

农林牧渔

养猪股复盘思考

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

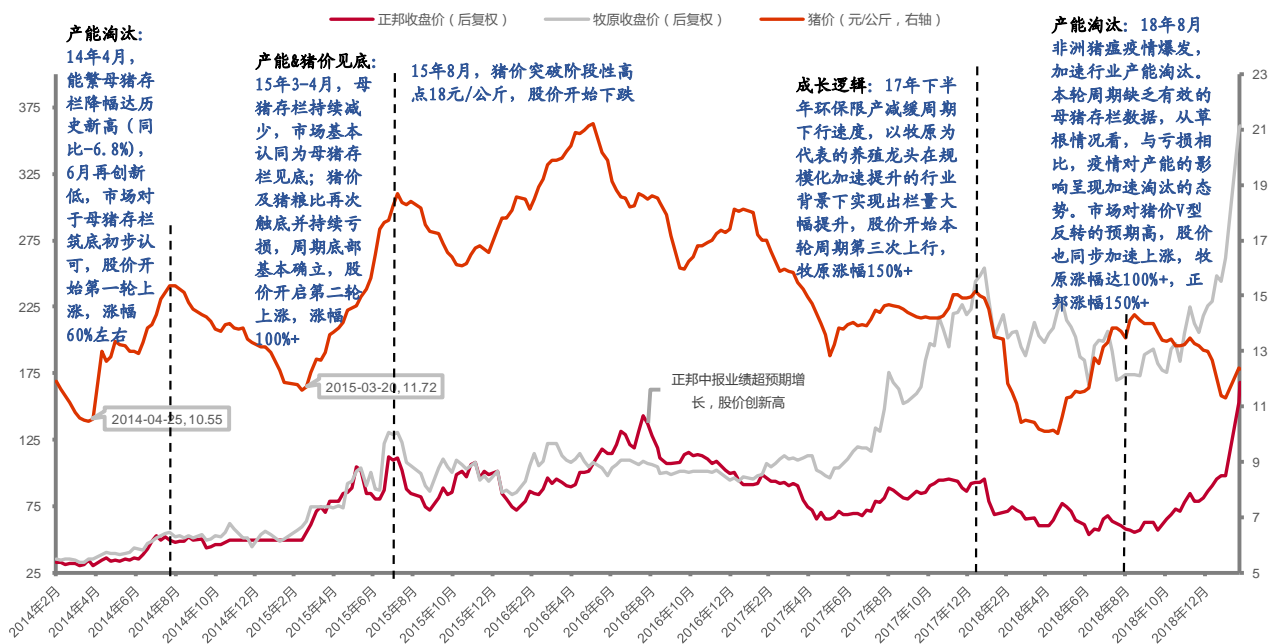
投资要点

■ 本文通过复盘两轮周期养猪股走势认为（1）产能淘汰、价格上涨及成长性提升依次是驱动股价上涨的三个核心因素，当前阶段个股的业绩和成长性是影响股价的关键。（2）在猪价高企的情况下，公司的出栏量是影响业绩最主要的因素，但是本质反映的是公司经营管理能力，特别是疫情的防控水平。对于成长性而言，疫情背景下母猪是制约扩张的首要因素，因此母猪情况是影响企业未来成长性的关键。

养猪股投资三阶段：产能、价格、市占率提升驱动股价上涨

■ 复盘 2014-2018 年周期股价走势，根据驱动因素的不同，我们将养猪股投资划分为三个阶段：（1）第一阶段——产能淘汰驱动股价上涨。第一阶段的投资过程中，行业产能变化情况是关键指标，母猪产能加速淘汰是驱动上涨的核心因素，个股盈利差异等其他因素在这个阶段的影响相对弱化。产能淘汰时间和幅度的差异决定了每轮周期股价上涨时间和幅度的不同（2）第二阶段——猪价上涨驱动股价上涨。第二阶段的投资过程中，猪价上涨替代产能淘汰成为核心驱动因素，在上轮周期中猪价底部确立+开启加速上涨的阶段是整个周期中的“黄金投资期”。（3）第三阶段——业绩+成长性驱动股价上涨。周期投资在一、二阶段基本结束，第三阶段的投资以成长逻辑为主，业绩和出栏量是影响股价的核心指标。由于生猪养殖行业市场空间巨大且市占率低，周期平均 ROE 接近 30%，因此扩张积极的优质企业具有显著的成长性。在第三阶段的投资中，对个股的关注大于行业，业绩兑现超预期（猪价由行业决定，优先成本和出栏量领先个股）和成长性确定的个股在第三阶段领先优势明显。

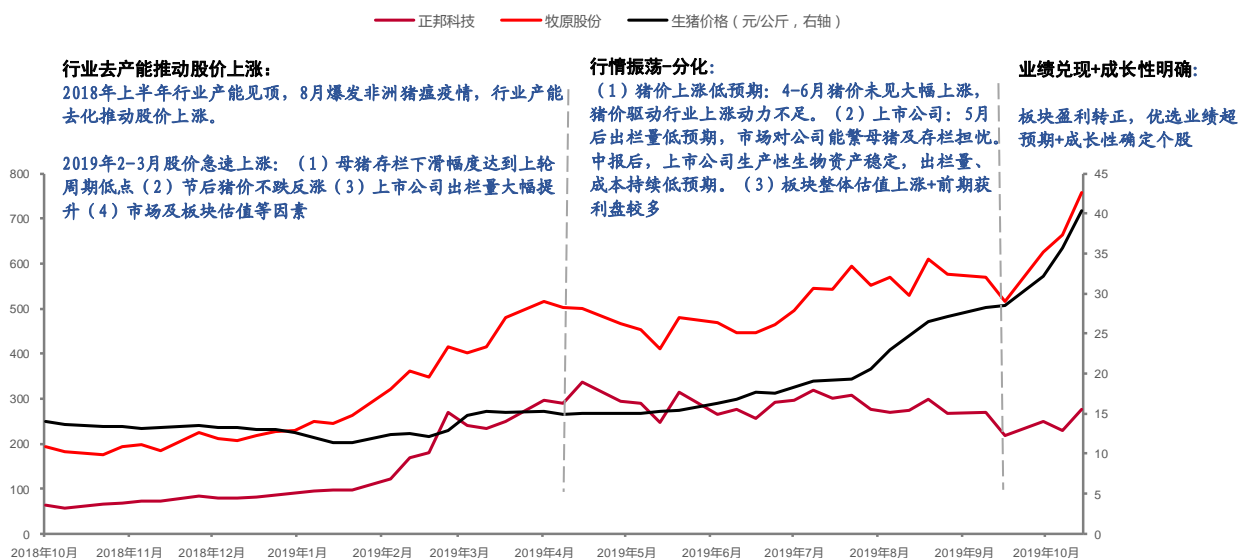
图表 1：上轮周期猪价-股价复盘



来源：wind，中泰证券研究所

当前投资阶段：业绩+成长性驱动，关注个股

- 两轮周期差异：**本轮周期和上轮相比，基本的投资逻辑差异不大。但是在第一阶段中，上轮周期没有疫情发生，因此亏损主导产能淘汰，过程相对反复和漫长，产能最大淘汰幅度在 15% 左右。而在本轮周期中，疫情加速行业产能淘汰过程，产能降幅较上轮周期大幅提升，因此股价第一阶段超预期上涨。而在第二阶段，由于前期大幅上涨推动板块估值整体抬升，且猪价上涨超预期+疫情影响上市公司出栏量及产能，板块整体呈现震荡，及时猪价后续大幅上涨，整体板块也没有取得超额收益。
- 当前阶段我们认为养猪股已经进入第三阶段，个股业绩兑现和成长性成为驱动股价上涨的核心因素。**业绩兑现方面，猪价已经涨至 40 元/公斤水平，因此板块整体盈利丰厚，在这种情况下出栏量确定的个股是投资首选；个股未来的成长性体现在当前的母猪存栏上，受疫情影响，行业整体产能大幅下滑，母猪成为制约后续发展的关键因素，因此在四季度能够实现母猪量快速增长的企业建议积极关注。

图表 2：本轮周期股价-猪价复盘


来源：wind，中泰证券研究所

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	2019/11/9	2019EPS (元)	2020EPS (元)	2019PE (倍)	2020PE (倍)	投资评级
300498.SZ	温氏股份	畜禽养殖 II	38.88	2.72	4.49	14.49	8.78	买入
002714.SZ	牧原股份	畜禽养殖 II	93.02	3.74	8.33	16.94	7.61	买入
002157.SZ	正邦科技	畜禽养殖 II	16.64	0.82	2.58	25.07	7.97	买入
002458.SZ	益生股份	畜禽养殖 II	32.81	1.88	1.56	12.11	14.60	买入
002299.SZ	圣农发展	畜禽养殖 II	26.27	2.13	2.08	13.07	13.38	买入
002234.SZ	民和股份	畜禽养殖 II	35.98	2.68	2.45	11.43	12.50	买入
002746.SZ	仙坛股份	畜禽养殖 II	17.18	2.64	2.70	6.69	6.54	买入
002311.SZ	海大集团	饲料 II	33.73	1.19	1.64	26.91	19.52	买入
002385.SZ	大北农	饲料 II	4.61	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	10.09	0.22	1.08	70.73	14.41	增持
600057.sh	厦门象屿	物流 II	4.25	0.58	0.70	7.84	6.50	增持
002567.SZ	唐人神	饲料 II	10.25	0.59	1.59	25.08	9.31	增持
000876.SZ	新希望	饲料 II	22.40	0.73	1.18	28.22	17.46	增持
002100.SZ	天康生物	饲料 II	13.51	0.57	1.13	17.79	8.97	增持
600438.SH	通威股份	饲料 II	12.91	0.82	1.03	18.78	14.95	增持
603566.SH	普莱柯	动物保健 II	22.80	0.47	0.56	27.23	22.86	增持
603718.SH	海利生物	动物保健 II	12.43	0.08	0.12	170.63	113.75	增持
300119.SZ	瑞普生物	动物保健 II	15.11	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	3.80	▲ 80.95%	%
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%	千只
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	7.038	6.988	▼ -0.70%	人民币/美元
原油价格	布伦特原油价格	61.69	62.51	▲ 1.33%	美元/桶
	CBOT玉米主力合约	389.25	377.25	▼ -3.08%	美分/蒲式耳
玉米	大连玉米主力合约	1837	1822	▼ -0.82%	元/吨
	玉米国内现货价	1926.67	1933.33	▲ 0.35%	元/吨
	玉米国内现货与到港价差	-340.68	-347.48	▲ 2.00%	元/吨
大豆	CBOT大豆主力合约	936.75	931	▼ -0.61%	美分/蒲式耳
	大连大豆1号主力合约	3271	3276	▲ 0.15%	元/吨
	大豆国内现货价	3525.79	3499.47	▼ -0.75%	元/吨
小麦	CBOT小麦主力合约	516	510.25	▼ -1.11%	美分/蒲式耳
	郑州麸质小麦主力合约	2423	2408	▼ -0.62%	元/吨
	小麦现货价	2387.78	2390.56	▲ 0.12%	元/吨
大米	CBOT糙米主力合约	11.725	11.8	▲ 0.64%	美元/美担
	郑州早稻糯期货价	2788	2788	▲ 0.00%	元/吨
	早稻稻收购价(湖南)	2400	2400	▲ 0.00%	元/吨
饲料	育肥猪配合饲料	3.08	3.10	▲ 0.65%	元/公斤
	肉鸡配合饲料	3.17	3.18	▲ 0.32%	元/公斤
	蛋鸡配合饲料	2.9	2.92	▲ 0.69%	元/公斤
豆粕	育11期新	11.94	11.96	▲ 0.17%	元/公斤
	大连豆粕主力合约	2982	2982	▲ 0.00%	元/吨
	豆粕国内现价	3178.86	3139.14	▼ -1.25%	元/吨
氨基酸	豆粕国际价格	316.2	315.5	▼ -0.22%	美元/吨
	国产苏氨酸	6.70	6.95	▲ 3.73%	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	317.5	317.5	▲ 0.00%	元/千克
	国产维生素B	41	41	▲ 0.00%	元/千克
	维生素B1	170	170	▲ 0.00%	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	12625	12655	▲ 0.24%	元/吨
	纽约ICE棉花期货价格	65.64	66.57	▲ 1.42%	美分/磅
大宗猪肉	棉花现货平均价	13011.54	13054.62	▲ 0.33%	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	38.58	37.81	▼ -2.00%	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
自繁自养养殖盈利	母猪	0	0	▼ -100.00%	元/头
	头猪盈利	3079.73	2989.2	▼ -2.94%	元/头
	白条鸡	22.00	20.00	▼ -9.09%	元/公斤
鸡肉	鸡蛋	11.55	11.24	▼ -2.68%	元/公斤
	山东地区毛鸡价格	5.85	4.85	▼ -17.09%	元/斤
鸡苗	烟台地区鸡苗价格	12.75	11.05	▼ -13.33%	元/羽
	鸭苗	鸭苗价格	9.25	8.85	▼ -4.32%
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	180	▼ -14.29%	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	99.1	100.3	▲ 1.21%	美分/磅
天胶	TCE橡胶	151.7	158.9	▲ 4.75%	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：猪价下跌鸡价下跌

猪价：10月（总第45周），瘦肉型猪跌至37.69元/公斤（-2.31%），头猪盈利涨至2989.2元/头（-2.94%）。

图表3：本周猪价跌至37.69元/公斤



来源：中泰证券研究所

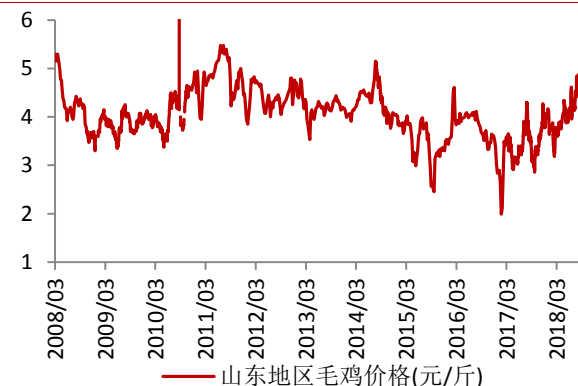
图表4：本周自繁自养头猪盈利涨至2874.17元/头



来源：中泰证券研究所

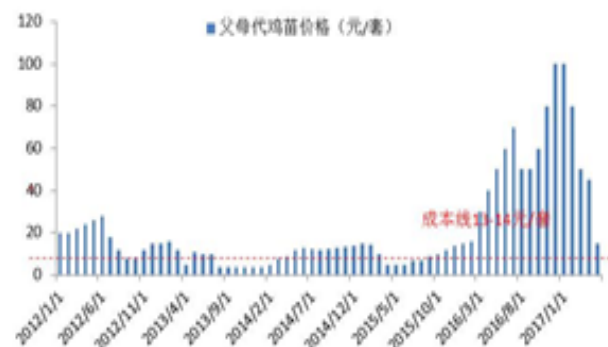
2、鸡价：本周末，山东地区鸡苗价格跌至10.3元/羽（-16.73%），山东鸭苗价格跌至8.85（-4.32%）；山东毛鸡平均收购价跌至4.85元/斤（-17.09%），北京新发地农副产品批发市场鸡肉批发报价维持20元/公斤（0.00%）。

图表5：山东毛鸡价格跌至4.85元/斤



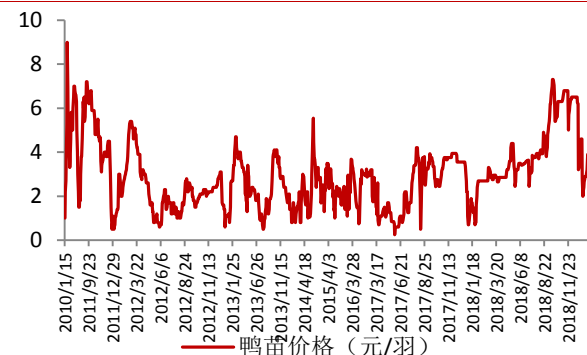
来源：中泰证券研究所

图表6：父母代鸡苗均价维持在27元/套



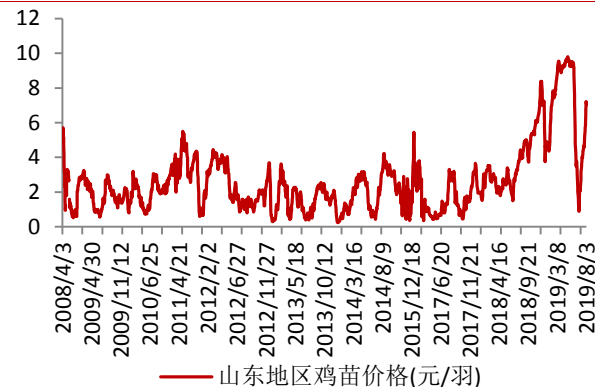
来源：中泰证券研究所

图表7：鸭苗价格跌至8.85元/羽



来源：中泰证券研究所

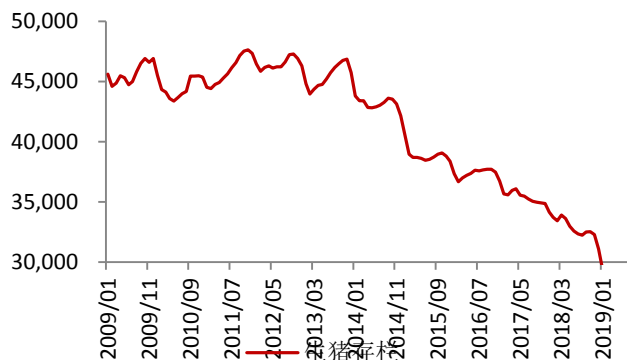
图表8：鸡苗平均收购价跌至10.3元/羽



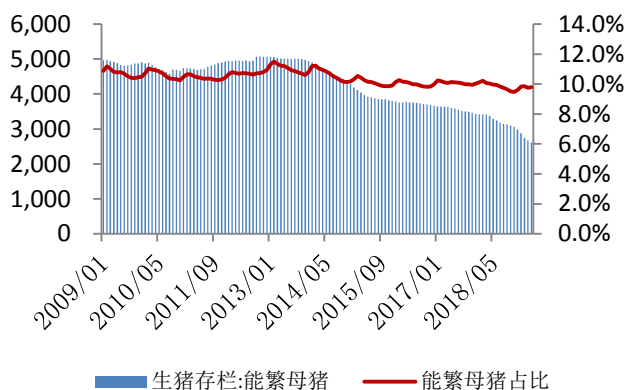
来源：中泰证券研究所

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


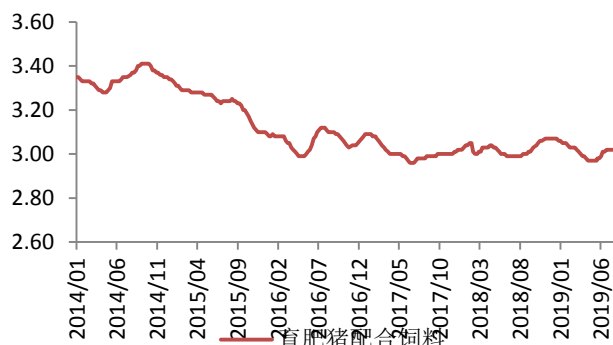
来源：中泰证券研究所

图表10：7月能繁母猪跌至1913万头


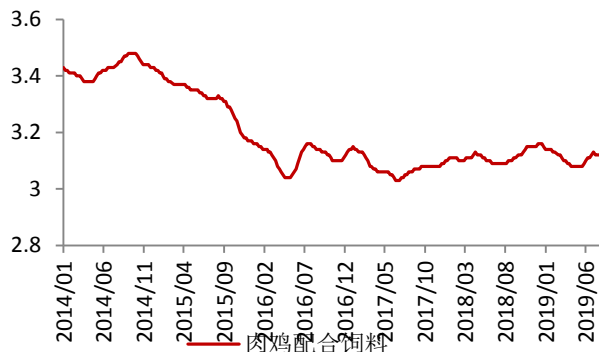
来源：中泰证券研究所

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 44 周），育肥猪配合饲料价格涨至 3.10 元/公斤（+0.65%），肉鸡配合饲料价格涨至 3.18 元/公斤（0.32%），蛋鸡配合饲料涨至 2.92 元/公斤（0.69%）；进口鱼粉价格涨至 11.96 元/公斤（+0.17%）。

图表11：育肥猪配合料涨至3.10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3.18元/公斤


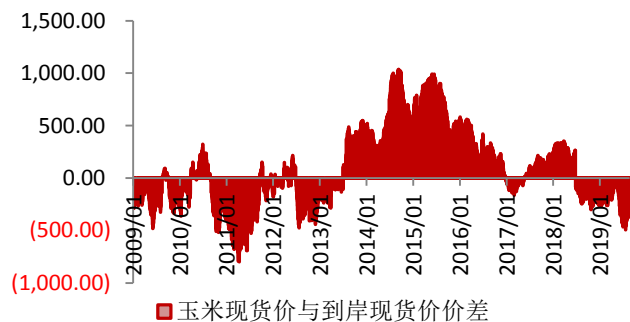
来源：中泰证券研究所

其他大宗类：各类大宗价格基本保持稳定

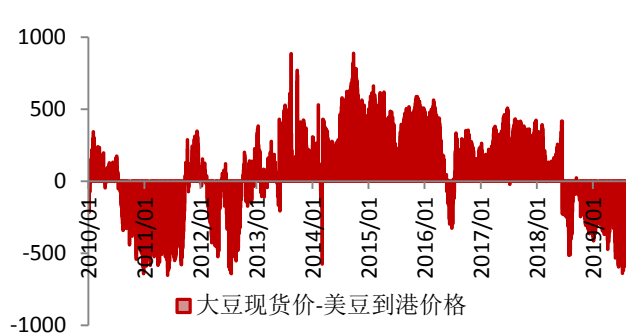
5、国内现货：玉米价格涨至 1933.33元/吨（+0.35%），大豆价格跌至 3499.47 元/吨（-0.75%），小麦价格涨至2390.56 元/吨（+1.52%），早籼稻（长沙）维持2400元/吨（+0.00%）。

6、国内期货：玉米价格维持 1822 元/吨（-0.82%），大豆价格涨至 3276 元/吨（+0.15%），小麦价格跌至 2408 元/吨（0.00%）。

图表13：国内现货与玉米到岸价差-347.48元/吨
图表14：国内现货价与美豆到港价差-718.46元/吨



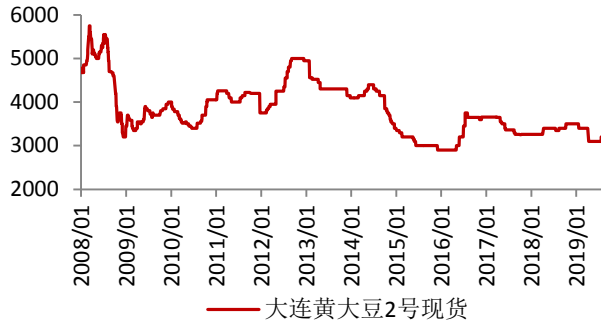
来源：中泰证券研究所



来源：中泰证券研究所

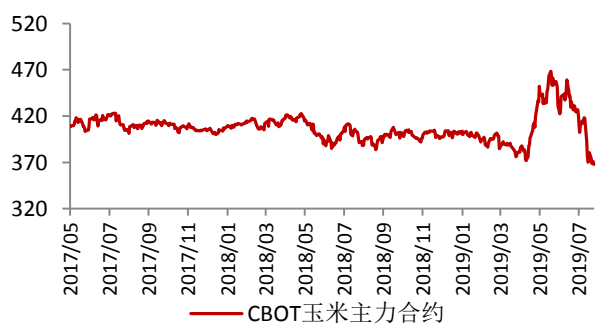
图表 15：玉米国内现货均价 1933.33 元/吨


来源：中泰证券研究所

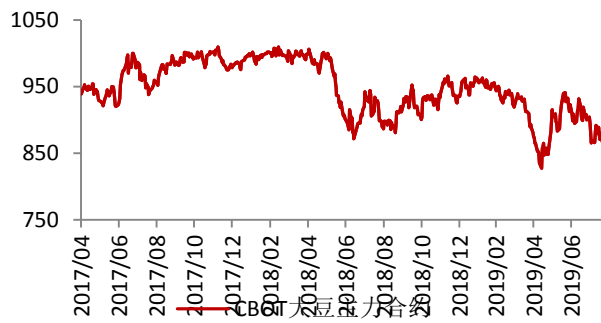
图表 16：大连黄大豆 2 号为 3350 元/吨


来源：中泰证券研究所

7、国外：CBOT 玉米、大豆、小麦价格分别为 377.25 美分/蒲式耳 (-3.08%)、931 美分/蒲式耳 (-0.61%)、510.25 美分/蒲式耳 (-1.11%)；美糙米价格维持 11.80 美元/英担 (0.64%)。

图表 17：美玉米维持 377.25 美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

图表 18：美大豆维持 931 美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

图表19：美小麦维持510.25美分/蒲式耳


来源：中泰证券研究所

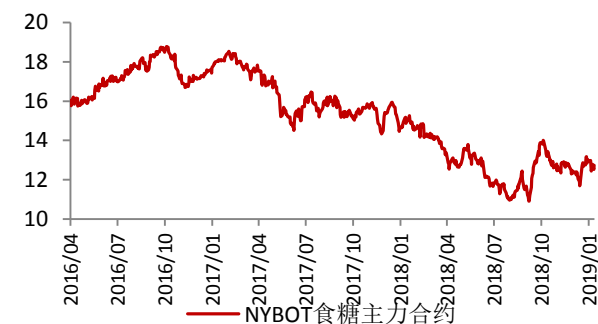
图表20：美糙米维持11.80美元/英担


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%）。

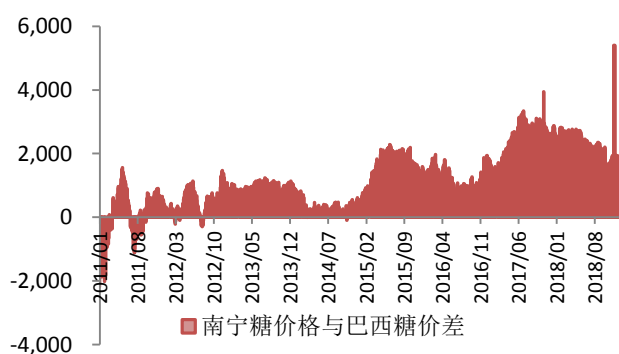
图表21：南宁糖现货价维持在5145元/吨


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

图表23：内外白糖价差1637元/吨（配额内）


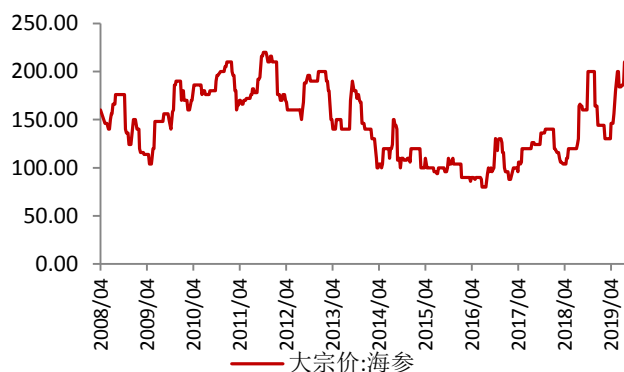
来源：中泰证券研究所

来源：中泰证券研究所

水产品：水产品价格总体稳定

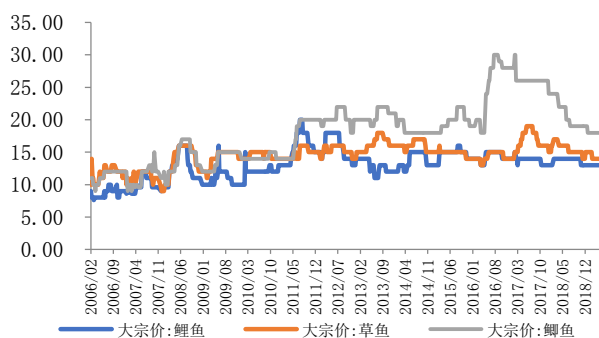
9、水产品：威海水产品市场海参价格维持 210 元/公斤（0.00%），鲍鱼价格维持 120 元/公斤（0.00%），扇贝价格维持 10 元/公斤（0.00%）；鲤鱼价格维持 13 元/公斤（0.00%），草鱼价格维持 15 元/公斤（0.00%），鲫鱼价格维持 18 元/公斤（0.00%）。

图表 26：本周海参价格维持 210 元/公斤



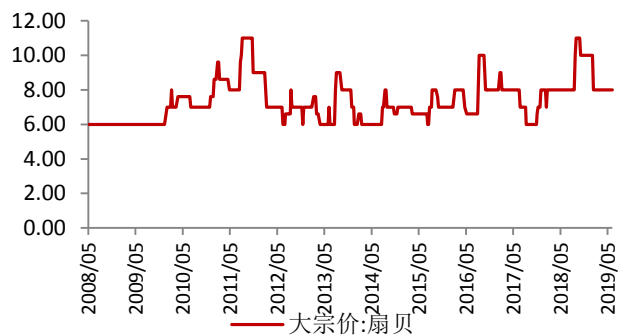
来源：中泰证券研究所

图表 27：本周淡水鱼价格行情



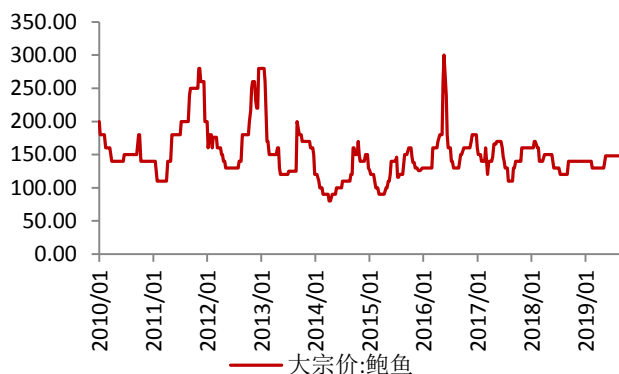
来源：中泰证券研究所

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。