

饲料行业

 评级: **增持**

前次:

分析师

分析师

消费品小组

孙国东

S0740207010008

最差时刻已经过去, 看好 3 季度的改善商机

021-58208304

xiegang@qlzq.com.cn

2010 年 8 月 5 日

基本状况

上市公司数	7
行业总市值(百万元)	31308.54
行业流通市值(百万元)	21625.37

行业-市场走势对比

\$ {行业指数走势比较图}

重点公司基本状况

重点公司	指标	2009A	2010E	2011E
海大集团	股价(元)	24.98	24.98	24.98
	摊薄每股收益(元)	0.71	0.90	1.06
	总股本(亿股)	2.91	2.91	2.91
	总市值(亿元)	72.74	72.74	72.74
大北农	股价(元)	38.49	38.49	38.49
	摊薄每股收益(元)	0.79	1.14	1.40
	总股本(亿股)	4.01	4.01	4.01
	总市值(亿元)	154.26	154.26	154.26
正邦科技	股价(元)	16.47	16.47	16.47
	摊薄每股收益(元)	0.40	0.60	0.79
	总股本(亿股)	2.69	2.69	2.69
	总市值(亿元)	44.37	44.37	44.37

备注: 重点公司排列顺序为: 本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 作为联系种植业和养殖业纽带的饲料行业, 2010 年上半年遭遇行业寒流——上游成本上升、下游养殖效益锐降之双重利空。随着时间的车轮迈入 3 季度, 我们欣喜地看到——玉米、鱼粉等价格自高位回落缓解了成本压力, 畜禽养殖景气提升扩大饲料需求, 我们预计饲料行业 3-4 季度将迎来阶段性的美好时光。
- 理由一: 东北玉米可能增产, 玉米价格有回调压力, 这是我们看好饲料行业的第一条逻辑。2010 年, 黑龙江玉米播种面积增加了 2.67%、吉林增加 1%, 辽宁略增 0.3%; 截止目前, 天气因素还不会影响东北玉米单产, 因此, 我们预计今年东北玉米增产将是大概率事件, 新玉米价格回落的可能性较高。
- 理由二: 随着猪价、鸡价的快速反弹, 畜禽养殖效益迅速恢复; 前期低温造成的鱼价低迷局面也面临改善, 进而拉动饲料需求量激增, 养殖户承接饲料企业成本转嫁的能力也因此而水涨船高, 这是我们看好饲料行业的第二点逻辑。
- 理由三: 微观视角来看, 部分饲料企业 7 月份饲料销量很好, 无论鱼料、虾料, 或猪料、鸡鸭料全部脱销, 7 月开门红为 3 季度奠定了良好的增长势头, 这是我们 3 季度看好饲料行业的第三点理由。
- 我们认为, 饲料行业最差阶段即 2010 年 2 季度的时刻已经过去, 3 季度饲料行业将迎来“成本下降、需求提升”的阶段性契机, 我们推荐饲料行业的系统性改善机会。
- 首选海大: 饲料行业新锐——海大集团(002311)。我们预计公司 2010-2012 年实现净利润 2.06 亿、2.61 亿、3.09 亿元, 对应 EPS 为 0.71、0.90、1.06 元, 目标价 28.25-31.40 元, 建议积极买入。
- 公司推荐: 大北农(10-12 年 EPS 为 0.79、1.14、1.40)、正邦科技(10-12 年 EPS 为 0.40、0.60、0.79)、新希望(10-12 年 EPS 为 0.57、0.74、0.93)、通威股份(10-12 年 EPS 为 0.23、0.33、0.49), 给予以上公司增持评级, 并建议关注天邦股份、正虹科技、天康生物等饲料公司的改善型机会。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

内容目录

2010 年中国玉米增产将是大概率事件，玉米价格将高位回调	3 -
东北及全国玉米增产将是大概率事件	3 -
2010 年玉米价格上涨，源自 2009 年东北持续干旱减产	3 -
2010 年鱼粉价格最高涨幅达 50%，目前正从高位回落	4 -
鱼粉价格从最高位回落 20%左右	4 -
预计 3 季度饲料成本压力明显缓解，下游养殖景气恢复迅速	5 -
各种饲料的成本结构各不相同，猪饲料、禽饲料受益程度最大，水产料次之	5 -
随着 7 月份猪肉价格强劲反弹，养猪效益迅速提升	5 -
鸡肉价格迅猛上涨，水产品价格也开始上涨，对于饲料销售放量有积极意义	7 -
微观企业的信号：7 月份各档饲料产品脱销，3 季度业绩增速回升可期.....	7 -
饲料行业：“增持”评级，推荐海大集团、大北农、正邦科技	7 -
最差阶段已经过去，饲料行业系统性的改善机会来临	7 -
重点公司推荐：海大集团、大北农、正邦科技、新希望、通威股份等	7 -

2010 年中国玉米增产将是大概率事件，玉米价格将高位回调

东北及全国玉米增产将是大概率事件

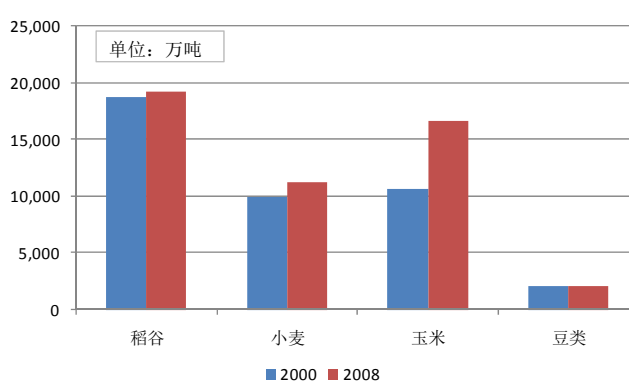
- **东北三省玉米种植面积增加。**由于玉米种植的比较效益高于其他农作物，2010 年东北玉米种植面积小幅增加。其中，吉林玉米播种面积 4656 万亩，增加 46 万亩，增幅近 1%；黑龙江省种植 7500 万亩左右，增加 200 万亩，增幅 2.67%；辽宁省 4415.4 万亩，增加 10 万亩，增幅 0.3%。
- **预计今年全国玉米增产约 2.5%。**据有关部门统计，今年我国玉米播种面积 3056 万公顷，较上年增加 10 万公顷，增幅 0.3%；预计玉米产量 1.68 亿吨，较上年增加 4.3 万吨，增幅 2.5%。
- **全国自然灾害不断，但对玉米单产是否有影响尚待观察。**今年，中国多种自然灾害频繁发生，西南地区持续干旱、南方部分地区洪涝灾害、东北玉米主产区持续低温冷害，可能会对今年玉米生产带来不利影响，但根据农业专家的判断，只要 9 月份玉米收获阶段不发生早霜冻，玉米单产受到影响的可能性较小。

图表 1：2010 年中国玉米种植面积、单产有所提升



来源：中国海关、USDA、中国国家粮油信息中心，齐鲁证券研究所

图表 2：2000-2008 年中国玉米产量增长最多



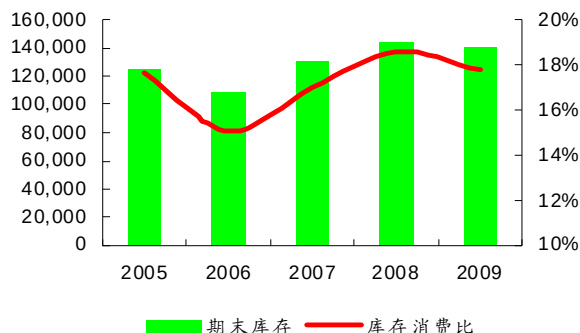
来源：齐鲁证券研究所（10/11E 玉米年度在北半球指 2010 年 10 月至 2011 年 9 月，产量为 2010 年的收获数）

2010 年玉米价格上涨，源自 2009 年东北持续干旱减产

- 2010 年玉米价格从年初的 1600 元/吨持续上涨到 2000 元/吨，主要原因在于 2009 年出现夏秋连旱，北方五省持续干旱造成玉米大幅减产。
- **2009 年辽吉玉米减产尤为严重。**吉林是我国第一大玉米主产省，产量占全国总产量近 14%，据非权威数据，09 年秋季干旱造成长春以北减产 1-2 成，长春以南减产约 4 成；而北方五省占全国玉米总产量的比例约 30%，减产后我国玉米供求形势总体趋紧，但总体上仍处于略微过剩状态。
- 根据 USDA 的统计，2009 年全球玉米的库存消费比依然较高，中国减产库存消费比大幅下降，短期供应趋紧造成了 2010 年玉米价格的大幅上涨。
- 我们认为，2010 年中国玉米若出现增产，则 2011 年玉米价格回调到

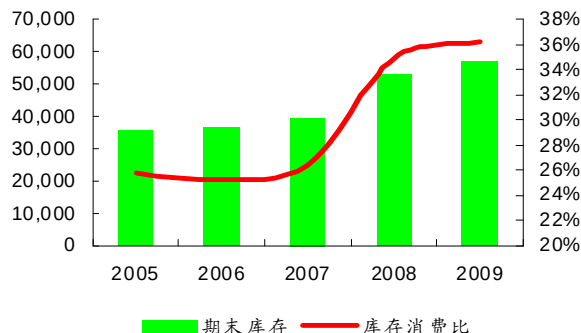
2000 元/吨下方将是大概率事件。

图表 3：09 年全球玉米库存消费比依然较高



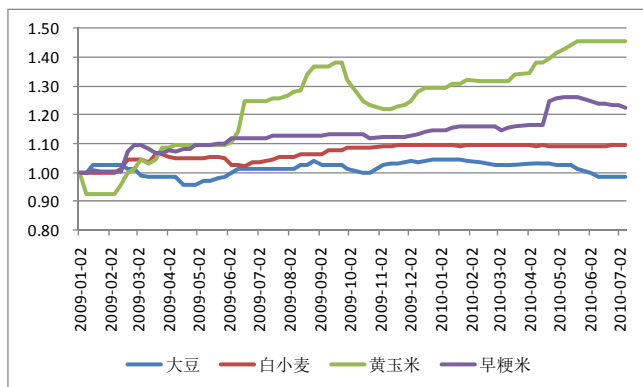
来源：USDA，齐鲁证券研究所

图表 4：09 年中国玉米库存消费比仍然较高



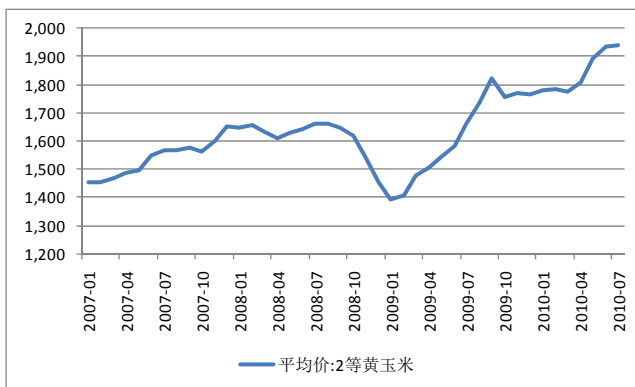
来源：USDA，齐鲁证券研究所

图表 5：2010 年以来玉米价格相对涨幅居前



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：中国二等黄玉米价格持续上涨 (元/吨)

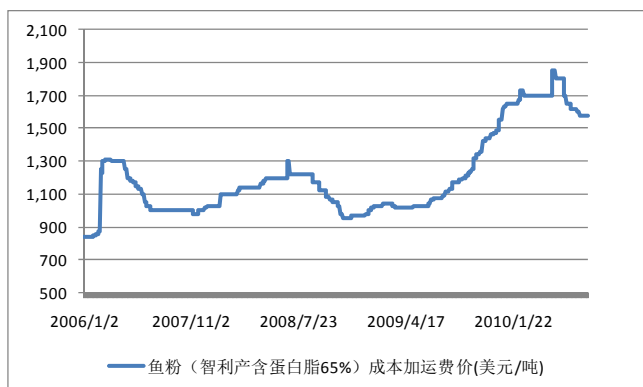


来源：齐鲁证券研究所

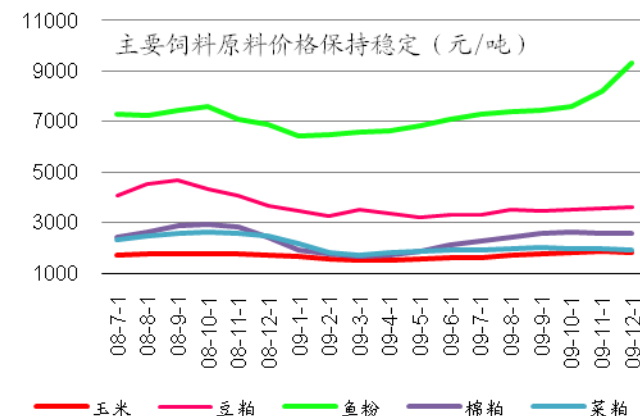
2010 年鱼粉价格最高涨幅达 50%，目前正从高位回落

鱼粉价格从最高位回落 20%左右

- **秘鲁和智利垄断全球鱼粉出口贸易。**我国蛋白质严重缺乏，自产鱼粉不足，主要从秘鲁和智利进口，这两个国家垄断全球鱼粉产量的 90%以上，而我国从秘鲁进口的鱼粉量占进口总量的 70%。
- **智利地震加剧鱼粉供给紧张和价格上涨。**北京时间 2010 年 2 月 27 日 14:34，智利发生里氏 8.8 级特大地震，再加上此前秘鲁紧缩捕鱼配额，共同引发全球鱼粉价格短期飙升。
- **进口鱼粉价格飙升，最高涨幅接近 50%。**短短的 3 个月之内，鱼粉迅速从 9500 元/吨飙升到 13000 元/吨，涨幅接近 50%，给水产饲料及母猪饲料企业带来了巨大的成本压力。
- **鱼粉价格自高位回落近 20%。**目前，鱼粉价格已经从高位回落，截至 2010 年 8 月 4 日，秘鲁普通 FAQ65% 的 FOB 报价已回落到 1340-1350 美元/吨，较高峰时的接近 1700 美元已经回落近 20%。

图表 7: 2010 年以来鱼粉价格冲高回落 (美元/吨)


来源: 齐鲁证券研究所

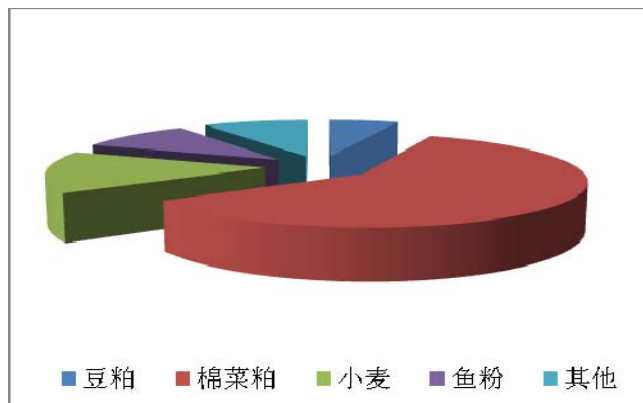
图表 8: 豆粕、棉粕、豆粕等原料价格总体稳定


来源: 齐鲁证券研究所

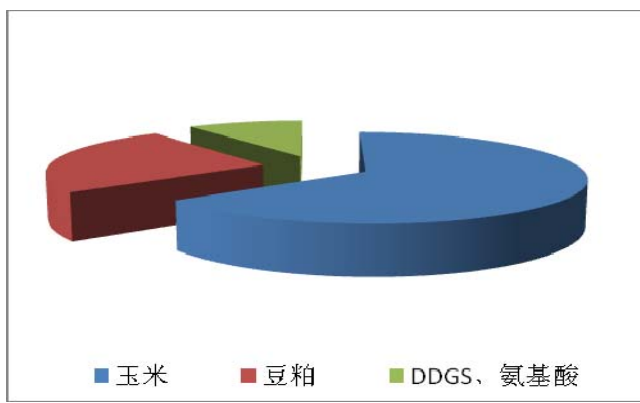
预计 3 季度饲料成本压力明显缓解, 下游养殖景气恢复迅速

各种饲料的成本结构各不相同, 猪饲料、禽饲料受益程度最大, 水产料次之

- 猪配合饲料的成本结构中, 若按使用量来划分, 则玉米约占 60-70%, 豆粕占 20-30%, 其他包括 DDGS 和氨基酸占 10%。
- 普通鱼料的成本结构中, 豆粕约占 5-8%, 棉菜粕占 60%, 小麦和面粉占 15%, 玉米等其他约占 20%左右。
- 我们认为, 玉米价格若下跌, 则成本下降最明显的是猪饲料、禽饲料, 水产饲料次之。

图表 9: 鱼饲料的成本结构 (按量)


来源: 齐鲁证券研究所

图表 10: 猪饲料的成本结构 (按量)


来源: 齐鲁证券研究所

随着 7 月份猪肉价格强劲反弹, 养猪效益迅速提升

- 饲料行业介入种植业、养殖业之间, 作为联结二大产业的纽带, 饲料行业成本转嫁能力与两大行业景气度息息相关, 尤其是与下游的养殖业效益明显正相关。

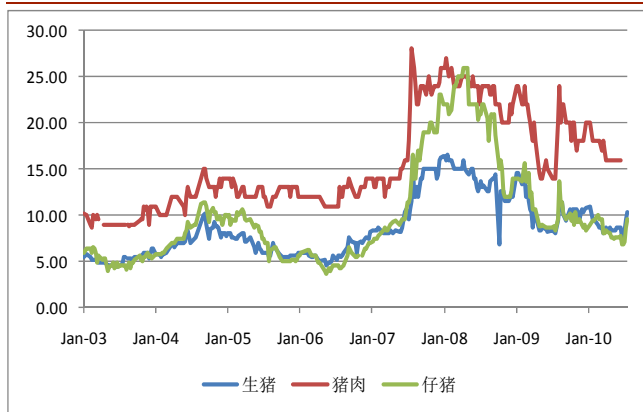
图表 11: 饲料行业为联结种植业、养殖业之间的纽带



来源：，齐鲁证券研究所

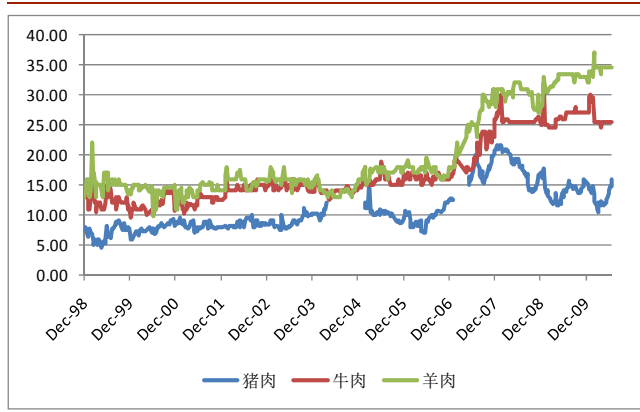
- **猪价已连续四周反弹幅度超过 5%。**在经历了整整 36 个月的调整之后，截至 8 月初，全国生猪平均价格为 12.67 元/公斤，相较上周上扬了 4.28%，至此，猪价已经连续四周涨幅超过 5%。
- **四川自最低点算起，截至 7 月 30 日，猪价累计涨幅已接近 30%。**据全国第一大养猪省份四川泸州地区的猪价走势来看，当前毛猪价格已经 10.3 元/公斤，相较 10 年 3 月底上涨 28.75%，仔猪价格上涨 18.75%。
- **北京新发地市场猪肉批发价格最高涨幅已经接近 50%。**目前猪肉价格最低可达 15.90 元/公斤，较 3 月底的 10.55 元/公斤的最低价累计涨幅已接近 50%。

图表 12：四川泸州地区猪价近期快速上涨（元/公斤）



来源：农业部，齐鲁证券研究所

图表 13：北京新发地猪肉价格快速反弹（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

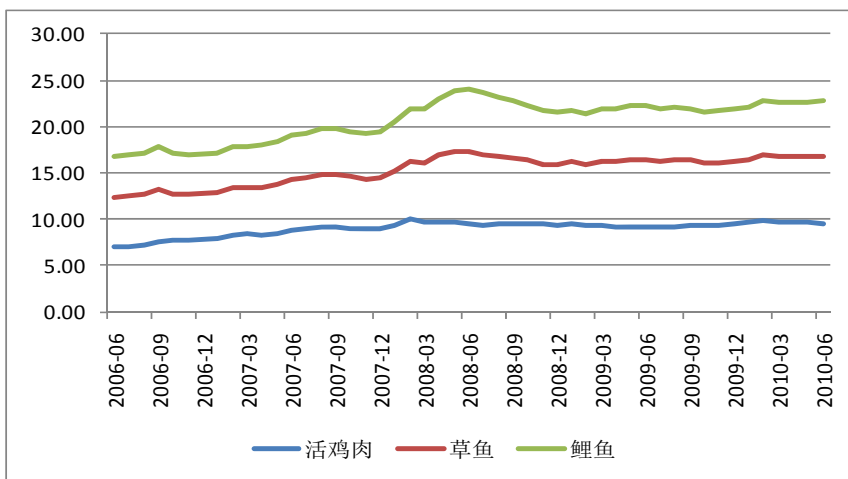
- **伴随着猪价强劲反转，生猪养殖已经回到盈亏平衡点上。**黑龙江的猪粮比价最高为 6.52，四川的猪粮比价最低接近 5.0，全国平均在 5.7 附近，已经重回盈亏平衡线之上标志着本轮猪价上涨为反转而非反弹。

- 基于对我国生猪养殖周期规律的研究，我们认为国内生猪养殖户开始普遍盈利，假定 7 月份猪农开始积极补栏，经历 3-4 个月的养殖期，新的毛猪供应上市至少要到 10 月底、11 月初，在此期间，猪饲料销量将会显著增加，对饲料企业转嫁成本的接受能力也与日俱增。

鸡肉价格迅猛上涨，水产品价格也开始上涨，对于饲料销售放量有积极意义

- 随着猪肉价格上涨，鸡肉、鸭肉等价格也打破了上半年的平静，7 月份开始迅速上涨。肉鸡苗价格已经从年初的 1.5 元/只，涨到 3 元左右，肉鸡养殖户目前每只鸡平均利润可达 10 元/只，达到近几年罕见的高位。
- 同期，水产品价格也开始上涨，由于今年南方养殖区遭遇到低温天气，鱼生产缓慢，养殖效益不佳，我们预计会刺激未来淡水鱼和海水鱼养殖规模扩大，这对于水产饲料的销售具有积极意义。

图表 24：鸡肉、草鱼、鲤鱼价格上半年平稳，7 月份开始上涨



来源：齐鲁证券研究所

微观企业的信号：7 月份各档饲料产品脱销，3 季度业绩增速回升可期

- 我们建议投资者关注来自微观企业的信息——目前，有部分饲料企业 7 月份饲料销量开始转旺，无论鱼料、虾料，或猪料、鸡鸭料全部脱销，这是非常罕见的现象。
- 我们认为 7 月份的开门红将为 3 季度的确定性增长奠定良好的基础，唯一的风险在于这种旺销局面持续的时间究竟有多久？

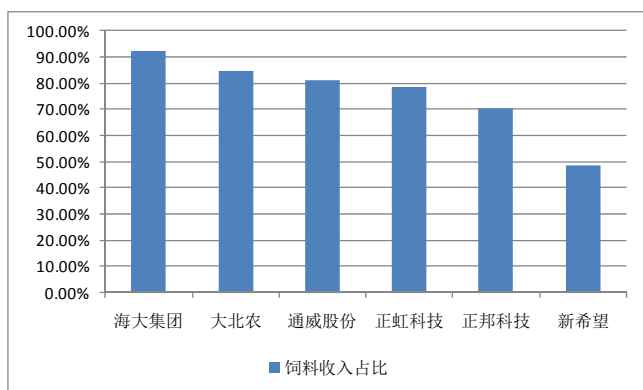
饲料行业：“增持”评级，推荐海大集团、大北农、正邦科技

最差阶段已经过去，饲料行业系统性的改善机会来临

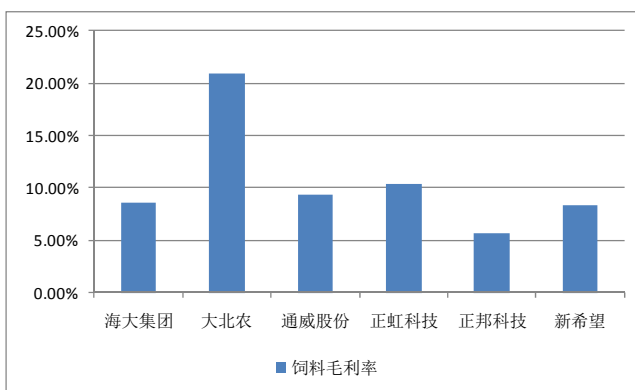
- 我们认为，饲料行业最差阶段即 2010 年 2 季度的时刻已经过去，3 季度饲料行业将迎来“成本下降、需求提升”的阶段性契机，我们推荐饲料行业的系统性改善机会。

重点公司推荐：海大集团、大北农、正邦科技、新希望、通威股份等

- 我们维持饲料行业“增持”评级，建议优先关注饲料业务占公司主营业务收入比重较高的企业。
- **重点推荐：海大集团（002311）。**作为饲料行业新锐，海大集团出色的成本管理能力和营销水平使得公司取得了超过行业平均增速的良好增长。2010 年上半年，在饲料行业整体下滑 10%以上的背景下，我们预计海大饲料销量实现了 24%左右的强劲增长，3 季度增速将进一步提升。我们预计海大 2010-2012 年实现净利润 2.06 亿、2.61 亿、3.09 亿元，对应 EPS 为 0.71、0.90、1.06 元，目标价 28.25-31.40 元，建议积极买入。
- **重点公司：大北农（002385）。**作为具备哑铃型特征的农业科技企业，大北农以其强大的科研研发水平和庞大的营销队伍，实现了生猪预混料市场的快速拓展。随着生猪景气度持续走高，我们预判公司 3 季度净利润增速将会扭转 2 季度增长乏力的局面；IPO 超募资金部分将扩张饲料产能，并对 2011 年、2012 年业绩产生积极的拉动。预计大北农 2010-2012 年分别实现净利润为 3.17 亿、4.55 亿、5.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.79、1.14、1.40 元，短期目标价 42.55 元。
- **重点公司：通威股份（600438）。**作为全国水产饲料的龙头企业，通威近几年产能扩张步伐明显放缓，定向增发若能顺利过会，将打开未来三年产能快速增长通道。预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.23、0.33、0.49 元，目标价 11.56 元，建议增持。
- **重点公司：新希望（000876）。**新希望目前因重大事项尚未公告而停牌，我们预计正式公告发布后股价将会迎来强劲表现，预计 2010-12 年新希望 EPS 分别为 0.57、0.74、0.93 元，建议增持。

图表 15：饲料业务销售额占主营业务收入比重


来源：齐鲁证券研究所

图表 16：各饲料公司饲料业务的毛利率水平


来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501