

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

生猪和能繁母猪存栏数加速下跌，为未来猪肉价格上涨奠定了基础

2010年7月8日

投资要点：

●生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡。决定这种经济现象的经济规律是猪肉需求具有比较强的刚性，猪肉供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，本期猪肉价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的猪肉供给量和价格，猪肉价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致猪肉供给和价格的大起大落。

●从2009年6月开始，我国生猪和猪肉价格已经走出谷底，进入新周期的上涨阶段。新周期预计将在2012年5月以后结束。在此期间，我国生猪和猪肉价格将经历上涨和下跌两个阶段。

●2010年1月到3月，我国猪粮比价持续下跌，已经下跌到《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》规定的调控目标以下，4月，政府启动国产冻猪肉收储采购，猪肉价格下跌趋势被遏止。猪粮比价持续下跌导致我国生猪存栏数和能繁母猪存栏数近几个月加速下跌，为未来猪肉价格上涨奠定了基础。

●猪肉价格上涨对我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司扩大经营规模和提高盈利水平是有利的。

●行业龙头公司双汇发展2010年计划实现产量、销量、销售收入两位数以上的增长目标。公司股票目前停牌，正在接受控股股东重大资产注入，若资产重组成功，公司经营规模和盈利能力将进一步增强，公司治理将更加规范。

●给予猪肉行业“强于大市”评级，给予双汇发展“推荐”评级。

猪肉行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 34.19
市净率: 6.45

行业表现



评价周期	1个月	6个月	12个月
行业涨跌(%)	-1.22%	-8.17%	38.71%
大盘涨跌(%)	-3.90%	-24.44%	-21.59%

资料来源：爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
双汇发展	推荐	1.15	1.50	1.86
得利斯	推荐	0.36	0.34	0.38
新五丰	中性	0.05	0.12	0.09
高金食品	中性	0.04	0.04	0.08

资料来源：公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012
电话: 021-3222 9888-3509
邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

2009年9月研究报告《2009年下半年到2010年下半年我国猪肉价格处于周期波动的上升阶段》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、我国养猪业的周期波动和近几个月生猪、能繁母猪存栏数快速下跌

从 1994 年我国建立畜产品及相关生产资料价格统计报表至今，15 年猪肉价格经历了 5 个谷底，4 个完整周期。生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡，被称为“过山车”式价格波动。决定这种经济现象的经济规律是猪肉需求具有比较强的刚性，猪肉供给从养殖母猪到养殖仔猪再到养殖生猪一般需要两到三年时间，本期猪肉价格决定本期养殖业者的养殖规模，本期养殖规模决定下期的猪肉供给量和价格，猪肉价格波动引起养猪产业链的连锁反应，导致猪肉供给和价格的大起大落。

我国猪肉价格经过比较长时间大幅度下跌以后，在 2009 年 5 月到达谷底。由于养殖者宰杀生猪和母猪，加上政府启动了国产冻猪肉收储采购，供给严重过剩的局面得到缓解。从 2009 年 6 月开始，我国生猪和猪肉价格已经走出谷底，进入新周期的上涨阶段。新周期预计将在 2012 年 5 月以后结束。在此期间，我国生猪和猪肉价格将经历上涨和下跌两个阶段。

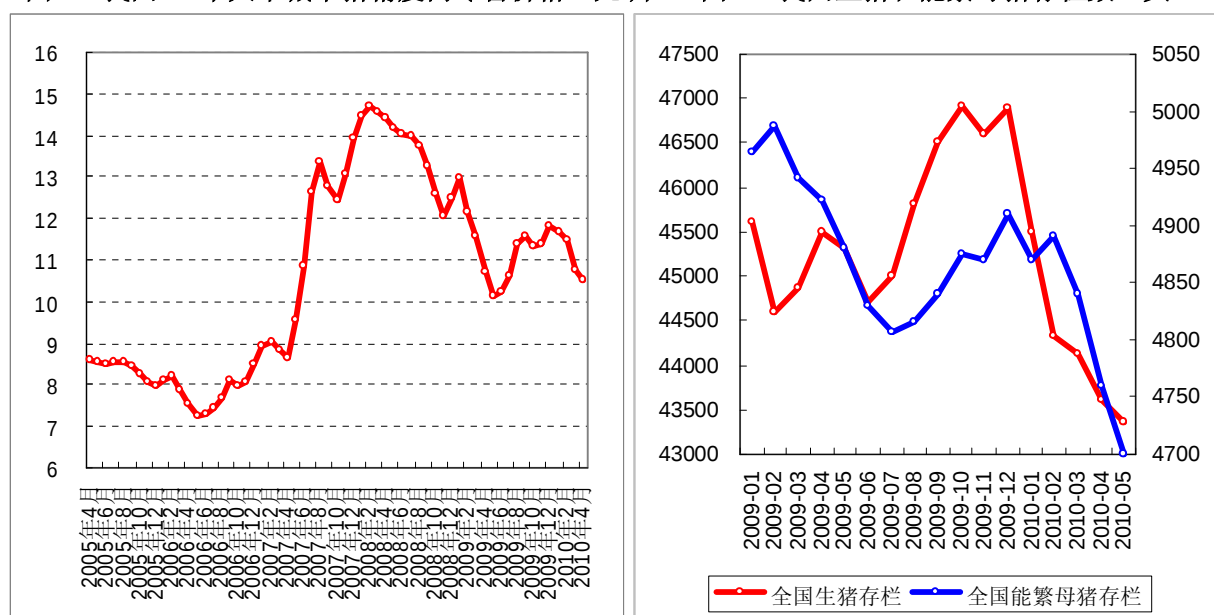
表 1：1994 年以来我国生猪和猪肉价格周期波动和未来周期波动预测

第一谷底		第二谷底		第三谷底		第四谷底		第五谷底		预计第六谷底	
1995 年 1 月		1998 年 3 月		2001 年 2 月		2006 年 5 月		2009 年 5 月		2012 年 5 月	
←	第一周期		第二周期		第三周期		第四周期		第五周期		→

资料来源：中国畜牧业协会

2010 年我国猪肉价格总体上处于周期波动的上升阶段，猪肉价格将震荡上行。但是，由于国家为保护农民种粮积极性，进一步促进粮食生产发展，提高稻谷、小麦等大宗农产品最低收购价格，增加了养猪成本，降低了猪粮比价。2010 年 1 月到 3 月，我国猪粮比价持续下跌，已经下跌到《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》规定的调控目标以下，4 月，政府启动国产冻猪肉收储采购，猪肉价格下跌趋势被遏止。

图 1：我国 36 个大中城市猪精瘦肉零售价格（元/斤） 图 2：我国生猪和能繁母猪存栏数（头）



资料来源：国家统计局

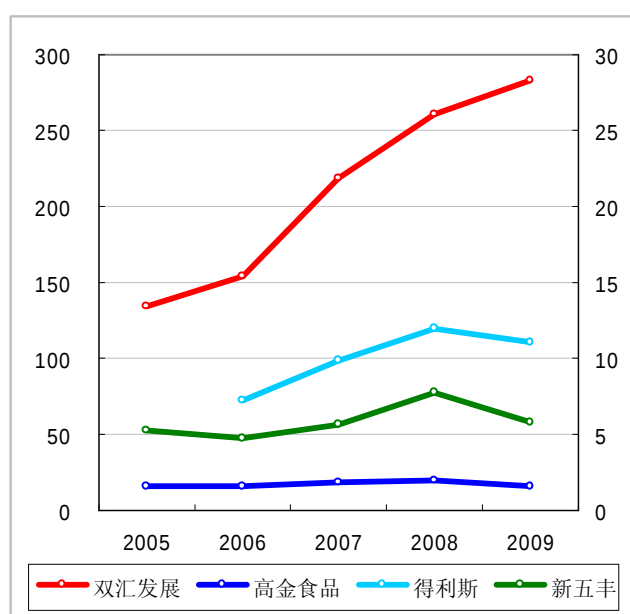
资料来源：国家统计局

从图中可以看出，2010 年初以来，我国生猪存栏数持续下跌，能繁母猪存栏数在 2010 年 2 月以来加速下跌。猪存栏数和能繁母猪存栏数下跌为未来猪肉价格上涨奠定了基础。

二、养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营规模和盈利水平比较

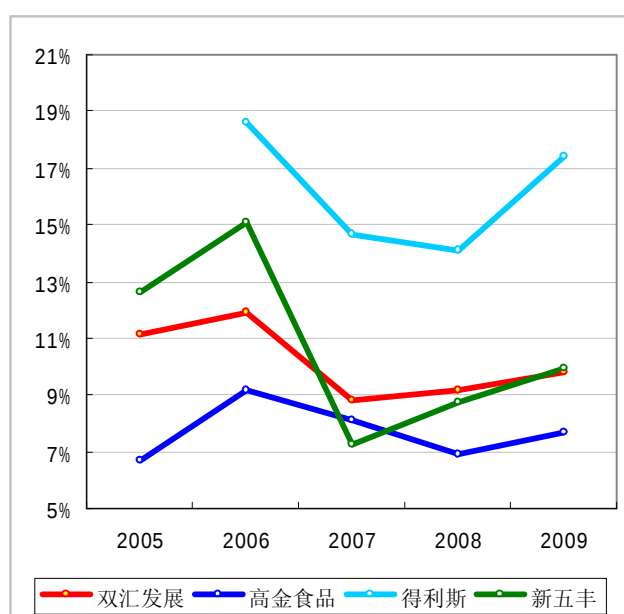
我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司主要有新五丰、罗牛山、高金食品、双汇发展、广弘股份、上海梅林、得利斯等 7 家上市公司。其中新五丰和罗牛山主营业务是养猪，其他 5 家公司主营业务是生猪屠宰和猪肉加工。罗牛山、广弘股份和上海梅林除养猪外还有其他经营业务。

图 3：四家猪肉公司营业收入比较（亿元）



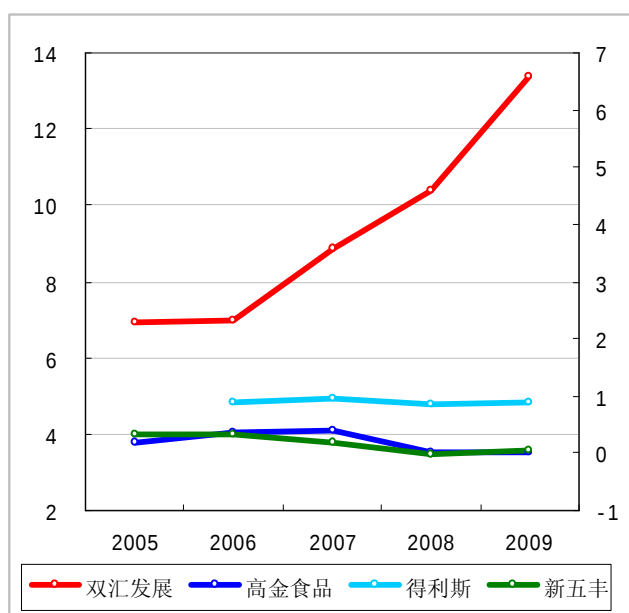
资料来源：公司公告

图 4：四家猪肉公司毛利率比较（%）



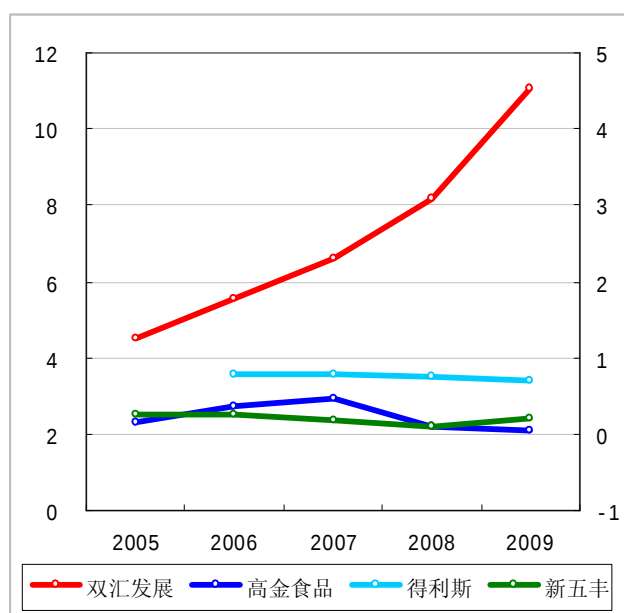
资料来源：公司公告

图 5：四家猪肉公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 6：四家猪肉公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司中，双汇发展经营规模和盈利水平高，并且逐年持续稳定提高；新五丰、高金食品和得利斯经营规模和盈利水平低，并且存在一定幅度波动。2009 年，四公司毛利率水平都同比增加，说明猪肉价格进入新周期的上涨阶段以后，养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司盈利能力增强，这种趋势变化在 2010 年下半年将延续。

我国饲料行业竞争激烈，大宗配合饲料价格主要由粮食价格决定，2010 年下半年，我国饲料价格预计平稳。猪肉价格预计震荡上行和饲料价格预计平稳对我国养猪行业上市公司扩大经营规模和提高盈利水平是有利的。猪肉价格上涨将推高猪肉制品行业上市公司生产成本，推动猪肉制品价格上涨。如果猪肉制品价格上涨幅度超过猪肉价格上涨幅度，猪肉制品生产企业盈利水平将提高。高金食品、双汇发展等生猪屠宰和猪肉制品行业龙头公司都拥有规模比较大的冷冻猪肉仓库，猪肉价格上涨将提高原料存货价值，提高公司盈利水平。但是，在猪肉价格大幅度上涨的情况下，如果原料采购没有把握好行情或者猪肉制品提价压力较大，企业获利空间将被压缩。

三、双汇发展和新五丰 2010 年经营计划和双汇发展重大资产重组事项

2009 年，双汇发展生产高低温肉制品 85.77 万吨，屠宰生猪 328.56 万头，实现营业收入 283.51 亿元，实现营业利润 13.35 亿元；2010 年，公司确保产量、销量、销售收入两位数以上的增长目标，始终保持公司在市场和行业的领先地位。2009 年，新五丰出口活猪 13.62 万头，国内销售种猪出栏 1.08 万头，仔猪出栏 2.78 万头，实现营业收入 5.75 亿元，利润总额 2100 万元；2010 年，公司计划实现营业收入 7.18 亿元，实现利润总额 2019 万元。

双汇发展的控股股东双汇集团近年来屠宰量大幅上升，公司与控股股东双汇集团关联交易急剧增长，目前关联采购额和关联销售额占公司采购金额和销售金额比例已经超过 60%。公司与集团结算价格的高低对公司利润有重大影响，为减少关联交易规模，集团决定向公司注入资产。2010 年 4 月 2 日，双汇发展刊登了《河南双汇投资发展股份有限公司重大事项暨停牌公告》。由于重组方案涉及的程序复杂且重组涉及资产范围较大，重组方案涉及的相关问题需要向有关主管部门进行持续沟通，公司预计于 2010 年 8 月 6 日复牌。若资产重组成功，双汇发展经营规模和盈利能力将进一步增强，公司治理将更加规范。

四、行业投资建议和评级

我国生猪和猪肉价格以大约三年为一个周期上下剧烈震荡。2010 年 1 月到 3 月，我国猪粮比价持续下跌，已经下跌到《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》规定的调控目标以下，4 月，政府启动国产冻猪肉收储采购，猪肉价格下跌趋势被遏止。猪粮比价持续下跌导致我国生猪存栏数和能繁母猪存栏数近几个月加速下跌，为未来猪肉价格上涨奠定了基础。猪肉价格上涨对我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司扩大经营规模和提高盈利水平是有利的。行业龙头公司双汇发展 2010 年计划实现产量、销量、销售收入两位数以上的增长目标。公司股票目前停牌，正在接受控股股东重大资产注入，若资产重组成功，公司经营规模和盈利能力将进一步增强，公司治理将更加规范。给予猪肉行业“强于大市”评级，给予双汇发展“推荐”评级。

五、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	7月8日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
000895	双汇发展	生猪屠宰和猪肉加工	50.48	1.15	1.50	1.86	43.9	33.6	27.1	推荐
002330	得利斯	生猪屠宰和猪肉加工	15.50	0.36	0.34	0.38	43.1	46.1	41.0	推荐
600975	新五丰	生猪养殖和屠宰	7.75	0.05	0.12	0.09	155.0	64.6	84.7	中性
002143	高金食品	生猪养殖和屠宰	8.65	0.04	0.04	0.08	216.3	195.3	114.4	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司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。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。