



猪肉股投资逻辑：周期的诅咒

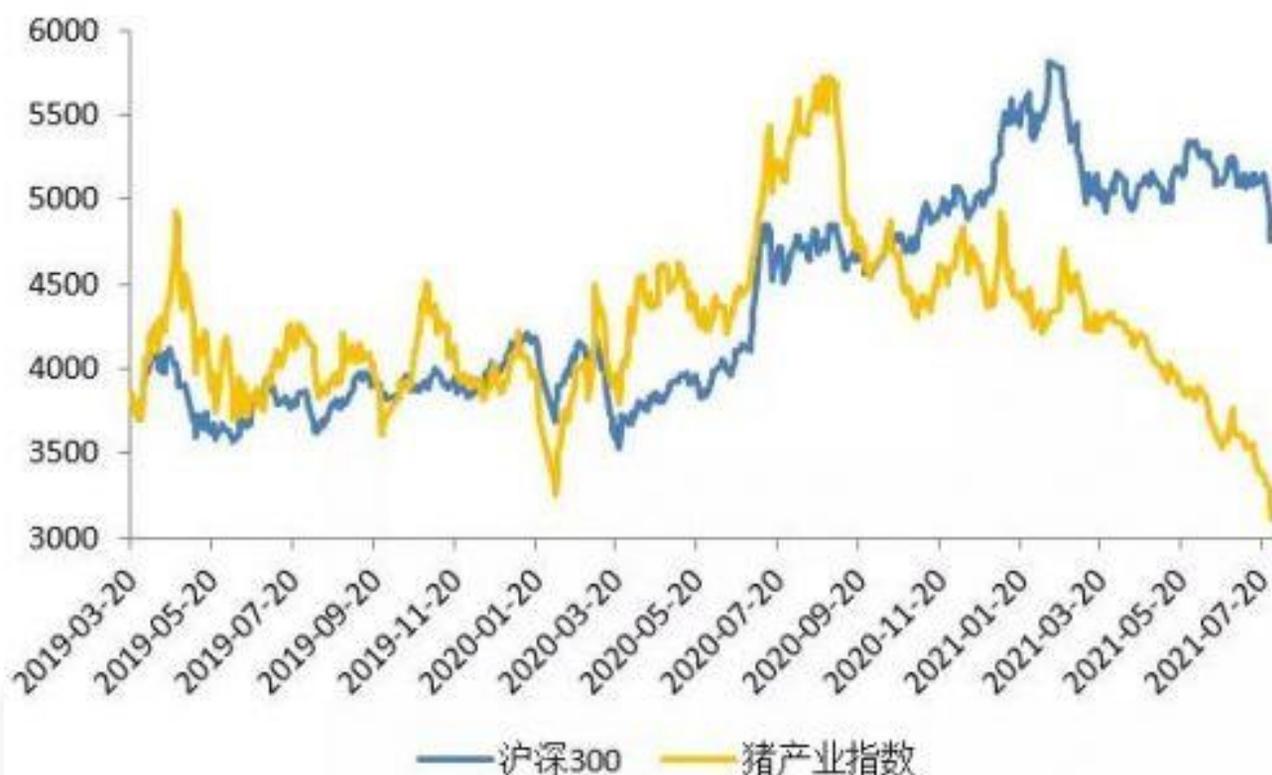


来源：苏宁金融研究院

作者：陶金 苏宁金融研究院宏观经济研究中心副主任

2020年8月以来，猪肉股的表现可谓直线下行，一跌到底。大跌怨不得别人，猪产业相关上市公司的业绩确实不行。那么，猪肉股的长期投资趋势是什么？未来还有入场机会吗？我们从产业技术特征、行业供需、企业竞争策略这几个视角，来简要讨论一下这一行业的投资前景和投资逻辑。

猪产业指数表现随着猪价下行而下行



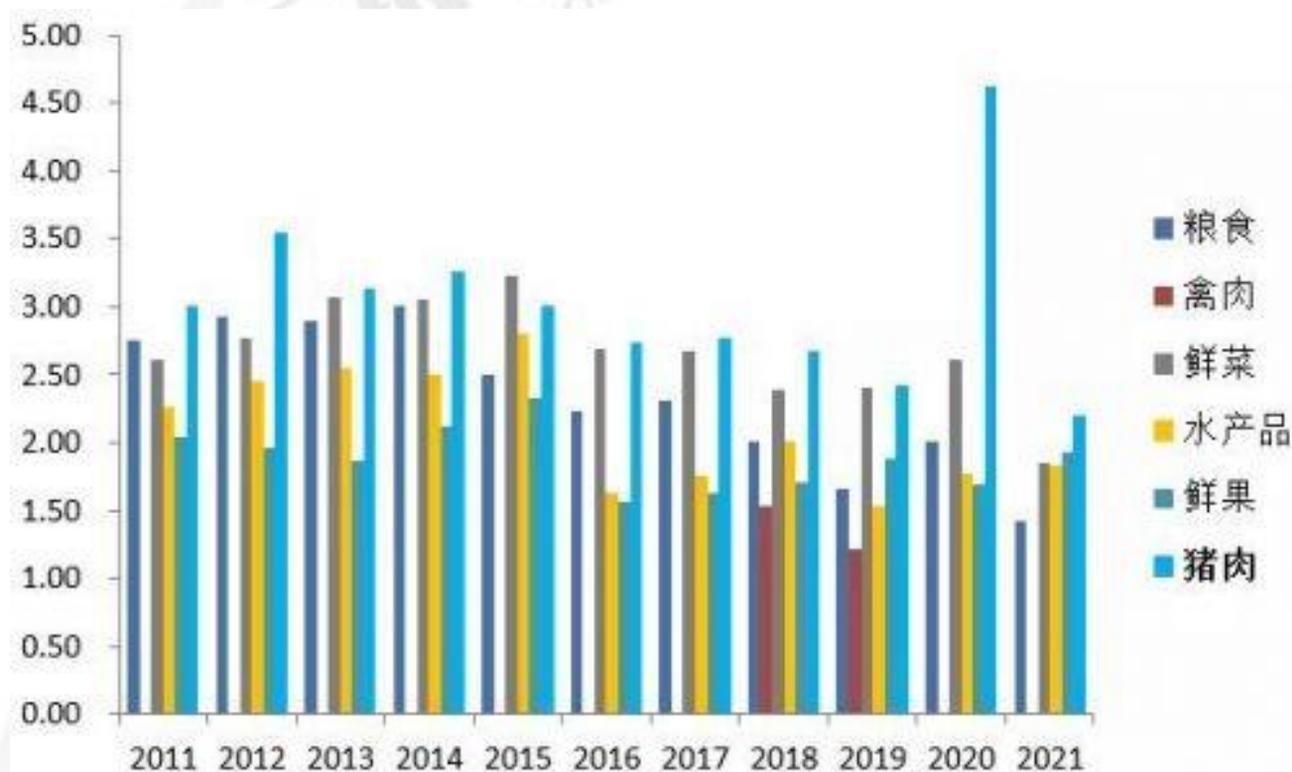
资料来源：Wind，苏宁金融研究院

一、生猪养殖的技术特征

猪肉相关产业关系到中国人的吃肉问题，不言而喻是非常重要的。全世界大部分的猪被中国人吃了，中国也养殖了世界上大部分的生猪，这个行业是高度内部化的，进口猪肉尽管也有一定的比重，但基本跟随国内市场波动，不具有决定性。

1、需求结构

全球大部分的猪肉消费发生在中国。从猪肉消费需求看，中国消费者的偏好还是比较稳定的，猪肉一直是居民最主要的肉类消费构成。CPI 权重中，猪肉也一直是最高的。



资料来源：Wind，苏宁金融研究院

不过猪肉消费需求依然存在长期和短期的变化。从短期看，猪肉消费有季节性，夏季的消费需求略低于其他季节。从长期看，中国人的肉类蛋

白摄入结构逐渐均衡，牛羊肉、鱼肉等摄入逐渐增加，猪肉的消费量从长期看是缓慢减少的，此外人口老龄化、人口减少都会导致长期中猪肉消费的减少。但无论如何，中国人的猪肉消费偏好是比较稳定的。

2、技术特征

从生猪养殖到猪肉消费，猪产业的产业链条并不长，进入门槛不高，存在大量小散养殖户。但近年来生猪养殖逐步科学化和产业化，实质上的专业壁垒是在不断提高的。

猪产业链相对简单



资料来源：苏宁金融研究院整理

猪产业看似简单，进入壁垒不高，但每个产业环节想要做好，还是从养殖技术到综合管理等多方面对养殖户提出了很高的要求，并不是所有人都能够养好猪的。任何一个环节出问题，都可能导致终端市场出现重大问题。例如饲料加工用料和喂养不力，很容易造成猪的生长速度慢，拉长生长周期；疫苗兽药不到位，容易造成猪多病甚至死亡；育种繁殖就更重要

了，母猪的品种决定了母猪的繁殖能力、母性、奶水等情况；生猪的品种也很重要，现在中国最普遍的是外三元猪（由外国三个品种经过两代杂交而来）。目前看，外三元猪的抗病力、生长速度和饲料利用率都是最优的。

上述这些问题，即使是大型生猪养殖上市公司，也不可能保证完全没有，因此在养殖规模化和产业化进程中，技术竞争占据越来越重要的地位。

二、猪周期

猪产业中，最核心的还是猪周期逻辑。为什么猪周期重要？因为猪产业的市场结构极其分散，没有垄断，猪肉价格完全受周期波动影响，大企业完全没有定价权。因此，分析猪产业时，市场结构和竞争行为是次要的，分析猪周期是主要的。

猪周期主要有三个因素：猪的生长周期、农产品蛛网周期、猪瘟。

首先猪的自然生长周期。栏中的肥猪（待宰生猪）要经历产房-保育-育肥等阶段，仔猪、小猪到肥猪出栏，需要至少半年的时间。具体来看，一是出栏时间取决于养殖模式。如果全程放养，出栏时间大约为一年。如果是半放养，一般在8个月以上，多在10个月。如果是全封闭饲养，一般五到六个月出栏。二是出栏时间受养猪水平影响。猪不是养的越大越赚钱，超过一定体重后，料肉比增高，并不划算。前几年，90到100公斤被认为是最佳的出栏体重，近年来越来越多养殖技术水平更高的企业和养殖户，最佳出栏体重上移到了120公斤。

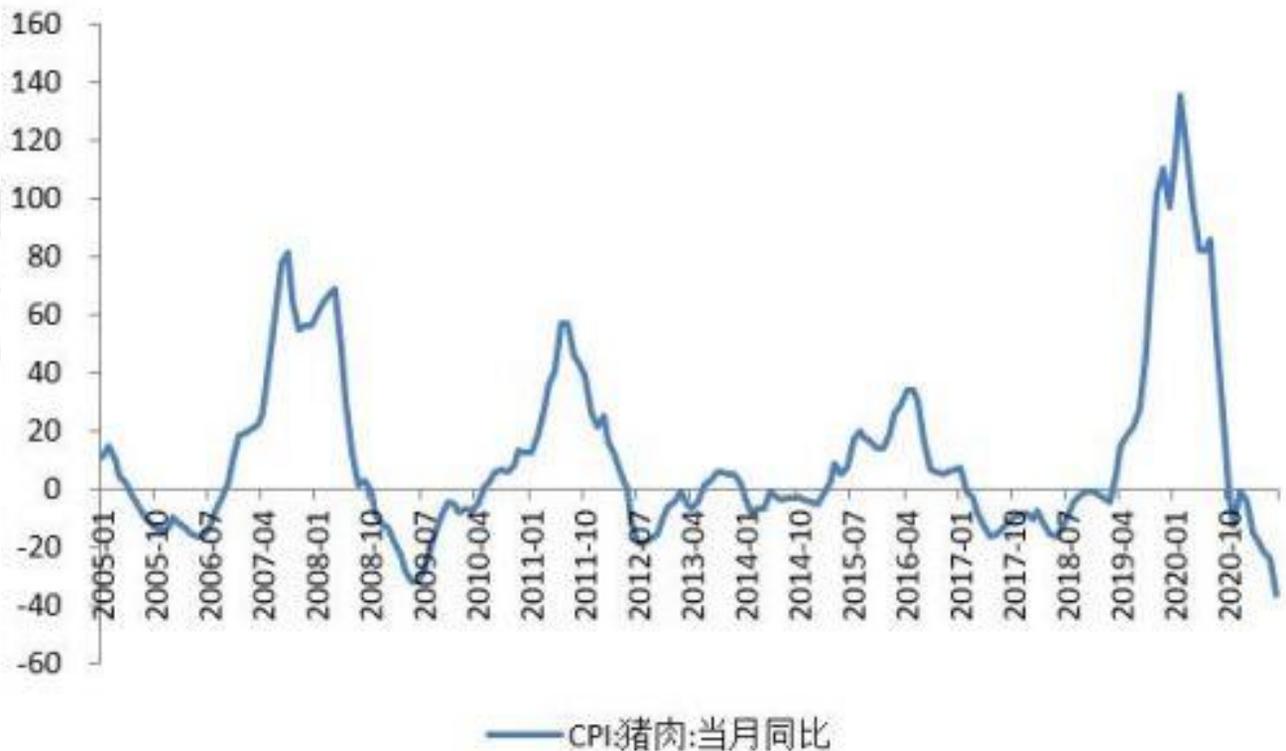
其次是蛛网周期。2020年，温氏股份、牧原股份、正邦科技、新希望等主要上市公司每年的出栏量总计不到4000万头，而全国生猪出栏量超过5亿头，上市公司产量占全国比重不到8%。在小散为主导的市场上，大部分养殖主体的养殖、存栏和出栏行为符合蛛网理论。如果猪价上行，预期后市会继续上涨，为了多赚钱，养猪人往往会把猪延长出栏，有的甚至能把猪养到一百五六十公斤（也即压栏）。也就是说，猪价上涨，供给反而是减少的。相反，如果行情低迷，市场预期还会继续下降，养猪人就会把猪提前出栏，很多在七八十公斤就把猪给卖了。也就是说，猪价下降，供给反而增加。

第三，猪瘟已经对生猪养殖产生了根本性的影响，也一定程度上重塑了猪周期。2018年首次在沈阳发现非洲猪瘟病例后，仅仅不到一年半的时间内，非洲猪瘟传遍全国各地，这背后有很多的人为因素（监管不力、管理水平落后，最典型的例子是俄罗斯的猪产业几乎被非洲猪瘟摧毁）。随着大企业愈加重视疫情防控、监管力度加强以及小散暂时退出市场，猪瘟的影响有望得到控制。

判断猪周期位置，成了行业业绩表现的关键。

2005年以来，一般走完一个猪周期，需要3-5年的时间，猪价上行的时间平均为1年半。在上行或下行周期中，猪价涨幅往往都很大，这也是蛛网周期的一个典型特征。

猪周期运行具有较强规律性

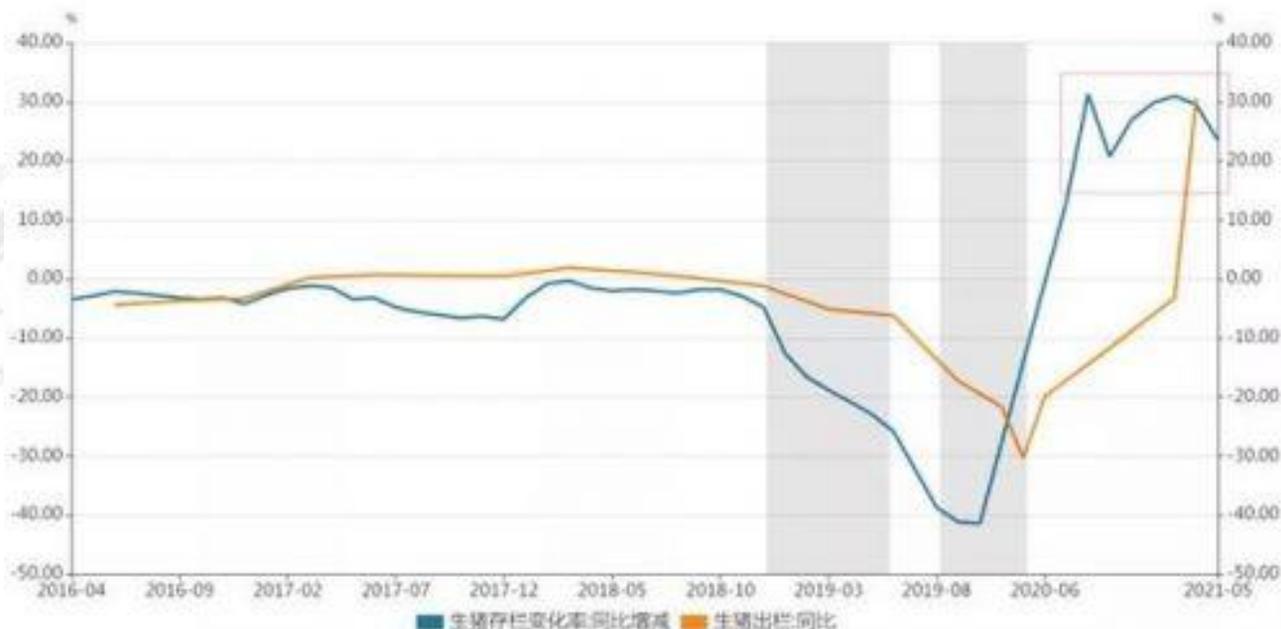


资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

当前处于猪周期的什么位置?

当前生猪存栏同比增加,持续位于近年来高位,随着未来几个月低基数效应增强,同比增速还会上升。而近几年生猪存栏领先出栏量半年左右的时间,生猪存栏量已处于高点约9个月的时间,因此后续出栏量高增可能还会延续至少半年的时间,这将从根本上压制年内猪价。尽管中央开始增加猪肉收储,但总体上看猪周期处于“深跌”阶段,年内比较难回到上涨状态。

生猪存栏领先生猪出栏，而存栏一直处于高位



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

不过河南雨情对周期产生了较大的扰动，生猪养殖大省，洪涝加重防疫压力。2019年河南省生猪出栏量为4502.1万头，约占全国出栏量的8.3%。积水和暴雨导致的停电、交叉污染可能导致生猪养殖的生物安全防护面临压力、增加了猪只感染疫病的风险，同时积水也会影响生猪的正常出栏，最终可能导致猪价有所上行。

二 疫后期间的上市公司策略

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34073

