

寻找模糊的正确，紧抓猪周期配置窗口

——“读懂猪周期”系列报告十一

核心观点

- **寻找模糊的正确，紧抓猪周期配置窗口** 关于猪周期当下的困惑点之一在于猪价拐点何时到来与板块配置的关系，我们认为在能繁母猪持续去化+猪价磨底阶段进行配置，紧抓股价处于相对低位的养殖个股，等待能繁母猪大幅去化+猪价拐点来临，迎接猪价上行周期+养殖股价加速上行阶段。我们主要讨论两个问题：1、可能的拐点时间（主升浪可能出现的时点）。从供给端看，根据涌益数据我们大致可在样本层面推算出未来六个月的肥猪出栏头数。样本虽不能展现全貌，但一定程度上可以预示趋势。22Q2-3 生猪出栏数呈现高位下行走势。从需求端看，年内存在需求波动短周期。根据 07-21 年月度猪价环比走势，2-4 月猪价环比下跌，5-8 月环比上涨，9-10 月再次回落，之后 11 月到来年 1 月春节消费拉动猪价环比上行。当下 4 月时节，处于理论上的猪价环比下降阶段。叠加考虑新冠疫情对猪肉消费抑制作用。虽然样本数据端推演出生猪供给端下行，但依旧处于高位状态。因此结合消费受制、恢复需时以及供给端下行但高位的综合判断，我们推演猪价可能的拐点在 22Q3 出现。2、当下猪周期投资进入到了什么阶段（当下时点的投资安全边际如何）。我们从 PB 与头均市值角度看，14 年至今生猪养殖子行业 PB 的月度峰值基本接近，分别为 7.12 和 7.23 倍，其 PB 最低点分别为 1.99 和 2.63 倍。21 年以来的本轮猪周期，生猪养殖 PB 低点跌至 2.4 倍，随后开启震荡回升走势，22 年 4 月 13 日达 3.18 倍，相比低点+32.5%。与历史峰值相比，当下只是开始，未来仍具翻倍空间。头均市值方面，龙头企业处历史均值低位区域，部分高成长猪企完成估值修复阶段。猪周期投资处于爆发前夜，配置意义显著。
- **3 月上市猪企生猪销量环比+44%** 3 月上市养殖企业生猪销量合计约 1192.61 万头；考虑公司披露方式的差异，我们剔除牧原股份（出栏 598.6 万头，同比+111%）计算环比情况，12 家上市猪企 3 月合计出栏环比+43.6%，各家环比均增长（6.7%至 192.9%）；其中环比涨幅高于 40% 的有金新农、天康生物、正邦科技、东瑞股份、新希望。考虑到 2 月份为农历春节时期，开工率较低，一定程度上推高 3 月出栏环比数据。
- **3 月猪企猪价环比-1.4%，出栏均重再次下行** 养殖企业生猪售价、出栏均重环比下行。3 月行业生猪均价 12.27 元/kg，环比 2 月-5.32%。上市猪企 3 月生猪销售均价约 11.72 元/kg（剔除东瑞股份），环比-1.41%，低于行业均价 4.48%；22 年以来上市养殖企业肥猪售价均低于行业均值，可部分归因于低价区域集中、出栏规模较大等因素。3 月上市猪企均重有增有减（均值 113.32kg，环比-1.71%），整体处于周期低位。根据涌益数据统计 3 月行业出栏均重约 116.93kg。
- **投资建议** 我们建议重点关注：一是“龙头”企业，包括牧原股份（002714.SZ）、温氏股份（300498.SZ）、新希望（000876.SZ）等；二是“小而美”企业，包括唐人神（002567.SZ）、天康生物（002100.SZ）、傲农生物（603363.SH）等。此外，可积极关注金新农（002548.SZ）、天邦股份（002124.SZ）、中粮家佳康（1610.HK）等。
- **风险提示** 原料价格波动的风险；疫病的风险；猪价不及预期的风险等。

农林牧渔行业

推荐（维持评级）

分析师

谢芝优

☎: 021-68597609

✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130519020001

行业数据

2022.04.13



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告一：在时间维度下看“硬”指标对生猪未来走势的预判

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告二：天康生物（002100.SZ）：享周期弹性与成长潜力的养殖全产业链企业

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告三：以周期+成长视角看生猪养殖投资逻辑

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告四：猪价短期承压，上行主趋势坚定

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告五：新希望（000876.SZ）：猪价弹性+出栏高增长，农牧龙头腾飞时

【银河农业】“读懂猪周期”系列深度报告六：从猪周期探底角度看养殖个股布局

【银河农业】“读懂猪周期”系列点评报告七：生猪养殖板块配置正当时！

【银河农业】“读懂猪周期”系列点评报告八：1 月生猪养殖企业出栏数据及行业产能解读

【银河农业】“读懂猪周期”系列点评报告九：2 月生猪养殖企业出栏数据及饲料端成本解读

【银河农业】“读懂猪周期”系列点评报告十：唐人神（002567.SZ）：生猪养殖新秀，稳步迈向 24 年 500 万头

目 录

一、寻找模糊的正确，紧抓猪周期配置窗口	2
二、3月上市猪企生猪销量环比增长 44%	5
三、3月猪企猪价环比-1.4%，出栏均重再次下行	6
四、投资建议	7
五、风险提示	7

一、寻找模糊的正确，紧抓猪周期配置窗口

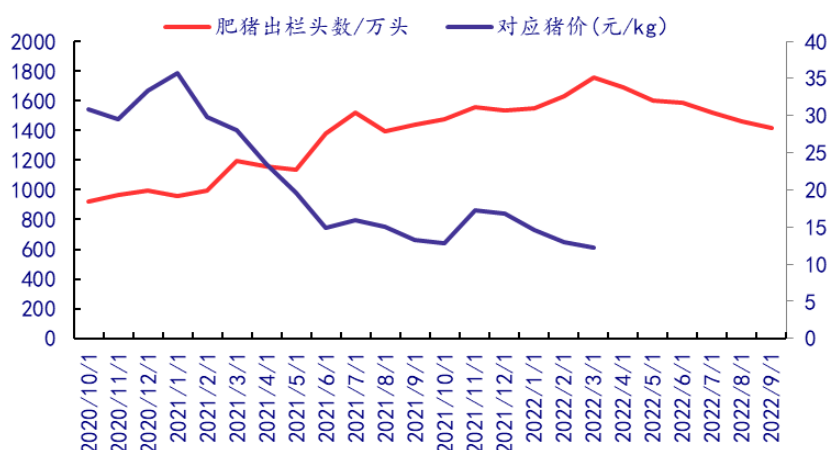
关于猪周期当下的困惑点之一在于猪价拐点何时到来与板块配置的关系，我们基于周期依旧存在的根本假设，认为这个困惑点对应两种分歧。第一种是认为当前产能去化不充分，仍需时间进行产能出清，猪价底部区域拉长，拐点延后，进而推演出猪周期投资为时尚早；第二种是认为当前产能处于去化过程中，“去化”这个动作意味着周期处于底部区域，在上行周期必将到来的基础假设上，在周期底部区域进行配置具备显著的安全边际。

关于上述困惑，我们倾向支持第二种观点，必须承认判断猪价拐点是一个难题，当下并没有人能够准确推测本轮猪周期真正的拐点何时到来。我们更多的是根据历史规律、高频数据、草根调研等，持续推演与修正，寻找模糊的正确。在猪周期投资过程中，猪价拐点判断并不是关注的全貌，它只是迎接主升浪的一个信号。因此，我们认为在【能繁母猪持续去化+猪价磨底阶段】进行配置，紧抓【股价处于相对低位的养殖个股】，等待【能繁母猪大幅去化+猪价拐点来临】，迎接【猪价上行周期+养殖股价加速上行阶段】。

我们接下来讨论两个问题，一是可能的拐点时间（主升浪可能出现的时点），二是当下猪周期投资进入到了什么阶段（当下时点的投资安全边际如何）。

1、猪价是生猪供需相互作用的结果。从供给端来看，根据涌益数据提供的五省基础母猪存栏量、配种数、分娩窝数、窝均健仔数等指标，大致可以在样本层面推算出未来六个月的肥猪出栏头数；自20年10月以来，肥猪出栏数由919万头上升到22年3月的1755万头，此后至22年9月出栏数逐步下行至1416万头。样本虽不能展现全貌，但一定程度上可以预示趋势。22Q2-3 生猪出栏数呈现高位下行走势。

图 1：肥猪出栏头数测算及其与猪价的可能关系

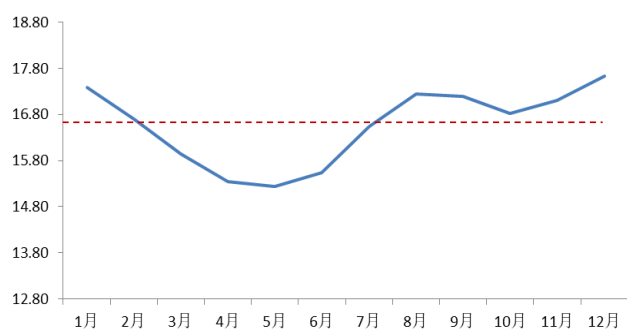


资料来源：涌益咨询，Wind，中国银河证券研究院

从需求端来看，年内存在需求波动短周期。一般农历春节后因为消费者存货充足等因素，猪肉需求面临 2-3 个月的疲软；随着存货消耗，需求逐步提升。我们统计了 2007 年至 2021 年月度猪价环比走势情况，均值角度看 2-4 月猪价环比下跌，5-8 月环比上涨，9-10 月再次回落，之后 11 月到次年 1 月，春节消费拉动猪价环比上行。

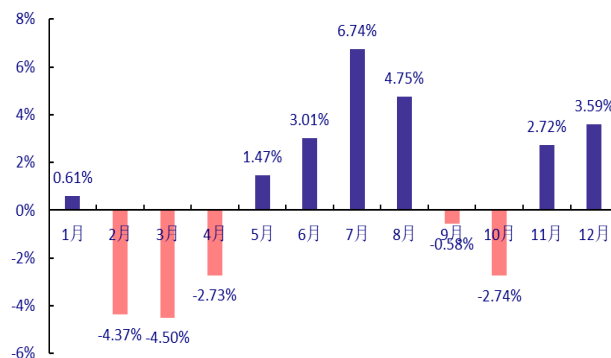
当下 4 月时节，处于理论上的猪价环比下降阶段。叠加考虑新冠疫情在多个省市蔓延抑制线下餐饮消费、学校食堂消费、工厂消费等，对整体猪肉消费存在一定影响。虽然样本数据端推演出生猪供给端呈下行走势，但依旧处于出栏高位状态。因此结合消费受制、恢复需时以及供给端下行但高位的综合判断，我们推演猪价可能的拐点在 22Q3 出现。

图 2：2007-21 年生猪月度均价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：2007-21 年生猪月度价格环比走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

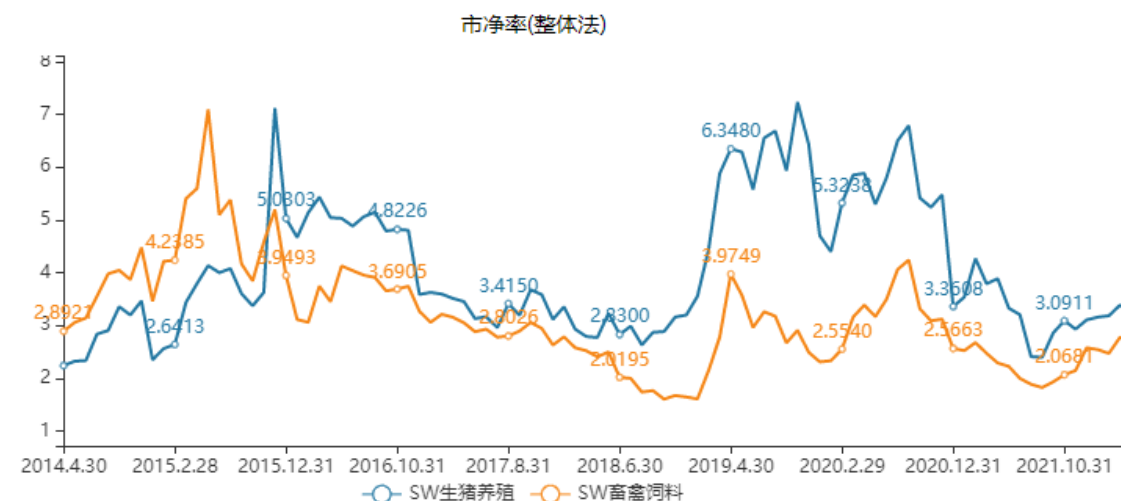
2、关于猪周期投资进展到何阶段，我们主要围绕估值角度去看。根据申万行业类(2021)，我们选取生猪养殖、畜禽饲料两个二级子行业展开估值纵向对比。2014 年至今，期间经历两轮完整猪周期，生猪养殖子行业 PB（整体法，LYR）的月度峰值基本接近，分别为 7.12 和 7.23 倍，而其 PB 最低点分别为 1.99 和 2.63 倍。2021 年以来的本轮猪周期，生猪养殖的 PB 低点跌至 2.4 倍，随后开启震荡回升走势，22 年 4 月 13 日该值达到 3.18 倍，相比低点+32.5%。与历史峰值相比，当下只是开始，未来仍具翻倍空间。

从个股角度看，以牧原股份为例，我们统计其 2014 年至 2021 年头均市值（市值/当年出栏量）年度 MAX 与 MIN，得到这八年中头均市值最低点为 3271 元（2017 年），最高点为 20065 元（2020 年），以及八年均值的 MAX 与 MIN 值分别为 5421 元、13020 元。2022 年 4 月 13 日，以 22 年出栏 5500 万头为假设，对应头均市值 5181 元，处于历史低位区域，安全边际显著。

此外，以年初至今涨幅已达 84% 的傲农生物为例，受益于 21、22 年公司生猪业务的高速发展，公司被显著低估，我们将年初至今的涨幅理解为估值修复。2022 年 4 月 13 日，我们以 22 年出栏 500 万头、所有权占比 65% 为假设（保守预估，且不剔除其他业务），其对应头均市值为 4953 元。

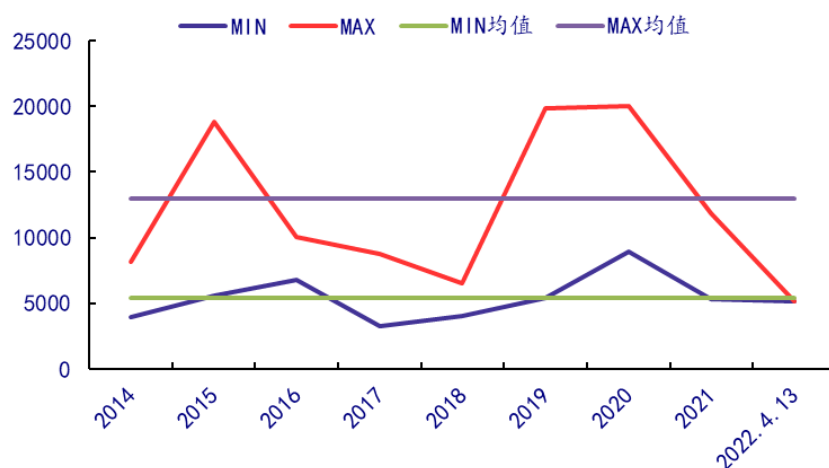
因此，我们认为当前猪周期投资处于爆发前夜，估值修复接近完成，配置意义依旧显著。

图 4：2014 年至今生猪养殖、畜禽饲料子行业 PB（整体法，LYR）月度走势情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院（注：生猪养殖子行业包含牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份、新五丰、巨星农牧、罗牛山、神农集团、东瑞股份。畜禽饲料子行业包含大北农、禾丰股份、天康生物、唐人神、傲农生物、金新农、正虹科技。）

图 5：2014 年至今牧原股份头均市值 MAX 与 MIN 值的比较

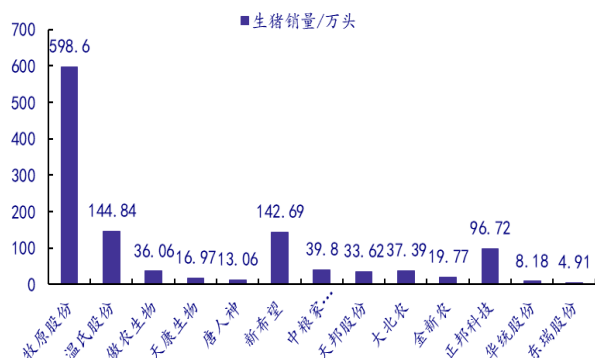


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、3月上市猪企生猪销量环比增长 44%

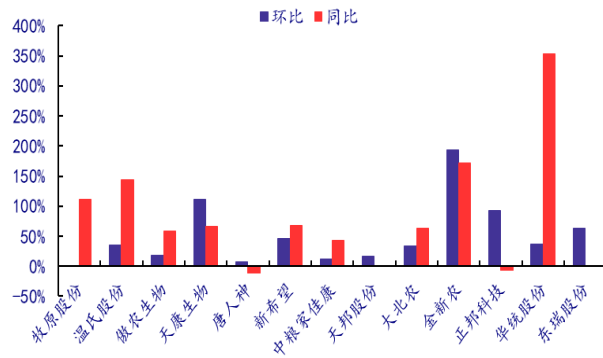
22年3月我国上市养殖企业生猪销量合计约为1192.61万头；考虑公司披露方式的因素，我们剔除牧原股份（出栏598.6万头，同比+111.3%）计算环比情况，12家上市养殖企业3月合计出栏环比+43.64%，且各家环比均保持增长态势，幅度在6.7%至192.89%不等；其中环比涨幅高于40%的主要有金新农、天康生物、正邦科技、东瑞股份、新希望。考虑到2月份为农历春节时期，开工率较低，一定程度上推高3月出栏环比数据。

图6：22年3月上市养殖企业生猪销量情况



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图7：22年3月上市养殖企业生猪销量环比均保持增长



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

表1：2022年2月上市养殖企业生猪出栏相关数据

代码	企业名称	生猪销量/万头	环比	同比	肥猪均价（元/kg）	均重/kg
002714.SZ	牧原股份	598.6		111.30%	11.67	
300498.SZ	温氏股份	144.84	35.49%	143.63%	12.17	
603363.SH	傲农生物	36.06	18.11%	59.10%		
002100.SZ	天康生物	16.97	111.33%	65.56%	11.18	111.42
002567.SZ	唐人神	13.06	6.70%	-11.64%		
000876.SZ	新希望	142.69	46.00%	67.10%	11.64	
1610.HK	中粮家佳康	39.8	11.48%	43.17%	11.86	
002124.SZ	天邦股份	33.62	17.22%	1.05%	11.99	
002385.SZ	大北农	37.39	33.06%	62.90%	11.67	113.87
002548.SZ	金新农	19.77	192.89%	171.44%	11.96	118.18
002157.SZ	正邦科技	96.72	93.36%	-6.84%	11.30	103.64
002840.SZ	华统股份	8.18	37.24%	352.57%		
001201.SZ	东瑞股份	4.91	63.12%		17.33	

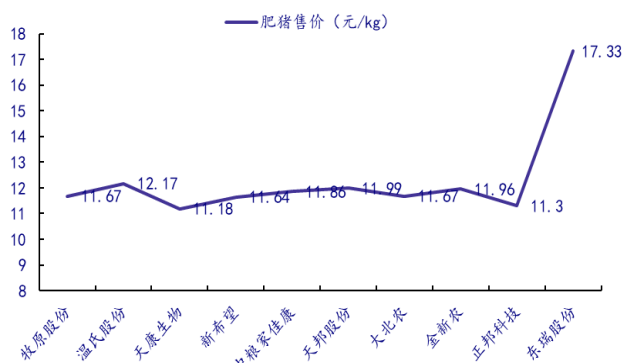
数据来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院整理

三、3月猪企猪价环比-1.4%，出栏均重再次下行

养殖企业生猪售价、出栏均重环比下行。根据 Wind 数据统计，22 年 3 月行业生猪均价约为 12.27 元/kg，环比 2 月-5.32%。而上市养殖企业层面，3 月生猪销售均价约为 11.72 元/kg（剔除东瑞股份计算），环比-1.41%，低于行业均价约 4.48%；22 年以来上市养殖企业肥猪售价均低于行业均值，可部分归因于低价区域集中、出栏规模较大等因素。出栏均重方面，22 年 3 月上市养殖企业均重有增有减，整体处于周期低位，对应均值约为 113.32kg（环比-1.71%）。根据涌益数据统计，22 年 3 月出栏均重约为 116.93kg。对比来看，上市养殖企业出栏体重低于行业水平。

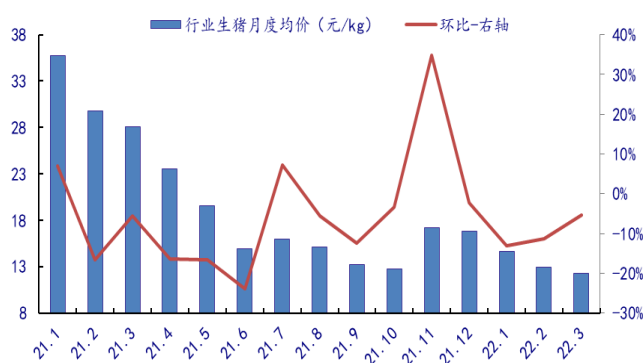
养殖行业深度亏损持续。参考 Wind 数据统计，22 年 3 月自繁自养生猪养殖利润月均亏损约 524.01 元/头，已连续三个月亏损。考虑到 4 月生猪价格持续磨底态势，我们预计 4 月行业依旧处于深度亏损当中。根据最新数据统计，22 年 4 月 8 日自繁自养周度亏损为 511.57 元/头，持续处于 21 年 9 月份的极深度亏损中。同时，外购仔猪养殖利润亦逐步加剧（-282.58 元/头）。

图 8：2022 年 3 月上市养殖企业生猪销售均价约 11.72 元/kg（不含东瑞股份）



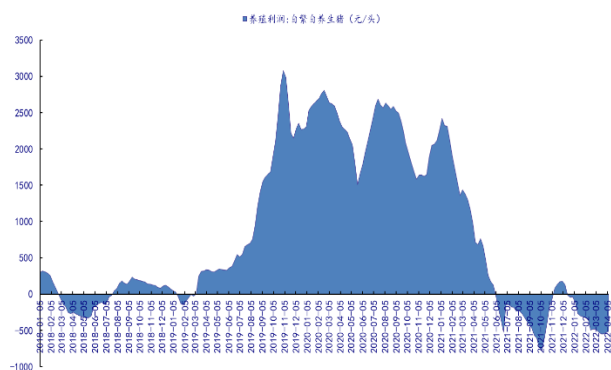
资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

图 9：22 年 3 月行业生猪均价为 12.27 元/kg，环比-5.32%



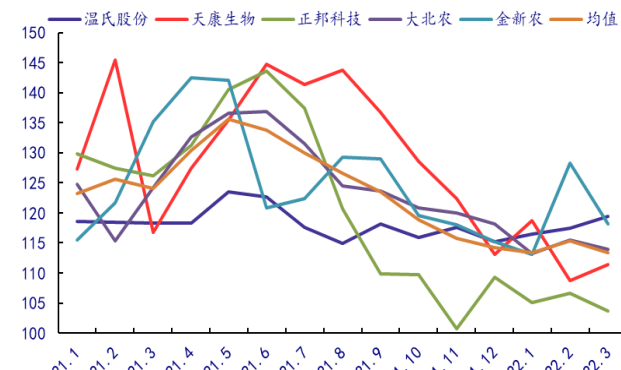
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：22 年 3 月自繁自养生猪利润亏损 524.01 元/头



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 11：22 年 3 月部分上市公司出栏均重均值为 113.32kg



资料来源：Wind，公司公告，中国银河证券研究院

四、投资建议

本文主要针对当前时点对猪周期的困惑点进行分析,同时给出了我们对猪价拐点的判断以及当下猪周期投资阶段的分析。此外,我们探讨分析了3月生猪养殖上市企业出栏量、猪价、体重等方面的变化。综合来说,我们认为在能繁母猪持续去化+猪价磨底阶段进行配置,紧抓股价处于相对低位的养殖个股,等待能繁母猪大幅去化+猪价拐点来临,迎接猪价上行周期+养殖股价加速上行阶段,潜在空间依旧显著。我们建议重点关注:一是“龙头”企业,包括牧原股份(002714.SZ)、温氏股份(300498.SZ)、新希望(000876.SZ)等;二是“小而美”企业,包括唐人神(002567.SZ)、天康生物(002100.SZ)傲农生物(603363.SH)等。此外,可积极关注金新农(002548.SZ)、天邦股份(002124.SZ)、中粮家佳康(1610.HK)等。

五、风险提示

1、猪价走势不达预期的风险:若猪价走势出现极端情况,或影响我们对新一轮猪周期走势的相关判断。

2、原材料价格波动的风险:玉米、小麦、豆粕等原材料价格波动将会对养殖企业的盈利能力带来显著影响。

3、疫病的风险:若再次爆发非洲猪瘟疫情,或者新冠疫情的持续反复,或将造成消费恐慌与抑制,将对猪价波动性带来不可预测的情况,同时给养殖户带来较大的养殖压力进而影响收益率情况。

4、政策的风险:各类补贴政策、收放储政策等养殖相关内容的发布将对市场情绪以及实质性生产养殖活动造成一定的影响。

5、自然灾害的风险:极端灾害天气会对农业生产(比如极端天气给养殖带来的各方面影响)造成巨大负面影响,从而导致农产品价格大幅波动。

插图目录

图 1：肥猪出栏头数测算及其与猪价的可能关系	2
图 2：2007-21 年生猪月度均价走势	3
图 3：2007-21 年生猪月度价格环比走势	3
图 4：2014 年至今生猪养殖、畜禽饲料子行业 PB（整体法，LYR）月度走势情况	4
图 5：2014 年至今牧原股份头均市值 MAX 与 MIN 值的比较	4
图 6：22 年 3 月上市养殖企业生猪销量情况	5
图 7：22 年 3 月上市养殖企业生猪销量环比均保持增长	5
图 8：2022 年 3 月上市养殖企业生猪销售均价约 11.72 元/kg（不含东瑞股份）	6
图 9：22 年 3 月行业生猪均价为 12.27 元/kg，环比-5.32%	6
图 10：22 年 3 月自繁自养生猪利润亏损 524.01 元/头	6
图 11：22 年 3 月部分上市公司出栏均重均值为 113.32kg	6

表格目录

表 1：2022 年 2 月上市养殖企业生猪出栏相关数据	5
------------------------------------	---

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：**谢芝优**，南京大学管理学硕士，2018 年加入银河证券研究院，曾就职于西南证券、国泰君安证券。六年证券行业研究经验，深入研究猪周期、糖周期等，擅长行业分析，具备扎实的选股能力。曾为新财富农林牧渔行业第四名、新财富最具潜力第一名、金牛奖农业第一名、IAMAC 农业第三名、Wind 金牌分析师农业第一名团队成员。

评级标准

行业评级体系

- 未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）
- 推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。
- 谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。
- 中性：行业指数与基准指数平均回报相当。
- 回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

- 推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。
- 谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。
- 中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。
- 回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn