



农林牧渔行业：周期往复 人心思涨-论生猪市场的一致性预期陷阱



我国 2006 年以来已经经历过三轮完整的猪周期从周期运行时长来看，每轮周期总时长均在 4 年左右，第一轮下行周期为 2 年零 2 个月，第二轮为 2 年零 9 个月，第三轮为 2 年整，总体呈现牛短熊长的规律。本轮周期如果以 2019 年猪价最高点来划分，下行阶段也已达到了 2 年的时间。

温故知新：后非瘟时代周期逻辑的调整

能繁母猪存栏对价格传导信号存在偏差。生猪养殖行业规模化程度的提升伴随着生猪养殖效率的提高，具体体现在出栏均重的增长降低了对商品猪出栏数量的需求，而 PSY 的提升又向上传导进一步降低了对能繁母猪存栏量的要求。

生猪养殖行业规模不经济现象不利于产能出清。非洲猪瘟爆发之后，一些养殖成绩优秀的散养户逐渐成长为一批规模适中的家庭农场和农业合作社，当大型养殖企业和中小型养殖场成本相比失去成本优势，而散户体量又已经大幅减少的情况下，以往下行周期中最先由散户退出市场而实现产能出清的逻辑便难以成立。

如何看待 2022 年猪价与周期拐点？

仍需警惕生猪市场一致性预期陷阱。①成熟的养殖主体虽已具备对市场做出预判的能力，但当真正落实到产能调整阶段时，却仍然无法脱离顺周期生产的“魔咒”。因此对猪周期及拐点的判断，在以母猪存栏变化为核心逻辑的基础上，必须要结合行业结构与养殖端行为模式的变化共同进

行分析。②基于常规逻辑，市场容易形成“对 2022 年 Q1、Q2 猪价持悲观态度、同时看好能繁母猪存栏去化后明年下半年猪价的表现”的一致预期。然而这种预期一旦在养殖端形成，则行业内很有可能出现集体压栏以避开季节性淡季与周期低谷的操作。③上述逻辑的发展最终将导致周期中的“价格底”没有预期的深，而猪价上涨的拐点又因为出栏压力后移被抑制，最终价格出现长期在盈亏平衡线附近上下浮动的现象。

长期高成本与高供应的矛盾累积可能放大产能去化的边际效应。①高饲料成本或持续抑制下游补栏需求。2022 年受国内主粮供需形势继续偏紧预期的影响，饲料成本或将继续维持较高水平。即使产能不继续出现大面积出清，但仍有可能持续抑制养殖端补栏意愿，并最终向商品端传导。②我们认为行业需要新的矛盾点刺激周期拐点的到来。当前生猪养殖行业平均资产负债率远远超出前几轮周期中的高点。明年若猪价持续在盈亏平衡线附近震荡，规模猪场后期为了回笼资金可能会再次出现集中透支出栏的情况，届时可能会对猪价造成较强的阶段性下行压力；期间倘若融资环境恶化，不排除部分企业的产能和经营将出现超预期的调整。

投资建议：我们认为只要产能还没有经历深度去化，就不必过早纠结于周期拐点出现的具体时间节点，而是动态观察市场将通过何种机制化解产能过剩的矛盾。若下行周期或长于预期，考虑到较高的资金时间成本和机会成本，周期中兼具成长属性的个股更具备提前布局的价值。我们建议关注兼具“财务稳健”和“业绩弹性”的养殖企业，即在严格控制经营杠

杆的前提下仍然能够稳步推进原本的扩产计划，并利用生猪以及饲料原材料相关期货品种对未来产能头寸进行套期保值、平滑经营风险，具备优秀的跨周期调节现金流的能力。建议关注公司：唐人神、温氏股份。

风险提示：动物疫病传播，自然灾害造成原材料价格大幅上涨；政策风险等。

关键词：期货

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_31708

