

生猪行业深度报告系列三

周期反转在即，决胜养殖布局

超配

核心观点

猪周期：预计2022年底到2023年上半年启动产能反转。新一轮猪周期更类似“2008-2011年猪周期”，都是疫情后的首轮市场化猪周期，因此周期时间跨度可能略短，而不是被拉长；2022年更类似于2010年，周期虽未反转，但反转在即。现金与信心成为判断新一轮猪周期反转的主要矛盾。一方面，养殖高成本和现金损耗力度支持周期反转逻辑；另一方面，养殖户对2022下半年的猪价乐观，信心比现金重要，行业态度乐观不支持周期马上反转。但是我们认为养殖户对下半年猪价的乐观态度会让下半年的猪价反弹持续高度不及预期，2022年底时行业现金有望进一步损耗，在猪价不及预期后养殖户的信心或将发生改变，行业加快产能去化，猪周期迎来反转高光时刻。

生猪板块：农民产能占比仍大，养殖股以时间换取空间。2020年散养户的产能占比依然接近45%，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长的可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。此外，规模养殖的浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性。养殖规模不经济是伪命题，从动态思维看，随着人均工资提升，散户退出历史舞台具有必然性。如果散户退出市场，不同的规模企业间相比，就会出现明显的规模经济。据我们对上市公司的复盘，大部分养殖公司在行业集中的过程中，均表现出较好的成长性，牧原股份表现尤为突出，非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够。

禽板块：猪鸡反转均同步，珍惜低估值的禽板块。禽供给方面，鸡肉的生产效率高，产能恢复速度较快，因此除大规模的疫情外，禽供给端很难驱动大的板块逻辑。但如果猪周期反转，猪肉消费量快速转移到鸡肉，需求端大幅波动会直接带动禽盈利反转，因此我们认为禽板块大机会一般都是需求端驱动，未来猪周期反转有望提振禽板块。当前白羽鸡板块估值水平处于历史最低水平，考虑到短期行业因深度亏损带来的产能去化较大和相关产品价格的快速修复，看好行业的估值修复，尤其看好白马股，重点推荐：圣农发展。

投资建议：以长线思维决胜猪周期，把握养殖布局最好阶段。2022Q1基金对生猪板块的增持明显，其中华统股份与牧原股份表现尤为突出。我们认为机构左侧布局核心还是基本面驱动：低猪价与高饲料价的共振，加快养殖亏损，现金损耗加快，加速周期反转。短期，猪价或将迎来季节性反弹，会弱化产能去化逻辑，假如板块回调，应该是布局养殖板块最好的阶段。具体标的上，从成长空间和弹性角度来看，核心推荐：华统股份、傲农生物、天康生物、东瑞股份、新希望、天邦股份、唐人神、中粮家佳康等猪标的，以及春雪食品、益生股份、仙坛股份、立华股份、湘佳股份等禽标的；另外，白马股核心推荐圣农发展和牧原股份。

风险提示：不可控动物疫情引发的潜在风险；原材料价格剧烈波动的风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
002840	华统股份	买入	15.90	7,513	0.09	3.21	177	5
002299	圣农发展	买入	16.30	20,277	1.34	2.68	12	6
002714	牧原股份	买入	52.23	277,972	1.63	6.94	32	8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

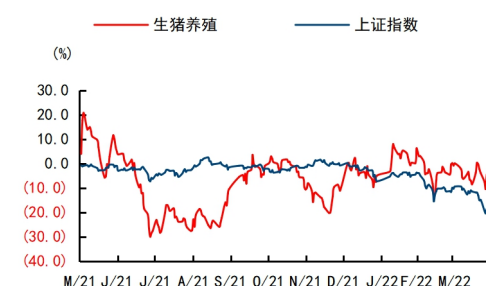
行业研究·行业专题

农林牧渔·养殖业

超配·首次评级

证券分析师：鲁家瑞 021-61761016
lujiarui@guosen.com.cn
联系人：李瑞楠 021-60893308
liruinan@guosen.com.cn
S0980520110002

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《行业点评系列报告：猪周期有望提前反转，布局Q4生猪绝地反击》——2021-10-13
《生猪行业深度报告系列二：行业加速集中，牧原飞跃发展》——2021-02-01
《生猪期货专题：期货落地在即，利好养殖龙头》——2021-01-08
《畜牧产业链：盈利已抬头，畜禽、饲料、疫苗三牛将现》——2014-09-12
《饲料行业专题研究：“三好”饲料行业：好买点，选扩张、选增长》——2013-12-09

内容目录

猪周期：预计 2022 年底到 2023 年上半年启动产能反转	4
周期回顾与预判：2022 年类似于 2010 年，反转在即	4
主要矛盾一：养殖高成本和现金损耗力度支持周期反转逻辑	4
主要矛盾二：养殖户的乐观信心不支持周期反转	5
养殖板块：农民产能占比仍大，养殖股以时间换取空间	7
农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能	7
规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性	7
猪鸡反转均同步，珍惜低估值的禽板块	10
投资建议：以长线思维决胜猪周期	13
2022Q1 基金持仓分析：生猪板块增持明显，核心关注牧原与华统等养殖先锋	13
2022Q1 养殖利润分析：牧原超额收益显著，华统区域优势明显	14
投资建议：以长线思维决胜猪周期，把握养殖布局最好阶段	15
风险提示	16
免责声明	18

图表目录

图 1: 国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位.....	5
图 2: 国内大豆现货价持续上涨(元/吨).....	5
图 3: 猪粮比在 2022Q1 重回历史最差.....	5
图 4: 仔猪价近期明显上涨.....	6
图 5: 母猪价出现上抬趋势.....	6
图 6: 生猪期货远月价格近期快速上涨.....	6
图 7: 我国生猪散养户数量仍较高.....	7
图 8: 目前散养户产能占比仍接近 43%.....	7
图 9: 牧原股份在过去十年中均保持正盈利.....	8
图 10: 牧原股份出栏保持稳定增长, 周期底部仍逆势扩张.....	8
图 11: 牧原股份历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	8
图 12: 新希望历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	9
图 13: 雏鹰农牧历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况.....	10
图 14: 白羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备).....	11
图 15: 白羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备).....	11
图 16: 白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量.....	11
图 17: 白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量.....	11
图 18: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏(在产+后备).....	12
图 19: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏(在产+后备).....	12
图 20: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整.....	12
图 21: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况.....	12
图 22: 2018Q4 起生猪板块重仓和农业板块重仓比例保持高度正相关性.....	13
表 1: 21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况.....	4
表 2: 2022Q1 开放式主动偏股型基金重仓生猪板块情况.....	14
表 3: 2022Q1 主要生猪标的出栏及盈利情况.....	15

猪周期：预计 2022 年底到 2023 年上半年启动产能反转

周期回顾与预判：2022 年类似于 2010 年，反转在即

现金与信心成为判断新一轮猪周期反转的主要矛盾，预判 2022 年情形类似于 2010 年。非洲猪瘟已经是过去式，目前虽然个别地区还有养殖疫情的抬头，但非洲猪瘟在大周期的影响因素里面已经是非主要矛盾，因为行业对防控非洲猪瘟的经验已经成熟。因此，现金与信心就成为判断新一轮猪周期的主要矛盾。我们复盘 2000 年以来的 5 轮猪周期发现，2008-2011 年与 2011-2016 年是蓝耳大疫情后的两轮市场化去产能。新一轮的猪周期更类似于“2008-2011 年猪周期”，都是疫情后的首轮市场化猪周期，因此本轮新周期时间跨度可能略短，而不是被拉长；2022 年更类似于 2010 年，周期虽未反转，但反转在即。

表 1：21 世纪以来五次猪周期猪价波动情况

产能去化 核心驱动	起止时间	亏损时长 (月)	最大亏损幅度 (元/头)	盈利时长 (月)	最大盈利幅度 (元/头)	周期长度	上行阶段启动因素
非典去产能	1997.07~2004.09	9	-200	11	200	7.2 年	1. (核心) “非典”期间宰杀母猪、补栏停滞； 2. (催化剂) 04 年禽流感疫情，猪肉替代消费增加； 3. (催化剂) 豆粕价格上涨带动养殖成本上升。
疫情去产能	2004.10~2008.04	13	-105	29	585	3.5 年	1. (核心) 2006 年高致病性猪蓝耳病疫情导致能繁母猪数量与生产效率双降； 2. (催化剂) 饲料价格再升。
市场去产能	2008.05~2011.09	7	-200	33	665	3.3 年	1. (核心) 猪价两次探底导致的产能去化； 2. (催化剂) 2011 年初雨雪冰冻灾害导致部分地区母猪流产、仔猪腹泻等疫病流行。
市场去产能 环保去产能	2011.10~2016.06	42.5/14	-625/-370 (散户/规模场)	13.5/42	460/720	4.7 年	1. (核心) 猪价多底亏损，散户规模场产能双去化； 2. (扰动因素) 成本分化和环保禁养导致的规模场扩张与散户去产能并行。 3. (扰动因素) “中央八项规定”、“闰九月”和新环保法实施导致的供需短期失衡。
非瘟去产能	2016.07~2019.11	9/6.5	-325/-326 (外购仔猪/自繁自养)	29.5/32	3080/2781	3.2 年	1. (核心) 18 年非洲猪瘟疫情下史诗级蛋白缺口； 2. (催化剂) 大范围环保禁养导致生产恢复困难。

资料来源：畜牧产业经济观察，国信证券经济研究所整理(注：受数据限制，第一周期盈亏统计仅包含 2003 年 1 月-2004 年 9 月)

主要矛盾一：养殖高成本和现金损耗力度支持周期反转逻辑

现金层面，行业从 2021 年 5 月份开始就进入深度亏损，一直持续到现在，从亏损的幅度和持续时间上，目前行业面临的成本压力和现金紧张程度是比较接近历史极限的。养殖成本方面，玉米与大豆等原材料价格现在处于历史峰值，而且从基本面来看，粮价并没有出现向下的趋势性拐点，2022 年因为俄乌冲突，粮价存在继续上冲的可能。现金亏损方面，从历史的猪粮比来看，目前的行业亏损程度和亏损持续时间都是历史没有发生过的。因此，我们认为，单纯从现金层面去看，行业是支撑反转逻辑的。

图1：国内玉米现货价(元/吨)仍处于高位



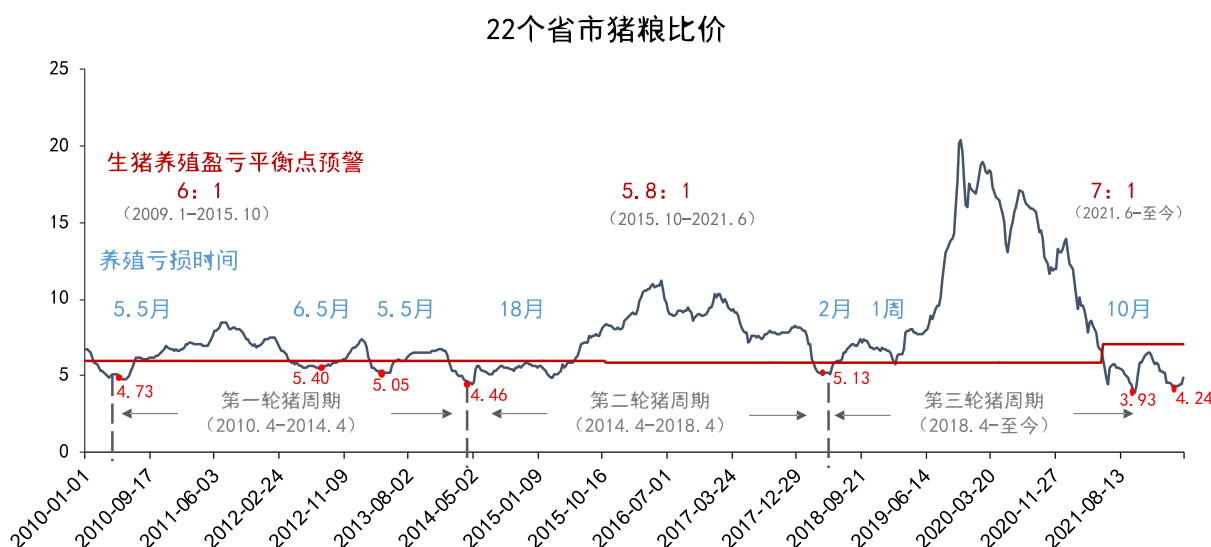
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：国内大豆现货价持续上涨（元/吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：猪粮比在 2022Q1 重回历史最差

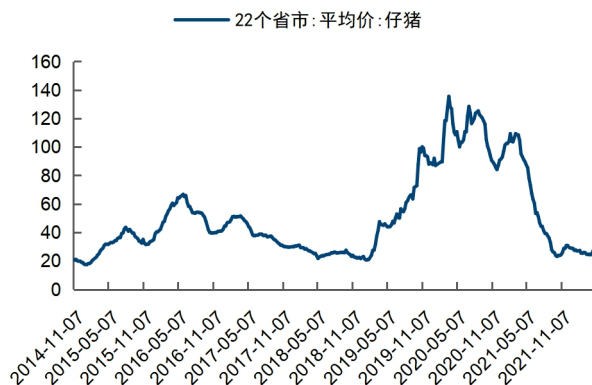


资料来源：中国种猪信息网，国信证券经济研究所整理

主要矛盾二：养殖户的乐观信心不支持周期反转

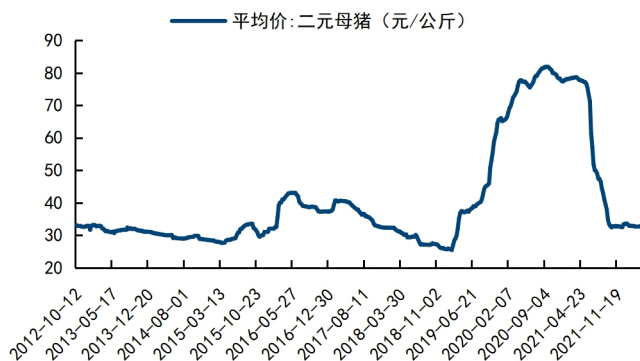
信心比现金重要，我们认为当前养殖行业对下半年猪价态度乐观不支持周期马上反转。我们追溯 2014 年底到 2015 年初的猪周期反转（上一轮市场化去产能），当时行业不仅现金紧张，更关键的是行业养殖户对未来没有信心。根据牧原股份 2014 年的年报披露，当中提到“博亚和讯认为，2015 年生猪‘去产能’还将持续一段时间”，同期的上市公司也维持谨慎态度，但实际上 2015 年上半年行业产能迅速出清，周期迎来大反转。反观 2022 年上半年，行业对后续的猪价很乐观，行业的乐观态度可能已经反应在养殖户的行为上。同时，仔猪和母猪的价格近期都出现了明显的上涨，以及生猪期货远月合约的价格近期也出现了快速上涨，这也侧面验证了我们的观点。

图4: 仔猪价近期明显上涨



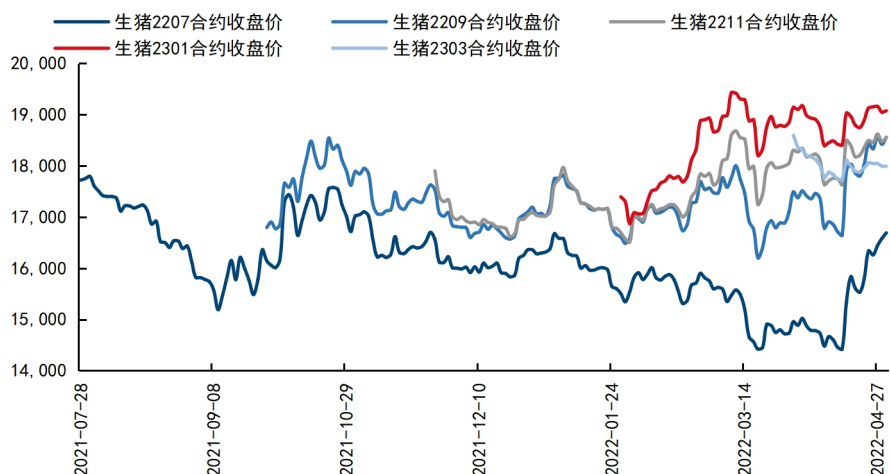
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 母猪价出现上抬趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 生猪期货远月价格近期快速上涨



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

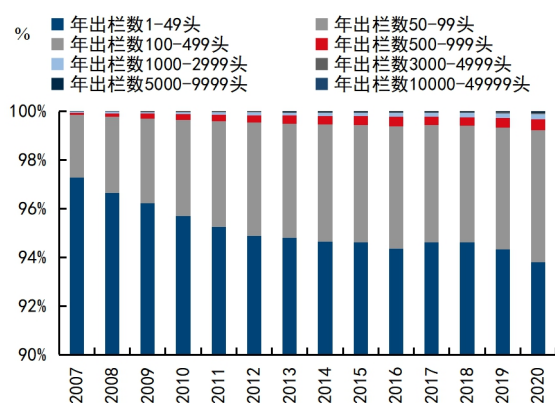
我们预计 2022 年底到 2023 年上半年启动产能反转。我们认为，养殖户对下半年猪价的乐观态度会让下半年的猪价反弹持续高度不及预期。假若下半年生猪猪价高点不及 18 元/公斤，那就意味着 2022 年猪价最高的时候绝大多数养殖企业都不赚钱（以现在配合饲料一公斤 4 块多的价格测算，下半年规模养殖企业的成本压力不小，平均养殖成本或在 18 元/公斤之上）。因此，我们预判，到 2022 年底的时候，行业现金有望进一步损耗，在猪价不及预期后养殖户的信心或将发生改变，行业加快产能去化，猪周期迎来反转高光时刻。

养殖板块：农民产能占比仍大，养殖股以时间换取空间

农民产能占比仍大，猪周期不存在拉长可能

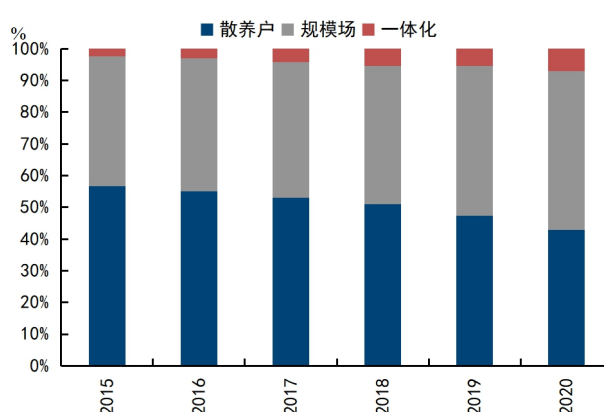
根据中国畜牧业统计年鉴最新披露，2020 年我国年出栏数在 500 头以下的生猪散养户数量仍较多，占全部养殖户数量的比例达 99.22%。根据农业部监测，2020 年农民产能占比仍然较高，年出栏数在 500 头以下的散养户出栏占比达 43%，规模场出栏占比达 50%，一体化场出栏占比接近 7%。我们认为农民产能占比高是可以左侧布局猪周期的核心，因为农民现金储备较弱，只要农民产能占比较高，猪周期就不存在拉长可能，养殖行业就没有太高的持有机会成本，可以时间换空间。

图7：我国生猪散养户数量仍较高



资料来源：畜牧业统计年鉴，国信证券经济研究所整理

图8：目前散养户产能占比仍接近 43%



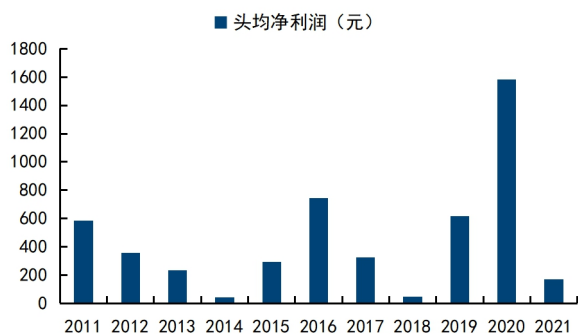
资料来源：农业农村部，国信证券经济研究所整理

规模养殖浪潮下，上市公司均有较好的周期成长性

市场关于养殖规模经济的怀疑一直都存在，原因就在于小的养殖散户养殖成本更低，他们既可以不考虑自身的工资，也可以做到充分地精细化养殖，因此养殖成本低于规模企业。但我们认为，养殖规模化不能以经济性跟散户对比，这是静态的低维思想的体现；如果以动态的思维去看，我们会发现随着人均工资的提升，散户是一定要退出历史舞台的。如果散户退出市场，以不同的规模企业与规模企业之间作比较后，就会出现明显的规模经济，因此，养殖规模不经济这个问题本身就是一个伪命题。另外，从我们对上市公司复盘来看，大部分养殖公司在行业集中的过程中，均表现出较好成长性，头均市值伴随出栏扩张实现同步增长，其中，牧原股份表现尤为突出，非牧原的上市公司以长周期来看，成长性依然足够。

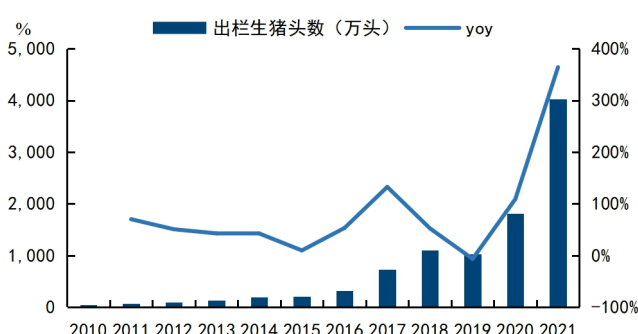
在上一轮周期中，牧原股份是扩张速度最快的养殖成长股，在大体量标的中，牧原周期顶部头均市值最高，且周期底部头均市值也依然最为坚挺。我们认为牧原股份市值的高成长与强韧性来源于两方面，一方面，牧原股份的单位超额收益显著，是少有的在过去几轮周期中每年均实现正盈利的上市企业，过去十年来，公司头均净利均保持盈利，即使是在过去两轮周期底部的2014年和2018年，仍分别实现头均净利43元及48元，展现出公司卓越的成本控制优势。另一方面，牧原自身的养殖管理及出栏兑现性优秀，屡次向市场证明其出色的养殖能力。

图9：牧原股份在过去十年中均保持正盈利



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

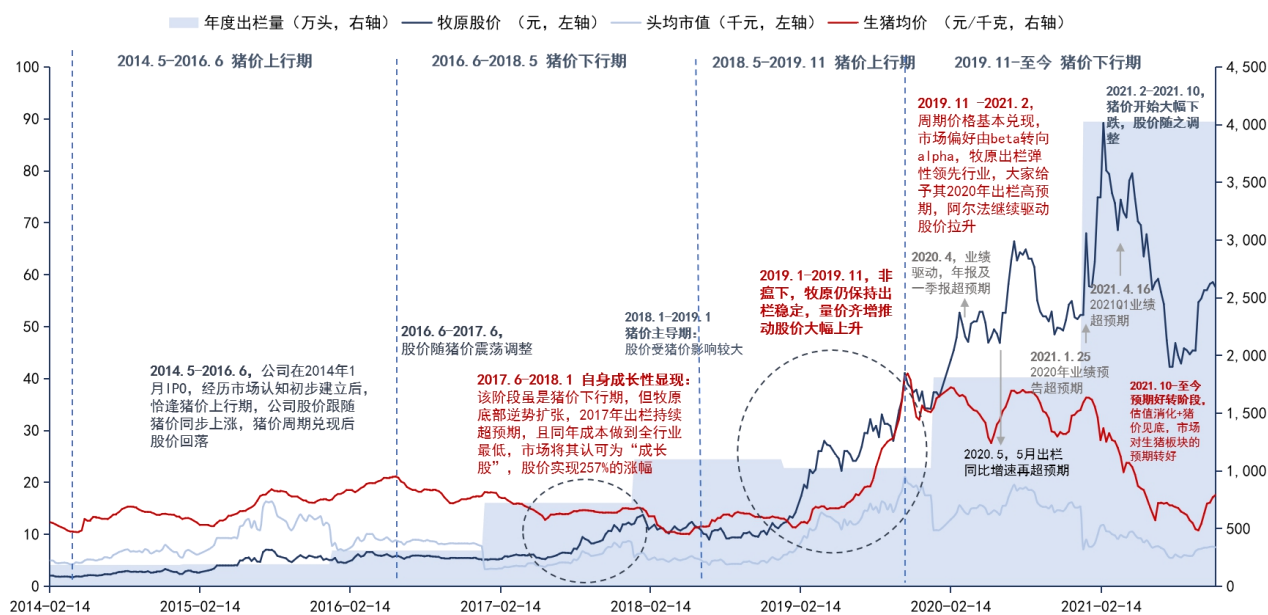
图10：牧原股份出栏保持稳定增长，周期底部仍逆势扩张



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

我们对牧原股份股价进行复盘，其在上一轮周期的下行期，就凭借自身的高成长性实现逆势上涨（2017年6月-2018年1月），一方面，2017年公司的生猪养殖完全成本全行业最低，2017年约11.5元/公斤，相比同业享有较高的单位超额收益；另一方面，公司扩张能力强，其出栏量不仅位于行业前列，还保持快速扩张，实现以量补价，业绩持续高增长。因此，即使在猪价下行期，牧原股份作为低成长高扩张的优质标的仍能走出独立于板块的阿尔法行情，其成长性已获得市场认可。此外，在2019年非洲猪瘟导致行业整体产能去化的情形下，公司业绩实现爆发性增长，其凭借防疫优势，不但维持稳定出栏，而且成本优势保持行业领先，进一步拉大超额收益，因此其股价亦在猪价正式下行前保持强势上行。对于本轮新周期，我们认为牧原股份凭借优秀的管理层，仍有望实现稳定的出栏增长，预计2022年出栏达5500万头，较2021年同比增长接近37%，同时亦有望保持较好的单位超额收益，依然是本轮周期中确定性最强的白马标的。

图11：牧原股份历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



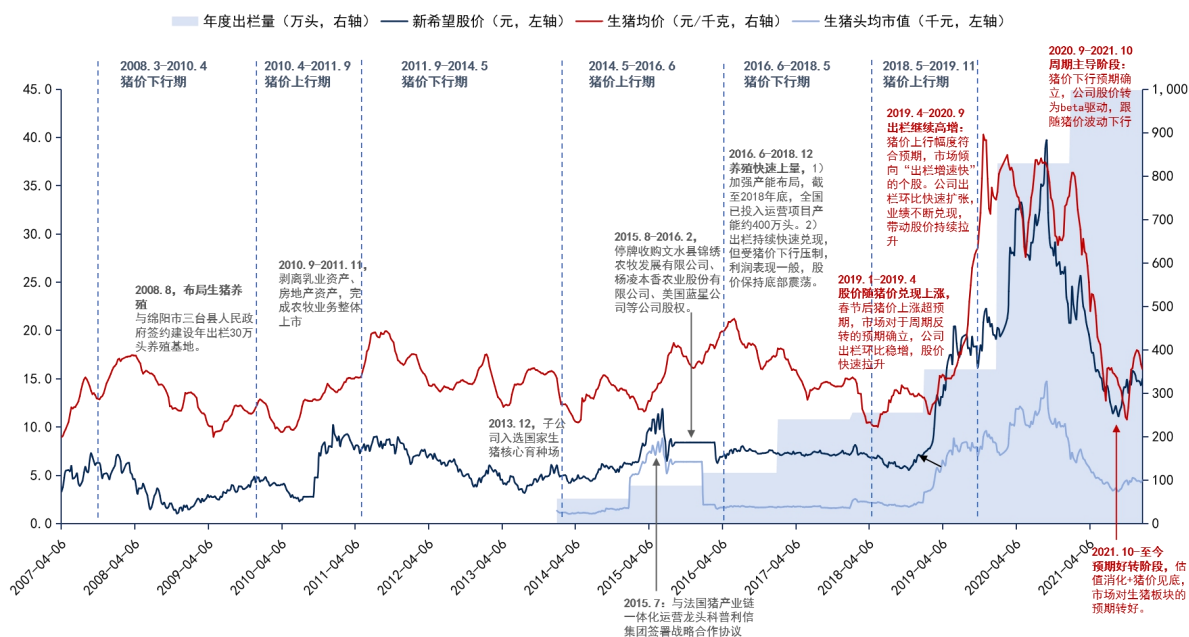
资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

此外，我们通过测算及分析生猪公司在前几轮周期中的头均生猪市值变化，可以得出，大部分公司每轮周期头均市值的底部和顶部中枢整体均表现出明显的向上增长。底部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最低点分别在 2014 年和 2017 年，分别为 1000 元和 1594 元左右，底部头均市值的增幅接近 60%；雏鹰农牧前两轮周期的头均市值最低点分别在 2012 年和 2018 年（不考虑后期雏鹰农牧信用违约问题），分别约 4019 元和 5627 元，底部头均市值的增幅接近 40%。顶部头均市值方面，新希望前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2020 年，分别为 8816 元和 14708 元左右，顶部头均市值的增幅接近 67%；牧原股份前两轮周期的头均市值最高点分别在 2015 年和 2019 年，分别实现 16356 元和 21028 元左右，顶部头均市值的增幅接近 29%。

我们认为这些公司头均市值中枢增长的核心驱动主要来自于公司养殖产能及出栏体量的快速增长，这使得公司不仅在周期底部有望以量补价，同时更有望在周期反转后受益于量价齐升的双击效应。其中，新希望 2017 年较 2014 年的出栏增幅为 319%，2020 年较 2015 年的出栏增幅为 850%；牧原股份 2019 年较 2015 年的出栏增幅为 404%，这些上市公司通过产能的持续加码，终究成为周期上行期高猪价的红利享有者，由此业绩在猪价上行期亦大幅增长。

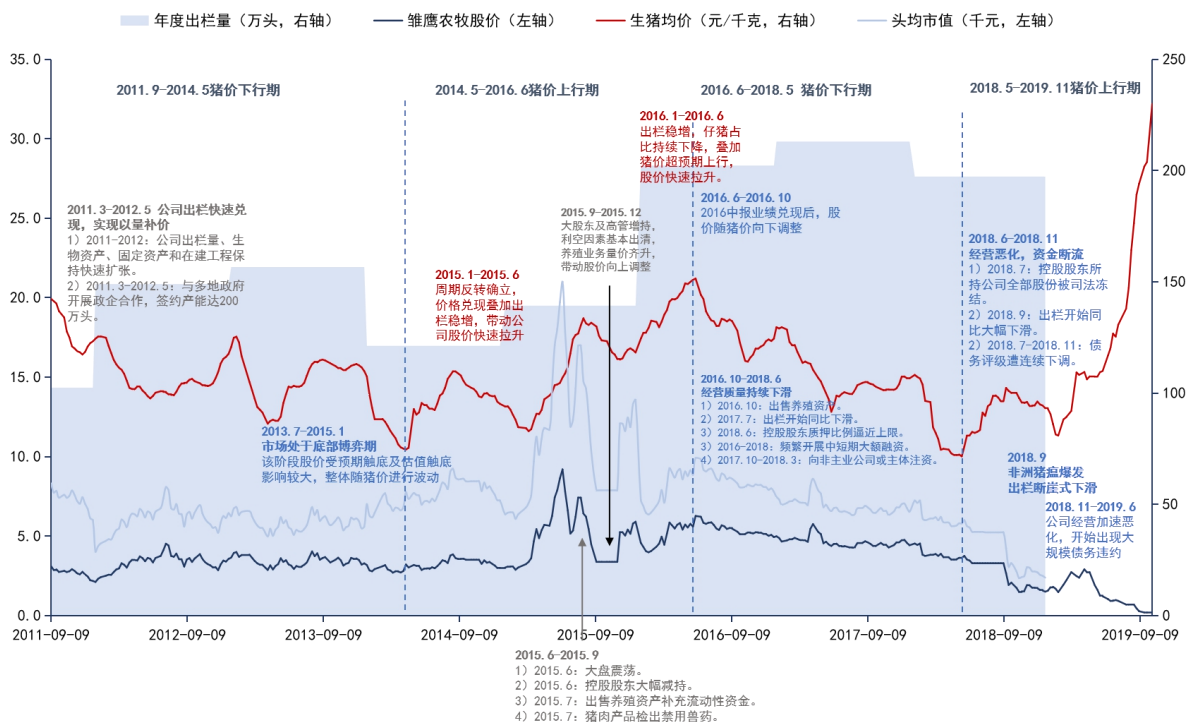
综上所述，我们认为大部分上市公司受益于生猪养殖规模化的大趋势，只要出栏保持稳定兑现及增长，未来仍有望展现出较好的成长性。

图 12：新希望历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图13：雏鹰农牧历史股价、生猪出栏、头均生猪市值复盘情况



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

猪鸡反转均同步，珍惜低估值的禽板块

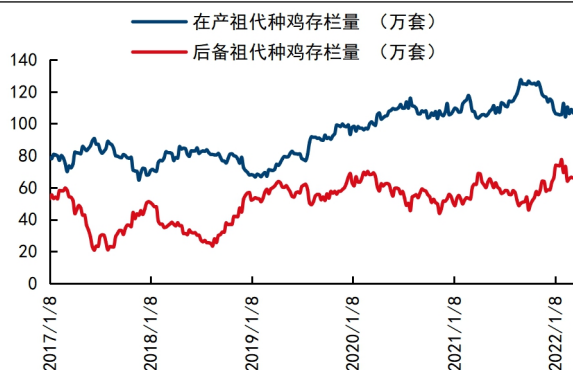
禽周期的主要矛盾在于需求端，猪周期反转有望提振禽肉需求。国内在肉类消费方面依然以猪肉为主，这跟欧美有很大的不同。关于肉鸡方面，长期看，鸡肉的消费占比有望缓慢提升，但从4年一轮的猪周期而言，鸡肉的均衡消费量变化不大。从禽的供给来看，鸡肉的生产效率高，产能恢复速度较快，因此除了大规模的疫情外，禽供给方面的逻辑很难驱动大的板块逻辑。但如果猪周期反转，猪肉的消费量就将快速转移到鸡肉，需求大幅度波动会直接带动禽盈利反转。因此我们认为，在未来的一段长时间内，禽的板块大机会一般来说都是需求端的驱动。

白羽鸡：养殖各环节深度亏损，行业产能有望加速出清

白羽肉鸡产能处于历史高位，板块估值处于底部位置。2019年，白羽鸡受益非洲猪瘟带来的动物蛋白高价格周期，白羽全年处于历史盈利高点，因此盈利驱动产能扩张。从禽业分会监测数据来看，行业自2019年以来，产能快速恢复，2022年在低价格和高成本的打压下，白鸡行业亏损处于历史之最。截止2022年3月13日，祖代鸡存栏（在产+后备）173万套，父母代存栏（在产+后备）3088万套，祖代与父母代种鸡存栏均处于历史高位。但2022Q1养殖各环节深度亏损，单个父母代鸡苗的养殖成本约2.5元/只，但2022Q1最低销售价格仅约1.08元/只，预计在饲料原材料价格大幅上涨的压力下，养殖盈利或将继续承压，有望加速行业产能出清。

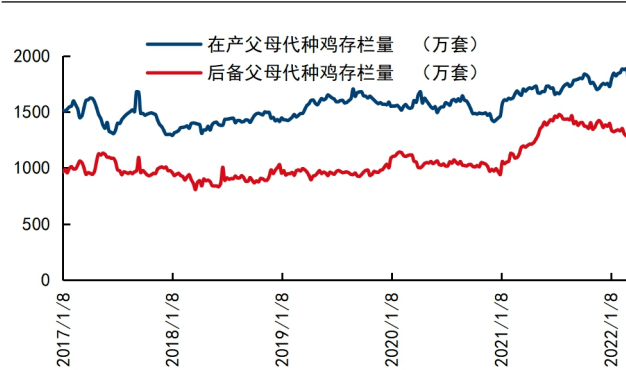
短期白羽鸡产能去化幅度较大，看好白马股的估值修复逻辑。从我们预判来看，3月份行业种禽的存栏加速出清，背后原因在于行业深度亏损下，行业提前淘汰种禽（50-55周龄被淘汰，正常可以使用到75周龄）。另外，3月鸡苗销售量出现明显下滑，相关产品在4月中下旬已启动价格反弹。考虑到产能去化幅度较大以及价格快速的修复，我们看好行业的估值修复，尤其是白马股的估值修复，重点推荐：圣农发展。

图14：白羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



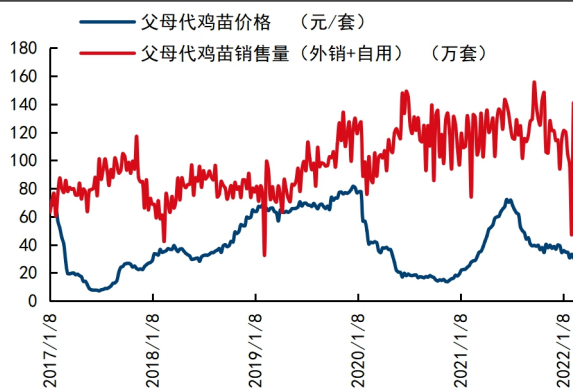
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图15：白羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



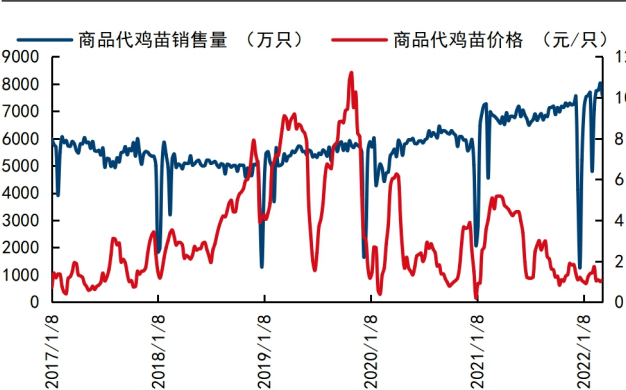
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图16：白羽肉鸡父母代鸡苗价格与销售量



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图17：白羽肉鸡商品代鸡苗销售价格与销售量

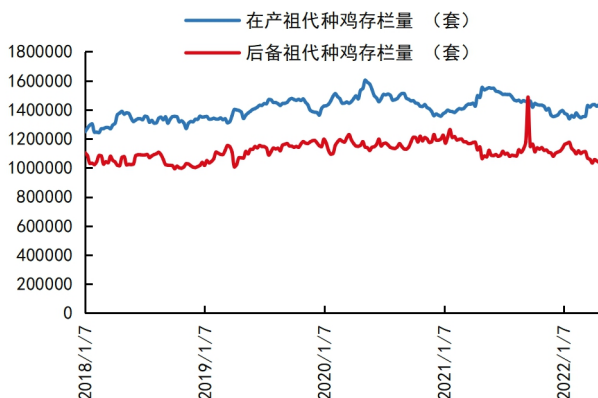


资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

黄羽鸡：父母代产能去化加速，看好行业整体盈利回暖

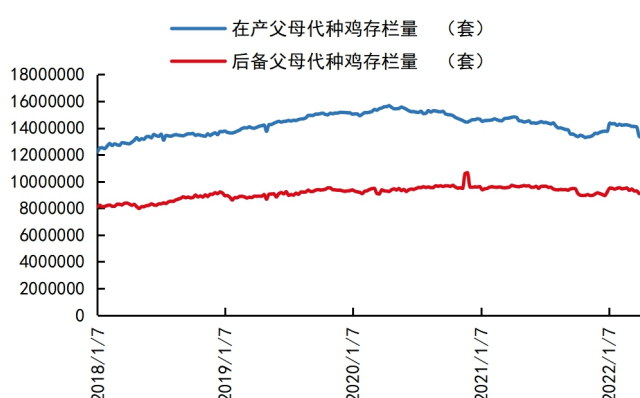
从禽业分会监测数据来看，行业自2019年以来，黄羽肉鸡祖代及父母代存栏量增加趋势明显，2020年上半年种鸡规模创历史最高水平，严重过剩，之后行业开始去产能，目前父母代产能处于历史较低水平，且去化趋势仍在加速。截止2022年4月24日，国内祖代鸡存栏（在产+后备）247万套，同比减少5.95%；父母代存栏（在产+后备）2255万套，同比下降6.65%，在产父母代存栏比2019年同期相比下降了5.61%。我们认为，黄羽肉鸡市场在经历一年多价格低迷行情后，目前父母代种鸡存栏处于三年内新低水平，且产能去化趋势仍在延续，预计2022年起养殖盈利有望开始好转。

图18: 黄羽肉鸡祖代鸡存栏（在产+后备）



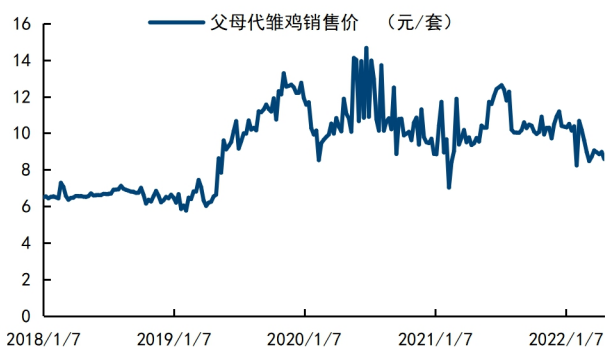
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图19: 黄羽肉鸡父母代鸡存栏（在产+后备）



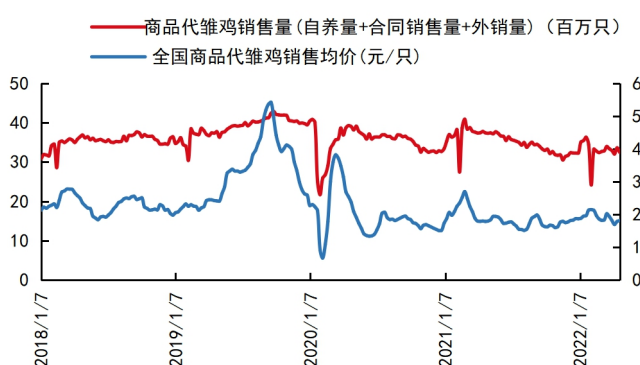
资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图20: 黄羽肉鸡父母代雏鸡销售价格震荡调整



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

图21: 黄羽肉鸡商品代雏鸡销售价格与销售量情况



资料来源：中国畜牧业协会禽业分会，国信证券经济研究所整理

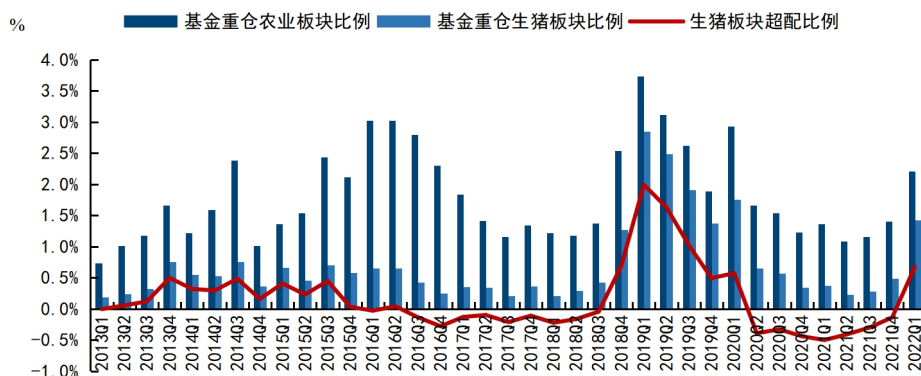
投资建议：以长线思维决胜猪周期

2022 年生猪养殖板块具备明显的相对收益，我们认为机构左侧布局核心还是基本面驱动。这个驱动逻辑就在于：猪价低与高价格的饲料共振，加快养殖亏损，现金损耗加快，周期提前反转。而从短期来看，猪价或将迎来季节性反弹，猪价反弹就会弱化产能去化逻辑，我们甚至认为在 2022 年 9 月前会出现个别月份能繁母猪存栏环比增加的情况。假如板块回调，应该是布局养殖板块最好的阶段。

2022Q1 基金持仓分析：生猪板块增持明显，核心关注牧原与华统等养殖先锋

生猪板块超配比例明显提升，但仍处于历史低位。生猪板块在农业板块基金资产配置的地位至关重要，从历史数据来看，主动偏股型基金重仓生猪板块的比例和重仓农业板块的比例保持高度正相关，生猪板块是带动农业板块重仓占比增长的主要因素。2020Q2-2021Q1 主动偏股型基金对生猪板块的超配比例呈明显下降趋势，自 2021Q2 起超配比例开始触底回升，2022Q1 生猪板块超配比例提升明显，达到 0.67%，但仍处于历史较低水平，相应的，基金重仓农业板块的比例也仍处于较低水平。

图 22：2018Q4 起生猪板块重仓和农业板块重仓比例保持高度正相关性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

受益于产能持续去化带来的周期反转蓄势加速，2022Q1 优质生猪标的受青睐程度明显提升，核心关注牧原股份与华统股份等养殖先锋。从主动偏股型基金重仓生猪板块的个股情况来看，2022Q1 生猪板块个股的重仓基金数量较 2021Q4 大幅上升，重仓持股总量较 2021Q4 环比增加 116%，华统股份、新希望、巨星农牧等生猪标的重仓持股数量环比增加均超过 500%，并新增金新农、新五丰、东瑞股份等小体量生猪标的。其中，华统股份是在 2021Q4 已获得基金重仓的标的中，2022Q1 重仓持股数量及重仓持股总市值环比增速最快的生猪弹性标的，分别环比增长 8671%、8935%，这也侧面反映出市场对于华统股份自身养殖能力及成长性的认可度正在大幅提升，由此驱动公司估值持续修复。此外，龙头牧原股份重仓持股数量及总市值仍位列生猪标的第一名，季度环比分别提升 125%、140%，且从绝对数额来看，与其他标的拉开较大差距，展现出机构投资者对牧原股份的强信心。

表2：2022Q1 开放式主动偏股型基金重仓生猪板块情况

股票名称	重仓基金数量（个）			重仓持股数量（万股）			重仓持股总市值（万元）			股票区间 涨跌幅 2022Q1
	本期	上期	季节变动	本期	上期	环比增幅	本期	上期	环比增幅	
牧原股份	270	88	182	24071	10682	125%	1368671	570010	140%	5%
温氏股份	212	75	137	30538	14398	112%	673366	277297	143%	23%
大北农	40	38	2	26731	25639	4%	232557	268957	-14%	-9%
天康生物	63	24	39	15144	9050	67%	182365	94745	92%	21%
傲农生物	64	18	46	8305	3328	150%	197662	42270	368%	95%
唐人神	49	8	41	13673	4354	214%	143569	32527	341%	35%
天邦股份	32	6	26	13745	4745	190%	120406	30558	294%	-12%
新希望	87	8	79	13597	847	1506%	230882	12878	1693%	-24%
巨星农牧	45	5	40	5437	789	589%	139525	12225	1041%	136%
正邦科技	6	4	2	1017	512	99%	7837	4944	59%	-52%
华统股份	18	2	16	2858	33	8671%	50864	563	8935%	71%
金新农	10	0	10	2065	0	-	16851	0	-	3%
新五丰	20	0	20	3603	0	-	37328	0	-	30%
东瑞股份	6	0	6	490	0	-	21352	0	-	-32%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2022Q1 养殖利润分析：牧原超额收益显著，华统区域优势明显

养殖盈利进一步分化，牧原股份和华统股份优势明显。根据各生猪标的的公告的一季度出栏及盈利情况来看，2022Q1 由于猪价行情低迷，各公司业绩均有所承压，且单位盈利能力及出栏增速进一步分化。具体来看，牧原股份的单位超额收益依然显著，头均肥猪亏损为 399 元，和其他同行依然拉开了较大差距，同时出栏增速保持稳定增长，2022Q1 共实现生猪出栏 1382 万头，同比增长 79%，环比略降 2%。

此外，华统股份 2022Q1 在周期底部逆势加速扩张，出栏量维持大增，达 16.22 万头，同比增长 291%，环比增长 410%，养殖量稳步兑现。同时华统股份的区域优势显著，在养殖成本方面，浙江几乎没有农民养殖户，属于天然的养殖无疫区，对于非洲猪瘟和其他疾病的防控具备天然优势，全程养殖存活率接近 90%，考虑刚转固未出猪的工厂的费用摊销，公司 2022Q1 实际养殖成本接近 16-17 元/公斤，养殖成本优于大部分同行企业；在销价方面，据公司公告，公司 2022Q1 商品猪销售价格约 14 元/公斤；销售价格明显高于牧原的 12.08 元/公斤和温氏的 12.98 元/公斤，单头具备明显的超额收入。

表3：2022Q1 主要生猪标的出栏及盈利情况

股票名称	2022Q1 出栏情况						2022Q1 盈利情况				
	生猪出栏 (万头)	生猪出栏环 比变动 (%)	生猪出栏同 比变动 (%)	肥猪出栏 (万头)	仔猪出栏 (万头)	种猪出栏 (万头)	归母净利润 (亿元)	头均生猪 盈利估算 (元)	头均肥猪 盈利估算 (元)	商品猪 销售均价 (元/公斤)	Q1 养殖 完全成本 (元/公斤)
华统股份	16.22	410%	291%	16.22	-	-	-0.88	-413	-413	14.00	18.74
牧原股份	1381.7	-2%	79%	1297.5	80.9	3.3	-51.80	-375	-399	12.08	16.00
傲农生物	104.68	-12%	96%	-	-	-	-3.52	-336	-673	-	-
天康生物	37.69	-2%	6%	-	-	-	-0.70	-186	-241	11.55	-
东瑞股份	12.57	8%	22%	8.38	3.69	0.51	-0.32	-255	-382	18.92	18
新希望	369.68	17%	62%	-	-	-	-28.79	-779	-1052	12.07	-
天邦股份	100.43	-32%	-9%	98.91	1.52	-	-6.74	-1020	-1035	12.12	20.96
唐人神	38.04	-3%	-18%	35.77	2.57	-	-1.49	-392	-417	-	-
温氏股份	402.35	-5%	92%	402.35	-	-	-37.63	-935	-935	12.98	18.00
中粮家佳康	115.9	39%	45%	-	-	-	-	-	-	12.44	-
大北农	107.14	-21%	41%	-	-	-	-2.33	-217	-	12.50	17.00
金新农	33.58	-25%	55%	-	-	-	-1.49	-444	-	12.44	自繁自养 17.49
新五丰	13.59	8%	171%	-	-	-	-1.12	-824	-	-	-
巨星农牧	-	-	-	-	-	-	-3.11	-	-	-	-
正邦科技	242.61	-22%	-6%	215.89	26.63	0.09	-24.33	-1003	-1127	12.05	-

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（头均生猪盈利=Q1 归母净利润/Q1 生猪总出栏量，头均肥猪盈利=Q1 归母净利润/Q1 肥猪总出栏量，其中，金新农、华统股份按公司公告的养殖归母净利润计算，天邦股份按公司公告的剔除减值冲回后的实际亏损计算，其余公司按整体归母净利润计算；另外 Q1 养殖完全成本数据均来源于公司公告）

投资建议：以长线思维决胜猪周期，把握养殖布局最好阶段

2022Q1 基金对生猪板块的增持明显，其中华统股份与牧原股份表现尤为突出。我们认为机构左侧布局核心还是基本面驱动：低猪价与高饲料价的共振，加快养殖亏损，现金损耗加快，加速周期反转。短期，猪价或将迎来季节性反弹，会弱化产能去化逻辑，假如板块回调，应该是布局养殖板块最好的阶段。具体标的上，从成长空间和弹性角度来看，核心推荐：华统股份、傲农生物、天康生物、东瑞股份、新希望、天邦股份、唐人神、中粮家佳康等猪标的，以及春雪食品、益生股份、仙坛股份、立华股份、湘佳股份等禽标的；另外，白马股核心推荐圣农发展和牧原股份。

风险提示

不可控的动物疫情引发的潜在风险

农业畜禽养殖企业主要以规模养殖为主，如果发生不可控的动物疫情可能会造成上市公司的畜禽高死亡率，造成较大损失。

原材料价格剧烈波动带来的不确定性风险

玉米、大豆等饲料原材料的价格波动将直接影响行业养殖成本，如果原材料价格未来一段时间内快速下滑，可能将导致产能去化速度放缓，不利于周期反转。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	2022 年 4 月 29 日 收盘价	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002840. SZ	华统股份	买入	15.90	-0.42	0.09	3.21	-38	177	5
002299. SZ	圣农发展	买入	16.30	0.36	1.34	2.68	45	12	6
002714. SZ	牧原股份	买入	52.23	1.31	1.63	6.94	40	32	8
603363. SH	傲农生物	买入	16.58	-2.22	-0.43	4.84	-7	-39	3
002100. SZ	天康生物	买入	8.96	-0.51	0.12	1.32	-18	75	7
001201. SZ	东瑞股份	买入	37.58	1.19	1.43	4.54	31	26	8
000876. SZ	新希望	买入	14.03	-2.13	-0.36	0.97	-7	-39	14
002124. SZ	天邦股份	买入	6.60	-2.43	-0.67	1.15	-3	-10	6
002567. SZ	唐人神	买入	7.52	-0.95	0.01	1.28	-8	752	6
1610. HK	中粮家佳康	买入	3.23	0.27	0.26	0.63	12	13	5
300498. SZ	温氏股份	买入	18.66	-2.11	-0.62	1.58	-9	-30	12
603477. SH	巨星农牧	买入	18.35	0.51	0.34	3.69	36	54	5
002385. SZ	大北农	买入	7.18	-0.11	0.10	0.56	-68	72	13
300761. SZ	立华股份	买入	27.95	-0.98	1.41	2.17	-29	20	13
002982. SZ	湘佳股份	买入	33.62	0.25	1.50	2.39	133	22	14
605567. SH	春雪食品	买入	14.06	0.28	0.66	0.72	50	21	19
002458. SZ	益生股份	买入	8.86	0.03	0.22	0.82	309	40	11
002746. SZ	仙坛股份	买入	8.28	0.10	0.69	0.18	87	12	47

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测（未评级公司盈利预测采用万得一致预期）

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032