

农林牧渔

把握三季度养猪股投资机会

分析师：陈奇

电话：021-20315189

邮件：chenqi@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740514070005

研究助理：唐翌

电话：021-20315125

邮件：tangyi@r.qlzq.com.cn

投资要点

■ 5月底猪价进入快速上涨通道，但是养猪股并没有随着猪价上涨再创新高，仍旧维持震荡趋势，我们认为核心原因在于随着猪价上涨预期的兑现，许多博弈周期性的资金在这个位置选择离场，而5月出栏量低预期叠加疫情持续扩散又使得市场对于公司的成长性产生担忧。在当前位置，2季度出栏量陆续公布，市场担忧已经充分反映；在猪价大幅上涨的情况下，成本对于上市公司业绩影响有限，因此我们认为随着三季度猪价和出栏量同步提升，养猪股的投资机会值得关注。

猪价-成本：猪价上涨有望超预期，成本涨幅整体可控

■ 6月猪价上涨兑现预期，部分周期资金选择离场，但是我们认为下半年及2020年猪价上涨的幅度将远超当前。猪价是影响养猪股业绩的核心因素，同时价格之于业绩的弹性要远大于成本和出栏量，因此猪价未来的上涨幅度和速度仍将是影响股价和业绩的关键。上轮周期产能去化的核心因素在于亏损，亏损只能推动产能的去化，因此经过近2年的时间，产能去化才传导到生猪供应，猪价对应出现大幅上涨。本轮周期去供给的核心因素在于疫情，疫情在影响产能收缩的同时也影响存栏量的加速出清，按照母猪-商品猪出栏10个月的生长周期推算，上半年猪价的上涨与产能收缩的关系不大，主要来自于疫情对商品猪存栏去化的影响，当前阶段才是疫情对母猪产能去化影响的开端。所以下半年直至明年猪价上涨的驱动因素来自母猪产能和商品猪供应双重短缺的共振，并且传统消费习惯对于猪肉的依赖短期难以更改（70%左右的肉类需求来自猪肉）。需求稳定，供给大幅收缩必将导致猪价突破以往历史高位。当然，猪价大幅上涨的过程必然伴随补栏积极性的提升，这是每轮周期价格上涨伴随的必然趋势，但是到目前为止，疫情仍旧导致产能持续去化，在没有有效防疫方法之前，补产能和去产能将同步进行，产能恢复的进度被迫放缓。整体看，猪价上涨的幅度和持续时间都将大幅超以往周期水平。

■ 成本方面，疫情导致全行业的养猪成本同步提升，具体看成本增加主要来源三方面：（1）防疫成本增加（2）损失率提升（3）外购仔猪成本增加。其中防疫成本增加的幅度是有限的，从目前调研的情况看，防疫规范的大型养殖企业防疫成本增加在0.5元/公斤以内，随着当前防疫设备的逐步完善，这部分成本不会有太大幅度的增加。损失率方面，我们认为损失率的高峰在于2018年4季度到2019年2季度，后续损失率难有大幅提升。疫情快速传播和大规模死亡的阶段基本已经度过（各主产区基本度过大范围扩散阶段，行业养殖密度有显著下滑），同时行业整体防疫体系初步建立，两方面因素导致死亡率特别是规模企业的死亡率不会大幅提升。外购仔猪方面，这部分对整体养猪成本的增加主要取决于仔猪的价格和外购的比例。按照上半年600元/头仔猪的平均价格计算（行业平均仔猪成本在300-350元/头左右），如果全部外购仔猪，对应单头商品猪成本增加3元/公斤左右水平。从目前草根调研的情况看，市场仔猪供给持续短缺，因此后续仔猪价格大概率仍旧维持上涨，同时对大规模采购难度很大。规模企业的出栏量增加更多的还是要依靠自有产能的扩张。

■ 综合判断下半年猪价涨幅大概率远高于成本提升，成本增幅整体可控。市场对于中报的关注主要集中在养猪成本方面，我们预测2季度除两广疫情加重可能导致相关上市公司成本出现一定上行，但是整体水平与1季度相比增幅有限（甚至会出现下滑）。受累于1季度猪价，上半年养猪企业整体盈利水平一般，预计下半年随着猪价大幅上涨，盈利有望同步提升。

图表1：2019H1盈利预测及当前估值对比

出栏量预测			育肥猪完全成本预测		育肥猪平均售价	
项目	19年	19年H1	2020年	18年	19H1	19H1
单位	万头	万头	万头	元/公斤	元/公斤	元/公斤
温氏股份	2230	1177	2500	12.5	13.45	13.5
牧原股份	1400	600	1700	11.6	12.7	12.87
正邦科技	700	309	1000	12.7	13.7	13.22

头均市值比较				盈利预测		1H19年盈利预测备注	
项目	当前总市值	其他业务市值	头均市值 (20年出栏)	15年顶部头 均市值	18年净利润		19H1净利润
单位	亿元	亿元	元/头	元/头	亿元	亿元	
温氏股份	1959	300	6636	-	39.6	10+	猪板块盈亏平衡, 禽板块盈利预计10亿
牧原股份	1273		7488	15000	5.2	0.3-0.8	预计成本维持12.7左右, 上半年养殖小幅盈利
正邦科技	452	25	4270	6400	1.8	亏0.8-1.3	预计养猪板块上半年亏损1.5亿左右, 饲料及其他业务盈利0.5亿左右

来源：中泰证券研究所

出栏量：下半年出栏量反映防疫水平，2020年出栏量取决疫情下的扩张水平

- 下半年的出栏量是企业防疫水平的集中体现。到目前为止，全年的投苗基本都已经完成，下半年的出栏量行业当前母猪的存栏情况关系不大，是否能够在疫情持续的背景下有效降低死亡率才是决定出栏的关键。而2020年的出栏量核心在于企业是否能够在疫情持续的情况下实现产能的扩张。这个过程中，当前母猪数量仅仅是一方面因素，复产是否顺利，防疫能力是否持续有效是更为关键的因素。所以整体看，未来的1-2年内，是体现养殖企业管理能力的关键阶段，也是优质企业自我证明的关键阶段。
- 当前阶段，我们认为随着5-6月份上市公司出栏量陆续公布，出栏量低预期的担忧基本反应。相对于猪价的上涨幅度，成本增加的幅度对于业绩的影响幅度不大，因此无需过分担忧。随着3季度猪价和出栏量的提升，养猪股有望持续走高，建议投资者积极关注。

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	2019/7/6	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	36.88	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	61.05	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	19.05	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	23.00	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	26.80	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	33.42	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	16.49	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	28.82	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	5.48	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	12.89	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	12.79	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.56	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	12.03	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	18.63	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	8.30	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	13.95	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	13.58	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	13.49	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	12.85	0.49	0.63	26.20	20.38	增持
000998.SZ	隆平高科	种植业	14.32	0.65	0.71	23.08	21.13	买入
002041.SZ	登海种业	种植业	9.92	0.12	0.16	81.17	60.88	增持
600598.SH	北大荒	种植业	10.73	0.61	0.72	17.64	14.94	增持
600201.SH	生物股份	动物保健 II	16.53	0.69	0.85	21.41	17.38	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	14.90	0.73	0.82	17.67	15.73	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	4.48	0.78	0.40	6.33	12.35	增持
002470.SZ	金正大	化学制品	3.60	0.27	0.33	15.22	12.45	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	10.27	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

行业报告简版

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	25508	▼-4.20%	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	6.868	6.868	▲0.00%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油价格	66.55	64.23	▼-3.49%	美元/桶
玉米	CBOT玉米主力合约	431.5	442.25	▲2.49%	美分/蒲式耳
	大连玉米主力合约	1900	1895	▼-0.26%	元/吨
	玉米国内现货价	1963.02	1963.02	▲0.00%	元/吨
	玉米国内现货与到港价差	-426.3	-426.3	▲0.00%	元/吨
大豆	CBOT大豆主力合约	923	894.5	▼-3.09%	美分/蒲式耳
	大连大豆1号主力合约	3385	3380	▼-0.15%	元/吨
	大豆国内现货价格	3402.11	3402.11	▲0.00%	元/吨
	大豆国内现货与到港价差	-511.11	-511.11	▲0.00%	元/吨
小麦	CBOT小麦主力合约	527.25	515	▼-2.32%	美分/蒲式耳
	郑州麸质小麦主力合约	2816	2821	▲0.18%	元/吨
	小麦现货价格	2275.56	2275.56	▲0.00%	元/吨
大米	CBOT糙米主力合约	11.275	11.205	▼-0.62%	美元/英担
	郑州早籼稻期货价	2353	2329	▼-1.02%	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	3.02	3.02	▲0.00%	元/公斤
	肉鸡配合饲料	3.12	3.13	▲0.32%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.85	2.85	▲0.00%	元/公斤
	进口鱼粉	12.1	12.11	▲0.08%	元/公斤
豆粕	大连豆粕主力合约	2798	2764	▼-1.22%	元/吨
	豆粕国内现价	2961.18	2961.18	▲0.00%	元/吨
	豆粕国际价格	320.1	320.1	▲0.00%	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	52.5	52.5	▲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	13435	13550	▲0.86%	元/吨
	纽约ICE棉花期货价格	66.08	66.82	▲1.12%	美分/磅
	棉花现货平均价	14215.38	14215.38	▲0.00%	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	15.76	16.8	▲6.60%	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	545.29	545.29	▲0.00%	元/头
鸡肉	白条鸡	13.30	13.30	▲0.00%	元/公斤
	鸡蛋	7.3	7.3	▲0.00%	元/公斤
鸡苗	山东地区毛鸡价格	4.2	4.08	▼-2.86%	元/斤
	烟台地区鸡苗价格	2.05	3.55	▲73.17%	元/羽
鸭苗	鸭苗价格	1.65	1.35	▼-18.18%	元/羽
淡水产品	鲤鱼	13	14	▲7.69%	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	184	184	▲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	104.05	102	▼-1.97%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	234	234	▲0.00%	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：猪价上涨鸡价稳定

猪价：6月（总第27周），瘦肉型猪涨至16.8元/公斤（+6.60%），头猪盈利涨至545.29元/头（+18.19%）。

图表3：本周猪价涨至16.8元/公斤



来源：中泰证券研究所

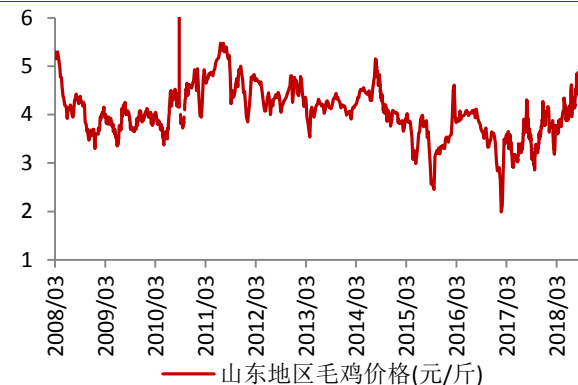
图表4：本周自繁自养头猪盈利涨至545.29元/头



来源：中泰证券研究所

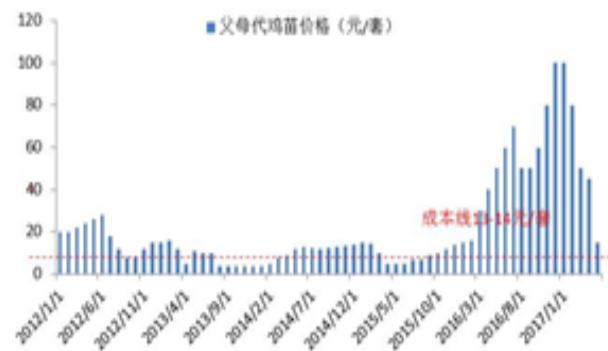
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至3.3元/羽（+100.00%），山东鸭苗价格跌至1.35（-18.18%）；山东毛鸡平均收购价跌至4.08元/斤（-2.86%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价维持13.30元/公斤（0.00%）。

图表5：山东毛鸡价格跌至4.08元/斤



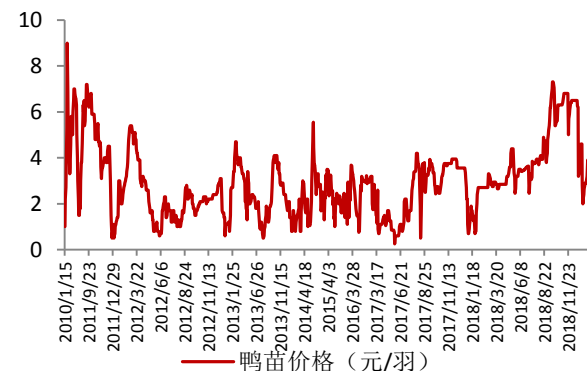
来源：中泰证券研究所

图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



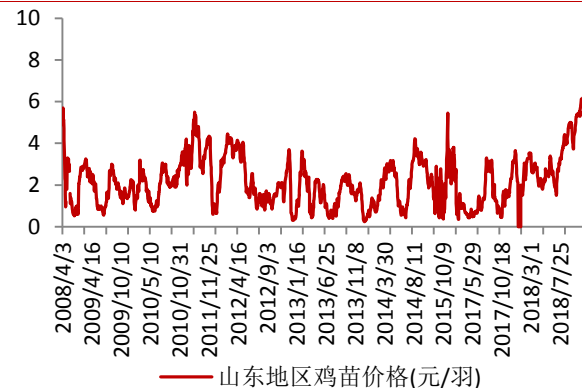
来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格跌至1.35元/羽



来源：中泰证券研究所

图表8：鸡苗平均收购价涨至3.3元/羽

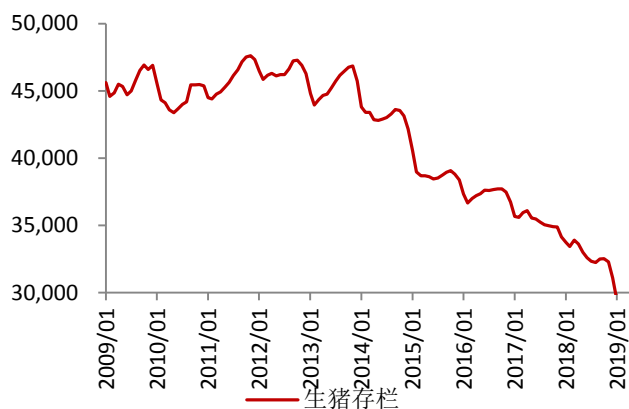


来源：中泰证券研究所

存栏：5月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

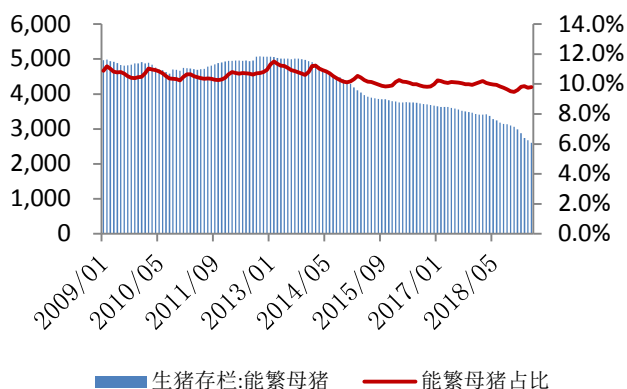
3、存栏：5月底，生猪存栏跌至25508万头（-4.20%）；能繁母猪存栏跌至2501万头（-4.10%）。

图表9：5月底生猪存栏跌至25508万头



来源：中泰证券研究所

图表10：5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（+0.00%），肉鸡配合饲料价格涨至3.13元/公斤（+1.30%），蛋鸡配合饲料涨至2.86元/公斤（+0.35%）；进口鱼粉价格跌至12.06元/公斤（-0.50%）。

图表11：育肥猪配合料涨至3.02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3.13元/公斤

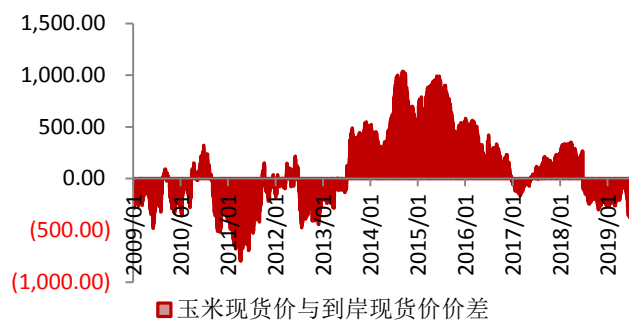


来源：中泰证券研究所

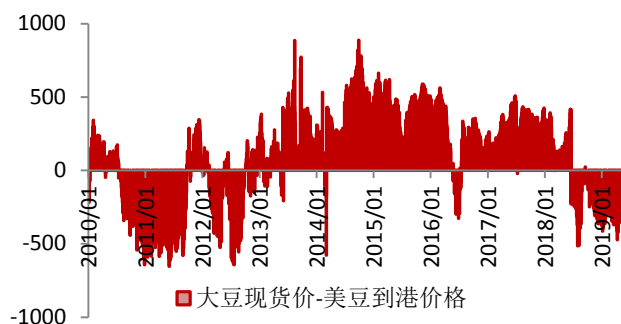
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

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1,900元/吨（-0.11%），大豆价格涨至3,297元/吨（+2.99%），小麦价格跌至2,275.56元/吨（-0.07%）。

图表13：国内现货与玉米到岸价差426.3 元/吨


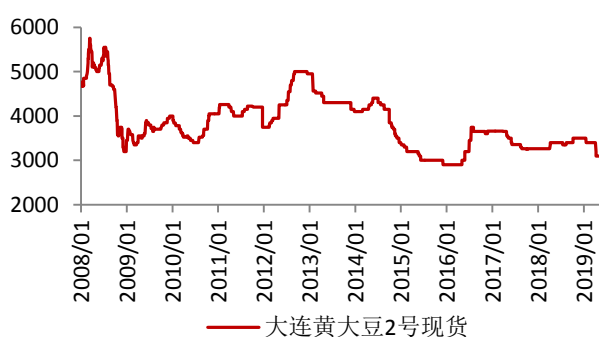
来源：中泰证券研究所

图表14：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15：玉米国内现货均价1963.02 元/吨


来源：中泰证券研究所

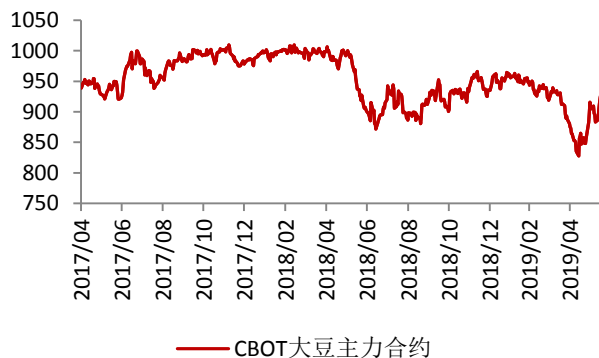
图表16：大连黄大豆2号为3100 元/吨


来源：中泰证券研究所

7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 431.5 美分/蒲式耳（-4.85%）、923 美分/蒲式耳（-0.49%）、527.25 美分/蒲式耳（-0.66%）；美糙米价格跌至 11.28 美元/英担（-0.18%）。

图表17：美玉米跌至431.5 美分/蒲式耳

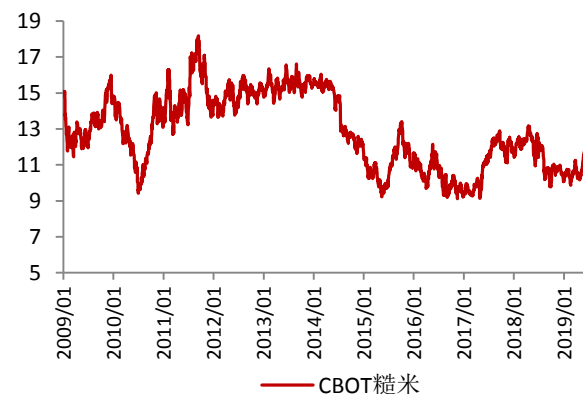

来源：中泰证券研究所

图表18：美大豆跌至923 美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

图表19：美小麦跌至527.25美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

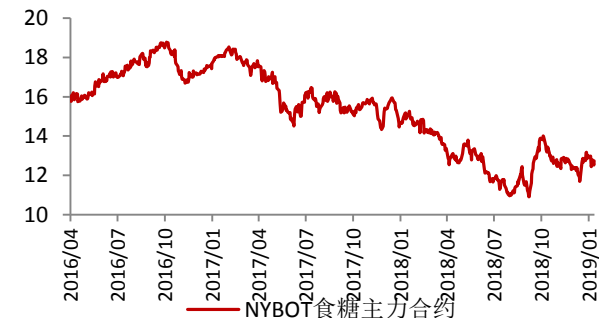
图表20：美糙米跌至11.28美元/英担


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

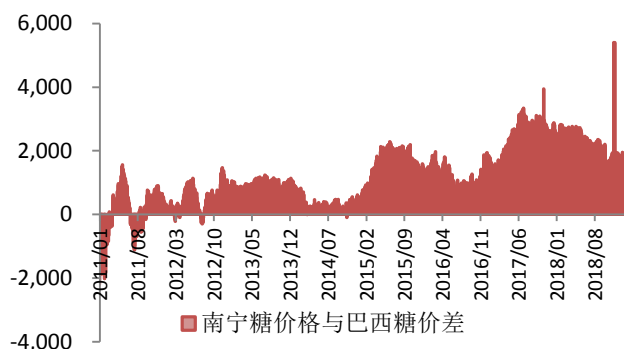

来源：中泰证券研究所

图表22：NYBOT 食糖主力维持在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

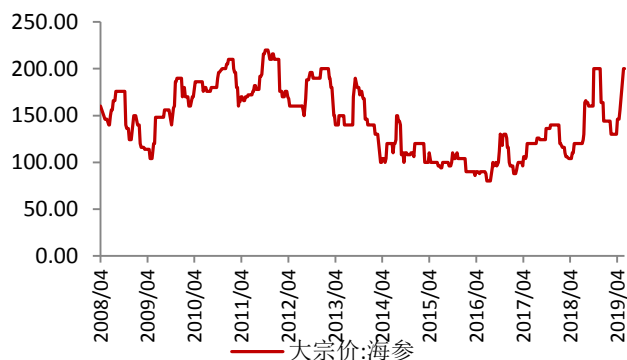
图表23：内外白糖价差1637元/吨（配额内）


来源：中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

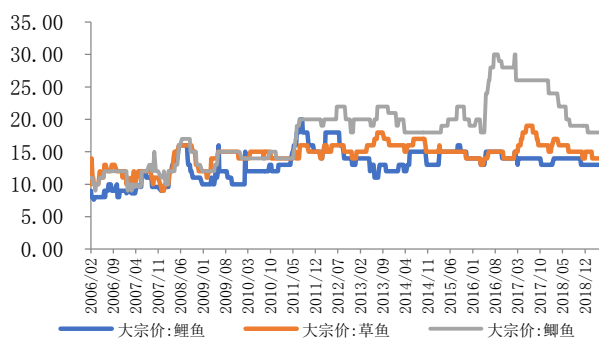
9、水产品：威海水产品市场海参价格跌至 184 元/公斤 (-8.00%)，鲍鱼价格维持 148 元/公斤 (0.00%)，扇贝价格维持 8 元/公斤 (0.00%)；鲤鱼价格涨至 14 元/公斤 (+7.69%)，草鱼价格维持 15 元/公斤 (0.00%)，鲫鱼价格维持 18 元/公斤 (0.00%)。

图表 26：本周海参价格跌至 184 元/公斤



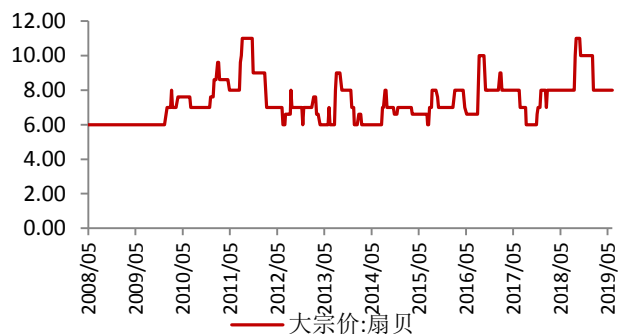
来源：中泰证券研究所

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。