



## 投资要点

### 湘财证券研究所

研究员：于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-mail: yqq2836@xcsc.com

研究员：姜飞

Tel: 021-68634518-8715

E-mail: jf2608@xcsc.com

□ **公司受益猪肉价格上涨。**我国猪肉价格从6月中旬开始, 已经开始出现连续上涨, 于此同时, 猪粮比也重新站上了 6: 1 的位置。我们认为, 我国猪肉价格已经走入上升通道, 虽中途可能会出现一定程度的震荡, 但整体上升趋势不可改变。我们预计, 受益于猪肉价格上涨, 公司 2009 年的生猪养殖业务毛利率将为 18%, 而 2010 年将会进一步提升到 23%。

□ **教育业务维持高毛利率增长。**公司的教育业务一直都是公司的毛利率的主要贡献点, 2007 年和 2008 年, 公司教育业务的毛利率均高达 45% 左右, 而 2009 年上半年教育业务的营业收入为 4083.21 万元, 较去年同期上涨了 721.43 万元, 涨幅达到 21.46%; 毛利率为 53.79%, 较去年同期增加了 6.97 个百分点。由于教育业务为公司带来了较高的毛利率, 我们认为公司依然会将教育业务作为公司的重点业务, 但由于学校现有规模已经接近饱和, 受制于学校的占地面积, 所以我们预计未来两三年内公司的教育业务增速会放缓。

□ **房地产业务蓄势待发, 成为 2010 年利润贡献的生力军。**公司于 2009 年 1 月 23 日成立了全资子公司“海南锦地房地产有限公司”, 表明公司已经开始进军房地产市场。目前公司正在运作“锦地翰城”项目, 我们认为公司此项目将会在 2010 年成为公司业绩激增的主要动力。由于目前公司房地产开发项目所用土地为公司自有土地, 所以我们保守预计, 房地产业务的毛利率为 45%。

□ **盈利预测:** 我们预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.16 元, 对应当前股价的 PE 分别为 84 倍和 31 倍。我们预计猪肉价格已经开始出现回暖, 并将在 2010 年 10 月左右达到高峰, 公司房地产项目也将在 2010 年成为公司利润贡献的主力军。考虑到公司未来业绩的增长明确, 我们首次给予“买入”评级。

□ **风险提示:** 猪肉价格二次探底、猪疫情的爆发及医药企业运营等情况。

### 盈利预测

单位: 百万元

|          | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   |
|----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业务收入    | 808.66 | 802.10  | 818.21  | 886.66  |
| 增长率 YOY% | NA     | -0.81   | 2.01%   | 11.07   |
| 净利润 (亿元) | 3.69   | 0.81    | 0.54    | 1.44    |
| 增长率 YOY% | NA     | -78.05% | -33.33% | 166.67% |
| EPS (元)  | 0.42   | 0.09    | 0.06    | 0.16    |

## 目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 一、猪肉价格触底反转 .....                 | 4  |
| 1.1 我国猪价走入上升通道 .....             | 4  |
| 1.2 多因素共推猪肉价格上涨 .....            | 5  |
| 1.3 公司牲猪业务受益猪肉价格反转 .....         | 7  |
| 二、教育业务稳固增长，毛利率维持高位 .....         | 9  |
| 三、房地产蓄势待发，成为 2010 年利润主力军 .....   | 9  |
| 3.1 通过自有土地进军房地产市场 .....          | 9  |
| 3.2 房地产业务将成为 2010 年利润主要贡献者 ..... | 10 |
| 四、其他业务仍有想象空间 .....               | 11 |
| 五、盈利预测与估值 .....                  | 11 |
| 六、风险提示 .....                     | 14 |

图目录

图 1 36 个城市鲜猪肉零售价 ..... 4

图 2 我国猪粮比走势 ..... 4

图 3 猪肉价格波动情况 ..... 5

图 4 我国母猪存栏量情况 ..... 5

图 5 我国能繁母猪数量及其占比情况 ..... 6

图 6 我国猪肉产量和消费量情况 ..... 6

图 7 大连玉米价格走势 ..... 7

图 8 大连豆粕价格走势 ..... 7

图 9 公司牲猪业务和营业收入预测 ..... 8

图 10 公司牲猪业务毛利率预测 ..... 8

图 11 教育业务营业收入及毛利率变动情况 ..... 9

图 12 海口房屋价格消费指数环比增长情况 ..... 10

图 13 同类公司 PE 情况比较 ..... 13

图 14 同类公司 PB 情况比较 ..... 14

表目录

表 1 各种费用预测 ..... 11

表 2 公司牲猪和教育业务盈利预测 ..... 12

表 3 “锦地翰城”项目盈利预测 ..... 12

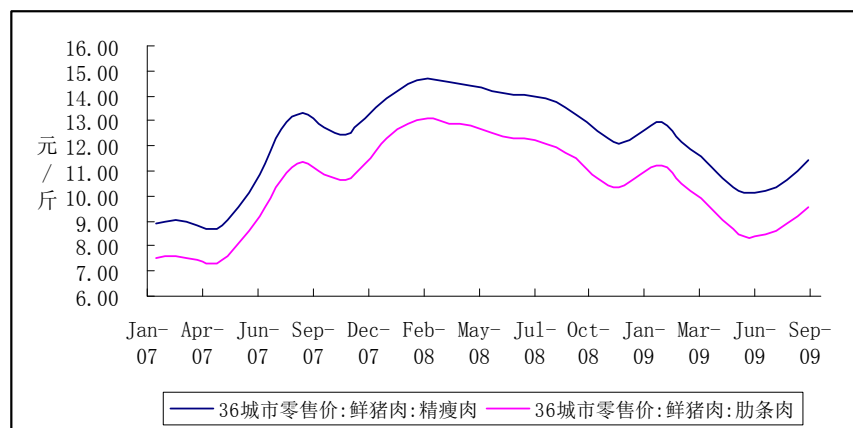
表 4 盈利预测 ..... 13

## 一、猪肉价格触底反转

### 1.1 我国猪价走入上升通道

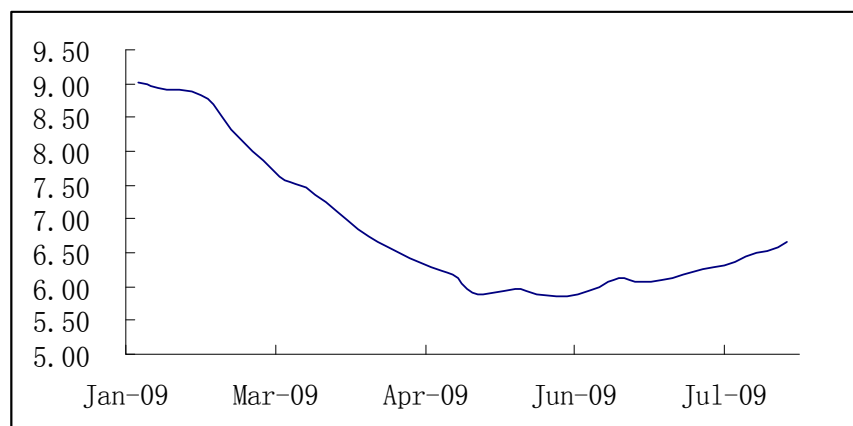
我国猪肉价格从6月开始已经触底反弹，根据农业部数据表明，我国猪肉价格从6月开始已经连续上涨了13周，且上涨的势头还在继续。于此同时，今年6月开始，我国的猪粮比也重新站上了6:1的位置。

图 1 36 个城市鲜猪肉零售价



数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图 2 我国猪粮比走势

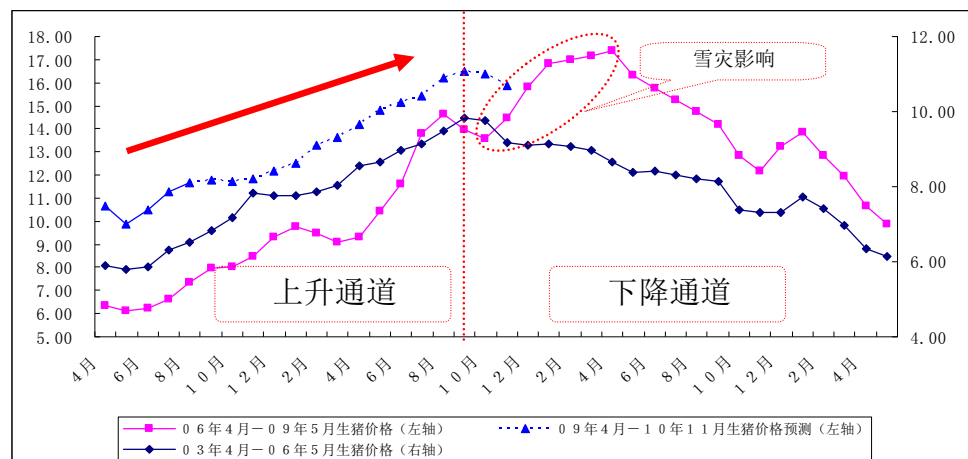


数据来源: 湘财证券研究所

根据历年数据分析可知，我国猪肉价格一般3年为一个周期，2003年5月-2006年5月和2006年5月-2009年4月均为一个猪肉价格完整周期，其中包括了上升期和下降期。我们认为，从2009年5月开始我国猪肉价格进入了新的周期的上升通道中，虽然中途可能会出现一定程度的震荡，但是整体

上升趋势不可改变。此轮猪肉价格的上涨将到 2010 年 10 月左右到达顶峰，然后开始进入下通道。

图 3 猪肉价格波动情况



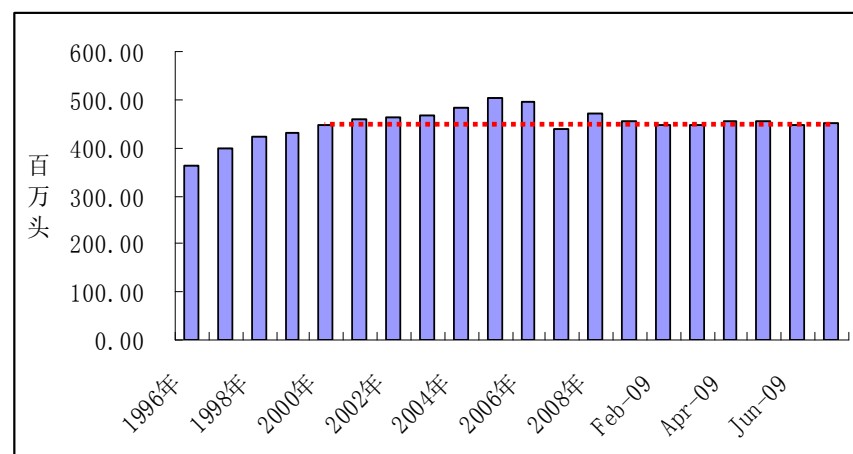
数据来源：湘财证券研究所

我们认为此次猪肉价格上涨幅度将不及 2008 年猪肉上涨幅度。具体有以下几方面的原因：第一，2006 年 4 月生猪养殖出现亏损后，生猪防疫重视程度下降，造成了生猪患病和死亡比例激增，并从 2006 年 6 月份开始疾病在全国大范围蔓延，造成了能繁母猪数量锐减；第二，2008 年罕见的冰冻灾害再次推高了猪肉的价格。

## 1.2 多因素共推猪肉价格上涨

生猪存栏量持续下降成为首要因素。我国生猪存栏量从 09 年开始，出现了下降的态势，据农业部统计，截止到 2009 年 7 月底，我国的生猪存栏量为 45006 万头，比 2008 年底 47000 万头的高峰存栏量下降了 1994 万头，降幅为 4.24%，目前我国生猪存栏量已经回落到 2000 年的水平。

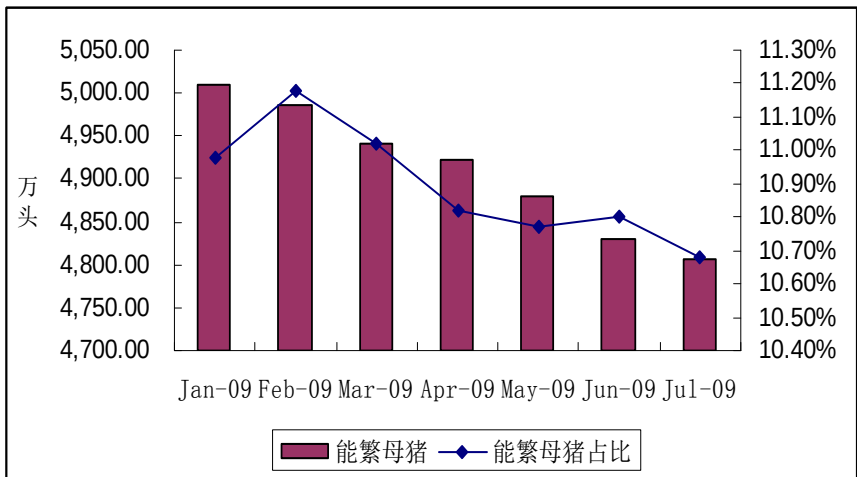
图 4 我国母猪存栏量情况



数据来源：湘财证券研究所

尤其值得关注的是，我国能繁母猪的存栏量已经出现了连续 7 个月的环比下降。截止到 2009 年 7 月底，我国的能繁母猪存栏量为 4806 万头，占生猪存栏量的比重为 10.68%，较年初的占比显著下降。能繁母猪的存栏量影响着市场猪肉价格的变动，当能繁母猪存栏量持续下滑时，会造成我国生猪的货源大减，从而推动猪肉价格上涨。

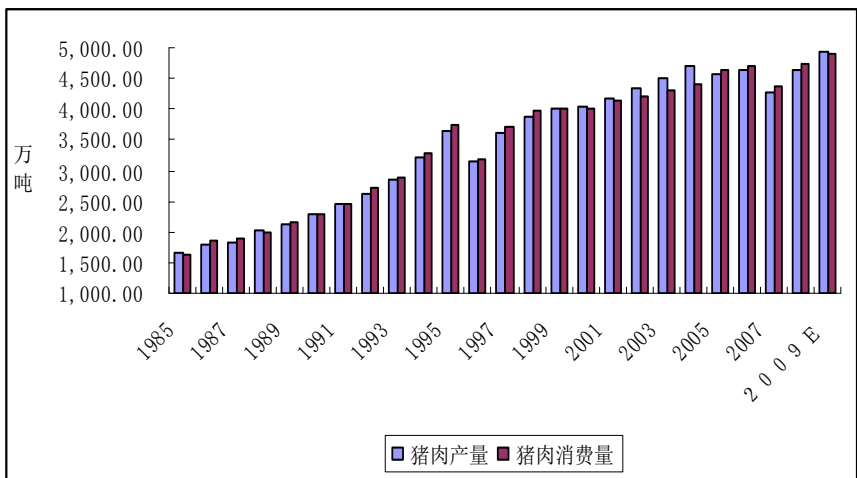
图 5 我国能繁母猪数量及其占比情况



数据来源：湘财证券研究所

猪肉消费刚性增长造成我国猪肉供需处于紧平衡状态。我国是全球最大的猪肉消费国，猪肉消费量占全球消费量约 50% 左右。由于我国居民对猪肉消费的偏爱，猪肉消费已经在我国成为了刚性消费。最近十年我国的猪肉消费一直呈现稳步增长，平均增速为 2.02%。考虑到猪肉存栏数量的下降，和 2009 年上半年的“猪流感”及金融危机的影响，我们预计，2009 年我国的猪肉产量将为 4925 万吨，而猪肉消费量为 4900 万吨。

图 6 我国猪肉产量和消费量情况



数据来源：湘财证券研究所

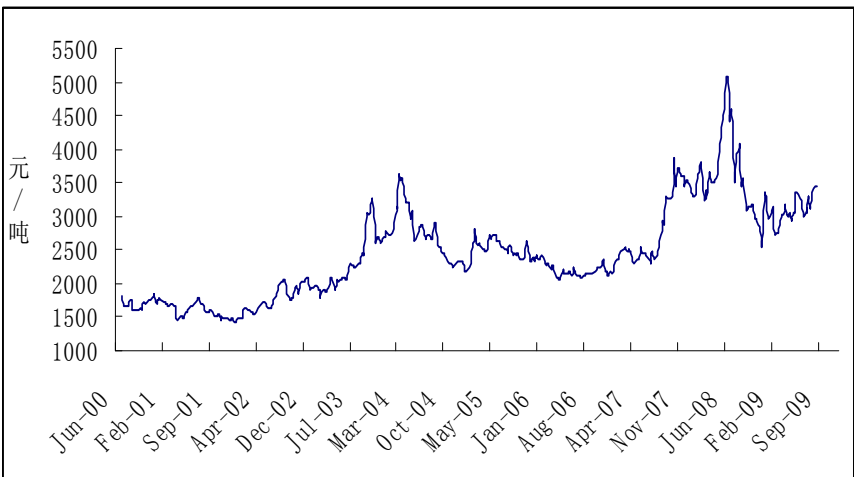
粮食价格上涨也是推动猪肉价格上涨的重要因素。在生猪养殖成本中饲料成本占 50%左右，而在饲料生成成本中玉米和豆粕有分别占到 20%-30%，因此，玉米和豆粕的价格成为了影响生猪养殖成本的重要因素。目前我国玉米和大豆的价格都处于上涨阶段，未来我国玉米和豆粕的价格仍有上涨空间，但是我们认为，玉米和豆粕价格的上涨对此轮猪肉价格的上涨仅为推动作用，而不是上涨的根本因素，此轮猪肉价格上涨的根本因素还是供需。

图 7 大连玉米价格走势



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 8 大连豆粕价格走势



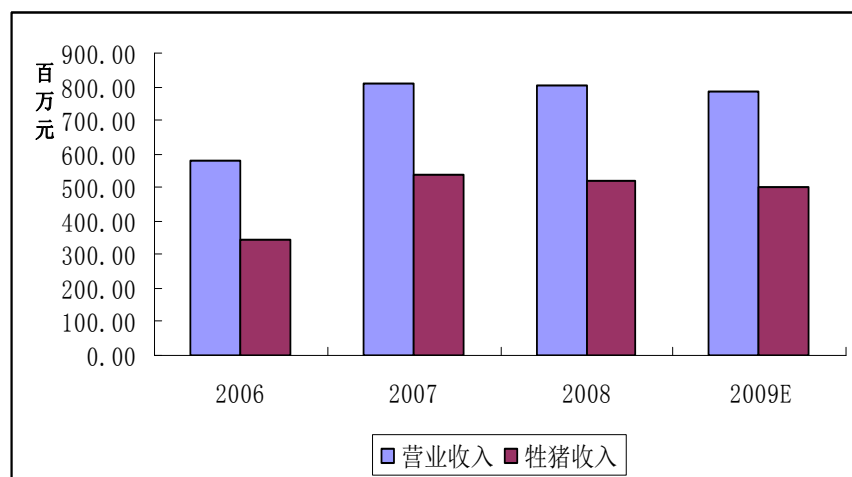
数据来源：Wind，湘财证券研究所

### 1.3 公司牲猪业务受益猪肉价格反转

罗牛山是个多元化经营的公司，但是牲猪业务一直是公司的主营业务之一，占公司主营收入 65%以上，成为公司业务的重中之重。公司所处的海南省于 2001 年被农业部纳入无规定动物疫病区示范区建设，成为了全国唯一以全省区域建设无规定动物疫病区示范区的省份。整个海南岛已经连续 9 年保持重大动物疫病零发生。

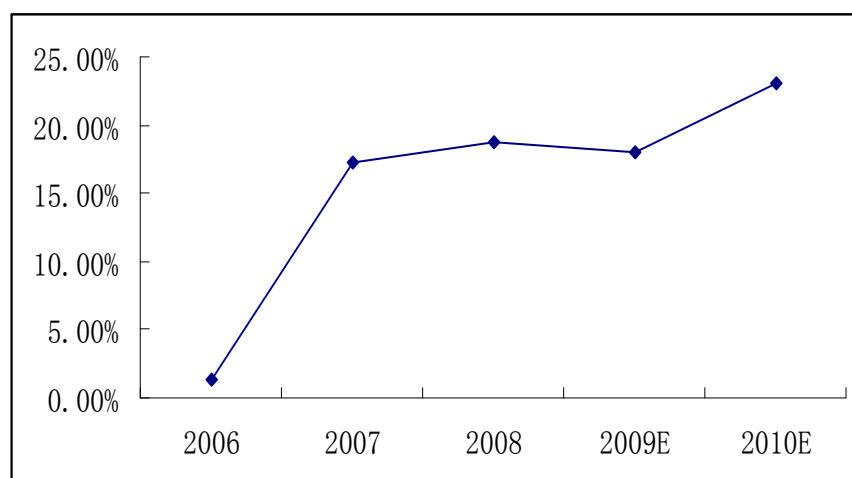
公司是海口规模最大的牲猪养殖龙头企业，市场占有率近 50%。目前公司已形成年可出栏优质种猪 6 万头，商品猪 45 万头的生产能力，约占海口市的 50%。2009 年上半年，公司的牲猪养殖收入占到主营业务收入的 73.29%，依然是公司诸多业务中的重中之重。但是由于 2009 年上半年海南省生猪市场平均收购价和猪肉价格持续下滑，导致公司上半年生猪养殖业务收入和毛利率分别较去年同比下降 29.22%和 18.40%。目前猪肉价格的底部已经出现，猪肉价格已经开始稳步提升，这将改善公司下半年生猪养殖业的利润水平。我们预计 2009 年公司牲猪养殖业的毛利率将为 18%，2010 年将会进一步提升到 23%。

图 9 公司牲猪业务和营业收入预测



数据来源：公司报告，湘财证券研究所

图 10 公司牲猪业务毛利率预测





数据来源：公司报告，湘财证券研究所

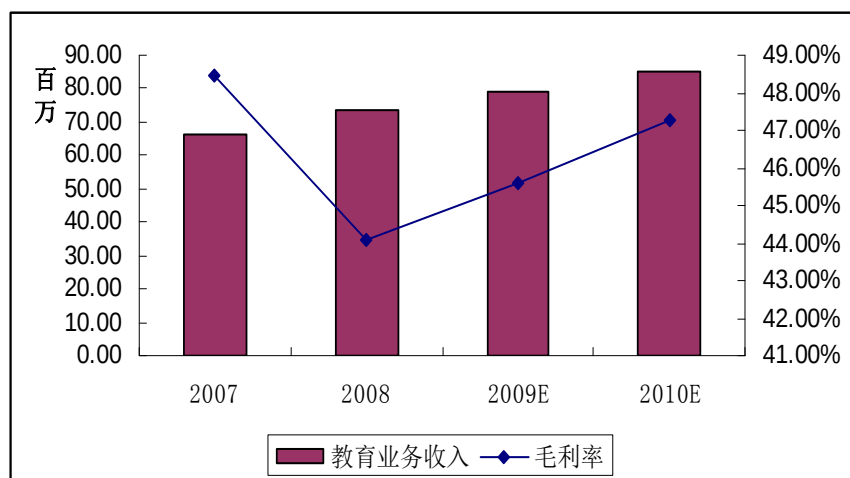
## 二、教育业务稳固增长，毛利率维持高位

公司通过海南职业技术学院（控股 66.7%）和海口景山学校（控股 96.64%）从事教育业务。海南职业技术学院是经教育部授权海南省政府批准成立、教育部核准备案具有高等学历教育招生资格的海南省唯一一所省属多科性高等职业技术学院。2008 年 7 月，学院被教育部和财政部正式确定为“国家示范性高等职业院校建设计划”立项建设院校，成为全国百所重点建设的国家示范性高职院校之一，也是海南省唯一的国家示范性高职建设院校。

公司的教育业务一直都是公司的毛利率的主要贡献点，2007 年和 2008 年两年，公司教育业务的毛利率均高达 45% 左右，而 2009 年上半年教育业务的营业收入为 4083.21 万元，较去年同期上涨了 721.43 万元，涨幅达到 21.46%；毛利率为 53.79%，较去年同期增加了 6.97 个百分点。

由于教育业务的高毛利率能为公司带来可观的利润，所以我们预计，教育业务依然是公司未来发展的重点业务，但是由于学校现有规模已经接近饱和，受制于学校的占地面积，所以未来两三年内公司的教育业务增速会放缓。

图 11 教育业务营业收入及毛利率变动情况



数据来源：公司年报，湘财证券研究所

## 三、房地产蓄势待发，成为 2010 年利润主力军

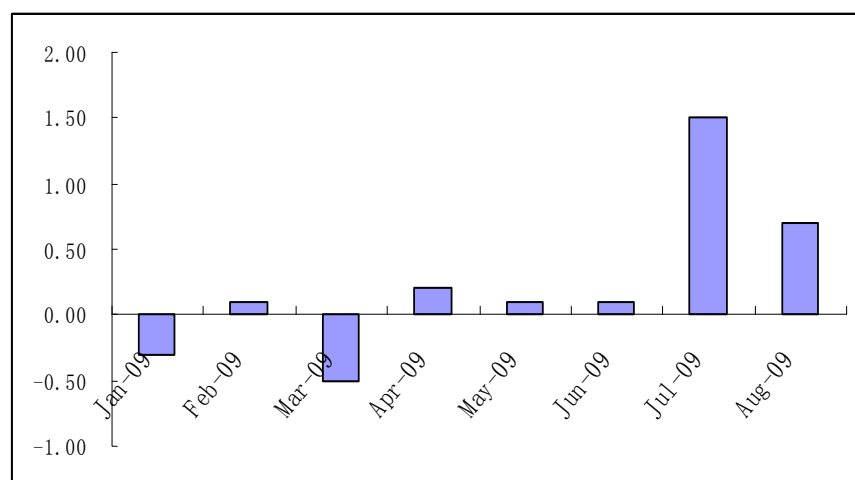
### 3.1 通过自有土地进军房地产市场

公司于 2009 年 1 月 23 日成立了全资子公司“海南锦地房地产有限公司”，表明公司已经开始进军房地产市场。海南是著名的旅游区，在全国 37 个重点城市评比中获环境质量第一名，也是全国闻名的长寿岛，海南人均寿命居

全国之冠。如此适宜生活的环境不仅吸引着海南本地人，而且也成为了很多外地人定居的最佳选择。海南房地产市场的最大客源来自于外地，据数据统计，目前海口的购房者中有 60%以上来自于外地购房者。

2009 年 1-8 月，海南完成房地产开发投资 167.95 亿元，同比增长 45.3%，同比涨幅居全国第四位，商品住宅完成投资 152.83 亿元，同比增长 55.2%，同比涨幅居全国第二位。另外，1-8 月，海南商品房销售面积 302.3 万平方米，同比增长 23.5%，商品房销售额 179.51 亿元，同比增长 33.0%。其中，8 月份，海口房屋销售价格同比上涨 1.1%，环比上涨 0.7%；三亚房屋销售价格同比上涨 1.5%，环比上涨 0.4%。

图 12 海口房屋价格消费指数环比增长情况



数据来源：Wind，湘财证券研究所

## 3.2 房地产业务将成为 2010 年利润主要贡献者

公司目前拥有的自有土地充足，约占 1 万多亩，其中商住地约占 380 亩左右，分别为：白水塘 260-300 亩，汽配城 80 亩以及三鸟市场 300 亩。这三块商住用所处位置较佳。白水塘所处区域为政府新规划的“教育基地”内，而汽配城商住用地毗邻大海，均处于海南房价看好区域。

由于公司有充足的土地储备，所以我们预计公司目前会先以自有土地开发为主。目前公司正在运作“锦地翰城”项目。该项目共分 4 期，占地约 180 亩，总建筑面积为 50 万平米，容积率为 2.5，其中一期能有 12 万平方米。

我们认为公司此项目将会在 2010 年成为公司业绩激增的主要动力。据我们了解，此项目所处政府规划的“教育基地”内，由于政府规划导致附近房价为 4400 元/平方米，高于其他地区房价，且房屋出售率较高。我们保守估计，此项目的市场销售均价在 4000 元/平方米。由于公司采用自有土地开发，所以土地成本较低，我们保守预计，地产业务的毛利率为 45%。

## 四、其他业务仍有想象空间

公司旗下的海南(谭牛)文昌鸡股份有限公司专门从事文昌鸡育种、养殖及系列产品开发。2006年,海南文昌鸡被农业部认定为“地方家禽品种”,并被列入“国家级畜禽遗传资源保护品种名录”,成为中国家禽史上的又一座历史里程碑。不仅如此,从2006年起,罗牛山谭牛牌文昌鸡又成功打入香港市场,其未来的发展态势值得高度期待。

今日随着美国对我轮胎征收惩罚性关税,商务部迅速亮剑,依照我国法律和世贸组织规则,将对原产于美国肉鸡产品启动反倾销和反补贴立案审查程序。美国是世界上最大的鸡肉生产加工商,2008年美国出口到中国的鸡肉达58.43万吨,占到其总出口的20%以上。事实上,中国已经成为美国鸡肉的主要出口市场,年成交额接近7亿美元。长期以来,美国鸡肉凭借其便宜的价格正在大量出口到中国,并严重影响了中国企业的利润和正常销售,据资料显示,美国进口鸡肉比国产鸡肉便宜50%-70%。可以预期的是,随着商务部亮剑“双反”以回击美特保大棒,在通胀预期和国内鸡肉市场供求关系或将发生逆转的背景下,肉鸡价格的大幅上涨可以说是势在必行。

公司于2009年7月29收购了同仁药业100%的股权及其债权。同仁药业是一家集兽药、动物保健品等多产品生产、销售为一体的公司,是我国动物保健品行业龙头企业。该公司生产的“上兽牌”多种维生素添加剂和注射液系列,连续九年荣获上海市名牌称号,在国内享有较高的知名度和影响力。但是由于公司没有医药企业经营的经验,所以收购的同仁药业能为公司带来的利润水平还需要进一步观察。

公司目前持有ST东海16.5%的股权,是ST东海的第一大股东。ST东海的主营业务是酒店旅游业。随着海南旅游建设的不断深化,公司持有的ST东海股权可能存在较大的增值机会。

## 五、盈利预测与估值

前提假设:公司的各种费用一直保持较为平稳的态势,说明公司的经营管理水平比较稳定。我们预测公司09年和10年的各项费用仍将保持稳定水平。

表1 各种费用预测

|               | 2006   | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 管理费用<br>(百万元) | 93.98  | 86.13  | 90.57  | 86.08  | 91.50  |
| 管理费用率         | 18.39% | 10.65% | 11.29% | 10.52% | 10.32% |
| 营业费用<br>(百万元) | 16.61  | 17.71  | 8.46   | 6.71   | 6.83   |
| 营业费用率         | 3.25%  | 2.19%  | 1.05%  | 0.82%  | 0.77%  |

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 财务费用<br>(百万元) | 35.21 | 28.08 | 13.08 | 12.27 | 12.86 |
| 财务费用率         | 6.89% | 3.47% | 1.63% | 1.50% | 1.45% |

数据来源：湘财证券研究所

我们认为公司未来的主要盈利水平取决于牲猪业务、教育业务和房地产业务，所以我们根据公司的发展战略和发展潜力，对这三大主营业务分别进行了盈利预测：

表 2 公司牲猪和教育业务盈利预测

|           | 2006    | 2007   | 2008   | 2009E  | 2010E  |
|-----------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 牲猪业务      |         |        |        |        |        |
| 销售收入(百万元) | 347.02  | 537.76 | 522.13 | 493.74 | 503.67 |
| 增长率(YOY)  | 767.56% | 54.96% | -2.91% | -5.45% | 2.02%  |
| 销售成本(百万元) | 342.31  | 444.62 | 424.23 | 404.28 | 384.47 |
| 毛利率       | 1.36%   | 17.32% | 18.75% | 18.11% | 23.67% |
| 教育业务      |         |        |        |        |        |
| 销售收入(百万元) | 66.55   | 73.50  | 79.01  | 84.94  | 66.55  |
| 增长率(YOY)  | -       | 10.44% | 7.50%  | 7.50%  | -      |
| 销售成本(百万元) | 34.29   | 41.10  | 42.99  | 44.79  | 34.29  |
| 毛利率       | 48.48%  | 44.08% | 45.59% | 47.26% | 48.48% |

数据来源：湘财证券研究所

表 3 “锦地翰城”项目盈利预测

|             | 2009E  | 2010E  | 2011E |
|-------------|--------|--------|-------|
| 建筑面积(平方米)   | 500000 |        |       |
| 结算面积(平方米)   | 0      | 40000  | 55000 |
| 结算价格(元/平方米) | 4000   | 4200   | 4400  |
| 结转收入(百万元)   | 0      | 168    | 242   |
| 毛利率         | 45.00% | 47.62% | 50%   |

数据来源：湘财证券研究所

盈利预测结果：我们预计猪肉价格已经开始触底，下半年猪肉价格将会温和上

涨，2010 年将会达到本周期的价格高点。与此同时，公司房地产项目也将在 2010 年成为公司利润贡献的主力军。根据公司 2009 年生产经营计划和价格假设，我们预测公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.06 元和 0.16 元。

表 4 盈利预测

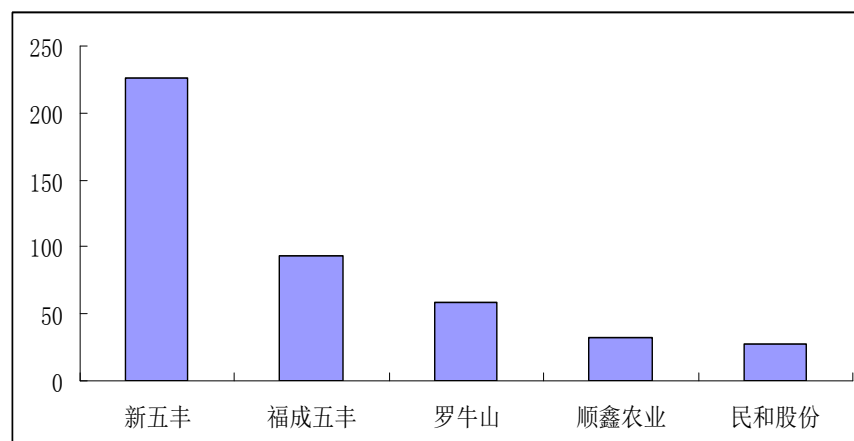
单位：百万

|          | 2007A  | 2008A   | 2009E   | 2010E   |
|----------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入     | 808.66 | 802.10  | 818.21  | 886.66  |
| 增长率 YOY% | NA     | -0.81   | 2.01%   | 11.07   |
| 净利润（亿元）  | 3.69   | 0.81    | 0.54    | 1.44    |
| 增长率 YOY% | NA     | -78.05% | -33.33% | 166.67% |
| EPS(元)   | 0.42   | 0.09    | 0.06    | 0.16    |

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

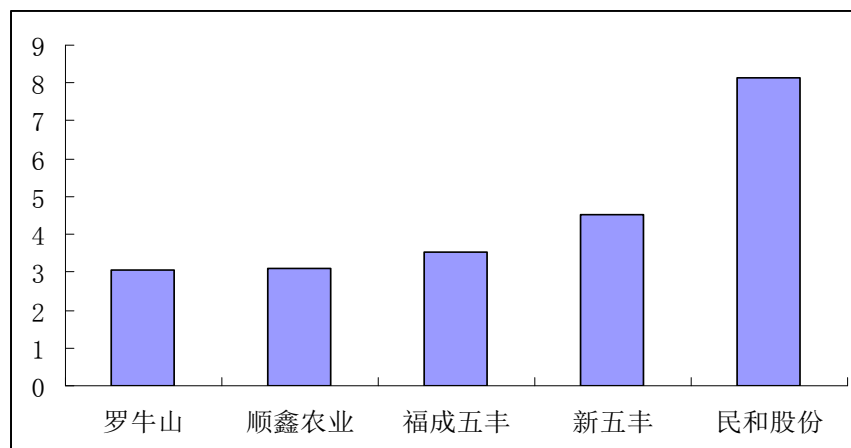
估值及投资评级：目前与公司拥有相似主营业务的上市公司有 4 家，分别是顺鑫农业、福成五丰、新五丰和民和股份。在同类型上市公司中，公司的 PE 水平和 PB 水平在同类型的公司中相对较低，股价相对而言较为安全。根据 PB 估值，我们认为罗牛山的目标价为 7.79 元，首次给予“买入”评级。

图 13 同类公司 PE 情况比较



数据来源：湘财证券研究所

图 14 同类公司 PB 情况比较



数据来源：湘财证券研究所

## 六、风险提示

由于养猪业务是公司业务的重中之重，所以猪疫情爆发和猪肉价格下降将会对公司业绩有着直接影响。公司收购了同仁药业，但是公司没有医药企业的经营经验，公司对同仁药业的管理水平对公司业绩也将有着一定程度的影响。

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；  
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；  
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；  
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；  
市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。