

新一轮猪周期开启在即，关注畜牧养殖板块投资机会

分析师

分析师：杨国平

邮箱：yanggp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070002

分析师：王祥宇

邮箱：wangxiang1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520080004

助理分析师：杨兆熙

邮箱：yangzx@hx168.com.cn

► 生猪产业周期性明显，预计下半年猪价见底

由于生猪生长周期大约在一年左右，养殖者的预期则通常以当前市场状态为基准。导致生猪供应变动有着明显的滞后性，猪肉市场易处于供不应求和供给过剩之间切换。根据历史价格数据，一轮完整的猪肉价格周期大约为三到四年。

由于去年 5-6 月份为产能峰值，今年出栏峰值应在 3 到 5 月份前后。在新冠疫情冲击下，消费水平下降。供需平衡点下移。由于生猪出栏体重仍偏高，间接增加供应水平，同时猪肉进口量也高于历史平均水平，考虑之前冻肉库存依然积压，对猪价产生一定的压制效果。这一效应将持续到三季度，届时冻肉基本消耗完毕、进口与宰后均重亦回归正常水平，而后猪价有望触底反弹。

► 预期未来猪价反弹幅度可达 80%到 90%

而对于未来猪价反弹的幅度，我们从产能调整的角度对比历史状况。我们认为，10 个百分点左右的产能调整，可以拉动反弹 80%-90%的猪价反弹。当前能繁母猪相对调减了 6.5%。我们认为，若产能继续调整达到 10 个百分点，猪价下一轮反弹可达 80%到 90%。

► 养殖 ETF（159865）以生猪产业为核心，紧密跟踪中证畜牧养殖指数

使用中证畜牧指数与沪深 300 指数的相对强弱指数与生猪养殖盈利来做比对。可以看出，生猪养殖的预期盈利与中证畜牧指数高度相关，同时其走势峰值也要早于指数。故在猪价低迷时期，是提前配置相关板块的绝佳时点。

当前市场上跟踪中证畜牧养殖指数的基金共有四只。其中养殖 ETF（159865）是当前规模最大的一个。截至 3 月 31 日，养殖 ETF（159865）最新规模 24.13 亿元。其跟踪指数中证畜牧养殖以生猪产业为核心，同时包含饲料与动物保健等细分行业。其中，养殖业中生猪养殖主题成分股权重占比达 80%。

养殖 ETF（159865）紧密跟踪中证畜牧指数，成立以来年化跟踪误差不到 1%。是一键配置畜牧养殖领域的便利而高效的良好工具。

风险提示

市场波动风险，猪肉价格变动不及预期，饲料价格上涨风险。

正文目录

1. 生猪产业周期性明显，预计下半年猪价见底.....	3
1.1. 生猪产业链简介.....	3
1.2. 猪肉供给与往年持平，过剩原因在于需求减少.....	5
1.3. 猪价或于三季度见底，关注畜牧养殖板块投资机会.....	8
2. 中证畜牧养殖指数以生猪产业为核心，营业收入稳定提升.....	8
3. 关注养殖 ETF（159865），提前布局畜牧养殖板块.....	10
4. 风险提示.....	11

图表目录

图 1 生猪价格分析逻辑.....	4
图 2 猪肉价格大致以四年为周期.....	5
图 3 2021 年能繁母猪数量与往年大致持平.....	6
图 4 近年人均猪肉消费量下滑.....	6
图 5 能繁母猪价格变动滞后于猪肉价格.....	7
图 6 近一年猪肉价格迅速下跌.....	7
图 7 进口数量年底才恢复正常水平.....	7
图 8 宰后均重逐渐回归正常水平.....	7
图 9 中证畜牧指数细分行业.....	8
图 10 养殖业中生猪养殖占比达 80%.....	8
图 11 营业收入逐年增长，市场份额向头部集中.....	10
图 12 生猪养殖预期盈利是中证畜牧指数的先行指标.....	10
图 13 养殖 ETF 紧跟中证畜牧养殖指数.....	11
表 1 中证畜牧养殖指数成分股.....	8
表 2 养殖 ETF（159865）产品简介.....	10

1. 生猪产业周期性明显，预计下半年猪价见底

1.1. 生猪产业链简介

我国种猪主要依靠进口。母猪 8 个月大可配种，经过 4 个月妊娠期分娩得到仔猪，仔猪经过 180 天左右长成商品猪出栏。其中仔猪在 0-35 天称为“哺乳仔猪”，体重达到 7Kg。36-70 天称为“断奶仔猪”，体重达到 20Kg。71-110 天称为“生长猪”，体重达到 60Kg，日增重 600-700g。111-150 天，体重达到 100Kg，日增重 800-900g。180 天体重达到 110Kg。

1、生猪供应量

这决定了短期生猪价格的变动。**生猪供应量又取决于生猪存栏、出栏量、生猪体重，中大猪存栏结构。**另外可以计算养殖利润来推测养殖户的出栏节奏。

2、仔猪供应量

这决定了中期生猪价格的变动，一般可以通过现在仔猪供应量来预测 4、5 个月后生猪价格。仔猪供应量取决于仔猪存栏、仔猪成活率，又受到养殖条件、养殖时间影响而存在季节性波动。

3、能繁母猪供应量

这决定了长期生猪价格的变动，一般可以通过能繁母猪存栏量推测一年后生猪价格。能繁母猪存栏量取决于后备母猪补栏量，母猪淘汰量。

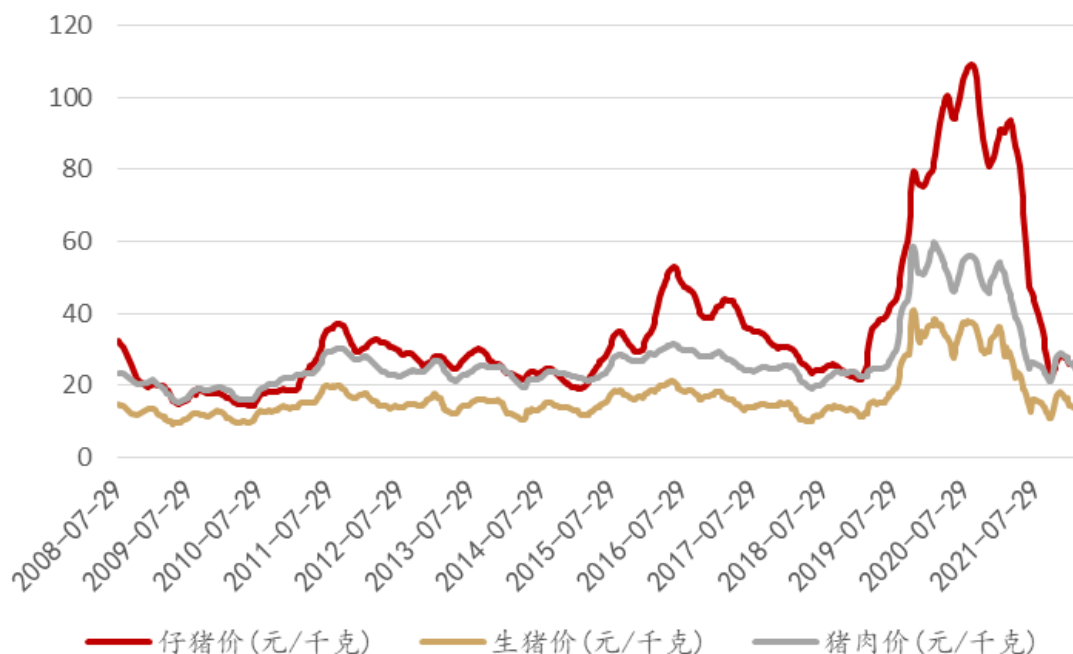
图 1 生猪价格分析逻辑



资料来源：华西证券研究所

由于生猪生长周期大约在一年左右，养殖者的预期则通常以当前市场状态为基准。导致生猪供应变动有着明显的滞后性，猪肉市场在供不应求和供给过剩之间切换。根据历史价格数据，一轮完整的猪肉价格周期大约为三到四年。

图 2 猪肉价格大致以四年为周期

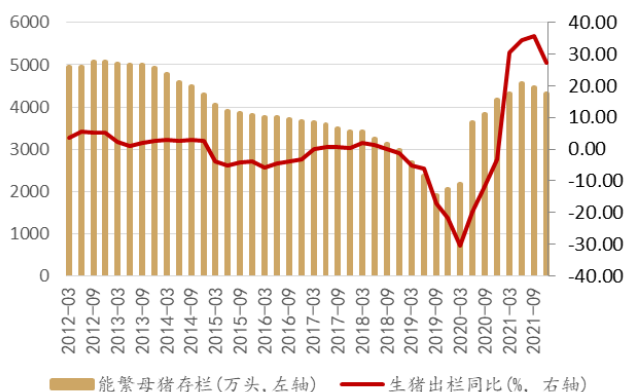


资料来源：Wind，国家统计局，华西证券研究所

1.2. 猪肉供给与往年持平，过剩原因在于需求减少

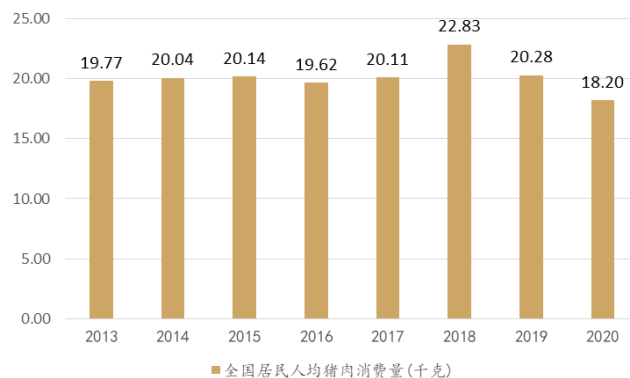
由于猪的生长周期约为一年左右，生猪的供应量由去年能繁母猪存栏量决定。2019 年 9 月，能繁母猪存栏达到近十年历史低点 1913 万头，远低于近十年 4100 万头左右的平均数据。进而直接导致 2020 年猪肉均价维持在 50 元左右的高点。在高利润的诱惑下，养殖者大量增加能繁母猪存栏量。至 2020 年末，能繁母猪存栏迅速恢复至 4161 万头，高于 2018 年的 2988 万头，并在 2021 年全年都维持在 4000 万头以上的高位。进而导致 2021 年养殖利润迅速下降。而去年，能繁母猪存栏长期维持在 4000 万头以上的水平。这一水平相较于 10 年到 15 年年均 4600 万头左右的存栏量而言，并不在高位。相较以往，市场供应水平应为未达到过剩的情况。但实际上，去年六月份以来，生猪饲养的预期收益开始由正转负。市场表现出明显的供大于求。我们推断这是由于疫情影响下猪肉消费需求的减少导致的。相较于 2013 年以来人均 20.40kg 的人均消费量。2020 年人均猪肉消费下降了 10% 以上。2021 年国家数据尚未公布，但我们预期这一数值仍旧低于往年平均水平。较之以往，当前猪肉市场的供求平衡点应当有所下降。在预测未来猪价走势时我们也需做出相应调整。

图 3 2021 年能繁母猪数量与往年大致持平



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 4 近年人均猪肉消费量下滑

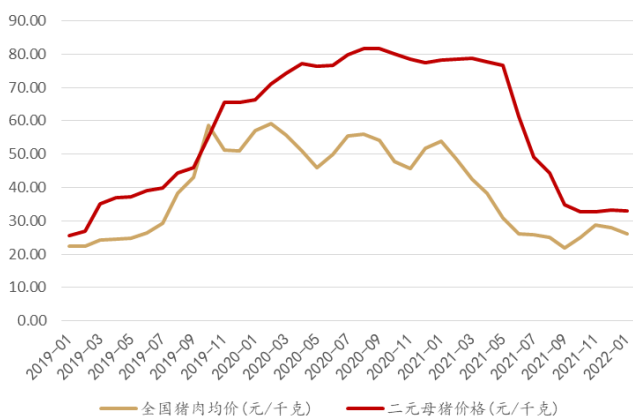


资料来源：国家统计局，华西证券研究所

同时，能繁母猪的价格变动滞后于猪肉价格。在上一轮周期中，在 2019 年 7 月到 9 月的短短的三个月中，猪肉价格从每千克 29.18 元上涨到每千克 58.58 元，之后猪肉价格在高位持续震荡。而能繁母猪价格的快速上涨趋势则持续到了 2020 年 4 月，相对滞后了半年之久。自 2021 年 1 月起猪肉价格就开始转为下跌趋势，而能繁母猪的价格却在高位维持到了 2021 年 5 月，相对滞后了四个月。供给端的市场反应明显落后于需求端，相对落后四个月到半年。同时考虑到仔猪的生长周期，猪肉的供给的调整通常需要一年以上。

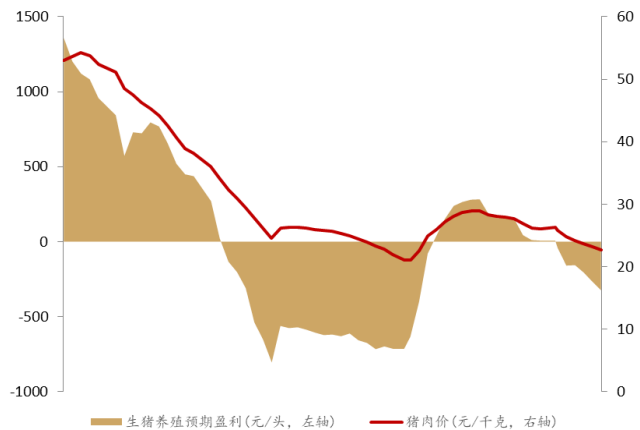
而观察近一年的猪价波动，可以发现去年年初猪价还在 50 元每千克的水平，猪肉供不应求，市场处于暴利状态。然而仅仅 9 个月后，市场就从严重的供不应求转换为严重过剩状态。这与正常的产能调整节奏相悖。从历史来看，生猪产能恢复自 2019 年四季度起，到 21 年 2 季度末恢复到正常年份水平，用时 21 个月。理论上价格也需 20 个月左右才能调整会正常水平。但生猪养殖从 2021 年初暴利，到 2021 年下半年的亏损，仅用了不到 10 个月。同时猪价十分异常的在所有大型节假日均发生下跌。

图 5 能繁母猪价格变动滞后于猪肉价格



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

图 6 近一年猪肉价格迅速下跌



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

这一扭曲的市场运行状态，其原因在于市场对 2021 年春节前后疫情反弹对生猪供给的影响过度高估。当时市场认为，疫情给市场产能带来了 30%~到 40%的损失，与非洲猪瘟的状态相同，进而未来十个月后猪价应当暴涨。然而实际上，市场严重高估了疫情对产能的影响。

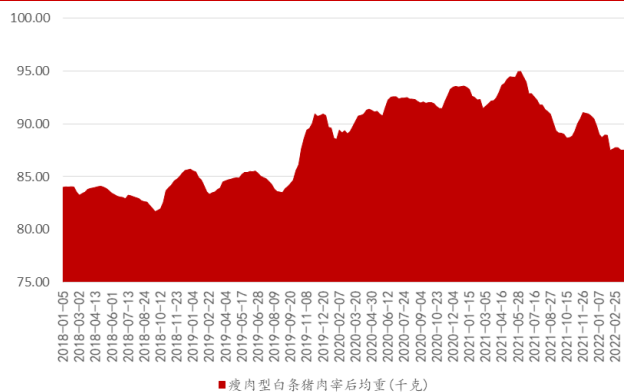
去年市场运行扭曲，由于 2021 年春节前后有一轮疫情反弹，对生猪影响很小。但市场不这么认为，认为给市场产能带来了 30%~到 40%的损失，回到了非洲猪瘟的状态，认为后来十个月后猪价应当暴涨。市场严重高估了疫情对产能的影响，认为 2021 年下半年猪价暴涨，养殖户继续压栏，生猪宰后均重持续增加。同时，贸易商也做出了相同判断。猪肉自五六月份开始进入亏损阶段，但进口水平直到八九月份才开始回归正常水平。最终在九月末十月初，市场逐步发觉判断错误，开始恐慌性出栏，生猪宰后均重快速下降，猪价暴跌至 10 元每公斤。然而实际上，2021 年出栏为 6.7 亿头，略低于往年 7 亿头左右的正常出栏量。

图 7 进口数量年底才恢复正常水平



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 8 宰后均重逐渐回归正常水平



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

2021 年 10 月中上旬，猪价在两个月内反弹了 80%。我们认为本轮反弹为修复性反弹。在此之后，出栏猪体重水平下降。猪肉进口量也快速下降。9 到 12 月，猪肉进口量下降了 50%。在供应量快速下降的同时，猪肉消费情况亦开始好转，猪价在一轮修复性上涨后，开始回归到正常水平。

1.3. 猪价或于三季度见底，关注畜牧养殖板块投资机会

今年以来，从产能恢复角度来看，生猪的出栏和供应仍处于惯性增加状态，猪价会大幅下跌，叠加年后需求淡季，年后猪价下跌在预期之内。同时，由于去年5-6月份为产能峰值，今年出栏峰值应在3到5月份前后，在供应惯性增长的条件下，猪价趋势性震荡下跌。以此推断，预计今年从五六月份起，生猪供应量将开始趋势性下降，同时需求趋于增长。猪价趋势性上行，价格向均衡水平回归，新一轮猪价上行周期开启。但同时市场行为影响不能忽视，我们认为猪价有可能延后见底。在新冠疫情冲击下，消费水平下降。供需平衡点下移。同时由于生猪出栏体重仍然偏高，间接增加了供应水平，同时猪肉进口也依然高于正常水平，考虑到之前冻肉库存依然积压，对猪价产生一定的压制效果。这一效应将持续到三季度，届时冻肉基本消耗完毕、进口与宰后均重亦回归正常水平，而后猪价有望触底反弹。

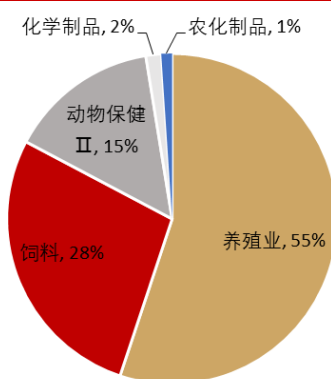
而对于未来猪价反弹的幅度，我们从产能调整的角度对比历史状况。去年能繁母猪存栏峰值为4564万头，这一数据在今年2月为4268万头，相对调减了6.5%。对比过去，2006年生猪供给调减19.8%，猪价上涨183.1%，2011年产能并未大幅调减，但仔猪腹泻疫情带来了10%左右的仔猪死亡，累计调减11%左右，同期猪价反弹106%。2014、到2016年，生猪供给累计调减14%到15%，同期2013年八项规定出台，消费水平降低，而后猪价反弹85%。对比2018、2019年，生猪产能调减30%左右，猪价对应反弹251%。

综上所述可以看出，10个百分点左右的产能调整，可以拉动反弹80%-90%的猪价反弹。当前能繁母猪相对调减了6.5%。我们认为，若产能继续调整达到10个百分点，猪价下一轮反弹可达80%到90%。

2. 中证畜牧养殖指数以生猪产业为核心，营业收入稳定提升

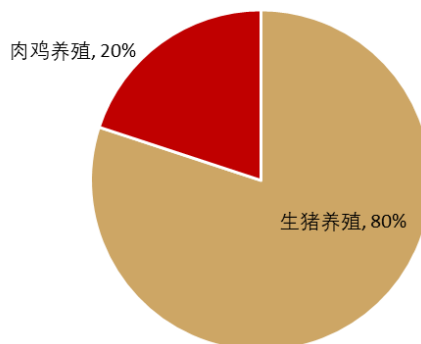
中证畜牧养殖指数以养殖业为核心，同时包含饲料与动物保健等细分行业。其中，养殖业中生猪养殖主题成分股权重占比达80%。

图9 中证畜牧指数细分行业



资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 养殖业中生猪养殖占比达80%



资料来源：Wind，华西证券研究所

表1 中证畜牧养殖指数成分股

证券代码	证券名称	权重(%)	申万三级行业分类
300498.SZ	温氏股份	10.95	生猪养殖

002714.SZ	牧原股份	10.676	生猪养殖
000876.SZ	新希望	10.296	生猪养殖
002311.SZ	海大集团	9.37	水产饲料
002385.SZ	大北农	8.634	畜禽饲料
600201.SH	生物股份	4.931	动物保健III
002299.SZ	圣农发展	4.632	肉鸡养殖
002157.SZ	正邦科技	3.412	生猪养殖
002124.SZ	天邦股份	3.052	生猪养殖
002567.SZ	唐人神	2.691	畜禽饲料
600195.SH	中牧股份	2.526	动物保健III
002100.SZ	天康生物	2.384	畜禽饲料
000735.SZ	罗牛山	1.931	生猪养殖
603363.SH	傲农生物	1.877	畜禽饲料
002458.SZ	益生股份	1.809	肉鸡养殖
603566.SH	普莱柯	1.748	动物保健III
603718.SH	海利生物	1.672	动物保健III
300119.SZ	瑞普生物	1.571	动物保健III
002746.SZ	仙坛股份	1.511	肉鸡养殖
600299.SH	安迪苏	1.508	食品及饲料添加剂
603477.SH	巨星农牧	1.408	生猪养殖
300761.SZ	立华股份	1.316	肉鸡养殖
688526.SH	科前生物	1.184	动物保健III
600975.SH	新五丰	1.166	生猪养殖
603609.SH	禾丰股份	1.117	畜禽饲料
300505.SZ	川金诺	1.049	磷肥及磷化工
002234.SZ	民和股份	0.853	肉鸡养殖
002548.SZ	金新农	0.841	畜禽饲料
603668.SH	天马科技	0.706	水产饲料
001201.SZ	东瑞股份	0.705	生猪养殖
002688.SZ	金河生物	0.685	动物保健III
605296.SH	神农集团	0.523	生猪养殖
002982.SZ	湘佳股份	0.518	肉鸡养殖
300871.SZ	回盛生物	0.397	动物保健III
300967.SZ	晓鸣股份	0.353	肉鸡养殖

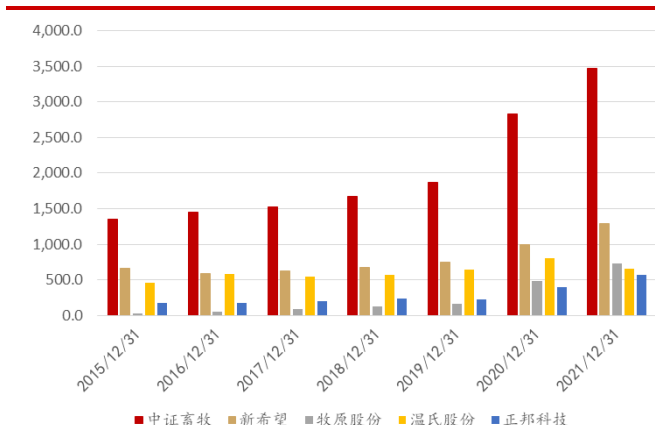
资料来源：Wind，华西证券研究所，截至 2022 年 3 月 31 日

畜牧养殖板块受猪价变动的影响是十分巨大的，而猪肉价格变动则有着明显的周期性。2018 年下半年，非洲猪瘟爆发，全国猪肉均价一度下跌至每公斤 20 元，生猪养殖进入亏损状态，同期能繁母猪数量持续下降。能繁母猪数量的下降导致 2019 年下半年至 2020 年全年，生猪市场出现严重的供不应求，猪价持续高企，相关企业利润大幅增长。同期中证畜牧养殖指数表现亦远超沪深 300，并于 2020 年八月与猪肉价格同步达到峰值。其后猪价开始下降，中证畜牧指数也同期进入下行区间。猪价变动通过影响相关上市公司收入，进而影响中证畜牧指数走势。同时，在防控猪瘟要求和智能化养殖等趋势促使下，市场份额逐渐向头部企业集中。相关龙头股票营业收入逐年递增。

为消除市场因素对行业指数的影响，我们使用中证畜牧指数与沪深 300 指数的相对强弱指数与生猪养殖盈利来做比对。可以看出，生猪养殖的预期盈利与中证畜牧指

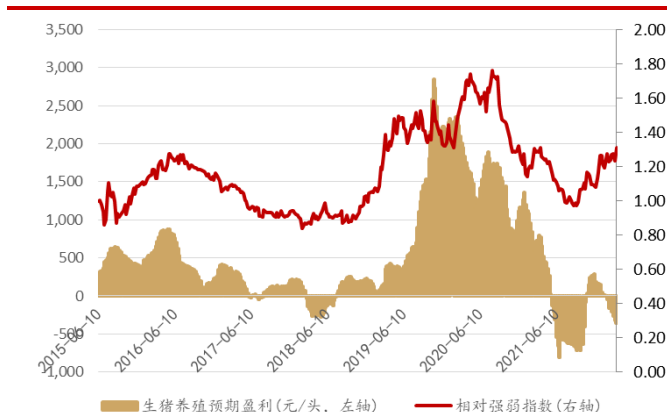
数的相对强弱高度相关，同时其走势峰值也要早于相对强弱指数。故在猪价低迷时期，是提前配置相关板块的绝佳时点。

图 11 营业收入逐年增长，市场份额向头部集中



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 生猪养殖预期盈利是中证畜牧指数的先行指标



资料来源: Wind, 国家统计局, 华西证券研究所

3. 关注养殖 ETF (159865)，提前布局畜牧养殖板块

当前市场上跟踪中证畜牧养殖指数的基金共有四只。其中养殖 ETF (159865) 是当前规模最大的一个。养殖 ETF (159865) 于 2021 年 3 月 1 日成立，2021 年 3 月 8 日在深交所上市交易，最新规模为 24.13 亿元。养殖 ETF (159865) 紧密跟踪中证畜牧养殖指数，投资标的聚焦于沪深 A 股中涉及畜禽饲料、畜禽药物以及畜禽养殖等业务的上市公司股票，以反映畜牧养殖相关上市公司股票的整体表现。

表 2 养殖 ETF (159865) 产品简介

基金简称	养殖 ETF	基金全称	国泰中证畜牧养殖交易型开放式指数证券投资基金
基金代码	159865	场内简称	养殖 ETF
基金管理人	国泰基金管理有限公司	基金托管人	浙商银行股份有限公司
成立日期	2021/3/1	上市日期	2021/3/8
基金经理	梁杏	标的指数	中证畜牧
业绩基准	中证畜牧养殖指数收益率		
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。		
投资比例	本基金主要投资于标的指数成份股，备选成份股。为更好地实现投资目标，本基金可少量投资于非标的指数成份股(包括中小板，创业板及其他中国证监会允许基金投资的股票，存托凭证)，债券(包括国债，央行票据，金融债，企业债，公司债，公开发行的次级债，地方政府债券，政府支持机构债券，中期票据，可转换债券(含分离交易可转债)，可交换债券，短期融资券，超短期融资券等)，债券回购，资产支持证券，同业存单，银行存款，股指期货，货币市场工具以及法律法规或中国证监会允许基金投资的其他金融工具(但须符合中国证监会相关规定)。本基金将根据法律法规的规定参与融资和转融通证券出借业务。基金的投资组合比例为：本基金投资于标的指数成份股和备选成份股的资产比例不低于非现金基金资产的 80%且不低于基金资产净值的 90%，因法律法规的规定而受限制的情形除外。如法律法规或监管机构以后允许基金投资其他品种，基金管理人在履行适当程序后，本基金可将其纳入投资范围，其投资原则及投资比例按法律法规或监管机		

构的相关规定执行。

管理/托管费 管理费 0.50%（年费率）；托管费 0.10%（年费率）

资料来源：Wind，华西证券研究所

养殖 ETF（159865）基金经理为梁杏女士。

梁杏女士，2011 年 7 月加入国泰基金管理有限公司，历任产品品牌经理、研究员、基金经理助理、基金经理。梁杏女士具有丰富的指数基金管理经验。其投资经理年限 5.82 年，历任管理基金数 24 只，当前在管 17 只，在管基金总规模 251.48 亿元。

养殖 ETF（159865）紧密跟踪中证畜牧指数，成立以来年化跟踪误差不到 1%。是一键配置畜牧养殖领域的便利而高效的良好工具。

图 13 养殖 ETF 紧跟中证畜牧养殖指数



资料来源：Wind，国家统计局，华西证券研究所

4. 风险提示

市场波动风险，猪肉价格变动不及预期，饲料价格上涨风险。

分析师与研究助理简介

杨国平：复旦大学博士，华西证券研究所副所长，金融工程首席分析师。曾任申万研究所董事总经理，金融工程部总监，首席分析师，25年证券从业经验。

王祥宇：中国科学院计算机博士，华西证券研究所金融工程资深高级分析师，资产配置FOF与智能量化组长。6年金融工程研究经验，在多因子选股、资产配置行业配置、基金研究等领域具有丰富的研究经验。

杨兆熙：复旦大学金融硕士，2020年11月加入华西研究所。主要研究领域为基金研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。