



农林牧渔行业简评报告：为何现在要吹起猪周期投资的冲锋号？



核心观点：我们认为当下生猪养殖板块最主要的矛盾其实并不是短期的猪价走势。结合历史分析，周期投资中我们希望寻找产能反转节点和养殖公司亏损的最大值，生猪绝对价格的阶段性见底意味着板块最悲观预期已经充分释放，此时股价基本上也处于相对低点，继续向下的空间非常有限，建议把握上市猪企的投资机会。

为什么我们判断三季度是养猪行业亏损的最大值？

我们认为养猪行业四季度乃至明年的成本将会出明显的改善。主要体现在：①生猪出栏体重下降将会节约饲料成本；②母猪 PSY 恢复和仔猪质量的提升进一步帮助企业降低成本；③今年 3 季度上市猪企一次性的资产减值准备有望压低未来的出栏成本；④今年 2 季度以来仔猪价格持续下降有助于降低未来外购仔猪的出栏成本。

当前市场对于猪周期的主要矛盾是什么？

当前市场最大的分歧是“能繁母猪是不是在加速去化”。我们认为，即使短期生猪价格出现大幅的反弹，带来整个行业盈利的明显恢复，甚至养殖公司出现阶段性的盈利，行业也一定在加速产能去化。原因在于猪价自低点反弹至今，行业养殖体重并未回升，二次育肥也并未启动，9 月饲料工业协会猪料生产量创历史新高，产业对于未来的行情判断高度一致，基本都认为这是一个阶段性的季节反弹，所以能繁母猪存栏加速去化是确定的。我们判断 9 月份能繁母猪存栏约有 1.5%-2%的淘汰。

通过上市猪企的三季报进一步确定行业产能去化在加速。对于猪周期拐点的判断需要观察淘汰母猪的价格、产业链亏损的幅度以及龙头企业的资金链状态。当前国内前五大养猪企业都出现了创立以来的最大单季亏损，且出现了较为严重的挤压供应链资金、大幅降薪、工资缓发、主动或被动淘汰母猪的现象。同时由于前期的快速扩张，员工素质及固定资产使用效率有待提高，叠加资本开支停止造成项目停滞，龙头梯队的养殖成本对比坚持下来的中小散户并无明显优势。根据目前对明年生猪均价和上市公司成本的预期，预计 2022 年上半年上市猪企将持续出现比较严重的亏损，部分中大型猪场或熬不过这轮惨烈的周期，被动去产能可能会进一步助长淘汰母猪的幅度。

为何当前时点是买入的好时机？

从投资的角度来看，十月之前我们更倾向于在上市公司年度业绩最惨的时段买，但我们忽略了此轮周期的学习性和三季报的惨烈。历史上我们习惯运用头均亏损和单位的头均盈利来丈量周期的脚步，养猪作为“亏月不五年”的生意，头均盈利的时间一般要远超头均亏损的时间。我们判断这次出清的速度会很快，核心原因是企业在周期高点时扩张速度太快。这轮周期扩张的速度无论是在量还是在增速上面都超过了历史上任何一个周期，这也印证了在亏损阶段，为什么现金流量支撑时间会很短，这在历史的猪周期中是非常罕见的。根据现货市场调研显示，近期由于标肥价差开始收窄，白条与毛猪出现倒挂现象，屠宰企业的深度亏损压制收猪积极性。

叠加农业农村部 10 月 20 日对于猪价可能继续走低的判断，以及四季度消费仍受新冠疫情的影响，我们预计近期猪价反弹可能会随时终止。

回顾历史，生猪价格的底部区域基本上也对应着股价的相对低点，股价继续向下的空间非常有限，此时投资的风险已经很小，只要我们挑选现金流支撑有保障、不会轻易破产的企业，此轮周期投资中获胜的概率极高。推荐关注牧原股份、天康生物、新希望、温氏股份。

风险提示：上市公司出栏/成本控制不及预期；生猪疫病大范围爆发。

关键词：疫情

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_28258

