

## 农林牧渔

## 写在近日生猪价格再次快速上涨时

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

- 本篇文章主要回答三个问题：（1）近日华南地区生猪价格连续跳涨，一周内涨幅接近2元/千克，进而带动华中、华东等地区联动上涨，全国猪价呈现出快速上涨走势，对此如何理解市场内在短逻辑的变化？（2）在近期生猪养殖股再次快速上涨的背景下，市场的预期回报是来自于资产本身，还是来自于交易？（3）当前生猪养殖股所面临的不确定性是什么，如何对其进行定价？

## 广西生猪外调受限，广东抛售结束，生猪、白条、鲜冻肉报价齐涨

- 两广地区抛售是前期压制猪价上涨的主要因素：2018年10-11月，非洲猪瘟在我国北方地区刚爆发不久，国内生猪价格显现出明显的“南北差价”，彼时北方的生猪产能由于疫情和价格因素大幅去化，但是包括广东、广西、四川等在内的南方地区由于“南北差价”的存在并未大幅降低养殖密度，甚至还增加了一批仔猪产能。所以对对应6个月之后的育肥市场，也就是2019年5月，非洲猪瘟疫情逐步由北到南传播后，未显著降低养殖密度的两广地区疫情压力突增，进行引发了5月份的大规模抛售现象，也是前期压制猪价上涨的主要因素。
- 广西生猪外调受限，广东抛售结束，行业猪源减少诱发区域联动：而当前来看，5月27日，农业农村部发布广西博白县发生一起非洲猪瘟疫情，广西生猪外调因此受限，而广东的抛售已经结束，进而导致行业猪源减少，多地出现“抢猪”现象。近日华南地区生猪价格连续跳涨，一周内涨幅接近2元/千克，进而带动华中、华东等地区联动上涨，全国猪价呈现出快速上涨走势，生猪、白条、鲜冻肉报价出现齐涨。
- 后续猪价上涨扰动因素出清，6-8月消费旺季到来：从历史数据看，年后猪肉消费一般5月后开始回升，伴随猪价同步止跌上涨。今年猪价在消费淡季涨幅已经创历史新高，预计随着本轮屠宰整顿完成、两广抛售结束以及消费的回暖，猪价有望开始加速上涨模式。非洲猪瘟下行业母猪产能持续大幅收缩已经奠定了未来猪价大幅上涨的基调，随着猪价上涨扰动因素的出清，以及6-8月消费旺季到来，猪价有望再次进入趋势性上涨阶段。

## 当前生猪养殖股投资的短逻辑是博弈“周期反转高度与持续时间超往轮”，目前行情处于“产能收缩→价格兑现”的时期

- 当前生猪养殖股投资的内在短逻辑依旧是博弈“周期反转高度与持续时间超往轮”，但股价上涨需要依靠基本面的部分兑现驱动，具体再细分来看，目前生猪养殖股行情处于“产能收缩→价格兑现”的时期，即：市场向行业要价格的时期，消灭价格上的分歧，这个时期更多考量的是生猪养殖行业周期性逻辑（价格持续超预期兑现，引申出市场对本轮周期价格高度与持续时间的新预期）。
- 而在价格超预期兑现之后，市场将步入“价格新高→利润兑现”时期，即：市场向行业要利润的时期，消灭价格到利润的兑现程度的分歧，这个时期更多考量的是个股公司成长性逻辑（出栏量、完全成本的兑现）。

## 当前市场对生猪养殖股的预期回报依旧还是来自于资产本身，而不是来自于交易

- 对于投资策略，传统上说大体上可以分为两种定价的思路和方法：基于资产本身定价的方法以及基于交易的方法。基于交易的定价方法很简单，其关注的核心点是交易对手到底会出什么样的价格去买这个产品，或者卖这个产品。在资产领域里面也是同样的逻辑，这个资产是涨还是跌，核心关注点是资产的需求与供给，从而决定资产价格的涨与跌，价格的核心来自于交易和交易对手，来自于供给和需求，这是一种经典的基于交易的逻辑对资产价格定价的思路，典型的投机性的策略包括“盛世古董、乱世黄金”；而基于资产本身的定价方法，则是典型的关注资产本身的现金流的经典DCF模型，其意味着完全不能考虑交易对手，预期的全部回报必须全部来

自资产本身的盈利或者现金流，而且投资者想要获得超额回报或者更好的回报，必须要买的便宜，超额回报和低估值这两个基本上可以理解为等价的关系。

- 对于生猪养殖股而言，当前市场对生猪养殖股的预期回报是基于“非洲猪瘟下未来 2-3 年生猪价格景气高点超往轮的判断”，依旧还是来自于资产本身，而不是来自于交易。虽然目前生猪养殖股涨幅已经非常大，且 PB 角度看各大猪企估值也相对较高，但是从一个完整的生命周期来看，本轮周期的核心要义是“价格上涨，产能收缩”，生猪养殖行业当前的估值可能是非常便宜的，未来的现金流也可能会非常好。相反，市场上最危险的股票，可能恰恰是那些看起来很便宜的股票。估值特别低的股票，有可能是最大的价值陷阱，未来的现金流可能是非常差的，从完整的生命周期来看它可能是被高估的，并不是被低估的。

#### 当前生猪养殖股投资所面临的不确定性是周期反转高度与持续时间的预判，周期永远胜在最后

- 一座漂浮在水面上的冰山，我们无法看到冰山的全貌。我们能够看到的冰山越大，那么同时也说明水下我们看不到的冰山部分更大。我们看到的永远只能是冰山的一角。
- 战胜非洲猪瘟是一个长期的过程，“价格上涨，产能收缩”依旧是本轮周期生猪养殖股投资的核心要义：非洲猪瘟依旧犹如一把悬在养殖主体头上的达摩克利斯之剑，使得整个生猪养殖行业在周期反转阶段出现了一种非典型的现状：“价格上涨，产能收缩”，打破了以往传统猪价分析框架的蛛网模型。往轮周期反转阶段，生猪价格的上涨势必伴随着养殖主体的大量补栏，从而导致猪价在达到景气高点后又快速下行；而本轮周期，由于非洲猪瘟的存在，生猪价格的上涨伴随着行业能繁母猪产能的持续去化，这就或将导致本轮周期反转猪价高点与持续时间超预期。
- 所以在目前生猪价格反转依旧在途，且本轮周期反转高度和持续时间、以及个股公司出栏量和完全成本，市场仍存在较大预期差的情况下，当前生猪养殖股行情处于“产能收缩→价格兑现”的时期，即：市场向行业要价格的时期，依旧是投资生猪养殖股的最佳窗口期。

## 中泰农业重点上市公司估值表

图表 1: 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	2019/6/1	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	39.40	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	63.35	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	20.56	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	22.77	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	27.84	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	30.63	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	17.67	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	32.02	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	6.22	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	13.93	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	15.56	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.55	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	14.80	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	20.60	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	10.14	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	15.40	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	12.80	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	13.65	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	12.84	0.49	0.63	26.20	20.38	增持
000998.SZ	隆平高科	种植业	15.00	0.65	0.71	23.08	21.13	买入
002041.SZ	登海种业	种植业	9.74	0.12	0.16	81.17	60.88	增持
600598.SH	北大荒	种植业	10.76	0.61	0.72	17.64	14.94	增持
600201.SH	生物股份	动物保健 II	14.77	0.69	0.85	21.41	17.38	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	12.90	0.73	0.82	17.67	15.73	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	4.94	0.78	0.40	6.33	12.35	增持
002470.SZ	金正大	化学制品	4.11	0.27	0.33	15.22	12.45	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	10.61	0.76	0.89	13.96	11.92	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 2: 重要农业数据汇总

中泰证券农牧渔行业周报数据汇总						
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	27421	153.1	▼99.44%	万头	
	能繁母猪存栏	2675	2608	▼2.50%	万头	
牧原销售数据	上月生猪销售数量	100.20	153.1	▲52.79%	万头	
	上月商品猪销售单价	12.11	13.68	▲12.96%	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	6.905	6.902	▼-0.04%	人民币/美元	
原油价格	布伦特原油价格	68.69	64.49	▼-6.11%	美元/桶	
玉米	CBOT玉米主力合约	404.25	427	▲5.63%	美分/蒲式耳	
	大连玉米主力合约	1960	1939	▼-1.07%	元/吨	
	玉米国内现货价	1970	1975.83	▲0.30%	元/吨	
	玉米国内现货与到港价差	-116.85	-150.91	▲29.15%	元/吨	
大豆	CBOT大豆主力合约	829.75	877.75	▲5.78%	美分/蒲式耳	
	大连大豆1号主力合约	3528	3561	▲0.94%	元/吨	
	大豆国内现货价格	3378.42	3375.79	▼-0.08%	元/吨	
	大豆国内现货与到港价差	-244.94	-534.56	▲118.24%	元/吨	
小麦	CBOT小麦主力合约	489.5	503	▲2.76%	美分/蒲式耳	
	郑州麸质小麦主力合约	2872	2868	▼-0.14%	元/吨	
	小麦现货价格	2421.11	2410.56	▼-0.44%	元/吨	
大米	CBOT糙米主力合约	11.555	11.455	▼-0.87%	美元/英担	
	郑州早籼稻期货价	2292	2340	▲2.09%	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	2.98	2.98	▲0.00%	元/公斤	
	肉鸡配合饲料	3.08	3.09	▲0.32%	元/公斤	
	蛋鸡配合饲料	2.82	2.9	▲2.84%	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	2796	2883	▲3.11%	元/吨	
	豆粕国内现价	2868.48	3028.82	▲5.59%	元/吨	
	豆粕国际价格	349.3	327.7	▼-6.18%	美元/吨	
氨基酸	国产苏氨酸	7.95	7.95	▲0.00%	元/公斤	
	国产赖氨酸	7.35	7.35	▲0.00%	元/公斤	
维生素	国产维生素A	390	390	▲0.00%	元/千克	
	国产维生素E	50	53.5	▲7.00%	元/千克	
	维生素B1	185	185	▲0.00%	元/千克	
糖	NYBOT食糖主力合约	12.44	12.73	▲2.33%	美分/磅	
	郑州白糖主力合约	5049	5074	▲0.50%	元/吨	
	南宁糖现货	5145	5145	▲0.00%	元/吨	
	国内现货与巴西糖进口价差	5035	1637	▼67.49%	元/吨	
棉花	郑州棉花主力合约	13195	13220	▲0.19%	元/吨	
	纽约ICE棉花期货价格	68.39	68.08	▼-0.45%	美分/磅	
	棉花现货平均价	14619.23	14609.23	▼-0.07%	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	10.13	14.49	▲43.04%	元/公斤	
	猪肉	0.00	0.00	▼100.00%	元/公斤	
	三元仔猪	0.00	0.00	▼100.00%	元/公斤	
	母猪	0	0	▼100.00%	元/头	
自繁自养养殖盈利	头猪盈利	331.06	330.38	▼-0.21%	元/头	
鸡肉	白羽鸡	14.00	14.00	▲0.00%	元/公斤	
	鸡蛋	8.82	8	▼-9.30%	元/公斤	
鸡苗	山东地区毛鸡价格	5.255	4.955	▼-5.71%	元/斤	
	烟台地区鸡苗价格	9.85	8.75	▼-11.17%	元/羽	
鸭苗	鸭苗价格	5.85	3.05	▼47.86%	元/羽	
	鲤鱼	13	14	▲7.69%	元/公斤	
	鲫鱼	15	15	▲0.00%	元/公斤	
海产品	草鱼	18	18	▲0.00%	元/公斤	
	海参	156	180	▲15.38%	元/公斤	
	鲍鱼	130	148	▲13.85%	元/公斤	
	扇贝	8	8	▲0.00%	元/公斤	
橙汁	NYBOT橙汁	106.7	106.7	▲0.00%	美分/磅	
天胶	TCE橡胶	209	217.6	▲4.11%	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：猪价平稳鸡价下跌

1、猪价：5月（总第22周），瘦肉型猪跌至14.49元/公斤（-2.56%），头猪盈利跌至330.38元/头（-0.21%）。

图表3：本周猪价跌至14.49元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表4：本周自繁自养头猪盈利跌至330.38元/头



来源：中泰证券研究所

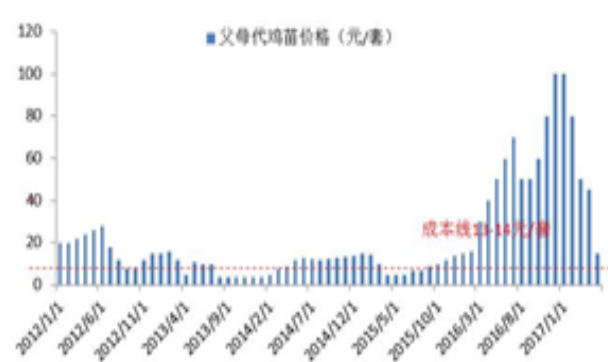
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格跌至8.18元/羽（-12.57%），山东鸭苗价格跌至3.05元/羽（-47.86%）；山东毛鸡平均收购价跌至4.96元/斤（-5.71%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价涨至14元/公斤（+5.26%）。

图表5：山东毛鸡价格跌至4.96元/斤



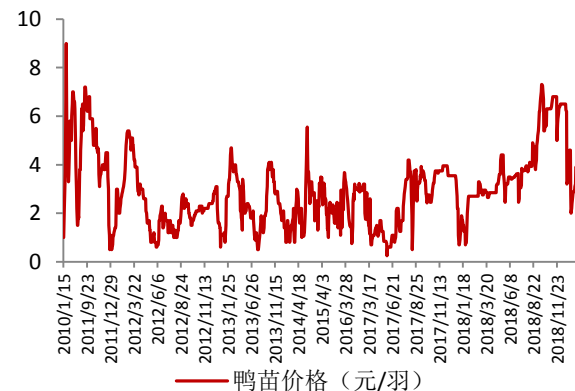
来源：中泰证券研究所

图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



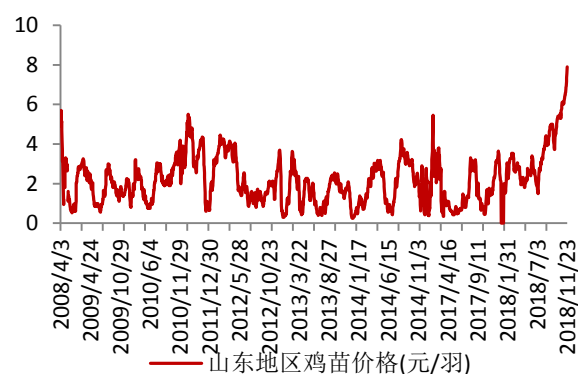
来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格跌至3.05元/羽



来源：中泰证券研究所

图表8：鸡苗平均收购价跌至8.18元/羽

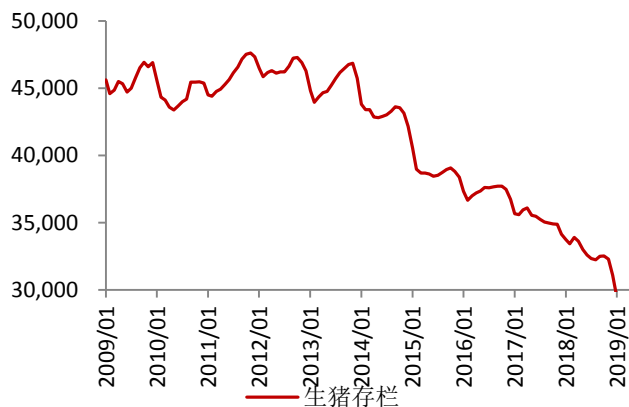


来源：中泰证券研究所

存栏：4月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

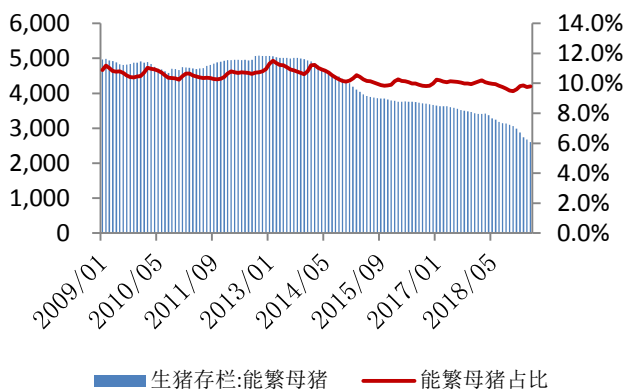
3、存栏：4月底，生猪存栏跌至26626万头（-2.90%）；能繁母猪存栏跌至2608万头（-2.51%）。

图表 9：4月底生猪存栏跌至26626万头



来源：中泰证券研究所

图表 10：4月能繁母猪跌至2608万头



来源：中泰证券研究所

饲料：各类饲料价格小幅下跌

4、饲料：农业部监测数据5月（第21周），育肥猪配合饲料价格维持2.98元/公斤（+0.00%），肉鸡配合饲料价格涨至3.09元/公斤（+0.32%），蛋鸡配合饲料维持2.82元/公斤（0.00%）；进口鱼粉价格维持12.52元/公斤（0.00%）。

图表 11：育肥猪配合料维持2.98元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表 12：肉鸡配合饲料价格涨至3.09元/公斤

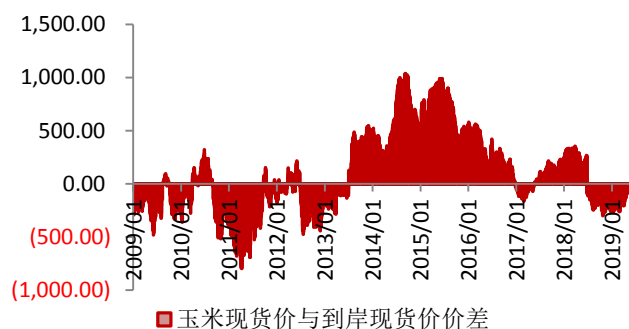


来源：中泰证券研究所

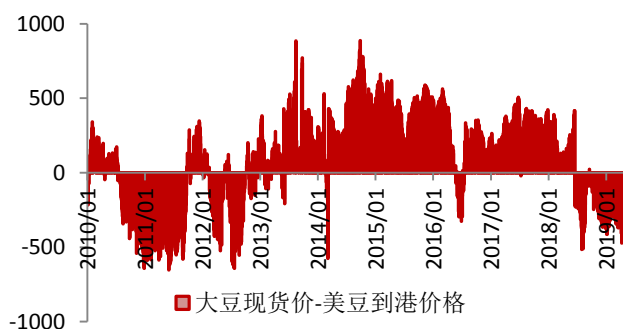
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格涨至1975.83元/吨（+0.30%），大豆价格跌至3375.79元/吨（-0.08%），小麦价格跌至2410.56元/吨（-0.44%），早籼稻（长沙）维持2320元/吨（0.00%）。

6、国内期货：玉米价格跌至1936元/吨（-1.07%），大豆价格涨至3052元/吨（+2.76%），小麦价格跌至2868元/吨（-0.14%）。

**图表 13: 国内现货与玉米到岸价差-150.91 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 14: 国内现货价与美豆到港价差-534.56 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 15: 玉米国内现货均价 1975.83 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 16: 大连黄大豆 2 号涨至 3052 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 427 美分/蒲式耳 (+5.63%)、877.75 美分/蒲式耳 (+5.78%)、503 美分/蒲式耳 (+2.76%); 美糙米价格跌至 11.46 美元/英担 (-0.87%)。

**图表 17: 美玉米涨至 427 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

**图表 18: 美大豆涨至 877.75 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

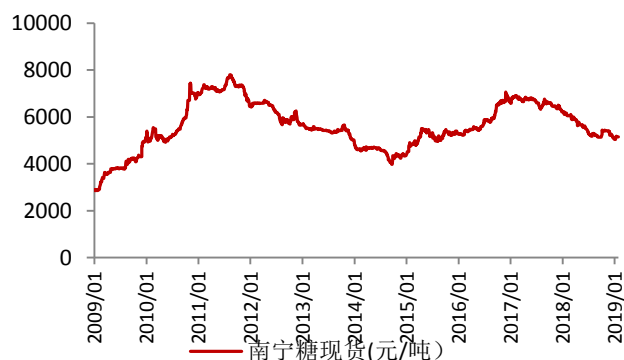
**图表 19: 美小麦涨至 503 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

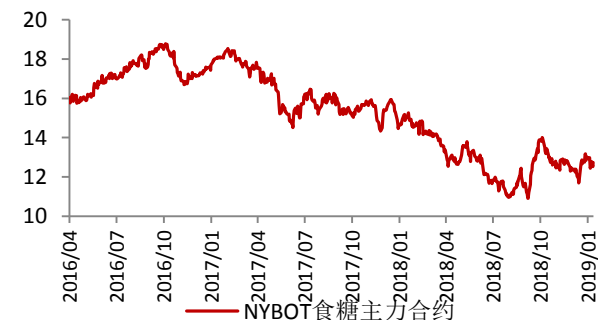
**图表 20: 美糙米跌至 11.46 美元/英担**


来源: 中泰证券研究所

**8、糖:** NYBOT 食糖主力合约维持 12.73 美分/磅 (0.00%); 南宁糖现货维持 5145 元/吨; 郑州白糖维持 5074 元/吨 (0.00%)。

**图表 21: 南宁糖现货价维持在 5145 元/吨**


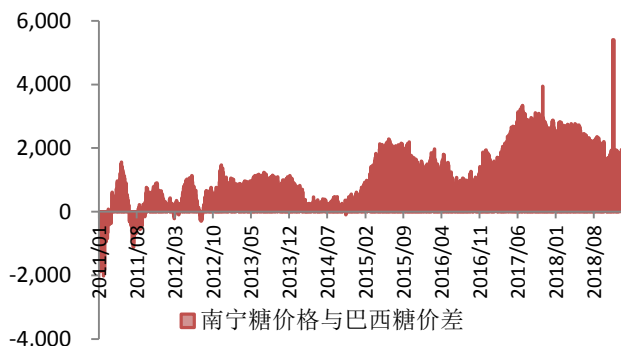
来源: 中泰证券研究所

**图表 22: NYBOT 食糖主力涨至 12.73 美分/磅**


来源: 中泰证券研究所

**图表 22: 郑州白糖主力合约涨至 5074 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 23: 内外白糖价差 1637 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

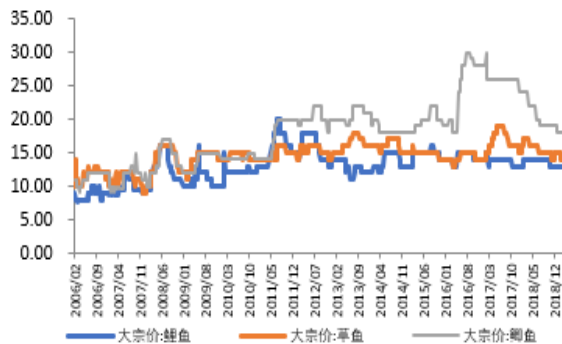
**9、水产品：**威海水产品市场海参价格涨至 180 元/公斤 (+15.39%)，鲍鱼价格涨至 148 元/公斤 (+13.85%)，扇贝价格维持 8 元/公斤 (0.00%)；鲤鱼价格涨至 14 元/公斤 (+7.70%)，草鱼价格涨至 15 元/公斤 (+7.14%)，鲫鱼价格维持 18 元/公斤 (0.00%)。

**图表 26：本周海参价格涨至 180 元/公斤**



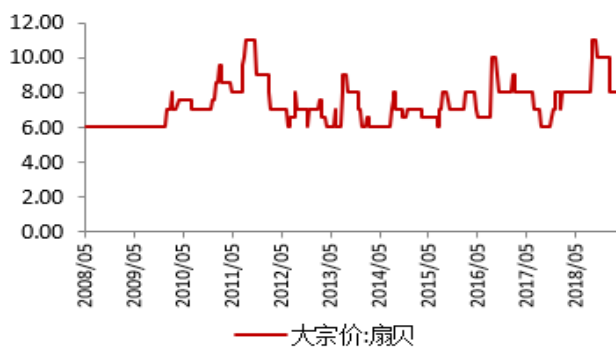
来源：中泰证券研究所

**图表 27：本周淡水鱼价格行情**



来源：中泰证券研究所

**图表 28：威海扇贝价格维持 8 元/公斤**



来源：中泰证券研究所

**图表 29：本周威海鲍鱼价格涨至 148 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。