

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

存栏持续下降，猪价仍在爬坡

生鲜品事业部

■ 核心观点

易 乐

期货从业资格号:

F0272877

投资咨询从业证书号:

Z0011428

yile89@163.com

2019年1-5月能繁母猪存栏同比下降18%，生猪存栏同比下降20%，非洲猪瘟的出现对整个行业造成毁灭性的打击，全国各主产省份均受到不同程度打击，从供应端来看，生猪存栏下降，出栏体重（刨除抛售影响）增加可以弥补部分缺口，进口量增加弥补部分缺口，但仍有部分猪肉产能缺口需要弥补。从需求端来看，其他肉类对猪肉的替代是在潜移默化中发生的，即使没有疫情出现也在发生，疫情的出现可能会加速这个过程，同时，猪肉集中性消费的替代已经发生。在猪肉产量与需求双下降的情况下，猪价保持上涨态势不变，在猪价的拉动下，其他蛋白类在自身基本面驱动下有望迎来高景气时代。

侯晓瑞

期货从业资格号:

F3044447

hxr529@qq.com

在生猪存栏持续下降的趋势下，生猪养殖龙头类公司仍可以保持一定增长率下的高出栏，显示出龙头企业的优势所在（资金链充足），猪肉类股票在经历了年后的一波快速上涨后进入调整阶段，不同企业因为经营方式等方面的差异股价出现不同幅度回调，未来猪价的上涨一定是猪肉板块上涨的核心驱动力，企业后期的盈利能力反映出各公司不同的成长性。重点推荐：温氏股份、新希望、正邦科技。

王 博

期货从业资格号:

F3051833

wangbo9112@qq.com

风险点：疫情，复养情况

一德生鲜品事业部

电话：（022）28130235

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区徐州道12号万

通中心802-804

邮编：300051

目 录

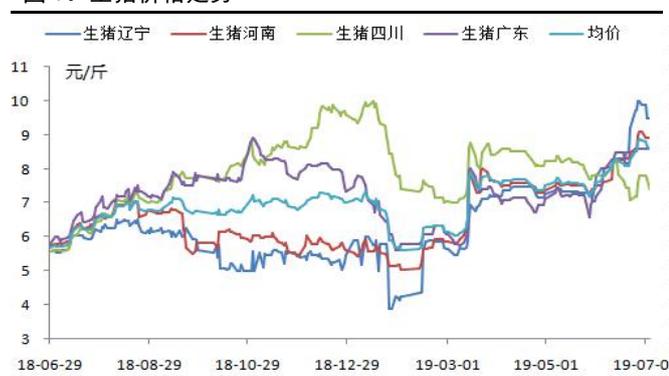
1. 基本面变化.....	3
1.1 淡季不淡猪价开启上涨道路.....	3
1.2 供需缺口逐步打开，存栏持续下降.....	4
1.3 高猪价高成本下的养殖利润.....	5
1.4 屠宰加工及冻品库存.....	6
1.5 进出口.....	6
1.6 替代品概况.....	7
2. 大规模企业数据跟踪.....	9
3. 总结.....	10
免责声明.....	11

1. 基本面变化

1.1 淡季不淡猪价开启上涨周期

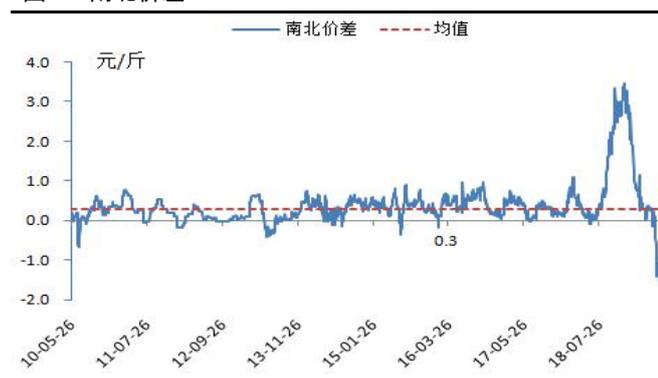
从季节性来看，上半年为猪肉消费淡季，但春节后猪价开启跳涨，主要原因在年后收猪困难，养殖单位看涨情绪浓烈，但终端消费不支持，屠宰企业压价，随着4、5月两广、两湖及江西等南方省份疫情恶化，大量生猪抛售到市场，冲击市场生猪价格，因而整个4、5月猪价都在弱势调整中，但抛售对猪价的压制只是暂时的，前期抛售的量透支了后期生猪的供应，会导致后期供应缺口越来越大，越来越无法弥补。与我们年报预期大致相同，猪价在6月再度上涨，本次上涨以东北等率先中招的北方省市领涨，最终出现南北猪价倒挂，大量南猪北调，2019年7月3日，全国25个省区的疫区已经全部解除封锁，生猪调运完全放开。

图1：生猪价格走势



资料来源：wind，生鲜品事业部

图3：南北价差



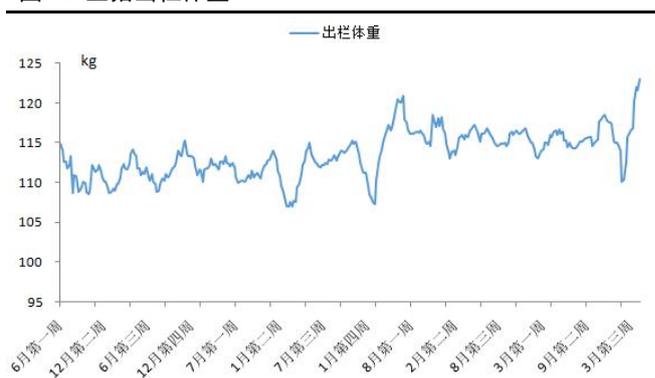
资料来源：wind，生鲜品事业部

图2：仔猪价格季节走势



资料来源：wind，生鲜品事业部

图4：生猪出栏体重



资料来源：青松农牧，生鲜品事业部

目前市场处于“缺猪不缺肉”的状态，主要原因在于供应端生猪存栏下降，但相应的生猪出栏体重增加（刨除抛售影响），导致市场猪肉量供应相对生猪供应量较多，需求端的集中性消费采购里猪肉占比下降，居民家庭消费中猪肉消费量的下降更多的是国人消费结构的改变，数据显示，从1991年到2017年，在国人的肉类饮食结构中，猪肉占比下降9.88%，其他肉类占比均处于增长态势，本次非洲猪瘟可能会加速这个过程。

存栏持续下降，猪价仍在爬坡
2019.7

1.2 供需缺口逐步打开，存栏持续下降

农业农村部数据显示，2019年5月能繁母猪存栏环比下降4.1%，同比下降23.9%，生猪存栏环比下降4.2%，同比下降22.9%，非洲猪瘟的出现对我国的养殖业是巨大的打击，尤其在2019年1月后，生猪及能繁母猪存栏开始跳落式下跌，近三个月同比跌幅均在20%以上，而各种草根调研数据也显示，全国生猪存栏下降至少三成。目前南方抛售还未结束，复养情况不容乐观，有零星复养趋势，但大面积复养还未出现，市场上三元回交现象越来越多，集中出现在小规模或散养户中。整体来看，补的不如去的多，存栏下降趋势不变，重点观测未来疫情发展、猪价涨幅及复养情况。

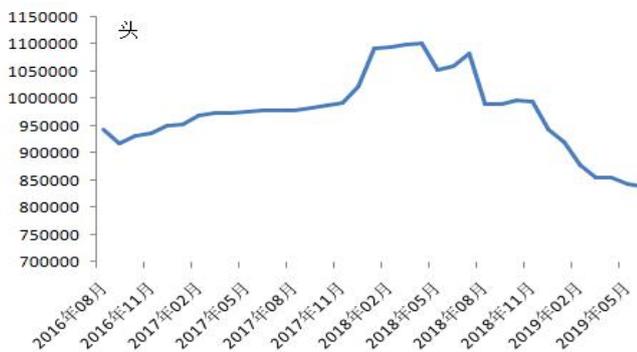
猪肉是我国最大的肉类消费品种，可占全部肉类消费的60%以上，2018年我国猪牛羊禽肉产量8517万吨，其中，猪肉产量5404万吨，占比63.45%，禽肉产量1994万吨，占比23.41%，牛肉羊肉产量分别为644、475万吨，分别占比7.56%、5.58%。猪肉产量下降对应这部分的蛋白供应产生缺口，若生猪产能下降30%、消费下降10%、剩下的70%存栏中若有一半可以增长25%的出栏体重、进口增加100万吨，缺口约为550万吨，在这种情况下猪肉缺口大概在10%。

图 5：能繁母猪存栏变化-农业农村部



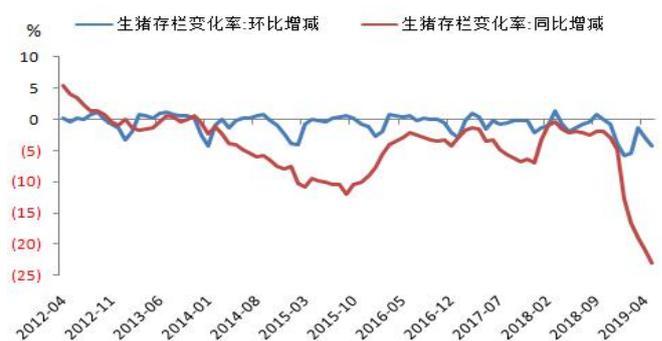
资料来源：农业农村部，生鲜品事业部

图 7：能繁母猪存栏量-样本数据



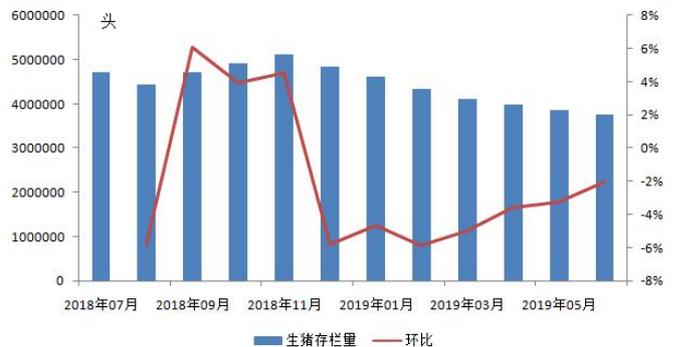
资料来源：生鲜品事业部

图 6：生猪存栏变化-农业农村部



资料来源：农业农村部，生鲜品事业部

图 8：生猪存栏量-样本数据



资料来源：生鲜品事业部

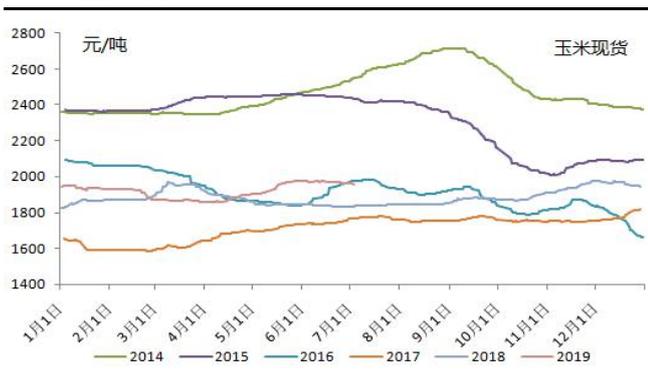
存栏持续下降，猪价仍在爬坡
2019.7

1.3 高猪价高成本下的养殖利润

非洲猪瘟前后养殖成本有较大改变，更多的集中在仔猪成本及防疫成本的增加上，目前行业平均养殖成本基本在 14.6 元/kg，成本增加项：防疫检疫成本+0.5 元/kg，仔猪成本每增加 100 元/头，成本+0.83 元/kg，人工成本也有一定幅度增加，行业整体养殖成本更上一层楼。

6 月份出栏生猪对应 1 月补栏仔猪，当时全国仔猪价格尚处在低位，不考虑抛售的影响，目前价格下养殖利润相对处于高位，随着后期高价补栏仔猪出栏，养殖利润逐步被压缩，只有更高的猪价才能保证高利润。

图 9：玉米现货价



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 10：豆粕现货价



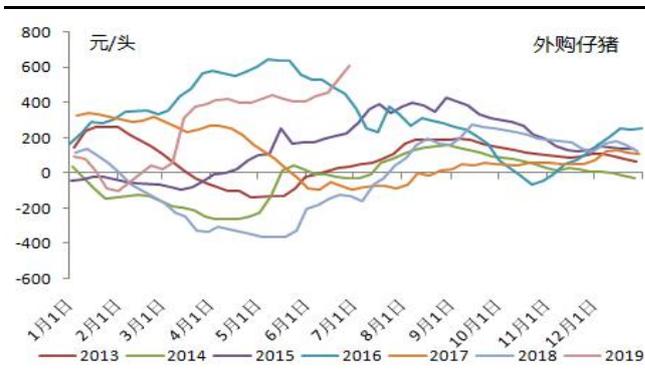
资料来源：wind，生鲜品事业部

图 11：自繁自养养殖利润



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 12：外购仔猪养殖利润



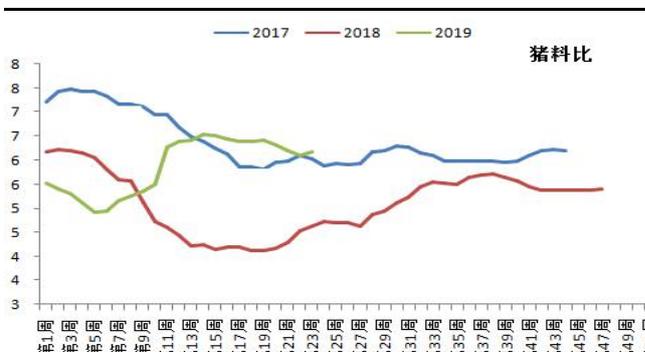
资料来源：wind，生鲜品事业部

图 13：分地区养殖利润



资料来源：生鲜品事业部

图 14：猪料比



资料来源：卓创资讯，生鲜品事业部

存栏持续下降，猪价仍在爬坡
2019.7

1.4 屠宰加工及冻品库存

卓创数据监测，6 月份重点屠宰企业平均冻品库容比 41.61%，环比上涨 1.30%，同比上涨 14.61%。1-6 月平均冻品库容比 32.16%，环比上涨 12.03%。2019 年 2 月开始冻品库存迎来较大涨幅，猪价暂未开始大幅上涨态势，屠宰企业积极入库，待高价进行抛售，后期由于各地抛售，各省份冻品入库情况出现分化，但整体库存高位。

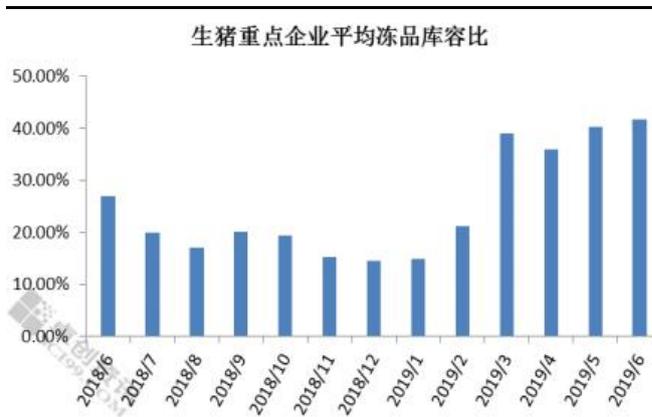
目前处于猪肉消费淡季，冻猪肉的消费主要集中在高校食堂及餐馆等集中性消费群体中，高校放假会影响目前冻品消费情况，部分冷库受资金及场地限制，只能采取轮库模式，待后期消费恢复猪价加速上涨时逐渐降低冻品库存，目前以维持稳定为主。

图 15：生猪定点屠宰量/万头



资料来源：wind，生鲜品事业部

图 16：重点企业冻品库容率



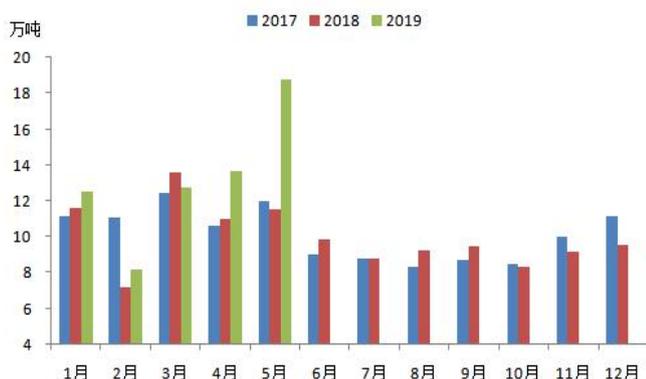
资料来源：卓创资讯

1.5 进出口

2019 年 1-5 月共进口猪肉 65.82 万吨，同比 2018 年增长 19.8%，同比 2017 年增长 15%，其中 5 月猪肉进口量环比增长 37%，同比增长 63%，今年除猪肉进口量增加外，牛羊、禽肉等进口量均有大幅提升，其中禽肉进口量同比增加 42%，冷冻牛肉进口量增加 50%，羊肉进口量增加 24%，预计下半年肉类进口仍保持高位。

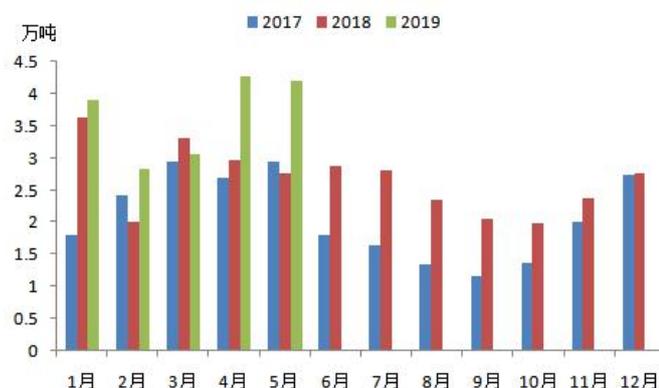
存栏持续下降，猪价仍在爬坡 2019.7

图 17: 猪肉进口量



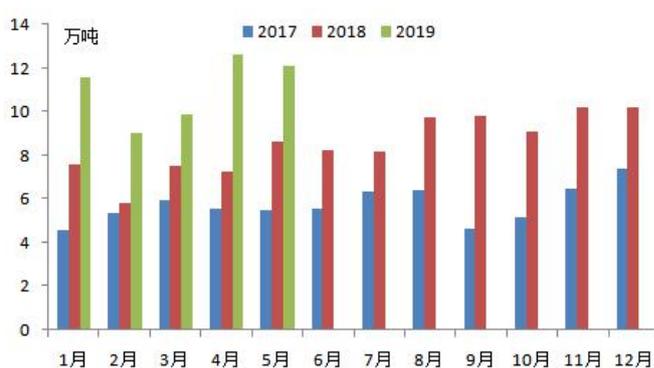
资料来源：海关总署，生鲜品事业部

图 19: 羊肉进口量



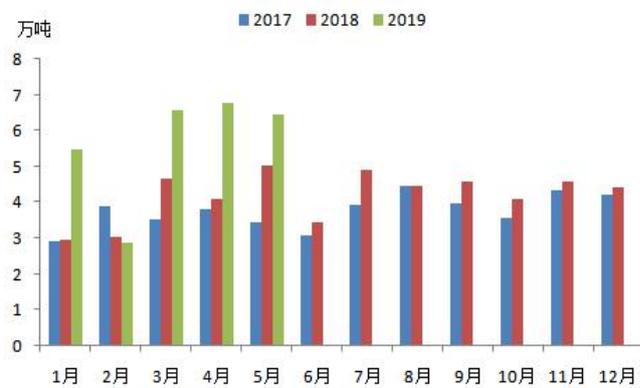
资料来源：海关总署，生鲜品事业部

图 18: 冻牛肉进口量



资料来源：海关总署，生鲜品事业部

图 20: 禽肉及杂碎进口量



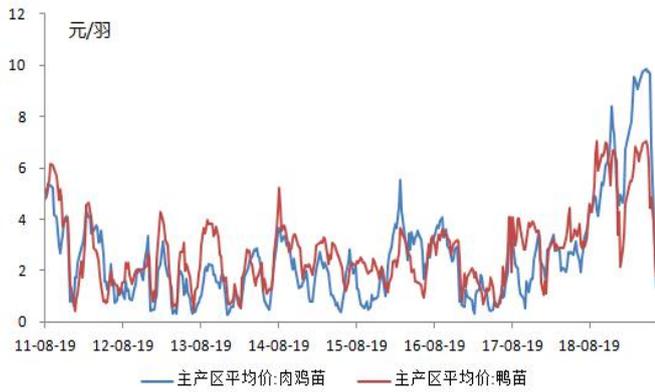
资料来源：海关总署，生鲜品事业部

1.6 替代品概况

禽肉作为我国仅次于猪肉产量的肉类，是最为平价也最有潜质的猪肉替代品。2019年1月后，鸡苗受供应端影响价格开始上涨，春节后毛鸡受猪肉价格上涨带动开启上涨模式，两个因素共振导致养殖户补栏热情高涨，鸡苗更加供不应求，上涨至5月鸡苗价格达到历史高点10元/羽，随后在6月整个禽类价格崩盘，鸡苗价格跌至1元左右，实际购买价格只有0.6-1.5元/羽，肉禽价格跌下神坛让市场上越来越多的人质疑生猪与肉禽之间的替代关系，且历史上也在猪周期的高点遇到禽类价格的低点，本次来看，前期的高价表明肉鸡祖代供应并不充足，本次肉禽价格崩盘主要是由于屠宰企业亏损严重产生压价行为，毛鸡价格的下跌使得鸡苗成本很高的养殖端利润被压缩，且后期由于高温天气、暑假放假等因素，需求下降，导致肉禽整个产业链价格崩盘。目前来看，鸡苗供应端没有明显增加，随着后期需求回升，补栏情绪高涨，肉鸡苗价格回到4-5元/羽还是大概率发生事件。

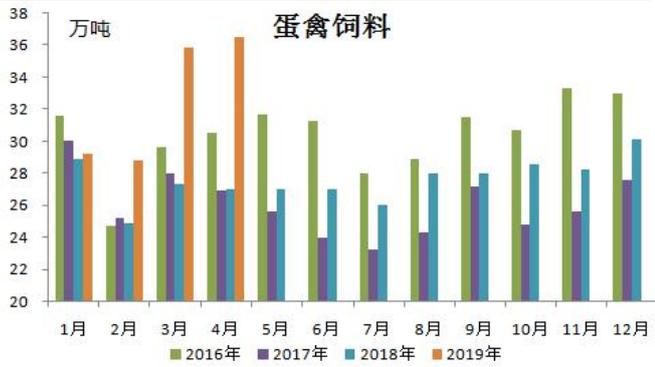
存栏持续下降，猪价仍在爬坡
2019.7

图 21：肉鸡苗鸭苗价格走势



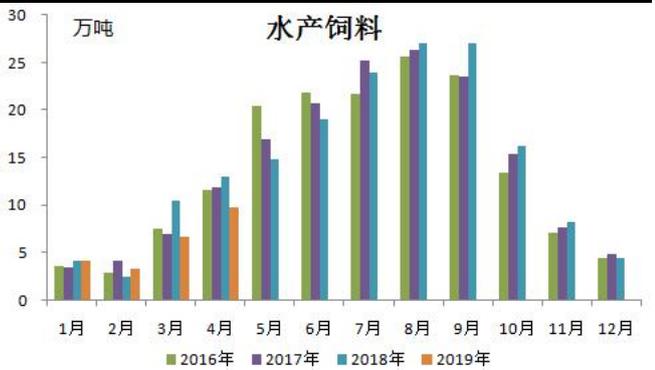
资料来源：wind，生鲜品事业部

图 23：生猪养殖利润



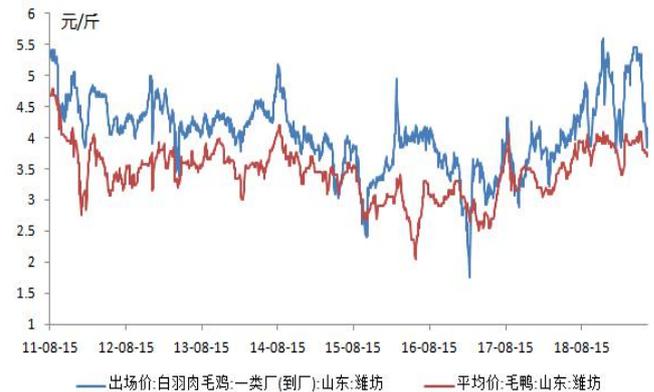
资料来源：生鲜品事业部

图 25：生猪养殖利润



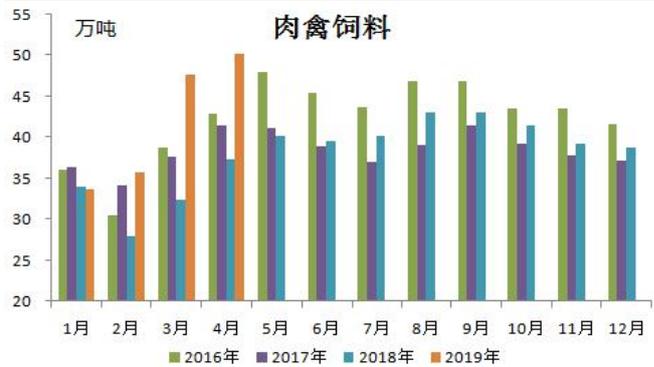
资料来源：生鲜品事业部

图 22：毛鸡毛鸭价格走势



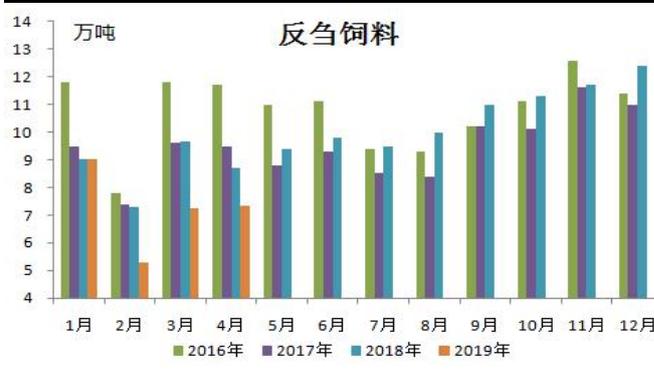
资料来源：wind，生鲜品事业部

图 24：主要饲料原料价格



资料来源：生鲜品事业部

图 26：主要饲料原料价格



资料来源：生鲜品事业部

存栏持续下降，猪价仍在爬坡
2019.7

2. 大规模生猪养殖企业

表 1：上市企业生猪出栏量（万头、元/kg）

	温氏		牧原		正邦		天邦		新希望	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
2019 年 1 月	249.32	11.52	202.61	9.60	76.42	9.99	51.55	10.15	29.31	13.12
2019 年 2 月	146.04	11.62			35.82	10.02			17.63	11.84
2019 年 3 月	200.94	14.02	105.10	13.15	56.52	13.75	24.71	13.34	21.32	14.45
2019 年 4 月	186.50	14.08	105.20	13.68	57.51	14.07	27.43	14.08	22.41	15.17
2019 年 5 月	201.62	14.12	88.50	13.83	41.13	16.22	24.95	13.89	22.07	14.98

资料来源：公司公告，生鲜品事业部

我国生猪养殖行业由于行业门槛及技术要求相对较低，导致行业集中度较低，近几年虽有集中化趋势，但集中化程度还远远达不到发达国家水平，2018 年我国九大生猪养殖上市企业共出栏 4476.3 万头，占全国出栏总量的 6.54%。非洲猪瘟疫情的出现使得这个行业从以控制成本为核心转为以控制成本和生物安全防疫两者为核心，企业只有在后期保证足够出栏量的猪及严格的成本控制才能享受本次猪周期带来的红利，可以说这对大规模企业来说既是机遇又是挑战，如何在后期做到剩者为王是企业目前需要重点关注的地方。

企业如何保证未来有足够的生猪出栏？第一，企业有母猪，通过自己的能繁母猪得到仔猪，最后育肥出栏；第二，高价抢占市场上流通的仔猪。两种情况下企业得到的回报有所不同，在仔猪价格达到千元每头时，外购仔猪成本相对自繁自养成本提升大概 600 元/头，我们按 120kg 出栏体重计算，对应到每公斤肉成本提升 5 元。对于大规模企业来说，若能繁母猪存栏减少，在不外购仔猪的情况下，企业销售数量将会下滑，若外购仔猪，则每公斤成本抬升 4-5 元，两种情况下企业盈利均会被压缩，导致盈利不达预期。

2019 年 1-5 月温氏股份生猪总出栏 984.42 万头、牧原股份出栏 501.41 万头、正邦科技出栏 267.4 万头、新希望出栏 112.74 万头、天邦出栏 128.64 万头，规模化企业生猪出栏量同比去年仍在增长。在看好后期猪价行情的情况，同时看到猪肉消费的巨大缺口下，猪禽类股票在农历春节后迎来较大幅度上涨，目前虽有所回落，但优质企业仍有上涨空间。随着后期猪价快速上涨期的到来，猪肉板块有望迎来再一波上涨行情。

存栏持续下降，猪价仍在爬坡

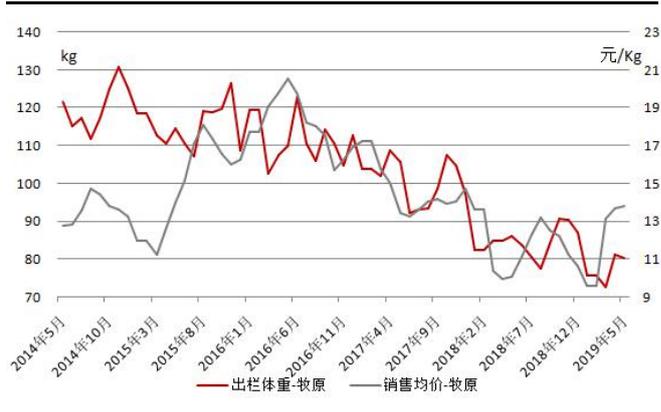
2019.7

图 27：温氏生猪出栏体重及销售均价走势



资料来源：生鲜品事业部

图 28：牧原生猪出栏体重及销售均价走势



资料来源：生鲜品事业部

3. 总结

目前来看，猪价上涨的态势不变，且本次周期高点将超过上轮周期高点，由于存栏难以恢复，猪价预计将在高位停留较长时间，目前整个市场供应减少的同时需求也在减少（供应减少=存栏下降-出栏体重增加-进口），且目前已经可以看到猪肉消费需求的下降，其他肉禽蛋奶对于猪肉的替代更多的体现在集中性消费中，主要是由于集中采购对成本的敏感度远大于居民，此次非洲猪瘟还涉及到食品安全问题，因而这部分替代表现的更为明显。整体来看，存栏拐点未出现，猪价仍在爬坡，后期猪禽共振仍可期待。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货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，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期
货大厦2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678