加大储备肉投放。大规模、高频率抛储对养殖户释放了“猪肉供应充足，价格不具备大幅上涨的基础”的信号，对市场预期产生重大影响。

图表47：2022 年发改委储备冻肉投放情况

次数	抛储时间	数量(吨)
1	2022 年 9 月 8 日	37,700
2	2022 年 9 月 17 日	15,000
3	2022 年 9 月 18 日	15,000
4	2022 年 9 月 23 日	14,400
5	2022 年 9 月 30 日	20,000
6	2022 年 10 月 14 日	20,000
7	2022 年 10 月 21 日	20,000
8	2022 年 11 月 4 日	10,000
合计		152,100

资料来源：华储网，中邮证券研究所整理

短期看，年前生猪价格或有小幅反弹。随着 12 月腌腊的大规模开启及消费旺季的到来，生猪价格会迎来季节性反弹。但二次育肥等集中出栏将会增加供给，且随着供需状况的进一步清晰，对养殖户的心态影响较大，故而预计春节前生猪价格反弹高度有限。

2022 年生猪价格中枢较 2021 年抬升，行业整体盈利。2022 年下半年以来，能繁母猪存栏虽有回升，但 4200-4300 万头的存栏量处于中等偏低水平，故而预计明年生猪供给紧平衡。预计 2022 年生猪价格中枢在 18-20 元左右，较 2021 年

抬升，行业整体盈利向好。从节奏上看，预计 2022 年上半年价格从高位下滑，二季度或跌破成本线，三四季度价格则有所回升。

8.2 投资建议：股价“去周期化”，业绩兑现度、成长潜力将是重点

短期看四季度养殖企业盈利大增已是确定性事件。明年一季度生猪价格或有所下滑，但其价格中枢仍将在明显盈利区间，行业盈利持续向好。中长期看，行业集中度显著提升，且一体化趋势明显，未来“猪周期”将更加平滑，且企业间竞争将更加激烈。建议重点从以下三方面布局行业：

- 1) 出栏兑现度高、成本优势明显的大体量企业，其业绩兑现程度更高、成长更加稳健。重点推荐龙头企业：牧原股份（行业龙头，成本优势突出）、温氏股份（降本增效成果显著）；
- 2) 出栏量快速增长，成长性突出的企业，市场将给予更多关注。建议关注：巨星农牧（未覆盖）、华统股份（未覆盖）以及傲农生物（未覆盖）。

图表48：主要生猪养殖企业盈利和估值情况（股价时间为：2022 年 12 月 8 日收盘价）

代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
				2021 年	2022 年 E	2023 年 E	2021 年	2022 年 E	2023 年 E
002714.SZ	牧原股份	2,591	48.69	1.30	2.42	5.32	38	20	9
300498.SZ	温氏股份	1,193	18.20	-2.05	0.88	1.61	——	21	11
000876.SZ	新希望	614	13.53	-2.11	0.12	0.46	——	114	29
002100.SZ	天康生物	118	8.73	-0.51	0.45	0.97	——	20	9
603477.SH	巨星农牧	107	21.22	0.51	0.57	2.82	41	37	8
603363.SH	傲农生物	117	13.39	-1.74	0.15	3.18	——	91	4
002840.SZ	华统股份	99	16.37	-0.32	0.76	3.25	——	22	5
002567.SZ	唐人神	88	7.29	-0.95	0.31	1.16	——	23	6
002548.SZ	金新农	48	5.94	-1.23	0.01	0.76	——	532	8
002124.SZ	天邦食品	116	6.32	-2.43	0.61	1.24	——	10	5
001201.SZ	东瑞股份	65	30.51	0.99	0.63	3.18	31	49	10
002385.SZ	大北农	380	9.17	-0.11	0.05	0.59	——	191	15

资料来源：iFind，中邮证券研究所

注：牧原股份、温氏股份、新希望及天康生物的 2022 和 2023 年 EPS 为中邮证券研究所预测，其余为 iFind 一致预期。

9 风险提示

需求不及预期风险：新冠肺炎疫情对餐饮等终端消费影响巨大，且产品价格高位，亦会对需求有所压制。

发生疫情风险：重大疫情的出现将会给畜牧养殖业带来较大的经济损失，若非洲猪瘟疫情超预期，或发生其他重大疫情，将给养殖行业及其上游企业的稳定经营带来不确定性。

原材料价格波动风险：饲料成本主要为玉米、豆粕等原材料的采购成本。如果玉米、大豆等农产品因国内外粮食播种面积减少或产地气候反常导致减产，或受国家农产品政策、市场供求状况、运输条件等多种因素的影响，市价大幅上升，将增加行业内公司生产成本的控制和管理难度，对未来经营业绩产生不利影响。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048