

山证策略

5月CPI数据点评：食品拉动CPI持续上涨，后续维持高位震荡

山西证券策略团队

分析师：

麻文字 CFA (S0760516070001)

梁迪柯 (S0760518070001)

研究助理：

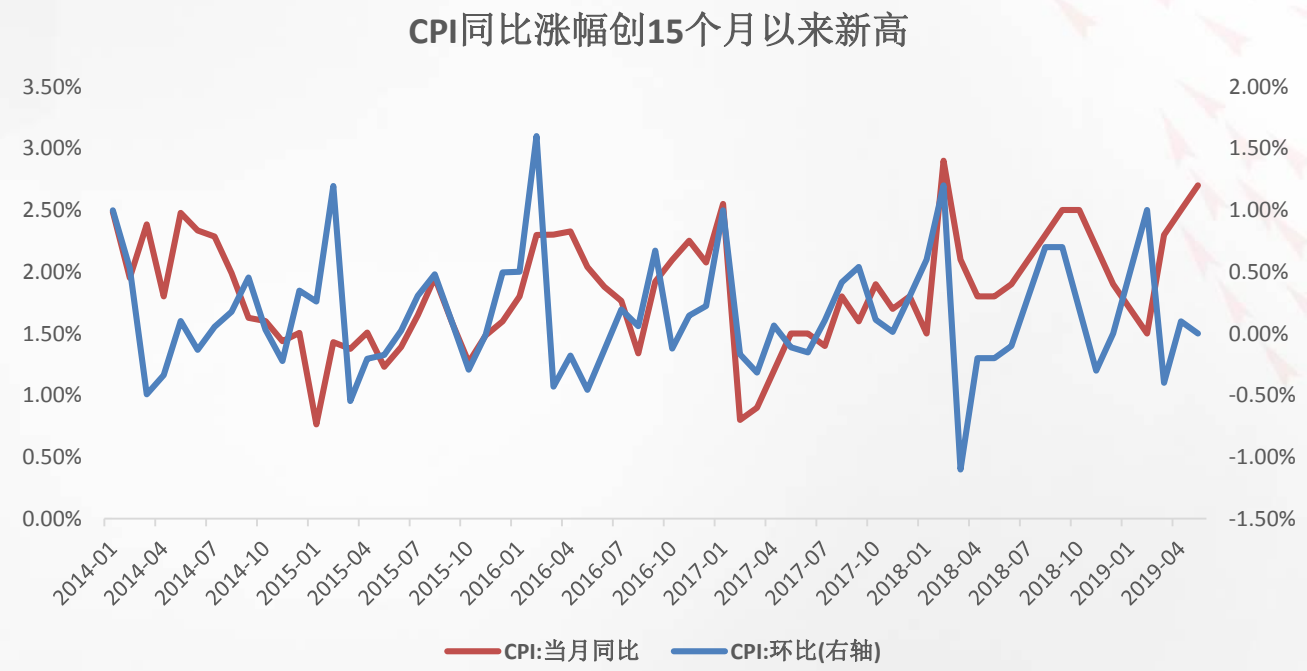
陈明 FRM (TEL:0351-8686978)

李杰 CPA (TEL:010-83496311)

- CPI同比涨幅创15个月以来新高，食品类对CPI涨幅拉动较大，涨幅前三为鲜果，猪肉和鲜菜。
- 后续鲜果和鲜菜对CPI的影响将逐步减弱，猪肉价格将成为影响CPI的关键因素。我们认为猪肉价格将会超预期上涨，虽然CPI中猪肉的权重达到2011年以来新低，在非洲猪瘟的影响下，打破了传统的蛛网模型。与历次猪周期上行阶段量价齐升不同，本轮周期呈现出“缩量上涨”的特点，涨价周期的高度和时间长度均可能超过以往，CPI后续将持续高位运行。
- 猪肉板块的投资机会仍旧是涨价逻辑，在风险偏好回归和猪肉价格短时间内快速上涨的情形出现时板块会有所表现，但板块的业绩仍存在较高的不确定性。本轮周期中，上市公司的营业利润并未像上轮周期一样企稳回升，一季度仍旧保持下跌态势，“价增量缩”型的猪价上涨并未增厚上市公司的利润。后续非洲猪瘟对上市公司的出栏量影响不好估计，利润增速可能不及预期。在板块的业绩增速企稳前，板块难有趋势性机会。
- 近期原油价格持续下跌，对CPI的拉动效应逐步减弱。
- CPI房租项同比下滑凸显就业压力，稳定就业将是PMI等经济数据回暖的关键。

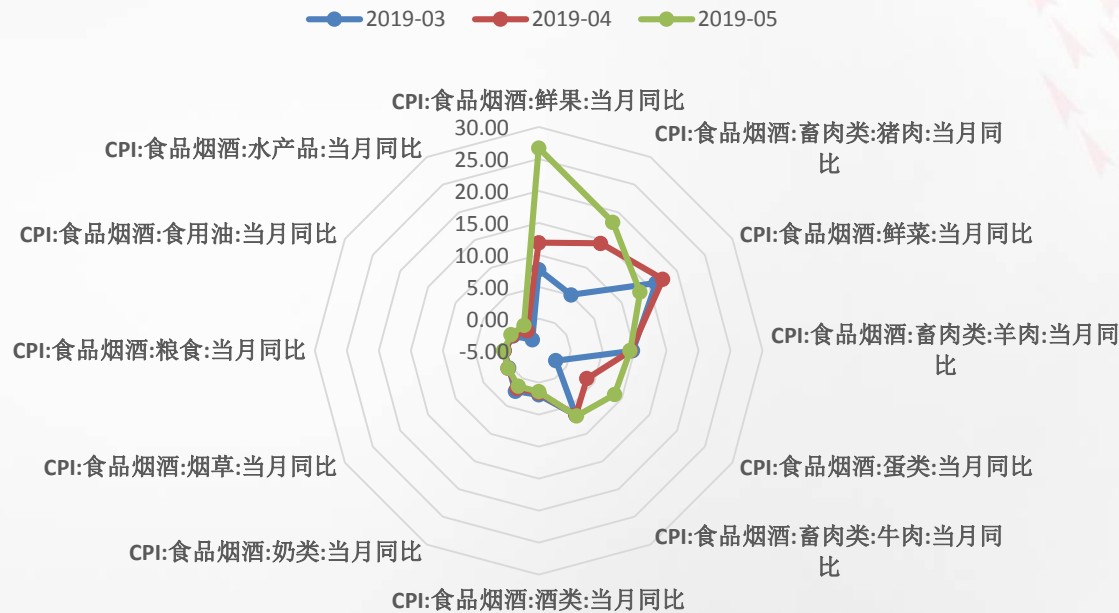
风险提示：需求回暖；非洲猪瘟疫苗应用进程超预期。

➤ 6月12日，国家统计局发布CPI数据。2019年5月份，CPI同比上涨2.7%。其中，城市上涨2.7%，农村上涨2.8%；食品价格上涨7.7%，非食品价格上涨1.6%；消费品价格上涨3.2%，服务价格上涨1.9%。1-5月平均，CPI比去年同期上涨2.2%。



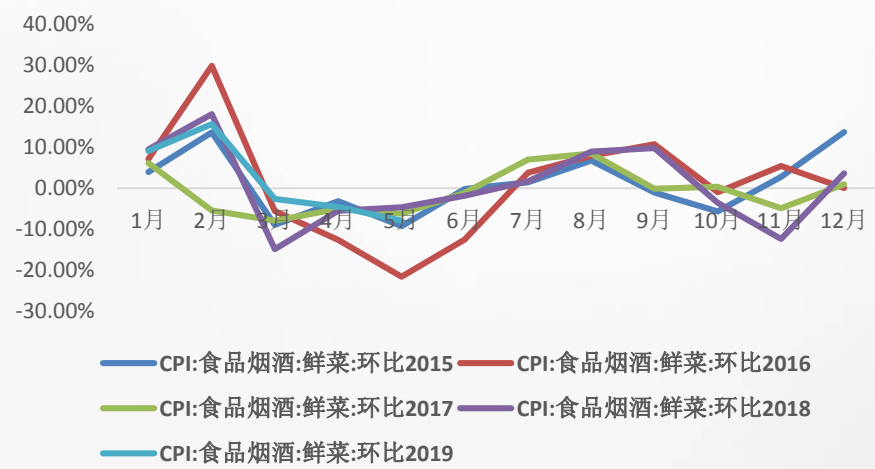
- 据统计局数据解读表明，食品价格上涨7.7%，影响CPI上涨约1.48个百分点；非食品价格上涨1.6%，影响CPI上涨约1.26个百分点。
- 在食品中，涨幅前三为鲜果，猪肉和鲜菜。其中，鲜果同比上涨26.7%，涨幅比上月扩大14.8个百分点，影响CPI上涨约0.48个百分点；猪肉价格上涨18.2%，涨幅比上月扩大3.8个百分点，影响CPI上涨约0.38个百分点；鲜菜价格上涨13.3%，涨幅比上月回落4.1个百分点，影响CPI上涨约0.31个百分点。

鲜果和猪肉是CPI食品项上涨的主要原因



- 果蔬价格幅度超季节性上涨因气候灾害影响果蔬减产所致，后续随着供应恢复，果蔬对于CPI的影响将逐步减弱。本年水果和蔬菜的涨幅超季节性，主要是受气候灾害的影响而造成果蔬减产。例如最近涨幅较大的苹果，主要是由于2018年苹果北方产区在开花时遭遇寒流影响，全国减产大约20-30%，而今年的新果尚未上市，从而苹果供应不足而导致了价格上涨。但是水果和蔬菜的生产周期较短，供应恢复快，后续果蔬价格对CPI的影响较为有限。
- 鲜菜CPI同比涨幅收窄，环比回落，而CPI鲜果项的同比环比增速虽然均到达阶段新高，但鲜果的生产供应情况与蔬菜是相似，随着6月底7月初的水果上市，预计后续水果价格将复制蔬菜的价格的走势。

CPI鲜菜项环比走低



苹果期货价格回落



猪肉价格将成为影响CPI的关键因素

- 历次猪周期上行阶段均会推高CPI，果蔬价格大概率见顶回落，猪肉价格的上涨将成为影响CPI的关键因素。由于猪肉的需求稳定，猪肉的价格涨跌均由供给引起。由于我国猪肉养殖散户化程度较高而导致猪肉价格的波动幅度大，且生猪的供应恢复周期较长，导致猪肉价格会维持较长时间的上涨。由此猪肉价格上涨会显著的推高CPI。
- CPI猪肉项的权重会逆猪周期调整，总体趋势不断降低，但不会更改CPI上行的趋势。

历次猪周期上行阶段均会推高CPI

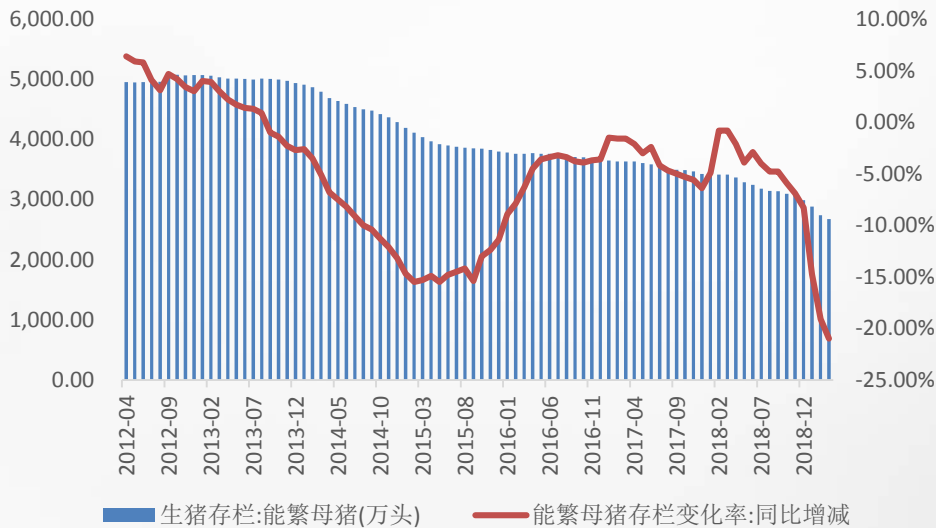


CPI中猪肉的权重

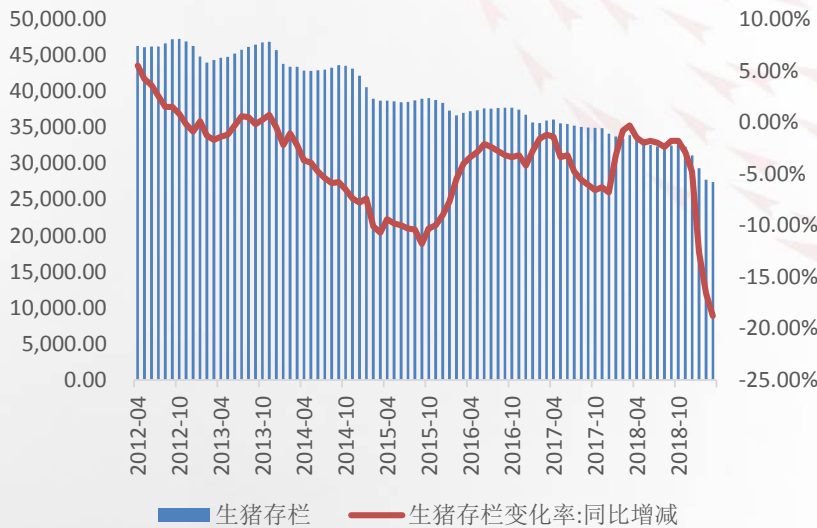


- 非洲猪瘟是由非洲猪瘟病毒引起的一种猪高度传染性疾病，临床上以急性、高热性、高发病率和高致死率为特征。目前，中科院哈尔滨兽医研究所研发出非洲猪瘟疫苗，但根据专家估算，在走绿色通道的前提下，疫苗大规模应用需要2年左右的时间。年内非洲猪瘟对于养殖行业的影响仍将持续。
- 能繁母猪同比增速和生猪存栏同比增速断崖式下跌，产能去化深度超过以往。在非洲猪瘟的影响下，打破了传统的蛛网模型。与历次猪周期上行阶段量价齐升不同，本次呈现出“抛售与涨价”并存，“缩量上涨”的模式，本轮涨价周期的高度和时间长度均可能超过以往，CPI或持续高位运行。

本轮猪周期能繁母猪同比增速迅速下降



生猪存栏量大幅度下降



- 本轮周期中，上市公司的营业利润并未像上轮周期一样企稳回升，一季度仍旧保持下跌态势，“价增量缩”型的猪价上涨并未增厚上市公司的利润。后续非洲猪瘟对上市公司的出栏量影响不好估计，利润增速可能不及预期，建议继续观察。
- 自2018年年初以来，货币供应一直维持在弱平衡水平，相较2016年处于偏紧的态势，不利于板块估值的抬升。我们可以看到，货币供应水平（M2同比增速）略低于经济增速+通胀，与此前相比，货币供应处于偏紧的状态。

主要猪肉上市公司单季度.营业利润同比增长率



货币供应维持在弱平衡水平



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12053

