

行业深度研究报告

产业链延伸 集中度提高

饲料行业概况：饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，我国饲料行业的发展，对于促进粮食高效转化增值和农产品精深加工发挥了重要作用，对于促进畜牧水产养殖的发展提供了基础支撑和战略保证，饲料行业作为我国农业经济的重要组成部分，其发展水平的高低，已成为衡量现代农业发展程度的重要标志。

我国饲料行业现状：我国饲料产量从 1990 年起持续增长，保持着 6.92% 的年复合增长率。2006 年我国饲料产量已经达到 11059 万吨，占世界总产量的 17% 以上，连续 16 年稳居世界第二，仅次于美国。2007 年，全国工业饲料（配合、浓缩，预混）产量达到 12311 万吨，同比增长 10.81%。其中配合饲料产量为 9319 万吨，保持快速发展；浓缩饲料产量为 2491 万吨，增幅减弱；添加剂预混合饲料产量 521 万吨，保持正常发展速度。从 2002 年到 2007 年，全国饲料工业总产值分别为 1906 亿元、2100 亿元、2428 亿元、2742 亿元、2908 亿元、3011 亿元，年均复合增速为 9.65%

饲料行业未来发展趋势：（1）饲料品种结构变化、水产饲料更具发展前景；（2）行业经过并购整合集中度进一步提高；（3）饲料企业向下游养殖业务拓展成为必然选择

2009 年饲料行业景气度有所回升：2009 年，饲料原料价格的增速减缓甚至下跌降低了饲料企业的成本压力，同时下半年猪价企稳将带动畜牧养殖积极性的恢复，这些因素综合作用或许使得饲料行业在 2009 年迎来景气周期。

我国饲料行业上市公司分析：我国饲料行业的非 ST 上市公司有 7 家，分别是新希望、通威股份、天邦股份、正邦科技、正虹科技、中牧股份、天康生物。经营猪饲料的占了 4 家，水产饲料的 2 家，禽畜饲料的 2 家（其中天邦股份既经营水产饲料又经营禽饲料）。

区域饲料龙头正邦科技：公司主营业务为饲料的生产及养殖、良种繁育。主要产品为猪饲料、禽饲料、水产料、其他料、种猪及商品猪养殖，其中以猪禽饲料为主。公司是江西省饲料生产的龙头企业，其饲料产品在江西省市场占有率达 50% 以上。公司的竞争优势主要有：（1）独有的“技术+营销”模式。（2）上下游一体化经营提升经营效率。公司未来的业绩增长点主要有：（1）饲料景气度恢复过程中公司猪饲料业务盈利能力的提升；（2）公司向下游养殖业延伸产业链，为未来业绩增长奠定基础。我们预测公司 2008—2010 年 EPS 为 0.18、0.31、0.48 元。给予“增持”评级。

风险因素：粮食价格大幅上涨的风险；动物疫病对养殖业的打击；人民币升值的风险

饲料行业

首次评级

增持

孙通通

suntongtong@csc.com.cn

010-85130213

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

分析日期：2009 年 3 月 26 日

行业相对市场表现



相关研究报告

2009 年 3 月	关注 CPI 中的粮价与猪价
2009 年 3 月	早籼稻期货月内或将上市
2009 年 2 月	旱灾挑战粮食连续六年增产
2009 年 1 月	惠农政策频出 粮价有望企稳

目 录

1. 饲料行业概况	2
1.1 概念与分类	2
1.2 饲料行业特征	2
2. 我国饲料行业现状	4
2.1 饲料产量增长迅速，稳居世界第二	4
2.2 行业地区分布不均衡	4
2.3 配合饲料占主体、预混料与浓缩料增长快	5
2.4 各种动物饲料的增长呈现多样化，水产饲料增长快	6
2.5 行业分散、集中度低	6
3. 饲料行业未来发展趋势	8
3.1 饲料品种结构变化、水产饲料前景广阔	8
3.2 行业经过并购整合、集中度进一步提高	9
3.3 饲料企业向下游养殖业务拓展成为必然选择	9
4. 2009 年饲料行业景气度将有所回升	10
4.1 原料价格下降缓解饲料企业成本压力	10
4.2 养殖业的恢复有望带来饲料需求的增加	10
5. 饲料行业上市公司分析	12
5.1 概况	12
5.2 重点上市公司	13
6. 风险因素	15

图 表 目 录

图 1: 我国饲料总产量	4
图 2: 我国饲料工业总产值	4
图 3: 我国饲料产量的地域分布	5
图 4: 我国饲料企业的地域分布	5
图 5: 我国各类饲料占比变化 (%)	5
图 6: 我国各类动物饲料占比变化 (%)	6
图 7: 我国水产养殖产量和水产饲料产量增长 (万吨)	6
图 8: 我国饲料行业集中度变化 (CR10)	7
图 9: 饲料行业毛利率和净利率	8
图 10: 国内玉米价格变化 (元/吨)	9
图 11: 国内豆粕现货价格走势 (元/吨)	9
图 12: 国内猪价走势	10
图 13: 水产品 (草鱼和鲢鱼) 价格变化	10
图 14: 正邦科技主营业务收入构成变动	12
图 15: 正邦科技营业利润构成变动	12
表 1: 饲料行业上市公司	11

1. 饲料行业概况

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，我国饲料行业的发展，对于促进粮食高效转化增值和农产品精深加工发挥了重要作用，对于促进畜牧水产养殖的发展提供了基础支撑和战略保证，饲料行业作为我国农业经济的重要组成部分，其发展水平的高低，已成为衡量现代农业发展程度的重要标志。

1.1 概念与分类

“饲料”是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。

饲料按照喂养对象划分，可分为猪饲料、禽饲料、水产饲料、反刍动物饲料、特种动物饲料等。

按照产品特征划分，可以分为配合饲料、浓缩料、预混料等。其中，配合饲料是指根据畜禽的不同品种、不同生长发育阶段和不同生产方式对各种营养物质不同需要量，依据饲料标准将各种饲料包括添加剂，按照一定配方混合均匀制备而成的饲料，可以直接用于饲喂对象，能全面满足饲喂对象的营养需求；预混料是将一种或多种微量组分（包括微量矿物元素、各种维生素、合成氨基酸、某些药物添加剂）与稀释剂或载体按要求的配比，均匀混合后制成的中间型配合饲料产品；而浓缩料是指配合饲料中除去能量饲料的剩余部分。

饲料的原料主要有玉米、豆粕、鱼粉等，饲料添加剂主要有赖氨酸、蛋氨酸等。

1.2 饲料行业特征

1.2.1 周期性行业，受上游种植业、下游养殖业影响大

饲料行业存在一定的周期性特征，一个周期大概持续 3-5 年时间，但受到各种因素的影响，饲料行业周期性存在较大的不稳定性，并有周期逐渐缩短的趋势（其中禽饲料行业更为明显）。

由于饲料行业和养殖业紧密相连，养殖业的供求关系、疫病发生频率都在很大程度上影响着饲料行业的周期。随着规模化养殖逐步成为我国养殖业的主要运作模式，养殖密度的不断提高造成大型疫病爆发越来越频繁，影响越来越大。现在大约每 2-3 年就会发生较大疫情，直接导致市场对养殖产品的需求下降，饲料滞销。

种植业对饲料行业的影响体现在，当粮食作物丰产时，饲料原材料价格下降，饲料产量增大，对市场供应增加。当原材料价格上升时，中小企业采购成本增加，生产困难，饲料供应量降低。

1.2.2 水产饲料销售季节性特征显著，5-11 月为销售旺季

畜禽饲料的生产销售没有明显的季节性特征，水产饲料的生产销售存在一定的季节性特征，这主要是由水生动物生长特点决定的。水产动物快速生长期主要集中在高温季节，每年 5-10 月通常为水产饲料产品的销售旺季；每年的 2-3 月为水产养殖户集中投苗期，11 月至次年 1 月则为水产养殖户集中收捕期，上述期间因饲料消耗量相对较小，通常为水产饲料淡季。

1.2.3 饲料行业地域性特征明显

一方面，我国幅员辽阔，不同地区的养殖环境和养殖习惯都可能有所不同，甚至有明显差异。大型的饲料生产企业需要针对不同地区的不同养殖特点，设计出适合当地市场环境的饲料产品，满足当地养殖业的生产需求；另一方面，受到运输的限制。一般而言，饲料销售区域半径较短，配合饲料的销售半径大致为 50-100 公里，这两方面的特征，使得饲料行业地域特征明显。

2. 我国饲料行业现状

2.1 饲料产量增长迅速，稳居世界第二

我国饲料产量从 1990 年起持续增长，保持着 6.92% 的年复合增长率。2006 年我国饲料产量已经达到 11059 万吨，占世界总产量的 17% 以上，连续 16 年稳居世界第二，仅次于美国。2007 年，全国工业饲料（配合、浓缩，预混）产量达到 12311 万吨，同比增长 10.81%。其中配合饲料产量为 9319 万吨，保持快速发展；浓缩饲料产量为 2491 万吨，增幅减弱；添加剂预混合饲料产量 521 万吨，保持正常发展速度。从 2002 年到 2007 年，全国饲料工业总产值分别为 1906 亿元、2100 亿元、2428 亿元、2742 亿元、2908 亿元、3011 亿元，年均复合增速为 9.65%

图 1：我国饲料总产量

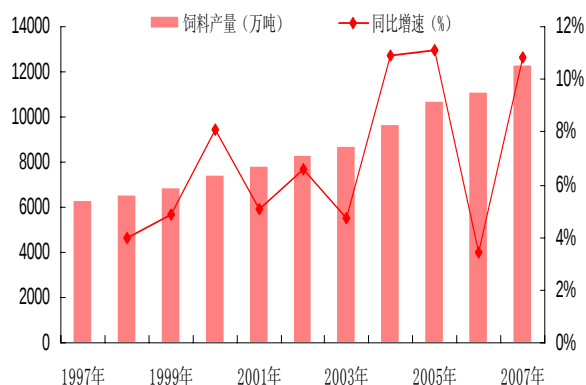
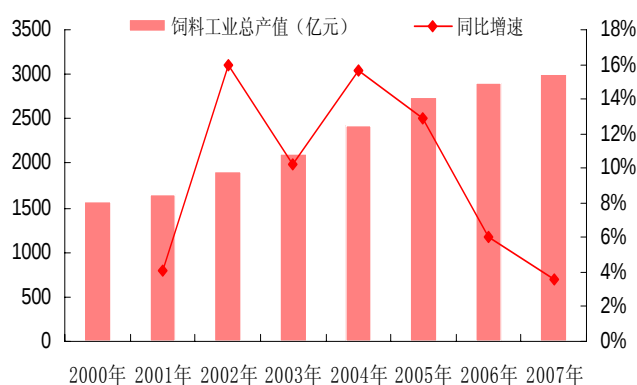


图 2：我国饲料工业总产值



资料来源：国家统计局，中信建投证券研究部

资料来源：国家统计局，中信建投证券研究部

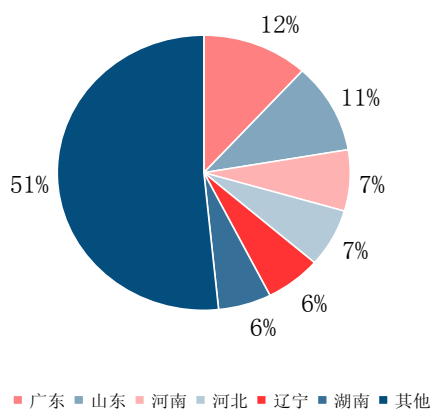
2.2 行业地区分布不均衡

饲料行业具有明显的地域性特点，同时因为我国养殖业分散的特点也进一步加剧了饲料行业在地区上的不均衡。根据 2005 年的数据，从产量上来看，比重最大的前十的省为广东（11.57%）、山东（10.63%）、河南（7.29%）、河北（6.90%）、辽宁（6.03%）、湖南（5.84%）、黑龙江（5.10%）、四川（4.70%）、江苏（4.09%）、浙江（3.75%），而像宁夏、甘肃、青海、西藏，占比均在 1% 以下。

从饲料企业数量来看，2005 年全国共有饲料加工企业 15518 家，其中，山东有 1642 家，占全国的 11%，河北有 1272 家，占全国的 8%；四川有 1124 家，占全国的 7%；河南有 869 家，占全国的 6%；黑龙江有 782

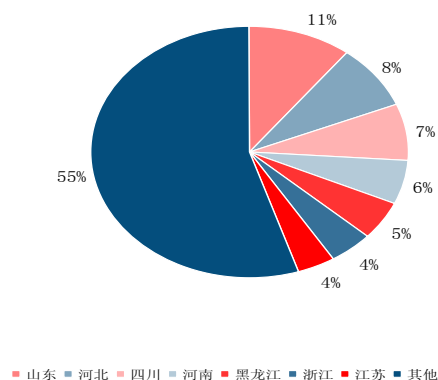
家，占全国的 5%；浙江有 679 家，占全国的 4%；江苏有 624 家，占全国的 4%，其余省份的饲料加工企业合计占全国总数的 55%，从中可以看出，我国饲料企业集中度比较低，而且数量众多，这种情况也是由饲料行业的地域性特征以及养殖业的散养状况决定的。

图 3：我国饲料产量的地域分布



资料来源：中信建投证券研究部

图 4：我国饲料企业的地域分布



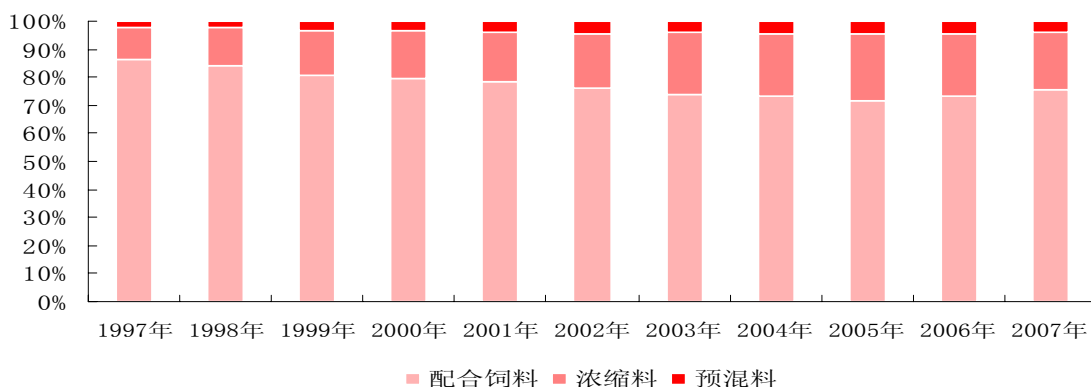
资料来源：中信建投证券研究部

2.3 配合饲料占主体，预混料与浓缩料增长快

配合饲料长期占据我国工业饲料的主体，但是从图 5 可以看出，配合饲料占饲料总产量的比重却在不断降低，1997 年，配合饲料占饲料总产量的比重为 84.4%，然而到 2007 年时，配合饲料占饲料总产量的比重降低到 75.56%，其中，预混料和浓缩料近年来的迅猛发展是促使配合饲料占比下降的主要原因。

预混料和浓缩料在饲料业发展的初期没有受到人们的重视，但是随着我国添加剂工业、配合饲料工业的发展，人们认识到通过添加预混料或浓缩料来混合自产的粮食自行配制饲料，既可以降低成本，又可以节约粮食，因而预混料和浓缩料在最近几年取得了很快的发展，其年增长率远远的大于同期配合饲料的年增长率，有些年份甚至超过了 20%。

图 5：我国各类饲料占比变化（%）



资料来源：中信建投证券研究部

2.4 各种动物饲料的增长呈现多样化，水产饲料增长快

按照喂养对象划分，在各类动物饲料中，猪饲料占据了饲料总产量的主体，但是近些年也呈现出下降的趋势，与此同时，水产饲料呈现了较快的发展势头。

目前，我国水产品总产量已占世界水产品总量的 70% 左右，已成为名副其实的水产养殖大国。2006 年我国整个饲料行业产量为 1.1 亿吨，产值 2908 亿元，水产饲料产量为 1310 万吨左右，占全国饲料总产量的 13.1%。近 10 年来，水产饲料产量的复合增长率高达 15.71%，远高于配合饲料总量 5.22% 的增长，成为饲料行业发展的亮点。而与此同时，随着人民生活水平的提高，水产品的综合营养价值和保健作用也被越来越被认识和接受。

近年来水产饲料工业化率不断提高，我国 2005 年水产饲料的工业化率不到 15%，远低于饲料行业的平均水平。我国现阶段还是以直接投喂野杂鱼的粗放式养殖方式为主，随着消费者对食品安全等问题的日益重视，集约化、工厂化养鱼模式的大面积推广，水产饲料的工业化率必将得到大大提高，对水产饲料的需求也将进一步加大。

图 6：我国各类动物饲料占比变化（%）

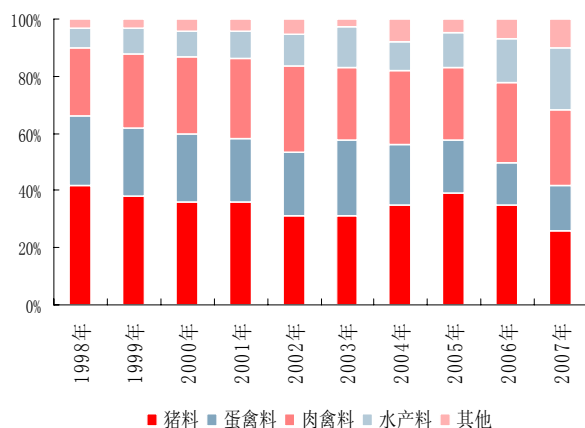
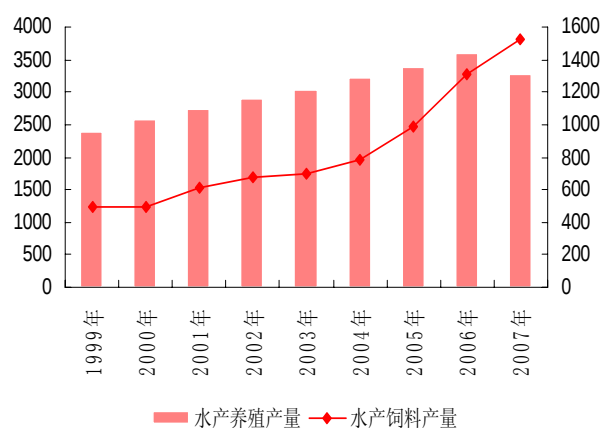


图 7：我国水产养殖产量和水产饲料产量增长（万吨）



资料来源：中信建投证券研究部

资料来源：中信建投证券研究部

2.5 行业分散、集中度低

我国饲料行业的进入资金、技术、制度等壁垒较低，导致饲料行业内的企业众多，位居世界饲料产量第一的美国，只有 300 多家饲料加工企业；而位居第二的我国却拥有 15000 多家企业。这些企业，不仅地域分散，而且产能分散，刻度我国饲料行业集中度的 CR10 指标 2007 年仅仅为 25%，剩余 99.99% 的饲料企业，所生产的饲料仅仅占到市场产量的 75% 左右。

世界饲料业的现状是，约 3800 家大型饲料企业生产的配合饲料占全球总量的 80%，单个企业的平均生产规模为 12.5 万吨/年左右。美国 2005 年的饲料产量为 15020 万吨，较 1978 年增长了 400% 以上，而在产量增长的同时，美国的饲料企业却在减少，1978 年美国的饲料加工企业有 1 万多个，到 2005 年则减少到 2000 个，美国前 10 家饲料企业市场集中度在 40% 以上。相比之下，我国 2005 年 1.07 亿吨的产量却由 15518 家企业生产，平均每家的产量为 0.69 万吨。

分散的市场，造成了激烈的价格竞争，使得在成本上涨时，很难通过提价等手段转嫁出去，影响了企业盈利能力的提高。分散的市场，也不利于企业抵御养殖业波动造成的风险，遇到“禽流感”、“猪蓝耳病”等重大疫情对养殖业的打击，也会很快传导到饲料业，造成饲料业的波动。

3. 饲料行业未来发展趋势

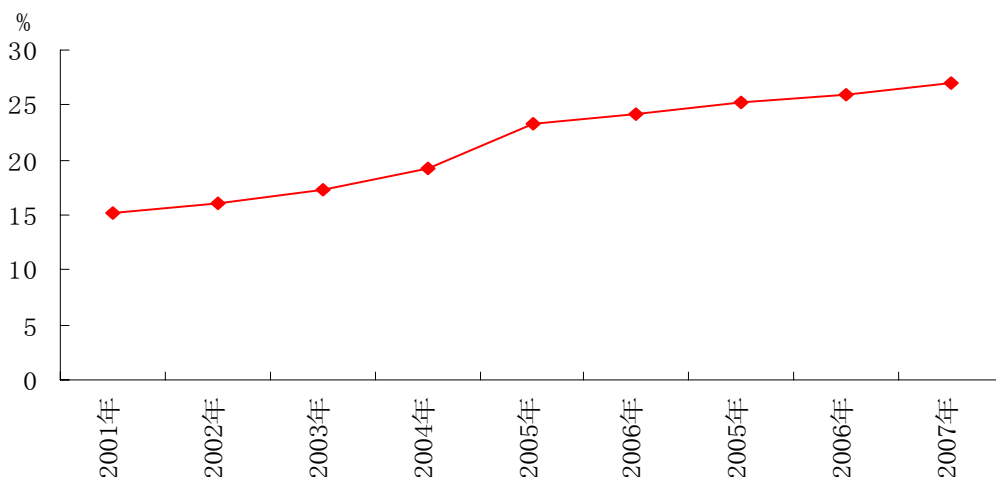
3.1 饲料品种结构变化、水产饲料更具发展前景

目前，我国猪、禽饲料占我国饲料总量的 80% 以上，而世界饲料产业结构中猪、禽、牛饲料大约各占 1/3。预计随着人们生活水平的提高，猪肉消费比例下降，禽肉和牛肉比例上升，水产品比例也会上升。在工业饲料中，预计水产品饲料将保持较快的增长，这是由于我国消费者的收入和健康意识都在不断提高，对水产品的需求预期会呈现快速增长趋势，国内饲料产业结构也将随之发生变化。

3.2 行业经过并购整合集中度进一步提高

随着经济全球化步伐加快，加入 WTO 给我国农业产品带来了巨大冲击，饲料行业面临着严峻的竞争局面，同时随着食品安全事件频发，人们对食品安全的要求更高，饲料行业的大企业将面临着更好的发展机遇，而饲料行业的并购整合也将成为发展趋势。我们预计在未来的 5-10 年内，随着我国养殖业产业化的快速形成，我国饲料企业数量将迅速减少，经过并购整合等多种形式的资源重组，具备技术、规模和品牌的优势企业将占据更多的市场份额。近些年来，我们饲料行业的市场集中度不断提升，进一步反映了并购整合的行业趋势。

图 8：我国饲料行业集中度变化（CR10）



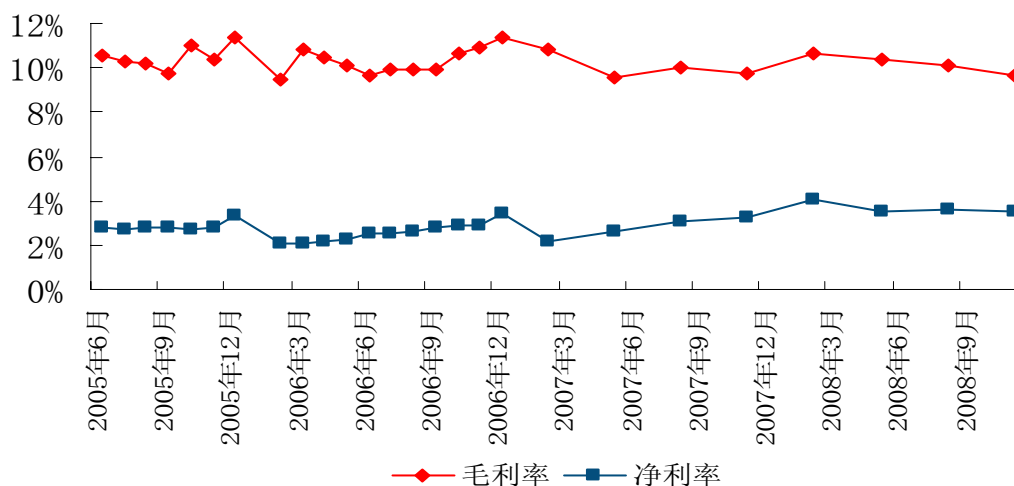
资料来源：中信建投证券研究部

3.3 饲料企业向下游养殖业务拓展成为必然选择

饲料行业属于农产品初加工行业，进入门槛低，技术工艺简单，同时又由于企业众多，市场分散，竞争激烈，这使得饲料行业维持着较低的利润率水平，行业毛利率保持在 10% 左右，而净利率只有 2-3%。为了摆脱受制于上下游双重压迫的局面，饲料行业企业纷纷向下游养殖业延伸产业链，像新希望、通威股份、天邦股份、

正邦科技等都依托饲料业务，进军了养殖行业。向下游养殖行业延伸产业链，使得企业更进一步贴近市场需求，从而提高饲料加工的品质，拉动了饲料的销售，同时也可以通过产业链一体化的运作，提高公司应对行业周期波动的能力和提升综合盈利水平。我们判断，饲料企业向养殖行业拓展将成为企业必然的选择。

图 9：饲料行业毛利率和净利率



资料来源：中信建投研究部

4. 2009 年饲料行业景气度将有所回升

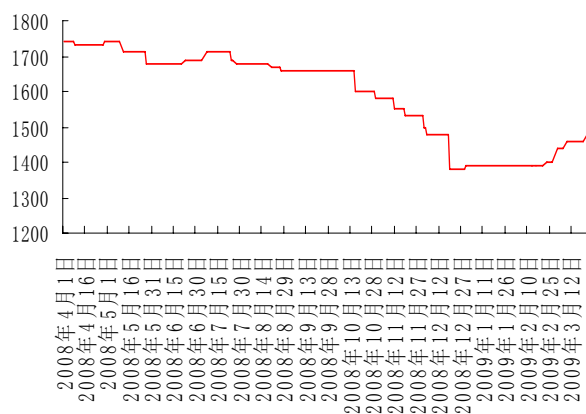
4.1 原料价格下降缓解饲料企业成本压力

玉米与豆粕是饲料生产最主要的原料。2007 年以及 2008 年上半年的粮食价格上涨给饲料企业造成了很大的成本压力。但自 2008 年下半年开始，随着全球金融危机对国内的影响加剧，国内粮价出现了较大的下降，从而带动了饲料原料的下降。

截至 2009 年 3 月 20 日，我国玉米现货价格为 1460 元/吨，较去年同期下降 280 元/吨，降幅 16.09%，而豆粕现货价格为 3050 元/吨，较去年同期下降 890 元/吨，降幅 22.59%。玉米和豆粕在饲料成本中占比达到 70%以上，两者价格的下降对缓解饲料行业企业的成本压力，提高其毛利率水平具有积极影响。

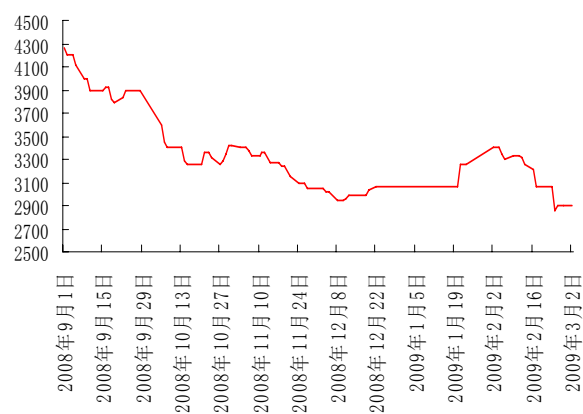
我们判断 2009 年在经济危机和政府政策两大因素的权衡较量中，全年玉米和豆粕价格总体是稳中有升，但不会出现过大的升幅。这有利于使得饲料企业在较长一段时间里保持原料成本的采购优势。

图 10: 我国玉米价格变化 (元/吨)



资料来源: 中信建投研究部

图 11: 国内豆粕现货价格走势 (元/吨)



资料来源: 中信建投研究部

4.2 养殖业的恢复有望带来饲料需求的增加

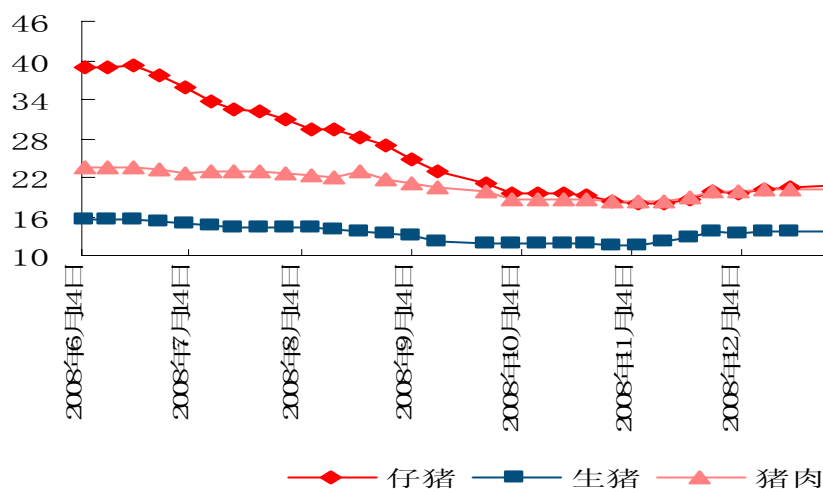
养殖业是饲料行业的下游产业, 包括畜牧业和水产养殖业。养殖业的生产规模与产品价格的变动对饲料业的影响非常显著, 同时养殖业的行业周期也在很大程度上决定着饲料业的行业周期变化。

近年来, 我国畜牧业和水产养殖业进入平稳发展阶段, 年均增长幅度大约在 3-5% 之间。养殖业面临着产业转型, 由分散养殖向规模化、集约化和标准化养殖方向发展, 这都将对饲料行业的经营方式和竞争格局产生深远影响。工业饲料使用率的不断提高将使饲料业的产销量的增长略高于养殖业的增长; 同时养殖业与饲料业相互融合趋势明显, 产业链逐渐形成, 以抵御单一产业带来的市场风险。饲料作为中间产品, 其定价受养殖业终端产品价格的制约。当终端产品价格上涨, 饲料价格会随之较高。当养殖产品价格低迷, 养殖利润趋降时, 饲料价格也受到负面影响。

2008 年中国的生猪养殖业经历了过山车式的行情。从 2008 年 2 月份开始, 我国猪价开始下跌以来至今, 生猪价格已下跌了 20%, 同时受到口蹄疫、猪蓝耳病等疫病的影响, 生猪的养殖效益出现了大幅下滑, 农户的养殖积极性受到极大打击。进入 2009 年以来, 在过去的几个月生猪的存栏数有所下降, 甚至有个别地区出现宰杀母猪的情况。

我们预计猪价下跌的趋势将延续到 2009 年中期。2009 年下半年, 随着供求关系的趋缓, 猪肉价格将见底企稳。随着国家对动物疫情防控投入的加大, 疫情也将逐渐减少。这将带动生猪热情的恢复和生猪存栏量的上升, 从而带动饲料需求的上涨。饲料行业将进入景气回升周期。

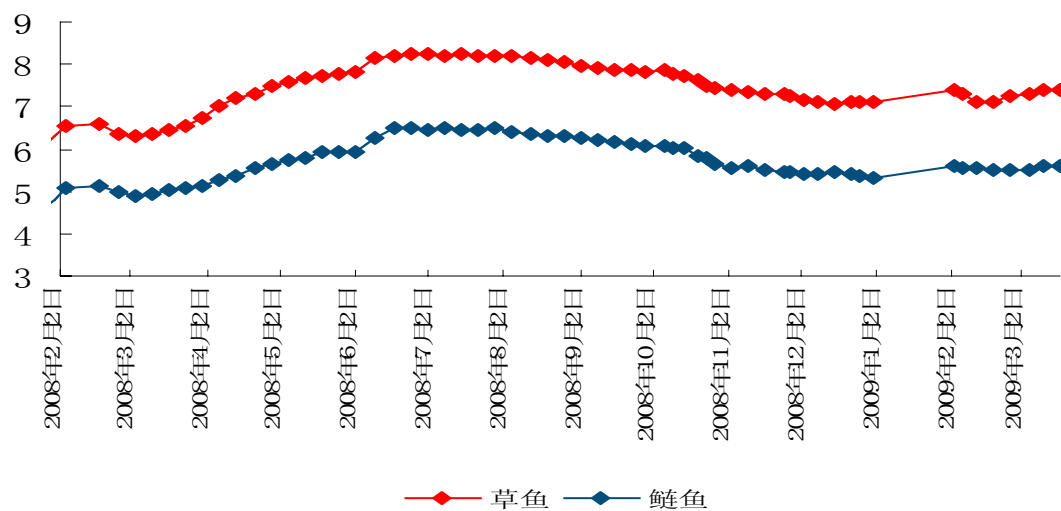
图 12：猪价走势，我们预计 2009 年中期猪价见底企稳



资料来源：中信建投研究部

水产品价格一直保持平稳上涨的趋势，随着水产品消费量的持续，2009 年我国水产品饲料将继续保持较快的发展。

图 13：水产品（草鱼和鲢鱼）价格变化



资料来源：中信建投研究部

5. 饲料行业上市公司分析

5.1 概况

我国饲料行业的非 ST 上市公司有 7 家，分别是新希望、通威股份、天邦股份、正邦科技、正虹科技、中牧股份、天康生物。这 7 家公司饲料业务的收入占了主营业务的大部分，除了饲料业务，还经营其它业务，比如新希望还投资了民生银行等金融股，另外还通过下属的千禧鹤公司经营肉制品加工等业务，通威股份也进军了多晶硅，涉足新能源、天康生物和中牧股份两家公司尽管饲料销售收入占比很大，但动物疫苗业务占据了营业利润的更大部分。尽管存在这些情况，但我们这里只考察它们的饲料业务。下面总结了这 8 家上市公司的主营业务情况，以及其中的饲料业务在 2007 年全年和 2008 年中期的营业收入和毛利率情况，如表 1

表 1：饲料行业上市公司

公司名称	主营饲料产品	2007 年饲料销售收入（万元）	占总营业收入比重	毛利率	2008 年中期饲料销售收入（万元）	占总营业收入比重	毛利率
新希望	猪饲料	242178.97	50.54%	6.72%	152132.62	42.38	6.11%
通威股份	水产饲料	646579.43	95.79%	8.25%	349547.33	81.84%	8.48%
正虹科技	猪饲料	99417.65	71.48%	9.70%	68302.35	87.94%	7.83%
天邦股份	水产饲料	34431.05	61.66%	18.79%	15721.51	36.49%	12.81%
	禽饲料	6796.99	12.17%	13.36%	7847.79	18.21%	12.38%
正邦科技	猪饲料	156908.94	96.19%	7.98%	116910.79	94.91%	6.43%
中牧股份	禽畜饲料	78019.6	45.32%	5.32%	38857.41	42.77%	21.08%
天康生物	猪饲料	47430.48	70.72%	8.62%	34384.16	80%	9.44%

资料来源：中信建投研究部

从上表数据我们可以看出，7 家上市公司中，主营猪饲料的占了 4 家，主营水产饲料的 2 家，禽畜饲料的 2 家（其中天邦股份既经营水产饲料又经营禽饲料）。通威股份、新希望、正邦股份三家饲料业务 2007 年的销售收入规模最大，均超过了 10 亿元。另外，从 2008 年半年报的上市公司来看，除了中牧股份、天康生物饲料业务毛利率有大幅上涨外，其他饲料公司毛利率变化并不大，甚至出现下降，比如通威股份 2008 年上半年毛利率仅仅上升 0.23%，而正邦科技毛利率下降 1.55%，天邦股份的水产饲料业务毛利率下降 5.98%，禽饲料下降 0.98%，这是因为在 2008 年上半年，饲料原料的价格并没有出现明显的下跌，反而相比去年有了较大幅度的上涨，造成公司营业成本上升。我们认为随着 09 年饲料原料价格涨幅趋缓甚至下降，上市公司饲料业务的毛利率会有所上升。

通过分析饲料上市公司饲料业毛利率这些年的变化，我们可以得出以下结论：（1）经营水产饲料的毛利率要高于猪饲料。在行业景气阶段，以水产饲料为主的通威股份和天邦股份毛利率基本都在 13—25% 之间，而以猪饲料为主的新希望、正邦科技、正虹科技、天康生物等的毛利率在 7%—13% 之间；而在非景气阶段，以水产饲料为主的通威股份和天邦股份毛利率仍然可以保持 10% 以上，但以猪饲料为主的新希望、正邦科技、正虹科技、天康生物等的毛利率基本都在 10% 以下，普遍为 5%—7%；（2）通过饲料上市公司毛利率走势变化可以看出，从 2005 年开始饲料行业就进入明显的下降周期，一般饲料行业是 3—4 年为一个周期，到 2009 年已经是这轮下降周期的第四年，毛利率有向上增长的内在需求。

5.2 重点公司分析

正邦科技（002157）：主营业务为饲料的生产及养殖、良种繁育。主要产品为猪饲料、禽饲料、水产料、其他料、种猪及商品猪，其中以猪禽饲料为主。“正邦牌”猪饲料被认定为“中国名牌产品”，“江西省名牌产品”。“正邦”商标被认定为“江西省著名商标”。公司的“仔猪代乳饲料”、“仔猪预混合饲料”等五个产品被江西省科学技术厅认定为“高新技术产品”。2004年，公司被江西省科学技术厅认定为“高新技术企业”；2005年，公司被国家农业部列为全国饲料工业十强；2006年，公司被国家农业部认定为“农产品加工技术创新机构”，公司技术部被江西省经委认定为“省级企业技术中心”。2007年公司销售收入163,114万元，其中饲料业务销售收入156,909万元，占比达96.19%；商品猪销售收入6179万元，占比达3.78%。

图 14：正邦科技主营业务收入构成变动

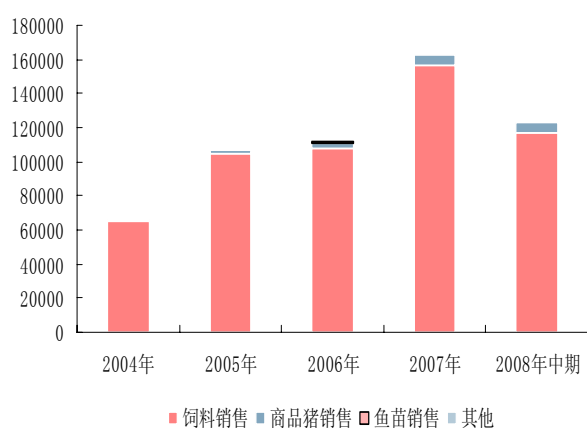
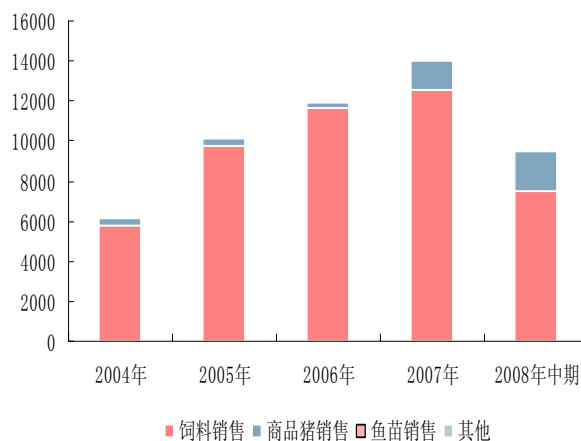


图 15：正邦科技营业利润构成变动



资料来源：公司公告，中信建投研究部

资料来源：公司公告，中信建投研究部

公司是江西省饲料生产的龙头企业，其饲料产品在江西省市场占有率达50%以上。公司的竞争优势主要有：（1）独有的“技术+营销”模式。国内饲料产品同质化严重，这种情况下，企业的营销成为在竞争中取胜的关键。公司采用“技术+营销”的模式，公司将大量的技术人员配备到销售终端，通过对养殖户的技术支持和服务加强公司产品的销售和影响。这种模式，稳定了客户资源，降低了产品销售费用，起到良好效果；（2）上下游一体化经营提升经营效率。公司的猪饲料和生猪养殖业务形成良性循环。其中，生猪养殖业务完全由公司自身提供饲料，降低了生猪养殖的成本；另外，公司通过收购江西省生猪育种中心，开展种猪销售业务，公司独有的优良双肌大白臀种猪结合公司的猪饲料给中小专业养殖户提供整套解决方案，通过种猪销售带动饲料销售，通过饲料销售促进种猪销售，形成良性互动。

公司未来的业绩增长点主要有：（1）饲料景气度恢复过程中公司猪饲料业务盈利能力的提升；（2）公司向下游养殖业延伸产业链，为未来业绩增长奠定基础。我们预计公司2008—2010年EPS为0.18、0.31、0.48元。给予“增持”评级。

6. 风险因素

粮食价格大幅上涨的风险；动物疫病对养殖业的打击；人民币升值的风险。

正邦科技盈利预测

	2006 年	2007 年	2008(E)	2009(E)	2010(E)
资产负债表 (万元)					
货币资金	6,303	17,806	22,514	36,541	54,448
经营性应收项目	6,109	11,695	17,184	25,678	39,788
非经营性应收项目	1,544	912	2,640	2,913	5,286
存货	18,321	28,061	45,691	64,735	102,962
其他流动资产项目	67	97	163	227	365
流动资产合计:	32,344	58,572	88,191	130,093	202,849
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产净额	10,050	18,120	27,337	40,284	62,844
无形及其他非流动资产	1,788	2,946	4,633	6,682	10,534
非流动资产合计:	11,838	21,066	31,969	46,966	73,378
资产总计	44,182	79,638	120,161	177,059	276,227
短期借款	12,495	20,720	24,696	32,429	43,553
一年内到期的非流动负债	0	9	1,997	5,863	11,425
经营性应付项目	9,549	14,096	23,372	32,812	52,426
非经营性应付项目	4,134	3,330	7,807	9,352	16,225
其他流动负债项目	405	869	1,217	1,866	2,855
流动负债合计:	26,582	39,023	59,088	82,321	126,484
长期借款	0	0	9,939	29,273	57,081
其他非流动负债	1,199	1,221	2,476	3,158	5,300
非流动负债合计:	1,199	1,221	12,416	32,431	62,381
负债合计	27,781	40,244	71,504	114,753	188,865
实收资本 (股本)	5,630	7,530	8,524	10,457	13,238
资本公积	380	17,749	20,730	26,530	34,873
盈余公积	661	692	909	1,548	2,825
未分配利润	5,648	8,833	9,699	12,256	17,364
归属于母公司股东权益合计	12,319	34,803	39,862	50,791	68,300
少数股东权益	4,082	4,591	8,795	11,515	19,063
所有者权益合计	16,401	39,394	48,657	62,306	87,362
负债和所有者权益总计	44,182	79,638	120,161	177,059	276,227
利润表 (万元)					
营业收入	111,731	163,114	271,959	380,743	609,189
营业成本	99,699	149,076	251,291	350,284	557,408
营业税金及附加	0	0	0	0	0
资产减值损失	35	-18	0	0	0
销售费用	4,739	5,156	10,066	13,063	21,724
管理费用	2,671	3,222	5,937	7,916	12,982
营业利润	3,901	4,491	2,621	5,660	10,634

加：营业外收入	176	334	0	0	0
减：营业外支出	75	72	0	0	0
利润总额	4,002	4,752	3,042	6,241	11,376
减：所得税	473	585	367	761	1,379
净利润	3,529	4,167	2,675	5,481	9,997
现金流量表（万元）					
净利润	3,529	4,167	2,675	5,481	9,997
折旧摊销	1,048	1,516	2,569	3,578	5,745
经营活动产生现金流	716	-3,474	-6,288	-4,626	-9,703
投资活动产生现金流	-3,987	-10,744	-13,472	-18,574	-32,157
融资活动产生现金流	4,684	25,671	24,469	37,227	59,768
现金净增（减）	1,414	11,452	4,708	14,027	17,908

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构

第一家与保险公司签约的证券研究机构

第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构

2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名

2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点

2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

孙通通，农林牧渔行业分析师，中国人民大学金融学硕士，2007 年 11 月进入中信建投

研究部

郑绮，消费组组长、首席分析师，曾两次获最佳消费品分析师称号

关于中信建投 证券研究发展部

作者简介

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010