

农林牧渔

生猪养殖股价与行业景气度变化的历史回溯

分析师：陈奇

电话：021-20315189

邮件：chenqi@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740514070005

分析师：潘振亚

电话：021-20315125

邮件：panzy@r.qlzq.com.cn

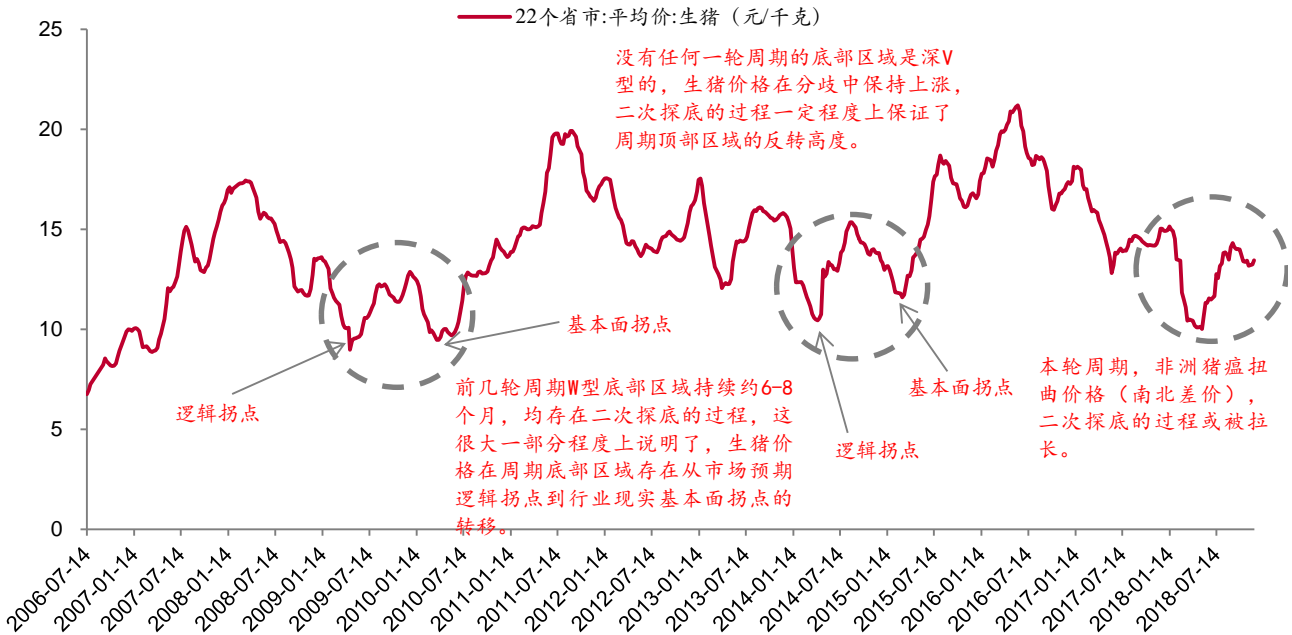
执业证书编号：S0740518100002

投资要点

前几轮周期，猪价的底部区域都是W型的，均存在二次探底的过程

- **从逻辑拐点到基本面拐点：**回顾前几轮周期，在生猪价格的不断演绎中，其每一轮周期的底部区域都是W型的，均存在二次探底的过程。这很大一部分程度上说明了，**生猪价格在周期底部区域存在从市场预期逻辑拐点到行业现实基本面拐点的转移**，无论周期如何轮回，对后市价格预期的判断中人性是不变的，养殖主体的决策依旧是滞后的。可以看到，没有任何一轮周期的底部区域是深V型的，生猪价格在分歧中保持上涨，二次探底的过程一定程度上保证了周期顶部区域的反转高度。
- **本轮周期，非洲猪瘟扭曲价格，但未来依然存在二次探底可能：**前几轮周期W型底部区域一般持续6-8个月，而后开始生猪价格反转的上行过程。反观本轮周期，其实在非洲猪瘟爆发前，生猪价格在5-7月已经出现了较为明显的反弹，而后8月发现的非洲猪瘟疫情扭曲了市场与价格（跨省禁运、南北差价），使得全国生猪均价维持在一个相对较高的反弹高点，但未来依然存在二次探底可能，表现出与前几轮周期一致的W型底部区域。而且在当前“非洲猪瘟下严格的跨省禁运（产能延时淘汰），仔猪刚刚步入亏损期（2018年8月），以及南方地区当前后备母猪补栏热情依旧高涨”的现状下，按照上一轮周期仔猪亏损要持续12个月左右、后备母猪价格要探到相对底部区域行业产能才能深度去化的规律，我们认为本轮周期全国生猪价格最早也要到2019年下半年才能上行回升。

图1：前几轮周期，猪价的底部区域都是W型的，均存在二次探底的过程

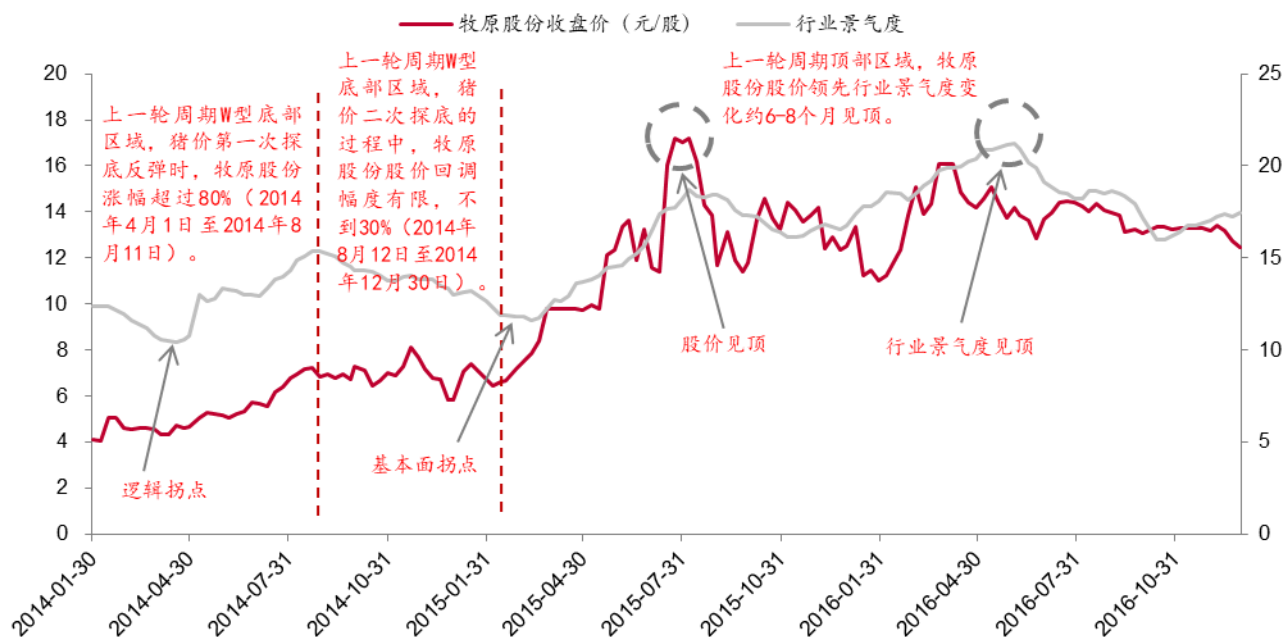


来源：Wind，中泰证券研究所

上一轮周期，猪价二次探底的过程中，牧原股份股价回调幅度有限

- A 股生猪养殖板块，我们选取牧原股份进行生猪养殖股价与行业景气度变化的历史回溯（温氏股份上市较晚，缺少股价历史数据；正邦科技饲料业务体量较大，且 2014 年 11 月 21 日至 2015 年 2 月 27 日处于停牌状态；天邦股份前几轮周期养殖体量较小），行业景气度我们以 22 个省市:平均价:生猪（元/千克）为代理变量，时间区间选取 2014-2016 年。

图 2: 上一轮周期 W 型底部区域，猪价二次探底的过程中，牧原股份股价回调有限



来源：Wind，（行业景气度以 22 个省市:平均价:生猪（元/千克）为代理变量），中泰证券研究所

- 逻辑拐点带来的市场预期变化，基本对应了股价启动的时点：上一轮周期 W 型底部区域，猪价第一次探底反弹时，牧原股份涨幅超过 80%（2014 年 4 月 1 日至 2014 年 8 月 11 日）。
- 基本面拐点来临，猪价二次探底过程中，由于市场对行业反转的预期进一步增强，虽然猪价再一次见底，但股价回调有限：上一轮周期 W 型底部区域，猪价二次探底的过程中，牧原股份股价回调幅度有限，不到 30%（2014 年 8 月 12 日至 2014 年 12 月 30 日）。
- 股价领先行业景气度变化 6-8 个月见顶：上一轮周期顶部区域，牧原股份股价领先行业景气度变化约 6-8 个月见顶。
- 本轮周期，我们对 2019 年上半年生猪价格的表现不是特别乐观，存在一定调整风险，但对于生猪养殖股票而言，逻辑拐点已于 2018 年年内见到，就算未来存在猪价二次探底的过程，股价回调幅度也可能有限。这也进一步解释了近期生猪养殖股票大幅反弹的原因，本质上是逻辑拐点带来的市场预期变化。

中泰农业重点上市公司估值表

图表 3: 2018 年中泰农业重点上市公司估值表

中泰农业重点公司估值表								
股票代码	股票名称	归属子行业	2018/12/8	2017EPS (元)	2018EPS (元)	2017PE (倍)	2018PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	26.28	1.27	0.67	17.80	30.80	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	29.62	1.13	0.83	22.30	30.60	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	5.51	0.23	0.09	18.10	45.40	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	16.20	0.64	0.94	25.31	17.23	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	17.00	0.45	0.87	37.78	19.54	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	12.18	0.44	0.73	27.68	16.68	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	14.79	0.47	0.78	31.47	18.96	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	23.34	0.76	1.00	30.71	23.34	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	3.54	0.30	0.36	11.80	9.83	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	7.67	0.57	0.68	13.46	11.28	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	8.64	0.18	0.26	48.00	33.23	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.40	0.49	0.46	8.98	9.57	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	5.73	0.65	0.47	8.82	12.19	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	7.31	0.54	0.57	13.54	12.82	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	5.05	0.51	0.40	9.90	12.63	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	9.38	0.88	0.65	10.66	14.43	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	13.39	0.81	0.68	16.53	19.69	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	13.53	0.18	0.23	75.17	58.83	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	7.36	0.26	0.37	28.31	19.89	增持
000998.SZ	隆平高科	种植业	14.66	0.61	0.88	24.03	16.66	买入
002041.SZ	登海种业	种植业	5.84	0.19	0.26	30.74	22.46	增持
600598.SH	北大荒	种植业	8.69	0.44	0.47	19.75	18.49	增持
600201.SH	生物股份	动物保健 II	18.13	0.97	1.20	18.69	15.11	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	10.88	0.93	1.18	11.70	9.22	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	4.20	0.78	0.40	5.38	10.50	增持
002470.SZ	金正大	化学制品	6.22	0.57	0.37	10.91	16.81	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	9.27	0.97	0.65	9.56	14.26	买入

来源：中泰证券研究所

中泰农业——重要农业数据监测器
图表 4: 重要农业数据汇总

类别		数据名称	上月数值	最新数值	环比 (%)	单位
CPI		全国当月同比CPI	2.10	2.50	▲19.05%	%
USDA产量预测		全球玉米产量预测	1,053,758	1,065,114	▲0.49%	千吨
		全球大豆产量预测	345,965	348,038	▲0.01%	千吨
		全球小麦产量预测	751,357	753,090	▲0.24%	千吨
		全球大米产量预测	480,134	481,143	▲0.04%	千吨
生猪存栏数据		生猪存栏	32501	32534	▲0.10%	万头
		能繁母猪存栏	3136	3098	▼-1.21%	万头
牧原销售数据		上月生猪销售数量	100.20	92.3	▼-7.88%	万头
		上月商品猪销售单价	12.11	11.24	▼-7.18%	元/公斤
祖代鸡		引种数量	6225	3036.00	▼-51.23%	千克
饲料加工行业财务数据		全行业营业收入	1033.40	1033.40	▲0.00%	亿元
		全行业平均毛利率	9.13	9.68	▲0.18%	%
类别		数据名称	上周数值	最新数值	环比 (%)	单位
人民币汇率		美元兑人民币即期汇率	6.944	6.880	▼-0.92%	人民币/美元
原油价格		布伦特原油价格	58.71	61.67	▲5.04%	美元/桶
		CBOT玉米主力合约	375.75	375.75	▲0.00%	美分/蒲式耳
玉米		大连玉米主力合约	1953	1869	▼-4.30%	元/吨
		玉米国内现货价	1975.75	1968	▼-0.39%	元/吨
		玉米国内现货与到港价价差	-147.82	-153.28	▲3.69%	元/吨
大豆		CBOT大豆主力合约	894.75	916.75	▲2.46%	美分/蒲式耳
		大连大豆1号主力合约	3344	3224	▼-3.59%	元/吨
		大豆国内现货价格	3577.89	3577.89	▲0.00%	元/吨
	大豆国内现货与到港价价差	-294.75	-340.53	▲15.53%	元/吨	
小麦		CBOT小麦主力合约	515.75	531.25	▲3.01%	美分/蒲式耳
		郑州麸质小麦主力合约	2553	2582	▲1.14%	元/吨
		小麦现货价格	2491.11	2490	▼-0.04%	元/吨
大米		CBOT糙米主力合约	10.885	10.77	▼-1.06%	美元/美担
		郑州早籼稻期货价	2198	2198	▲0.00%	元/吨
		早籼稻收购价(湖南)	2320	2320	▲0.00%	元/吨
饲料		育肥猪配合饲料	3.07	3.07	▲0.00%	元/公斤
		肉鸡配合饲料	3.15	3.15	▲0.00%	元/公斤
		蛋鸡配合饲料	2.9	2.9	▲0.00%	元/公斤
		进口鱼粉	12.52	12.52	▲0.00%	元/公斤
豆粕		大连豆粕主力合约	3056	2709	▼-11.35%	元/吨
		豆粕国内现价	3269.41	3200.59	▼-2.10%	元/吨
		豆粕国际价格	349.3	331.7	▼-5.04%	美元/吨
氨基酸		国产苏氨酸	7.70	7.7	▲0.00%	元/公斤
		国产赖氨酸	8.25	8.20	▼-0.61%	元/公斤
维生素		国产维生素A	485	525	▲8.25%	元/千克
		国产维生素E	41	41	▲0.00%	元/千克
		维生素B1	207.5	207.5	▲0.00%	元/千克
糖		NYBOT食糖主力合约	12.84	12.87	▲0.23%	美分/磅
		郑州白糖主力合约	4937	4925	▼-0.24%	元/吨
		南宁糖现货	5220	5270	▲0.96%	元/吨
		国内现货与巴西糖进口价差	1846	1957	▲6.01%	元/吨
棉花		郑州棉花主力合约	15090	15165	▲0.50%	元/吨
		纽约ICE棉花期货价格	78.29	78.29	▲0.00%	美分/磅
		棉花现货平均价	15503.85	15483.85	▼-0.13%	美分/磅
大宗猪肉		CME瘦肉猪主力合约	83.80	80.85	▼-3.52%	美分/磅
		北京新发地猪肉	23.5	24.2	▲2.98%	元/公斤
猪价		瘦肉型生猪	12.52	12.37	▼-1.20%	元/公斤
		猪肉	19.00	0.00	▼100.00%	元/公斤
		三元仔猪	22.51	0.00	▼100.00%	元/公斤
		母猪	1600	0	▼100.00%	元/头
自繁自养养殖盈利		头猪盈利	80.53	110.05	▲36.66%	元/头
鸡肉		白条鸡	15.00	14.80	▼-1.33%	元/公斤
		鸡蛋	8.08	8.3	▲2.72%	元/公斤
鸡苗		山东地区毛鸡价格	4.955	4.95	▼-0.10%	元/斤
		烟台地区鸡苗价格	8.5	7.25	▼-14.71%	元/羽
鸭苗		鸭苗价格	6.40	6.50	▲1.56%	元/羽
淡水产品		鲤鱼	13	13	▲0.00%	元/公斤
		鲫鱼	14	14	▲0.00%	元/公斤
		草鱼	19	19	▲0.00%	元/公斤
海产品		海参	200	200	▲0.00%	元/公斤
		鲍鱼	140	140	▲0.00%	元/公斤
		扇贝	10	10	▲0.00%	元/公斤
橙汁		NYBOT橙汁	143.95	143.1	▼-0.59%	美分/磅
天胶		TCE橡胶	139.2	140.9	▲1.22%	日元/公斤
菜油		郑州菜籽油主力合约	6048	6048	▲0.00%	元/吨

来源: 中泰证券研究所

畜禽链：猪平鸡涨 市场利好

价格：猪价持续平稳震荡

1、猪价：12月（总第50周），瘦肉型猪跌至12.37元/公斤（-1.20%），仔猪涨至22.3元/公斤（+1.73%），头猪盈利涨至110.5元/头（+36.66%）。

图表5：本周猪价涨至13.46元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表6：本周自繁自养头猪盈利涨至110.50元/头



来源：中泰证券研究所

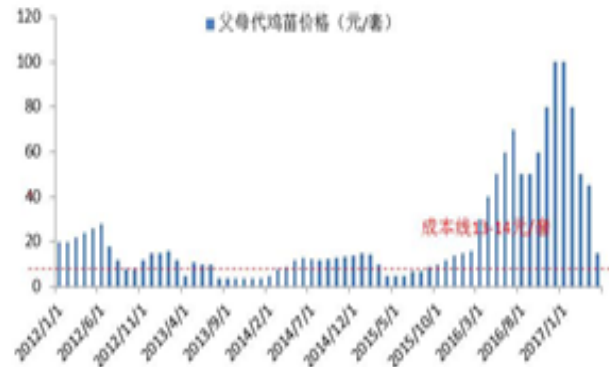
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格跌至7.03元/羽（-16.12%），山东鸭苗价涨至6.5元/羽（+1.56%）；山东毛鸡平均收购价跌至4.95元/斤（-0.10%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价跌至14.8元/公斤（-1.33%）。

图表7：山东毛鸡价格跌至4.95元/斤

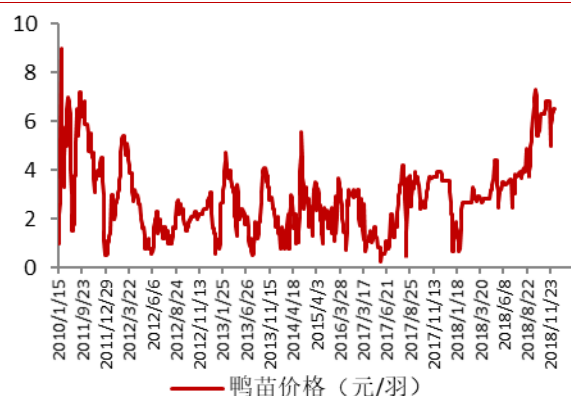


来源：中泰证券研究所

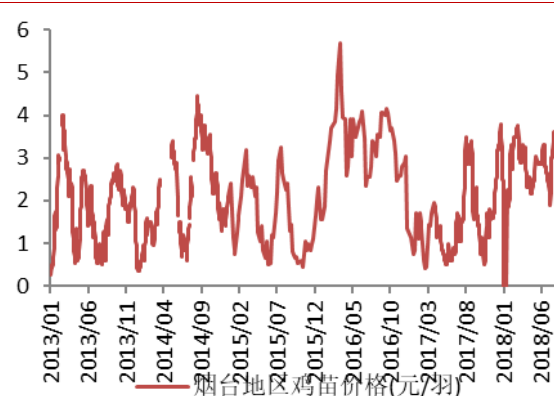
图表8：父母代鸡苗均价维持在27元/套



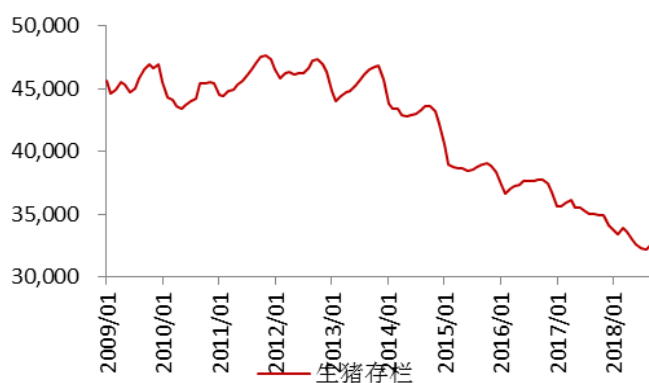
来源：中泰证券研究所

图表 9: 鸭苗价格涨至 6.5 元/羽


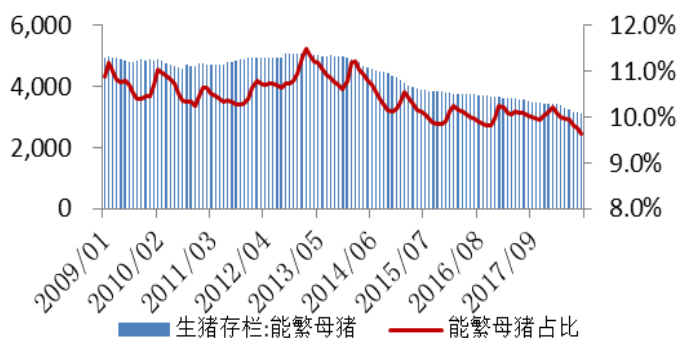
来源：中泰证券研究所

图表 10: 鸡苗平均收购价跌至 7.03 元/羽


来源：中泰证券研究所

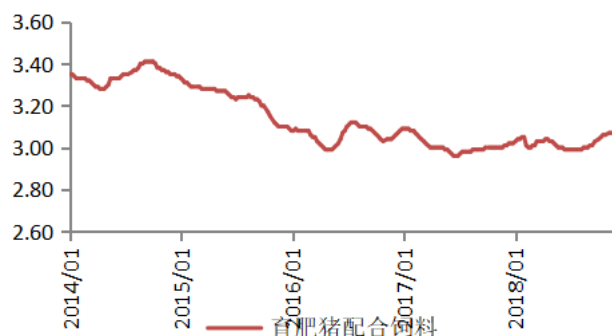
存栏：10 月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降
3、存栏：10 月底，生猪存栏涨至 32534 万头 (+0.102%)；能繁母猪存栏跌至 3098 万头 (-1.212%)。
图表 11: 10 月底生猪存栏涨至 32534 万头


来源：中泰证券研究所

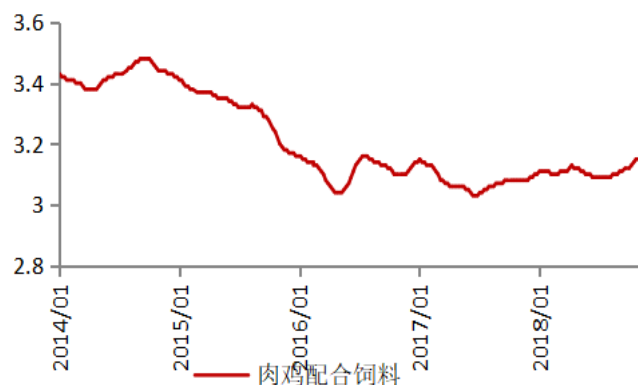
图表 12: 10 月能繁母猪跌至 3098 万头


来源：中泰证券研究所

饲料：各类饲料价格总体稳定
4、饲料：农业部监测数据 11 月（总第 50 周），育肥猪配合料维持 3.07 元/公斤，肉鸡配合料维持 3.15 元/公斤，蛋鸡配合饲料维持 2.90 元/公斤；进口鱼粉价格维持 12.5 元/公斤。

图表 13: 育肥猪配合料维持 3.07 元/公斤


来源：中泰证券研究所

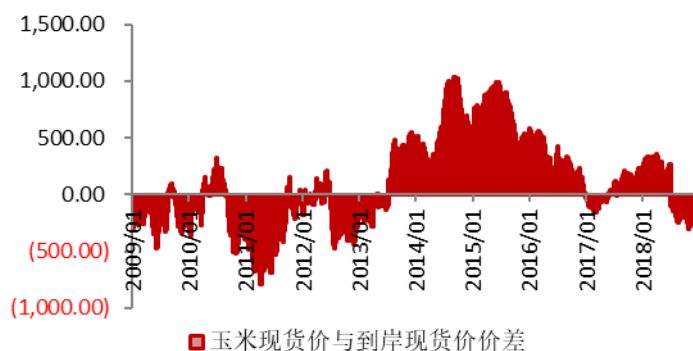
图表 14: 肉鸡配合饲料价格维持 3.15 元/公斤


来源：中泰证券研究所

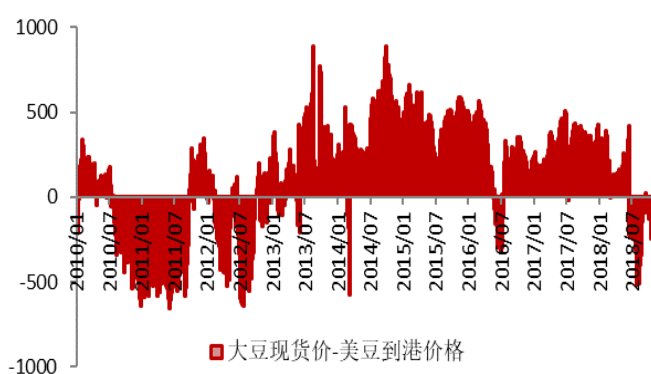
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格跌至 1968 元/吨 (-0.39%)，大豆价格维持 3577.89 元/吨，小麦价格跌至 2491.11 元/吨 (+0.58%)，早籼稻（长沙）维持 2320 元/吨。

6、国内期货：玉米价格跌至 1869 元/吨 (-4.30%)，大豆价格维持 3520 元/吨，小麦价格跌至 2646 元/吨 (+0.95%)。

图表 15: 国内现货与玉米到岸价差-153.28 元/吨


来源：中泰证券研究所

图表 16: 国内现货价与美豆到港价差-340.53 元/吨


来源：中泰证券研究所

图表 17: 玉米国内现货均价跌至 1968 元/吨


来源：中泰证券研究所

图表 18: 大连黄大豆 2 号维持 3520 元/吨


来源：中泰证券研究所

7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 375.75 美分/蒲式耳、916.75 美分/蒲式耳 (+2.46%)、531.25 美分/蒲式耳 (+3.01%)；美糙米价格跌至 10.77 美元/英担 (-1.06%)。

图表 19: 美玉米维持 375.75 美分/蒲式耳



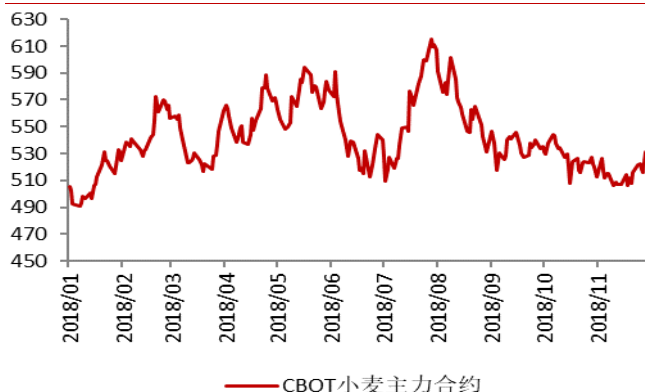
来源：中泰证券研究所

图表 20: 美大豆涨跌至 916.75 美分/蒲式耳



来源：中泰证券研究所

图表 21: 美小麦涨至 531.25 美分/蒲式耳



来源：中泰证券研究所

图表 22: 美糙米跌至 10.77 美元/英担



来源：中泰证券研究所

8、糖：NYBOT 食糖主力合约涨至 12.87 美分/磅 (+0.23%)；南宁糖现货涨至 5270 元/吨 (+0.96%)；郑州白糖跌至 4925 元/吨 (-0.24%)。

图表 23: 南宁糖现货价涨至 5270 元/吨



来源：中泰证券研究所

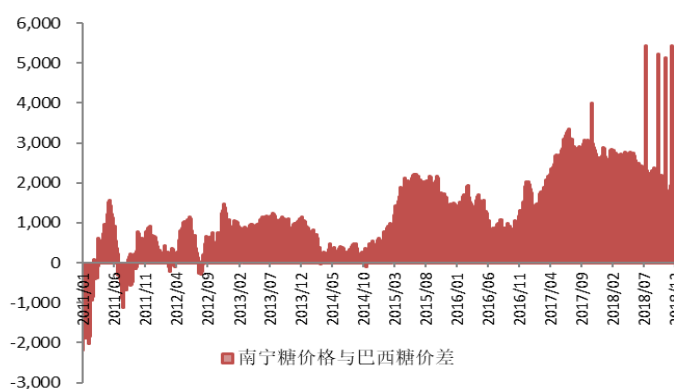
图表 24: NYBOT 食糖主力涨至 12.87 美分/磅



来源：中泰证券研究所

图表 25: 郑州白糖主力合约跌至 4925 元/吨


来源：中泰证券研究所

图表 26: 内外白糖价差 1957 元/吨 (配额内)


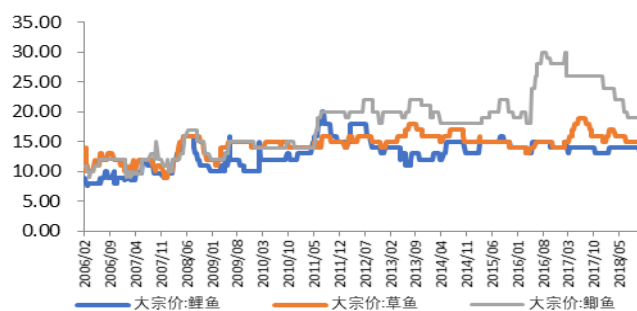
来源：中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

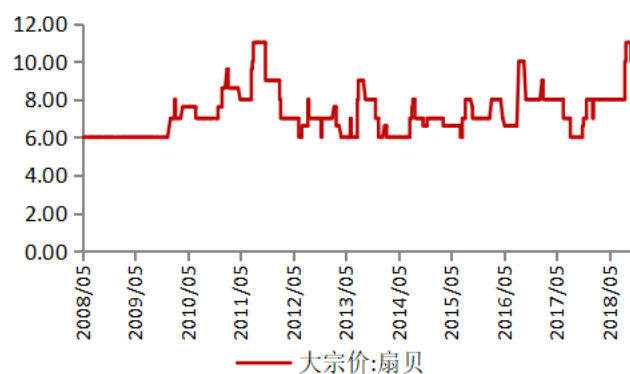
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 200 元/公斤，扇贝价格维持 10 元/公斤，鲍鱼价格维持 140 元/公斤；鲤鱼价格维持 13 元/公斤，草鱼价格维持 14 元/公斤，鲫鱼价格维持 19 元/公斤。

图表 27: 本周海参价格维持 200 元/公斤

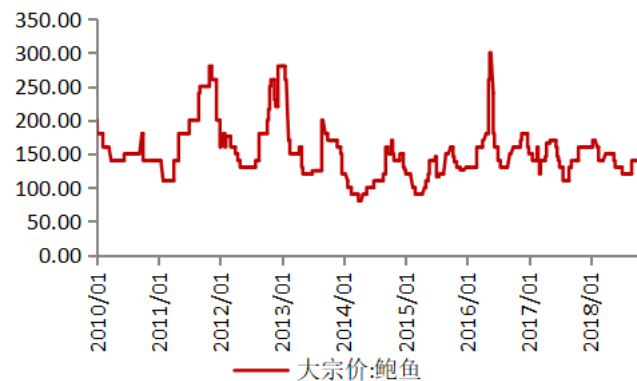

来源：中泰证券研究所

图表 28: 本周淡水鱼价格行情


来源：中泰证券研究所

图表 29: 威海扇贝价格维持 10 元/公斤


来源：中泰证券研究所

图表 30: 本周威海鲍鱼价格维持 140 元/公斤


来源：中泰证券研究所

风险提示： 农业政策落地不达预期；猪价、鸡价走势不达预期。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。