

农林牧渔

投资建议： 强于大市（维持）

上次建议： 强于大市

如何看待生猪南北价差收窄？

➤ 23年生猪全年亏损，呈现南高北低特点

市场猪肉消费低迷，生猪需求不及预期，各区域猪价大幅下滑。根据涌益咨询数据，23年生猪均价15.02元/公斤，同比下降19.13%，较20年高位下降54.56%。华南-东北价差和西南-东北价差连续四年持续收窄，23年华南-东北平均价差收窄至0.94元/公斤，同比下滑30.30%，较20年高位下降71.28%，西南-东北平均价差-0.06元/公斤出现倒挂。

➤ 春节前猪价小幅反弹，生猪南北价差倒挂收窄

截至2月1日，生猪均价15.60元/公斤，周环比上涨9.32%，月环比上涨9.63%，年同比上涨9.24%。随着猪价小幅反弹，南北价差震荡拉涨，四川、黑龙江生猪价差0.75元/公斤，主要系11-12月份猪病损失造成北方多地阶段性供应断档，叠加2月初中东部大范围雨雪冰冻天气引起情绪恐慌，北方多地提前开启小年备货，带动屠企宰量大幅上升，利好华中、华北、华东等地价格大幅上涨，从而导致南北价差拉大。

➤ 集团产能逐步释放，调运模式重新建立

根据涌益咨询数据，截至23年12月底，母猪10000头以上集团及上市企业在广东和四川的存栏占比分别达到55%和42%，而在黑龙江和吉林的存栏占比仅30%和31%。东北地区规模养殖场占比相对较低，南方省份生猪规模化养殖增速较快，传统销区逐渐提高省内生猪自给率，产能的重新分配，导致南北方区域价差逐渐收窄。

➤ 去化幅度差异明显，供应格局重塑南北价差

截至23年12月，能繁母猪存栏量同比缩减幅度最大的区域为华北，同比降幅达到20.34%，其次为东北地区，同比降幅达到11.10%，西南地区同比缩减幅度不到5%，华南地区母猪存栏逆势同比增长3.39%。因此24年南方市场生猪供应缩减的幅度将较北方偏小，华南、西南地区的价格优势地位在较长时间难以完全恢复，未来南北市场生猪价差或进一步收窄。

➤ 投资建议：产能去化逻辑有望加强，把握左侧布局机会

低猪价预计持续至24年上半年，深亏损+疫情+现金流紧张，产能去化的逻辑加强，目前行业资金压力已有显现。当前进入养殖股产能去化阶段，建议把握板块左侧布局时机。生猪养殖行业近三年产业亏损时间远高于利润周期，结合公司出栏量弹性和生猪养殖成本看未来公司的成长性，以及考虑到现金流安全两点，推荐新五丰、天康生物、牧原股份、温氏股份；建议关注巨星农牧、华统股份。

风险提示：非洲猪瘟大范围扩散，生猪价格长期处于低位，饲料原材料大幅涨价，玉米价格波动风险。

相对大盘走势



作者

分析师：陈梦瑶

执业证书编号：S0590521040005

邮箱：cmy@glsc.com.cn

联系人：涂雅晴

邮箱：tuyq@glsc.com.cn

相关报告

1、《农林牧渔：推动生物育种扩面提速，优化生猪产能调控机制》2024.02.05

2、《农林牧渔：如何看待近期仔猪和猪价走势？》2024.02.03

正文目录

1. 区位优势形成北猪南运，猪价下行带动价差收窄	3
1.1 23 年生猪全年亏损，猪价呈现南高北低	3
1.2 春节前猪价小幅反弹，南北价差倒挂收窄	4
2. 生猪产能重新分配，南北价差持续收窄	5
2.1 集团产能逐步释放，调运模式重新建立	5
2.2 去化幅度差异明显，供应格局重塑南北价差	6
3. 投资建议：产能去化逻辑有望加强，把握左侧布局机会	6
4. 风险提示	7

图表目录

图表 1：历史区域价格与南北价差（元/公斤）	3
图表 2：育肥全价料出厂均价参考（元/吨）	3
图表 3：不同区域冻品库存率（%）	4
图表 4：商品猪月度区域出栏量（头）	4
图表 5：1 月以来全国均价与南北价差（元/公斤）	5
图表 6：南北地区日度屠宰量（头）	5
图表 7：各规模存栏占比（%）	5
图表 8：12 月各区域能繁母猪存栏量同环比（%）	6

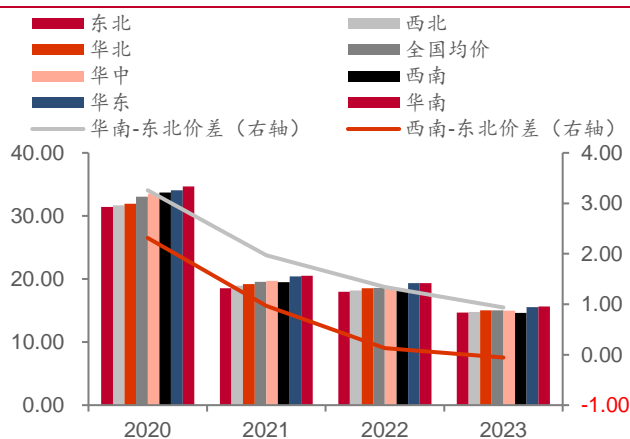
1. 区位优势形成北猪南运，猪价下行带动价差收窄

1.1 23 年生猪全年亏损，猪价呈现南高北低

区位优势造成南高北低，北猪南运平衡全国供需。长久以来东北地区为国内猪价“低洼区”，主要系东北平原开阔，接近原料产区，饲料原材料价格低廉，具有成本优势，根据涌益咨询数据，自 23 年 2 月中旬以来，东北-辽宁地区育肥全价料出场均价持续一年低于全国均价，截至 2 月 1 日，东北-辽宁地区育肥全价料出厂均价 3335 元/吨，分别低于全国、华南和西南地区育肥全价料出厂均价 3.42%、5.26% 和 4.44%。此外，北方地区生猪主要产能为中小散户，消费习惯方面除了猪肉，牛、羊肉也有较大占比，叠加人口密度较低，生猪市场需求不旺，冻品库存率长期处于高位，猪价长期低于全国均价。南方地区属于猪肉消费集中地，商品猪出栏量显著高于北方地区，且有明显的消费旺季和饮食习惯（腌腊、灌肠），具有销售优势，猪价长期高于全国均价，其中华南地区在非洲猪瘟后领跑区域均价。因此，长期以来，我国采取北猪南运的方式来实现生猪全国供需的平衡。

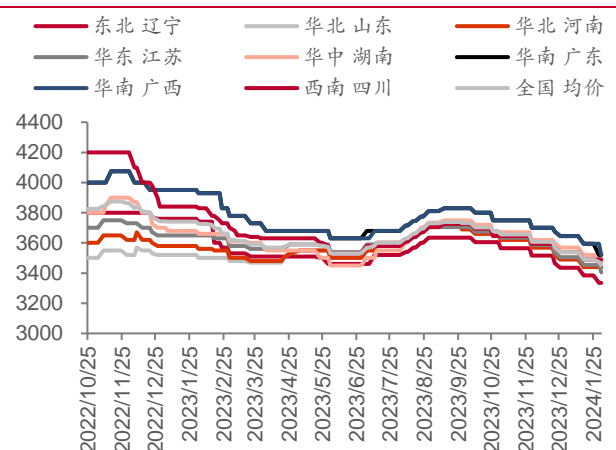
23 年猪价继续磨底，南北价差出现倒挂。根据涌益咨询数据，23 年生猪全国均价 15.02 元/公斤，同比下降 19.13%，较 20 年高位下降 54.56%。区域价差方面，华南-东北价差和西南-东北价差连续四年持续收窄，23 年华南-东北平均价差收窄至 0.94 元/公斤，同比下降 30.30%，较 20 年价差高位下降 71.28%，西南-东北平均价差 -0.06 元/公斤。23 年市场猪肉消费相对低迷，生猪需求不及预期，各区域猪价大幅下滑，叠加猪病在南北方零星散发，南北价差持续收窄甚至出现倒挂。

图表1：历史区域价格与南北价差（元/公斤）



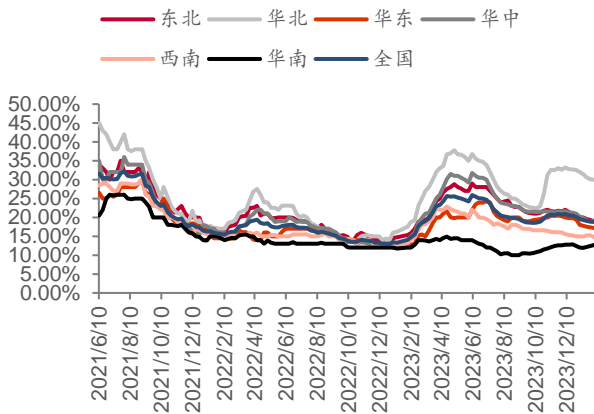
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表2：育肥全价料出厂均价参考（元/吨）



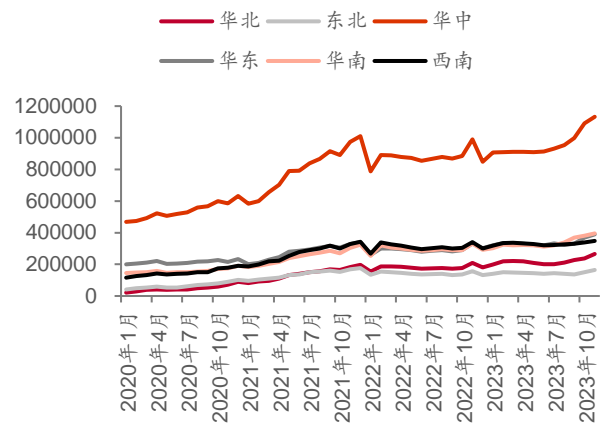
资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表3：不同区域冻品库存率（%）



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

图表4：商品猪月度区域出栏量（头）

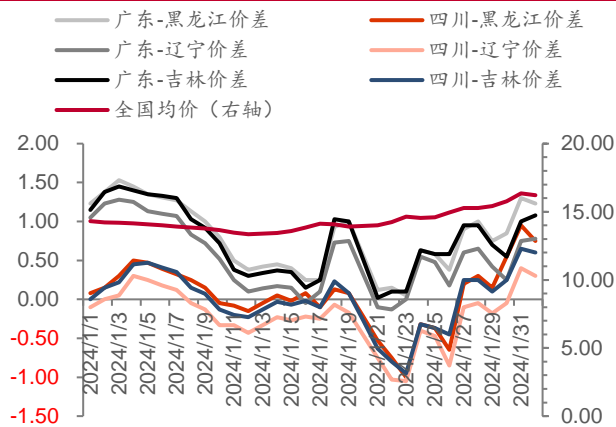


资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

1.2 春节前猪价小幅反弹，南北价差倒挂收窄

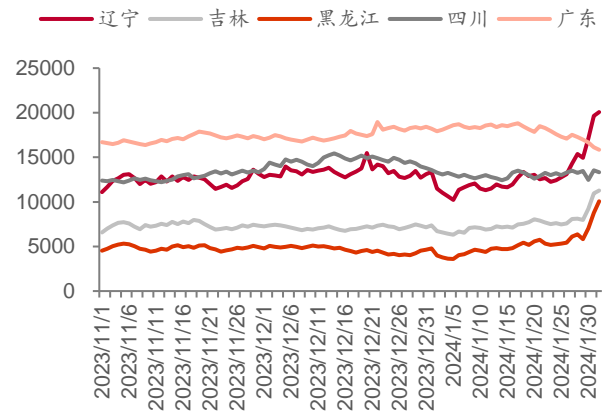
节前猪价弱势回暖，南北价差震荡上行。根据涌益咨询数据，2月1日生猪均价 15.60 元/公斤，周环比上涨 9.32%，月环比上涨 9.63%，年同比上涨 9.24%。随着猪价小幅反弹，南北价差震荡拉涨，以四川、黑龙江生猪价格为例，截至 2 月 1 日，两地生猪价差 0.75 元/公斤，结束上周的价差倒挂（-0.65 元/公斤）。主要系 11-12 月份猪病损失造成北方多地阶段性供应断档，叠加 2 月初中东部大范围雨雪冰冻天气引起情绪恐慌，北方多地提前开启小年备货，带动屠企宰量大幅上升，利好华中、华北、华东等地价格大幅上涨，多地冲高至 17-18 元/公斤。从而导致南北价差拉大，带动南猪北调明显增量，南方价格跟涨意愿明显。随着北方备货结束，多个屠企宰量快速缩水，同时价格上行期由南向北车辆运费增加，贸易商利润回吐，调运积极性减弱，南方外流转内销，拖累周末段价格走弱。短期来看，小年备货过后，屠宰量或经历 2-3 日的疲软期，或拖累周中前期价格走弱，但周后期随着春节备货支撑宰量水平上升，或带动周后期价格小幅反弹可能。

图表5: 1月以来全国均价与南北价差(元/公斤)



资料来源: 涌益咨询, 国联证券研究所

图表6: 南北地区日度屠宰量(头)



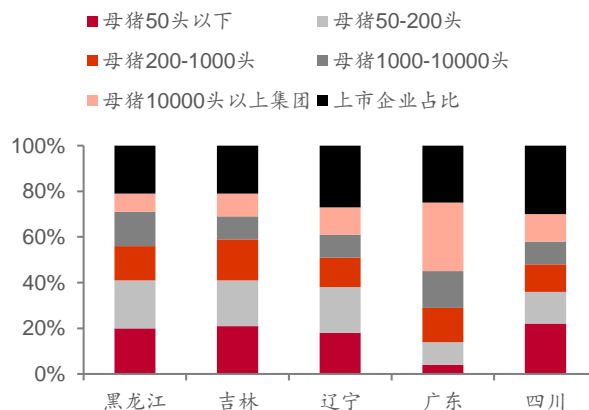
资料来源: 涌益咨询, 国联证券研究所

2. 生猪产能重新分配, 南北价差持续收窄

2.1 集团产能逐步释放, 调运模式重新建立

产业集中度不断提升, 销区即产区格局建立。非洲猪瘟发生之后, 生猪养殖行业疫病防控成本提升, 养殖过程技术要求提高, 大部分中小散户主动去化或退出, 集团养殖企业市场占有率逐渐提升, 区域间规模化差异凸显。为了减少生猪调运成本, 扩大养殖盈利, 集团养殖企业将更多产能布置在作为主销区的南方地区, 根据涌益咨询数据, 截至23年12月底, 母猪10000头以上集团及上市企业在广东和四川的存栏占比分别达到55%和42%, 而在黑龙江和吉林的存栏占比仅30%和31%。东北地区规模养殖场占比相对较低, 南方省份生猪规模化养殖增速较快, 传统销区逐渐提高省内生猪自给率, 产能的重新分配, 导致南北方区域价差逐渐收窄。

图表7: 各规模存栏占比(%)

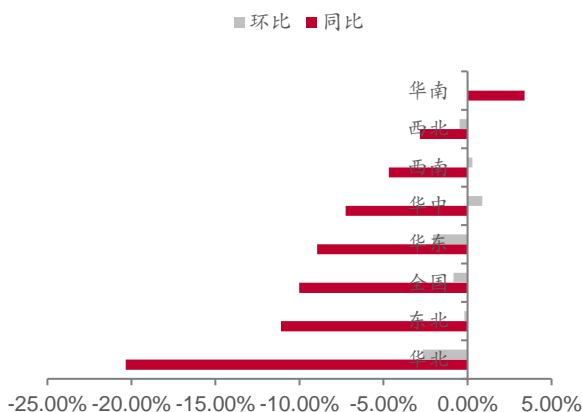


资料来源: 涌益咨询, 国联证券研究所

2.2 去化幅度差异明显，供应格局重塑南北价差

华南地区母猪存栏不降反升，供应幅度不减价差继续收窄。23 年猪价继续磨底，上市猪企养殖盈利欠佳，叠加下半年南北方猪病零星散发，生猪产能去化逐渐加速，根据涌益咨询数据，截至 23 年 12 月，能繁母猪存栏量同比缩减幅度最大的区域为华北，同比降幅达到 20.34%，其次为东北地区，同比降幅达到 11.10%，而西南地区同比缩减幅度不到 5%，华南地区母猪存栏更是逆势同比增长 3.39%。因此 24 年南方市场生猪供应缩减的幅度将较北方偏小。在此影响下，华南、西南地区的价格优势地位也将在较长时间难以完全恢复，未来南北市场生猪价差或进一步收窄。

图表8：12月各区域能繁母猪存栏量同环比（%）



资料来源：涌益咨询，国联证券研究所

3. 投资建议：产能去化逻辑有望加强，把握左侧布局机会

23H1 仔猪阶段盈利去化偏缓慢，集团产能相对稳定。23H2 仔猪快速下跌至今，23Q3 上市企业资产负债率新高，经营压力明显。猪价旺季反弹有限，低猪价预计持续至 24 年上半年，深亏损+疫情+现金流紧张，产能去化的逻辑加强，当前进入养殖股产能去化阶段，建议把握板块左侧布局时机。生猪养殖行业近三年产业亏损时间远高于利润周期，猪价大幅波动下行业资金压力已有显现，目前生猪养殖企业头均估值处于历史低位。结合公司出栏量弹性和生猪养殖成本看未来公司的成长性，以及考虑到现金流安全两点，推荐整合优质种猪资产，出栏能力或显著提升的【新五丰】；推荐现金储备充足，全产业链布局的【天康生物】；推荐养殖成本优异，下游屠宰端拓展增收净利的【牧原股份】；肉猪与黄鸡双龙头，成本稳步下降的【温氏股份】；建议关注种源优势显著，生产管理效率突出的【巨星农牧】；建议关注浙江屠宰龙头，出栏增速前列的【华统股份】。

4. 风险提示

(1) 非洲猪瘟大范围扩散：若非洲猪瘟发生大范围扩散，有可能影响生猪养殖公司部分养殖厂从而导致出栏量减少。

(2) 生猪价格长期处于低位：如生猪价格长期低于生猪养殖公司成本，可造成公司现金流紧张。

(3) 饲料原材料大幅涨价：饲料成本占饲料公司营业成本比重较高，饲料原材料小麦、玉米、豆粕价格如短期内快速上涨，可导致公司运营成本承压。

(4) 玉米价格波动风险：种子价格和需求量跟玉米价格的波动相关，在玉米价格上行期，种子涨价容易、需求旺盛；在玉米价格下行期，种子涨价难、需求低迷。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上	

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼
无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼