



薛洪言：这轮猪周期该如何参与？



文/意见领袖专栏作家 薛洪言



如果关注券商策略研报，会发现近期生猪养殖板块的出现率很高。不论是看好周期崛起，坚信银行地产反转，还是持续唱多成长板块，分析师在推荐主线中，大多会提一下生猪养殖，积极推荐。

之所以如此，因为与其他行业大多受宏观大盘影响不同，生猪养殖有独立的周期，走独立的行情，在正确的节点介入，常常能收获很好的收益。确定性高的投资机会，谁也不愿错过。

从猪周期视角看，当下正处于周期上行阶段，随着猪价的上涨，主要生猪养殖龙头均已实现扭亏为盈，而估值仍处于相对低位，给投资者提供了较好的布局期。

先来看看生猪价格走势。从 22 省市平均周度价格来看，自今年 4 月下旬起，生猪价格出现了快速的触底攀升，经过 7/8 月份的盘整后，9 月下旬以来再次快速上涨，十一黄金周平均价格达到 26.07 元/kg，为今年最高点，也远高于非洲猪瘟之前历次猪周期的高点价格（20 元/kg 左右）。



生猪价格的快速攀升，再次激活了猪股价格，节后开盘以来，生猪养殖板块一枝独秀，走出独立行情。

不过，相比此前几轮猪周期，本轮猪周期走得并不顺畅，犹犹豫豫，一波三折。尽管猪价已经连涨半年，但市场对于本轮猪周期仍然存在分歧，这也导致了生猪养殖板块的做多热情有限，以头均市值法衡量的生猪养殖龙头的估值仍处于相对低位。

从历史数据看，在一轮猪周期的高点，生猪养殖龙头的头均市值通常能够达到 1 万元/头（总市值/预计年度出栏头数，牧原、温氏的历史最高

点分别超过 20000 元头、18000 元/头)。以牧原股份、温氏股份 2023 年预计出栏规模 6500 万头和 2800 万头算,截至 2022 年 10 月 11 日,两家龙头公司头均市值分别为 4771 元和 3693 元(温氏扣除养鸡板块 400 亿元市值),距离周期高点估值仍有较大差距。

在市场的学习效应下,估值水平通常能快速打满。当前生猪龙头的估值水平仍处于相对低位,主要是市场对本轮猪周期存在分歧。简单来说,2022 年 4 月下旬的这轮猪价上涨,涨幅大超市场预期,可解释性差,价格信号很难转化为一致的投资行动。

作为典型的周期性行业,猪肉消费虽有一定的季节性,但年度范围内整体保持稳定,供给的波动是决定猪价变化的核心因素。作为生物性资产,能繁母猪是生猪供给的先行指标,领先生猪出栏大概 10 个月左右,通过观察能繁母猪存栏数据,投资者可提前预判 10 个月后的猪价走势,判断周期所处位置,进行提前布局。

2021 年 6 月,全国能繁母猪存栏达到周期高点,10 个月后对应 2022 年 4 月为生猪供给高点,猪价低点。按照周期逻辑推演,2022 年 4 月生猪价格达到周期低点,全行业进入深度亏损,产能去化加速,为猪价的再次攀升奠定基础。但实际情况却是生猪价格在 4 月下旬快速抬升,6 月份高出行业成本线,7 月全行业便进入盈利状态。猪价的快速攀升,中断了能繁母猪产能去化进程(截至 2022 年 4 月份,本轮能繁母猪累计去化 8.47%,显著低于历史平均 15%以上的去化幅度),母猪存栏不降反升,让整个周

期演化变得扑朔迷离。



从猪价表现看，新一轮猪周期已然开启，但猪价的快速上涨本身远超市场预期。基于能繁母猪去化逻辑，自 2021 年 6 月高点以来的产能去化幅度较浅，对应 2022 年 4 月以后的生猪供应只是缓慢下降，叠加当时疫情影响下猪肉需求疲弱，猪价本不应该出现快速上涨。

现实是猪价的确快速上涨了，反常背后，市场只能从能繁母猪数据的准确性上寻找原因。农业农村部发布的官方数据来自样本调查，主要涵盖大中型猪场；同时，基于非洲猪瘟防疫的需要，外部人员很难进入猪场进行清点，只能以养殖户填报数据为准。

这就带来了两个存疑点，一是散户数据缺失，可能会低估产能去化情况。毕竟，相比集团厂，散户抗风险能力更弱，产能去化幅度可能更大。在此背景下，一些分析师通过田野调查，发现一些样本猪场的产能去化程度远超官方数据。另一点是市场怀疑养殖户填报数据有误，甚至不排除存在骗补贴动机。

此外，2022 年以来，母猪饲料销量、输精管用量等下降幅度普遍较深，

远高于能繁母猪去化程度，也强化了市场对能繁母猪数据准确性的担忧。

当能繁母猪数据因其准确性而失去先行指标意义，市场对猪周期的演讲过程便很难轻易达成一致。结果就是，当猪价快速上涨时，分歧会被暂时搁置，做多情绪浓烈，股价随之快速上行；当猪价区间盘整、涨不动时，分歧便会被放大，多空博弈，空头暂时占上风，推动股价快速回落。

2022年5月以来，猪价与猪股价格表现出非常明显的正相关性，而在逻辑顺畅的周期中，猪股价格一般会提前反应猪价的变动，表现为更多的领先性而非相关性。



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_47232

