

农林牧渔

对于养猪公司出栏量的思考

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

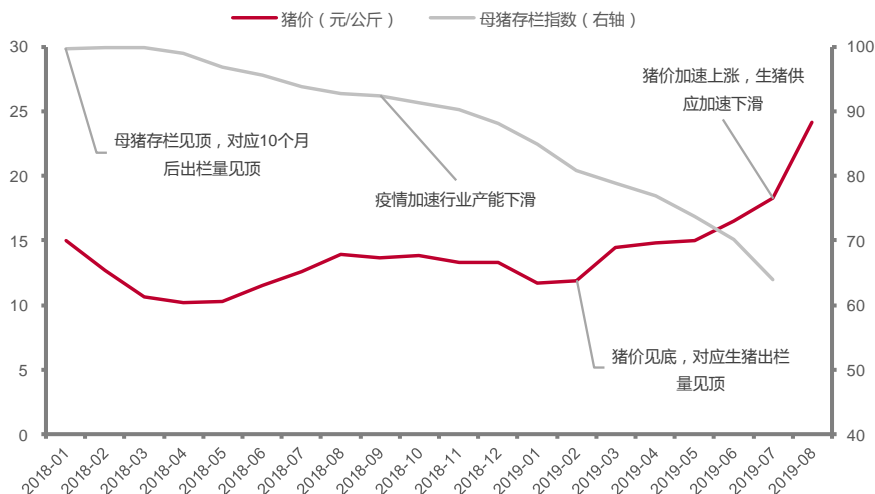
投资要点

受短期出栏环比下滑影响，本周市场对于养猪股担忧明显增强。在此前的文章中我们反复提到，养猪股投资目前进入业绩兑现阶段，当前猪价上涨毫无悬念，所以市场担忧主要集中在出栏量上。本篇文章探究两个问题：（1）月度出栏量对养猪股投资逻辑影响（2）影响公司业绩的关键因素是什么

出栏量：疫情导致行业出栏量大幅下滑，头部企业出栏量仍旧保持领先水平

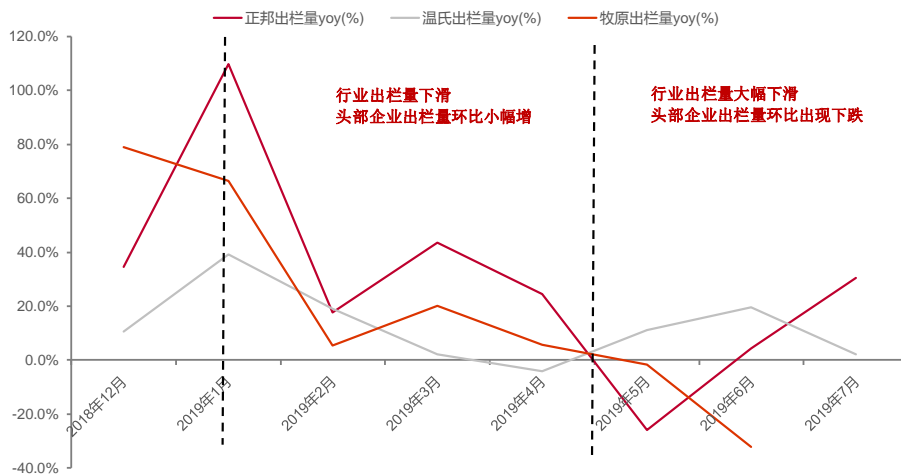
- 本轮周期母猪 2018 年年初见顶下滑（亏损导致），到 2018 年三季度非洲猪瘟疫情加速行业产能去化（产能去化幅度 40%左右）。对应生猪出栏量在 2019 年初达到高点，出栏量从年初至今持续下滑，下半年出栏量下滑幅度显著增加，对应价格飙涨。本轮周期疫情对于行业产能和出栏量的影响巨大，无论是上市公司还是散户都难逃其中，因此我们认为在行业出栏量整体大幅下滑的情况下，上市公司出栏量出现阶段性下滑是非常正常的现象。从下滑的幅度看，5 月之前，行业出栏量已经出现明显下滑，头部企业出栏量依旧能够保持同比小幅上涨的状态，在当前行业产能去化达到 40%状态下，头部企业出栏量仍旧保持稳定已经非常不易（剔除留种影响）。也从侧面验证了在本轮周期中，头部企业的扩张速度和疫情防控水平明显优于行业平均。另一方面，出栏量下滑对应是价格的上涨，疫情防控得当的公司仍旧能够凭借超额出栏量获得行业超额收益。
- 在补栏方面，中报可见头部企业生产性生物资产环比出现提升，当前行业已经进入产能恢复初期，在疫情持续的情况下，头部企业凭借资本、防疫等优势，率先实现产能的恢复，对应后周期市占率提升。我们认为当前阶段寻找产能恢复确定、未来市占率提升明显的标的才是投资的关键，短期的出栏量只是干扰因素，不是投资的关键。

图表 1：行业产能和供给变化情况



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 2：上市公司出栏量 yoy



来源: wind, 中泰证券研究所

业绩测算：母猪产能恢复是关键，2020 年有望实现量价齐升

- 从当前产能去化幅度看，2019 年四季度和 2020 年猪价保持高位运行基本没有悬念，因此出栏量是关键。受疫情影响，三四季度上市公司的出栏量普遍存在一定的压力，但是预计盈利情况依旧良好（单头盈利 1000 元以上问题不大），2020 年出栏量是当前应该关注的核心，对应当前阶段母猪恢复情况。
- 如果按照目前恢复进度，我们预计 2020 年头部企业的出栏量均会出现大幅提升，叠加高猪价实现量价齐升，根据测算看，预计温氏、牧原、正邦三家企业 2020 年业绩有望达到 400/234/92 亿元，对应当前的估值水平仍有翻倍空间。短期月度出栏量是扰动市场情绪的重要因素，市场最悲观的时候是投资的良机，建议积极关注！

图表 3：头部企业业绩测算

		温氏			牧原			正邦		
		出栏量(万头)	头均盈利(元/头)	净利润(亿元)	出栏量(万头)	头均盈利(元/头)	净利润(亿元)	出栏量(万头)	头均盈利(元/头)	净利润(亿元)
生猪养殖业务	Q3	436	879	38.36	223	856	19.10	131	614	8.04
	Q4	400	1300	52.00	350	1300	45.50	180	1200	21.60
	2020年	2500	1000	250.00	2300	1000	230.00	1000	900	90.00
其他	黄鸡	出栏量(亿羽)	只均盈利(元/羽)	净利润(亿元)	其他收益(亿元)			饲料(亿元)		
	Q3	2.4	15	36.00			1			0.4
	Q4	2.4	20	48.00			1			0.4
	2020	10	15	150.00			4			2
净利润(亿元)	Q3			74.36			20.10			8.44
	Q4			100.00			46.50			22.00
	2019E			188.76			65.05			27.69
	2020E			400.00			234.00			92.00
当前市值(亿元)			2128			1641			424	

来源: 中泰证券研究所

- 风险提示：非洲猪瘟疫情导致出栏量降低。

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	归属于行业	2019/9/7	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.sz	温氏股份	畜禽养殖 II	40.33	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	76.02	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	17.41	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	24.96	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	27.19	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	34.90	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	16.89	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	33.28	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.sz	大北农	饲料 II	5.60	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	13.65	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	11.76	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.sh	厦门象屿	物流 II	4.52	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	11.69	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.sz	新希望	饲料 II	18.48	0.73	1.18	28.22	17.46	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	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
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	7.083	7.145	▲ 0.89%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油期货	59.34	60.43	▲ 1.84%	美元/桶
玉米	CBOT玉米主力合约	367.75	369.75	▲ 0.54%	美分/蒲式耳
	大连玉米主力合约	1854	1815	▼ -2.10%	元/吨
	玉米国内现货价	1984.17	1979.79	▼ -0.22%	元/吨
	玉米国内现货与到港价差	-160.64	-160.64	▲ 0.00%	元/吨
大豆	CBOT大豆主力合约	856.5	869	▲ 1.46%	美分/蒲式耳
	大连大豆1号主力合约	3405	3429	▲ 0.70%	元/吨
	大豆国内现货价	3444.21	3453.16	▲ 0.26%	元/吨
	大豆国内现货与到港价差	-458.79	-625.65	▲ 36.37%	元/吨
小麦	CBOT小麦主力合约	477.75	462.5	▼ -3.19%	美分/蒲式耳
	郑州麸质小麦主力合约	2318	2287	▼ -1.34%	元/吨
	小麦现货价	2291.11	2290	▼ -0.05%	元/吨
大米	CBOT糙米主力合约	10.98	11.67	▲ 6.28%	美元/英担
	郑州早稻期货价	2574	2618	▲ 1.71%	元/吨
	早稻稻收购价(湖南)	2320	2320	▲ 0.00%	元/吨
饲料	育肥猪配合饲料	3.02	3.03	▲ 0.33%	元/公斤
	肉鸡配合饲料	3.12	3.14	▲ 0.64%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.85	2.87	▲ 0.70%	元/公斤
	进口鱼粉	12.07	12.01	▼ -0.50%	元/公斤
豆粕	大连豆粕主力合约	2948	2988	▲ 1.36%	元/吨
	豆粕国内现价	3005.71	3080.57	▲ 2.49%	元/吨
	豆粕国际价格	303.4	302	▼ -0.46%	美元/吨
氨基酸	国产苏氨酸	6.90	6.8	▼ -1.45%	元/公斤
	国产赖氨酸	6.60	6.50	▼ -1.52%	元/公斤
	国产维生素A	370	365	▼ -1.35%	元/千克
维生素	国产维生素E	49	49	▲ 0.00%	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
	郑州棉花主力合约	12205	11950	▼ -2.09%	元/吨
棉花	纽约ICE棉花期货价格	58.21	58.83	▲ 1.07%	美分/磅
	棉花现货平均价	13549.23	13066.15	▼ -3.57%	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
	瘦肉型生猪	24.29	25.41	▲ 4.61%	元/公斤
猪价	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
	头猪盈利	1212.68	1409.78	▲ 16.25%	元/头
鸡肉	白羽鸡	16.00	16.00	▲ 0.00%	元/公斤
	鸡蛋	10.57	10.84	▲ 2.55%	元/公斤
鸡苗	山东地区毛鸡价格	5.155	5.065	▼ -1.75%	元/斤
鸭苗	烟台地区鸡苗价格	7.3	8.6	▲ 17.81%	元/羽
	鸭苗价格	5.85	6.55	▲ 11.97%	元/羽
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	10	▲ 25.00%	元/公斤
橙汁	NYBOT橙汁	98.3	103.75	▲ 5.54%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	156	159.2	▲ 2.05%	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

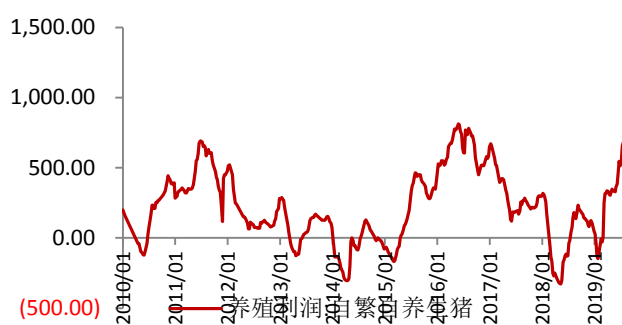
猪价：9月（总第36周），瘦肉型猪维持23.51元/公斤（0.00%），头猪盈利涨至1550.91元/头（+10.01%）。

图表3：本周猪价维持23.51元/公斤



来源：中泰证券研究所

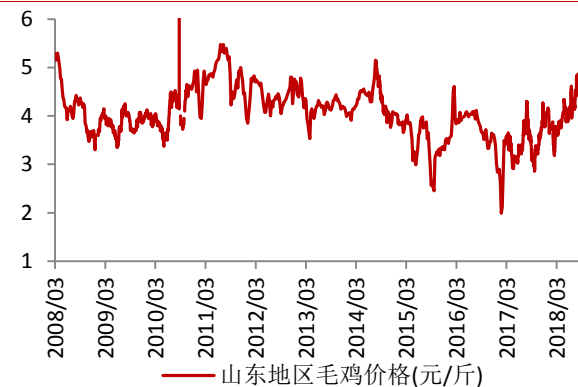
图表4：本周自繁自养头猪盈利涨至1550.91元/头



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8.13元/羽（+0.62%），山东鸭苗价格涨至6.95（+6.11%）；山东毛鸡平均收购价跌至4.76元/斤（-5.65%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价涨至18.4元/公斤（+15.00%）。

图表5：山东毛鸡价格跌至4.76元/斤



来源：中泰证券研究所

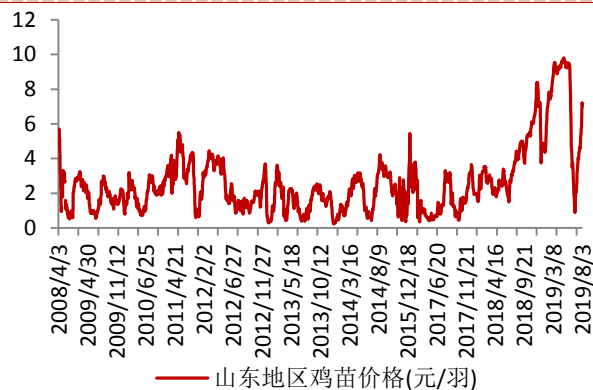
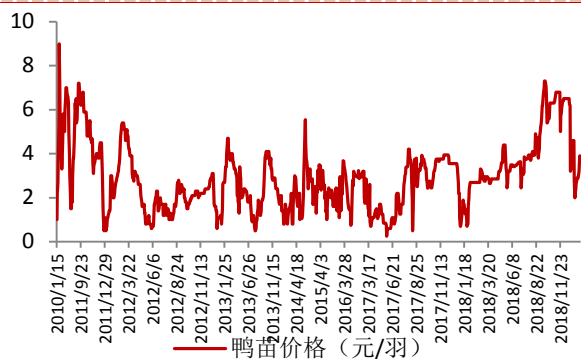
图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格涨至6.95元/羽

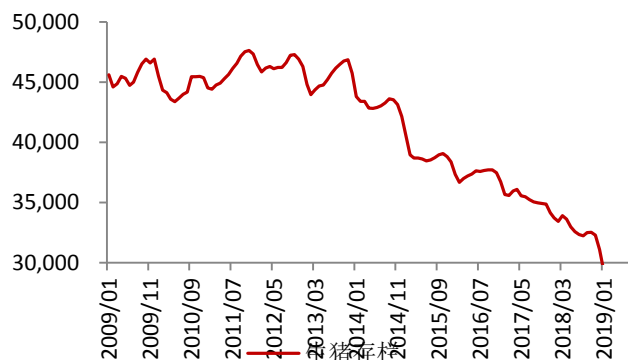
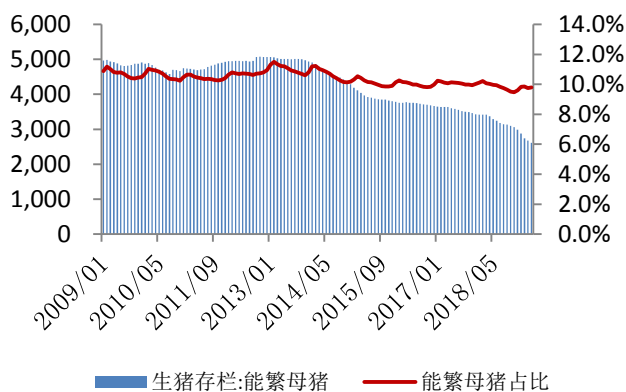
图表8：鸡苗平均收购价涨至8.13元/羽



来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

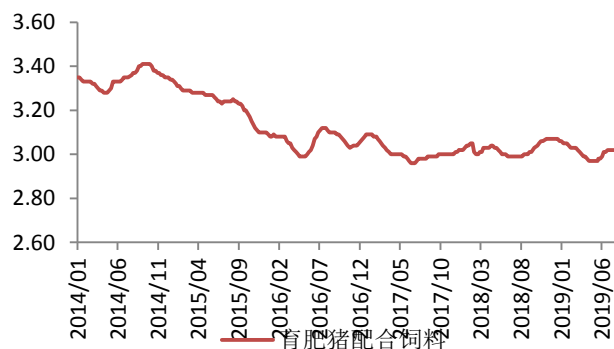
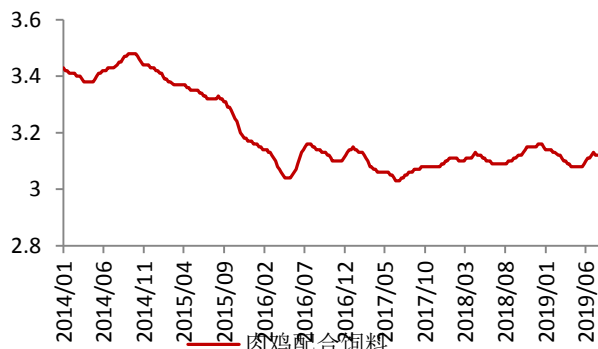
存栏：7月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降
3、存栏：7月底，生猪存栏跌至 21932 万头（-9.40%）；能繁母猪存栏跌至 2165 万头（-8.88%）。

图表9：7月底生猪存栏跌至21932万头

图表10：7月能繁母猪跌至2165万头


来源：中泰证券研究所

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9月（第36周），育肥猪配合饲料价格涨至 3.04 元/公斤（+1.0%），肉鸡配合饲料价格涨至 3.15 元/公斤（+0.3%），蛋鸡配合饲料涨至 2.88 元/公斤（+1.1%）；进口鱼粉价格跌至 12.01 元/公斤（-0.50%）。

图表11：育肥猪配合料涨至3.04元/公斤

图表12：肉鸡配合饲料价格涨至3.15元/公斤


来源：中泰证券研究所

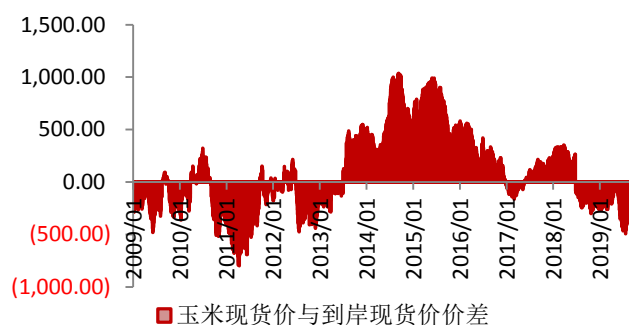
来源：中泰证券研究所

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 1973.96 元/吨（-0.29%），大豆价格维持 3453.16 元/吨（+0.00%），小麦价格涨至2292.22 元/吨（+0.10%），早籼稻（长沙）涨至2380元/吨（+2.586%）。

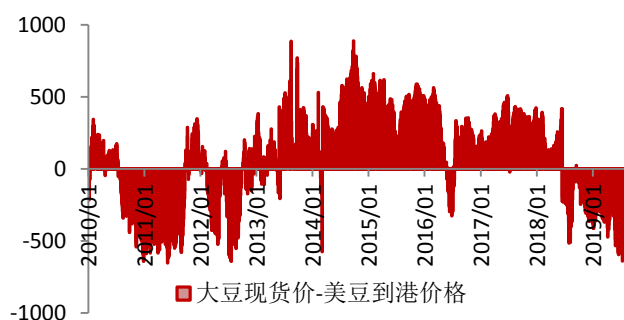
6、国内期货：玉米价格维持 1815 元/吨（+0.00%），大豆价格跌至 3417 元/吨（-0.35%），小麦价格维持 2287 元/吨（+0.00%）。

图表 13：国内现货与玉米到岸价差-227.27 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-596.9 元/吨



来源：中泰证券研究所

图表 15：玉米国内现货均价 1973.96 元/吨



来源：中泰证券研究所

图表 16：大连黄大豆 2 号为 3888 元/吨

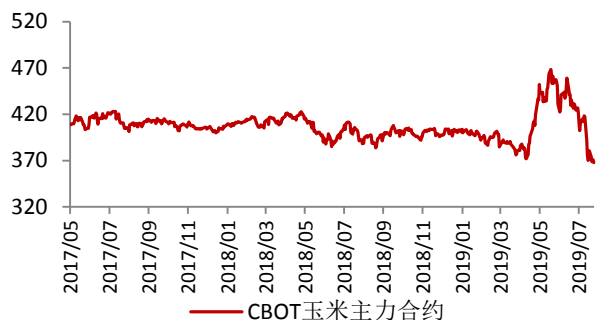


来源：中泰证券研究所

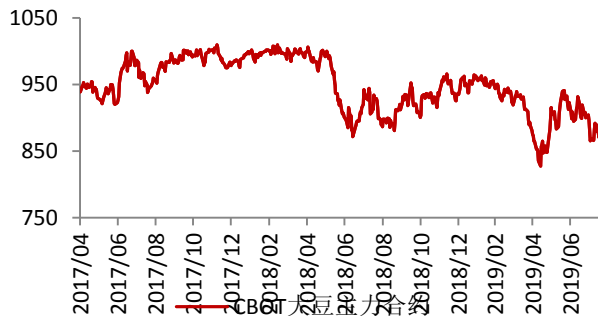
7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 369.75 美分/蒲式耳（+0.00%）、857.75 美分/蒲式耳（-1.29%）、462.5 美分/蒲式耳（+0.00%）；美糙米价格维持 11.67 美元/英担（+0.00%）。

图表 17：美玉米维持 369.75 美分/蒲式耳

图表 18：美大豆跌至 857.75 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：美小麦维持462.5美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

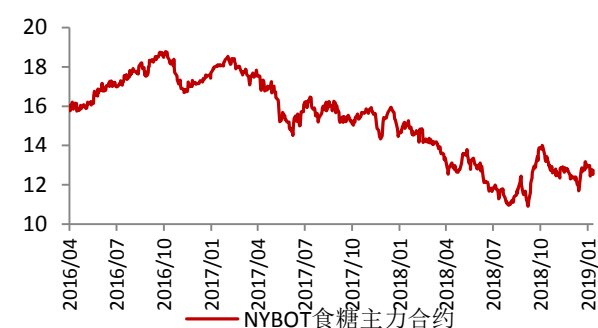
图表20：美糙米维持11.67美元/英担


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（0.00%）；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

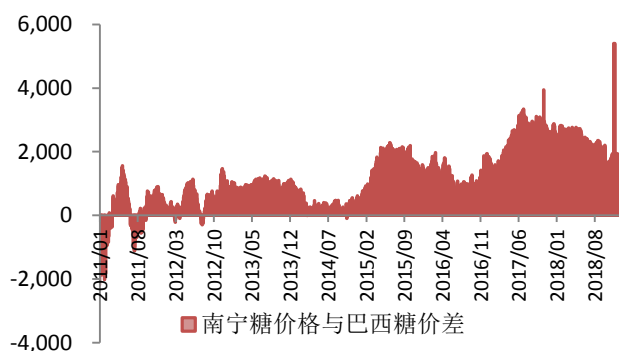

来源：中泰证券研究所

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）


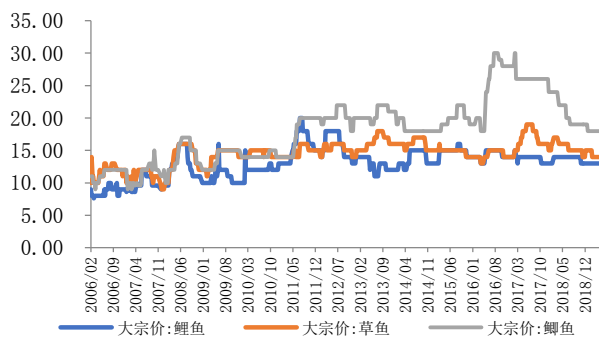
来源：中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

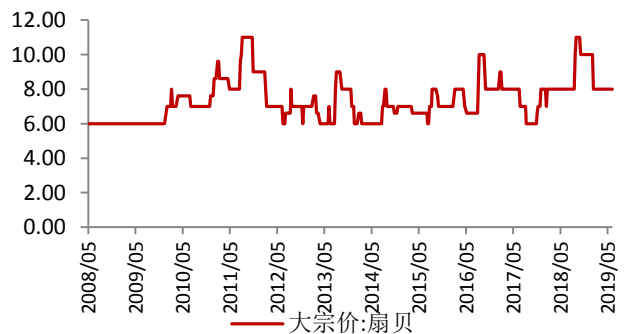
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 210 元/公斤（0.00%），鲍鱼价格维持 148 元/公斤（0.00%），扇贝价格维持 10 元/公斤（0.00%）；鲤鱼价格维持 14 元/公斤（0.00%），草鱼价格维持 15 元/公斤（0.00%），鲫鱼价格维持 18 元/公斤（0.00%）。

图表 26：本周海参价格维持 210 元/公斤

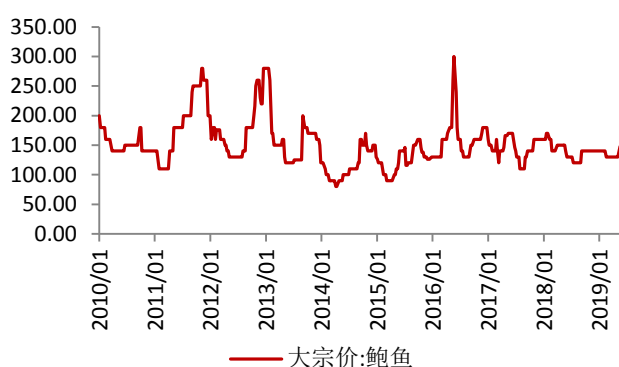

来源：中泰证券研究所

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 10 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

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。