

证券研究报告

2023年07月03日

行业报告 | 行业专题研究

农林牧渔

行业资金压力已现，产能去化有望加速！

作者：

分析师 吴立 SAC执业证书编号：S1110517010002

分析师 陈潇 SAC执业证书编号：S1110519070002

联系人 陈炼



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

行业资金压力已现，产能有望加速去化，重视新周期机会！

1、行业：行业亏损持续半年，资金压力已现

三维度看行业资金压力或已现：

- 1) **维度一：从行业亏损时间来看**，从23年年初至今，行业亏损时间已持续半年（历史周期最大亏损时长为7个月）；
- 2) **维度二：从行业亏损幅度来看**，从23年年初至今，单月最大亏损337元/头，平均月度亏损301元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小（2021年6月至2021年10月，单月最大亏损559元/头，期间平均月度亏损356元/头/月，单月及期间平均亏损深度均为历史周期之最，2022年1月至2022年6月亏损期次之）；
- 3) **维度三：从2023年5月天风农业问卷反馈来看**，9%养殖户反馈猪价在14-15元/kg的情况下，其现有母猪产能规模仅能维持1个月，22%养殖户反馈其母猪产能仅能维持2个月；

综上，我们认为在二季度猪价持续低迷&连续亏损，当前行业资金压力已较为明显。

2、个股：上市公司融资需求增多，关注企业资金压力变化

近期上市公司融资需求增多。基本面不同、规模不同的养殖企业对于资金的储备需求或有所不同，重视周期低迷时企业的资金安全。以年出栏500万头以上的养殖企业来说，这类企业的出栏增速相对中小养殖企业来说会偏低，其主要的资金需求在于维持当前存栏量，同时资金储备相对充足，在融资需求上并不算太迫切；年出栏500万头以下的养殖企业，这类企业对于后续出栏量的增速要求通常较高，其融资一方面用于支撑后续产能的扩张，另一方面也可为公司在资金压力较大时做流动性补充。

3、投资建议：

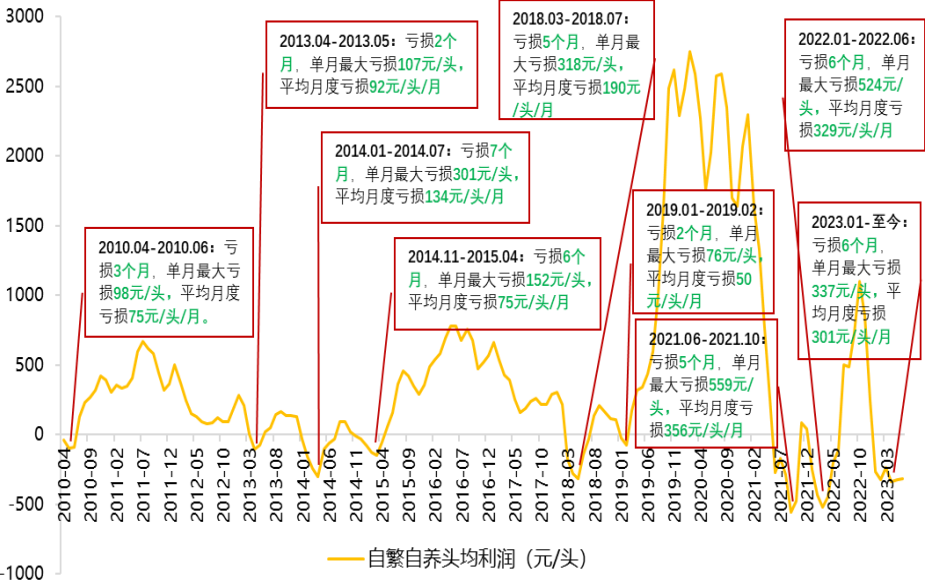
相比于非上市公司，上市公司可在行业较为低迷时期通过多种融资方式获得资金以助力其度过猪价低迷期，但依然不可忽视其资金的储备情况，从23Q1财报中各家养殖公司的现金及现金等价物的情况来看，超一半的上市公司23Q1的资金出现环比下降，资金净流出明显。**从资金储备角度来看（结合资产负债率、现金及现金等价物情况）**，其中温氏股份、牧原股份、新希望、天康生物、巨星农牧、京基智农、神农集团等猪企相对优势较强；**结合估值、出栏弹性&成本等基本面**，当前阶段，大猪首推温氏股份、其次建议关注牧原股份、新希望；小猪建议重点关注：新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物、华统股份，其次建议关注傲农生物、中粮家佳康、天邦食品、京基智农、金新农等。

风险提示：猪价不达预期；公司出栏不达预期；非洲猪瘟疫情风险；问卷调查样本偏差值及样本代表性风险。

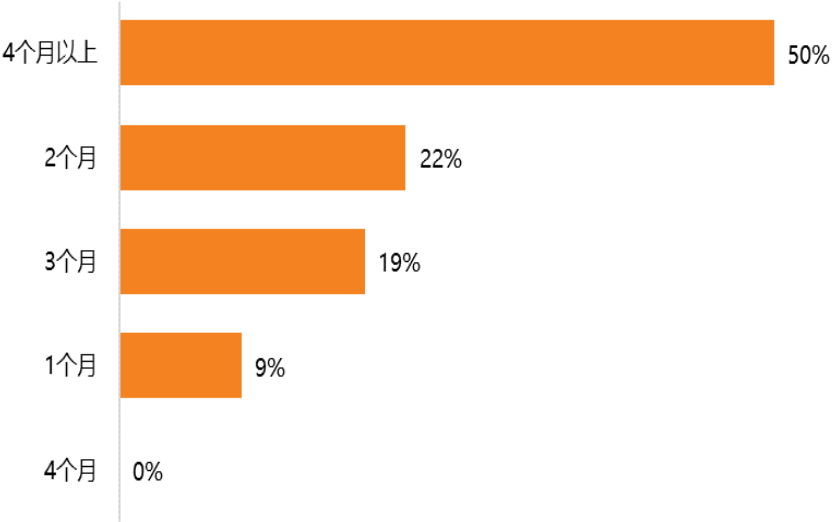
1、行业资金亏损持续半年，资金压力已现

- 行业亏损时间长&亏损幅度大。从行业自繁自养头均利润的角度来看，行业自2021年6月至今已连续经历3个深度亏损期，2021年6月至2021年10月，期间单月最大亏损559元/头，平均月度亏损356元/头/月，单月及期间平均亏损深度均为历史周期之最。随后短暂盈利2个月后行业便又进入下一轮深度亏损期，其亏损深度仅次于21年。2022年半年盈利期后，目前生猪养殖行业已出现6个月的深度亏损（历史周期最大亏损时长为7个月），单月最大亏损337元/头，平均月度亏损301元/头/月，其亏损深度较前两轮亏损期并未明显缩小。考虑到21年至今行业亏损期远长于盈利期，且3个亏损期亏损深度均为历史周期之最，行业资金流失严重。
- 猪价持续低迷，行业资金状况紧张。目前行业资金情况紧张，根据2023年5月天风农业问卷调查结果显示，9%养殖户反馈猪价14-15元/kg的情况下，其现有母猪产能规模仅能维持1个月，22%养殖户反馈其母猪产能仅能维持2个月。若后续猪价持续低迷，资金压力下，行业去化进程或将迎来加速。

图：本轮亏损已经持续半年（元/头）



图：养殖端资金压力普遍较大



14-15元/kg猪价下，养殖户母猪产能规模维持时长

2、多维度影响上市公司融资需求，关注企业资金压力变化

- 养殖企业基本面不同、规模不同对于资金的储备需求或有所不同。以年出栏500万头以上的养殖企业为例，这类企业的出栏增速相对中小养殖企业来说会偏低，其主要资金需求在于维持当前存栏量，因此在融资需求上并不算太迫切。以温氏股份为例，其充足的资金储备使得公司在2021年周期下行和今年周期下行期间均没有太大的融资需求；另外，如牧原股份其成本行业领先的公司，由于头均亏损额度较低甚至不亏现金，也为公司资金铸造了安全垫。

图：年出栏量500万头以上融资情况（基于2022年出栏量）

公司名称	融资公告时间	融资方式	拟/实际融资净额（亿元）	融资目的	节奏	预期/实际融资完成时间
牧原股份	2022年12月22日	定向增发	59.87	用于补充现金流	已实施	2022年12月23日
	2021年8月12日	可转债	95.29	用于677.25万头生猪产能&1300万头屠宰产能&补充现金流	已实施	2021年9月10日
温氏股份	2023年5月25日	出售资产	4.38	拟将温氏业35%的股权转让给筠诚控股	1个月内支付第一期股权转让款的30%（约1.31亿元）	在完成内部审批和决策程序以及支付第一期股份转让款后7日内完成交割
	2020年9月17日	可转债	92.22	生猪养殖项目：一体化生猪养殖项目、屠宰场、种猪场项目以及养殖小区项目；禽养殖项目一体化养殖项目、水禽养殖项目、白羽鸡养殖项目；补充流动资金27.79亿元	已实施	2021年3月25日
新希望	2023年4月20日	出售资产	13.17	拟与成都天府兴新鑫农牧签署《股权转让协议》，拟将六和生物持有的川渝地区7个猪场项目公司出售给兴新鑫农牧，整合利用合作方的优势产业资源、区域资源，为公司长期可持续发展提供保障。	董事会通过	未披露
	2022年8月17日	定向增发	不超过45	用于偿还银行债务	证监会通过	未披露
	2022年4月28日	债券	不超过20	拟用于采购农产品等饲料原料、支付农民土地租金或关于乡村振兴领域相关项目的建设、运营、收购和补充公司流动性资金等符合国家法律法规规定的用途。	董事会通过	未披露
	2021年10月29日	可转债	81.33	义县、黑山、濮阳新六生猪养殖项目；巨野、烟台、濮阳、东营新好生猪养殖项目；施秉新希望生猪养殖项目；偿还银行贷款	已实施	2021年11月29日
	2021年5月25日	公司债	10	偿还本息债务	已实施	2021年6月8日
	2021年3月15日	中期票据	20	其中10亿元用于乡村振兴领域，10亿元用于偿还公司部分银行贷款	已实施	2021年3月17日
	2022年11月25日	出售资产	2.68	转让来宾六道母猪养殖场资产给来宾双胞胎&隆安古潭母猪养殖场资产给隆安双胞胎	已实施	2022年12月18日
正邦科技	2022年10月25日	出售资产	5.39	转让长春正邦、孝感正邦、浠水正邦、淮南正邦&贾汪正邦全部股权给湖北粮食	已实施	2022年11月底-12月初
	2022年8月30日	出售资产	0.38	出售岳池同兴育肥猪场资产给增鑫科技	董事会审议通过	未披露
	2022年6月30日	出售资产	10元	向正邦集团转让成都正邦、唐山正邦、六安正邦、江苏正邦、肇东正邦、筠连正邦、洛阳正邦、辽宁正邦、虞城正邦和红麻正邦10家公司49%的股权	已实施	已于2022年6月30日前付款
	2022年2月28日	出售资产	20-25	出售5家饲料子公司51%的股权给大北农	已暂停	未披露
	2021年12月20日	出售资产	2.33	出售公司所持有的正邦食品100%的股权转让给正邦集团	已实施	2021年12月23日
	2020年6月29日	定向增发	74.78	沾化、涟水、陈庄等地育肥场；恭城县龙虎乡、喀喇沁旗、内江等地母猪场；补充流动资金	已实施	2021年2月1日

资料来源：各公司公告、企查查，天风证券研究所

2、多维度影响上市公司融资需求，关注企业资金压力变化

➢ 养殖企业基本面不同、规模不同对于资金的储备需求或有所不同。以年出栏500万头以下的养殖企业为例，这类企业对于后续出栏量的增速要求通常较高，其融资一方面可用于支撑后续产能的扩张，另一方也可为公司在资金压力较大时做流动性补充。以出栏量增速较高的巨星农牧、新五丰以及唐人神为例，其融资不仅可以用于母猪产能或者育肥产能的扩张，而且部分闲置资金可以作为流动性补充以助力公司度过周期低迷期。

图：年出栏量500万头以下融资情况（基于2022年出栏量）

公司名称	融资公告时间	融资方式	拟/实际融资净额（亿元）	融资目的	节奏	预期/实际融资完成时间
天邦食品	2023年6月8日	定向增发	不超过27.2（含本数）	①天邦股份数智化猪场升级项目；② 补充流动资金	深交所审核通过	未披露
	2022年6月20日	出售资产	10.2	出售史记公司51%股权	已实施	2022年6月21日&2022年10月10日&2023年3月31日
	2021年9月20日	出售资产	1.91	公司向通威股份转让安徽天邦49%股权、安徽生物49%股权、盐城天邦51%股权、南宁艾格菲51%股权，蚌埠天邦51%股权，湖北天邦51%股权，东营天邦51%股权	已实施	2021年10月15日&2021年12月31日
	2021年8月29日	出售资产	10.8	公司向通威股份转让水产饲料业务	已实施	2021年9月10日&2021年12月31日&2022年3月15日
	2021年3月15日	出售资产	5.1	将成都天邦100%股权和南京史记100%股权出售给贤丰控股和宏屹投资	已实施	2021年4月7日&2021年7月1日
天康生物	2020年12月29日	定向增发	20.43	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目；甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目；补充流动资金	已实施	2021年12月24日
唐人神	2023年6月26日	定向增发	不超过3（含本数）	唐人神集团生猪全产业链数字化智能化升级项目	董事会审议通过	未披露
	2022年4月11日	定向增发	11.12	东冲、云浮、融水县、浦北美神和海南昌江等地区养殖项目&补充流动资金	已实施	2022年12月22日
	2020年8月3日	定向增发	15.14	禄丰美神母猪产能项目、武山美神生猪养殖全产业链项目、饲料配套项目&补充流动性	已实施	2021年3月8日
巨星农牧	2022年4月21日	可转债	10	德昌巨星生猪繁育一体化项目&补充流动资金	已实施	2022年5月17日
	2020年11月4日	定向增发	4.08	宜宾、古蔺、德昌生猪繁育一体化项目和种猪场项目	已实施	2021年7月9日
	2021年9月13日	定向增发	9.17	新建年产4万吨肉制品加工项目&补充流动性	已实施	2022年8月1日
华统股份	2021年3月12日	出售资产	2.27	向西藏新好转让全资子公司长兴和平华统畜牧有限公司100%股权和全资子公司长兴华统畜牧有限公司100%股权	已实施	2021年4月5日
新五丰	2022年4月29日	定向增发	15.28	购买的标的资产为湖南天心种业股份有限公司100%股权和200万元国有独享资本公积、沅江天心种业有限公司48.20%股权、衡东天心种业有限公司39.00%股权、荆州湘牧种业有限公司49.00%股权、临湘天心种业有限公司46.70%股权、湖南天翰牧业发展有限公司100%股权、郴州市下思田农业科技有限公司100%股权、新化县久阳农业开发有限公司100%股权、衡东鑫邦牧业发展有限公司100%股权、湖南天勤牧业发展有限公司100%股权、龙山人翰牧业发展有限公司100%股权。	已实施	2023年6月29日
	2020年12月17日	定向增发	10.22	湖南新五丰存栏4.32万头母猪场项目&补充流动资金	已实施	2021年11月19日
傲农生物	2023年6月19日	定向增发	不超过17.78（含本数）	①饲料建设类项目；②食品建设类项目；③收购子公司少数股权项目；④补充流动资金	董事会审议通过	未披露
	2022年3月29日	定向增发	14.33	15,000头母猪自繁自养猪场项目(一期)；年产18万吨饲料(一期)项目；补充流动资金	已实施	2022年5月10日
	2020年8月21日	可转债	9.82	长春、滨州、广西等地区种猪繁育基地项目&生猪生态循环养殖小区等；偿还银行贷款	已实施	2021年4月2日
神农集团	2023年6月21日	定向增发	不超过11.5（含本数）	①饲料建设类项目；②生猪养殖建设类项目；③补充流动资金	董事会审议通过	未披露
	2020年10月30日	IPO	20.9	①云南神农陆良年产50万吨饲料及生物安全中心项目；②优质仔猪扩繁基地建设项目；③优质生猪育肥基地建设项目；④云南神农曲靖食品有限公司年50万头生猪屠宰新建项目；⑤补充流动资金	已实施	2021年5月27日
金新农	2021年9月15日	定向增发	7	1.生猪养殖项目；2.补充流动资金	已实施	2022年9月29日

资料来源：各公司公告、企查查，天风证券研究所

3、猪价持续低迷，重视资金储备充裕&基本面优秀标的

➢ 如上述，相比于非上市公司，上市公司通常可在行业较为低迷时期通过多种融资方式获得资金以助力其度过猪价低迷期，但依然不可忽视其资金储备情况，从23Q1财报中各家养殖公司的现金及现金等价物的情况来看，超一半的上市公司23Q1的资金出现环比下降，资金净流出明显。**从资金储备角度来看（结合资产负债率、现金及现金等价物情况）**，其中温氏股份、牧原股份、新希望、天康生物、巨星农牧、京基智农、神农集团等猪企相对优势较强；**结合估值、出栏弹性&成本等基本面**，当前阶段，大猪首推温氏股份、其次建议关注牧原股份、新希望；小猪建议重点关注：新五丰、巨星农牧、唐人神、天康生物、华统股份，其次建议关注傲农生物、中粮家佳康、天邦食品、京基智农、金新农等。

图：个股资金储备情况&出栏增速&估值情况汇总（截止2023年7月3日）

公司	2023Q1				出栏量（万头）				估值（元/头）		历史头均市值区间（元/头）
	资产负债率（%）	环比变化（pct）	现金及现金等价物（亿元）	环比变化（亿元）	2022A	2023E	2024E	复合增速	2023E	2024E	
牧原股份	56%	2.0	201.8	22.7	6,120	6800	7800	13%	3386	2952	3000-22000
温氏股份	59%	3.0	72.0	7.9	1,791	2600	3300	36%	2650	2088	3000-20000
新希望	70%	2.4	81.6	-15.6	1,461	1850	2350	27%	1276	1004	1900-20000
天邦食品	83%	3.5	7.4	2.8	442	650	800	35%	1293	1051	900-18000
傲农生物-归母	83%	1.5	4.0	-2.3	389	480	680	32%	1289	910	800-18000
大北农-归母	59%	0.7	47.0	-9.3	244	330	440	34%	825	619	——
唐人神	61%	1.2	17.5	-0.6	216	350	500	52%	1823	1276	1500-15000
天康生物	52%	2.0	38.0	6.0	203	300	400	40%	1054	791	1000-15000
新五丰	75%	4.2	8.2	2.6	183	350	500	65%	2561	1793	1000-30000
巨星农牧	54%	5.3	10.5	2.0	153	280	400	62%	4601	3221	1800-23000
金新农	69%	0.5	10.2	-2.0	126	130	200	26%	3894	2531	2000-15000
京基智农	72%	-13.3	15.5	-5.8	126	200	230	35%	1386	1205	1500-20000
华统股份	69%	6.5	7.3	-1.8	120	250	400	82%	2337	1461	2300-35000
神农集团	13%	-1.0	6.0	-3.4	93	150	250	64%	4904	2942	5000-30000

资料来源：wind，天风证券研究所

4、风险提示

- 1、**猪价不达预期：**猪价受供需格局的影响，对公司的盈利起到重要作用，若行业产能去化不达预期，猪价或低于预期，从而导致公司利润不达预期。
- 2、**公司出栏不达预期：**若因疫情变化、国家政策变化或价格变动等因素的影响，导致公司养殖扩张节奏发生变化，从而导致公司未来的生猪出栏量不达预期，公司未来的高成长性或将受到影响。
- 3、**非洲猪瘟疫情风险：**非洲猪瘟疫情持续存在，虽然公司在非瘟疫情防控方面已经取得了显著的成果，但是若后续疫情进一步加剧，公司或因疫情损失，对公司经营造成影响。
- 4、**问卷调查样本偏差值及样本代表性风险：**因样本份数和地域差异，可能导致样本代表性具有差异。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS