

生猪养殖行业观察及信用风险展望

2019 年前三季度



生猪养殖行业观察及信用风险展望

2019 年前三季度

作者：联合资信 工商一部 谭心远 刘丙江

摘要

2019 年二季度以来，中国生猪养殖行业进入新一轮上涨周期，规模化养殖优势明显，行业集中度提升，行业内企业再融资压力加大，头部企业优势明显，底部企业经营压力和信用风险上升，行业信用资质分化。行业内企业仍将持续面临疫病防控、环保压力、原材料价格波动等因素影响，非洲猪瘟短时间内难以根除，行业整体产能恢复缓慢，预计 2020 年前三季度猪价或将高位运行，头部养殖企业出栏量持续提升，竞争实力不断增强，将充分享受此轮周期红利。

一、宏观经济运行状况

2018 年以来，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工

业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政

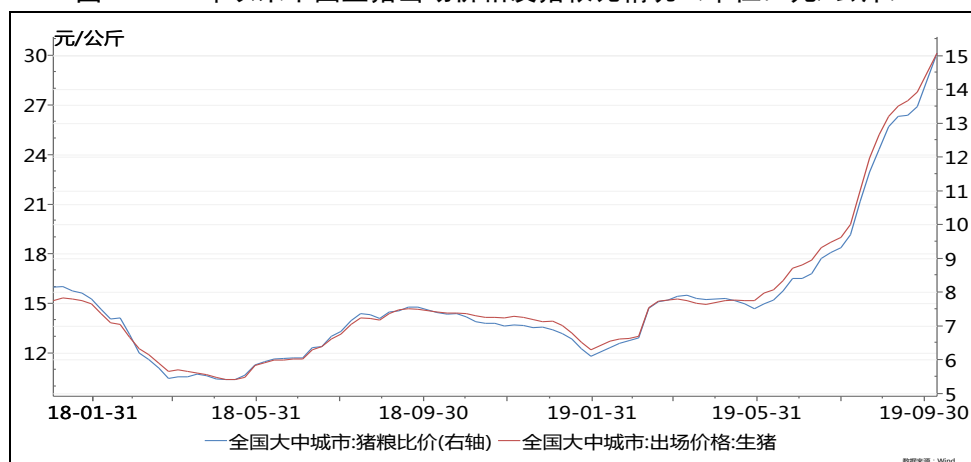
策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

二、 行业周期性及目前所处阶段

生猪出场价格方面，生猪价格2016年达到了上一轮周期顶峰，2017年全年生猪价格整体呈震荡下降趋势。2018年一季度，生猪价格仍快速下跌，季度末的价格为10.89元/公斤；2018年二季度起，生猪价格逐渐回升，至三季度末，达到14.64元/公斤；此后，非洲猪瘟疫情爆发，消费者恐慌情绪加之捕杀、禁运等防疫措施，生猪价格有所下降，至2019年2月底为12.87元/公斤；2019年3月以来，生猪供需关系扭转，进入新一轮上涨周期，生猪价格快速上涨，至2019年10月，生猪价格已达30.15元/公斤的历史最高水平。

猪粮比方面，历史数据表明，猪粮比在6.0左右为生猪养殖盈亏平衡点。整体看，中国猪粮比和生猪出场价格相关性强。2018年1—5月，猪粮比快速下降，由年初的8.15降至5月份的5.41，在此阶段，多数生猪养殖企业处于亏损状态；2018年6月开始，猪粮比逐渐回升，直至9月的7.56，此后基本维持在6.5以上，行业内多数企业业绩有所回暖；2019年3月开始，生猪养殖行业进入增长周期，猪粮比快速提高，至2019年10月已达到15.08，为近十年来最高点，远超上轮周期顶点10.78的水平。

图1 2018年以来中国生猪出场价格及猪粮比情况（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

总体看，2018 年生猪价格总体呈现“一季度快速下跌、二季度探底回升、三季度受非洲猪瘟影响有所下降”的特征。2019 年 3 月以来，进入新一轮上涨周期，生猪出场价格及猪粮比快速上升，目前已回升至历史最高水平。

三、 行业增长及盈利趋势

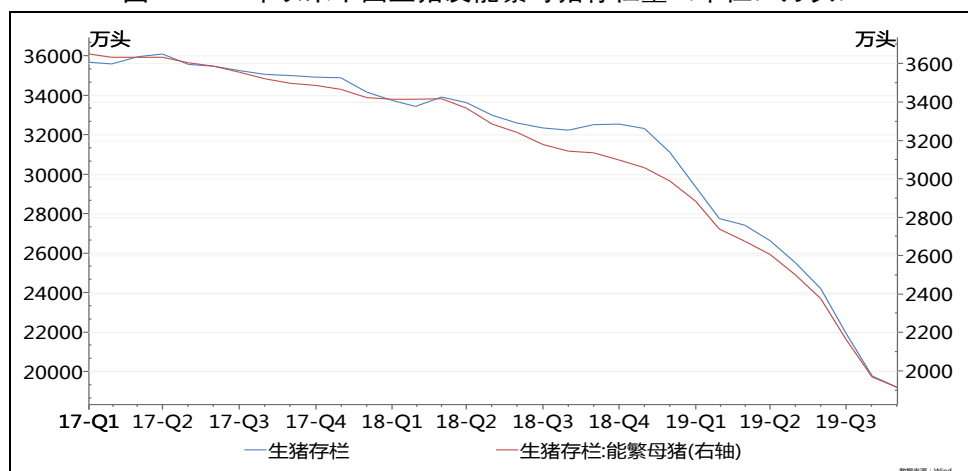
1. 能繁母猪及生猪存栏情况

在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量及生猪存栏量是两个关键指标。其中能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约 114 天左右，仔猪育肥至出栏约 6 个月，大体上能繁母猪存栏量决定了未来 10 个月生猪存栏量；生猪存栏量又基本决定生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。在没有重大外部因素影响的情况下，传统猪周期基本遵循“生猪价格上涨>能繁母猪补栏>生猪出栏增加>生猪价格下降>能繁母猪减少>生猪出栏减少>生猪价格上涨”的循环。

2017 年以来中国能繁母猪及生猪存栏量均持续下滑，其中能繁母猪存栏量从 2017 年 1 月的 3651 万头下降至 2018 年 9 月的 3136 万头，降幅为 14.11%；此后，受非洲猪瘟影响，染病母猪捕杀、散户退出，能繁母猪数量加速下降，2019 年 9 月为 1913 万头，同比下降 39.00%，为近十年来的最低水平。生猪存栏方面，总体趋势与能繁母猪相似，2017 年以来持续下滑，且在非洲猪瘟爆发后，存栏

生猪数量加速下降，至 2019 年 9 月，生猪存栏 19190 万头，较年初下降 34.59%。

图2 2017年以来中国生猪及能繁母猪存栏量（单位：万头）



资料来源：Wind 资讯

总体看，前期能繁母猪和存栏生猪数量的持续下降是导致市场供需改变，行业进入下一轮上升周期的根本因素。此外，非洲猪瘟导致能繁母猪和存栏生猪数量加速下滑亦对本轮行情起到了很大的助推作用。考虑到能繁母猪及生猪存栏量短时间内难有趋势性逆转，预计未来 8—10 月行业周期将维持高位。

2. 养殖效率及行业集中度

据中国产业信息网测算，2015—2018 年，中国生猪养殖行业 MSY（母猪年产胎次*母猪平均窝产活仔数*哺乳仔猪成活率*育肥猪成活率）从 15.85 提升至 19.10，单头母猪产能提升明显。目前中国生猪养殖行业 MSY 水平虽提升较快，但与美国、荷兰等国 PSY 超过 27 的水平尚有差距。未来，养殖集中度提升和技术进步将继续推升中国生猪养殖行业 MSY 水平，头部养殖企业抗风险能力将随之增强。此外，随着饲料配料和精细化养殖水平的提升使得仔猪育肥出栏时间有所缩短，出栏生猪体重提升，2019 年上半年出栏生猪平均体重 116.30 公斤，同比增加 8.19 公斤。

行业集中度方面，中国生猪养殖行业以散户为主的基本情形短期内难以根本改变，但龙头企业出栏规模占比持续提升；此轮猪周期遭遇非洲猪瘟影响，散户几乎无有效防疫手段，加速了散户的退出。新牧网《2018 年全国生猪出栏 69382

万头，9大上市猪企占6.45%市场份额》研究文章显示，2018年九大上市猪企（温氏、牧原、正邦、雏鹰、天邦、天康、罗牛山、龙大肉食、金新农）共出栏生猪4476.3万头，占当年全国生猪出栏6.45%；2017年，上述九大企业共出栏3442.46万头生猪，占当年全国生猪出栏4.90%，行业集中度有所提升。

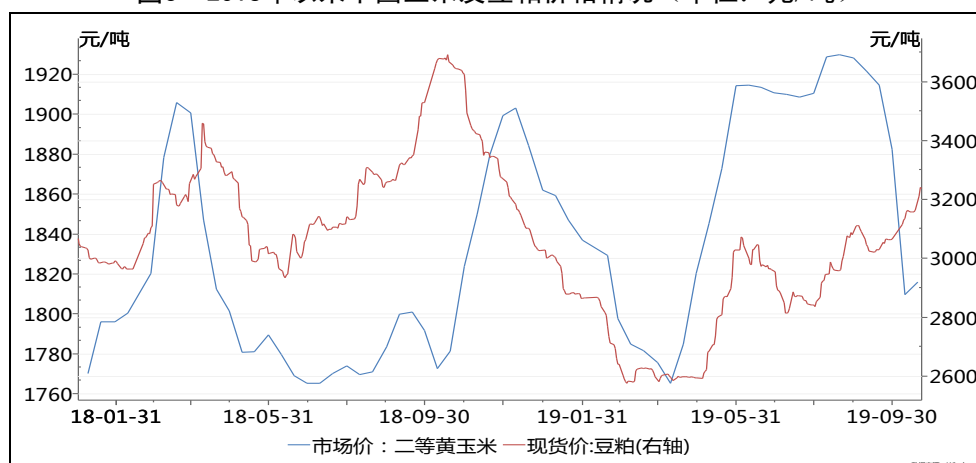
3. 上游原材料价格

生猪养殖企业养殖饲料成本主要取决于玉米和豆粕等饲料原材料价格。2018年，中国玉米价格总体呈“M”型走势。2018年一季度，下游深加工企业需求推动玉米价格上涨；4月，国储玉米拍卖市场供给增加，玉米价格随之快速下降；8—9月，受产区极端气候影响，玉米价格小幅回暖；非洲猪瘟爆发后，饲料企业采购更加谨慎，玉米价格有所回落；11月，受下游需求支撑及产区新玉米上市延后影响，玉米价格再次快速回升。2019年以来，玉米价格呈倒“N”型走势，价格先降后升，并在2019年9月份再次步入下行通道，年内最低点和最高点分别为1765.10元/吨和1929.90元/吨，但整体均价同比提升。

豆粕价格方面，中国大豆依赖进口，影响因素较多，历来价格波动较大。2018年以来，受市场供需、自然气候、中美贸易摩擦、游资炒作、非洲猪瘟等因素共同影响，豆粕价格波动很大，2018年以来低至2575元/吨，高至3692元/吨。

总体看，饲料原材料价格波动较大，影响原材料价格的因素较多，难以准确预测未来价格走势，生猪养殖企业仍然面临持续的原材料成本控制压力。

图3 2018年以来中国玉米及豆粕价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

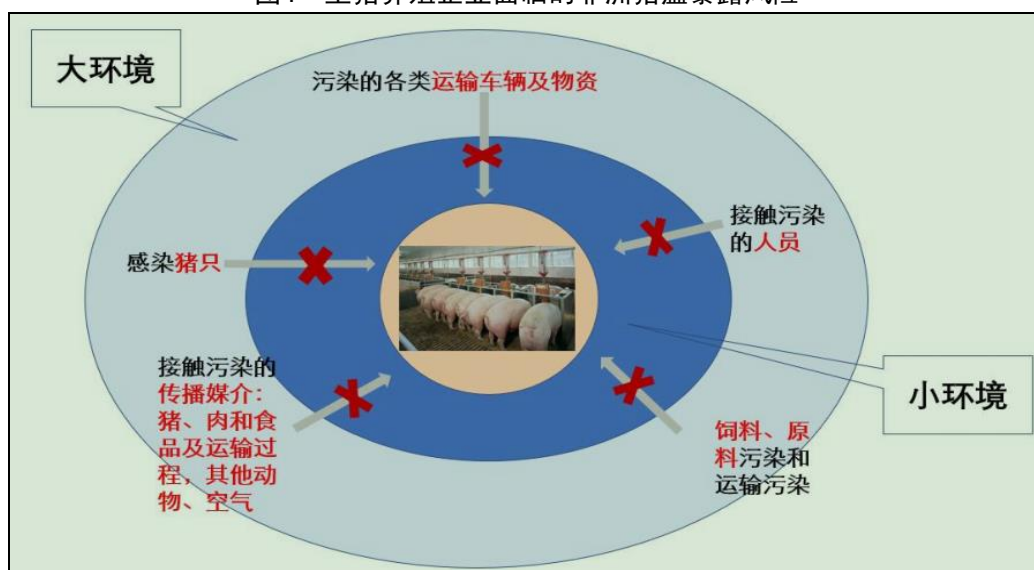
四、行业关注

1. 疫病风险

疫病风险一直是生猪养殖行业发展的重要影响因素。2018 年 8 月中国境内首次出现“非洲猪瘟”疫情。作为一种外来性疫病，“非洲猪瘟”有高传染性和致病性，尚无特效药，致死率接近 100%，但不属于人畜共患病，疫情发生后一般采取扑杀、无害化处理、消毒等处置措施。农业农村部数据显示，从首次出现非洲猪瘟疫情至今，中国共发生非洲猪瘟疫情 140 余起，捕杀生猪 116 万余头，全部 31 个省市自治区均有疫情发生。

在非洲猪瘟爆发的大背景下，本轮猪周期中防疫能力是生猪养殖企业的第一竞争力。非洲猪瘟是接触性传染疫病，感染猪只、污染的各类运输车辆及物资、饲料及原料污染和运输污染、接触污染的人员、接触污染的传播媒介例如猪、肉制品、老鼠、蚊蝇等都有可能会导致猪场感染非洲猪瘟；猪场要尽可能在一个封闭环境内，建立洗消烘干站确保运输车辆的安全无毒，同时保证饲料原料选择→加工制粒→运输→饲喂过程的生物安全。养殖散户难以达到上述防控标准，在本次疫情中损失惨重，只有同时具备科学的防疫知识、快速到位的防疫设备、精细化的管理水平的规模化养殖企业才有可能大概率防住非洲猪瘟，并享受到产能出清供需改变带来的高盈利。截至目前，头部生猪养殖企业未发生重大疫情。

图4 生猪养殖企业面临的非洲猪瘟暴露风险

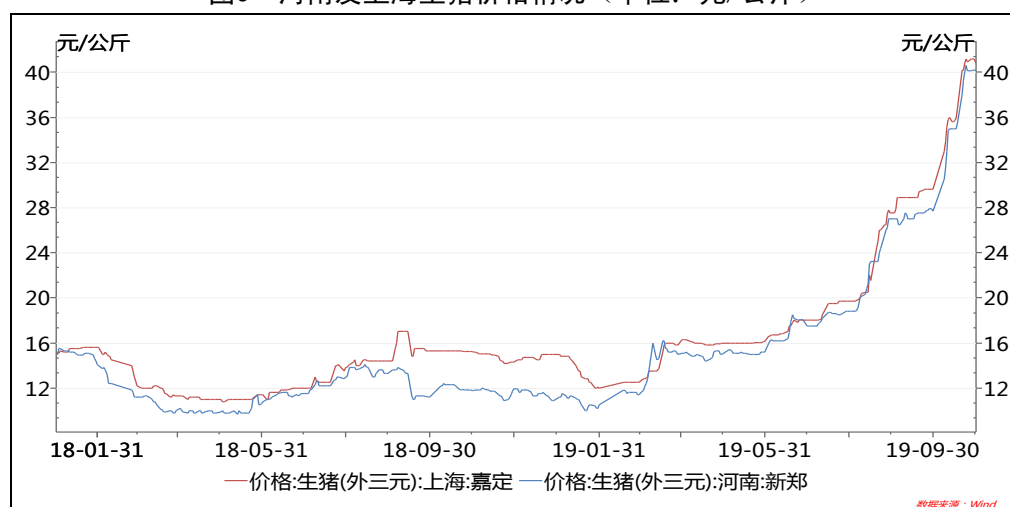


资料来源：长江证券研究所

非洲猪瘟短期内难以根除，疫病防控成为持久战。从国外经验看，巴西于 1978 年 4 月发生首例非洲猪瘟疫情，1984 年 12 月巴西政府宣布根除非洲猪瘟；俄罗斯于 2007 年发生首次非洲猪瘟疫情，当前疫情仍在持续。

行业内企业不仅面临疫病本身的威胁，还承受着由疫病带来的政策风险。中国生猪主产区 and 主销区割裂，长距离生猪调运频繁。非洲猪瘟疫情发生后，为防控疫病，根据《农业农村部关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》，对于有 1 起疫情的县，暂停该县生猪产品调出该县所在市，暂停该市所辖其余各县生猪产品调出本省；有 2 起及以上疫情的县，暂停该县生猪产品调出本市，暂停该县所在市所辖其余各县生猪产品调出本市；有 2 个及以上县发生疫情的市，暂停该市所辖县生猪产品调出本市；有 2 个及以上市发生疫情的省，暂停该省所辖市生猪产品调出本省，与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运。上述措施虽然有利于疫病防控，但加剧了生猪主产区和主销区的供求错配，生猪价格因此出现较明显的区域分化。以生猪主产区河南和主销区上海为例，2018 年 1—7 月，两地生猪价格契合度较高；2018 年 8 月非洲猪瘟爆发，国家实施禁运措施以后，两地生猪价格明显分化，价差达 3—6 元/公斤；此后，随着疫情爆发烈度的减缓，为抑制产消地价差扩大，有关部门逐步放松了禁运政策，不再限制疫区所在县以外的其他县在省内调运生猪，不再限制疫区所在省的相邻省外调运生猪，2019 年 3 月以来，产消地生猪价差逐步恢复正常。

图5 河南及上海生猪价格情况（单位：元/公斤）



资料来源: Wind 资讯

总体看，非洲猪瘟疫情推升了行业风险，大型养殖企业养殖基地存栏规模大，与外界难以完全隔离，疫病防控压力大；但本次疫情也显著提高了行业壁垒，加速散户出清，有利于提高行业集中度；行业内企业未来仍将面临持续的疫病防控压力。

2. 环保压力

2014 年颁布的新《环境保护法》，要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。农业农村部发布的《全国生猪生产发展规划（2016—2020 年）》，划分出了生猪养殖重点发展区（河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南）、约束发展区（北京、天津、上海等大城市和江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东等南方水网地区）、潜力增长区（江苏、浙江、福建、安徽、江西、湖北、湖南、广东）和适度发展区（山西、陕西、甘肃、新疆、西藏、青海、宁夏）。2017 年 2 月，农业农村部发布的《2017 年畜牧业工作要点》要求生猪养殖产能加快向潜力增长区转移并提出“抓好畜禽粪污处理和资源化利用”对养猪场环保提出了更高的要求。各地政府积极执行环保政策，针对养殖所需土地资源做出了不同规定，在靠近江河水系、人口稠密的地区设立禁养、限养区，规模化养殖所需的成片土地更难获取。各级政府对不符合环保土地资源相关要求的养殖场严格采取拆除、搬迁、关闭等措施，2012 年以来，因为各地环保问题被关闭和拆迁的小型养猪场累计超过 3000 万户。

2019 年以来，受非洲猪瘟影响，能繁母猪和存栏生猪数量下降较快，生猪出场价格快速上涨，猪肉供给和价格问题受到社会高度关注。为改善猪肉供给状况，抑制价格过快上涨，农业农村部会同国家发改委、财政部、生态环境部、自然资源部等多部委，陆续出台多项文件支持生猪养殖行业发展，主要包括：

禁养区划定方面，依法科学划定禁养区，开展禁养区划定情况排查，立即整改违反法律法规规定超划禁养区情形；加强禁养区整改调整政策支持，对禁养区内关停需搬迁的规模化养殖场户，优先支持异地重建，对符合环保要求的畜禽养殖建设项目，加快环评审批，对确需关闭的养殖场户，给予合理过渡期，严禁采

取“一律关停”等简单做法。

养殖用地方面，生猪养殖用地按农用地管理，不需办理建设用地审批手续，在不占用永久基本农田前提下，合理安排生猪养殖用地空间，允许生猪养殖用地使用一般耕地，作为养殖用途不需耕地占补平衡；生猪养殖圈舍、场区内通道及绿化隔离带等生产设施用地，根据养殖规模确定用地规模，增加附属设施用地规模，取消 15 亩上限规定，保障生猪养殖生产的废弃物处理等设施用地需求。

补贴补助方面，2019 年实施生猪良种补贴，补贴标准每头能繁母猪每年不超过 40 元；非洲猪瘟强制扑杀补助经费由现行按年度结算调整为每半年结算发放一次，中央和省级财政资金下达后，县市要在三个月内将补助资金给付到位；强化省级财政的统筹作用，对非洲猪瘟防控经费保障、落实稳定生猪生产、强制扑杀补助等政策措施确有困难的县市，可降低或取消县市财政承担比例。

总体看，养殖行业环保政策整体从严，提高了企业的养殖成本，有利于行业集中度的提高。2019 年以来，各部门为应对非洲猪瘟出台了系列支持政策，有助于疫病科学防控和行业产能恢复。

五、行业内企业信用状况

中国以生猪养殖为主业的规模化养殖企业主要有温氏食品集团股份有限公司（下称“温氏股份”）、牧原食品股份有限公司（下称“牧原股份”）、江西正邦科技股份有限公司（下称“正邦科技”）、天邦食品股份有限公司（下称“天邦股份”）等。上述企业全部为民营企业、上市公司；总部位于广东、河南、江西、浙江等生猪养殖大省或消费大省。养殖模式方面，除牧原股份为“自繁自养”外，其余企业均以“公司+农户”及其变种为主。

1. 债券发行及兑付

2019 年，宏观去杠杆、稳杠杆政策未有放松，民营企业再融资压力凸显，生猪养殖行业主要企业均为民营性质，再融资亦受到一定影响；上述企业信用等级未发生变化。

新发行方面，2019 年仅有头部两家温氏股份和牧原股份有新债券发行，正

邦科技及天邦股份未有新债券发行。其中，温氏股份发行一期 5 年期公司债，牧原股份发行一期 3 年期公司债，两期超短期融资券；票面利率方面，温氏股份票面利率 3.80%，远低于牧原股份。

兑付方面，2019 年仅有牧原股份有债券到期兑付，兑付期数多，总额大，以短期债券到期兑付为主。

表1 主要生猪养殖企业2019年新发债券情况（单位：亿元、%）

证券简称	发行人	发行总额	起息日	到期日/回售日	票面利率	最新主体评级
19 温氏 01	温氏股份	5.00	2019-09-06	2024-09-06	3.80	AAA/稳定
19 牧原 01	牧原股份	8.00	2019-01-22	2022-01-22	7.00	AA+/稳定
19 牧原 SCP001		3.00	2019-06-06	2020-03-02	6.00	
19 牧原 SCP002		5.00	2019-10-31	2020-07-27	5.50	

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表2 主要生猪养殖企业2019年债券兑付情况（单位：亿元）

证券简称	发行人	发行总额	起息日	到期日/回售日	最新主体评级
18 牧原 SCP003	牧原股份	5.00	2018-07-27	2019-04-23	AA+/稳定
18 牧原 SCP004		6.00	2018-08-13	2019-05-10	
18 牧原 SCP005		5.00	2018-10-12	2019-07-09	
18 牧原 SCP006		5.00	2018-11-14	2019-08-11	
16 牧原 MTN001		10.00	2016-08-19	2019-08-19	
18 牧原 SCP007		5.00	2018-12-18	2019-09-14	

资料来源：联合资信根据公开资料整理

表3 截至2019年底，主要生猪养殖企业存续债券情况（单位：亿元、%）

证券简称	发行人	发行总额	起息日	到期日/回售日	票面利率	最新主体评级
17 温氏 01	温氏股份	5.00	2017-03-20	2022-03-20	4.60	AAA/稳定
17 温氏 02		20.00	2017-07-04	2022-07-04	4.87	
19 温氏 01		5.00	2019-09-06	2024-09-06	3.80	
17 牧原 MTN001	牧原股份	4.00	2017-04-21	2020-04-21	5.50	AA+/稳定

18 牧原 MTN001		10.00	2018-08-17	2021-08-17	7.00	
19 牧原 SCP001		3.00	2019-06-06	2020-03-02	6.00	
19 牧原 SCP002		5.00	2019-10-31	2020-07-27	5.50	
19 牧原 01		8.00	2019-01-22	2022-01-22	7.00	
17 正邦 01	正邦科技	5.30	2017-11-17	2022-11-17	5.60	AA/稳定

资料来源：联合资信根据公开资料整理

总体看，2019 年行业内企业发行债券难度增加，特别是“自繁自养”养殖模式的牧原股份，其资产较重，产能扩张依赖负债驱动，2019 年新发债券总额 16 亿元，兑付债券总额 36 亿元，直接融资净流出额较大，且发行债券以超短为主，与资产结构不匹配。行业绝对龙头温氏股份新发行额度小，其 5 年期公司债票面利率仅为 3.80%，明显低于 AA+信用等级的牧原股份融资成本。

2. 行业内企业运营情况

考虑到企业半年报披露信息较季报更为详细，下文主要分析上市生猪养殖企业 2019 年上半年经营及财务状况。

表4 主要上市生猪养殖企业2019年上半年财务状况（单位：亿元、%、万头）

项目	温氏股份	牧原股份	正邦科技	天邦股份
最新主体信用等级	AAA/稳定	AA+/稳定	AA/稳定	--
资产总额	534.86	312.96	230.79	60.21
所有者权益	349.64	134.54	75.05	20.30
现金类资产	36.16	21.44	21.92	7.59
营业收入（当期/上期）	304.35/253.17	71.60/55.13	113.77/122.22	29.41/18.62
利润总额（当期/上期）	17.04/10.42	-1.54/-0.79	-2.30/-2.12	-3.65/0.95
经营活动现金流量净额（当期/上期）	28.05/4.34	14.11/-1.82	0.34/-4.10	0.88/-0.72
生猪养殖业务毛利率（当期/上期）	6.70/3.18	4.34/6.32	2.20/-5.68	-2.63/7.24
EBITDA	32.76	9.59	4.78	-0.99
资产负债率（当期/上期）	34.63/32.15	47.59/53.70	67.48/65.96	66.28/49.95
全部债务资本化比率（当期/上期）	20.24/15.05	47.01/48.12	57.54/58.16	50.05/36.29
全部债务	88.72	119.36	101.72	20.34
短期债务	39.01	92.97	66.33	20.25

长期债务	49.71	26.39	35.39	0.09
流动比率	158.61	58.40	72.84	57.69
2019 年上半年出栏量（当期/上期）	1177.40/1035.64	581.50/474.40	309.36/248.18	151.74/89.78

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2018 年生猪养殖行业整体在周期性低谷运行，特别是 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情爆发，并逐渐蔓延至全国所有省市，抗风险能力弱的散户加速退出，规模化养殖竞争优势凸显，上述企业出栏规模总体保持增长态势，行业集中度进一步提高。2019 年上半年，随着市场供给缺口逐渐显现，生猪价格从二季度起出现逐步上涨趋势，上述企业继续发挥规模化养殖优势，出栏量均实现同比增长；收入方面，除正邦科技因饲料业务收缩导致收入下降外，其余企业收入均同比增长；利润方面，行业龙头温氏股份因其较高的养殖效率和较低的财务杠杆，同比实现增长，其余企业受行业周期影响明显，同比持平或亏损；毛利率方面，由于各企业所处地域不同，受疫情影响程度以及生猪出栏价格有所差异，生猪养殖业务的毛利率相较上年同期出现不同程度的变化；现金流方面，上述企业经营活动现金流净额均得到明显改善；有息债务方面，2019 年上半年，上述企业有息债务规模总体增长，除当期兑付多期债券的牧原股份外，其余企业财务杠杆均不同程度提升，特别是处于行业三四名的正邦科技和天邦股份杠杆水平提升较快。

表5 主要生猪养殖企业近年来生猪头均盈利情况

公司	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
温氏股份	出栏量（万头）	1535	1713	1904	2230	1177.40
	生猪养殖业务贡献业绩（亿元）	50	125	68	22	4.84
	头均盈利（元）	326	730	357	99	41.10
牧原股份	出栏量（万头）	192	311	724	1101	581.50
	生猪养殖业务贡献业绩（亿元）	6	23	24	5	-3.78
	头均盈利（元）	310	740	328	42	-65.05
正邦科技	出栏量（万头）	158	226	342	554	309.36
	生猪养殖业务贡献业绩（亿元）	1	9	4	-1	-0.48
	头均盈利（元）	76	397	102	-13	-15.52

天邦股份	出栏量（万头）	42	58	101	217	151.74
	生猪养殖业务贡献业绩（亿元）	0	3	2	-2	-2.29
	头均盈利（元）	-48	431	158	-101	-150.80

资料来源：联合资信根据公开信息整理

注：生猪养殖业务贡献业绩=生猪养殖业务毛利润-期间费用总额*生猪养殖业务收入占营业收入的比重

在上一轮猪周期中，温氏股份、牧原股份、正邦科技和天邦股份生猪养殖业务的头均盈利情况均在经历了 2015—2016 年的大幅上升并在 2016 年达到最高点之后于 2017—2018 年快速下滑，四年平均值分别为 378 元、355 元、141 元和 110 元；出栏量方面，上述企业近年来均持续快速增长，2018 年出栏量分别为 2230 万头、1101 万头、554 万头和 217 万头。行业前两大巨头温氏股份和牧原股份在出栏量和头均盈利方面均领先优势明显，充分体现了规模化竞争优势和强者恒强的行业竞争格局。

从 2019 年三季报来看，受益于第二季度的生猪价格回升，上述企业前三季度营业收入均同比增长。其中温氏股份营业收入 483.08 亿元，同比增长 18.29%，利润总额 66.48 亿元，同比增长 110.45%；牧原股份、正邦科技和天邦股份均在第三季度扭亏为盈，前三季度利润总额分别为 14.42 亿元、0.95 亿元和 0.44 亿元。

六、行业信用展望

受前期行业低谷叠加非洲猪瘟影响，生猪养殖行业经历了一轮明显的产能去化，散户加速退出，行业集中度提高；上游饲料原材料价格波动，不确定性因素较多，难以准确估计未来走势，加大了行业成本控制压力；行业环保压力依然较大，面临突出的疫病风险。2019 年二季度以来，生猪价格快速上升至历史最高点，行业景气度大幅提升，行业内企业经营业绩明显向好。

近年来，能繁母猪和生猪存栏量持续下降，加之非洲猪瘟影响，行业整体产能修复较为缓慢，短期看国内生猪供给紧平衡的状况可能会持续存在，预计生猪价格 2020 年前三季度或仍将处于高位。头部养殖企业发挥在防疫体系、养殖效率、成本控制等方面的优势，出栏量持续快速提升，未来一年盈利水平大概率将

大幅提升。

2019 年，外部融资环境的改变，使得民营企业再融资难度加大，加之本轮周期低谷和非洲猪瘟的洗礼，行业内企业信用资质出现明显分化，头部企业强者恒强，低部企业经营压力和信用风险上升。生猪养殖产业链上下游有延伸、现金类资产储备充足、养殖效率高、财务杠杆较低的企业较为稳健；非主业投资激进、现金类资产储备不足、扩产困难、财务杠杆高、债务期限与投资回报期限不匹配的企业面临较大的信用风险。此外，需持续关注企业产能释放预期兑现、政府价格调控、疫病防控等因素。