

## 农林牧渔

## 牧原持续新高下对当前生猪养殖股内在逻辑的思考

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）本周牧原股份股价继续创历史新高，如何理解当前生猪养殖股的内在逻辑？（2）当前时点考虑2020年的利润兑现程度，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？

**生猪养殖行业属于产品同质化的“共性行业”，适合优势企业迅速发展，应选取行业最低成本和较高管理能力的龙头企业**

- 行业有“个性”和“共性”之分，双方各有优劣：一般来说，共性行业的防御低进攻性强，比较适合优势企业迅速发展；个性行业防御高进攻性弱，但不容易快速扩大。所以共性行业应选行业最低成本和较高管理能力的龙头企业；而个性行业可以接受非龙头和低管理，但必须对其赢利能力和回报前景以及占属市场的发展有较高的要求。
- 对于生猪养殖行业来说，其销售的生猪产品是同质化的，在品牌及产品内涵不具备独特的个性，属于“共性行业”，行业内比拼的是公司成本水平和管理能力，适合优势企业迅速发展。且从行业体量大小和集中度高低来看，虽然受猪周期因素制约，但生猪养殖行业体量巨大、集中度亟待提升，每年近7亿头生猪的消费量市场足以支撑巨型公司形成；而超低集中度则令行业内的优势企业不容易受景气和宏观经济与行业政策的影响，对行业影响的任何因素都有可能演变为优势企业的利好，因为坏的因素总是最早作用于弱势企业，使之进一步丧失与优势企业的抗衡能力。
- 而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，市场的预期差来自于各公司2019年底的能繁母猪存栏量。所以在当前考虑“猪价新高→利润兑现”的时期，我们认为各生猪养殖公司的走势将逐步分化、去伪存真：（1）公司+农户模式对农户育肥端的疫情管控能力弱，自繁自养模式在隔绝疫情方面有天然优势；（2）疫情影响犹存，规模化进程加速，未来行业内比拼的是公司成本水平和管理能力，能够顺利兑现出栏量的优势企业将赢者通吃，外购仔猪模式的企业将逐步沦为类似于“二级经销商”。（3）长逻辑来看，生猪养殖行业本质上属于产品高度同质化的“共性行业”，而出于防疫、环保、养殖效率、重资产投入等因素考虑，未来行业将出现集中度提升、散户挤出效应，天然适合行业内优势企业快速扩张，足以支撑巨型公司形成。

**当前时点考虑2020年的利润兑现程度，生猪养殖股存在两条投资主线：（1）产能扩张迅速，未来成长性强；（2）负面因素显著呈现，当前估值较低**

- 当前周期逻辑已经结束，而此次生猪养殖股的第三波行情，反映了两种不同的投资逻辑：（1）公司在行业普遍受非洲猪瘟影响下抓住机遇迅速扩张，具备较强的成长性，2020年出栏能够同比大幅度增长，且成本管控领先行业，代表公司：牧原股份。所以近期牧原股价继续创历史新高，在生猪养殖这个“共性行业”中，市场对公司行业最低成本和较高管理能力予以高估值溢价；（2）公司股价中三季报利润兑现不及预期、单月出栏量数据不及预期、外购仔猪等负面因素已经显著呈现，只要生产性生物资产（能繁母猪存栏量）三季度环比回升较大，且前期股价调整较多，按照2020年出栏计算的当前静态估值较为便宜，市场近期也给予了此类公司一定的估值提升，代表公司：正邦科技。
- 但从本质上来说，在生猪养殖这个“共性行业”中，非洲猪瘟犹如一块试金石，深度检验了各公司的成本水平、管理能力和反脆弱性。尼采说过“但凡杀不死我的，只会令我更加强大”，“反脆弱性”是塔勒布所提出的一个概念，指的是：有些事情能从冲击中受益，当暴露在波动性、随机性、混乱和压力、风险和不确定性下时，它们反而能茁壮成长和壮大。所以这也解释了近期为何牧原股价能够不断再创新高，而其他生猪养殖公司股价虽

有反弹，但却也未能突破前期高点。

- 总体来说，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 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	2019/10/26	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	41.03	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	99.73	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	17.99	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	33.78	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	29.81	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	39.50	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	18.73	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	32.80	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	4.93	0.24	0.54	25.92	11.52	增持
603609.SH	禾丰牧业	饲料 II	13.89	0.83	0.90	16.78	15.48	增持
002548.SZ	金新农	饲料 II	11.39	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.SH	厦门象屿	物流 II	4.19	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	10.94	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	20.99	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	10.86	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	12.87	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	21.18	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	11.99	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	15.49	0.49	0.63	26.20	20.38	增持
002041.SZ	登海种业	种植业	8.28	0.12	0.16	81.17	60.88	增持
600598.SH	北大荒	种植业	9.81	0.61	0.72	17.64	14.94	增持
600201.SH	生物股份	动物保健 II	19.56	0.69	0.85	21.41	17.38	买入
600195.SH	中牧股份	动物保健 II	16.33	0.73	0.82	17.67	15.73	买入
002588.SZ	史丹利	化学制品	3.93	0.78	0.40	6.33	12.35	增持
002470.SZ	金正大	化学制品	2.98	0.27	0.33	15.22	12.45	买入
000902.SZ	新洋丰	化学制品	8.83	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					
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
	大豆国内现货与到港价差	-763.65	-801.44	▲ 4.95%	元/吨
小麦	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
	小麦现货价	2315	2336.11	▲ 0.91%	元/吨
大米	CBOT糙米主力合约	#N/A	12.155	▲ 0.00%	美元/英担
	郑州早稻期货价	#N/A	2831	▲ 0.00%	元/吨
	早稻收购价(湖南)	2400	2400	▲ 0.00%	元/吨
饲料	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
	进口鱼粉	11.97	11.93	▼ -0.33%	元/公斤
豆粕	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
	豆粕国际价格	315	302.9	▼ -3.84%	美元/吨
氨基酸	国产苏氨酸	6.70	6.7	▲ 0.00%	元/公斤
	国产赖氨酸	6.45	6.45	▲ 0.00%	元/公斤
维生素	国产维生素A	335	325	▼ -2.99%	元/千克
	国产维生素E	43.5	43.5	▲ 0.00%	元/千克
	维生素B1	177.5	172.5	▼ -2.82%	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	#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
	棉花现货平均价	12680	12785.38	▲ 0.83%	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	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
自繁自养养殖盈利	头猪盈利	2113.49	2465.86	▲ 16.67%	元/头
鸡肉	白羽鸡	17.50	17.50	▲ 0.00%	元/公斤
	鸡蛋	9.22	10.11	▲ 9.65%	元/公斤
鸡苗	山东地区毛鸡价格	5.44	5.865	▲ 7.81%	元/斤
	烟台地区鸡苗价格	10.8	10.8	▲ 0.00%	元/羽
鸭苗	鸭苗价格	7.15	7.45	▲ 4.20%	元/羽
淡水产品	鲤鱼	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43周），瘦肉型猪涨至40.02元/公斤（+12.8%），头猪盈利涨至2874.17元/头（+16.56%）。

图表3：本周猪价涨至40.02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2874.17元/头



来源：中泰证券研究所

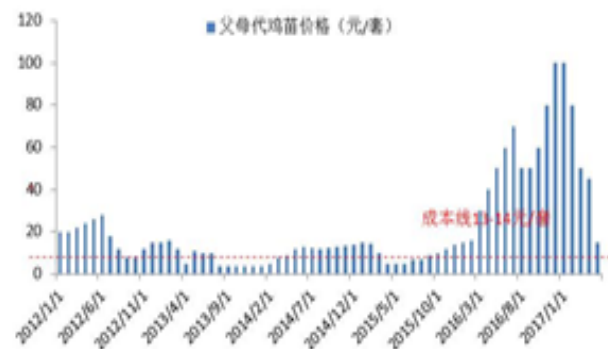
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格涨至12.6元/羽（+20.57%），山东鸭苗价格涨至8.25（+10.74%）；山东毛鸡平均收购价涨至6.35元/斤（+6.45%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价涨至20元/公斤（+14.286%）。

图表5：山东毛鸡价格涨至6.35元/斤



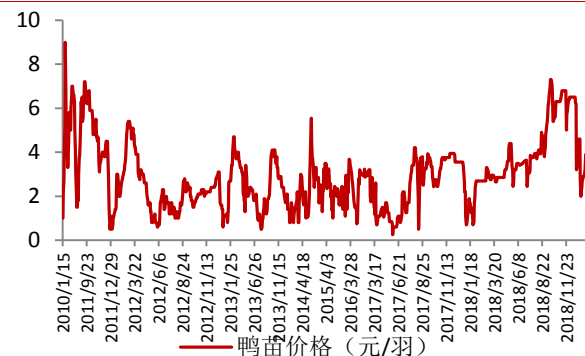
来源：中泰证券研究所

图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



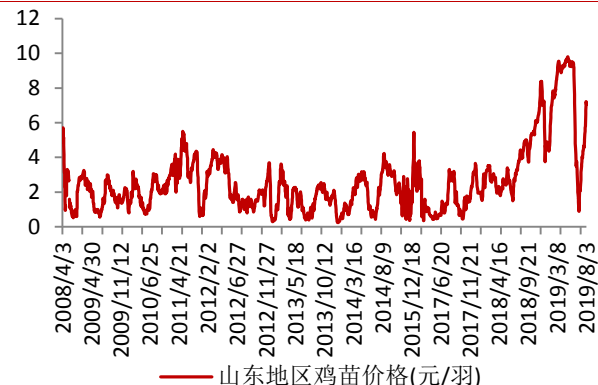
来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格涨至8.25元/羽



来源：中泰证券研究所

图表8：鸡苗平均收购价涨至12.6元/羽

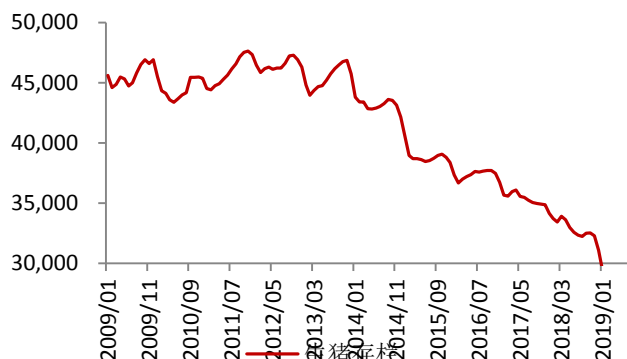


来源：中泰证券研究所

存栏：7月生猪存栏，能繁母猪存栏数量双降

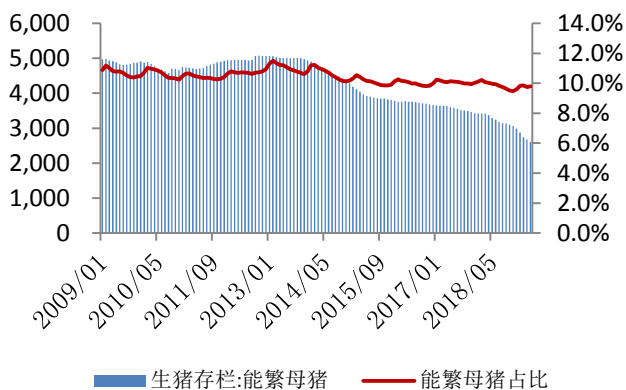
3、存栏：9月底，生猪存栏跌至 19190 万头（-3.00%）；能繁母猪存栏跌至 1913 万头（-2.79%）。

图表 9：7 月底生猪存栏跌至 19190 万头



来源：中泰证券研究所

图表 10：7 月能繁母猪跌至 1913 万头

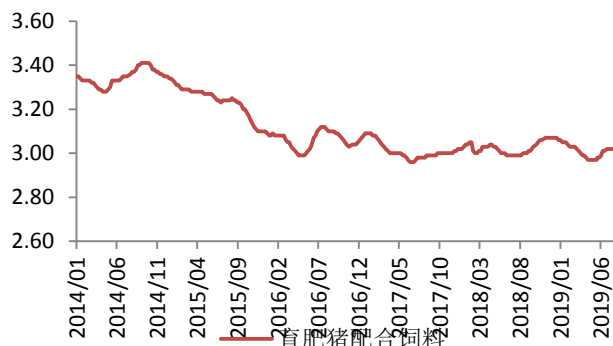


来源：中泰证券研究所

饲料：各类饲料价格小幅下跌

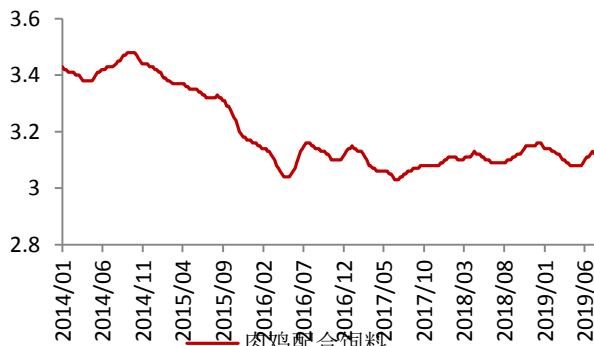
4、饲料：农业部监测数据 10 月（第 42 周），育肥猪配合饲料价格涨至 3.08 元/公斤（+0.33%），肉鸡配合饲料价格维持 3.17 元/公斤（0.00%），蛋鸡配合饲料维持 2.90 元/公斤（0.00%）；进口鱼粉价格涨至 11.94 元/公斤（+0.17%）。

图表 11：育肥猪配合料涨至 3.08 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 3.17 元/公斤

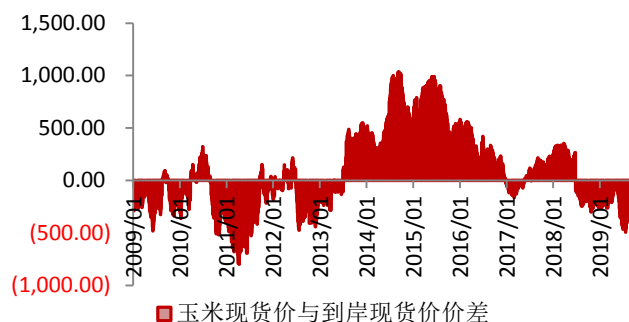


来源：中泰证券研究所

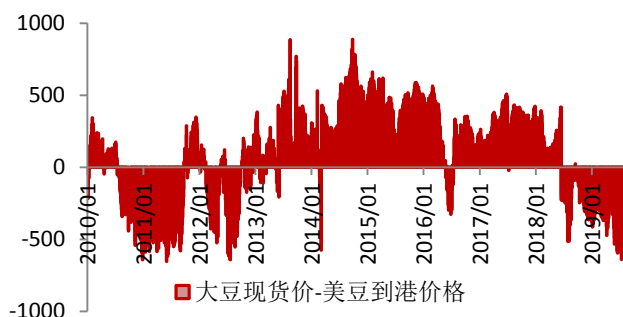
其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

5、国内现货：玉米价格跌至 1916.88 元/吨（-0.14%），大豆价格跌至 3525.79 元/吨（-0.25%），小麦价格涨至 2336.67 元/吨（+1.52%），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 13: 国内现货与玉米到岸价差-404.62 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-804.58 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

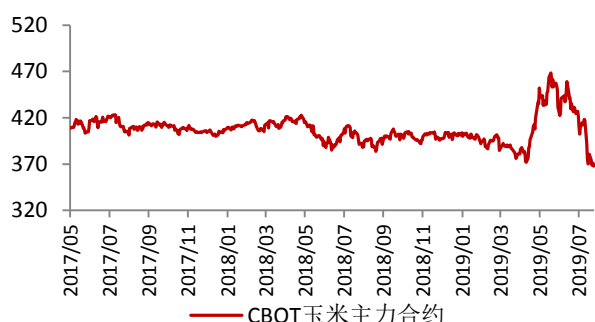
**图表 15: 玉米国内现货均价 1916.88 元/吨**


来源: 中泰证券研究所

**图表 16: 大连黄大豆 2 号为 3525.79 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 17: 美玉米维持 371.5 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

**图表 18: 美大豆维持 883 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

**图表 19: 美小麦维持 487.25 美分/蒲式耳**


来源: 中泰证券研究所

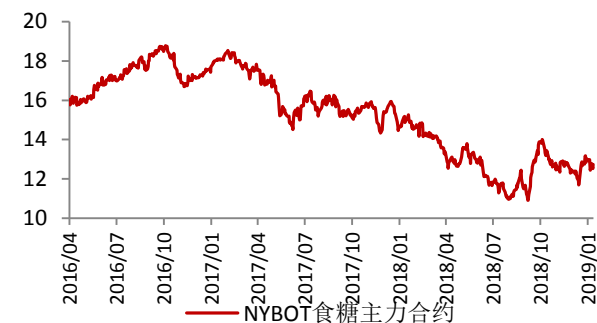
**图表 20: 美糙米维持 12.155 美元/英担**


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 21: 南宁糖现货价维持在 5145 元/吨**

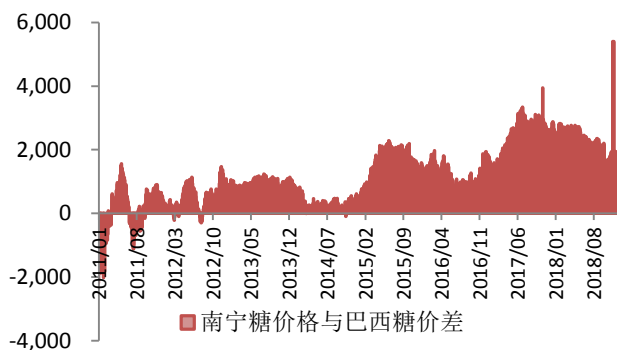

来源: 中泰证券研究所

**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)**


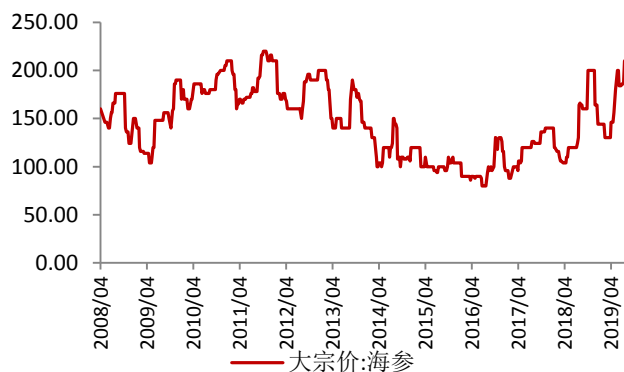
来源: 中泰证券研究所



## 水产品：水产品价格总体稳定

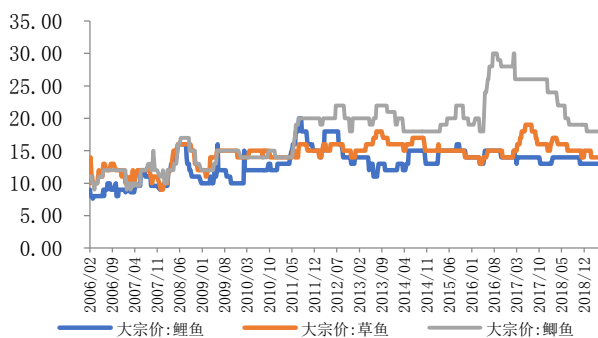
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 210 元/公斤（0.00%），鲍鱼价格维持 120 元/公斤（0.00%），扇贝价格维持 10 元/公斤（0.00%）；鲤鱼价格维持 13 元/公斤（0.00%），草鱼价格维持 15 元/公斤（0.00%），鲫鱼价格维持 18 元/公斤（0.00%）。

图表 25：本周海参价格维持 210 元/公斤



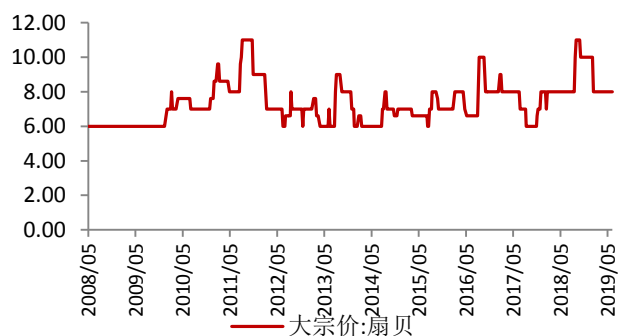
来源：中泰证券研究所

图表 26：本周淡水鱼价格行情



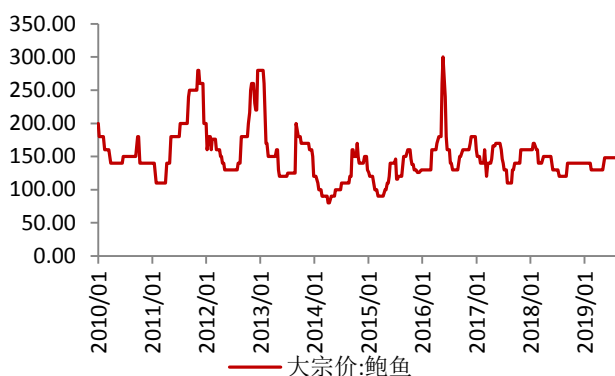
来源：中泰证券研究所

图表 27：威海扇贝价格维持 10 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 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。