

农林牧渔

牧原新高下对生猪养殖股四季度走势的思考

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）上周牧原股份股价创历史新高，而板块内其他个股走势则相对偏弱，如何理解市场的内在逻辑？（2）考虑各生猪养殖公司2020年出栏量与利润兑现，如何看待当前四季度生猪养殖股的走势？

负面因素已显著呈现，三季报披露后积极的变化逐渐展开，考虑利润兑现的确定性，个股走势分化

- 大部分事物都可以有不同的角度和理解，市场多种逻辑亦会交互出现，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，市场所担忧的行业负面因素目前已经显著呈现：（1）市场对疫苗的担忧正逐步消除，其负面解读已经充分体现；（2）下半年开始，单月出栏量普遍偏低是为了大规模留种，2020年出栏高增可期；（3）疫情影响仍存，9月生猪、能繁存栏仍然环比双降，供给持续缩减。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，随着三季报披露后，积极的变化正逐渐展开（个别公司生产性生物资产环比大幅增加，完全成本可控），个股走势分化。
- 市场当前追求的是生猪养殖股利润兑现的确定性，在2020年猪价持续新高是相对比较确定的情况下，生猪价格已不是影响股价的核心指标，周期逻辑已经结束并转向成长，市场最为关注的是上市公司的“2019年底能繁母猪存栏量”以及“完全成本管控情况”。所以从目前三季报的已披露情况来看，牧原不论是留种规模（预计2019年底能繁母猪存栏达到130万以上），成本管控（2019年三季度商品肉猪完全成本约为14.04元/千克，全行业依旧最低），还是2020年出栏预期上（预计2020年生猪出栏2500万头），均构建了自身区别于行业的护城河，2020年利润兑现的确定性较高。

图表1：负面因素已显著呈现，三季报披露后积极的变化逐渐展开，考虑利润兑现的确定性，个股走势分化



来源：Wind，中泰证券研究所

周期逻辑已经结束并转向成长，四季度市场预期差依旧来自于能繁母猪存栏量

- 目前不断新高的猪价对股价的提振非常有限，市场在价格上已无分歧，生猪养殖股周期逻辑已经结束并转向成长，未来一定是得母猪者得天下，四季度市场预期差依旧来自于各公司 2019 年底的能繁母猪存栏量。所以当前生猪养殖股周期逻辑已经结束的情况下，利润兑现（出栏量增长、完全成本管控）是未来股价的主要驱动力，考虑各大生猪养殖公司 2020 年出栏量增长与完全成本管控的兑现程度，**龙头猪企利润兑现的确定性更强。**
- 所以在目前生猪价格景气上行依旧在途，2019 年 4 季度至 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 2: 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	2019/10/19	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	36.80	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	87.30	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	15.01	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	25.51	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	26.47	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	33.25	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	16.23	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	30.70	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	4.60	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	12.32	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	10.53	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.20	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	9.16	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	18.06	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	10.09	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	12.10	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	18.82	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	12.10	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	14.97	0.49	0.63	26.20	20.38	增持
002041.SZ	登海种业	种植业	8.22	0.12	0.16	81.17	60.88	增持
600598.SH	北大荒	种植业	9.54	0.61	0.72	17.64	14.94	增持
600201.SH	生物股份	动物保健 II	19.10	0.69	0.85	21.41	17.38	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	15.78	0.73	0.82	17.67	15.73	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	3.92	0.78	0.40	6.33	12.35	增持
002470.SZ	金正大	化学制品	2.96	0.27	0.33	15.22	12.45	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	8.84	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	3.00	▲ 42.86%	%
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	19783	19190	▼ -3.00%	万头
	能繁母猪存栏	1968	1913	▼ -2.79%	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	20.27	▲ 67.38%	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	7.100	7.083	▼ -0.25%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油价格	#N/A	#N/A	#N/A	美元/桶
	CBOT玉米主力合约	#N/A	371.5	▲ 0.00%	美分/蒲式耳
玉米	大连玉米主力合约	#N/A	1815	▲ 0.00%	元/吨
	玉米国内现货价	1911.04	1919.58	▲ 0.45%	元/吨
	玉米国内现货与到港价差	-314.68	-313.84	▼ -0.27%	元/吨
大豆	CBOT大豆主力合约	#N/A	883	▲ 0.00%	美分/蒲式耳
	大连大豆1号主力合约	#N/A	3348	▲ 0.00%	元/吨
	大豆国内现货价	3547.89	3534.74	▼ -0.37%	元/吨
小麦	大豆国内现货与到港价差	-763.65	-801.44	▲ 4.95%	元/吨
	CBOT小麦主力合约	#N/A	487.25	▲ 0.00%	美分/蒲式耳
	郑州麸质小麦主力合约	#N/A	2362	▲ 0.00%	元/吨
大米	小麦现货价	2315	2336.11	▲ 0.91%	元/吨
	CBOT糙米主力合约	#N/A	12.155	▲ 0.00%	美元/英担
	郑州早稻稻期现价	#N/A	2831	▲ 0.00%	元/吨
饲料	早稻收购价(湖南)	2400	2400	▲ 0.00%	元/吨
	育肥猪配合饲料	3.06	3.07	▲ 0.33%	元/公斤
	肉鸡配合饲料	3.16	3.16	▲ 0.00%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.9	2.9	▲ 0.00%	元/公斤
豆粕	进口鱼粉	11.97	11.93	▼ -0.33%	元/公斤
	大连豆粕主力合约	#N/A	0.000133568	#N/A	元/吨
	豆粕国内现价	3155.71	3162.86	▲ 0.23%	元/吨
氨基酸	豆粕国际价格	315	302.9	▼ -3.84%	美元/吨
	国产苏氨酸	6.70	6.7	▲ 0.00%	元/公斤
维生素	国产赖氨酸	6.45	6.45	▲ 0.00%	元/公斤
	国产维生素A	335	325	▼ -2.99%	元/千克
	国产维生素B	43.5	43.5	▲ 0.00%	元/千克
糖	维生素B1	177.5	172.5	▼ -2.82%	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
棉花	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	#N/A	11875	▲ 0.00%	元/吨
	纽约ICE棉花期货价格	#N/A	60.9	▲ 0.00%	美分/磅
大宗猪肉	棉花现货平均价	12680	12785.38	▲ 0.83%	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	33.75	35.13	▲ 4.09%	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
鸡肉	自繁自养养殖盈利	2113.49	2465.86	▲ 16.67%	元/头
	白羽鸡	17.50	17.50	▲ 0.00%	元/公斤
鸡蛋	鸡蛋	9.22	10.11	▲ 9.65%	元/公斤
	山东地区毛鸡价格	5.44	5.865	▲ 7.81%	元/斤
鸭苗	烟台地区鸡苗价格	10.8	10.8	▲ 0.00%	元/羽
	鸭苗价格	7.15	7.45	▲ 4.20%	元/羽
淡水产品	鳊鱼	13	13	▲ 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	120	120	▲ 0.00%	元/公斤
	扇贝	10	10	▲ 0.00%	元/公斤
橙汁	NYBOT橙汁	#N/A	99.85	▲ 0.00%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	151	149.9	▼ -0.73%	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：10月（总第42周），瘦肉型猪涨至35.13元/公斤（+4.09%），头猪盈利涨至2465.86元/头（+16.67%）。

图表4：本周猪价涨至35.19元/公斤



来源：中泰证券研究所

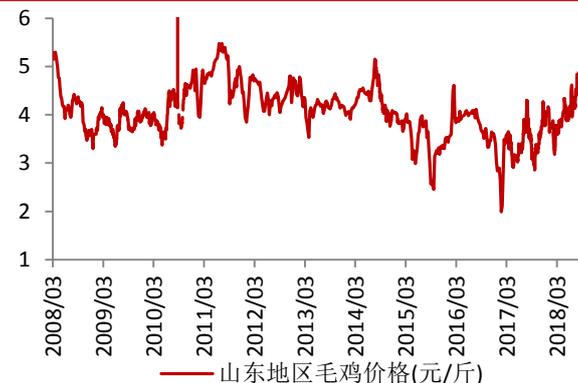
图表5：本周自繁自养头猪盈利涨至2465.86元/头



来源：中泰证券研究所

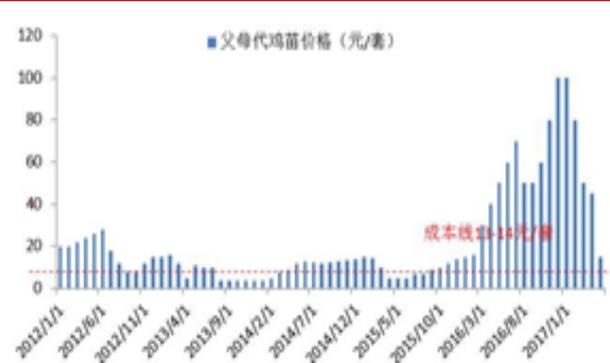
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格跌至10.48元/羽（-0.48%），山东鸭苗价格涨至7.45（+4.20%）；山东毛鸡平均收购价涨至5.87元/斤（+7.81%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价维持17.5元/公斤（0.00%）。

图表6：山东毛鸡价格涨至5.87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



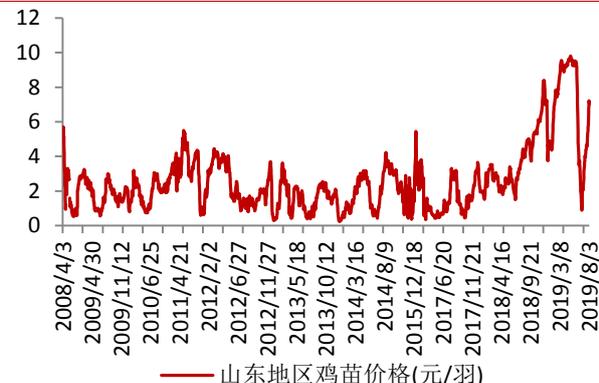
来源：中泰证券研究所

图表8：鸭苗价格涨至7.45元/羽



来源：中泰证券研究所

图表9：鸡苗平均收购价跌至10.48元/羽

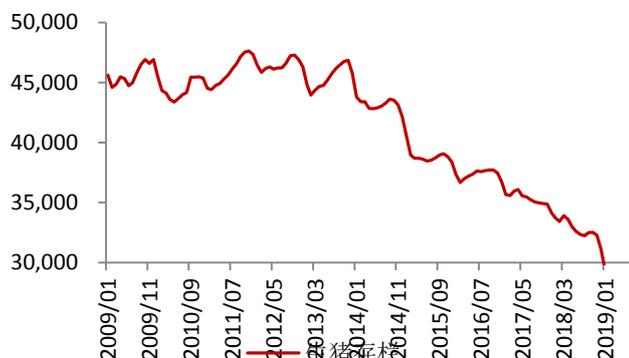


来源：中泰证券研究所

存栏：7月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

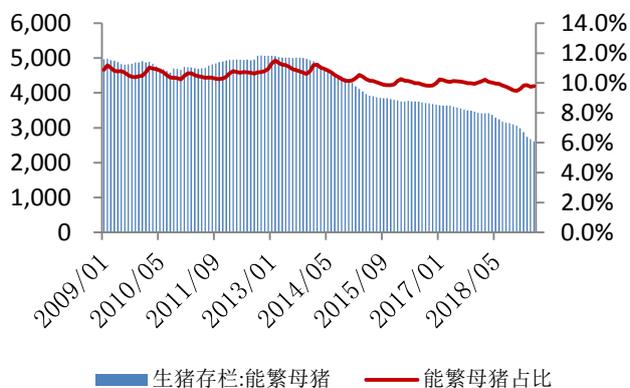
3、存栏：8月底，生猪存栏跌至 19783 万头（-9.80%）；能繁母猪存栏跌至 1968 万头（-9.10%）。

图表 10：7 月底生猪存栏跌至 19783 万头



来源：中泰证券研究所

图表 11：7 月能繁母猪跌至 1968 万头

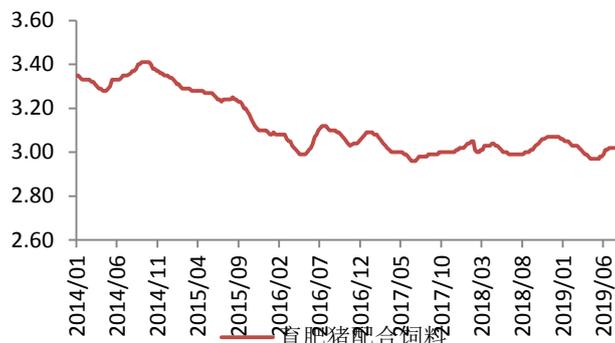


来源：中泰证券研究所

饲料：各类饲料价格小幅下跌

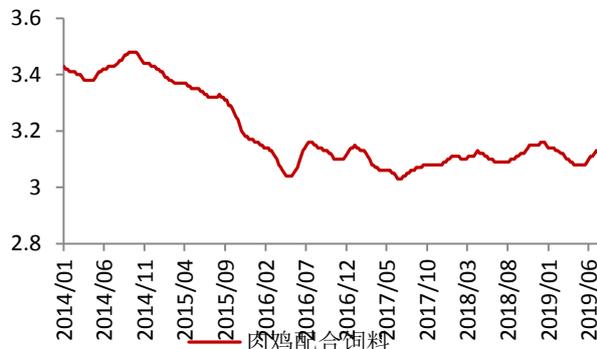
4、饲料：农业部监测数据 10 月（第 41 周），育肥猪配合饲料价格维持 3.07 元/公斤（+0.00%），肉鸡配合饲料价格跌至 3.16 元/公斤（-0.32%），蛋鸡配合饲料维持 2.90 元/公斤（0.00%）；进口鱼粉价格跌至 11.93 元/公斤（-0.33%）。

图表 12：育肥猪配合料维持 3.07 元/公斤



来源：中泰证券研究所

图表 13：肉鸡配合饲料价格跌至 3.16 元/公斤



来源：中泰证券研究所

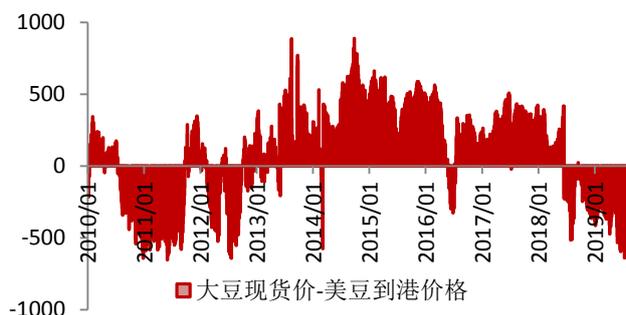
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格跌至 1919.58 元/吨（+0.45%），大豆价格跌至 3534.74 元/吨（-0.37%），小麦价格涨至 2336.11 元/吨（+0.91%），早籼稻（长沙）维持 2400 元/吨（+0.00%）。

6、国内期货：玉米价格维持 1815 元/吨（0.00%），大豆价格维持 3348 元/吨（0.00%），小麦价格维持 2362 元/吨（0.00%）。

图表 14: 国内现货与玉米到岸价差-313.84 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-801.44 元/吨


来源：中泰证券研究所

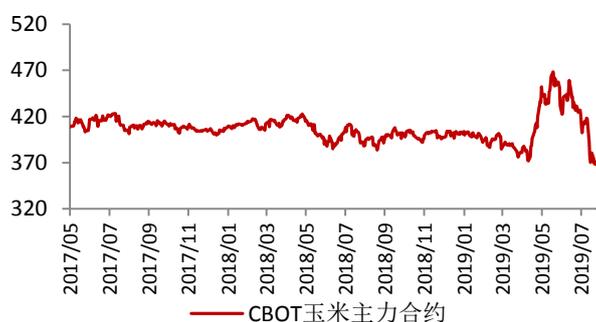
图 16: 玉米国内现货均价 1919.58 元/吨


来源：中泰证券研究所

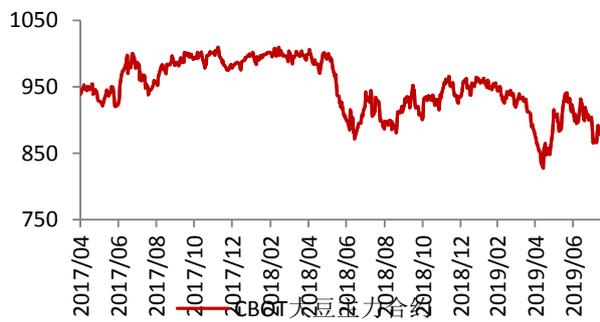
图表 17: 大连黄大豆 2 号为 3547.89 元/吨


来源：中泰证券研究所

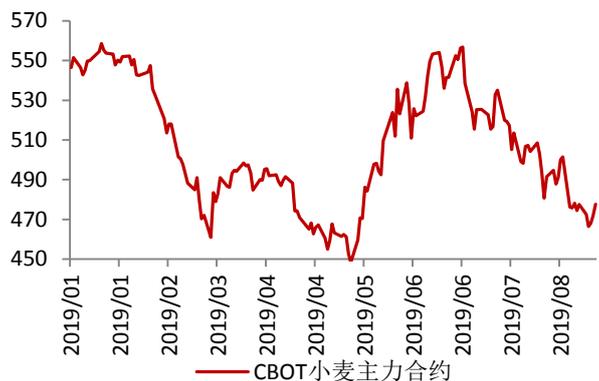
7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 371.5 美分/蒲式耳 (0.00%)、883 美分/蒲式耳 (+0.00%)、487.25 美分/蒲式耳 (0.00%)；美糙米价格维持 12.155 美元/英担 (0.00%)。

图表 18: 美玉米维持 371.5 美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

图表 19: 美大豆维持 883 美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

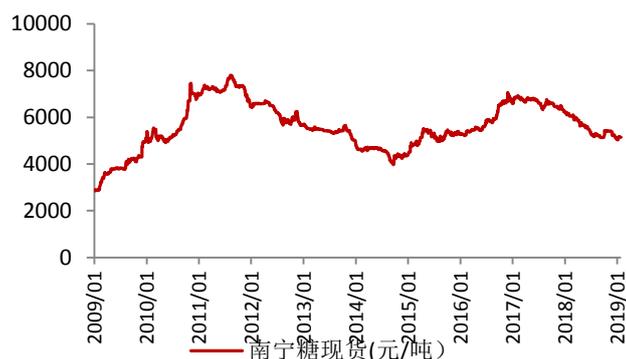
图表 20: 美小麦维持 487.25 美分/蒲式耳


来源: 中泰证券研究所

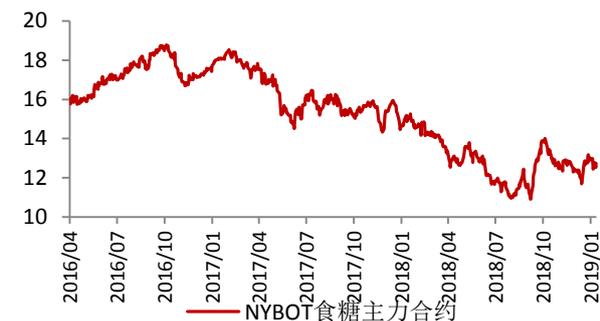
图表 21: 美糙米维持 12.155 美元/英担


来源: 中泰证券研究所

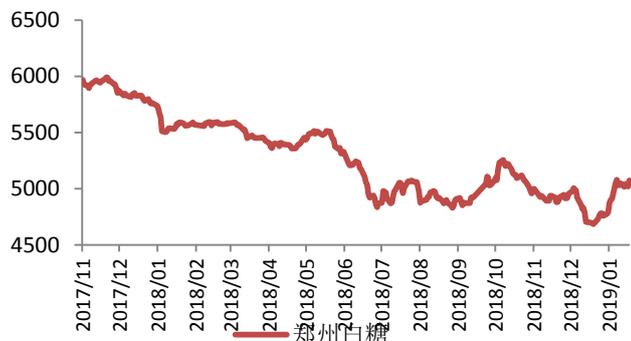
8、糖: NYBOT 食糖主力合约维持 12.73 美分/磅 (0.00%); 南宁糖现货维持 5145 元/吨 (0.00%); 郑州白糖维持 5074 元/吨 (0.00%)。

图表 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: 郑州白糖主力合约维持 5074 元/吨


来源: 中泰证券研究所

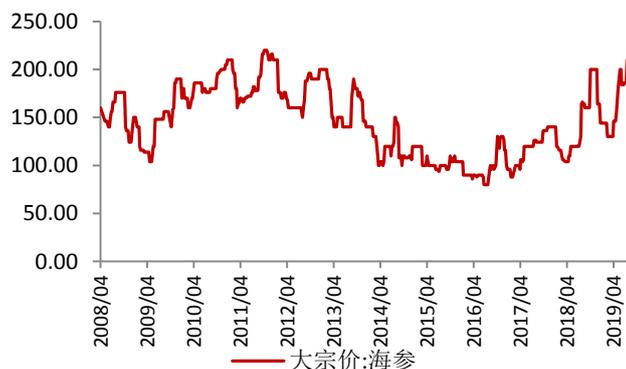
图表 25: 内外白糖价差 1637 元/吨 (配额内)


来源: 中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

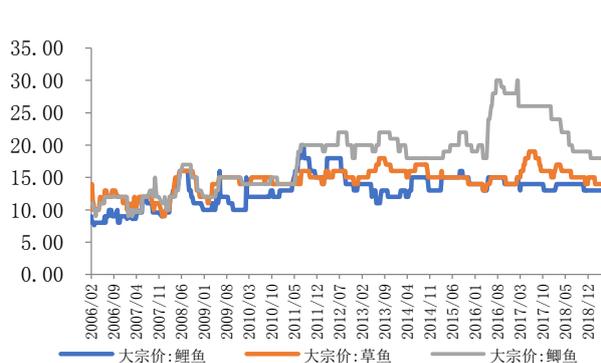
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 210 元/公斤（0.00%），鲍鱼价格维持 120 元/公斤（0.00%），扇贝价格维持 10 元/公斤（0.00%）；鲤鱼价格维持 13 元/公斤（0.00%），草鱼价格维持 15 元/公斤（0.00%），鲫鱼价格维持 18 元/公斤（0.00%）。

图表 26：本周海参价格维持 210 元/公斤



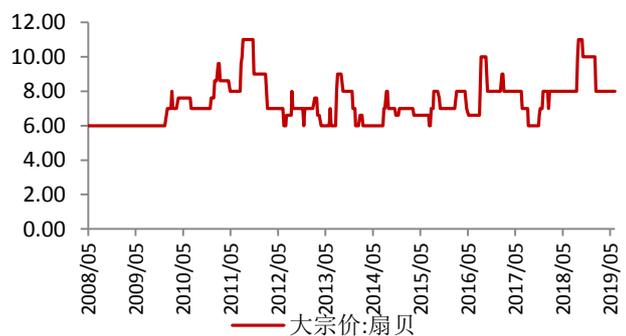
来源：中泰证券研究所

图表 27：本周淡水鱼价格行情



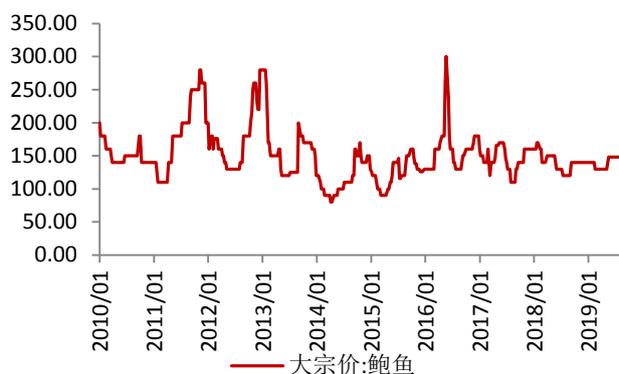
来源：中泰证券研究所

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 120 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。