农林牧渔

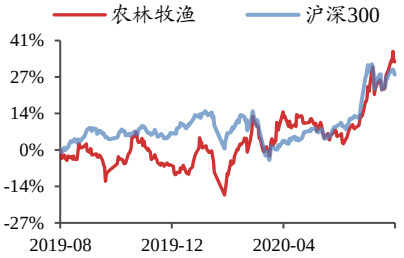
2020 年 08 月 08 日

投资评级：看好（维持）

猪企出栏量分化背景下建议超配确定性及预期差标的

——行业点评报告

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-下半年顺周期板块或迎利好，关注动保及转基因》-2020.8.2

《行业周报-农业板块基金配置比例下降，后周期动保业绩迎来改善》-2020.7.26

《行业周报-6 月能繁母猪同比首次转正，关注动保企业业绩恢复》-2020.7.19

陈雪丽（分析师）
chenxueli@kysec.cn
证书编号：S0790520030001

● **非洲猪瘟疫情影响下猪价继续上涨**

2020 年 7 月南方地区延续此前强降雨，由于此前部分地区生物安全程度不够，病死猪、粪便未能严格进行无害化处理，近期南方高强度降雨量加速病毒传播，非瘟疫情再次抬头。从商品猪出栏均重来看，全国均重自 2020 年 6 月以来自 132 公斤降至 127 公斤，其中河南、四川、广东等南方代表性生猪养殖大省 6 月至 7 月底均重持续下降，而疫情较为稳定的东北地区均重保持稳定。根据涌益咨询数据，自 2020 年 6 月中旬以来 90 公斤以下生猪出栏量占比持续提升，150 公斤以上生猪出栏量占比持续下降，也侧面印证了非洲猪瘟疫情的抬头之势。从生猪出栏量来看，2020 年 6 月生猪出栏量环比下降 18%，体现出 6 月以来非瘟加剧的趋势，我们预计行业层面 2020 年 7 月生猪出栏量继续环比下滑。整体来看随着生猪出栏量、出栏均重双双下滑，2020 年 7 月生猪价格相比 6 月环比上升，但近期南方强降雨加剧养殖户恐慌情绪，抛售加大使得 2020 年 7 月底生猪价格略有回调。

● **供需缺口较难补足，未来两年猪企盈利无忧**

当前我国屠宰企业冻品库容率处于底部水平，同时受海外疫情扩散导致屠宰企业停工，预计 2020 下半年猪肉进口量有限，我们认为后续国内冻肉及进口肉对于猪肉供给的边际影响将进一步减弱。行业能繁母猪存栏从 2019 年 10 月至 2020 年 6 月已连续环比 9 个月增长，同时仔猪存栏也于 2020 年 4 月起实现环比增长，对应到 2020 年 9 月生猪供给量逐步增加，考虑到 2020 年 5 月份猪价低点时部分养殖户外购肥猪进行二次育肥，预计行业生猪供应从 2020 年 8 月起逐步增加，猪价将缓慢回落。但预计能繁母猪存栏恢复到非瘟前水平仍需要较长时间，近期二元母猪价格及仔猪价格均处于高位水平，体现出行业种猪供应不足，我们认为在 2021 年中前能繁母猪存栏均无法快速恢复，同时当前能繁中三元母猪占比较高，整体生殖效率较非瘟前有较大的下滑；另一方面后续非洲猪瘟疫情仍然存在不确定性，未来随着养殖密度的提升猪企面临的考验也在不断加大，且冬季北方地区非瘟防控压力也会提升，疫情或将反复。我们认为行业生猪供需缺口在 2022 年之前都无法补足，猪价在未来两年仍将维持高位。

● **上市猪企出栏量出现分化，看好头部猪企业绩表现**

2020 年 7 月主要猪企出栏量出现分化，其中牧原股份、正邦科技、唐人神取得较高增长，展望未来我们认为头部猪企实现全年出栏目标确定性较大，未来在猪价高位下随着养殖成本下行猪企有望实现较高盈利，继续推荐确定性标的新希望、牧原股份，低估值预期差标的正邦科技。

● **风险提示：**猪价景气度不及预期、上市公司出栏量不及预期、上市公司养殖成本下降不及预期。

目　录

1、 猪价持续上涨，预计长期维持相对高位 3
1.1、 非洲猪瘟疫情影响下猪价继续上涨 3
1.2、 供需缺口较难补足，未来两年猪企盈利无忧 4
2、 上市猪企出栏量出现分化，看好头部猪企业绩表现 6
3、 风险提示 8

图表目录

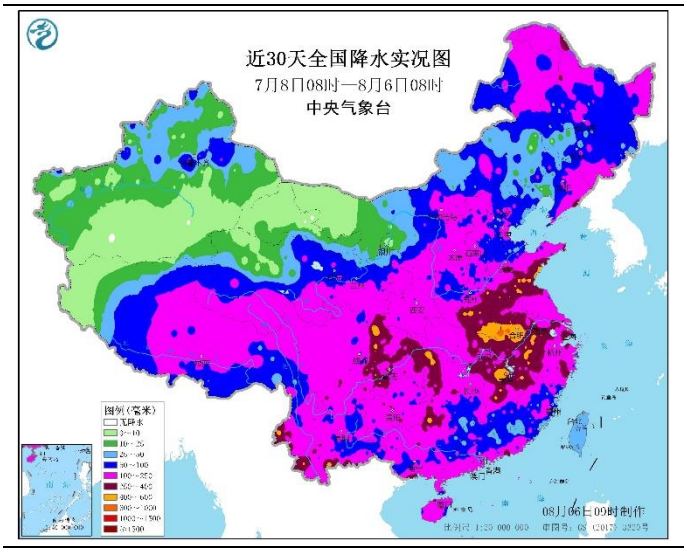
图 1: 2020 年 7 月南方地区延续强降雨量 3
图 2: 2020 年 7 月南方地区降雨量高于常年 3
图 3: 2020 年 7 月商品猪出栏均重继续下降 4
图 4: 2020 年 6 月中旬起 90 公斤以下生猪出栏占比提升 4
图 5: 2020 年 6 月生猪出栏环比大幅下滑 4
图 6: 2020 年 7 月生猪价格继续上涨 4
图 7: 全国冻品库存水平处于低位 5
图 8: 2020H1 进口猪肉量创出新高，预计全年 300 万吨 5
图 9: 能繁母猪存栏已连续 9 个月环比增长 5
图 10: 仔猪存栏已连续 3 个月环比增长 5
图 11: 当前二元母猪及仔猪价格处于高位 6
图 12: 行业三元能繁母猪占比自 2019H2 起快速提升 6
图 13: 主要上市公司出栏量整体继续扩张 6
图 14: 牧原股份 2020 年 7 月出栏量保持扩张 7
图 15: 正邦科技 2020 年 7 月出栏量扩张力度较大 7
图 16: 天康生物 2020 年 7 月出栏量环比下滑 7
图 17: 傲农生物 2020 年 7 月出栏量环比实现增长 7
图 18: 新希望 2020 年 7 月出栏量保持扩张 7
图 19: 温氏股份 2020 年 7 月出栏量继续下滑 7
图 20: 天邦股份 2020 年 7 月出栏量环比下滑 8
图 21: 唐人神 2020 年 7 月出栏量同比实现增长 8
图 22: 大北农 2020 年 7 月出栏量环比下滑 8
图 23: 金新农 2020 年 7 月出栏量环比实现增长 8

1、 猪价持续上涨，预计长期维持相对高位

1.1、 非洲猪瘟疫情影响下猪价继续上涨

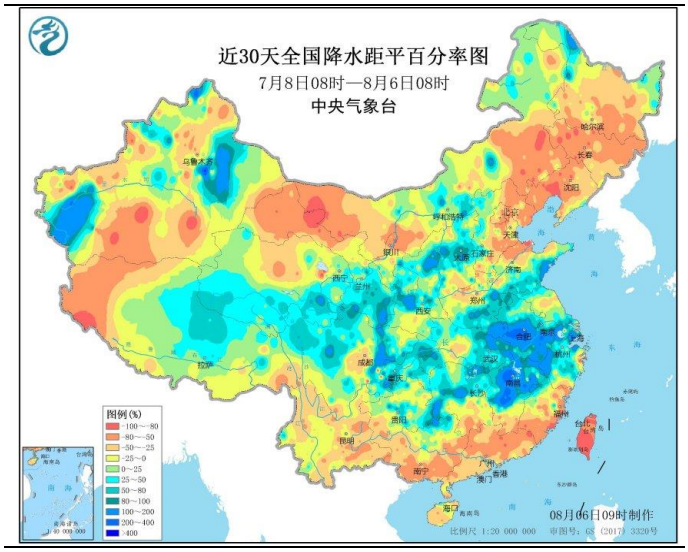
2020 年 7 月南方地区延续此前强降雨。自 2020 年 6 月主汛期以来南方地区强降雨频繁，区域平均降水量 450.1 毫米，较常年同期偏多 17%，为 1961 年以来历史同期次多，2020 年 7 月，全国平均降水量 125.7 毫米，较常年同期偏多 4%，降水带主要集中在长江中下游及西南地区东部。湖北、安徽两省降水量均为 1961 年以来历史同期最多。长江流域（297.9 毫米）和太湖流域（355.5 毫米）降水量较常年同期分别偏多 64%和 110%，均为历史同期最多；淮河流域偏多 27%。

图1：2020 年 7 月南方地区延续强降雨量



资料来源：中央气象台

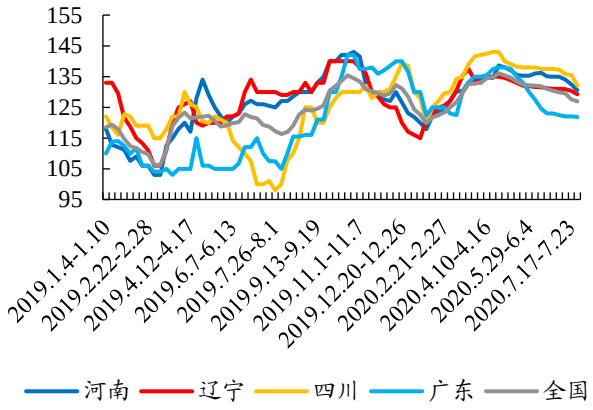
图2：2020 年 7 月南方地区降雨量高于常年



资料来源：中央气象台

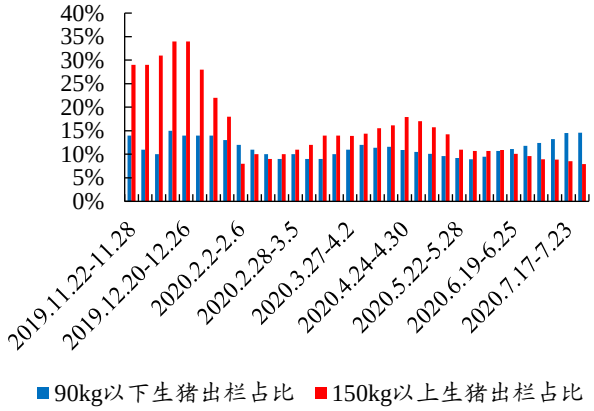
强降雨使得南方地区非洲猪瘟疫情再次抬头，2020 年 7 月猪价继续上涨。由于此前部分地区生物安全程度不够，病死猪、粪便未能严格进行无害化处理，非洲猪瘟病毒可在自然环境中长期存活，从而造成地表土壤和地表水长期带毒污染，同时目前很多猪场采用的是地表下仅 20-50 米深水，因此近期南方高强度降雨量加速病毒传播，非瘟疫情再次爆发。从商品猪出栏均重来看，全国均重自 2020 年 6 月以来自 132 公斤降至 127 公斤，其中河南、四川、广东等南方代表性生猪养殖大省 6 月至 7 月底均重持续下降，而疫情较为稳定的东北地区均重保持稳定。同时根据涌益咨询数据，自 2020 年 6 月中旬以来 90 公斤以下生猪出栏量占比持续提升，150 公斤以上生猪出栏量占比持续下降，也侧面印证了非洲猪瘟疫情的抬头之势。从生猪出栏量来看，2020 年 6 月生猪出栏量环比下降 18%，生猪供应的减少一方面由于 11 个月前能繁母猪存栏仍在环比下滑，另一方面也体现出 6 月以来非瘟加剧的趋势，我们预计行业层面 2020 年 7 月生猪出栏量继续环比下滑。整体来看随着生猪出栏量、出栏均重双双下滑，2020 年 7 月生猪价格相比 6 月环比上升，但近期南方强降雨加剧养殖户恐慌情绪，抛售加大使得 2020 年 7 月底生猪价格略有回调，根据 Wind 数据，2020.7.18-2020.7.24 当周 22 省市生猪均价为 37.2 元/公斤。

图3：2020 年 7 月商品猪出栏均重继续下降



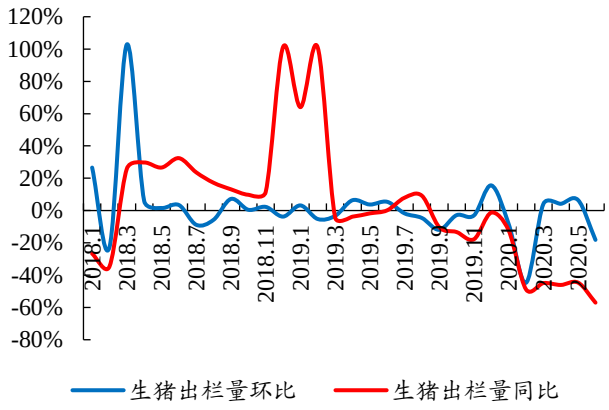
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图4：2020 年 6 月中旬起 90 公斤以下生猪出栏占比提升



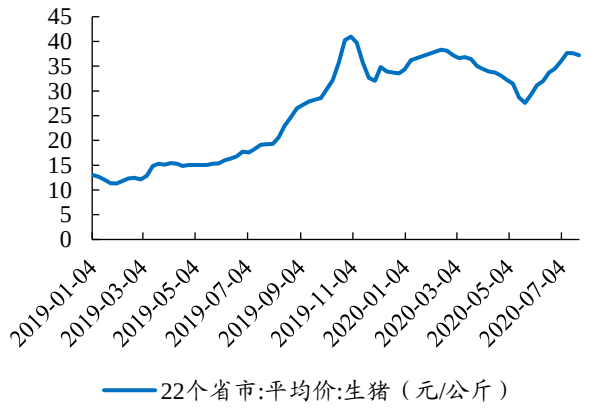
数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图5：2020 年 6 月生猪出栏环比大幅下滑



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图6：2020 年 7 月生猪价格继续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 供需缺口较难补足，未来两年猪企盈利无忧

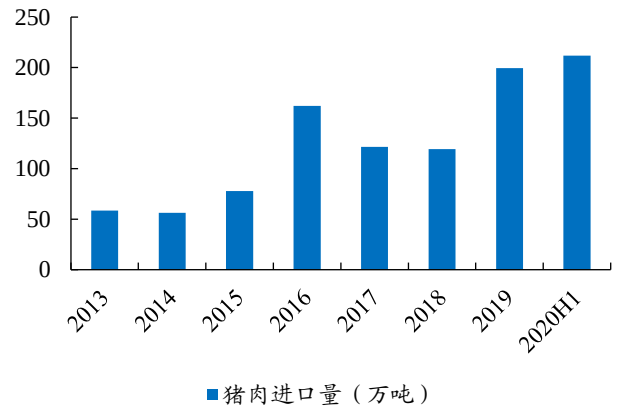
国内冻品及进口肉数量有限，对猪价边际影响持续减弱。从国内猪肉冻品量来看，根据涌益咨询数据当前我国屠宰企业冻品库容率处于底部水平，对应到库存绝对量约 60 万吨。从进口肉来看，2020 上半年我国共进口猪肉 212 万吨，创出历史新高，展望 2020 下半年，由于 2020 年 3 月以来海外疫情加速扩散导致国外大量屠宰企业停工停产，目前国内中间贸易商对 2020H2 进口量预期普遍较为悲观，我们预计全年进口猪肉量约 300 万吨。综上来看，我们认为后续国内冻肉及进口肉对于猪肉供给的边际影响将进一步减弱，猪价的回落需要等到国内生猪供应真正恢复之时。

图7：全国冻品库存水平处于低位



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

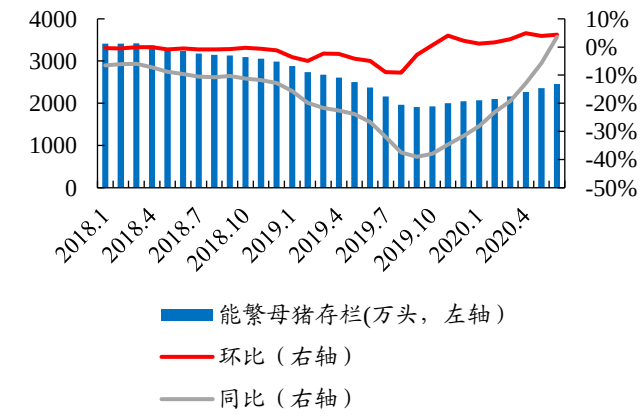
图8：2020H1 进口猪肉量创出新高，预计全年 300 万吨



数据来源：海关总署、开源证券研究所

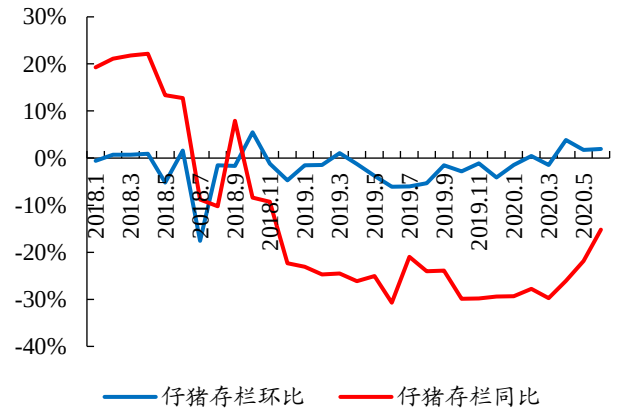
行业生猪供应预计从 2020 年 8 月起逐步增加。根据农业农村部 400 个监测县数据，自 2019 年 10 月以来能繁母猪连续环比 9 个月增长，2020 年 6 月能繁母猪存栏实现同比增长 3.6%，为 2018 年 4 月以来首次实现同比增长，从能繁母猪存栏恢复时点推算，预计 2020 年 9 月行业生猪供应将逐步增加。仔猪存栏的恢复也进一步验证，根据涌益咨询数据行业仔猪存栏于 2020 年 4 月起实现环比增长，对应到 2020 年 9 月生猪供给量逐步增加。考虑到 2020 年 5 月份猪价阶段性低点时部分养殖户外购肥猪进行二次育肥，预计行业生猪供应从 2020 年 8 月起逐步增加，猪价将缓慢回落。

图9：能繁母猪存栏已连续 9 个月环比增长



数据来源：农业农村部、开源证券研究所

图10：仔猪存栏已连续 3 个月环比增长

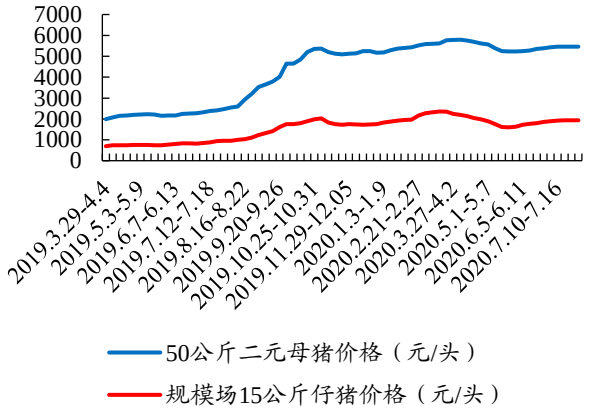


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

预计未来两年猪价仍处相对高位，猪企盈利能力无忧。第一，虽然能繁母猪存栏已连续 9 月增长，但预计恢复到非瘟之前的水平仍需要较长时间，近期二元母猪价格及仔猪价格均处于高位水平，体现出行业种猪供应不足，我们认为在 2021 年中前能繁母猪存栏均无法快速恢复，同时自 2019 年下半年起行业大量三元留种，能繁母猪整体生殖效率较非瘟前有较大的下滑；第二，后续非洲猪瘟疫情仍然存在不确定性，未来随着养殖密度的提升猪企面临的考验也在不断加大，且冬季北方地区非瘟防控压力也会提升，非瘟疫情或将反复。我们认为行业生猪供需缺口在 2022 年之

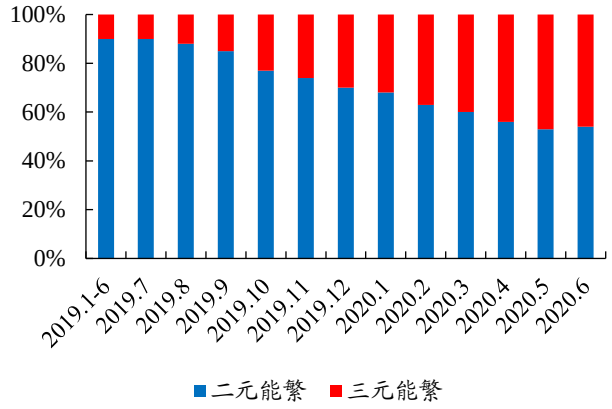
前都无法补足，猪价在未来两年仍将维持高位。

图11：当前二元母猪及仔猪价格处于高位



数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

图12：行业三元能繁母猪占比自 2019H2 起快速提升

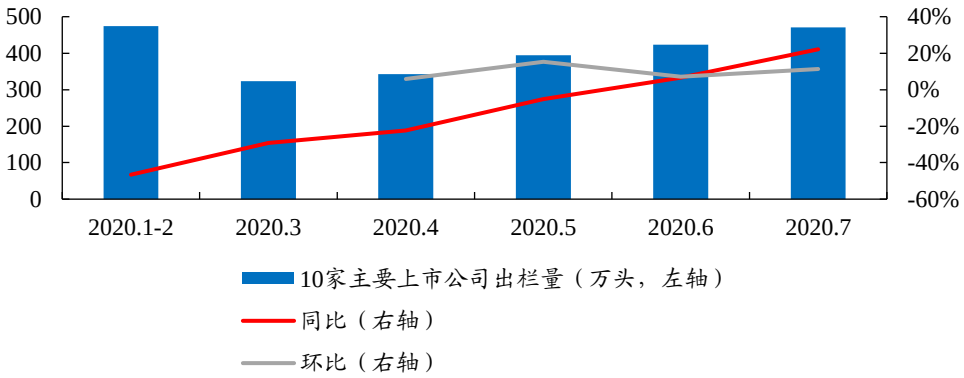


数据来源：涌益咨询、开源证券研究所

2、 上市猪企出栏量出现分化，看好头部猪企业绩表现

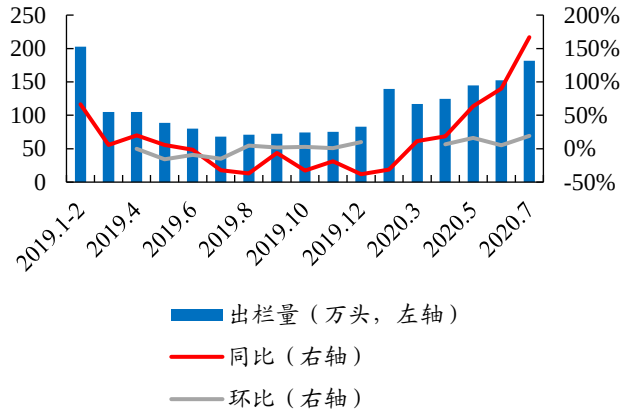
2020 年 7 月主要上市公司出栏量同比增长 22%，环比增长 11%，具体而言主要猪企出栏量数据出现分化，其中牧原股份、正邦科技、唐人神、傲农生物、新希望、金新农月度出栏量实现增长，同比增幅分别为 167%、63%、3%、65%、73%、19%，环比增幅分别为 19%、31%、41%、11%、9%、4%。展望未来我们认为头部猪企实现全年出栏目标确定性较大，未来在猪价高位下随着养殖成本下行猪企有望实现较高盈利，我们继续推荐确定性标的新希望、牧原股份，低估值预期差标的正邦科技。

图13：主要上市公司出栏量整体继续扩张



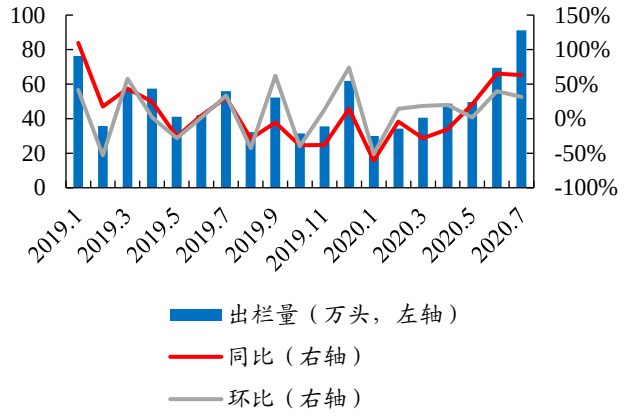
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图14：牧原股份 2020 年 7 月出栏量保持扩张



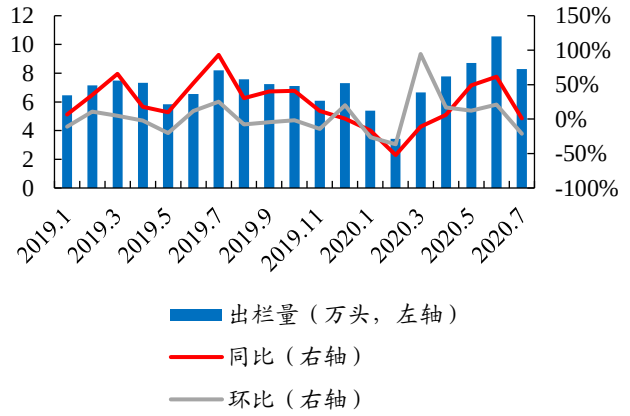
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：正邦科技 2020 年 7 月出栏量扩张力度较大



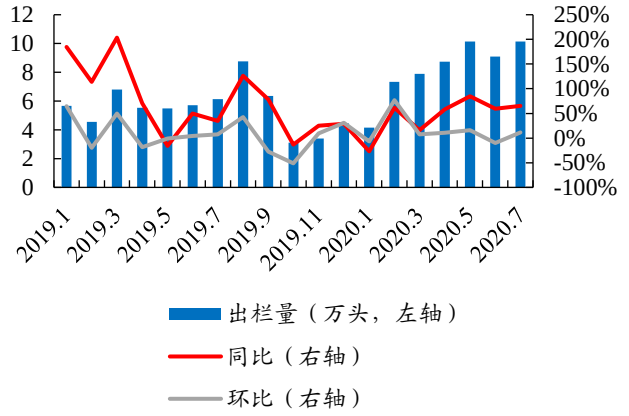
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图16：天康生物 2020 年 7 月出栏量环比下滑



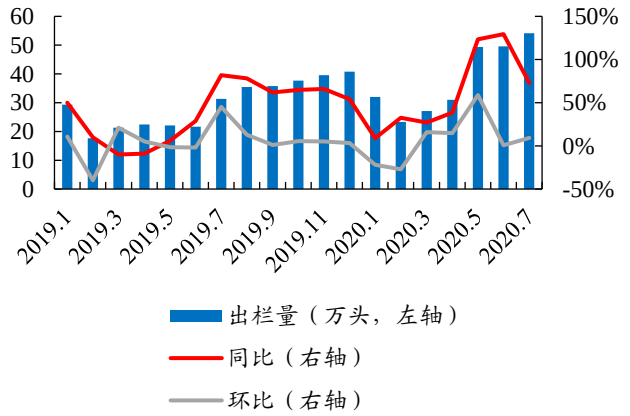
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图17：傲农生物 2020 年 7 月出栏量环比实现增长



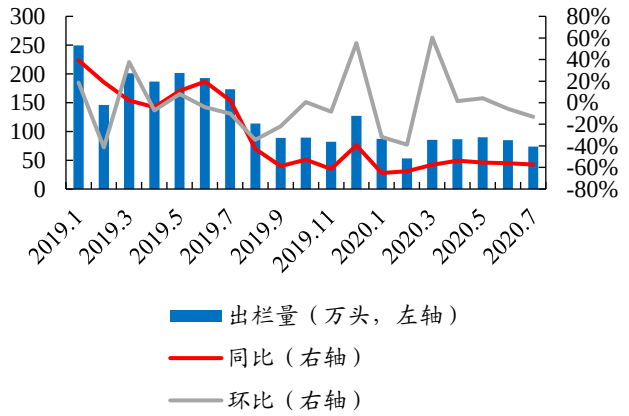
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图18：新希望 2020 年 7 月出栏量保持扩张



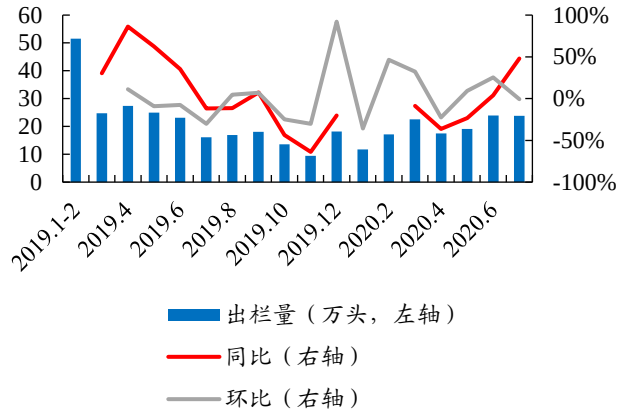
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：温氏股份 2020 年 7 月出栏量继续下滑



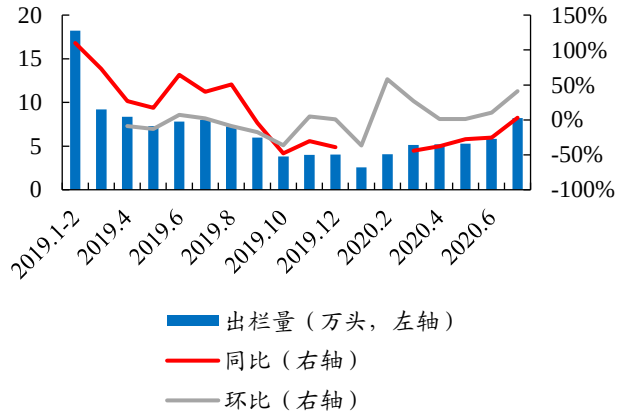
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：天邦股份 2020 年 7 月出栏量环比下滑



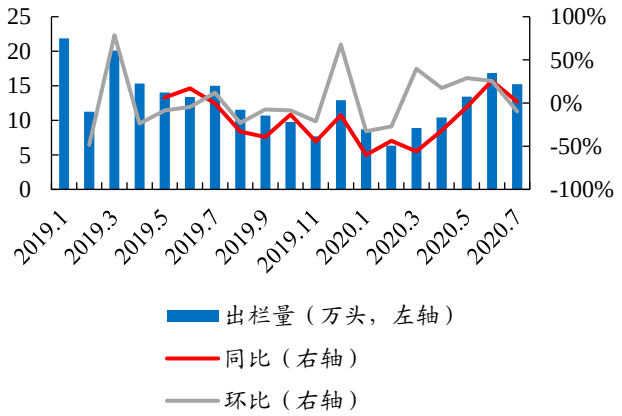
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：唐人神 2020 年 7 月出栏量同比实现增长



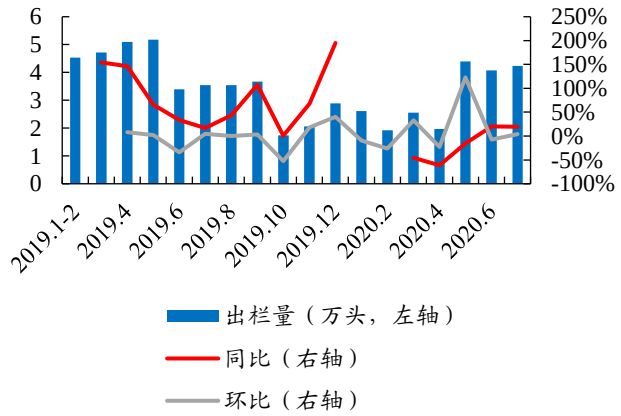
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图22：大北农 2020 年 7 月出栏量环比下滑



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：金新农 2020 年 7 月出栏量环比实现增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3、 风险提示

猪价景气度不及预期、上市公司出栏量不及预期、上市公司养殖成本下降不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn