

2011-02-25

证券研究报告
行业研究 / 行业观点

农林牧渔

增持/维持评级

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关报告:

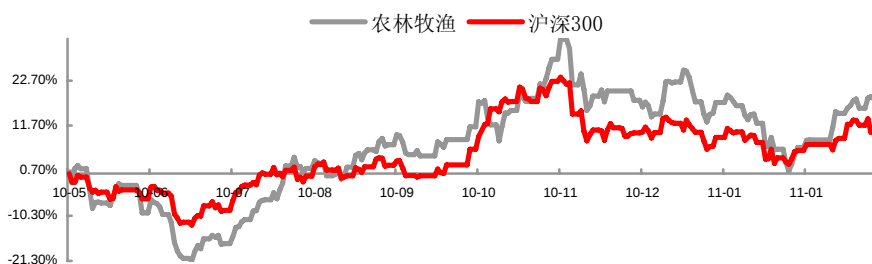
20101206 《看好油脂和畜禽养殖——农林牧渔行业 2011 年度策略报告》

20110124 《雏鹰模式的扩张才刚刚开始》

景气超预期，养殖面临行业买点

- 一季度养殖行业景气度超预期。**春节后生猪价格不跌反涨，从 2011 年开始，猪价出现持续上涨，目前为 14.7 元/千克，涨幅已累计达 8%，其中春节后的涨幅为 5%。受猪价上涨的带动，下游养殖业产品在节后的价格均表现均较为突出。以鸡肉为例，进入 2011 年 1 月以来又从高位上涨 4%，其中春节后涨幅为 1.4%；鸡苗价格经历 2010 年 12 月份的调整后（最低达到 1.7 元/羽）又重回 3 元/羽左右的高位水平。而从原料成本来看，玉米价格在 2010 年上半年上涨幅度较大达到 12%，进入 6 月份以后涨势趋缓，一直 2.0-2.1 元/千克的价格盘整。而豆粕价格的走势更为弱势，从 7 月末至 10 月末上涨了约 20%，之后有所回调，至目前约下跌了 3.5%。因此，进入 2011 年以来，养殖业的原料成本稳中略有下降。综合而言，一季度养殖业的景气度从去年年末的高位继续高涨，超出市场原有预期。
- 本轮猪价上涨是年度趋势性行情。**近期猪价的超预期上涨主要来自两方面因素：（1）2010 年以来生猪供应不足，而猪肉消费持续稳定增长。2010 年度生猪存栏量同比下降 2.5%，从需求来看，我国的猪肉产量的近年平均增速在 2%-3%，08、09 年更是分别达到 7.8%和 5.9%，有加速提高的迹象。（2）2009 年以来的粮食价格、人工成本等持续上涨导致养殖业的成本刚性提升，未来将会陆续传导至下游。我们认为，始于 2010 年 7 月的本轮猪价上涨是趋势性的行情，高猪价将会延续 2011 全年。我们在此前的报告中提到，即使 2011 年的猪肉均价维持 2010 年末的价位（13.61 元/千克），也会比 2010 年的均价 11.78 元/千克高出 15.5%。一旦猪价进一步上涨，那么全年均价的涨幅将会超过 20%，养殖企业的盈利将会大大超出市场预期。
- 继续全面推荐养殖、饲料类企业。**投资标的首推雏鹰农牧、次为新希望、圣农发展，同时建议重点关注正邦科技、大康牧业、华英农业、民和股份、益生股份。
- 风险提示：**大规模禽畜疫病爆发或原料粮价格再度快速上涨会导致养殖、饲料业利润下滑。

最近 52 周行业表现



1、一季度养殖行业景气度超预期

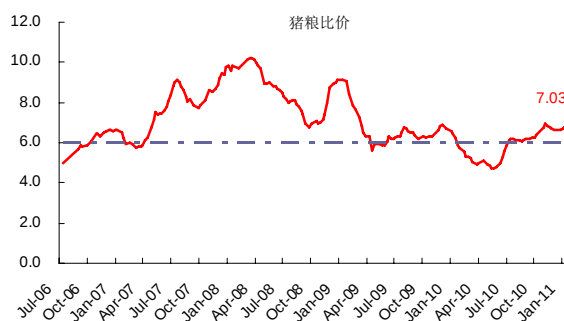
春节后生猪价格不跌反涨，养殖、饲料业景气度全面超预期。从消费淡旺季的因素来看，生猪价格具有比较明显的规律性。一般春节消费旺季到来之前生猪和猪肉价格会有一波明显的上涨，按过去 4 年的经验上涨幅度一般都在 10% 以上；而在春节过后的一个月，生猪和猪肉价格会出现明显回调，继而在上半年都保持相对的弱势，直到下半年才开始逐步启动并在春节前后达到高位。

图 1：生猪和猪肉价格在春节后不跌反涨，节后涨 5%



资料来源：中国畜牧业信息网，Wind，华泰联合证券研究所

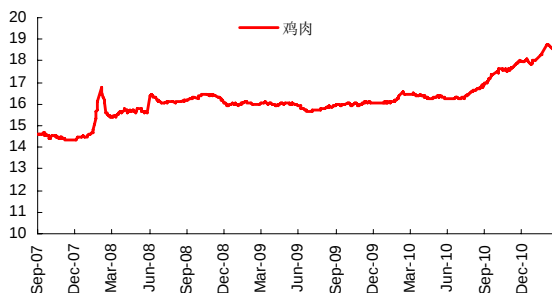
图 2：猪粮比水平达到 7 以上，养殖业景气度高涨



资料来源：中国畜牧业信息网，Wind，华泰联合证券研究所

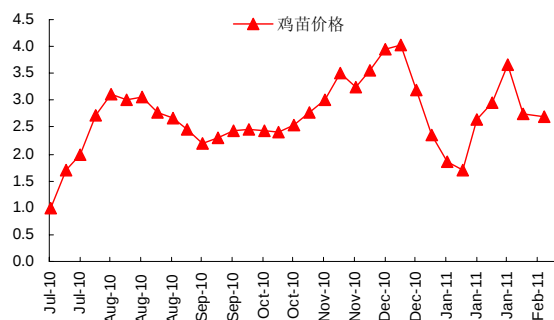
最近比较特殊的情况在于，由于受到生猪口蹄疫在部分地区爆发的因素影响，2010 年 11 月中旬至 2010 年 12 月底开始生猪价格出现了一轮反常的调整，价格从 14.5 元/千克下跌至 13.6 元/千克，跌幅 6%。从 2011 年开始，猪价出现持续上涨，目前为 14.7 元/千克，涨幅已累计达 8%，其中春节后的涨幅为 5%。

图 3：鸡肉零售价自 1 月以来上涨 4%，节后上涨 1.4%



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

图 4：鸡苗价格经历 12 月份调整后重回 3 元

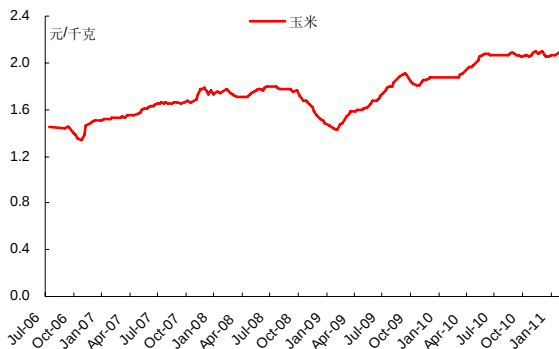


资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

受猪价上涨的带动，下游养殖业产品在节后的价格均表现均较为突出。以鸡肉为例，进入 2011 年 1 月以来又从高位上涨 4%，其中春节后涨幅为 1.4%；鸡苗价格经历 2010 年 12 月份的调整后（最低达到 1.7 元/羽）又重回 3 元/羽左右的高位水平。

而从原料成本来看，玉米价格在 2010 年上半年上涨幅度较大达到 12%，进入 6 月份以后涨势趋缓，一直 2.0-2.1 元/千克的价格盘整。而豆粕价格的走势更为弱势，从 7 月末至 10 月末上涨了约 20%，之后有所回调，至目前约下跌了 3.5%。因此，进入 2011 年以来，养殖业的原料成本稳中略有下降。

图 5：玉米价格自 2010 年 6 月份以来陷入高位盘整



资料来源：国家发改委，Wind，华泰联合证券研究所

图 6：豆粕价格自 2010 年 11 月以来下跌 3.5%



资料来源：鸡病专业网，华泰联合证券研究所

综合而言，一季度养殖业的景气度从去年年末的高位继续高涨，超出市场的原有预期。养殖行业景气度在一季度显著超预期将带动养殖、饲料企业的一季度业绩超预期。

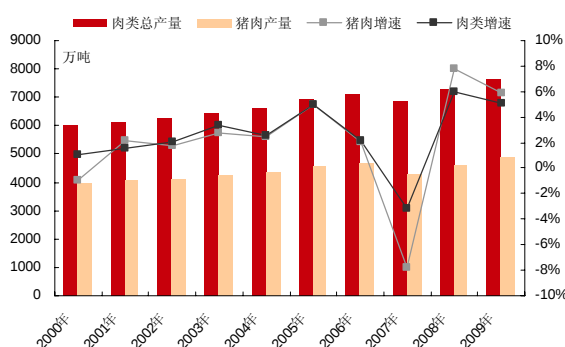
2、本轮猪价上涨是年度趋势性行情

由于猪肉的消费占我国肉类消费总量的 65%左右，因此我国的肉类定价主要参考猪肉。我们通过对生猪行业的分析，认为近期猪价的超预期上涨主要来自两方面因素：

(1) 2010 年以来生猪供应不足，而猪肉消费持续稳定增长。

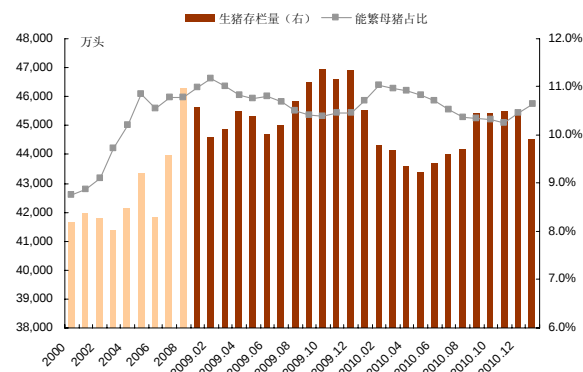
由于受到 2010 年上半年猪价低迷长达 5 个月，为最近五年的最长亏损期（2 月-6 月猪粮比持续低于 6，最低到 5 以下），结果造成了生猪养殖行业持续大面积亏损，也带来了 2011 年生猪存栏量的持续下降。按 2010 年各个月份的平均存栏量来看，同比下降了 2.5%，即我们粗略估算 2010 年度的生猪供给下降了 2.5%。而从需求来看，我国的猪肉产量的近年平均增速在 2%-3%，08、09 年更是分别达到 7.8%和 5.9%，有加速增长的趋势。

图 7：中国猪肉产量平均增速 2%-3%，猪肉占比约 60%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

图 8：2010 年度生猪存栏量同比下降 2.5%，1 月环比降 2%



资料来源：中国农业部畜牧业司，华泰联合证券研究所

(2) 2009 年以来的粮食价格、人工成本等持续上涨导致养殖业的成本刚性提升，未来将会陆续传导至下游。从时间维度来看，玉米的上涨从 09 年年初开始持续至今已

经将近 2 年的时间，豆粕的上涨周期也与此类似，人力成本在近年持续保持两位数高速增长态势。展望未来，原料、人力的上涨趋势仍将持续。这些成本的刚性上涨必将会陆续传导至下游养殖行业。本轮猪价的上涨是从 2010 年 7 月开始，到目前为止仅持续了半年的时间，我们判断猪价的上涨周期将至少贯穿 2011 全年。

我们认为，始于 2010 年 7 月的本轮猪价上涨是趋势性的行情，高猪价将会延续 2011 全年。我们在此前的报告中提到，即使 2011 年的猪肉均价维持 2010 年末的价位（13.61 元/千克），也会比 2010 年的均价 11.78 元/千克高出 15.5%。一旦猪价进一步上涨，那么全年均价的涨幅将会超过 20%，养殖企业的盈利将会大大超出市场预期。

3、推荐标的：首推雏鹰农牧、次为新希望、圣农发展

养殖业的高景气度将会催生养殖、饲料行业上市企业的业绩全面向好，我们将继年度策略后再次强烈推荐养殖、饲料板块；投资标的的首推雏鹰农牧、次为新希望、圣农发展，同时建议重点关注正邦科技、大康牧业、华英农业、民和股份、益生股份。

雏鹰农牧（002477）：

公司凭借雏鹰模式解决了生猪规模化养殖的主要瓶颈——“防疫难”和“大面积养殖土地稀缺”。近年来实现了可复制性扩张，并在多年合作中与农民、农村建立良好的互信合作关系。未来 5 年公司规划将其养殖出栏规模由今年的 70 万头增长至 360 万头，实现年均 50% 的增长速度。产量的扩张将成为公司增长的直接推动力。其次，公司采用自主养殖的模式。因此，业绩对猪肉价格的弹性巨大，我们假设公司的平均售价为 850 元/头，按照 2010 年出栏量 70 万头计算，则肉价上涨 1% 对公司收入和利润的贡献为 595 万元，折 EPS0.045 元。按 2011 年 110 万头出栏量计算，肉价上涨 1% 可增厚公司 EPS0.070 元，约预测 EPS 的 5%。

根据公司的产量扩展计划，我们预测公司 10-12 年出栏量分别达到 67 万头、105 万头和 157 万头，EPS 为 0.92 元、1.58 元和 2.39 元，维持买入评级。

新希望（000876）：

公司资产重组完成后将成为农牧业的龙头企业，饲料销量在 1300 万吨以上，禽类出栏达到 7 亿只，肉类产量 250 万吨，均为全国领先。预计未来公司的业绩成长主要来自两个方面，一是依靠模式优势实现产能产量的继续扩张；二是对现有资产的精耕细作带来更高的利润率。我们推荐公司的理由：在行业快速整合期龙头企业将获得额外的增长；2011 年饲料、养殖行业景气度将上升；公司目前估值在同类公司中处于较低位置，存在估值修复空间。预计公司 10-12 年 EPS 为 0.78 元、0.95 元和 1.2 元，给予买入评级。

圣农发展（002299）：

按照公司的现有规划，11-13 年本部的肉鸡出栏量将达到约 1.2 亿、1.6 亿和 1.9 亿羽；与美国莱吉士的合资公司在 11-13 年将为公司贡献权益产量 0.1 亿、0.2 亿和 0.3 亿羽。我们认为，公司产量达到 2 亿羽以上后仍会面临产品供不应求，因此 2 亿羽并不是故事的终结，公司的远期目标是做到 4-6 亿羽。

我们预测公司在 11-13 年的权益屠宰量将达到 1.32 亿羽、1.79 亿羽和 2.25 亿羽。测算得到 11-13 年 EPS 为 1.11 元、1.47 元和 1.90 元，维持买入评级。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn