

## 农林牧渔

## 对养猪股业绩的思考

分析师：陈奇

电话：021-20315189

邮件：chenqi@r.qlzq.com.cn

执业证书编号：S0740514070005

研究助理：唐翌

电话：021-20315125

邮件：tangyi@r.qlzq.com.cn

## 投资要点

- 前期思考中，我们提到过养猪股的投资周期包含三个阶段：产能去化——价格上涨——业绩兑现。其中，在产能去化和价格上涨驱动阶段侧重板块性机会。而在业绩兑现的阶段则应该关注个股行情，我们认为当前养猪股的投资已经进入业绩兑现阶段，业绩兑现核心在于“量”和“价”的平衡，比如2017年的牧原，虽然猪价在下行，但是公司成长性依然能够弥补价格下滑对业绩的影响。
- 本周养猪股持续走弱，我们认为市场对于当前出栏量担忧的集中反映。本文对猪价、出栏量两个因素对业绩的影响进行了敏感性分析，按照当前猪价涨幅（本周猪价超22元/公斤，按照产能去化情况，预计猪价持续走强趋势将持续至2020年下半年），判断2020年均价大概率在22元/公斤，即使公司出栏量受疫情影响略低预期，对应当前股价水平仍有上涨空间，因此我们认为当前养猪股不必悲观！

## 猪价-出栏量对业绩的敏感性分析

- 2019年上半年全国销售均价在14元/公斤水平，当前猪价上涨至22元/公斤以上。受疫情影响以来，行业产能从2018年4季度开始下滑至今，按照母猪至商品猪10个月的传导期，意味着到明年三季度前，猪价大概率持续走强，因此判断2020年生猪均价突破22元/公斤概率较高。乐观预期今明两年均价能够达到18元/公斤和26元/公斤；出栏量方面，悲观预期出栏量仅为假设值的75%，从测算结果看，如果2020年均价超过22元/公斤，即使在出栏量最悲观的情况下，2020年业绩对应10倍PE，当前股价仍旧有上涨空间。

图表1：温氏股份：猪价-出栏量敏感性分析

2019年	利润（单位：亿元）	价格变量假设（元/公斤）					其他变量假设				
		14	15	16	17	18	其他业务净利润（亿元）	19年出栏量（万头）	19年成本（元/公斤）	体重（公斤）	
出栏量兑现假设（万头）	75%	35	54	73	92	111	25	2200	13.5	116	
	85%	36	58	79	101	123					
	95%	37	61	86	110	134					
	100%	38	63	89	114	140					
2020年	18	20	22	24	26	其他业务净利润（亿元）	20年出栏量（万头）	20年成本（元/公斤）	体重（公斤）	当前市值（亿）	
出栏量兑现假设（万头）	75%	127	172	217	263	308	25	2600	13.5	116	2188
	85%	140	192	243	294	345					
	95%	154	211	269	326	383					
	100%	161	221	281	342	402					

来源：中泰证券研究所

图表2：牧原股份：猪价-出栏量敏感性分析

利润 (单位: 亿元)		价格变量假设 (元/公斤)					其他变量假设			
2019年		14	15	16	17	18	其他业务净利润 (亿元)	19年出栏量 (万头)	19年成本 (元/公斤)	体重 (公斤)
出栏量兑现假设 (万头)	75%	10	21	32	43	54	0	1400	13.1	105
	85%	11	24	36	49	61				
	95%	13	27	40	54	68				
	100%	13	28	43	57	72				
2020年		18	20	22	24	26	其他业务净利润 (亿元)	20年出栏量 (万头)	20年成本 (元/公斤)	当前市值
出栏量兑现假设 (万头)	75%	77	109	140	172	203	0	2000	13.1	1517
	85%	87	123	159	195	230				
	95%	98	138	178	217	257				
	100%	103	145	187	229	271				

来源: 中泰证券研究所

**图表 3: 正邦科技: 猪价-出栏量敏感性分析**

利润 (单位: 亿元)		价格变量假设 (元/公斤)					其他变量假设			
2019年		14	15	16	17	18	其他业务净利润 (亿元)	19年出栏量 (万头)	19年成本 (元/公斤)	体重 (公斤)
出栏量兑现假设 (万头)	75%	2	8	14	20	26	1.5	700	12.7	116
	85%	2	8	15	22	29				
	95%	2	9	17	25	32				
	100%	2	10	18	26	34				
2020年		18	20	22	24	26	其他业务净利润 (亿元)	20年出栏量 (万头)	20年成本 (元/公斤)	当前市值
出栏量兑现假设 (万头)	75%	37	55	72	90	108	1.5	1000	12.3	439
	85%	42	62	82	102	122				
	95%	46	69	91	114	136				
	100%	49	72	96	120	143				

来源: 中泰证券研究所

### 养猪股的两点思考

- 猪价上涨保障业绩和股价的安全边际。**当前股价走低反映了市场对于业绩的集中担忧, 担忧的核心在于出栏量。实际上, 公司的业绩是由价格和出栏量两方面因素决定, 并且价格变动对业绩的影响更显著, **因此忽视价格超预期上涨叠加对出栏量的过度担忧会使得短期股价出现超跌的问题。**从长逻辑看, 按照目前猪价上涨的速度, 判断明年猪价超 22 元/公斤的概率非常大 (2018 年四季度至今行业产能持续下滑, 按照母猪至商品猪 10 个月的传导期, 意味着从当前到明年二季度猪价大概率持续走强, 当前猪价已经突破 22 元/公斤) 即使出栏量完成度在 75% 的水平, 下半年及 2020 年养猪股业绩对应当前股价仍旧处于合理区间, 而出栏量如果有更好的表现, 那么股价将有更大的空间。因此, 我们认为没有必要因为短期的超跌过分担忧, 当前猪价上涨幅度已经能够为业绩和股价提供可靠的安全边际。
- 关注上市公司复产及产能变化情况。**股价大跌时, 市场对于月度出栏量、疫苗及资金层面的变动关注度非常高, 实际上, 好股票从来都是公司自身水平过硬, 在行业低谷能够积蓄能量, 行业景气时赚取超额收益。从行业产能情况看, 猪价在未来很长的时间内都能够维持较高水平 (从历史水平看, 单头盈利 400 元/头已经是非常好的盈利水平, 目前均价下, 头均盈利在 800 元/头左右), 这也就意味着, 高猪价确保公司的安全边际。这个阶段, 企业只要能够抓住机遇, 提前实现产能和出栏量的恢复和增长, 就能够实现超额收益, 因此目前阶段上市公司的“内功修炼”情况更值得关注。

## 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	2019/8/10	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	41.19	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	72.74	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	18.03	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	24.77	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	28.89	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	35.67	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	17.14	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	30.15	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	4.82	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	13.47	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	10.68	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.17	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	11.75	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	18.32	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	9.71	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	13.20	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	12.53	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	12.18	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	13.04	0.49	0.63	26.20	20.38	增持

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	2.80	▲ 33.33%	%
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	25508	24207	▼ -5.10%	万头
	能繁母猪存栏	2501	2376	▼ -5.00%	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	15.26	▲ 26.01%	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	6.942	7.052	▲ 1.59%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油价格	61.89	58.53	▼ -5.43%	美元/桶
玉米	CBOT玉米主力合约	409.5	417.75	▲ 2.01%	美分/蒲式耳
	大连玉米主力合约	1929	1879	▼ -2.59%	元/吨
	玉米国内现货价	1979.38	1983.75	▲ 0.22%	元/吨
	玉米国内现货与到港价价差	-379.18	-379.18	▲ 0.00%	元/吨
	CBOT大豆主力合约	868.5	891.75	▲ 2.68%	美分/蒲式耳
大豆	大连大豆1号主力合约	3365	3388	▲ 0.68%	元/吨
	大豆国内现货价	3441.58	3444.21	▲ 0.08%	元/吨
	大豆国内现货与到港价价差	-444.68	-444.68	▲ 0.00%	元/吨
小麦	CBOT小麦主力合约	491.5	501.5	▲ 2.03%	美分/蒲式耳
	郑州麸质小麦主力合约	2317	2301	▼ -0.69%	元/吨
大米	小麦现货价	2278.33	2283.89	▲ 0.24%	元/吨
	CBOT糙米主力合约	11.705	11.37	▼ -2.86%	美元/英担
	郑州早稻稻期现货价	2424	2531	▲ 4.41%	元/吨
饲料	早稻稻收购价(湖南)	2320	2360	▲ 1.72%	元/吨
	育肥猪配合饲料	3.02	3.02	▲ 0.00%	元/公斤
	肉鸡配合饲料	3.12	3.12	▲ 0.00%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.85	2.85	▲ 0.00%	元/公斤
豆粕	进口鱼粉	12.12	12.08	▼ -0.33%	元/公斤
	大连豆粕主力合约	2788	2788	▲ 0.00%	元/吨
	豆粕国内现价	2852	2945.14	▲ 3.27%	元/吨
氨基酸	豆粕国际价格	299.5	306.4	▲ 2.30%	美元/吨
	国产苏氨酸	7.50	7	▼ -6.67%	元/公斤
维生素	国产赖氨酸	6.70	6.60	▼ -1.49%	元/公斤
	国产维生素A	385	385	▲ 0.00%	元/千克
	国产维生素E	50	50	▲ 0.00%	元/千克
糖	维生素B1	190	190	▲ 0.00%	元/千克
	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	12735	12220	▼ -4.04%	元/吨
	纽约ICE棉花期货价格	59.42	58.9	▼ -0.88%	美分/磅
	棉花现货平均价	14110	13596.92	▼ -3.64%	美分/磅
大宗猪肉	Q1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	18.43	18.43	▲ 0.00%	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	698.22	758.03	▲ 8.57%	元/头
鸡肉	白条鸡	13.00	15.00	▲ 15.38%	元/公斤
	鸡蛋	8.29	9.43	▲ 13.75%	元/公斤
鸡苗	山东地区毛鸡价格	4.755	4.65	▼ -2.21%	元/斤
	烟台地区鸡苗价格	7.3	6.75	▼ -7.53%	元/羽
淡水产品	鸭苗价格	4.25	4.65	▲ 9.41%	元/羽
	鲤鱼	14	14	▲ 0.00%	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	186	210	▲ 12.90%	元/公斤
	鲍鱼	148	148	▲ 0.00%	元/公斤
橙汁	扇贝	8	8	▲ 0.00%	元/公斤
	NYBOT橙汁	99.2	102.3	▲ 3.13%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	191.5	193.3	▲ 0.94%	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：猪价上涨鸡价上涨

猪价：8月（总第32周），瘦肉型猪涨至18.97元/公斤（+2.93%），头猪盈利涨至758.03元/头（+8.57%）。

图表3：本周猪价涨至18.97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758.03元/头



来源：中泰证券研究所

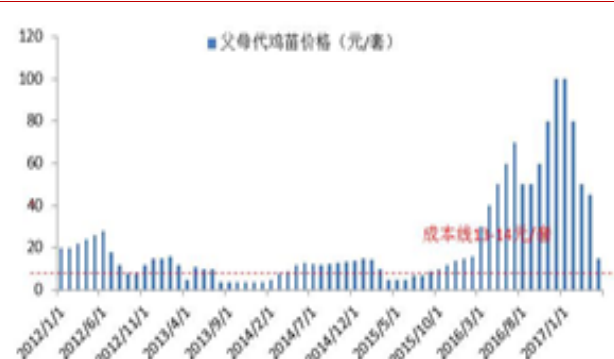
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至7.33元/羽（+3.90%），山东鸭苗价格涨至4.025元/羽（+1.26%）；山东毛鸡平均收购价涨至4.96元/斤（+4.21%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价涨至15元/公斤（+15.39%）。

图表5：山东毛鸡价格涨至4.65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

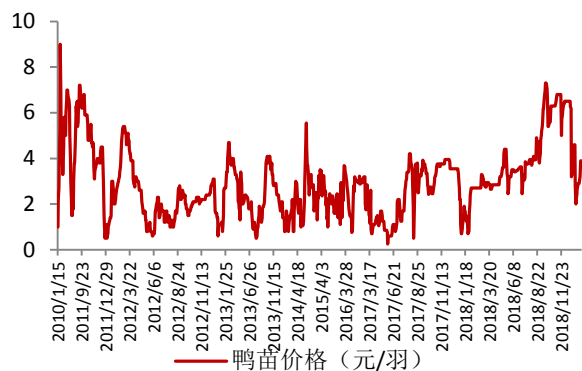


来源：中泰证券研究所

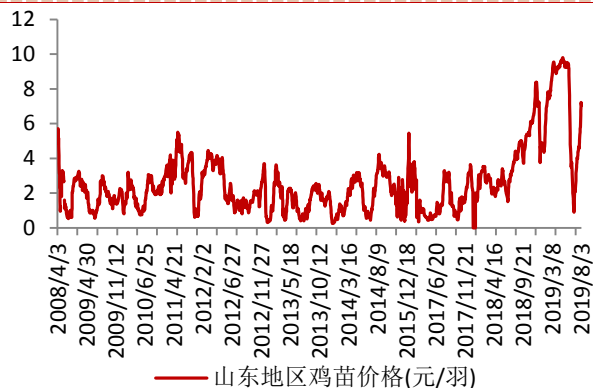
图表7：鸭苗价格涨至4.025元/羽

图表8：鸡苗平均收购价涨至7.33元/羽

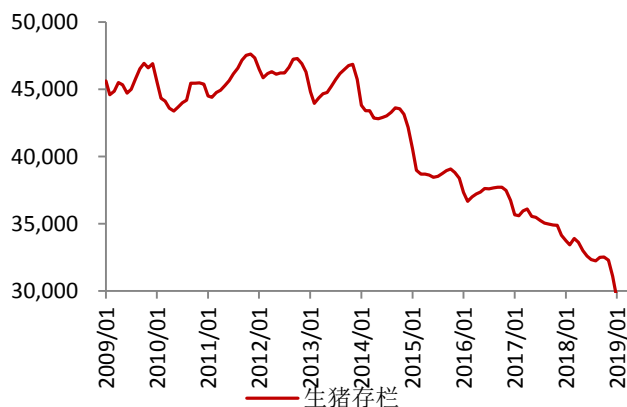




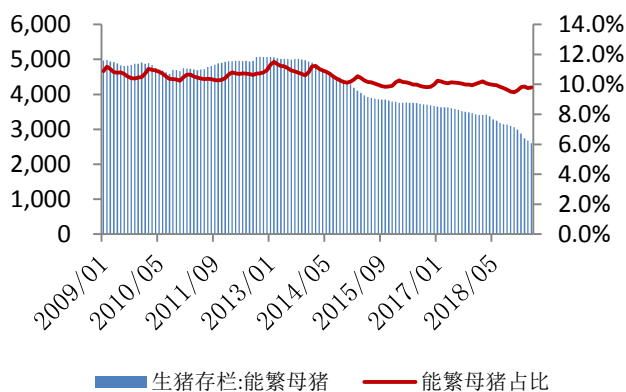
来源：中泰证券研究所



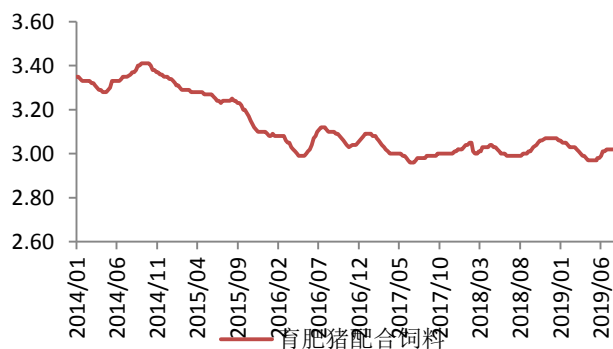
来源：中泰证券研究所

**存栏：6月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降**
**3、存栏：6月底，生猪存栏跌至 24207 万头（-5.10%）；能繁母猪存栏跌至 2376 万头（-5.00%）。**
**图表9：6月底生猪存栏跌至24207万头**


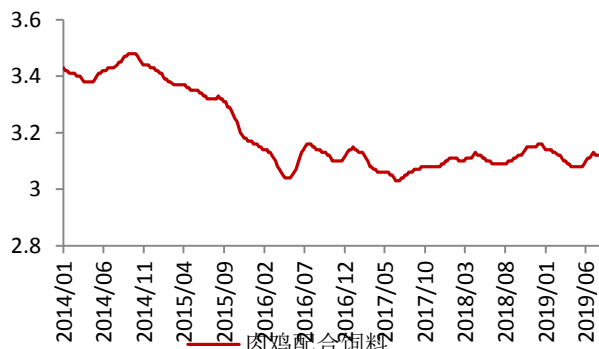
来源：中泰证券研究所

**图表10：6月能繁母猪跌至2376万头**


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8月（第32周），育肥猪配合饲料价格维持 3.02 元/公斤（0.00%），肉鸡配合饲料价格维持 3.12 元/公斤（0.00%），蛋鸡配合饲料维持 2.85 元/公斤（0.00%）；进口鱼粉价格跌至 12.07 元/公斤（-0.35%）。**
**图表11：育肥猪配合料维持3.02元/公斤**


来源：中泰证券研究所

**图表12：肉鸡配合饲料价格维持3.12元/公斤**


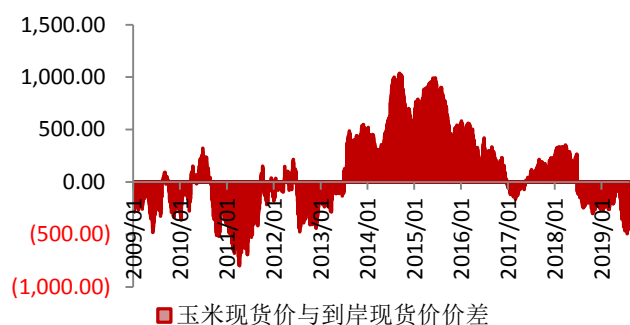
来源：中泰证券研究所

## 其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格涨至1,983.75元/吨（+0.22%），大豆价格涨至3444.21元/吨（+0.08%），小麦价格涨至2283.89元/吨（+0.24%），早籼稻（长沙）涨至2360元/吨（+1.724%）。

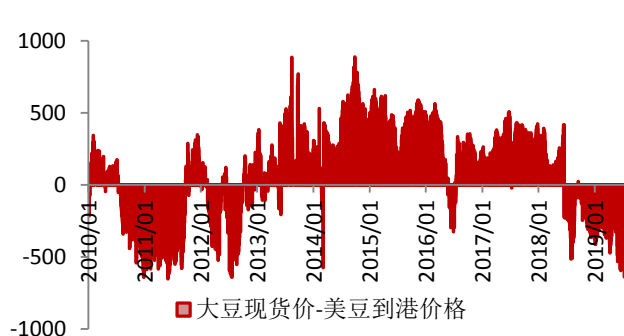
6、国内期货：玉米价格跌至 1879 元/吨（-2.59%），大豆价格涨至 3063 元/吨（+5.99%），小麦价格涨至 2301 元/吨（-0.69%）。

图表 13：国内现货与玉米到岸价差-311.05 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-555.9 元/吨



来源：中泰证券研究所

图表 15：玉米国内现货均价 1979.38 元/吨



来源：中泰证券研究所

图表 16：大连黄大豆 2 号为 3063 元/吨



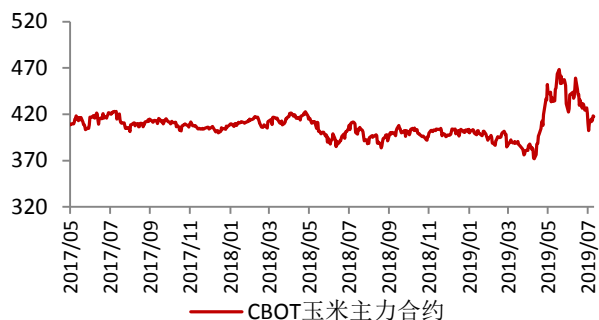
来源：中泰证券研究所

7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 417.75 美分/蒲式耳（+2.01）、891.75 美分/蒲式耳（+2.68%）、501.5 美分/蒲式耳（+2.03%）；美糙米价格跌至 11.37 美元/英担（-2.86%）。

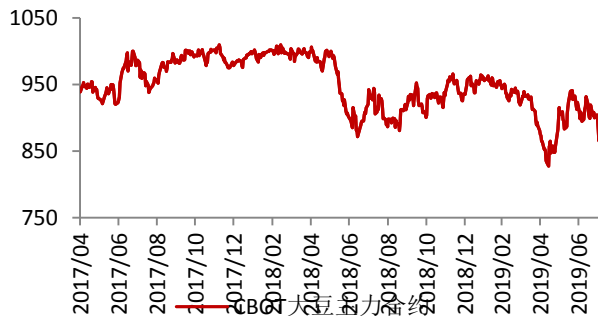
图表 17：美玉米涨至 417.75 美分/蒲式耳

图表 18：美大豆涨至 891.75 美分/蒲式耳

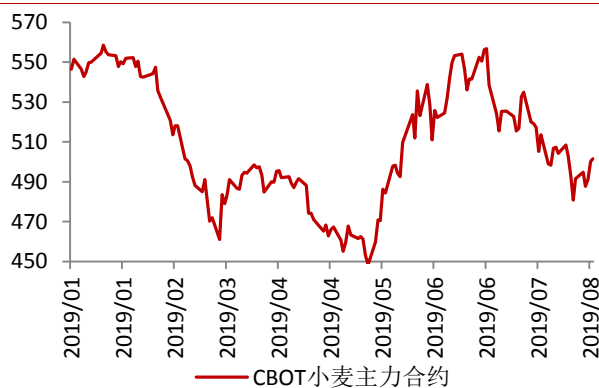




来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

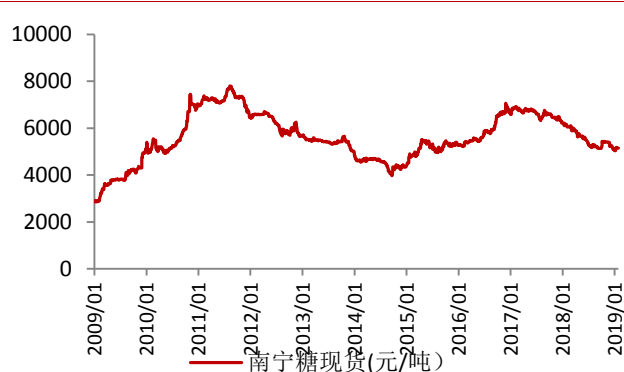
**图表19：美小麦涨至501.5美分/蒲式耳**


来源：中泰证券研究所

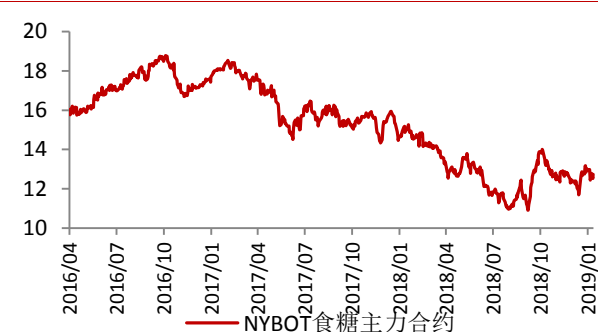
**图表20：美糙米跌至11.37美元/英担**


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**


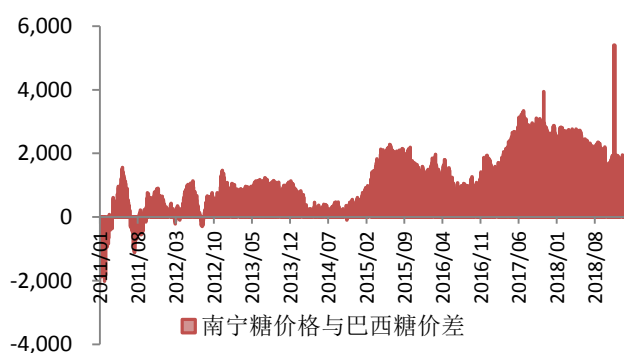
来源：中泰证券研究所

**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：郑州白糖主力合约维持 5074 元/吨**

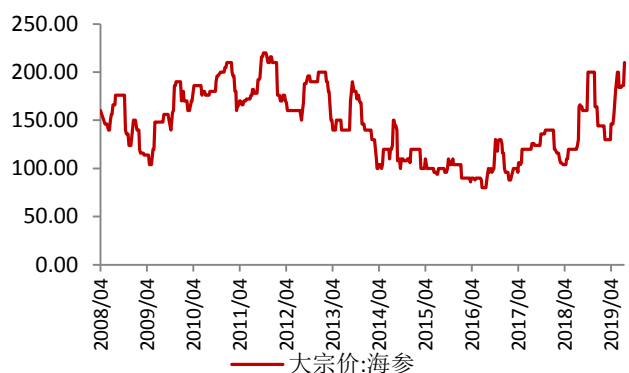

来源：中泰证券研究所

**图表 23：内外白糖价差 1637 元/吨（配额内）**


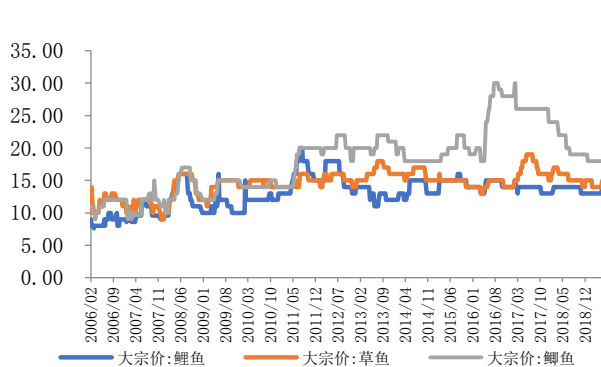
来源：中泰证券研究所

## 水产品：水产品价格总体稳定

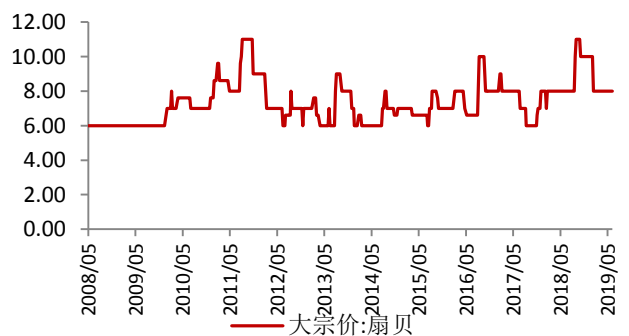
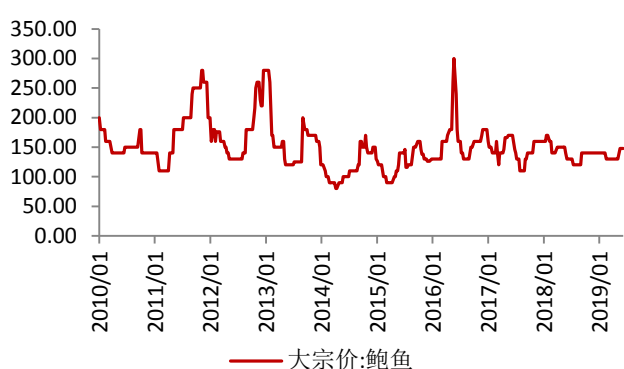
**9、水产品：**威海水产品市场海参价格涨至 210 元/公斤 (+12.093%)，鲍鱼价格维持 148 元/公斤 (0.00%)，扇贝价格维持 8 元/公斤 (0.00%)；鲤鱼价格维持 14 元/公斤 (0.00%)，草鱼价格维持 15 元/公斤 (0.00%)，鲫鱼价格维持 18 元/公斤 (0.00%)。

**图表 26：本周海参价格维持 210 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**

**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

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。