

港股消费投资策略

推荐 (维持)

猪年大吉，看好年中猪价蓄力反转

2019年02月11日

相关报告

中粮肉食(1610.HK)_寒冬储能，静待拐点_20190130

万洲国际(288.HK)_三季度表现低于预期，四季度有望好转_20181031

万洲国际(288.HK)_上半年基本符合预期，行业地位难以撼动_20180815

万洲国际(288.HK)_全年增长趋势不变，行业地位难以撼动_20180521

万洲国际(288.HK)_业绩稳健符合预期，期待年内盈利性持续提升_20180329

海外房地产研究

分析师：张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：李明

limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

农历猪年第一个交易日，猪产业板块表现不俗，Wind 猪产业指数整体上涨6.03%。2月11日，猪肉概念股早盘快速拉升，牧原股份、雏鹰农牧、新五丰、唐人神、天邦股份、正邦科技涨停，温氏股份大涨6.57%，中粮肉食大涨5.66%，万洲国际上涨2.50%。

- **本轮猪周期的下跌时长和波动幅度已达到甚至超过前几轮的调整水平：**截至2019年1月，生猪价格在本周期的下行阶段已达32个月。2003年以来，我国经历了三轮完整的猪周期。在过去的三轮猪周期中，每轮完整的周期最长为48个月，前两轮的下跌期分别达到了25个月和31个月。自2016年6月猪价达到21.20元的高点后，至今已下跌32个月。2018年5月猪价下滑至10.01元的阶段性低点，调整幅度最高达52%。
- **养殖户持续亏损，非洲猪瘟下，区域供需失衡，加速产能淘汰：**我们对比了上一周期与本周期养殖户的亏损情况并发现，从时间长度来看这一周期的亏损期已达到上一周期的水平；从亏损程度来看，这一周期亏损程度更甚。此外由于非洲猪瘟下当前生猪调运受限，调出省和调入省在短期内供需失衡，我们发现，主要调出省（河南、山东和江西）的生猪价格要远小于主要调入省，生猪调出区域养殖户亏损程度更大，加速产能淘汰。同时，主要生猪调出省也是生猪产出大省。
- **目前生猪价格仍处低位，将有利于加速产能去化，部分产区猪价已经有所反弹：**2019年全国生猪均价由年初当周均价13.01元/公斤下降到2月1日当周均价11.32元/公斤。本次生猪价格下跌的主要原因可以分为两点：一是节前生猪集中出栏，二是东北地区猪肉外调。本质上是阶段性供应过剩造成的价格下跌，有利于产能去化。且目前大部分产区猪价已经趋稳甚至有所反弹。
- **养殖户补栏积极性低，预计2019年中生猪价格将迎来拐点：**结合二元母猪价格变动和母猪料销量同比增速来看，2018年3月以来养殖户补栏积极性不高，由于后备二元母猪价格领先生猪价格约14个月，因此预计2019年中生猪价格将重启上涨周期。
- **投资建议：看好估值低，弹性大的中粮肉食、万洲国际。中粮肉食(1610.HK)：**短期看猪周期及养殖产能扩张；中长期看产业链整合及品牌生鲜肉的增长。**万洲国际(288.HK)：**从情绪面来讲，中美贸易摩擦暂缓，美国和墨西哥之间的上半年也可能有正面消息，将带动美国生猪价格回升。美股猪肉价格回升利好史密斯菲尔德的屠宰业务，盈利能力弹性较大；从国内业务看，近期猪肉价格持续下滑，公司将备低价库存，对公司下游业务有正面影响。同时，公司改善肉制品的产品结构，对毛利率有正面提升效应。

风险提示：猪价持续下行、猪瘟疫情波及上市公司存栏生猪、食品安全风险等



报告正文

- **本轮猪周期的下跌时长和波动幅度已达到甚至超过前几轮的调整水平**
截至 2019 年 1 月，生猪价格在本周期的下行阶段已达 32 个月，均价为 13.05 元/公斤。2003 年以来，我国经历了三轮完整的猪周期。在过去的三轮猪周期中，每轮完整的周期最长为 48 个月，前两轮的下跌期分别达到了 25 个月和 31 个月。自 2016 年 6 月猪价达到 21.20 元的高点后，至今已下跌 31 个月。18 年 5 月猪价下滑至 10.01 元的阶段性低点，调整幅度最高达 52%。

图1、2000 年以来三轮猪周期回顾

	上升阶段	时长 (月)	下降阶段	时长 (月)	Max (元/公斤)	Min (元/公斤)	调整幅度	总时长 (月)	相关疫情
周期一	开始 2003/05	17	2004/09	20	9.66	5.78	40.14%	37	无
	结束 2004/09		2006/05						
周期二	开始 2006/05	24	2008/04	24	17.45	6.10	65.01%	48	猪蓝耳病
	结束 2008/04		2010/04						
周期三	开始 2010/04	17	2011/08	32	19.92	9.70	51.31%	49	口蹄疫
	结束 2011/08		2014/04						
周期四	开始 2014/04	27	2016/06	?	21.20	10.01*	52.78%	?	非洲猪瘟
	开始 2016/06		?						

资料来源：中国畜牧业信息网，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、生猪价格波动循环示意图（元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

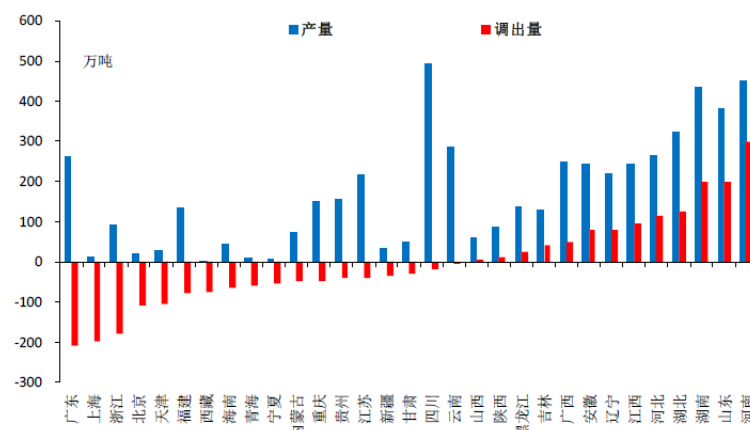
- **非洲猪瘟下，地区猪价分化持续，生猪调出省猪价偏低，加速产能淘汰**
18 年 8 月国内发现首例非洲猪瘟，目前疫情已蔓延至全国；非洲猪瘟传染性强，致死率高，各品种及各年龄猪群同样具有易感性，且目前尚未研发出有效疫苗。目前生猪跨区域调运已基本停止。

根据 2016 年各省猪肉调出量数据，河南、山东、湖南、湖北和湖北为主要调出省，广东、浙江和福建为主要调入省。由于当前生猪调运受限，调出省和调入省在短期内供需失衡，生猪调出区域养殖户持续亏损，加速产能淘汰。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

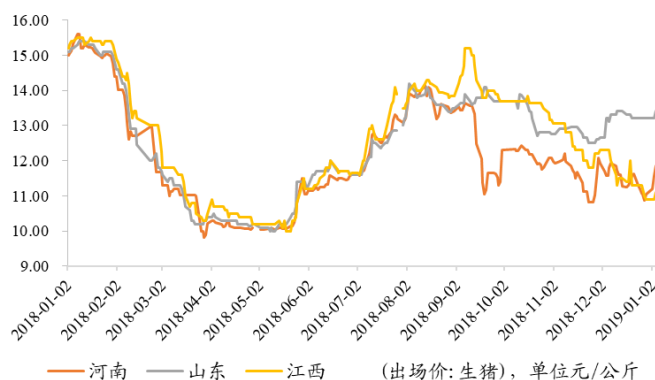
同时，主要生猪调出省也是生猪产出大省。我们发现，主要调出省（河南、山东和江西）的生猪价格要远小于主要调入省，因此不同省份养猪户的亏损情况也存在着差异。

图3、2016年各省猪肉产量及调出量



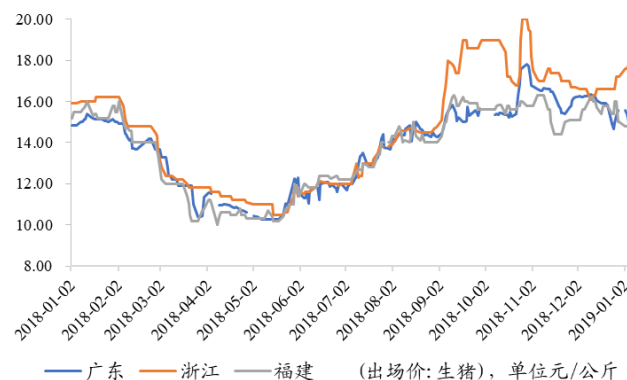
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、2018年生猪主要调出省猪价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2018年生猪主要调入省猪价



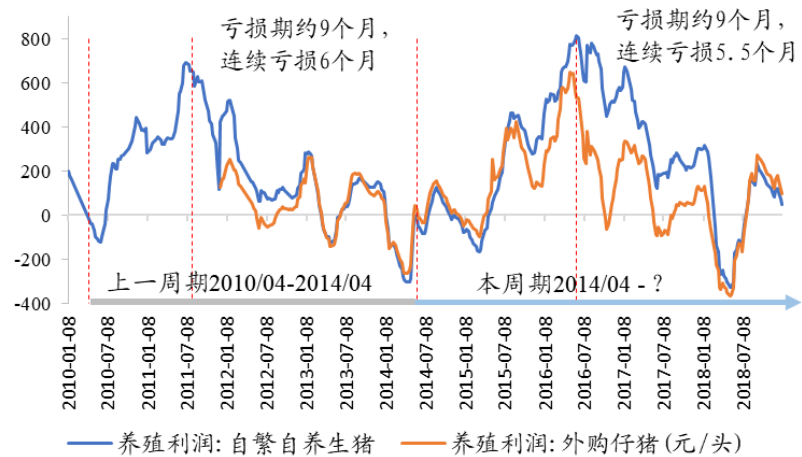
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 养殖户持续亏损，产能进一步出清

我们对比了上一周期与本周期养殖户的亏损情况并发现，从时间长度来看这一周期的亏损期已达到上一周期的水平；从亏损程度来看，这一周期亏损程度更甚。

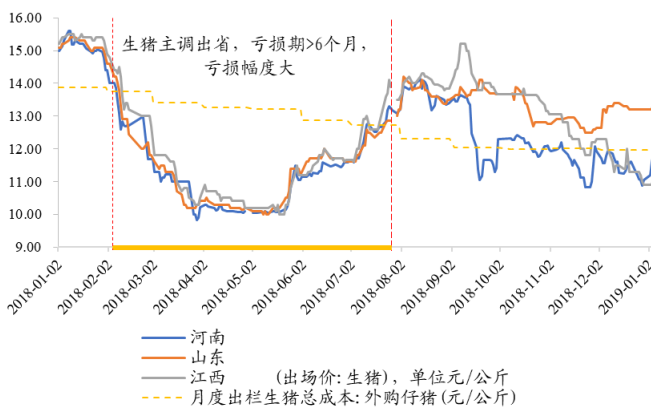
另外，对于生猪主要调出省（如河南、山东、江西），养殖户的亏损程度要远大于生猪主要调入省。截至2019年1月2日，河南和江西的生猪调出省养殖户仍处于亏损状态。预计未来几个月生猪调运政策将持续受限制，因此这些区域的产能将进一步出清。

图6、上一猪周期与本轮猪周期亏损期和幅度对比



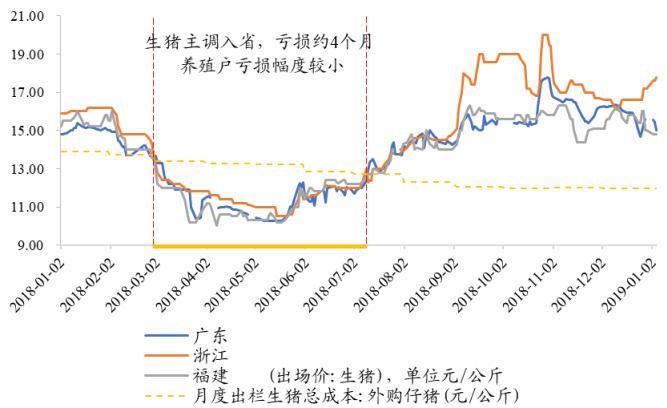
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2018年生猪主要调出省亏损期



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2018年生猪主要调入省亏损期

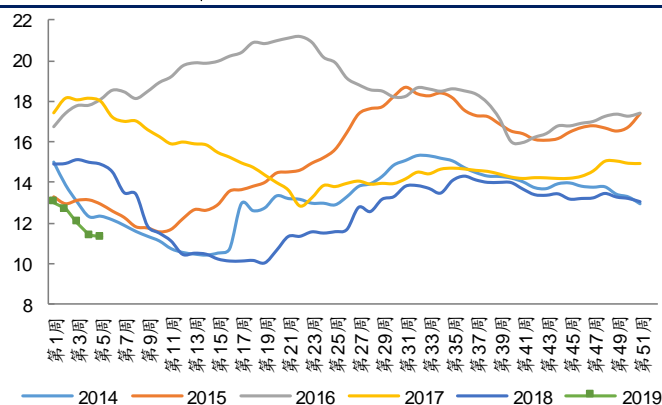


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 目前生猪价格仍处低位，将有利于加速产能去化，部分产区猪价已经有所反弹

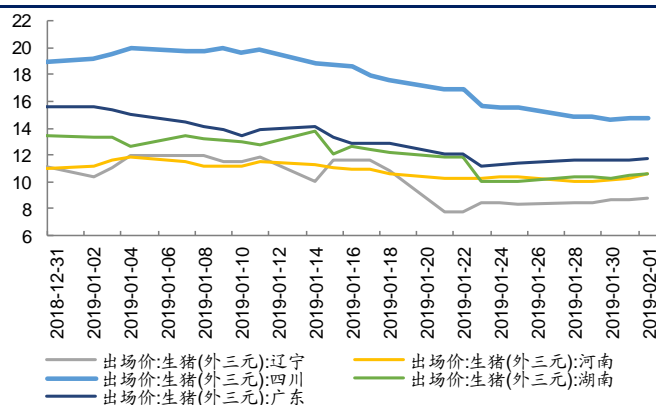
2019年全国生猪均价由年初当周均价13.01元/公斤下降到2月1日当周均价11.32元/公斤。本次生猪价格下跌的主要原因可以分为两点：一是节前生猪集中出栏，二是东北地区猪肉外调。本质上是阶段性供应过剩造成的价格下跌，有利于产能去化。且目前大部分产区猪价已经趋稳甚至有所反弹。

图9、2019年生猪价格下跌是由于春节前集中出栏(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图10、部分产区猪价已经有所反弹(单位:元/公斤)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 养殖户补栏积极性低, 预计19年中生猪价格将迎来拐点

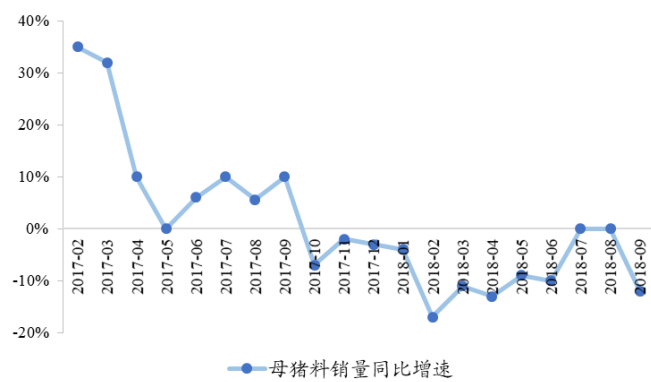
能繁母猪存栏量领先生猪存栏数量和价格约10个月。能繁母猪存栏量从2018年3月开始持续下滑, 2018年12月份全国生猪存栏同比下降4.8%, 能繁母猪存栏同比下降8.3%, 连续3个月跌幅超过5%的预警线。需要注意的是, 农业农村部公布的能繁母猪存栏量数据未能充分考虑养殖散户的存栏变动, 能繁母猪存栏量统计数据存在一定程度的失真。因此这里采用母猪料销量同比增速来侧面反映母猪存栏的变动。

图11、2016年起能繁母猪存栏量变动



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2017年起母猪料销量同比增速



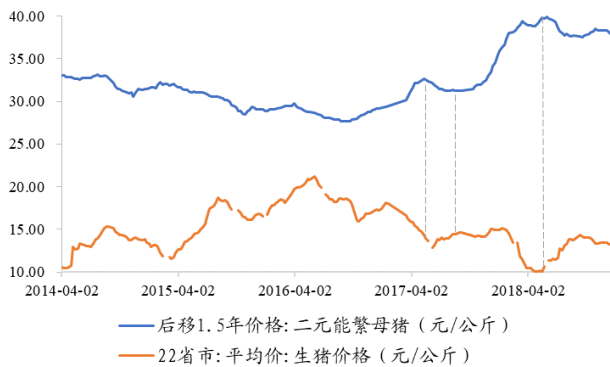
资料来源: 饲料工业协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

后备二元母猪价格领先生猪价格约14个月, 后备二元母猪价格上涨, 对应养殖户补栏积极性上涨, 反之则对应养殖户补栏节奏放缓。因此在下图我们可以看到, 后移1.5年后后备二元母猪价格与当期的生猪价格呈现负相关的关系。而2018年3月以来, 二元母猪价格下滑后上升动力不足, 反映出养殖户补栏积极性不高。

结合2018年以来母猪料销量同比增速和二元母猪价格变动, 我们判断2019年中, 生猪价格会迎来拐点。

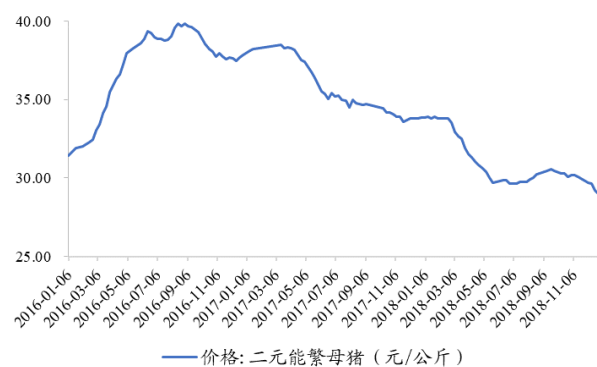
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图13、后移1.5年二元母猪价格与生猪价格的关系



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2016年1月以来二元母猪价格变动



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 看好估值低，弹性大的中粮肉食、万洲国际

中粮肉食(1610.HK): 1、非洲猪瘟叠加猪周期，产能逐步出清，当前养殖户补栏积极性低，预期19年年中生猪价格将迎来拐点。另外，生猪养殖和屠宰行业集中度将进一步提升，产业链整合将成为未来趋势。公司生猪养殖业务成本管控有利，19年有望量价齐升。从出栏量来看，公司在2017年共出栏222.6万头，排行业第四。预测19年出栏量可达350万头，2020年可达400万头。成本端方面，公司的养殖成本在业内处于中等偏上水平，预测2018年饲料自给比例可达65%，未来有望达到100%，可以进一步节省成本。2、屠宰/生鲜猪肉业务方面，未来随着河北与湖北屠宰产能扩张计划的落实，养殖与屠宰产能进一步匹配，品牌生鲜猪肉业务占比将不断上升(2018H1约为30%)，从而推动毛利率提升。此外，肉类进口“工贸结合”的业务模式前景广阔，该业务模式可将进口业务毛利率从3%提升至7%左右。目前公司生猪养殖与屠宰业务已具备一定规模，在全产业链经营上，公司从业务、融资到渠道和品牌方面都具有独特优势。我们推荐公司的理由有两个：1、短期看猪周期及养殖产能扩张；2、中长期看产业链整合及品牌生鲜肉的增长。

万洲国际(288 HK): 1、从情绪面来讲，中美贸易摩擦暂缓，美国和墨西哥之间的上半年也可能有正面消息，将带动美国生猪价格回升。美股猪肉价格回升利好史密斯菲尔德的屠宰业务，盈利能力弹性较大；2、从国内业务看，近期猪肉价格持续下滑，公司将备低价库存，对公司下游业务有正面影响。同时，公司改善肉制品的产品结构，对毛利率有正面提升效应。

表1、可比公司财务指标

	收盘价 2019/2/11	市值 (亿)	EPS(报表单位)				ROE (%)			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万洲国际	6.96	1,021	0.0779	0.0724	0.0839	0.0908	16.47	14.15	15.17	15.52
双汇发展	25.63	846	1.3091	1.5019	1.6337	1.7842	31.40	30.96	30.28	29.98
温氏股份	30.00	1,594	1.2932	0.8543	1.1709	2.2385	21.65	12.80	15.24	23.87
牧原股份	38.01	793	2.1200	0.4208	0.9944	3.0308	28.12	6.98	14.84	31.68
正邦科技	7.03	166	0.2300	0.0694	0.2981	1.1271	8.63	2.53	9.33	27.23
天邦股份	8.67	101	0.3400	0.0516	0.3220	1.3744	10.15	1.20	10.78	31.17
中粮肉食	1.68	66	0.1140	-0.0202	0.1138	0.2423	10.13	-1.61	9.10	19.30
养殖行业平均							17.14	5.88	12.55	28.49
总体平均							19.40	11.44	15.94	26.57

资料来源: Wind, Wind 一致预期, 兴业证券经济与金融研究院整理

表2、可比公司估值

	收盘价 2019/2/11	市值 (亿)	PE				PB			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万洲国际	6.96	1,021	11.53	12.25	10.57	9.77	1.76	1.54	1.46	1.33
双汇发展	25.63	846	19.58	17.07	15.69	14.36	5.79	5.21	4.59	4.05
温氏股份	30.00	1,594	23.61	35.12	25.62	13.40	4.89	4.38	3.88	3.11
牧原股份	38.01	793	33.51	90.33	38.22	12.54	6.22	6.39	5.40	3.84
正邦科技	7.03	166	31.65	101.30	23.58	6.24	2.63	2.54	2.32	1.72
天邦股份	8.67	101	38.35	168.02	26.93	6.31	3.32	3.36	3.06	2.10
中粮肉食	1.68	66	12.66	NA	12.69	5.96	1.08	1.10	1.01	0.86
养殖行业平均			31.78	98.69	28.59	9.62	4.27	4.17	3.67	2.69
总体平均			26.37	70.68	23.44	10.44	4.10	3.90	3.45	2.69

资料来源: Wind, Wind 一致预期, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **风险提示:** 猪价持续下行、猪瘟疫情波及上市公司存栏生猪、食品安全风险等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团和日照港裕廊股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。