

农林牧渔

对下半年生猪养殖股内在风险收益补偿的思考

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

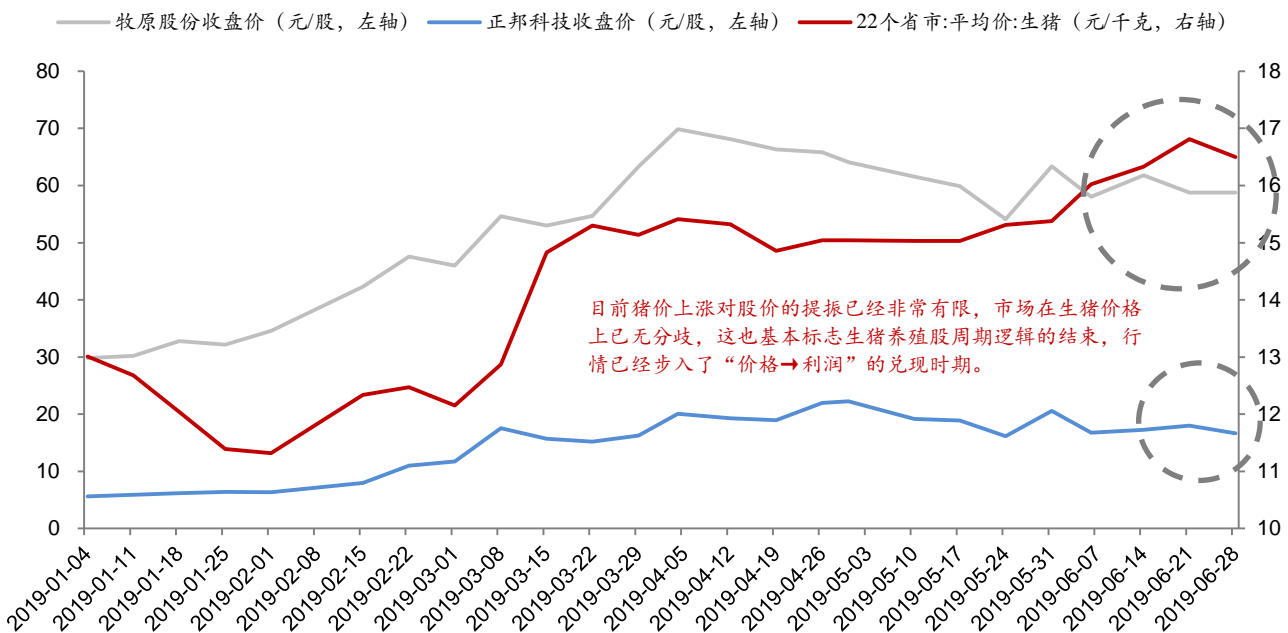
投资要点

- 本篇文章主要回答两个问题：（1）当前市场对生猪养殖股的一致预期与分歧在哪里？（2）下半年来看，当前时点生猪养殖股所隐含的风险收益补偿是否适合？

在猪价未持续创新高前，周期逻辑已经结束，当前市场在生猪价格上已无分歧

- 虽然生猪价格在6月中下旬如期大幅度上涨，但是上涨所处的价格区间符合市场预期（16-20元/千克之间），当前市场在生猪价格上已无分歧。所以目前猪价上涨对股价的提振已经非常有限，这也基本标志生猪养殖股周期逻辑的结束，行情已经步入了“价格→利润”的兑现时期。

图表 1：在猪价未持续创新高前，周期逻辑已经结束，当前市场在生猪价格上已无分歧



来源：Wind，中泰证券研究所

当前市场的主要分歧在于“价格到利润的兑现程度”，即对各家生猪养殖公司目前以及2019年底能繁母猪存栏量的预判

- 本轮周期非洲猪瘟下，生猪价格2019-2020年持续景气上行，高度超往轮是相对比较确定的，但各家生猪养殖公司今明两年的生猪出栏量市场是存在分歧的，是不确定的。所以在目前“价格新高→利润兑现”时期，特别是5月出栏数据各家生猪养殖公司均略低于预期的情况下，市场向行业要利润的过程中，其首先关注的是“生猪出栏量”的兑现。
- 而由于外购仔猪模式的存在，其成本过高，且盈利能力显著低于自产仔猪，因而2019-2020年“生猪出栏量”的兑现主要体现在各家公司目前以及2019年底的能繁母猪存栏量上，本轮周期一定是得母猪者得天下。所以目前身处猪价超往轮的周期上行阶段，具备在非洲猪瘟下持续扩张自身能繁母猪存栏规模的公司才能享受到本

轮猪周期价格与市占率上的最大红利，量增逻辑是未来股价的主要驱动力。

应该买什么样的资产，核心取决于基本面，但更重要的是，跟这个基本面相对应的隐藏回报补偿

- 应该买什么样的资产，核心取决于基本面，但更重要的是，跟这个基本面相对应的风险收益补偿，价格是最重要的，比基本面要重要很多。理论上，某些公司只要足够便宜，隐含回报率（风险收益比）只要足够高，就应该买入。尤其是当某些公司的“不好的地方”会导致它更可能被市场错误定价，隐含的风险收益补偿可能更高。
- 所以回归生猪养殖股，虽然行业周期逻辑已经结束，但是市场对各家公司 2019-2020 年“生猪出栏量”的预判上还存在较大分歧，尤其是各家生猪养殖公司 5 月出栏数据均略低于预期、以及非公开摊薄的情况下，个别二线龙头出现较大回调，股票价格已经回到了 3 月初周期逻辑刚刚启动的位置。
- 生猪价格 2019-2020 年持续景气上行、高度超往轮是相对比较确定的，但此二线龙头的股票价格已经调整回到了 3 月初的水平，仿佛周期从未来过，而截至目前其生猪业务的经营情况一切正常，当前能繁母猪存栏的扩张速度能够支撑其 2019-2020 年的出栏规划。
- 因而从隐含风险收益补偿的角度考虑，此二线龙头的“不好的地方”导致它被市场错误定价，股票价格已经调整回到了 3 月初周期逻辑刚刚启动的位置，当前时点其所隐含的风险收益补偿是很高的，风险收益比较为合适（猪价周期逻辑+量增成长逻辑）。背后的理论基础是，在一致预期的推动下，周期景气时，市场往往会错误地估计 ROE 在高点的稳定性；而周期下行时，市场又往往会错误地估计 ROE 在低点的持续性。
- 所以在目前生猪价格反转上行依旧在途，3-4 季度价格超往轮是相对比较确定的，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已经步入“价格新高→利润兑现”的时期，即：市场向行业要利润的时期，量增逻辑是下半年股价的主要驱动力，仍然是投资生猪养殖股的较好窗口期。

中泰农业重点上市公司估值表

图表 2: 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	2019/6/22	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.sz	温氏股份	畜禽养殖 II	37.30	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	58.75	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	17.98	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	19.43	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	24.99	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	26.36	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	15.48	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	29.83	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.sz	大北农	饲料 II	5.65	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	12.12	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	12.88	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.sh	厦门象屿	物流 II	4.53	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	12.29	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.sz	新希望	饲料 II	17.70	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	8.31	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	14.56	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	12.76	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	14.08	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	11.83	0.49	0.63	26.20	20.38	增持
000998.sz	隆平高科	种植业	15.65	0.65	0.71	23.08	21.13	买入
002041.sz	登海种业	种植业	10.34	0.12	0.16	81.17	60.88	增持
600598.sh	北大荒	种植业	11.21	0.61	0.72	17.64	14.94	增持
600201.sh	生物股份	动物保健 II	15.56	0.69	0.85	21.41	17.38	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	13.00	0.73	0.82	17.67	15.73	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	4.62	0.78	0.40	6.33	12.35	增持
002470.sz	金正大	化学制品	4.02	0.27	0.33	15.22	12.45	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	11.04	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 3: 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	2.70	▲ 28.57%	%	
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	26626	153.1	▼ -99.42%	万头	
	能繁母猪存栏	2608	2501	▼ -4.10%	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	13.83	▲ 14.20%	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	6.924	6.875	▼ -0.70%	人民币/美元	
原油价格	布伦特原油价格	62.01	65.2	▲ 5.14%	美元/桶	
	CBOT玉米主力合约	463.5	453.5	▼ -2.16%	美分/蒲式耳	
玉米	大连玉米主力合约	1913	1902	▼ -0.58%	元/吨	
	玉米国内现货价	1975.21	1969.17	▼ -0.31%	元/吨	
	玉米国内现货与到港价差	-274.07	-375.56	▲ 37.03%	元/吨	
大豆	CBOT大豆主力合约	923.5	927.5	▲ 0.43%	美分/蒲式耳	
	大连大豆1号主力合约	3431	3444	▲ 0.38%	元/吨	
	大豆国内现货价格	3375.79	3402.11	▲ 0.78%	元/吨	
小麦	CBOT小麦主力合约	542	530.75	▼ -2.08%	美分/蒲式耳	
	郑州麸质小麦主力合约	2848	2826	▼ -0.77%	元/吨	
	小麦现货价格	2291.11	2277.22	▼ -0.61%	元/吨	
大米	CBOT糙米主力合约	11.64	11.295	▼ -2.96%	美元/英担	
	郑州早籼稻期货价	2387	2343	▼ -1.84%	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	3.01	3.01	▲ 0.00%	元/公斤	
	肉鸡配合饲料	3.11	3.11	▲ 0.00%	元/公斤	
	蛋鸡配合饲料	2.84	2.9	▲ 2.11%	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	2852	2839	▼ -0.46%	元/吨	
	豆粕国内现价	3028.24	2978.24	▼ -1.65%	元/吨	
	豆粕国际价格	349.3	329.5	▼ -5.67%	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	392.5	392.5	▲ 0.00%	元/千克	
	国产维生素E	53.5	53.5	▲ 0.00%	元/千克	
	维生素B1	190	190	▲ 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	13240	13415	▲ 1.32%	元/吨	
	纽约ICE棉花期货价格	65.75	65.56	▼ -0.29%	美分/磅	
	棉花现货平均价	14116.92	14184.62	▲ 0.48%	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	15.87	▲ 56.66%	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	383.36	461.36	▲ 20.35%	元/头	
鸡肉	白羽鸡	13.30	13.30	▲ 0.00%	元/公斤	
	鸡蛋	8.09	7.5	▼ -7.29%	元/公斤	
鸡苗	山东地区毛鸡价格	4.355	4.165	▼ -4.36%	元/斤	
	烟台地区鸡苗价格	4.35	1.85	▼ -57.47%	元/羽	
鸭苗	鸭苗价格	3.35	1.95	▼ -41.79%	元/羽	
淡水产品	鲤鱼	14	13	▼ -7.14%	元/公斤	
	鲫鱼	15	15	▲ 0.00%	元/公斤	
	草鱼	18	18	▲ 0.00%	元/公斤	
海产品	海参	200	200	▲ 0.00%	元/公斤	
	鲍鱼	148	148	▲ 0.00%	元/公斤	
	扇贝	8	8	▲ 0.00%	元/公斤	
橙汁	NYBOT橙汁	106.3	103.3	▼ -2.82%	美分/磅	
天胶	TCE橡胶	235.6	240.1	▲ 1.91%	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

猪价：6月（总第26周），瘦肉型猪涨至16.96元/公斤（+7.61%），头猪盈利涨至545.29元/头（+18.19%）。

图表4：本周猪价涨至16.96元/公斤



来源：中泰证券研究所

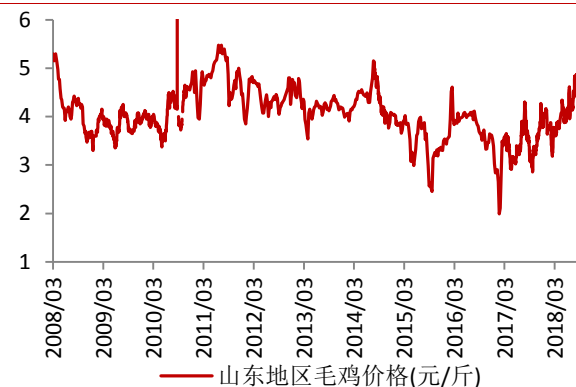
图表5：本周自繁自养头猪盈利涨至545.29元/头



来源：中泰证券研究所

2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至2.38元/羽（+28.38%），山东鸭苗价格跌至1.65（-15.38%）；山东毛鸡平均收购价跌至3.90元/斤（-7.36%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价维持13.30元/公斤（0.00%）。

图表6：山东毛鸡价格跌至3.70元/斤



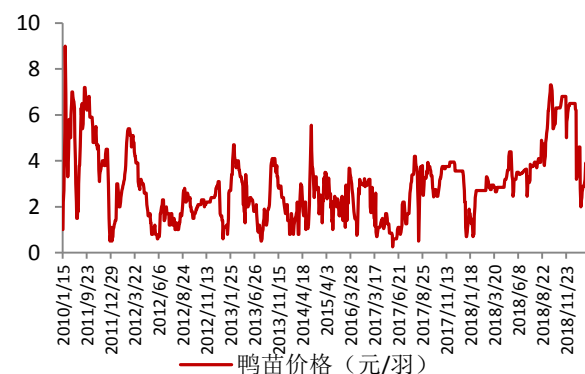
来源：中泰证券研究所

图表7：父母代鸡苗均价维持在27元/套



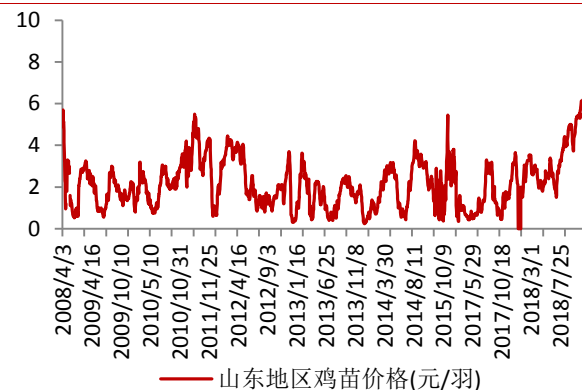
来源：中泰证券研究所

图表8：鸭苗价格跌至1.65元/羽



来源：中泰证券研究所

图表9：鸡苗平均收购价涨至2.38元/羽

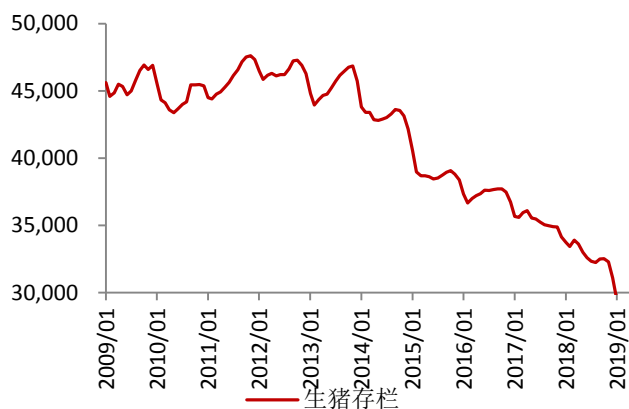


来源：中泰证券研究所

存栏：4月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

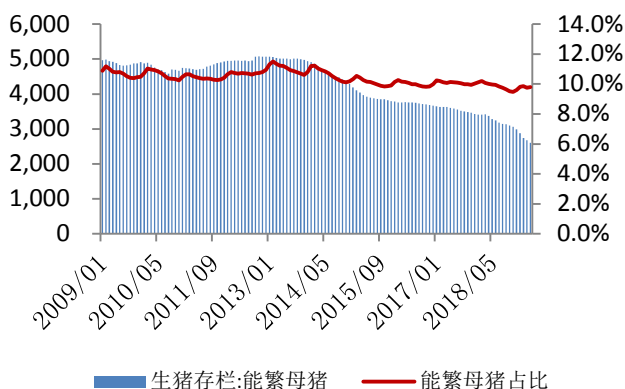
3、存栏：5月底，生猪存栏跌至25508万头（-4.20%）；能繁母猪存栏跌至2501万头（-4.10%）。

图表 10：5月底生猪存栏跌至25508万头



来源：中泰证券研究所

图表 11：5月能繁母猪跌至2501万头



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6月（第26周），育肥猪配合饲料价格涨至3.02元/公斤（+1.34%），肉鸡配合饲料价格涨至3.12元/公斤（+1.30%），蛋鸡配合饲料维持2.85元/公斤（0.00%）；进口鱼粉价格涨至12.11元/公斤（0.08%）。

图表 12：育肥猪配合料涨至3.02元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表 13：肉鸡配合饲料价格涨至3.12元/公斤

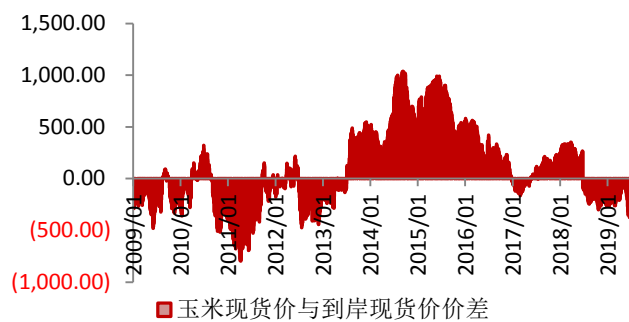


来源：中泰证券研究所

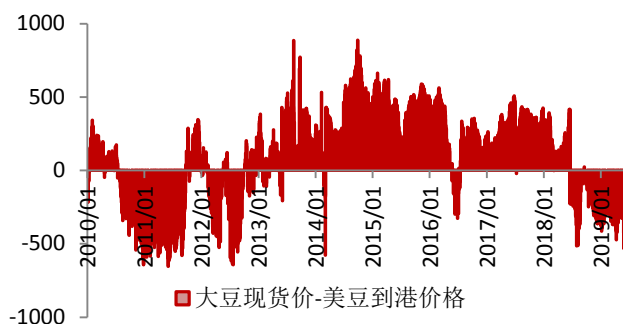
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格跌至1,963.02元/吨（-0.31%），大豆价格维持3,402.11元/吨（0.00%），小麦价格跌至2,275.56.11元/吨（-0.07%），早籼稻（长沙）维持2,320元/吨（0.00%）。

6、国内期货：玉米价格跌至1,902元/吨（-0.58%），大豆价格涨至3,201元/吨（+3.258%），小麦价格跌至2,277.22元/吨（-0.61%）。

图表 14: 国内现货与玉米到岸价差-426.3 元/吨


来源: 中泰证券研究所

图表 15: 国内现货价与美豆到港价差 511.11 元/吨


来源: 中泰证券研究所

图表 16: 玉米国内现货均价 1963.02 元/吨


来源: 中泰证券研究所

图表 17: 大连黄大豆 2 号为 3201 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 453.5 美分/蒲式耳 (-2.16%)、927.5 美分/蒲式耳 (+0.43%)、530.75 美分/蒲式耳 (+2.08%); 美糙米价格跌至 11.30 美元/英担 (-2.96%)。

图表 18: 美玉米跌至 453.5 美分/蒲式耳

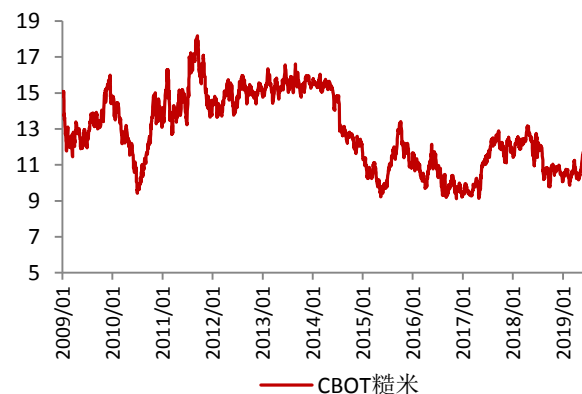

来源: 中泰证券研究所

图表 19: 美大豆涨至 927.5 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

图表 20: 美小麦涨至 530.75 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

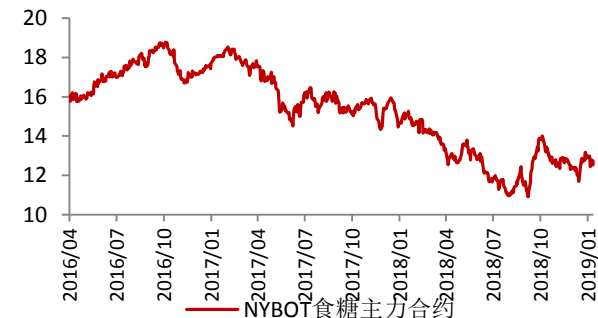
图表 21: 美糙米跌至 11.30 美元/英担


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 22: 南宁糖现货价维持在 5145 元/吨

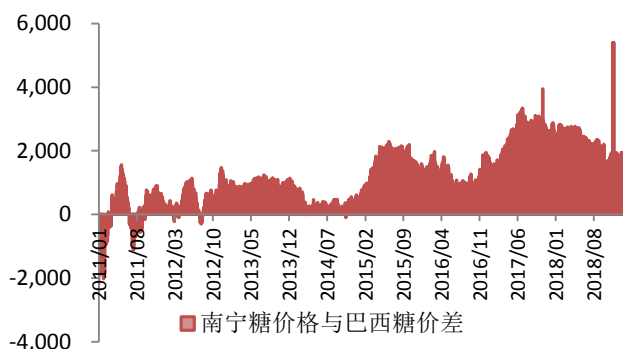

来源: 中泰证券研究所

图表 23: NYBOT 食糖主力维持在 12.73 美分/磅


来源: 中泰证券研究所

图表 24: 郑州白糖主力合约涨至 5074 元/吨


来源: 中泰证券研究所

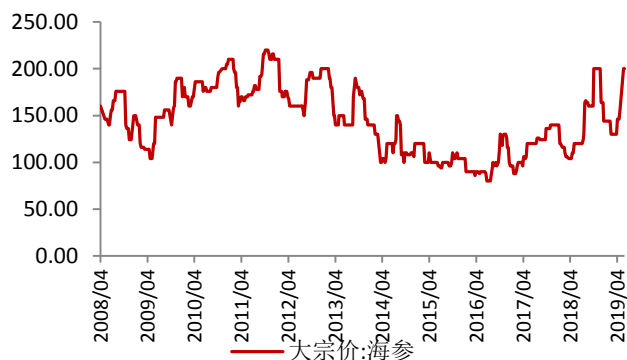
图表 25: 内外白糖价差 1637 元/吨 (配额内)


来源: 中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

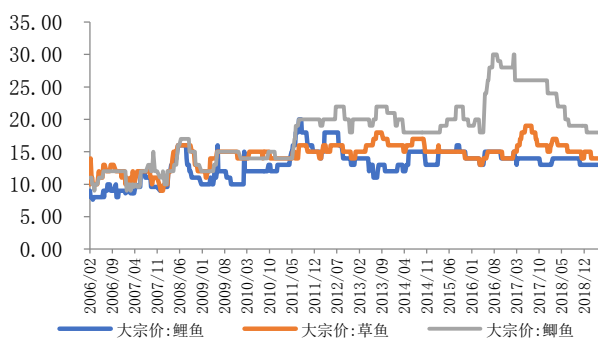
9、水产品：威海水产品市场海参价格跌至 184 元/公斤 (-8.00%)，鲍鱼价格维持 148 元/公斤 (0.00%)，扇贝价格维持 8 元/公斤 (0.00%)；鲤鱼价格涨至 14 元/公斤 (+7.69%)，草鱼价格维持 15 元/公斤 (0.00%)，鲫鱼价格维持 18 元/公斤 (0.00%)。

图表 26：本周海参价格跌至 184 元/公斤



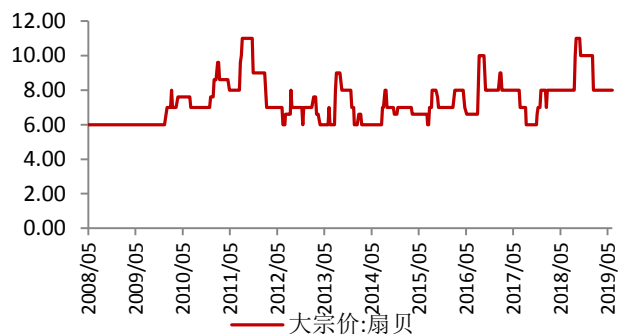
来源：中泰证券研究所

图表 27：本周淡水鱼价格行情



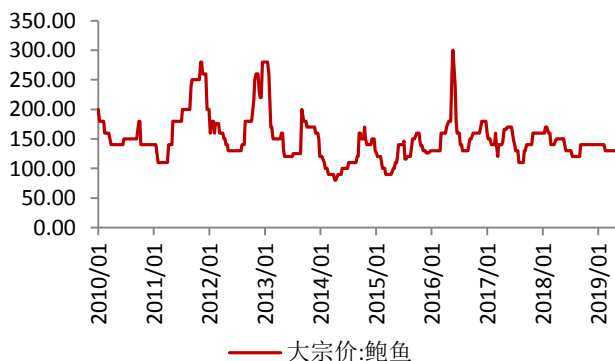
来源：中泰证券研究所

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：本周威海鲍鱼价格维持 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。