

行业深度

畜禽养殖

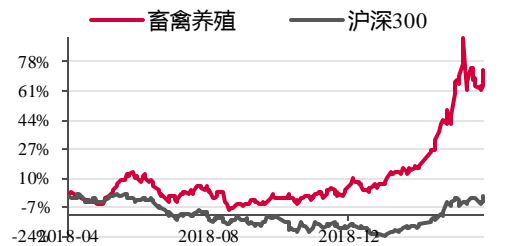
周期反转确立，养猪板块有望迎来业绩拐点

2019年03月30日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
畜禽养殖	22.31	62.85	78.15
沪深300	5.53	28.62	-0.67

陈博

执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-89955776

相关报告

- 《畜禽养殖：行业事件点评：巴西白羽鸡反倾销落地，利好白羽鸡板块》 2019-02-18
- 《畜禽养殖：生猪养殖深度报告系列之一：从当前时点看生猪养殖板块的投资机会》 2018-06-10

重点股票	2018A/E		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
温氏股份	0.75	54.13	1.45	26.54	3.09	12.45	推荐
牧原股份	0.25	253.78	1.92	33.02	5.05	12.54	推荐
天邦股份 (0.50)	(35.23)		0.51	34.23	1.86	9.38	推荐
正邦科技	0.08	206.31	0.60	27.35	1.95	8.37	推荐
新希望	0.43	29.38	0.85	14.93	1.54	8.23	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 猪源供给紧张日益凸显，周期反转趋势进一步确立。2018年二季度行业的深度亏损以及8月份开始的非洲猪瘟疫情导致生猪产能持续淘汰，截至2019年2月份，全国能繁母猪存栏同比大幅下降19.8%，环比继续下降5.0%，由于目前行业内缺乏有效防治非洲猪瘟疫情的疫苗或药物，我们认为后期非洲猪瘟疫情导致的产能去化仍将持续。同时，通过统计2007年以来生猪价格在二季度的走势发现，大部分年份中生猪价格在4月份呈现环比下降，而进入5、6月份之后以环比上涨居多，但在猪周期拐点年份，生猪价格在二季度基本都呈现稳步上涨趋势。因此，在生猪供给短缺日益凸显的2019年，猪价有望在二季度迎来趋势性上涨行情。
- 非洲猪瘟疫情持续扩散，猪价上涨周期或拉长。截至目前，我国已累计发生非洲猪瘟疫情114起，涉及28个省份、直辖市，捕杀生猪百余万头，疫情的存在和持续将导致产能增加的弹性和速度下降。虽然国家也出台了相应的促进产能提升的政策，但由于疫情仍具备较大不确定性，因此现阶段补栏的风险程度依然较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。我们预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在整体供给弹性不足的情况下，预计此轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点。
- 板块估值仍有提升空间，养猪股迎配置第二阶段。1) 头均市值法：目前温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均市值分别为6404/7396/3861//3234元，相比历史最高头均市值仍由一定提升空间；2) PE估值法：当前四家上市公司股价对应2020年PE分别为12X/12X/8X/9X，低于上一轮周期头均市值最高时对应的第二年PE 13-20X水平；3) PB估值法：当前四家上市公司PB分别为6.4X/13.4X/6.0X/8.4X，低于上一轮周期高点的10.9X/16.4X/7.0X/11.4X。综合以上三种估值方法，我们认为当前养猪股的估值仍处于合理水平，且随着周期反转的进一步确立，猪价趋势性上涨有望带动板块迎来量利齐升。
- 盈利预测与投资评级。短期来看，随着猪源供给短缺日益显现以及下游消费端的回暖，猪价有望在二季度迎来趋势性上涨行情，养猪板块上市公司也将在经历2018、2019Q1业绩低谷后迎来利润表修复阶段。中期来看，非洲猪瘟疫情扩散导致的产能去化仍将持续，在行业供给弹性不足的情况下，预计此轮周期的上行阶段持续时间将更长。继续推荐生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，同时推荐出栏量快速增长的正邦科技、天邦股份、新希望等弹性品种。
- 风险提示：疫情风险，猪价、原材料价格大幅波动，自然灾害。

内容目录

1 周期反转确立，猪价有望迎来趋势性上涨行情	4
1.1 短期猪价具备支撑	4
1.1.1 猪源短缺日益凸显	4
1.1.2 消费回暖带动后期猪价上行	6
1.2 中期猪价有望加速上行	7
1.2.1 母猪产能持续去化	7
1.2.2 补栏积极性有所提升但实际增量有限	8
2 非猪瘟疫情持续扩散，猪价上涨周期或拉长	9
2.1 非洲猪瘟疫情持续，供给增加弹性不足	9
2.2 产业升级，生物安全和精细化管理成为企业生存关键	12
3 当前养猪股处于什么阶段	14
3.1 产业变革阶段，上市公司成长属性不可忽视	15
3.2 估值仍有提升空间	17
4 投资建议：周期反转进一步确立，养猪股迎配置第二阶段	19
4.1 生猪养殖板块有望迎来量价齐升	19
4.2 重点公司介绍	20
4.2.1 温氏股份（300498.SZ）：“公司+农户”养殖典范，产能稳步扩张	20
4.2.2 牧原股份（002714.SZ）：出栏保持高增长，猪价反转有望带动业绩回升	20
4.2.3 天邦股份（002124.SZ）：出栏快速增长，周期回升带来业绩拐点	21
4.2.4 正邦科技（002157.SZ）：出栏快速增长，公司业绩弹性巨大	22
4.2.5 新希望（000876.SZ）：一体化大型农牧企业，养猪业务有望贡献较大业绩增量	22
5 风险提示	23

图表目录

图 1：历年生猪价格走势：（单位：元/公斤）	4
图 2：2019 年春节前后生猪价格走势	4
图 3：全国生猪跨省调运量	5
图 4：中大猪存栏占比	5
图 5：生猪存栏指数持续下滑	5
图 6：北京、上海白条价格（单位：元/公斤）	6
图 7：自繁自养利润	7
图 8：外购仔猪头均利润	7
图 9：淘汰母猪屠宰量	8
图 10：能繁母猪存栏大幅下滑	8
图 11：母猪存栏指数显著下降	8
图 12：二元母猪价格	9
图 13：猪价走势延后二元母猪价格 14 个月	9
图 14：仔猪价格走势	9
图 15：近几轮猪周期猪价走势	10
图 16：不同规模生猪养殖户防疫费用（单位：元/头）	14

图 17: 养猪股头均市值变化 (单位: 元/头)	18
图 18: 主要养猪上市公司 PB 变化	19
图 19: 温氏股份营收及归母净利润情况	20
图 20: 温氏股份生猪出栏量	20
图 21: 牧原股份营收及归母净利润	21
图 22: 牧原股份生猪出栏量	21
图 23: 天邦股份营收及归母净利润情况	22
图 24: 天邦股份生猪出栏量	22
图 25: 正邦科技营收及归母净利润情况	22
图 26: 正邦科技生猪出栏量	22
图 27: 新希望营收及归母净利润情况	23
图 28: 新希望生猪出栏量	23
表 1: 2007 年至今生猪价格二季度走势	6
表 2: 2007 年国务院出台一系列政策扶持生猪生产发展	10
表 3: 2019 年 3 月农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》	11
表 4: 高致病性蓝耳病与非洲猪瘟对比	12
表 5: 不同出栏规模分布情况	13
表 6: 我国非洲猪瘟疫情情况	13
表 7: 养猪股股价涨跌幅	15
表 8: 中美前十大养殖企业市占率对比	16
表 9: 主要养猪企业在建工程、固定资产变化 (单位: 亿元)	16
表 10: 主要养猪企业生产型生物资产变化 (单位: 亿元)	16
表 11: 养猪上市公司盈利情况	17
表 12: 养猪上市公司估值分析	18

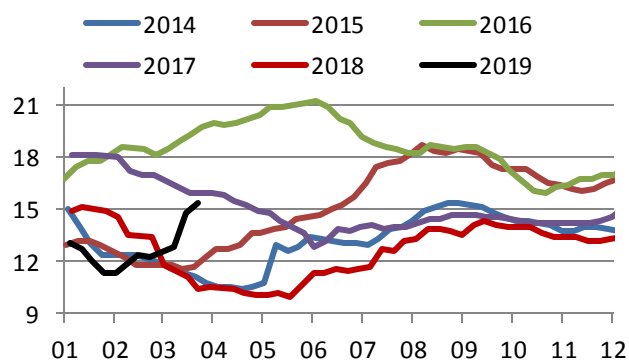
1 周期反转确立，猪价有望迎来趋势性上涨行情

1.1 短期猪价具备支撑

1.1.1 猪源短缺日益凸显

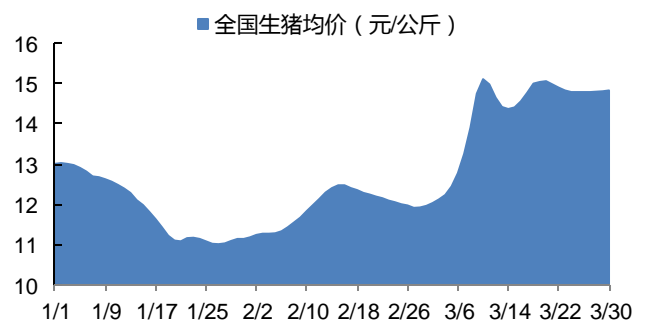
受下游消费和节前备货影响，我国猪肉价格走势呈现出较为明显的季节性规律。通过统计近 10 年的猪价走势，大致表现为春节后 2-4 月份价格回落，5 月开始回升至 8-9 月份，春节前进一步走高的季节性趋势，而 2019 年春节假期后猪价却呈现出淡季不淡的上涨走势。据猪易数据显示，2019 年 2 月份全国 22 省市生猪均价 11.92 元/公斤，环比一月份的 11.90 元/公斤略有上涨，3 月份全国 22 省市生猪均价为 14.21 元/公斤，月环比上涨 19.24%，已是近 5 年来一季度单月涨幅最大的月份。截至 2019 年 3 月 30 日，全国外三元生猪均价 14.83 元/公斤，高位震荡行情持续。

图 1：历年生猪价格走势：(单位：元/公斤)



资料来源：wind、财富证券

图 2：2019 年春节前后生猪价格走势

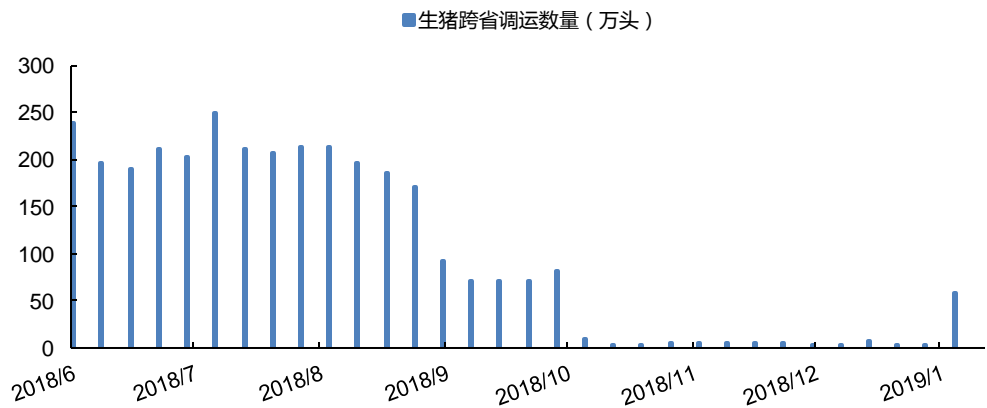


资料来源：猪易数据、财富证券

2019 年春节后猪价淡季不淡，反而呈现快速上涨趋势，我们认为原因主要有三方面原因：

一是节前调运政策有所改善，养殖户因担忧疫情及后市猪价走势而产生大量抛售行为，造成节后供给紧张。2018 年 12 月 27 日，农业农村部发布《关于规范生猪及其生猪产品调运活动的通知》，对生猪调运政策有了新的诠释，除了强调疫区生猪禁止调出外，还出台了新的省内“点对点”调运规定，只要符合条件的养殖企业和屠宰企业均可以在省内实施出栏肥猪“点对点”调运和生猪产品调运。此外通知还规定了新的种猪和仔猪调运政策，疫区所在县的种猪和仔猪经过检疫合格后可在本省调运，疫区所在县以外的种猪和仔猪经过检疫合格后可调出本省。随着全国各地疫区不断解封，生猪调运政策的发布在一定程度上缓解了生猪流通的障碍。

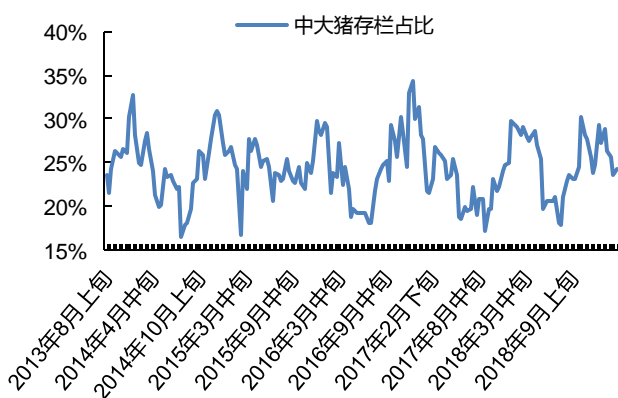
图 3：全国生猪跨省调运量



资料来源：农业农村部、财富证券

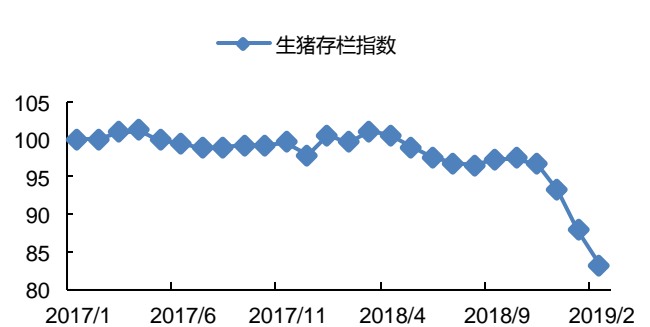
生猪调运政策有所改善的背景下，养殖户出于对后市疫情风险的担忧和提前锁定养殖利润的因素下提前出栏，特别是疫情较为严重的东三省地区，春节前吉林、辽宁生猪外调开放，部分养殖户出于对市场行情的不确定性考虑出现过度出栏行为，导致节后两地的白条库存偏低，也直接导致东三省猪价大幅反弹。据草根调研反馈，部分养殖户担心后期疫情继续扩散，趁节前外调开放大量抛售，许多 80 公斤左右的育肥猪提前出栏(按照生长周期，80 公斤左右的育肥猪还需饲养 1-2 月才能成为标猪)，这也是导致节后适重猪源短缺的重要原因。据青松农牧监测中大猪存栏数据，1、2 月下旬中大猪存栏环比分别下降 3.25、1.26 个百分点，短期内市场可供出售的大猪和适重猪源大幅减少。同时，全国畜牧业检测预警信息网数据显示，400 个养猪县生猪存栏指数自 2018 年 11 月以来快速下滑，已创下 2017 年以来新低。

图 4：中大猪存栏占比



资料来源：青松农牧、财富证券

图 5：生猪存栏指数持续下滑



资料来源：畜牧业检测预警信息网、财富证券

二是供给端短缺开始显现。由于 2018 年 3-5 月份养殖亏损导致母猪产能开始去化，同时 2018 年下半年非洲猪瘟疫情的扩散使得产能加速出清，按照生猪养殖传导周期，2019 年 2 月份之后生猪市场供给就会呈现偏紧状态，虽然消费端仍较为低迷，但生猪供给的

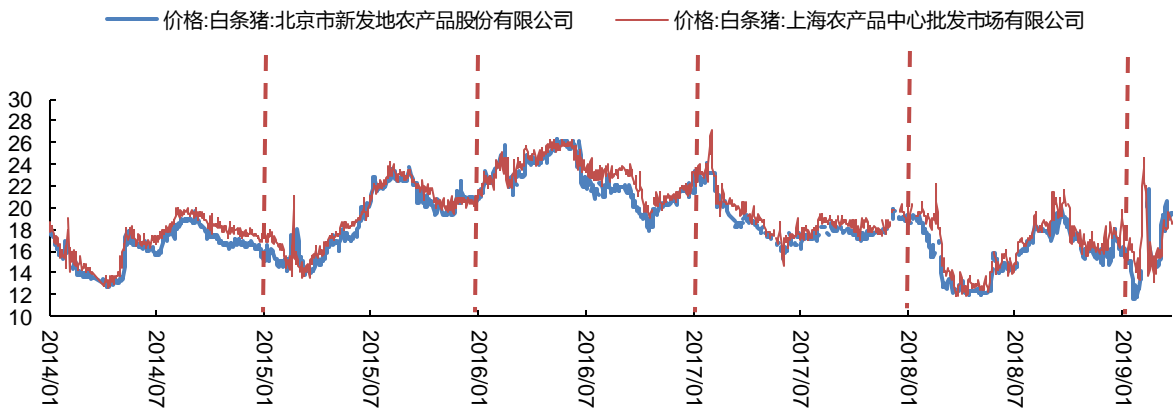
缺口已经大于消费端下滑的幅度。

三是国家收储肉的刺激作用。2019 年国家首批冻肉储备收储工作于 3 月 8 日启动，也是近十年来最早的一次，虽然第一批收储最终以流拍结束，但对本就供给偏紧的市场仍具有较大提振作用。2019 年 3 月 13、19 日华商储备商品管理中心又相继发布两批中央收储冻猪肉通知，虽然收储的影响相继减弱，但一个月之内启动三次猪肉收储也显示出国家对于后市缺猪导致价格大幅变动进行调控的紧迫性。

1.1.2 消费回暖带动后期猪价上行

从下游消费端白条价格走势来看，2 月下旬白条价格触底反弹，由于当前市场猪源较少且国家储备肉收储仍在进行，我们认为即使在 4-5 月份的消费淡季猪价仍有一定支撑。

图 6：北京、上海白条价格（单位：元/公斤）



资料来源：wind、财富证券

另外，通过统计 2007 年以来生猪价格在二季度的走势发现，大部分年份中生猪价格在 4 月份呈现环比下降，而进入 5、6 月份之后以环比上涨居多，但在猪周期拐点年份 2007、2010、2015 年，生猪价格在二季度基本都呈现稳步上涨趋势。因此，随着 2019 年二季度生猪供给短缺进一步凸显以及下游消费端的逐步恢复，猪价有望开启趋势性上涨行情。

表 1：2007 年至今生猪价格二季度走势

年份	3 月均价 (元/公斤)	4 月均价 (元/公斤)	月环比	5 月均价 (元/公斤)	月环比	6 月均价 (元/公斤)	月环比
2007	8.98	9.32	3.80%	11.28	21.05%	12.22	8.29%
2008	17.38	17.27	-0.63%	15.90	-7.89%	15.62	-1.76%
2009	11.10	9.89	-10.96%	9.53	-3.58%	10.05	5.46%
2010	9.82	9.70	-1.20%	9.84	1.47%	10.02	1.83%
2011	15.05	15.11	0.44%	16.06	6.28%	18.55	15.49%
2012	15.36	14.30	-6.91%	14.09	-1.50%	13.97	-0.86%
2013	13.33	12.28	-7.93%	12.86	4.78%	14.40	11.96%
2014	11.23	10.52	-6.32%	12.51	18.90%	13.12	4.85%
2015	11.84	13.11	10.77%	14.23	8.49%	15.12	6.31%

2016	19.10	20.08	5.16%	20.97	4.41%	20.55	-1.97%
2017	16.12	15.37	-4.65%	14.17	-7.82%	13.52	-4.58%
2018	11.07	10.25	-7.44%	10.22	-0.28%	11.45	12.06%

资料来源: wind、财富证券

1.2 中期猪价有望加速上行

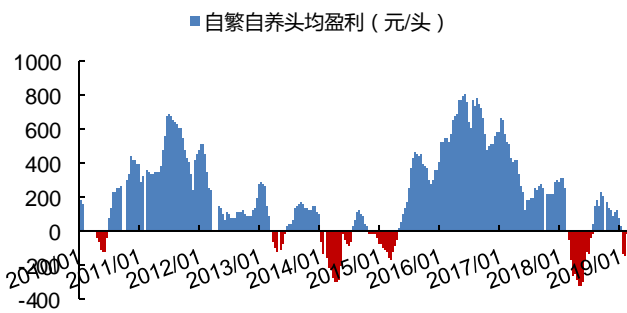
2006 年至今,我国生猪养殖产业共经历了三轮“猪周期”,分别是 2006.07—2010.06 (历时 47 个月)、2010.07—2015.02 (历时 55 个月) 年,以及 2015.03-2019.03,最近的两轮猪周期持续时间在 4-5 年左右,每轮周期内猪价走势呈现出较为明显的季节性规律,其中猪肉供给的大周期和季节性因素是造成这种现象的主要原因。

从供给大周期分析,生猪供给波动的本质是养殖利润变化导致的产能扩大或缩减,高利润会驱使养殖主体扩张产能,亏损驱使养殖主体退出缩减产能。造成本轮猪周期提前的原因有两点,一是行业 2018 年 3-5 月份的深度亏损,导致产能逐步淘汰;二是 2018 年 8 月份开始非洲猪瘟疫情扩散导致行业淘汰量加快。由于目前行业内并无彻底有效防治非洲猪瘟疫情的疫苗或药物,伴随气温季节性回升,我们认为后期非洲猪瘟疫情导致的产能去化仍将持续。

1.2.1 母猪产能持续去化

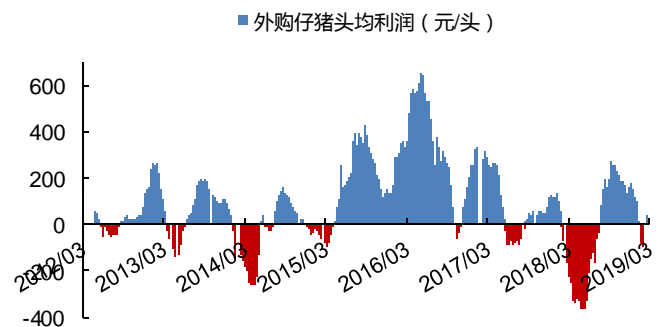
2018 年 3-7 月份自繁自养及外购仔猪养殖户均为亏损状态,长达半年的盈利缩水使养殖户普遍面临现金流短缺现象,且疫情爆发导致的生猪禁运进一步降低了养殖户的补栏积极性。从农业部定点检测的淘汰母猪屠宰量和母猪价格数据发现,2018 年 3-7 月份母猪淘汰量同比大幅增加,尽管 8、9 月份猪价的反弹使得淘汰母猪屠宰量环比下降放缓,但随着疫情的进一步蔓延,行业母猪淘汰量仍在进一步增长。

图 7: 自繁自养利润



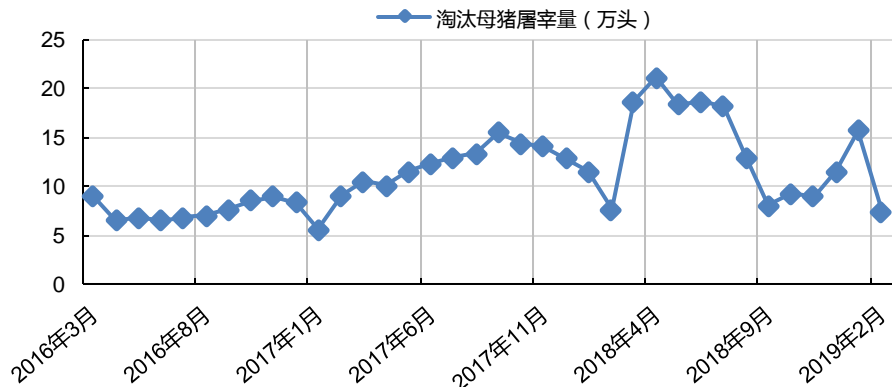
资料来源: wind、财富证券

图 8: 外购仔猪头均利润



资料来源: wind、财富证券

图 9：淘汰母猪屠宰量

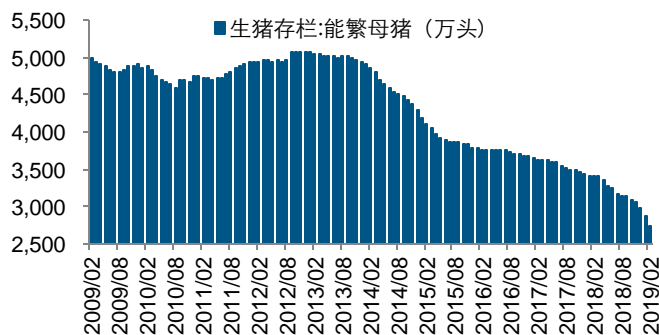


资料来源：畜牧业监测预警信息网、财富证券

备注：淘汰母猪屠宰量监测地点为山东临沂、河南商丘、江西上高、湖南湘潭等4个淘汰母猪集中屠宰地

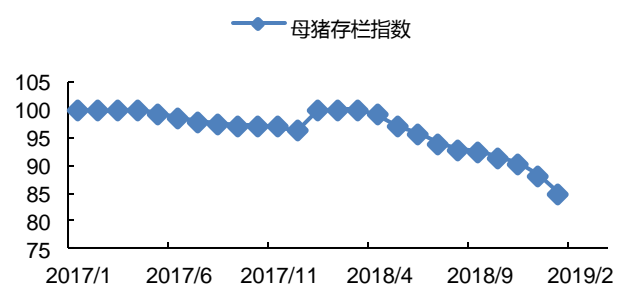
从产能去化情况来看，根据中国政府网数据，2019年2月全国能繁母猪存栏 2738 万头，同比大幅下降 19.8%，环比下降 5.0%；农业农村部畜牧业司监测母猪存栏指数下降幅度达 14.75%，而在疫情常态化背景下我们预计后期产能去化仍将持续。

图 10：能繁母猪存栏大幅下滑



资料来源：中国政府网、财富证券

图 11：母猪存栏指数显著下降



资料来源：农业农村部畜牧业司、财富证券

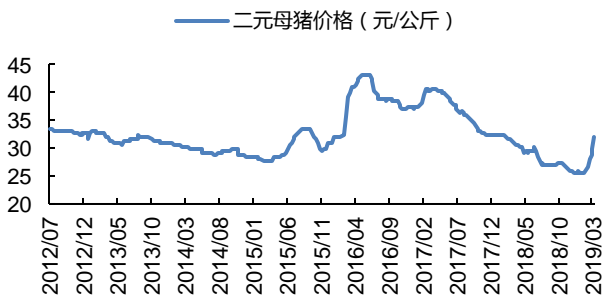
1.2.2 补栏积极性有所提升但实际增量有限

从母猪价格层面分析，二元母猪价格反映养殖户补栏积极性，2015年开始的猪周期母猪补栏高峰期自 2015 年底开始，由于正常母猪使用年限一般为 3-4 年，因此正常的母猪集中淘汰时间应该自 2018 年底至 2019 年开始，但非洲猪瘟疫情的爆发促使行业提前去产能，供给短缺逐步显现导致的猪价上涨带动养殖户补栏积极性提升。截至目前，全国二元母猪均价约为 32 元/公斤，自 2 月初的价格底部连续上涨，说明养殖户对后市猪价看好，补栏积极性相对有所提升。

按照养殖传导周期，二元母猪价格变化可以对未来一段时期内能繁母猪存栏和生猪价格走势产生滞后影响。对于自繁自养养殖户，一般会购买 4 月龄的后备母猪，饲养 4 个月成为能繁母猪，再进行配种、产仔、出栏，时间周期是 14 个月左右。因此即使考

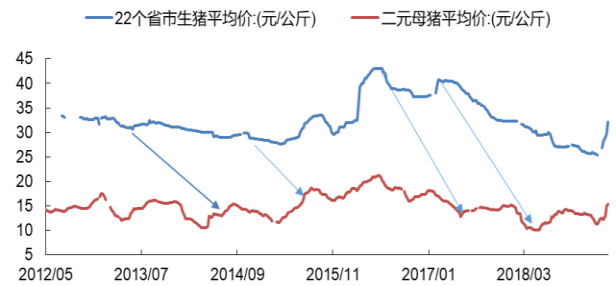
虑现在补栏二元母猪，传导到生猪供给端也将在 2020 年下半年。

图 12：二元母猪价格



资料来源：wind、财富证券

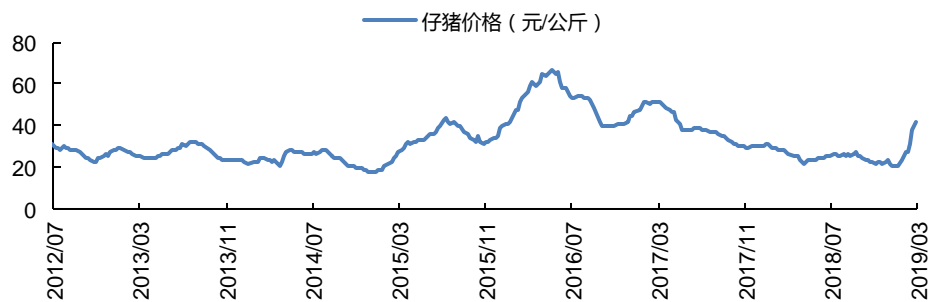
图 13：猪价走势延后二元母猪价格 14 个月



资料来源：wind、财富证券

从反映养殖户对短期猪价走势预期的重要指标-仔猪价格走势分析,2018 年 5 月-2019 年 2 月份,全国 22 省市仔猪价格维持在 21-27 元/公斤区间,处于 2014 年以来的较低水平,3 月份以来随着生猪价格快速上涨,仔猪价格也不断走高。截至 2019 年 3 月底,全国 22 省市仔猪平均价格已经超过 40 元/公斤,15 公斤的仔猪报价普遍在 600 元/头以上。仔猪价格的快速上涨一方面反映养殖户对后市生猪价格的普遍看好,但更重要的原因是能繁母猪存栏大幅下降导致的仔猪供给短缺,尤其是优质仔猪短缺更为严重。同时,据草根调研反馈,在非洲猪瘟疫情影响下,散户对于补栏观望态度依旧较浓,专业育肥的补栏热情普遍不高,主要是外购仔猪的大型养殖集团在积极补栏,但由于仔猪供给较为有限,因此实际增量并不多,2019 年下半年生猪供给紧张形势仍将持续。

图 14：仔猪价格走势



资料来源：wind、财富证券

2 非猪瘟疫情持续扩散，猪价上涨周期或拉长

2.1 非洲猪瘟疫情持续，供给增加弹性不足

截至到 2019 年 3 月 30 日,我国已累计发生非洲猪瘟疫情 114 起,涉及 28 个省份、直辖市,捕杀生猪百余万头。我们认为疫情的存在和持续将导致产能增加的弹性和速度下降,主要有三方面原因:一是疫情严重地区养殖户不敢补栏,或者补栏谨慎;二是由

于 2018 生猪养殖行业盈利下滑，部分地区养殖户出现资金困难，补栏意愿下降；三是养殖户即使补栏，但感染疫情的风险仍会使得产能增加的弹性下降。同时，参考 2006-2008 年由高致病性蓝耳病爆发引发的猪周期，我们认为此轮周期中非洲猪瘟对猪价带来的影响预计会更久。

图 15：近几轮猪周期猪价走势



资料来源：wind、财富证券

2006 年 6 月份，高致病性蓝耳在全国各地爆发，母猪和仔猪大面积死亡以及行业前期的亏损导致产能大幅下降（2007 年底母猪存栏同比下降幅度达 10%），猪价开启趋势性上涨行情，由 2006 年 5 月的低点 6.10 元/公斤涨至最高 2008 年 4 月份的 17.4 元/公斤，涨幅高达 185%，周期性上涨时间一共持续了 23 个月。由于疫情扩散导致生猪产能不断下滑，养殖户补栏积极性受挫，国家在 2007 年出台了一系列扶持生猪生产发展的政策，但是 2007 年生猪产能并未得到明显恢复，直到 2007 年 11 月我国成功研制出猪蓝耳病疫苗，养殖户的补栏热情才明显提升。之后，随着蓝耳疫情的消除、养殖高盈利带动补栏积极性的提升、以及 2009 年初的瘦肉精事件影响，猪价开始呈现震荡或下跌走势。

表 2：2007 年国务院出台一系列政策支持生猪生产发展

时间	文件	内容
2007.07	《关于促进生猪生产发展 稳定市场供应的意见》	实施能繁母猪补贴，启动母猪政策性保险，完善生猪良种繁育体系，支持标准化规模养殖场建设，给予生猪调出大县奖励，建立健全生猪疫病防控体系等
		<p>加大能繁母猪补贴政策支持力度：能繁母猪每头补贴 50 元上调为 100 元。</p> <p>继续扶持生猪规模养殖：坚持实施能繁母猪保险政策，对母猪保险实行单独核算，保额、保费和政府补助标准暂不调整。</p> <p>继续推进能繁母猪保险：2008 年，中央财政继续安排 25 亿元资金扶持一批生猪标准化规模饲养场（小区）基础设施特别是粪污处理设施建设，在资金分配上向生猪养殖重点地区倾斜。</p> <p>继续实行生猪良种补贴政策：对生猪良种场建设和开展人工授精所需的良种猪精液给予补贴，推进生猪品种改良。</p>
2007.12	国务院办公厅关于进一步	继续对生猪调出大县给予奖励： 完善对生猪调出大县奖励资金的分配和使用

扶持生猪生产稳定市场供应的通知

办法，切实发挥奖励资金的引导和带动作用。

切实抓好生猪防疫工作：继续抓好生猪强制免疫和高致病性猪蓝耳病等疫病的防控工作；进一步完善生猪防疫扑杀政策。

严格控制饲料价格上涨：要抓紧做好中央储备玉米对销区的调运和拍卖工作，控制饲料价格上涨，降低生猪生产成本。

继续加大信贷支持力度：银行业金融机构要加强和改进对发展生猪生产的金融服务，加大生猪产业链各环节信贷资金的投放力度，切实解决贷款难问题

继续落实规模化畜禽养殖用地政策：进一步明确促进规模化养殖用地的政策，切实解决发展规模化养殖用地需要。

资料来源：国务院办公厅、财富证券

针对此次非洲猪瘟疫情造成的能繁母猪、生猪存栏大幅下滑的形势，国家也出台了相应的促进产能提升的政策，2019年3月22日农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》，提出了七项政策措施稳定生产，包括加快落实稳定生猪生产发展、加强生产和市场监测预警、深入推进标准化规模养殖、调整优化生猪产业布局等具体措施，在各项保障措施的利好因素下，养殖户恢复产能或者扩产的意愿或有增加，但由于目前非洲猪瘟并没有有效的防疫及治疗手段，因此现阶段补栏的风险程度依然较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。我们预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在整体供给弹性不足的情况下，此轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点。

表 3：2019 年 3 月农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》

举措	内容
1 加快落实稳定生猪生产发展的政策措施	要求地方落实好非洲猪瘟强制扑杀补助、生猪调出大县奖励、能繁母猪和育肥猪保险等政策资金，支持生猪养殖场户尽快恢复生产
2 加强生产和市场监测预警	加快部省政务信息资源整合，推进生猪产业链监管监测信息一体化建设。加快推进龙头企业、规模养殖场数据直联直报。加大权威数据信息发布力度，促进增养补栏
3 优化疫情处置和调运监管	保障符合条件的种猪和仔猪调运，支持规模养殖场和屠宰场“点对点”生猪及产品调运，不得层层加码禁运限运。科学划定禁养区，对于超范围划定禁养区、随意扩大禁养限养范围等问题，要限期整改，不能一禁了之
4 深入推进标准化规模养殖	推动中央、省、市、县四级联创，高标准创建生猪标准化示范场。鼓励和支持有条件的小农户稳步扩大规模，发展规模适度、生产集约、管理先进、效益明显的现代家庭牧场
5 调整优化生猪产业布局	生猪自给率低的销区要积极扩大生猪生产，逐步提高生猪自给率。因客观条件限制，确实无法满足自给率要求的省份，要主动对接周边省份，合作建立养殖基地，提升就近保供能力
6 加强实用技术推广应用	总结推广适合本地区实际的生猪生物安全防护、清洗消毒等实用技术。加大生猪良种推广力度，切实提高母猪繁殖率和仔猪成活率。要加强实用技术培训，特别加大对种猪场和规模猪场的培训力度，切实提高防疫能力
7 强化组织保障	落实“菜篮子”市长负责制，压实生猪市场保供稳价的主体责任，提高生猪生产、市场流通、质量安全监管和调控保障能力。在稳定生猪生产发展的同时，统筹抓好牛羊肉和禽肉等畜产品供给，多渠道满足市场消费

资料来源：农业农村部、财富证券

表 4：高致病性蓝耳病与非洲猪瘟对比

	高致病性蓝耳病	非洲猪瘟
病原体	由猪繁殖与呼吸障碍综合征病毒（单股正链 RNA 病毒）引起	由非 ASFV 感染家猪和各种野猪引起一种急性、出血性、烈性传染病，病毒基因组为双股线状 DNA
发病机理	可通过血液循环穿过胎盘使胎猪受到感染，从而引起妊娠后期母猪流产等繁殖障碍	可经过口和上呼吸道系统进入猪体，在鼻咽部或是扁桃体发生感染，病毒迅速蔓延到下颌淋巴结，通过淋巴和血液遍布全身
传播途径	接触感染、空气传播和精液传播，也可通过胎盘垂直传播。易感猪可经口、鼻腔、肌肉、腹腔、静脉及子宫内接种等多种途径而感染病毒，猪感染病毒后 2~14 周均可通过接触将病毒传播给其他易感猪	一般认为，ASFV 传入无病地区都与来自国际机场和港口的未经煮过的感染猪制品或残羹喂猪有关，或由于接触了感染的家猪的污染物，胎儿，粪便，病猪组织，并喂了污染饲料而发生
发病率 & 致死率	临诊上可分为急性型、慢性型、亚临诊型：急性型母猪流产率可达 50%~70%，死产率可达 35% 以上，断奶前仔猪死亡率可达 80%~100%；慢性型猪群表现为生产性能下降，生长缓慢；亚临诊型感染猪不发病	发病率通常在 40%-85% 之间，死亡率因感染的毒株不同而有所差异。高致病性毒株死亡率可高达 90-100%；中等致病性毒株在成年动物的死亡率在 20%-40% 之间，在幼年动物的死亡率在 70%-80% 之间；低致病性毒株死亡率在 10%-30% 之间。
潜伏期 & 死亡期	本病的潜伏期差异较大，引入感染后易感猪群发生 PRRS 的潜伏期，最短为 3 天，最长为 37 天；低毒株可引起猪群无临床症状的流行，而强毒株能够引起严重的临诊疾病	感染潜伏期 5~9 天，临床实验感染则为 2~5 天，发病时体温升高至 41℃，约持续四天，直到死前四十八小时
环境抵抗力	在 4℃ 下仅存活一个月，37℃ 存活 18h，56℃ 存活 15min 以内，干燥可很快使病毒失活	非洲猪瘟病毒可分为几个抗原型，对外界环境抵抗力很强，在低温暗室内存在血液中的病毒可生存 6 年，室温中可存活数周，在 23℃ 的土壤内可存活 120 天，在热带的污染圈内能存活 2 周以上，在温带的污染圈须停用 3 个月才失去传染性。
防疫措施	2007 年我国研制出蓝耳病疫苗，实验室免疫保护率为 80%	尚无有效疫苗或兽药
国内第一例感染时间	2016 年 06 月首次在江西省发现	2018 年 8 月 3 日沈阳确诊首例非洲猪瘟疫情
捕杀量	2016 年因“高热病”发病生猪 379.88 万头，死亡 99.2 万头	截至 2019 年 1 月 14 日，曾有 24 个省份发生过家猪和野猪疫情，累计扑杀生猪 91.6 万头

资料来源：中国动物保健、财富证券

2.2 产业升级，生物安全和精细化管理成为企业生存关键

非洲猪瘟自 1921 年在肯尼亚发现以来已经存在近百年，全世界范围内仍没有研制成功有效的疫苗，主要因非洲猪瘟病毒基因类型多，数量庞大，免疫逃逸机制复杂多样，可逃避宿主免疫细胞的清除，导致现有疫苗效果很差，无法达到有效防控非洲猪瘟的目的，出现疫情唯一的方法只能是扑杀。我国自 2018 年 12 月份启动对非洲猪瘟疫苗的研究，参考当年猪蓝耳病疫苗的研制成功是在疫情爆发的一年半之后，并结合目前的研究进展，我们预计非洲猪瘟疫苗到市场阶段可能至少需要两年时间。在非洲猪瘟疫情持续扩散的背景下，生猪产业的生物安全及精细化管理将是决定企业生存的关键，生猪产业

结构亦将不断升级。

非洲猪瘟在没有有效疫苗防控形势下，养殖企业的生物安全和精细化管理措施将是影响企业生存的关键因素。以非洲猪瘟防疫失败的俄罗斯为例，其疫情发展多年仍未得到彻底根除，与其生猪产业规模化集约化水平有直接关系。俄罗斯主要以小规模农场为主，存在大量的养殖散户，小规模饲养户一方面饲养密度高、生物防疫措施不到位，另一方面主要是泔水喂养，这种养殖体系是极易引发并感染非洲猪瘟疫情。

虽然我国生猪产业规模化程度在不断提升，但小规模散养户的比重仍较大，2017年我国生猪出栏量在1-49头、50-99头、100-499头的养殖户数量占比分别为94.36%、3.35%、1.69%，出栏规模在50000头以上的养殖户仅有311个。而以中小型养殖户为主的养殖模式在疫情发生时往往首当其冲，从我国非洲猪瘟确诊病例便可看出。截至到2019年3月30日，农业农村部公布的114例非洲猪瘟疫情中，养殖规模在1-99头、100-1000头的养殖户发生疫情分别为28起、51起，占比分别为24.56%、44.74%；养殖规模在1000-4999、5000-9999头的养殖场发生疫情分别为14起、7起，占比分别为12.28%、6.194%；万头以上的大型养殖场仅发生6起，占比5.3126%。虽然大型养殖场也有发生的情况，但因其生物安全及管理较为完善，因此相对小型养殖户及中小型养殖场更具优势。

表 5：不同出栏规模分布情况

	养殖户/场数量（个）	养殖户数占比
1-44	40,205,599	94.3584%
50-99	1,428,631	3.3529%
100-499	718,590	1.6865%
500-999	167,224	0.3925%
1000-2999	64,436	0.1512%
3000-4999	13,301	0.0312%
5000-9999	7,079	0.0166%
10000-49999	4,261	0.0100%
≥50000	311	0.0007%

资料来源：中国畜牧业年鉴、财富证券

表 6：我国非洲猪瘟疫情情况

养殖规模：（头）	数量：（起）	占比
1-99	28	24.56%
100-499	51	44.74%
500-1000	8	7.02%
1000-4999	14	12.28%
5000-9999	7	6.14%
≥10000	6	5.26%
合计	114	100.00%

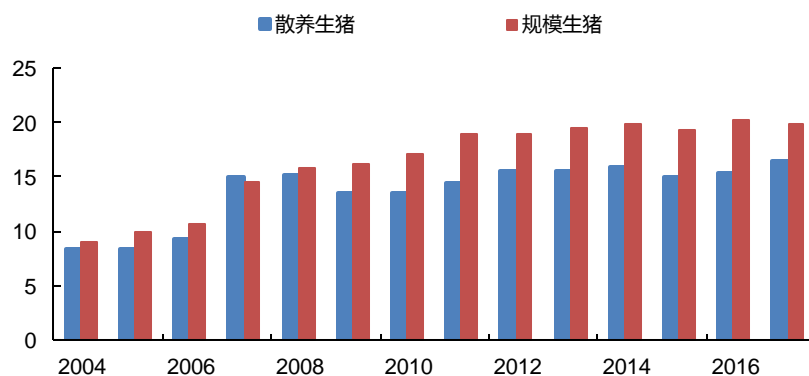
资料来源：农业农村部、财富证券

生猪产业的生物安全问题表现在引种、饲养、运输等各个环节，开放的生产环境是防控非瘟的最大敌手。

从引种来看，外部引种是非瘟最前端的隐患来源，而绝大部分小型养殖场及散户都不具备种猪群，外购种猪及仔猪无疑增加了感染风险。饲养环节的饲料来源、喂养方式、防疫及消毒都是至关重要的，从目前我国非洲猪瘟防控措施来看，虽然国家已经禁止泔水喂养（据统计，我国已发生的疫情中，约60%以上与使用泔水喂猪有关），但基于利益出发，小型养殖场及散养户泔水及餐厨垃圾喂养的情况仍然存在。

防疫方面，目前我国散户对防疫的重视度远远不够。据统计，2018年散户在头均生猪的医疗防疫费用支出为16.43元，占直接成本比重为1.10%，低于规模猪场头均19.33元、占直接成本比重1.26%的防疫费用，而防疫措施的减弱不仅会使猪群染病风险增加，同时猪群感染其他疾病后造成的免疫力下降也会在一定程度上增加感染非瘟的可能。

图 16：不同规模生猪养殖户防疫费用（单位：元/头）



资料来源：wind、财富证券

运输方面，车辆管理是卖猪过程中非常关键的环节，最近发生的疫情多因车辆运输有关，而解决这种风险的最好办法是在养殖场3公里外建立中转站收猪，且中转车辆必须清洗、消毒并经历隔离后才能再次运输，但这种方式是很多中小型养殖场无法做到的，散户更没有这种动力。

综上，我们认为生猪产业生物安全水平的提升将进一步加快散户的淘汰，提升行业集约度，并提升养殖业的技术门槛，未来具备全产业链管理优势的企业将会是非洲猪瘟疫情下的真正受益者。

3 当前养猪股处于什么阶段

从上次猪周期来看养猪板块上市公司表现，我们认为养殖板块投资可以分为三个阶段：

1、预期阶段：也是资产负债表修复阶段，这个阶段的关键是预期，当行业陷入亏损，盈利下滑情况下产能逐步淘汰，当产能淘汰的程度超出市场预期时公司股价出现持续上涨，这也是此轮亏损周期下养殖板块上市公司股价大幅上涨的原因。不同于上一轮周期的连续两年出现季度亏损，此轮周期亏损时间仅有半年，紧接着是非洲猪瘟疫情扩散导

致的行业主动去产能，且由于养殖规模化快速发展，上市公司大幅扩张产能，此轮周期市场预期明显提升。

2、猪价开启上涨，上市公司利润表修复阶段：一般也是公司股价上涨幅度最大的阶段，猪价上涨带动公司业绩改善，养猪股估值逐步修复。

3、猪价高位震荡，业绩兑现阶段：上一轮周期中，2016年2月-7月猪价持续震荡运行在18-20元/公斤范围，高猪价带来的高业绩在养殖类上市公司一季报中完全兑现，相关个股股价持续上涨至高位，但走势分化也开始形成。

表 7：养猪股股价涨跌幅

代码	公司	2018.10-2019.03	14.10-15.02	15.03-15.08	16.02-16.07
300498	温氏股份	36.8%	-	-	7.8%
002714	牧原股份	80.4%	26.3%	126.1%	4.0%
002157	正邦科技	185.9%	39.7%	106.5%	51.8%
002124	天邦股份	108.4%	18.7%	129.1%	1.7%
002477	雏鹰农牧	40.2%	6.3%	92.5%	28.9%
002567	唐人神	93.1%	30.3%	34.8%	35.8%
000876	新希望	91.4%	34.4%	22.3%	-3.9%
002548	金新农	28.3%	27.4%	54.8%	49.2%
002385	大北农	21.2%	56.1%	25.1%	24.3%
600975	新五丰	93.9%	105.5%	21.0%	92.1%
算术平均		78.0%	38.3%	68.0%	29.2%
000300	沪深 300	18.3%	64.0%	14.0%	11.1%
000001	上证综指	14.9%	60.7%	19.8%	10.4%

资料来源：wind、财富证券

从统计的养猪股股价涨跌幅来看，新一轮周期的预期阶段养猪股股价已经出现大幅上涨，超额收益明显，市场对未来养猪股能否继续上涨存疑，我们以下从成长和估值角度进一步分析。

3.1 产业变革阶段，上市公司成长属性不可忽视

虽然我国的生猪价格呈现一定的周期性，但生猪产业却正处于规模化和市场集中度快速提升的关键时期。2018年我国前十大养猪企业市占率仅为8.10%左右，行业规模最大企业温氏股份出栏量2018年预计生猪出栏2230万头左右，市占率仅为3.2%，第二大企业牧原股份出栏1101万头左右，市占率仅1.6%。对比生猪产业成熟度较高的美国市场发现，2015年美国前十大生猪养殖企业市占率高达41.2%，其中前五大市占率为30.9%，市占率最高的Smithfield Foods达到14.5%。目前，我国生猪养殖产业正处于结构性调整的过程中，行业集中度和养殖规模化的快速提升都将是必然趋势，而从生猪产业市场空间和集中度提升来看，养猪企业的成长空间都是十分巨大的。而在非洲猪瘟疫情的常态化背景下，生产管理粗放，资金实力不足的中小养殖户将加速淘汰，大型养殖集团虽然也有感染疫情的风险，但由于产能布局较为分散且防疫措施更加严格，即使短期产能有

缩减的可能，长期仍有望凭借资金、管理、规模及完善的产业链布局优势实现市占率的快速提升。因此在产业变革阶段，养殖上市公司产能扩张带来的成长属性不容忽视。

表 8：中美前十大养殖企业市占率对比

中国（2018 年）			美国（2015 年）	
排名	企业	占比	企业	占比
1	温氏股份	3.2%	Smithfield Foods	14.50%
2	牧原股份	1.6%	Triumph Foods	6.50%
3	正邦科技	0.8%	Seaboard Crop	3.70%
4	新希望六和	0.4%	The Maschhoffs	3.30%
5	正大集团	0.4%	Preatage Farms	2.90%
6	中粮肉食	0.4%	Iowa Select Farms	2.80%
7	雏鹰农牧	0.3%	The Pipestone Farms	2.40%
8	襄大农牧	0.3%	Cargill	2.10%
9	天邦股份	0.3%	The Carthage System	1.60%
10	广西扬翔	0.3%	AMVC Management Services	1.40%
	合计（前十）	8.1%	合计（前十）	41.20%

资料来源：公司财报、富证券

根据养殖类上市公司数据显示：温氏股份生猪出栏量从 2011 年的 664 万头增加至 2018 年的 2230 万头，预计 2019/2020 年将分别达到 2400/2800 万头，年均复合增速达到 17.3%；牧原股份生猪出栏量由 2013 的 130 万头增加到 2018 年的 1011 万头，预计 2019/2020 年将达到 1400/1800 万头，年均复合增速高达 46%；正邦科技和天邦股份 2019/2020 年预计生猪出栏量分别为 750/1000 万头和 350/500 万头，同比分别增长 35.4%/33.3%、61.3%/42.9%。上市公司产能扩张叠加猪价上涨周期的来临，量价齐增将带动企业业绩显著提升。

表 9：主要养猪企业在建工程、固定资产变化（单位：亿元）

	在建工程					固定资产				
	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3
温氏股份	38.55	36.08	38.75	34.73	42.20	124.05	144.38	149.05	153.28	157.48
牧原股份	13.64	14.98	20.39	19.86	27.38	90.81	105.97	113.45	122.80	126.82
正邦科技	27.04	22.26	22.70	30.44	36.83	9.30	51.48	66.63	66.37	68.31
天邦股份	3.51	1.73	4.20	7.07	8.53	11.19	14.29	14.58	15.59	16.18

资料来源：公司公告、财富证券

表 10：主要养猪企业生产型生物资产变化（单位：亿元）

	生产性生物资产					产能(万头)			
	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2017	2018	2019E	2020E
温氏股份	31.47	32.05	33.66	35.24	36.17	1904	2229	2400	2800
牧原股份	12.55	14.02	16.34	15.02	14.24	724	1101	1400	1800
正邦科技	10.38	9.80	12.88	13.69	13.38	342	554	750	1000
天邦股份	3.03	3.60	4.17	4.85	96.70	101	250	350	500

资料来源：公司公告、财富证券

3.2 估值仍有提升空间

对于养猪股估值，我们分别采用市场较为认可的头均市值、PE 以及 PB 三个指标进行分析。

头均市值估值法：头均市值法是通过测算一轮完整猪周期中上市公司平均每头出栏所创造的利润（头均利润），然后给予周期股 10-15XPE 计算出的头均市值。一般头均市值法在周期底部用来评估公司资产是否被低估，也成周期底部合理市值。头均市值会随着周期上行而逐步抬升，并在猪价景气高点时达到最高。

我们选取养猪类上市公司的温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份来计算头均市值的变化规律。2010-2018 年温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均利润分别是 295 元/头、309 元/头、133 元/头、115 元/头。由于龙头企业温氏股份、牧原股份管理体系及成本控制能力优异，给予其 13-15XPE 估值，周期底部合理头均市值中值分别为 4130 元/头、4326 元/头，正邦科技、天邦股份虽然是后起之秀，但其成本控制以及成长属性逐步被市场认可，头均盈利的改善有望带动估值回升，给予其 13XPE，周期底部合理头均市值分别为 1729 元/头、1495 元/头。

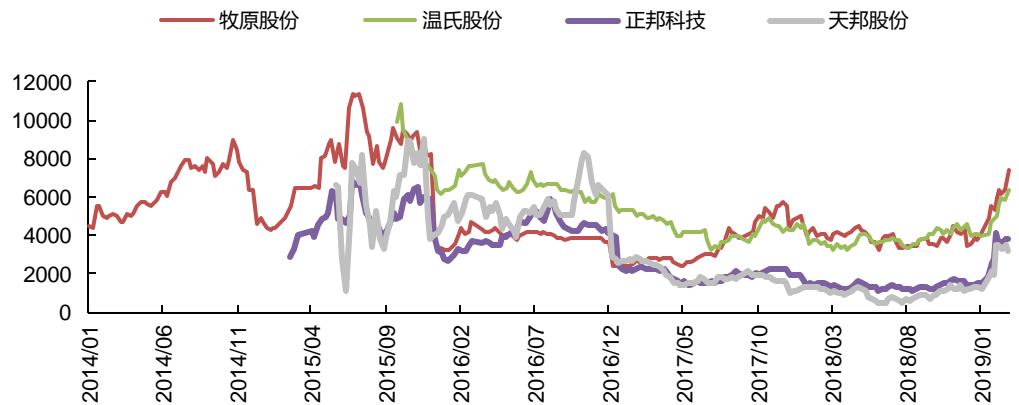
表 11：养猪上市公司盈利情况

公司	项目	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	平均头均盈利（元）
温氏股份	出栏量(万头)	505	664	814	1013	1218	1535	1713	1904	2230	
	头均盈利(元)	158	497	233	193	82	326	730	357	80	295
牧原股份	出栏量(万头)	36	61	92	131	186	192	311	724	1111	
	头均盈利(元)	197	572	338	210	26	310	740	328	64	309
正邦科技	出栏量(万头)	-	-	-	-	-	158	226	342	554	
	头均盈利(元)	-	-	-	-	-	76	397	102	-44	133
天邦股份	出栏量(万头)	-	-	-	-	-	42	58	101	227	
	头均盈利(元)	-	-	-	-	-	-48	431	158	-80	115

资料来源：wind、财富证券

2016 年猪价高景气年份温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均盈利分别为 730 元/头、740 元/头、397 元/头和 431 元/头，上一轮周期中最高头均市值分别为 10854 元/头（2015 年 11 月）、11352 元/头（2015 年 8 月）、6792 元/头（2015 年 7 月）、9042 元/头（2015 年 12 月），相比历史最高头均市值，当前各上市公司的头均市值仍有一定提升空间。

图 17：养猪股头均市值变化（单位：元/头）



资料来源：wind、财富证券

备注：头均市值=总市值/下一年度生猪出栏量；温氏股份剔除 300 亿黄羽鸡业务市值；正邦科技剔除 20 亿饲料业务；天邦股份剔除 30 亿动保及饲料业务。

PE 估值法：周期上行阶段以及周期高点采用 PE 估值法。参考近三次猪周期的猪价走势情况，一般猪价在拐点来临时均会出现二次探底情况，即猪价底部呈现 W 走势，由于目前行业去产能的深度是历史未有的，我们判断新一轮猪周期拐点已经到来。基于谨慎性原则，我们对 2019、2020 年猪价进行中性假设，假设 2019、2020 年生猪均价分别为 15.00 元/公斤（+20%）、18.00 元/公斤（+25%），那么四家主要养猪上市公司利润情况如下图。

表 12：养猪上市公司估值分析

公司	项目	2015	2016	2017	2018E/A	2019E	2020E
温氏股份	出栏量（万头）	1535	1713	1904	2230	2400	2800
	头均盈利（元）	326	730	357	80	282	621
	净利润		117.90	67.51	39.62	77.01	164.21
	PE				52	26	12
牧原股份	出栏量（万头）	192	311	724	1111	1400	1800
	头均盈利（元）	310	740	328	64	341	671
	净利润		23.21	23.65	5.2	40.18	106.02
	PE				253	33	12
正邦科技	出栏量（万头）	158	226	342	554	750	1000
	头均盈利（元）	76	397	102	-44	216	540
	净利润		10.46	5.26	1.82	14.12	46.13
	PE				206	27	8
天邦股份	出栏量（万头）	42	58	101	227	350	500
	头均盈利（元）	-48	431	158	-80	218	545
	净利润		3.73	2.62	-5.70	6.99	22.59
	PE				-35	34	9

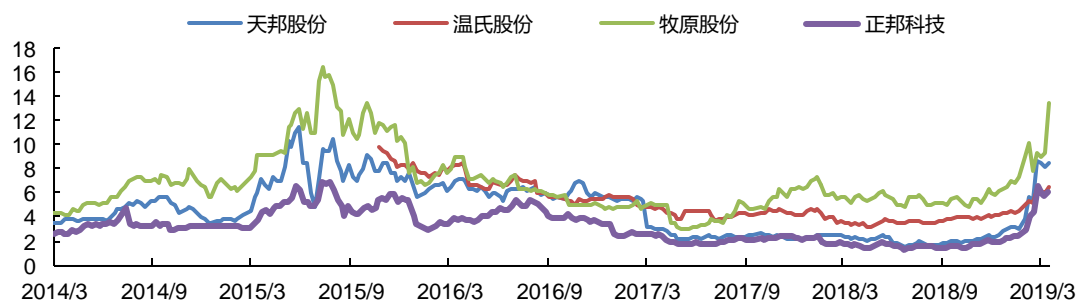
资料来源：公司公告、财富证券

截至 2019 年 3 月 30 日，温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份股价对应 2019 年 PE 分别为 26X/33X/27X/34X，对应 2020 年 PE 分别为 12X/12X/8X/9X。而在上一轮周期中温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份头均市值最高时对应的第二年 PE 基本在 13-20X 区间。因此 PE 估值法下养猪上市公司估值仍有提升空间。

PB 估值法：对于周期性行业而言，当周期下行、上市公司处于盈利底部甚至是亏损状态时，市场一般按照 PB 进行估值。统计上一轮周期各主要养猪上市公司 PB 变化发现，温氏股份、牧原股份、正邦科技、天邦股份 PB 最高分别为 10.9X/16.4X/7.0X/11.4X，截至 2019 年 3 月 30 日，以上四家上市公司 PB 分别为 6.4X/13.4X/6.0X/8.4X，其中正邦科技由于在 2015 年之前饲料业务占主要部分，因此 PB 相对较低，但随着公司养猪业务的快速发展，公司 PB 亦逐步向同行业其他上市公司靠拢。结合四家上市公司历史 PB 情况，我们认为目前养猪股 PB 虽处于不断上升趋势，但相比历史高点仍有一定提升空间。

综合以上三种估值方法，我们认为当前养猪股的估值仍处于合理水平，且随着周期反转的进一步确立，猪价趋势性上涨有望带动养猪上市公司进入量利齐升阶段，即配置第二阶段。

图 18：主要养猪上市公司 PB 变化



资料来源：wind、财富证券

4 投资建议：周期反转进一步确立，养猪股迎配置第二阶段

4.1 生猪养殖板块有望迎来量价齐升

短期来看，随着猪源供给短缺日益显现以及下游消费逐步回暖，猪价有望在二季度迎来趋势性上涨行情，养猪板块上市公司也将在经历 2018、2019Q1 业绩低谷后迎来利润表修复阶段。中期来看，非洲猪瘟疫情扩散导致的产能去化情况仍将持续，虽然国家出台一系列促进产能恢复的政策，但疫情的不确定性导致的现阶段补栏风险程度依旧较高，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察。预计行业或在较长时间内面临一边补栏一边因为疫情去产能的情况，因此在行业供给弹性不足的情况下，预计此轮周期的上行阶段持续时间将更长，猪价高点有望突破上一轮周期高点，生猪养殖板块有望迎来量价齐升。

继续推荐生猪养殖龙头温氏股份、牧原股份，同时推荐出栏量快速增长的正邦科技、天邦股份、新希望等弹性品种。

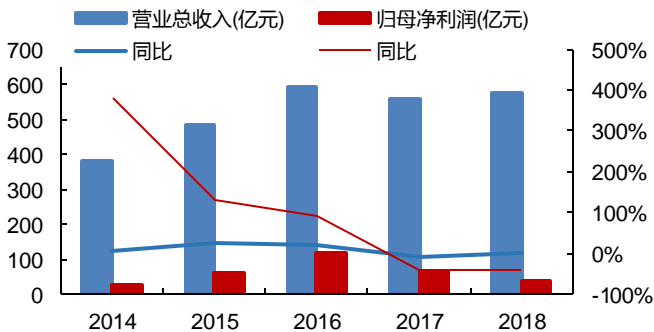
4.2 重点公司介绍

4.2.1 温氏股份 (300498.SZ)：“公司+农户”养殖典范，产能稳步扩张

公司是“公司+农户（或家庭农场）”的养殖模式的典范，已形成完整的畜禽养殖一体化产业链模式，其在原料采购、育种技术、信息技术等方面具备的核心竞争力使其生产成本远低于行业平均水平。截至 2018 年三季度末，公司固定资产、在建工程、生产性生物资产同比分别增长 27.0%/9.5%/14.9%，预计公司 2018-2020 年生猪产能分别为 2230、2400、2800 万头，非洲猪瘟疫情扩散形势下公司出栏量保持稳健增长，公司养殖模式较为分散，相比自繁自养更具防疫优势，未来有望充分受益于猪价上涨。同时，公司黄羽鸡业务盈利稳定，随着公司不断加码下游屠宰、加工业务，预计畜禽业务的盈利能力也将进一步提升。预计公司 2018/2019/2020 年营收分别为 573.09/651.71/806.23 亿元，净利润分别为 39.62/77.01/164.21 亿元，EPS 分别为 0.75/1.45/3.09 元，目前股价对应 2019、2020 年 PE 分别为 26.5/12.5 倍，维持“推荐”评级。

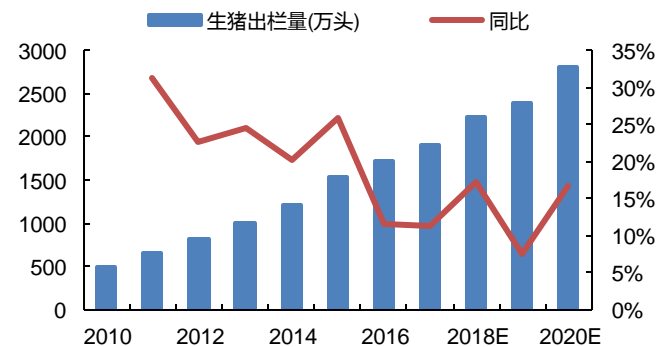
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期等。

图 19：温氏股份营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 20：温氏股份生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

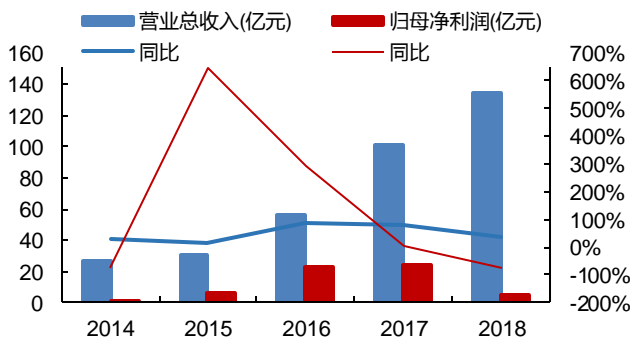
4.2.2 牧原股份 (002714.SZ)：出栏保持高增长，猪价反转有望带动业绩回升

公司拥有集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，技术、管理、防疫等方面的综合优势使得公司完全养殖成本低于行业平均水平。2018 年公司养殖完全成本约 11.5 元/千克，优于行业 13.0 元/千克的平均水平。截至 2018 年 12 月底，公司固定资产、在建工程、生产性生物资产同比分别增长 27.8%/145.7%/4.2%。在非洲猪瘟疫情影响下，行业大部分公司产能扩建步伐放缓，公司 2018 年资本开支虽同比下滑 19.5%，但单四季度仍环比增长 100%+，在公司土地储备充裕、融资渠道较为丰富情况下，预计后期建设仍将顺利推进。预计公司 2019-2021 年生猪出栏规模为 1400、1800、2200 万头，同比分别增长 27.1%、28.6%、22.2%。

目前公司生猪产能约 64% 位于河南地区，四川、湖北、山东分别为 7%、7%、4%、4%。由于河南、山东地区受非洲猪瘟疫情较为严重，产能去化程度高于全国水平，公司有望充分受益于产能供给缺口带来的高猪价行情。预计公司 2019/2020/2021 年营收分别为 216.27/330.42/390.10 亿元，净利润分别为 39.98/105.32/113.29 亿元，EPS 分别为 1.92/5.05/5.43 元，目前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 29.08/11.04/10.26 倍，维持“推荐”评级。

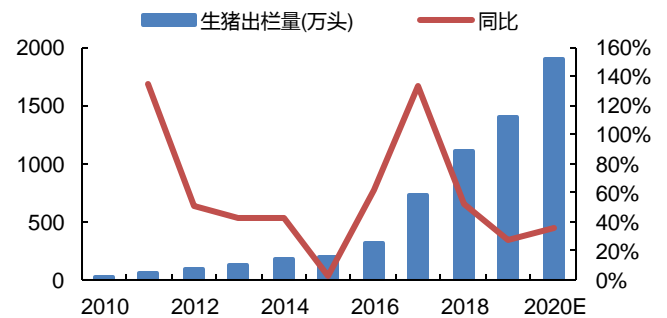
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期等。

图 21：牧原股份营收及归母净利润



资料来源：wind、财富证券

图 22：牧原股份生猪出栏量



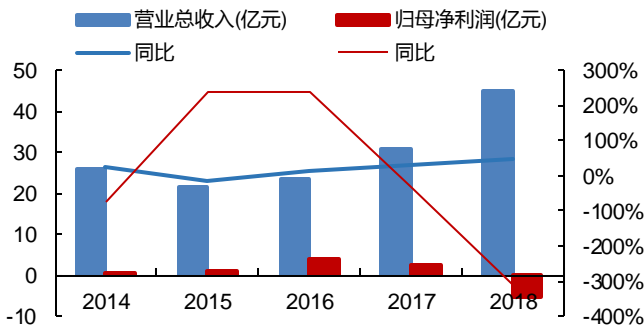
资料来源：公司年报、wind、财富证券

4.2.3 天邦股份 (002124.SZ)：出栏快速增长，周期回升带来业绩拐点

2018 年公司生猪出栏 217 万头，同比增长超 100%，截至 2018 年 9 月末，公司生产性生物资产、固定资产及在建工程分别比期初增长 74.3%、44.6%、143.0%，产能扩张速度超过同行业可比公司，预计 2019-2020 年出栏量分别为 350、500 万头。成本方面，得益于公司先进的育种技术以及猪厂管理经验，2018 年前三季度公司育肥猪全成本约 12.4 元/公斤，养殖效率不断提升，虽然非洲猪瘟疫情的发生将提升行业内养殖企业的完全养殖成本，但在猪价上行阶段，成本差异的重要性将让位于高猪价。另外，公司饲料、动保业务较为稳健，预计可贡献稳定利润，预计公司 2018/2019/2020 年营收分别为 45.20/80.01/121.0 亿元，净利润分别为 -5.52/5.92/21.62 亿元，EPS 分别为 -0.50/0.51/1.86 元，目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 34.23/9.38 倍，给予公司“推荐”评级。

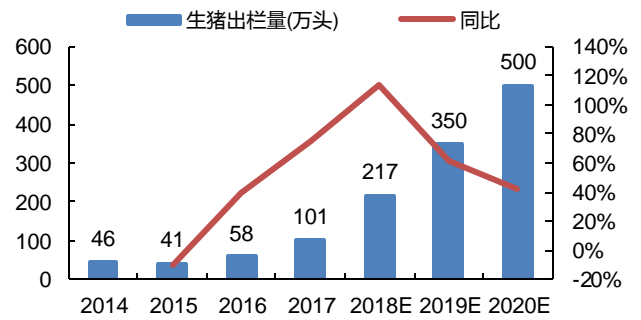
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期。

图 23：天邦股份营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 24：天邦股份生猪出栏量



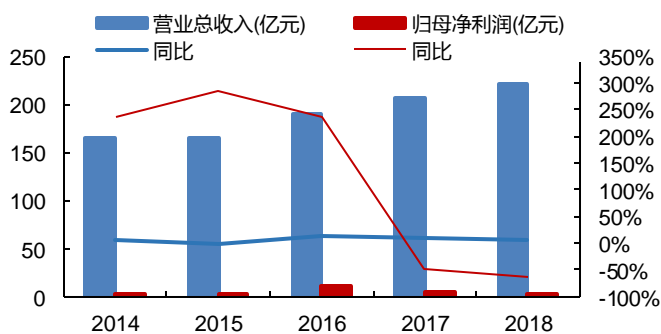
资料来源：公司年报、wind、财富证券

4.2.4 正邦科技 (002157.SZ)：出栏快速增长，公司业绩弹性巨大

公司是国内大型生猪养殖企业，已构建了从“饲料→兽药→种猪繁育→商品猪养殖”的一体化农牧产业链。2018 年公司生猪出栏量为 554 万头，同比增长 61.9%，出栏规模在 A 股生猪养殖类上市公司中排名第三。截至 2018 年 9 月末，公司生产性生物资产、固定资产及在建工程同比分别增长 28.9%、38.9%、36.2%，产能扩张快速推进，预计 2019-2020 年出栏量分别为 750、1000 万头。成本方面，2018Q3 公司养殖完全成本已降至 12.3-12.4 元/公斤，未来随着自建产能的释放以及内部服务管理水平的提升，养殖成本仍有较大改善空间。产能布局方面，公司产能较为分散，其中山东、广东、江西湖北四省合计产能 60%、东北三省 10% 左右，江苏、北京、安徽、四川 1%-5% 不等，较为分散的产能布局更有助提升抗疫情风险能力。预计公司 2018/2019/2020 年营收分别为 220.78/292.03/364.28 亿元，净利润分别为 1.87/14.12/46.13 亿元，EPS 分别为 0.08/0.60/1.95 元，目前股价对应 2019-2020 年 PE 分别为 27.35/8.37 倍，给予公司“推荐”评级

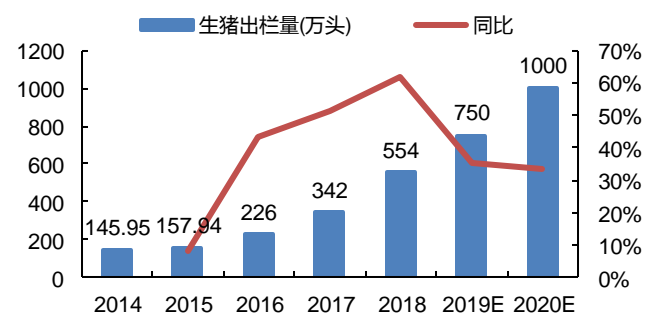
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期。

图 25：正邦科技营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 26：正邦科技生猪出栏量



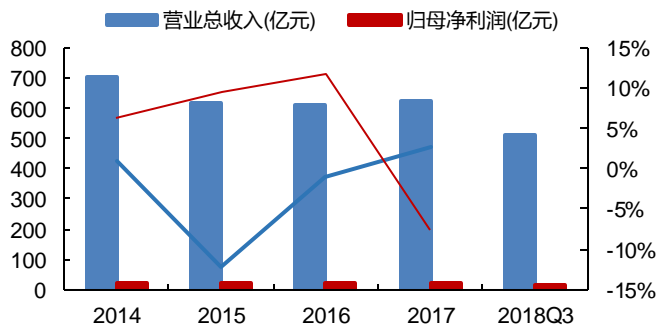
资料来源：公司年报、wind、财富证券

4.2.5 新希望 (000876.SZ)：一体化大型农牧企业，养猪业务有望贡献较大业绩增量

公司是国内少有的集“饲料-养殖-屠宰-肉制品”为一体的大型农牧企业，2016年公司提出88亿元生猪养殖战略规划，采用“公司+规模农户”等方式大力发展养猪业务。近几年公司养殖量出现快速增长，由2015年的87万头增长至2018年的255万头左右（调整后口径），年均复合增速高达43%，随着公司在建以及筹建项目的完工，公司生猪量将继续保持高速增长。根据公司规划，预计2019-2020年出栏量分别为350、700万头，随着猪价进一步上涨，生猪养殖业务将成为公司业绩的主要增长点。其他业务方面，我们判断2019年禽链景气度将好于2018年，公司禽养殖有望一定业绩增量；饲料业务有望维持小幅增长；屠宰及肉制品加工业务有望随着产品结构和渠道结构上的持续优化而保持稳健增长。预计公司2018/2019/2020年营收分别为657.58/728.46/903.88亿元，净利润分别为18.25/35.93/65.14亿元，EPS分别为0.43/0.85/1.54元，目前股价对应2019-2020年PE分别为14.93/8.23倍，给予公司“推荐”评级。

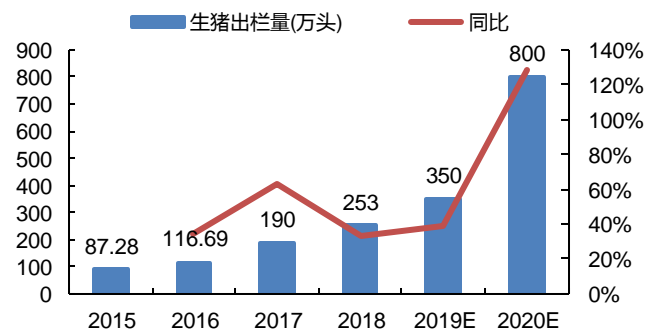
风险提示：猪价大幅下跌、疫情风险、产能扩张不及预期、饲料销量不及预期。

图 27：新希望营收及归母净利润情况



资料来源：wind、财富证券

图 28：新希望生猪出栏量



资料来源：公司年报、wind、财富证券

5 风险提示

疫情风险：2018年8月以来爆发的非洲猪瘟疫情对生猪养殖行业产生了重大的影响，如果上市公司疫病防控体系执行不力，或将可能面临生猪发生疫病所引致的产量下降、盈利下降、甚至亏损等风险。

生猪价格波动风险：商品猪市场价格的周期性波动导致生猪养殖行业的毛利率呈现周期性波动，如果生猪销售价格出现大幅下降，则生猪养殖企业或将面临业绩难以保持增长，甚至大幅下降、亏损的风险。

原材料价格波动的风险：小麦、玉米、豆粕等主要原材料成本合计占养猪企业营业成本比重在60%以上，因此原材料价格大幅波动会对企业的主营业务成本、净利润均产生较大影响。

自然灾害风险：养殖业的生产经营会受到风灾、水灾、雪灾、地震等自然灾害的影响。如若发生自然灾害，可能造成生猪养殖场建筑及设施的损坏，并可能导致生猪死亡，由此给企业带来直接损失。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438