

农林牧渔

浅谈当前生猪养殖股的赔率思考模式

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）目前猪价新高对股价的提振已经非常有限，这是否意味着本轮周期生猪养殖股行情的结束，其反映了市场怎样的思考模式？（2）当前时点考虑利润的兑现程度，在猪价不断创新高的情况下，如何看待生猪养殖股的长期趋势？

目前猪价新高对生猪养殖股股价的提振已经非常有限，反映了市场基本的赔率思考模式

- “概率”反映的是期望达成的可能性，“赔率”反映的是期望达成时的收益率，投资的最终收益=概率 x 赔率，最理想的投资就是高概率兼具高赔率，但这样的机会并不多见，所以投资过程的本质就是不断地寻求两者的平衡。“概率”和“赔率”一般情况下是呈反比的，因为你觉得确定的投资机会，市场中其他人也会同样觉得确定。
- 回到生猪养殖股，从周期逻辑出发，猪价8月以来不断创新高，目前北方地区均价25元/千克左右，南方地区均价28-30元/千克左右，所以2019-2020年生猪价格持续高景气是“高概率”事件，市场在价格的预判上已无太大分歧。所以预判生猪价格持续景气上的“高概率”，势必也就会导致周期逻辑上生猪养殖股投资的“低赔率”，这是市场基本的赔率思考模式，与事实无关。
- 同样，从成长逻辑出发，6-7月各大猪企月度出栏量均在一定程度上低于预期（压栏、留种等），在当前强调“利润兑现”的时期，且目前各大公司股价从历史回溯来看均处于相对高位，所以面对“利润兑现”的不确定性（出栏量、完全成本、生猪销售均价），势必也就会导致成长逻辑上生猪养殖股投资的“低赔率”。因为对于出栏量这一滞后指标来说，在股价高位时，如果你不能证明它有，那它就是无，这也是市场基本的赔率思考模式，与事实无关。
- 优秀可以在过程中判断，伟大却只是事后的结论。伟大的形成是需要机缘和太多意外因素的，事后总结出的确定性在事前都是不确定的，我们很难在事前来确定这些，所以只能通过进程中的不断观察来确认我们的判断，这就存在一个维持和修正的过程，而一开始的过高价格实际上就剥夺了我们修正的权利。

市场的正确只在当下，当下的逻辑基本大多来自于阶段性的事实与认知，逆向投资意味着以长期逻辑中最坚实的部分对抗现实的变化

- 我们不能用事后的结果去评判事前的市场，那对应的是完全不同的信息基础和逻辑可能性，市场的正确只在当下。大部分事物都可以有不同的角度和理解，当负面被充分体现后正面解读便可展开，即便暂时没有，但当其负面的因素被显著呈现出来后，积极的变化也会自然而然。那么回到生猪养殖股，虽然短期存在疫苗中试传言、单月出栏量不及预期（留种）、生猪销售均价偏低、疫情影响等因素扰动，但这些负面因素均大都来自于阶段性的事实或认知，生猪养殖股的长期逻辑并未改变。
- 市场当下的逻辑基本大多来自于阶段性的事实与认知，逆向投资意味着以长期逻辑中最坚实的部分对抗现实的变化。而生猪养殖行业周期逻辑与成长逻辑兼具，非洲猪瘟下本轮周期价格景气高度与持续时间超往轮（7月能繁母猪存栏环比仍大幅下降-8.9%，当前生猪价格突破历史高点），以及未来五年“集中度提升”是生猪养殖股投资坚实的长逻辑，龙头企业具有明确且广阔的市占率提升空间，而出栏量在300-1000万之间的二线龙头企业兼具较高的成长性。生猪养殖股这一长逻辑并不会被“单月出栏量不及预期、疫苗传言、生猪销售均价偏低等”所证伪，非洲猪瘟下养殖门槛进一步提升，即便考虑本轮周期规模企业的出栏量增长，各大生猪养殖公司市占率仍低，行业“集中度提升”空间依旧较大。
- 所以在目前生猪价格景气上行依旧在途，2019年3-4季度乃至2020年价格持续新高是相对比较确定的，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，量增逻辑是未来股价的主要驱动力，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 1: 2019 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	2019/8/24	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级	
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	39.58	2.72	4.49	14.49	8.78	买入	2019/4/26点评
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	69.82	3.74	8.33	16.94	7.61	买入	2019/3/28点评
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	17.84	0.82	2.58	25.07	7.97	买入	2019/5/25点评
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	24.92	1.88	1.56	12.11	14.60	买入	2019/5/25点评
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	27.11	2.13	2.08	13.07	13.38	买入	2019/5/25点评
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	34.97	2.68	2.45	11.43	12.50	买入	2019/5/25点评
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	17.17	2.64	2.70	6.69	6.54	买入	2019/5/25点评
002311.SZ	海大集团	饲料 II	30.05	1.19	1.64	26.91	19.52	买入	2019/5/25点评
002385.SZ	大北农	饲料 II	4.83	0.24	0.54	25.92	11.52	增持	2019/5/25点评
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	13.65	0.83	0.90	16.78	15.48	增持	2019/5/25点评
002548.SZ	金新农	饲料 II	11.23	0.22	1.08	70.73	14.41	增持	2019/5/25点评
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.22	0.58	0.70	7.84	6.50	增持	2019/5/25点评
002567.SZ	唐人神	饲料 II	11.85	0.59	1.59	25.08	9.31	增持	2019/5/25点评
000876.SZ	新希望	饲料 II	17.62	0.73	1.18	28.22	17.46	增持	2019/5/25点评
002100.SZ	天康生物	饲料 II	9.51	0.57	1.13	17.79	8.97	增持	2019/5/25点评
600438.SH	通威股份	饲料 II	14.83	0.82	1.03	18.78	14.95	增持	2019/5/25点评
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	17.15	0.47	0.56	27.23	22.86	增持	2019/5/25点评
603718.SH	海利生物	动物保健 II	13.09	0.08	0.12	170.63	113.75	增持	2019/5/25点评
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	15.13	0.49	0.63	26.20	20.38	增持	2019/5/25点评
002041.SZ	登海种业	种植业	8.96	0.12	0.16	81.17	60.88	增持	2019/5/25点评
600598.SH	北大荒	种植业	9.93	0.61	0.72	17.64	14.94	增持	2019/5/25点评
600201.SH	生物股份	动物保健 II	16.90	0.69	0.85	21.41	17.38	买入	2019/5/25点评
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	5.32	0.73	0.82	17.67	15.73	买入	2019/5/25点评
002588.SZ	史丹利	化学制品	4.09	0.78	0.40	6.33	12.35	增持	2019/5/25点评
002470.SZ	金正大	化学制品	3.23	0.27	0.33	15.22	12.45	买入	2019/5/25点评
000902.SZ	新洋丰	化学制品	11.42	0.76	0.89	13.96	11.92	买入	2019/5/25点评

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%	%
	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	24207	21932	▼ -9.40%	万头
	能繁母猪存栏	2376	2165	▼ -8.88%	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	16.01	▲ 32.20%	元/公斤
祖代鸡	引种数量	6225	3036.00	▼ -51.23%	千克
	全行业营业收入	1033.40	1033.40	▲ 0.00%	亿元
饲料加工行业财务数据	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(%)
人民币汇率	美元兑人民币即期汇率	7.045	7.083	▲ 0.54%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油价格	58.64	59.34	▲ 1.19%	美元/桶
	CBOT玉米主力合约	380.75	367.75	▼ -3.41%	美分/蒲式耳
玉米	大连玉米主力合约	1871	1854	▼ -0.91%	元/吨
	玉米国内现货价	1986.67	1984.17	▼ -0.13%	元/吨
	玉米国内现货与到港价差	-362.73	-160.64	▼ -55.71%	元/吨
	CBOT大豆主力合约	879.75	856.5	▼ -2.64%	美分/蒲式耳
大豆	大连大豆1号主力合约	3388	3405	▲ 0.50%	元/吨
	大豆国内现货价格	3444.21	3444.21	▲ 0.00%	元/吨
	大豆国内现货与到港价差	-456.00	-458.79	▲ 0.61%	元/吨
小麦	CBOT小麦主力合约	477.5	477.75	▲ 0.05%	美分/蒲式耳
	郑州肤质小麦主力合约	2309	2318	▲ 0.39%	元/吨
	小麦现货价格	2289.44	2291.11	▲ 0.07%	元/吨
大米	CBOT糙米主力合约	11.2	10.98	▼ -1.96%	美元/英担
	郑州早籼稻期货价	2616	2574	▼ -1.61%	元/吨
	早籼稻收购价(湖南)	2360	2320	▼ -1.69%	元/吨
	育肥猪配合饲料	3.02	3.02	▲ 0.00%	元/公斤
饲料	肉鸡配合饲料	3.12	3.13	▲ 0.32%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.85	2.86	▲ 0.35%	元/公斤
	进口鱼粉	12.08	12.01	▼ -0.58%	元/公斤
豆粕	大连豆粕主力合约	2877	2948	▲ 2.47%	元/吨
	豆粕国内现价	2959.71	3005.71	▲ 1.55%	元/吨
	豆粕国际价格	303.8	302	▼ -0.59%	美元/吨
氨基酸	国产苏氨酸	6.90	6.9	▲ 0.00%	元/公斤
	国产赖氨酸	6.60	6.60	▲ 0.00%	元/公斤
	国产维生素A	375	370	▼ -1.33%	元/千克
维生素	国产维生素E	50	49	▼ -2.00%	元/千克
	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
糖	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	12370	12205	▼ -1.33%
大宗猪肉	纽约ICE棉花期货价格	60.13	58.21	▼ -3.19%	美分/磅
	棉花现货平均价	13570.77	13549.23	▼ -0.16%	美分/磅
	CBP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	22.42	22.42	▲ 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	944.2	1212.68	▲ 28.43%	元/头
鸡肉	白条鸡	15.00	16.00	▲ 6.67%	元/公斤
	鸡蛋	9.66	10.57	▲ 9.42%	元/公斤
	山东地区毛鸡价格	4.855	5.055	▲ 4.12%	元/斤
鸡苗	烟台地区鸡苗价格	7.35	7.7	▲ 4.76%	元/羽
	鸭苗	鸭苗价格	5.75	5.75	▲ 0.00%
淡水产品	鲤鱼	14	14	▲ 0.00%	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	210	210	▲ 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	101	98.3	▼ -2.67%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	172.3	156	▼ -9.46%	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34周），瘦肉型猪涨至23.51元/公斤（+4.86%），头猪盈利涨至944.2元/头（+28.43%）。

图表3：本周猪价涨至22.42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1212.68元/头



来源：中泰证券研究所

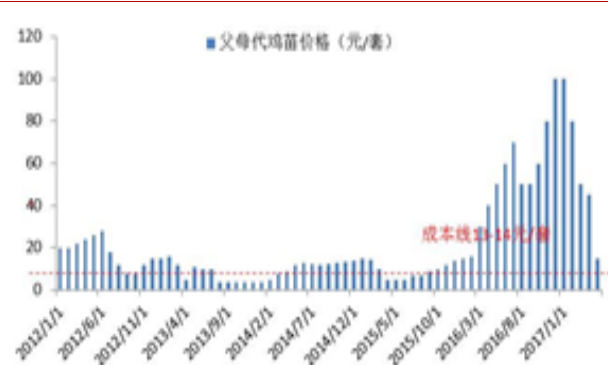
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至7.50元/羽（+7.35%），山东鸭苗价格维持5.75（+0.00%）；山东毛鸡平均收购价涨至5.06元/斤（+4.12%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价仍为15元/公斤（+0.00%）。

图表5：山东毛鸡价格涨至5.06元/斤



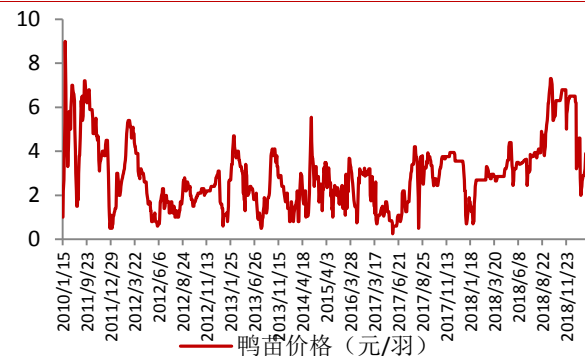
来源：中泰证券研究所

图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



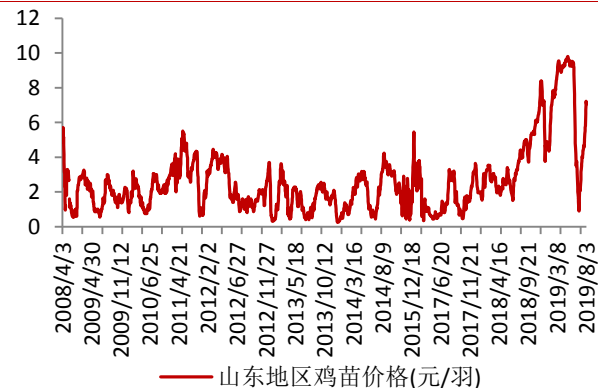
来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格维持5.75元/羽



来源：中泰证券研究所

图表8：鸡苗平均收购价涨至7.50元/羽

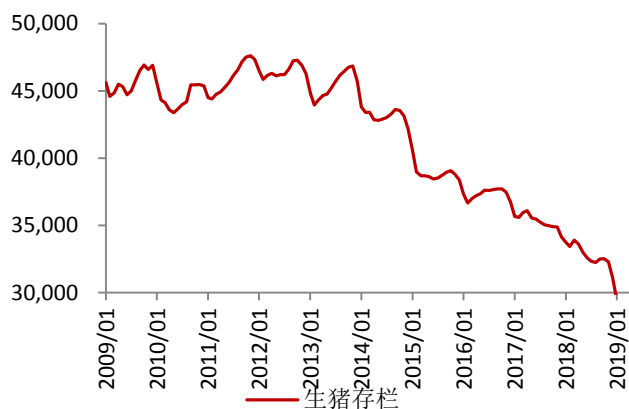


来源：中泰证券研究所

存栏：7月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

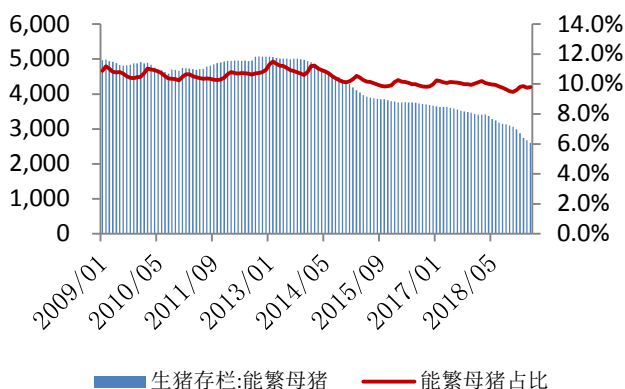
3、存栏：7月底，生猪存栏跌至 21932 万头（-9.40%）；能繁母猪存栏跌至 2165 万头（-8.88%）。

图表 9：7 月底生猪存栏跌至 21932 万头



来源：中泰证券研究所

图表 10：7 月能繁母猪跌至 2165 万头



来源：中泰证券研究所

饲料：各类饲料价格小幅下跌

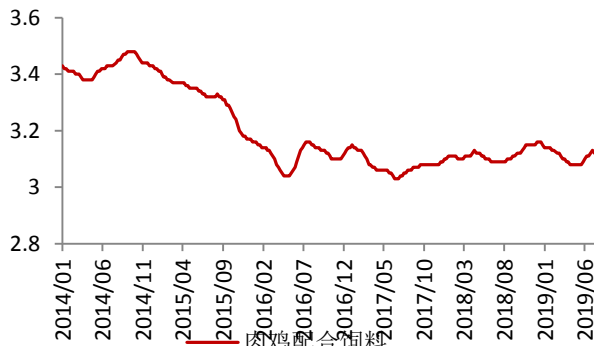
4、饲料：农业部监测数据 8 月（第 34 周），育肥猪配合饲料价格维持 3.02 元/公斤（0.00%），肉鸡配合饲料价格涨至 3.13 元/公斤（+0.32%），蛋鸡配合饲料涨至 2.86 元/公斤（+0.35%）；进口鱼粉价格跌至 12.01 元/公斤（-0.58%）。

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

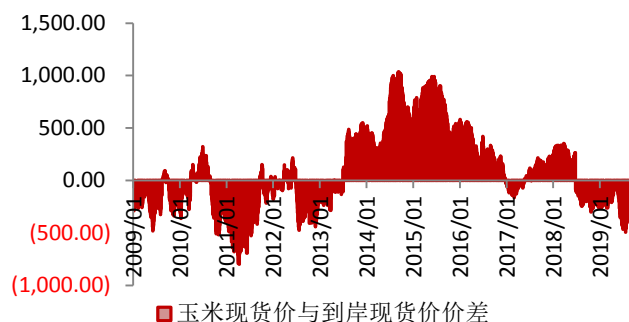


来源：中泰证券研究所

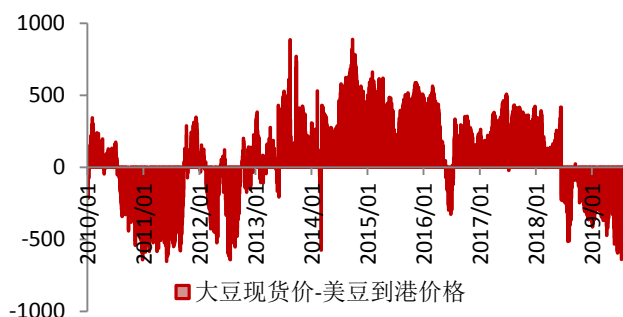
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格跌至 1984.17 元/吨（-0.13%），大豆价格保持 3444.21 元/吨（+0.00%），小麦价格涨至 2289.44 元/吨（+0.24%），早籼稻（长沙）维持 2360 元/吨（+0.00%）。

6、国内期货：玉米价格跌至 1854 元/吨（-0.91%），大豆价格维持 3405 元/吨（+0.50%），小麦价格涨至 2309 元/吨（+0.35%）。

图表 13: 国内现货与玉米到岸价差-160.6 元/吨


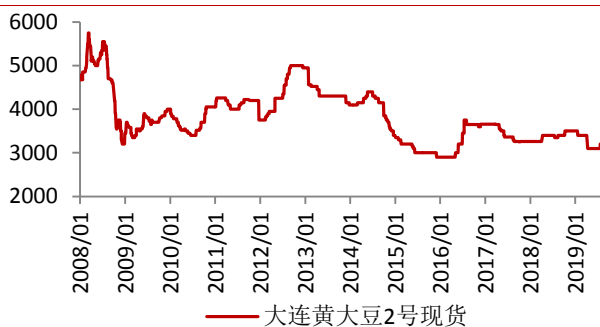
来源: 中泰证券研究所

图表 14: 国内现货价与美豆到港价差-458.79 元/吨


来源: 中泰证券研究所

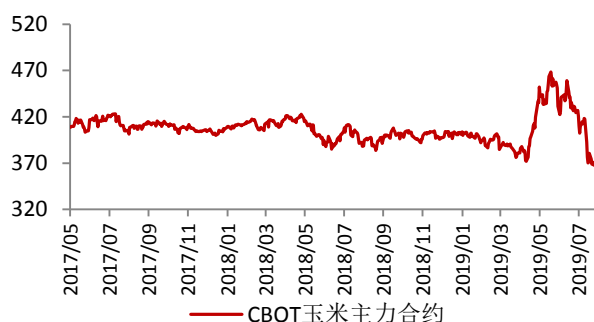
图表 15: 玉米国内现货均价 1984.17 元/吨


来源: 中泰证券研究所

图表 16: 大连黄大豆 2 号为 3200 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 367.75 美分/蒲式耳 (-3.41%)、856.5 美分/蒲式耳 (-2.64%)、477.75 美分/蒲式耳 (+0.05%); 美糙米价格跌至 10.98 美元/英担 (-1.96%)。

图表 17: 美玉米跌至 367.75 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

图表 18: 美大豆跌至 856.5 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

图表 19: 美小麦涨至 477.75 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

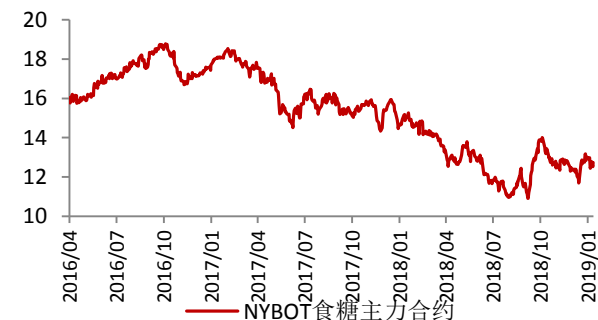
图表 20: 美糙米跌至 10.98 美元/英担


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

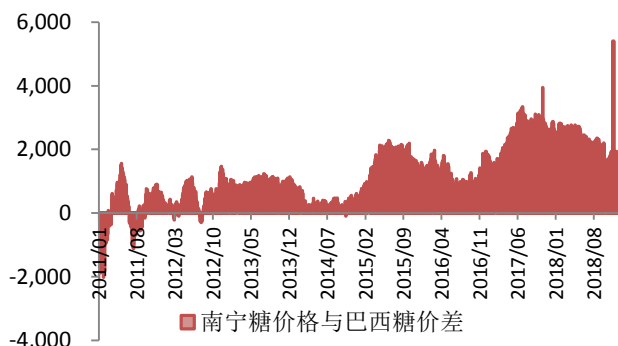

来源: 中泰证券研究所

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 23: 郑州白糖主力合约维持 5074 元/吨


来源: 中泰证券研究所

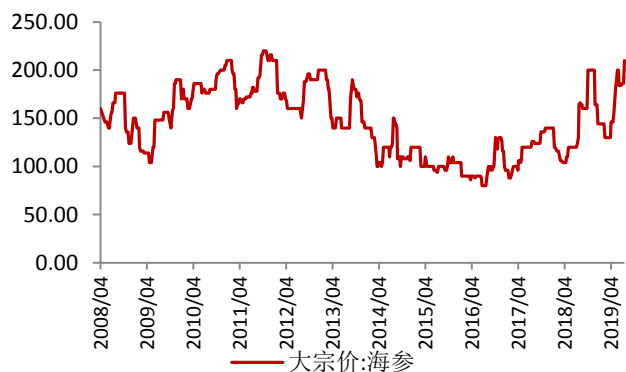
图表 24: 内外白糖价差 1637 元/吨 (配额内)


来源: 中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

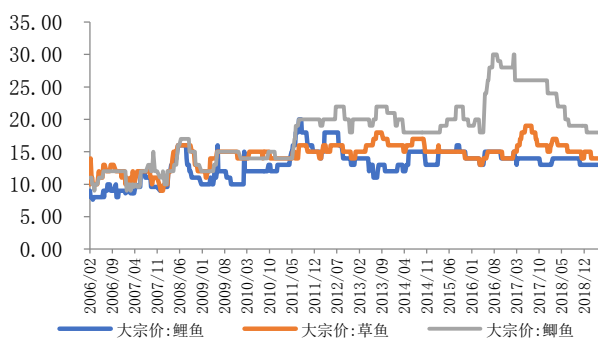
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 210 元/公斤（0.00%），鲍鱼价格维持 148 元/公斤（0.00%），扇贝价格维持 8 元/公斤（0.00%）；鲤鱼价格维持 14 元/公斤（0.00%），草鱼价格维持 15 元/公斤（0.00%），鲫鱼价格维持 18 元/公斤（0.00%）。

图表 25：本周海参价格维持 210 元/公斤



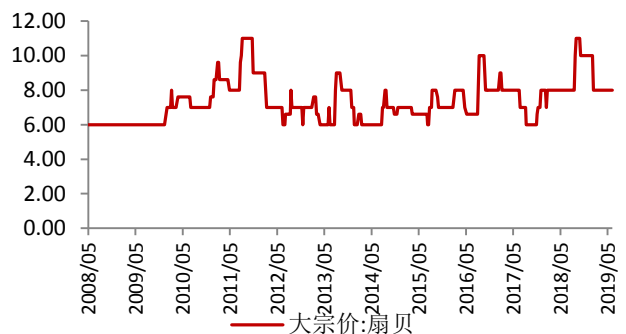
来源：中泰证券研究所

图表 26：本周淡水鱼价格行情



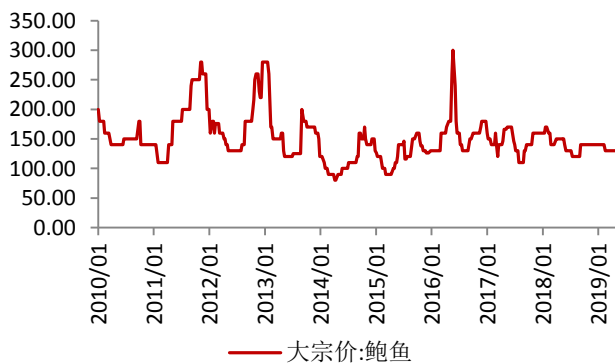
来源：中泰证券研究所

图表 27：威海扇贝价格维持 8 元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表 28：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。