

2019-12-9

行业研究 | 专题报告

评级 **看好** 维持

## 农产品行业

# 生猪养殖行业专题 37：如何看 11 月能繁母猪存栏和企业出栏数据？

## 报告要点

虽然 11 月农业部统计 400 个监测县能繁母猪存栏环比回升 4%，但我们认为当下疫情压力仍未解除，母猪存栏未来大概率震荡，行业未来 5 年仍将保持高景气，板块核心矛盾在于企业防疫能力。从 11 月企业出栏数据来看，销售体重上行反映出了大型养殖企业防疫水平呈现提升趋势。基于此，首推牧原股份，其次重点推荐温氏股份，建议关注正邦、傲农、新希望、唐人神、金新农、新五丰、大北农和天邦等。

### ■ 如何看 11 月能繁母猪存栏？

11 月生猪存栏环比增长 2%，能繁母猪存栏环比回升 4%。我们认为，母猪存栏变化不是当下核心矛盾，主要基于两方面：1、当下非洲猪瘟疫情压力仍未解除，能繁母猪存栏较难同以往一样出现持续回升，而是大概率呈现震荡趋势；2、当下能繁母猪存栏变化或已较难反映出后期生猪供给变化。由于非洲猪瘟疫情原因，一方面能繁母猪存栏的生产效率出现下滑，另一方面生产过程中由于疫情影响最终生猪出栏也或不及预期。未来能繁母猪存栏震荡将是大概率事件，且较难出现大幅回升，猪价或持续高位，板块核心矛盾还是在于企业防疫能力。

### ■ 如何看 11 月企业出栏数据？

**主要养殖企业出栏环比企稳回升，体重上行反映养殖企业防疫水平或呈现持续提升态势。**由于受疫情影响及留种原因，主要养殖企业 11 月份合计出栏 251 万头，同比下降 40%。但除温氏股份和天邦股份以外，其余企业出栏环比均呈现企稳回升的趋势。从出栏体重情况来看，温氏股份、牧原股份、天邦股份和新希望销售均重均呈现上行趋势，**平均销售体重较 11 月份提升 9 公斤。我们认为，销售体重的上升反映出了养殖企业的防疫水平的提升，因为疫情导致抛售的情况大幅下降。**从销售价格来看，温氏股份销售均价较高，11 月份销售均价 35.1 元/公斤，较行业均价价差达 1.1 元/公斤。牧原股份由于包含淘汰种猪且主要产能处于河南销售价格呈下降趋势，11 月销售均价 30.3 元/公斤，较行业均价价差达 5.9 元/公斤。新希望销售均价较行业均价价差达 4.4 元/公斤。从盈利情况来看，测算温氏股份、牧原股份、正邦科技和新希望 4 家企业 11 月份平均头均盈利接近 2000 元，其中温氏股份头均盈利测算达 2484 元，牧原股份头均盈利约 2100 元，正邦科技和新希望头均盈利预计分别约为 1499 和 1822 元。

### ■ 投资建议

在猪价未来有望长期景气的背景下，大集团企业在防疫水平方面的优势和边际改善能力将使得其充分受益。基于此，我们首推牧原股份，重点推荐温氏股份，此外关注正邦科技、傲农、新希望、唐人神、金新农、新五丰、大北农和天邦。

**风险提示：**

1. 猪价上涨不达预期；
2. 上市企业出栏量不达预期，成本出现上行。

分析师 陈佳

☎ (8621) 61118733

✉ chenjia2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490513080003

分析师 余昌

☎ (8621)61118733

✉ yuchang1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490517030001

## 相关研究

《2020 年农林牧渔投资策略展望：养殖板块将长期维持高景气》2019-12-1

《向牧原学习系列之八：从股票激励方案看疫情防控——设施为基，人为本》2019-11-25

《生猪养殖行业专题报告三十五：买景气，买养殖》2019-11-11

## 目录

如何看 11 月能繁母猪存栏数据? .....	3
如何看养殖企业 11 月出栏情况? .....	4

## 图表目录

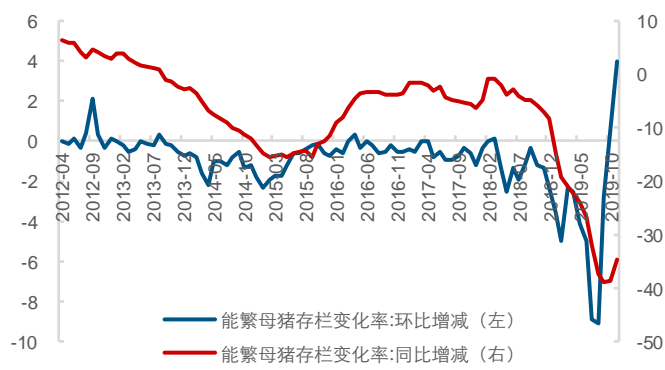
图 1: 能繁母猪存栏 11 月份环比回升 4%.....	3
图 2: 生猪存栏 11 月份环比回升 2%.....	3
图 3: 行业猪价近期调整后再次上行 (单位: 元/公斤) .....	3
图 4: 产能大幅去化, 猪价或将持续上涨.....	4
图 5: 主要养殖企业商品猪销售价格情况 (单位: 元/公斤) .....	5
表 1: 主要养殖企业今年以来出栏情况 .....	4
表 2: 主要养殖企业出栏体重情况 (单位: 公斤) .....	5
表 3: 主要养殖企业 11 月份盈利情况.....	6
表 4: 主要养殖企业三季报产能扩张情况.....	6

## 如何看 11 月能繁母猪存栏数据？

据农业农村部对全国 400 个县定点监测，11 月份生猪存栏环比增长 2%，自去年 11 月份以来首次回升；能繁母猪存栏环比增长 4%，连续 2 个月回升。从不同区域看，有 18 个省份生猪存栏环比增长，比上月多 6 个；有 22 个省份能繁母猪存栏环比增长，比上月多 5 个。规模猪场生产恢复势头更加强劲，11 月份全国年出栏 5000 头以上规模猪场的生猪和能繁母猪存栏环比增幅分别为 1.9%和 6.1%，连续 3 个月环比增长。

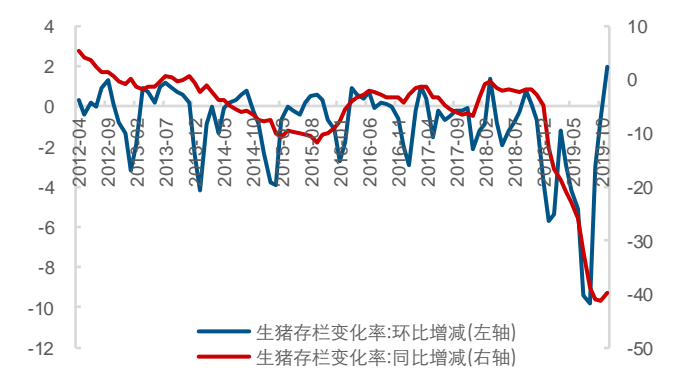
我们认为，在高猪价的刺激下，行业能繁母猪存栏短期回升属于正常现象，但母猪存栏变化不是当下核心矛盾。主要基于两方面：1、当下非洲猪瘟疫情压力仍未解除，能繁母猪存栏较难同以往一样出现持续回升，而是大概率呈现震荡趋势；2、当下能繁母猪存栏变化或已较难反映出后期生猪供给变化。由于非洲猪瘟疫情原因，一方面能繁母猪存栏的生产效率出现下滑，另一方面生产过程中由于疫情影响最终生猪出栏也或不及预期。我们判断，在非洲猪瘟疫情常态化背景下，未来能繁母猪存栏震荡将是大概率事件，且较难出现大幅趋势性回升，猪价或将保持长期景气，时间或达 5 年。

图 1：能繁母猪存栏 11 月份环比回升 4%（单位：%）



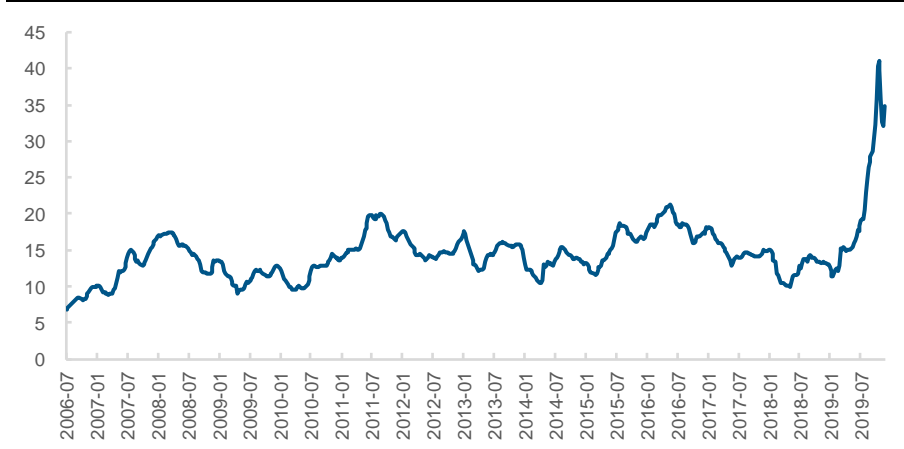
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 2：生猪存栏 11 月份环比回升 2%（单位：%）



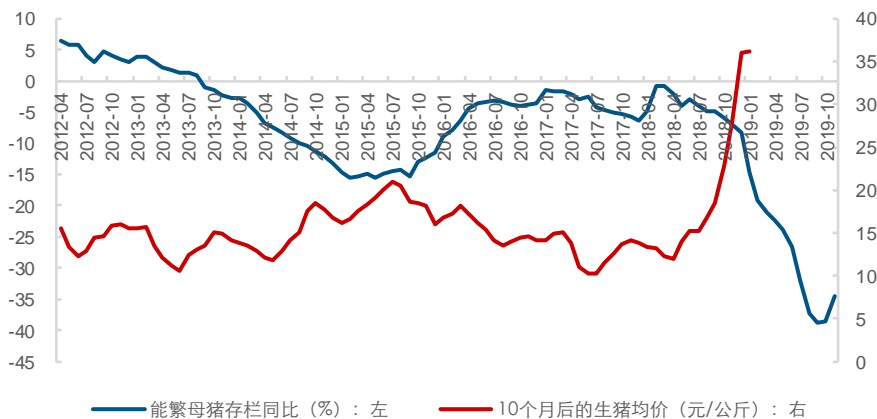
资料来源：农业农村部，长江证券研究所

图 3：行业猪价近期调整后再次上行（单位：元/公斤）



资料来源：中国畜牧业信息网，长江证券研究所

图 4：产能大幅去化，猪价或将持续上涨



资料来源：中国畜牧业信息网，农业农村部，长江证券研究所

## 如何看养殖企业 11 月出栏情况？

由于受疫情影响及留种原因，主要养殖企业 11 月份合计出栏 251 万头，同比下降 40%。但除温氏股份和天邦股份以外，其余企业出栏环比均呈现企稳回升的趋势。截至 11 月，主要 8 家养殖企业今年合计出栏 3902 万头，同比下降 5%。从出栏体重情况来看，温氏股份、牧原股份、天邦股份和新希望销售均重均呈现上行趋势，平均销售体重较 10 月份提升 9 公斤。我们认为，销售体重的上升反映出了养殖企业的防疫水平的提升，因为疫情导致抛售的情况大幅下降。从销售价格来看，温氏股份销售均价较高，11 月份销售均价 35.1 元/公斤，较行业均价价差达 1.1 元/公斤。牧原股份由于包含淘汰种猪且主要产能处于河南，11 月份销售价格呈下降趋势，11 月销售均价 30.3 元/公斤，较行业均价价差达 5.9 元/公斤。新希望销售均价较行业均价价差达 4.4 元/公斤。从盈利情况来看，我们测算温氏股份、牧原股份、正邦科技和新希望 4 家企业 11 月份平均头均盈利接近 2000 元，其中温氏股份头均盈利最高，测算达 2484 元，牧原股份头均盈利约 2100 元，正邦科技和新希望头均盈利预计约 1499 和 1822 元。

我们认为，从出栏数据来看，销售体重的持续提升说明主要养殖企业防疫能力边际均呈现改善趋势。且从三季报来看，大部分养殖企业生产性生物资产均呈现大幅回升趋势。整体上我们看好大集团企业在防疫水平方面的优势和边际改善能力。基于此，我们首推牧原股份，重点推荐温氏股份，此外关注正邦、傲农、新希望、唐人神、金新农、新五丰、大北农和天邦。

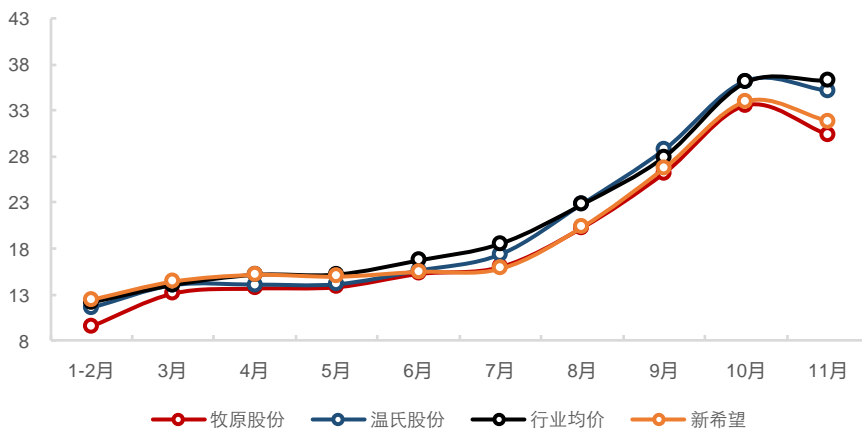
表 1：主要养殖企业今年以来出栏情况（单位：万头）

公司	2019Q1	2019Q2	2019Q3	201910	201911	2019年初至今
牧原股份	307.7	273.8	211.6	74.4	75.1	942.6
yoy	39%	8%	-27%	-33%	-19%	-3%
温氏股份	596.3	581.1	375.8	89.4	81.9	1724.6
yoy	20%	8%	-36%	-53%	-61%	-17%
正邦科技	168.8	140.6	140.3	31.4	35.5	516.6
yoy	59%	-1%	-2%	-38%	-38%	3%

天邦股份	76.3	75.5	51.0	13.6	9.5	225.7
yoy	79%	60%	-6%	-44%	-64%	16%
新希望	68.3	66.1	102.5	37.7	39.6	314.2
yoy	15%	6%	73%	65%	66%	38%
唐人神	27.4	23.5	21.2	3.8	4.0	79.9
yoy	96%	34%	31%	-48%	-31%	31%
金新农	9.2	13.7	10.0	1.7	2.1	36.7
yoy	78%	77%	37%	1%	67%	58%
傲农生物	17.0	16.7	21.3	3.1	3.4	61.5
yoy	168%	23%	77%	13%	25%	64%
<b>合计</b>	<b>1271</b>	<b>1191</b>	<b>934</b>	<b>255</b>	<b>251</b>	<b>3902</b>
<b>yoy</b>	<b>33%</b>	<b>10%</b>	<b>-20%</b>	<b>-38%</b>	<b>-40%</b>	<b>-5%</b>

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5：主要养殖企业商品猪销售价格情况（单位：元/公斤）



资料来源：公司公告，中国畜牧业信息网，长江证券研究所

表 2：主要养殖企业出栏体重情况（单位：公斤）<sup>1</sup>

时间	温氏股份	牧原股份	天邦股份	新希望
1月	111	93	120	110
2月	113	89	116	107
3月	115	99	118	113
4月	118	98	116	116
5月	111	104	101	100
6月	107	75	94	
7月	106			
8月				

<sup>1</sup> 牧原股份、天邦股份和新希望出栏中包含仔猪，因此平均体重包含仔猪体重。

9月	111	101	53	96
10月	119	110	64	105
11月	124	125	74	115

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

表 3：主要养殖企业 11 月份盈利情况

2019年11月	温氏股份	牧原股份	正邦科技	新希望
出栏量（万头）	81.9	75.1	35.5	39.6
生猪销售均价（元/公斤）	35.1	30.3	30.5	31.8
生猪平均体重（公斤）	123.6	125.0	115.3	115.0
生猪业务贡献业绩（亿元）	20.4	15.8	5.3	7.2
头均盈利（元）	2484	2100	1499	1822
商品猪完全成本（元/公斤）	15.0	13.5	17.5	16.0

资料来源：公司公告，长江证券研究所测算

表 4：主要养殖企业三季度产能扩张情况

项目	牧原股份	温氏股份	正邦科技	天邦股份	新希望	唐人神	新五丰	傲农生物
生产性生物资产（亿元）	28.37	38.44	18.13	6.19	9.86	1.01	0.47	1.79
yoy	99%	6%	36%	17%	86%	-25%	-14%	127%
在建工程（亿元）	49.57	38.27	38.47	7.24	41.35	5.05	0.24	5.57
yoy	81%	-9%	4%	-15%	74%	57%	-19%	71%
固定资产（亿元）	155.93	200.67	93.21	25.72	111.05	23.20	5.25	14.67
yoy	23%	27%	31%	59%	35%	18%	-2%	40%
购建固定资产、无形资产和长期资产支付的现金（亿元）	58.58	72.09	22.09	7.95	54.56	4.82	0.29	4.12
yoy	71%	8%	10%	-40%	112%	63%	-30%	-10%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好: 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

看 淡: 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持: 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级: 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。

**相关证券市场代表性指数说明:** 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; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。