

买入 首次

新希望 (000876)

2011 年 5 月 27 日

高景气行业中的低估值农牧旗舰

农林牧渔行业首席分析师: 丁 频
SAC 执业证书编号: S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405联系人: 夏 木
xiam@htsec.com
021-23219748

5 月 26 日收盘价格: 19.12 元 目标价格: 24.20 元

公司概况与投资逻辑

公司是国内饲料行业的龙头企业, 2010 年全年饲料加工与销售收入为 35.68 亿元, 占主营业务收入的 45.82%, 公司同时涉足中下游的生猪屠宰和肉制品加工业务。2010 年 9 月公司审议通过了资产重组方案, 目前已提交证监会审议, 方案剥离了公司原有乳制品与房地产资产, 将六和集团、南方农牧资产置入上市公司, 进一步加大了饲料加工与禽畜养殖、屠宰业务的比重, 规模扩大的同时, 主营业务更加突出, 上下游产业链也更加完备。

我们投资的逻辑主要基于以下几点:

- 1) 养殖行业的高景气行情带动农户禽、畜补栏量持续攀升, 进而催生下游对于饲料旺盛而刚性的需求;
- 2) 猪肉与禽肉价格的不断上涨, 将提升公司养殖、屠宰和肉制品加工业务的盈利能力;
- 3) 若资产重组方案顺利完成, 公司将成为具备完善纵向与横向产业链的大规模农牧企业;
- 4) 未来还有业务整合的看点;
- 5) 基于我们的盈利预测, 公司当前股价对应 2011 年 PE 为 15 倍, 估值较低, 安全边际较高。

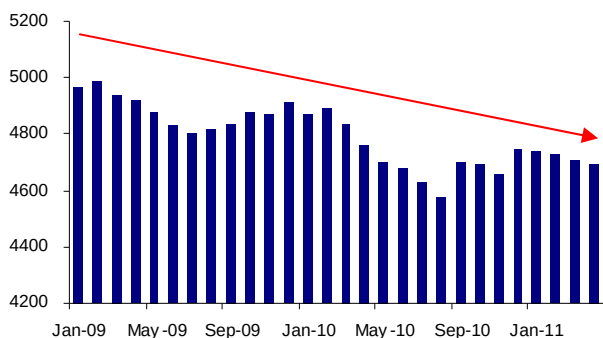
我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.25 元、1.35 元和 1.43 元 (其中民生银行投资分别贡献 0.47 元、0.59 和 0.70 元)。公司 5 月 26 日收盘价为 19.90 元, 对应 2011-2013 年的 PE 分别为 15 倍、14 倍和 13 倍。考虑到公司在行业内的龙头地位, 我们给予公司 2011 年农牧业务 25 倍 PE 的估值水平, 民生银行投资业务 10 倍 PE 的估值水平, 对应最终合理价格为 24.20 元, 较当前价格还有 27% 的上涨空间, 首次给予“买入”评级。

1. 公司作为饲料行业龙头, 将最大限度的受益于当前养殖与饲料行业的高景气行情

我国生猪市场周期性较强 (一般而言 3 年为一个周期), 农户的生猪养殖遵循较强的蛛网效应, 导致猪肉价格也随着母猪、仔猪的存栏量而呈现强周期的波动, 而波动的猪肉价格又会影响到后期农户养殖的意向和规模。

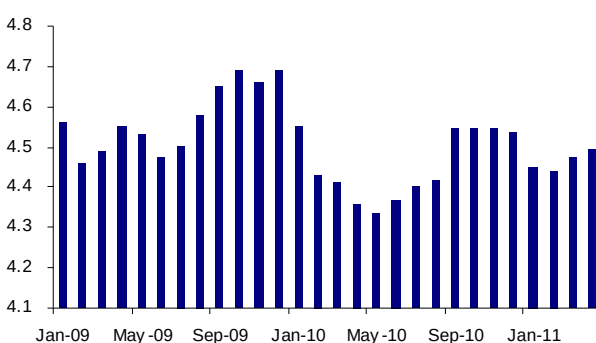
2007 年下半年猪肉价格的高企极大地刺激了农户养殖的积极性, 母猪补栏量迅速增长, 并在 2008 年二季度达到阶段性历史高点, 由于从母猪补栏到最后的育肥猪出栏一般遵循“三四五”共计 12 个月的周期规律——即 3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥, 共计约 12 个月的周期——过多的供给导致生猪和猪肉价格在 2009 年和 2010 年上半年表现相对较为低迷。相应的, 农户在低猪价的影响下养殖和补栏的积极性严重受挫, 导致母猪存栏量自 2009 年初起步入下行通道, 虽然 2010 年猪肉价格出现反弹, 但在频发的猪病和国家放储调控的影响下, 农户的补栏积极性并不是很高。截止 2011 年 4 月, 全国母猪存栏量为 4695 万头, 处于 36 个月内较低的水平。

图 1 全国母猪存栏量（万头）



资料来源：农业部，海通证券研究所

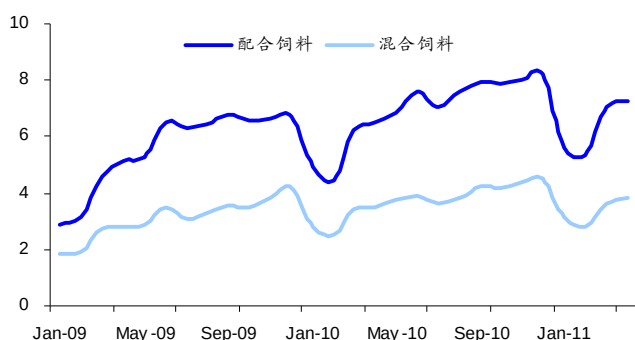
图 2 全国生猪存栏量（亿头）



资料来源：农业部，海通证券研究所

将聚焦点逐步收窄，2011年一季度生猪养殖头均盈利尚在350元左右，出栏猪价在14.3元左右；而截止5月24日，根据搜猪网的数据，全国自繁自养出栏头均盈利已达507元，以迅猛的速度突破了500元的关口，而生猪价格更是涨至16.55元/公斤，直逼17元/公斤，同比上涨81%。受到猪病的影响，全国生猪存栏量自2月份才开始逐步回升，当前仔猪补栏积极性的继续高涨也直接带动二元母猪价格突破1700元/头，同比上涨33%。

图 3 全国配合与混合饲料产量（百万吨）



资料来源：国家统计局，海通证券研究所

图 4 全国猪粮比价



资料来源：农业部，海通证券研究所

在猪价上涨的同时，饲料价格也正在以较快的速度攀升。饲料价格的提升主要源于其原材料玉米价格的上涨，而玉米价格上涨主要是原因是近年来供需关系的紧张。从未来发展趋势来看，一方面，我国工业玉米用量实质已经超过国家发改委规定的26%的上限标准，对食用和饲用玉米形成很大的挤兑效应；另一方面，随着我国对于国外曾祖代种猪引进程度的加剧和规模化养殖的扩大，饲料配方也势必逐步由以前的泔水、杂粮和玉米等混合型转变为符合养殖标准和规模的玉米-豆粕型，玉米的需求和价格未来都将呈现涨势，进而推动饲料价格的上涨。

我们认为，随着猪肉和禽肉价格的持续高企，母猪的存栏量将会逐步提升，但是如前所述，从母猪补栏到最后的育肥猪出栏需要历经大约一年的时间，期间供给将很难出现大幅扩张的情况，猪价也将保持相对坚挺的状态，而在这接近一年的补栏周期中，农户对于饲料的需求是较为旺盛而且非常刚性的。我们对于2011年旺盛的补栏积极性所催生的饲料“量价齐升”持较为乐观的态度。

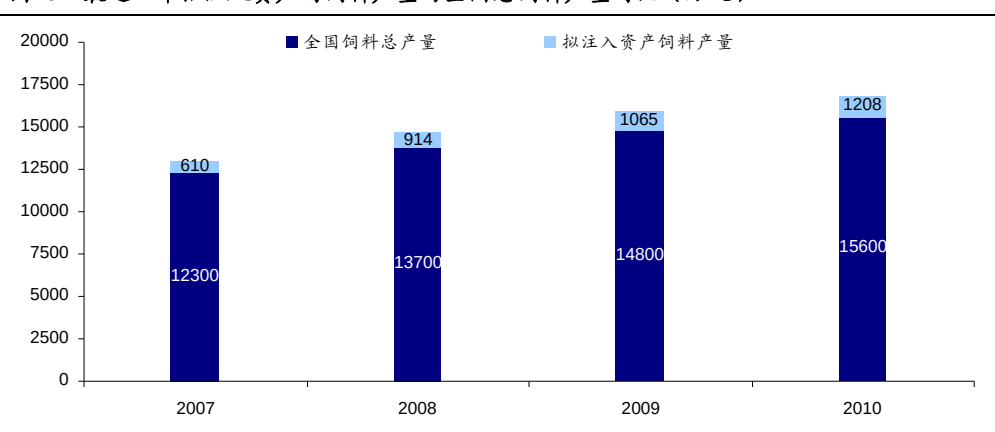
新希望股份是国内饲料行业的龙头企业之一，此次重组方案若能通过，整合后的上市公司旗下将有三块可以贡献饲料加工与销售业绩的资产：原属于集团旗下的六和集团（含六和股份）、新希望农牧、以及公司原有饲料加工业务。三家企业合计饲料产能可达2100万吨以上，位居国内首位。

表 1 六和集团（含六和股份）、新希望农牧和新希望股份饲料产能情况（万吨）

	2008	2009	2010	2011E	2012E
六和集团（含六和股份）	936	1235	1544	1880	2150
新希望农牧	461	510	503	530	550
新希望股份	180	200	220	235	250

资料来源：公司公告，海通证券研究所

六和集团的饲料销量目前已居全国第一，与新希望农牧饲料销量加总后年销量将超过 1000 万吨，据排名全国第一、全球第三，2010 年两家公司饲料的产量约占全国饲料总产量的 7.7%。整合后公司饲料产能和产量均将成倍扩张，在收入大幅提升的同时，更好的享受规模化经营所带来的采购、管理成本的高效经营。

图 5 最近四年拟注入资产的饲料产量与全国总饲料产量对比（万吨）


资料来源：公司公告，中国饲料工业协会，海通证券研究所

新希望股份原有饲料业务的海外盈利能力更强，公司目前正谋求在部分成熟海外片区（如越南、孟加拉国）进行产业配套整合，而不仅仅是像以前那样只是单独的布局一个个的饲料企业点。我们认为，在 2011 年养殖和饲料行业景气度高企的环境下，公司作为饲料行业的龙头企业，将能够最大限度的享受行业发展的旺盛行情，提升饲料销量。从一季度情况来看，公司“模拟”资产重组后的收入达到 151 亿元，而公司之前预计若顺利实现重组，2011 年全年的收入为 558 亿元，我们认为超越这一目标是较大概率事件。

2. 猪肉价格上涨，将提升公司养殖、屠宰和肉制品加工业务的盈利能力

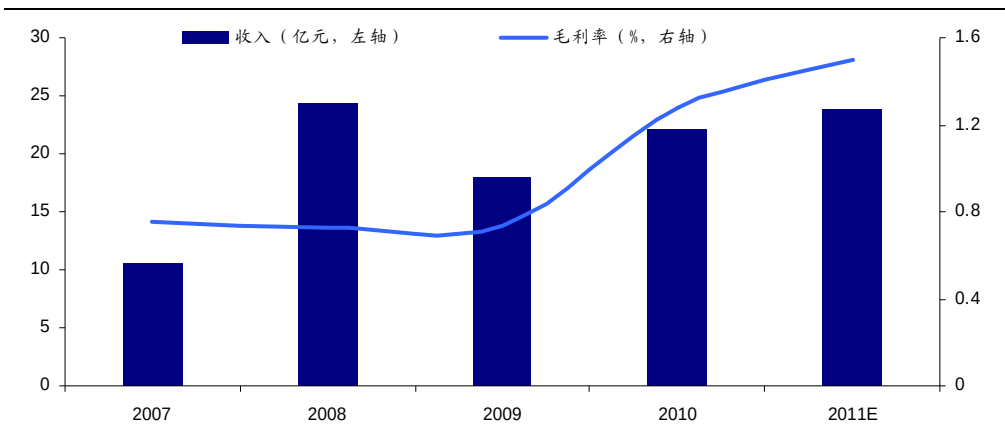
由于历史和经营方面的原因，股份公司的屠宰业务（主要通过旗下的北京千喜鹤公司运营）近年来一直处于亏损之中。伴随着自 2010 年后期逐步开始的高养殖行情以及猪肉价格的大幅反弹，公司通过积极整合营销资源、创新生猪采购模式、降低运营成本等方式，充分发挥北方片区的产业化优势，使得屠宰与肉制品加工业务在 2010 年大幅减亏，生猪屠宰量已突破 200 万头，收入也较 2009 年增长 23.07%。根据我们了解到的情况，2011 年一季度公司肉制品业务扭亏为盈的步伐进一步加快，已接近盈亏平衡点。

需要指出的是，除了新希望股份旗下的北京千喜鹤公司之外，六和集团和新希望农牧也拥有其各自的养殖、屠宰与肉制品加工业务，且原本的经营状况就要好于千喜鹤公司，尤其是六和集团，2010 年养殖与肉制品业务收入超过 130 亿元，收入规模为新希望股份的 6 倍，其中养殖业务毛利率更是接近 20%，盈利能力很强。由于现阶段养殖行业的高景气行情仍将维持高位，我们认为，公司若顺利完成重组，上游的种苗业务（公司拥有 2 亿只鸡鸭苗的销售量），下游的屠宰业务都将进一步提高六和集团和新希望的盈利能力。2010 年审计报告显示，六和集团肉制品加工业务的收入占比已经较 2009 年出现了提升。

公司目前发展肉制品加工业务的主要思路与措施：

- 1) 奉行“种为先”的政策，扩建种猪场。公司目前已在北京、沈阳和河北扩建了一些种猪场，引进种猪；商品猪仍主要依靠农户。我们认为，在目前生猪具体养殖模式尚未完全确定之前，这种抓大放小的思路有利于突出公司优势、规避养殖风险。
- 2) 积极扩大生猪供给来源。公司目前在宽城与徐水拥有两处生猪养殖基地，每年可提供稳定猪源；公司同时积极搭建与大型养殖场直接供猪的战略联盟，提升千喜鹤公司的生猪供给量；
- 3) 发挥产业链优势。生猪养殖成本的 60%-70% 来源于饲料，而公司在这方面具备强大的优势；
- 4) 参考六和集团禽类养殖的优良模式，发展自己的生猪养殖模式。六和集团的“担保鸡”模式取得了巨大的成功，公司将积极吸取其经验，但并不会完全复制其模式，会形成富有特色的养殖模式；
- 5) 肉制品销售在加强自身安全监管的同时，积极利用市场销售空间，加大营销力度。从今年 1-4 月份的情况来看，肉制品的销售状况良好，出现量价齐升的现象。

图 6 公司肉制品加工业务历年收入与毛利变化

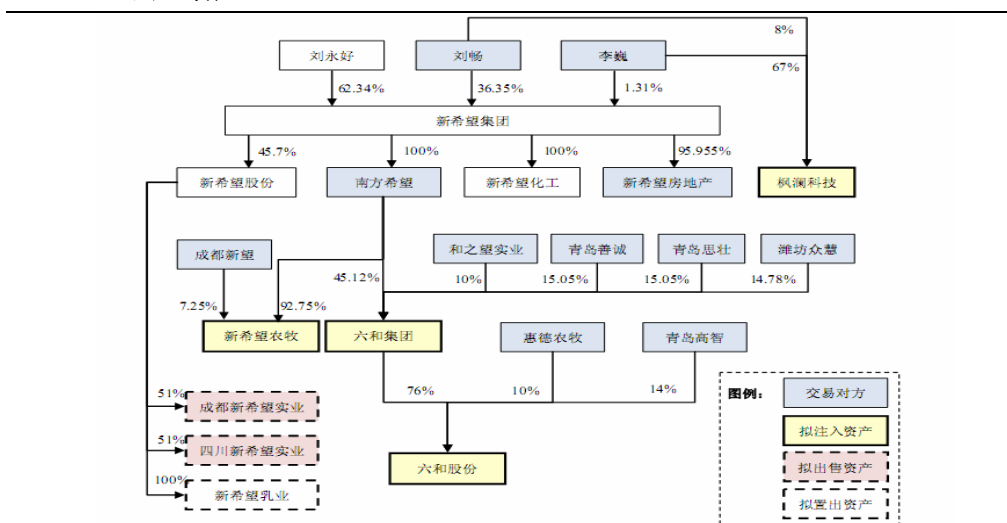


资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 重组后公司将具备完善的纵、横向产业链

公司于 9 月份审议通过了资产重组方案，目前已提交证监会审议。重组拟将六和集团、六和股份、新希望农牧与枫澜科技四家公司股权注入上市公司，同时拟将上市公司旗下持续亏损的新希望乳业与非主业资产成都新希望实业及四川新希望实业剥离出上市公司。

图 7 公司本次资产重组示意图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

农牧行业、尤其是饲料生产行业，因其净利润率较低而具有规模经济的特点，只有做大规模才能够体现竞争优势；而畜禽养殖行业则受制于“蛛网效应”，产品价格的周期性波动较大，企业的抗风险能力较弱。本次新希望股份若能成功完成资产重组，从纵向的角度来看，上市公司不仅饲料生产规模将大幅提升，并将成功打造“饲料生产-畜禽养殖-屠宰-肉制品加工”的上下游产业链的经营格局，有效平抑畜禽养殖经营波动性，成为目前国内产业链最完整、产品覆盖面最广的农牧类上市公司，行业竞争力和抗风险能力将得到极大的提升。

从横向的角度来看，六和集团经过多年发展，已形成以鸡、鸭为核心的从原料贸易、饲料生产，到食品加工、深加工及相关产业的一体化经营模式，集团的饲料和产品以禽类为主，在种类上对以猪饲料和猪肉制品业务的新希望股份提供横向的补充，重组完成后使得公司具备猪、鸡、鸭纵向一体化的饲养和经营能力。

表 2 六和集团、新希望农牧、原新希望股份主要产品产量

		饲料（万吨）			养殖（禽：万只，猪：头）				肉制品（吨）		
		鸡饲料	鸭饲料	猪饲料	鸡苗	商品鸡	鸭苗	生猪	鸡食品	鸭食品	熟食品
六和集团	2008	263	327	114	6595	807	6008	91012	395225	642275	42513
	2009	288	371	163	8830	869	11616	87265	400378	829529	50606
	2010	348	400	208	10958	1172	11688	88043	501821	942818	58268
新希望农牧		禽饲料	鱼饲料	猪饲料	祖代种猪	父母代母猪	商品肉猪	高温食品	低温食品	腌制食品	
	2008	121	28	46	574	1707	6928	15507	4949	39	
	2009	102	32	56	2234	1488	9686	19335	4303	40	
	2010	96	36	76	2350	1826	18946	21035	5725	46	
原新希望股份		各类饲料				生猪屠宰			冷鲜肉		
	2008	108				1820000			175700		
	2009	125				1731735			162398		
	2010	132				2123800			232700		

资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 未来还有整合的看点

新希望股份公司在启动本次资产重组之前，主营业务并不清晰，而且和大股东新希望集团旗下的南方希望存在潜在的同业竞争现象，我们认为，此次重组除了达到解除同业竞争、剥离上市公司非主业资产、实现上市公司农牧产业一体化经营的目的之外，还有以下几个看点：

- 1) 原料采购成本下降。公司是国内最大的黄豆实际使用商和最大的玉米采购商、进口商，此类饲料原材料的采购是公司经营主要的成本；顺利重组后，公司的规模优势和采购地位的上升将有助于原料集中采购能力的增强（如公司进口玉米的用船规模逐步扩大——5至10万吨/船，同时公司信用的增长将在购买价格和延付天数上得到更多的优惠）；
- 2) 研发和检测技术的合作优势增强，成本下降。新希望股份、六和集团与新希望农牧均具备各自的研发和检测团队，重组后强强联合，成本也将有所下降。
- 3) 协同效应增加，管理成本下降。此前各公司在集团旗下独立经营，管理上由于刻意的彼此“不跨界”，成本相对较高，重组后协同效应的增强将有助于公司管理成本的下降。

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.25 元、1.35 元和 1.43 元（其中民生银行的投资收益分别贡献 0.47 元、0.59 元和 0.70 元）。公司 5 月 26 日收盘价为 19.12 元，对应 2011-2013 年的 PE 分别为 15 倍、14 倍和 13 倍。考虑到公司在行业内的龙头地位，我们给予公司 2011 年农牧业务 25 倍的 PE 估值水平，民生银行投资业务 10 倍的 PE 估值水平，对应最终合理价格为 24.20 元，较当前价格还有 27% 的上涨空间，首次给予“买入”评级。

6. 风险提示

资产整合失败，猪价大幅下跌。

表 3 六和集团主营业务收入明细

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料业务					
销售量（万吨）	877	1008	1129	1214	1274
销售均价（元/吨）	2463	2686	2874	3003	3123
业务收入（百万元）	21522	27076	32447	36450	39803
业务成本（百万元）	20360	25722	30776	34518	37693
毛利率(%)	5.4	5.0	5.2	5.3	5.3
养殖业务					
销售量（百万只/头）	216	241	275	294	309
销售均价（元/只）	3.25	3.79	3.98	4.10	4.20
业务收入（百万元）	703	914	1093	1205	1297
业务成本（百万元）	579	736	865	950	1018
毛利率(%)	17.7	19.5	20.9	21.2	21.5
肉制品业务					
销售量（万吨）	125	151	172	182	193
销售均价（元/吨）	7930	8736	9784	10469	10993
业务收入（百万元）	9912	13192	16843	19103	21161
业务成本（百万元）	9476	12572	15996	18129	20074
毛利率(%)	4.4	4.7	5.0	5.1	5.1

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 新希望农牧主营业务收入明细

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料业务					
销售量（万吨）	185	199	219	235	247
销售均价（元/吨）	2559	2632	2816	2943	3061
业务收入（百万元）	4734	5239	6165	6925	7562
业务成本（百万元）	4422	4872	5718	6434	7018
毛利率(%)	6.6	7.0	7.2	7.1	7.2
其他业务					
业务收入（百万元）	339	399	447	469	507
业务成本（百万元）	259	317	352	371	395
毛利率(%)	23.7	20.5	21.3	21.0	22.0

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 原新希望股份主营业务收入明细

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料业务					
销售量（万吨）	125	132	145	152	159
销售均价（元/吨）	2642	2708	2898	3042	3164
业务收入（百万元）	3303	3566	4207	4616	5041
业务成本（百万元）	3026	3281	3862	4236	4628
毛利率（%）	8.4	8.0	8.2	8.2	8.2
屠宰业务					
业务收入（百万元）	1790	2203	2445	2568	2696
业务成本（百万元）	1777	2174	2410	2528	2652
毛利率（%）	0.7	1.3	1.5	1.5	1.6
其他业务					
业务收入（百万元）	1705	2015	2086	2138	2191
业务成本（百万元）	1287	1652	1668	1710	1753
毛利率（%）	24.5	18.0	20.0	20.0	20.0

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 枫澜科技主营业务收入明细

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料添加剂及其他业务					
业务收入（百万元）	21	20	22	25	25
业务成本（百万元）	14	14	15	18	18
毛利率（%）	33.0	31.0	30.0	30.0	30.0

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 7 民生银行投资业务

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
民生银行投资业务					
投资净收益（百万元）	453	658	816	1020	1224

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 8 新希望公司（基于完成资产重组后）利润表预测（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	6797	7785	65754	73499	80284
YoY(%)	-6.42	14.54	744.61	11.78	9.23
减：营业成本	6088	7123	61663	68892	75248
毛利	710	663	4092	4607	5035
毛利率(%)	10.44	8.51	6.22	6.27	6.27
主营业务税金及附加	14	14	143	172	191
营业费用（销售费用）	400	366	1207	1448	1644
管理费用	216	197	765	995	1243
财务费用	187	189	186	181	175
资产减值损失	14	-7	0	0	0
加：公允价值变动收益	2	-5	0	0	0
投资收益	636	894	1061	1306	1530
营业利润	518	793	2851	3116	3312
营业外收支	20	41	15	0	0
利润总额	538	834	2866	3116	3312
减：所得税	7	36	436	471	499
减：少数股东损益	122	218	250	296	325
归属于母公司净利润	409	579	2181	2350	2489
EPS（元）	0.54	0.70	1.25	1.35	1.43

资料来源：公司公告，海通证券研究所

附录 1. 主要饲料原料预测变化

注：带*年份中的数据表示预测数据，括号中带有月份的表示当月预测的 2010/2011 或者 2011/2012 年度数据，最后一列的预测变化率则指最新预测数据较上次的数据变化。

豆粕

表 1 世界豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	5.66	5.93	6.10	6.54	6.36	4.49	6.02	6.5	7.97%
产量	138.50	145.60	154.16	158.44	151.43	165.3	176.96	183.19	3.52%
进口量	45.32	50.57	52.48	54.21	51.18	53.15	58.05	58.9	1.46%
国内总消费	136.12	145.70	152.17	157.24	151.94	161.21	174.89	181.43	3.74%
出口量	46.54	51.32	54.28	55.77	52.82	55.72	59.64	60.61	1.63%
期末库存	6.83	5.09	6.28	6.18	4.23	6.02	6.50	6.55	0.77%
库存消费比(%)	5.02	3.49	4.13	3.93	2.78	3.73	3.72	3.61	-0.11

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 2 美国豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	0.19	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.27	0.27	0.00%
产量	36.94	37.42	39.06	38.36	35.47	37.83	35.91	35.64	-0.75%
进口量	0.13	0.13	0.14	0.13	0.08	0.15	0.15	0.15	0.00%
国内总消费	30.45	30.11	31.18	30.15	27.90	27.78	27.76	27.94	0.65%
出口量	6.66	7.30	7.99	8.38	7.71	10.14	8.3	7.85	-5.42%
期末库存	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.27	0.27	0.27	0.00%
库存消费比(%)	0.53	0.96	0.99	0.90	0.75	0.97	0.97	0.97	-0.01

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 3 中国豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0.00%
产量	24.03	27.30	28.47	31.28	32.48	38.64	44.43	48.71	9.63%
进口量	0.07	0.84	0.03	0.20	0.22	0.08	0.3	0.35	16.67%
国内总消费	23.46	27.78	27.63	30.85	31.67	37.55	43.93	48.26	9.86%
出口量	0.63	0.36	0.87	0.63	1.02	1.18	0.8	0.8	0.00%
期末库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0.00%
库存消费比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0

资料来源：USDA，海通证券研究所

小麦

表 4 世界小麦供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	132.22	147.37	147.76	128.94	124.38	166.24	196.17	182.2	-7.12%
产量	626.64	588.56	595.62	611.02	683.26	684.18	648.14	669.55	3.30%
进口量	109.95	110.38	114.02	113.45	136.93	133.58	123.59	124.02	0.35%
饲用量	106.63	104.28	106.16	96.61	118.44	119.19	122.76	124.17	1.15%
国内总消费	608.75	615.20	615.19	617.30	642.30	654.25	662.11	670.49	1.27%
出口量	110.45	109.43	111.58	117.21	143.66	135.85	124.73	127.34	2.09%
期末库存	150.12	120.74	128.18	122.66	165.33	196.17	182.2	181.26	-0.52%
库存消费比(%)	24.66	19.63	20.84	19.87	25.74	29.98	27.52	27.03	-0.48

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 5 美国小麦供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	14.87	14.70	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	22.84	-13.97%
产量	58.74	57.28	49.22	55.82	68.02	60.37	60.1	55.61	-7.47%
进口量	1.92	2.21	3.32	3.07	3.46	3.23	2.99	2.99	0.00%
饲用量	4.96	4.35	3.19	0.43	6.95	4.03	4.63	5.99	29.37%
国内总消费	31.82	31.36	30.94	28.61	34.29	30.93	32.11	33.75	5.11%
出口量	29.01	27.29	24.73	34.36	27.64	23.98	34.7	28.58	-17.64%
期末库存	14.70	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	22.84	19.12	-16.29%
库存消费比(%)	46.20	49.59	40.11	29.08	52.11	85.84	71.13	56.65	-14.48

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 6 中国小麦供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	43.29	34.89	34.39	38.45	38.97	45.8	54.43	59.93	10.10%
产量	91.95	103.50	108.47	109.30	112.46	115.12	115	115.5	0.43%
进口量	6.75	0.70	0.38	0.05	0.48	1.39	1	1	0.00%
饲用量	4.00	4.00	4.00	8.00	8.00	10	13	15	15.38%
国内总消费	102.00	101.00	102.00	106.00	105.50	107	109.5	111	1.37%
出口量	1.17	2.50	2.78	2.84	0.72	0.89	1	1	0.00%
期末库存	38.82	35.59	38.45	38.96	45.69	54.43	59.93	64.43	7.51%
库存消费比(%)	38.06	35.24	37.70	36.75	43.31	50.87	54.73	58.05	3.31

资料来源：USDA，海通证券研究所

玉米

表 7 世界玉米供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	103.86	130.69	124.67	109.37	131.32	149.24	145.43	122.19	-15.98%
产量	712.63	696.36	711.05	792.44	797.77	812.98	815.35	867.73	6.42%
进口	77.11	79.47	90.81	98.36	82.38	90.23	91.59	89.26	-2.54%
饲用量	471.14	476.31	477.71	497.10	478.25	484.36	493.46	506.09	2.56%
国内总消费	685.20	704.03	726.98	771.95	781.09	816.79	838.58	860.78	2.65%
出口	78.27	80.93	93.80	98.56	84.48	96.94	90.64	92.5	2.05%
期末库存	131.28	123.02	108.74	129.86	148.00	145.43	122.19	129.14	5.69%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.96	16.82	18.95	17.81	14.57	15.00	0.43

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 8 美国玉米供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	24.34	53.70	49.97	33.11	41.26	42.5	43.38	18.53	-57.28%
产量	299.91	282.31	267.50	331.18	307.14	332.6	316.2	343.04	8.49%
进口	0.28	0.22	0.30	0.51	0.34	0.21	0.64	0.51	-20.31%
饲用量	156.43	156.34	142.02	150.21	131.63	130.6	130.8	129.55	-0.96%
国内总消费	224.65	232.06	230.67	261.63	259.27	281.4	293.4	293.51	0.04%
出口	46.18	54.20	53.99	61.91	46.97	50.46	48.26	45.72	-5.26%
期末库存	53.70	49.97	33.11	41.26	42.50	43.38	18.53	22.85	23.31%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.35	15.77	16.39	15.42	6.32	7.79	1.47

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 9 中国玉米供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	44.85	36.56	35.26	36.60	39.39	53.17	53.31	58.71	10.13%
产量	130.29	139.36	151.60	152.30	165.90	158	168	172	2.38%
进口	0.00	0.06	0.02	0.04	0.05	1.3	1.5	0.5	-66.67%
饲用量	98.00	101.00	104.00	105.00	107.00	112	114	116	1.75%
国内总消费	131.00	137.00	145.00	149.00	152.00	159	164	168	2.44%
出口	7.59	3.73	5.27	0.55	0.17	0.15	0.1	0.2	100.00%
期末库存	36.56	35.26	36.60	39.39	53.17	53.31	58.71	63.01	7.32%
库存消费比(%)	27.91	25.74	25.24	26.44	34.98	33.53	35.80	37.51	1.71

资料来源：USDA，海通证券研究所

附录 2. 主要原料价格走势

图 1 国内豆粕价格（元/吨）



资料来源：Bloomberg

图 2 CBOT 豆粕价格（美元/短吨）



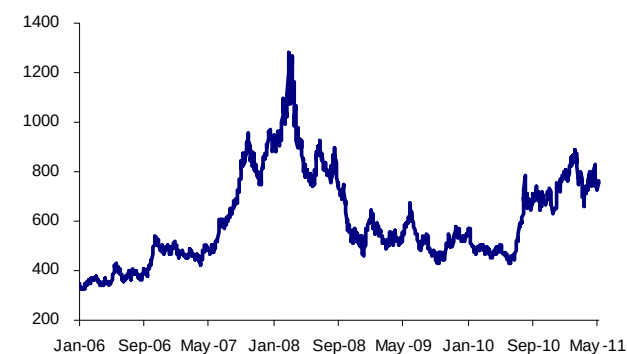
资料来源：Bloomberg

图 3 国内小麦价格（元/吨）



资料来源：Bloomberg

图 4 CBOT 小麦价格（美分/蒲式耳）



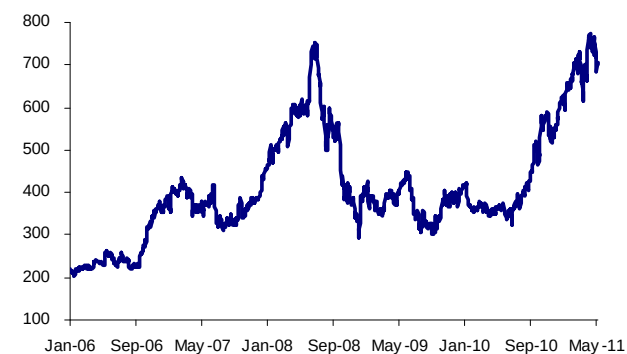
资料来源：Bloomberg

图 5 国内玉米价格（元/吨）



资料来源：Bloomberg

图 6 CBOT 玉米价格（美分/蒲式耳）



资料来源：Bloomberg

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准		类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级		股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
			中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
			减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
			卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准		行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
			减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。