

畜禽养殖业

养殖高景气有望贯穿 2011 全年

 评级: **增持**

 前次: **增持**

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740210090003

农林牧渔小组

021-20315178

021-20315176

xiegang@qlzq.com.cn

huyc@qlzq.com.cn

2011 年 4 月 28 日

基本状况

上市公司数	18
行业总市值(百万元)	88804.24
行业流通市值(百万元)	68247.53

行业-市场走势对比

重点公司基本状况

重点公司	总股本 (亿股)	收盘价 (元)	EPS		PE		评级
			2011E	2012E	2011E	2012E	
圣农发展	8.20	16.32	0.57	0.76	28.6	21.6	买入
雏鹰农牧	2.67	27.6	0.80	1.05	34.5	26.4	增持
益生股份	1.08	31.16	1.24	1.48	25.1	21.1	增持
新希望	17.32	17.60	0.91	1.06	19.2	16.6	买入
海大集团	2.91	29.89	0.96	1.09	31.0	27.4	买入
顺鑫农业	4.39	18.22	0.96	1.20	18.9	15.2	买入

注: 以上公司代表本行业推荐排序; 新希望 EPS 已按增发后股本摊薄计算

投资要点

- 2011 年春节以来我们一直在推荐畜禽养殖股, 但根据我们此前对猪价历史波动周期律的研究结论, 本轮养殖股的投资时点大限可能为 2011 年 6 月底, 根据新的研究视角我们在本报告中对上述结论进行了修正。
- 本文从能繁母猪存栏量、生猪/仔猪存栏等视角, 重点解剖生猪中期和短期的供给和需求水平, 对本轮生猪价格波动周期和生猪养殖盈利周期进行了量化分析, 提炼出如下结论:
 - **对猪价高点出现时点的判断:** 2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段性高点, 但不同于往年冲高回落的是猪价无论涨跌幅度都会非常有限, 全年保持高位运行的概率最大;
 - **对 2011 年猪价的量化判断:** 短期 (6-8 月份) 猪价有调整压力, 但进入 9-10 月份的猪肉传统消费旺季后, 猪价预计还有小幅上升空间, 维持全年猪价高点在 15-16 元/公斤观点不变, 同比增长 30%;
 - **生猪价格向下拐点的预判:** 新一波生猪补栏自 2011 年 3 月开始, 但由于养殖周期的滞后性, 我们预计整个 2011 年生猪市场都将处于供需偏紧的状态, 直到 2012 年春节中国生猪供给才会激增, 春节后猪价下跌风险加大, 这意味着猪价向下的拐点比传统理论推测的要滞后 3-6 个月;
 - **生猪盈利水平的量化测算:** 预计 2011 年生猪自繁自养头均盈利水平预计在 300-350 元左右, 大大超过 2010 年的 50-100 元, 高盈利得以持续有望催化养殖股反复活跃甚至贯穿 2011 年全年。
- **猪价牵动中国 CPI 神经, 考虑到 2010 年猪价前低后高的基数效应以及 2011 年前高后平的走势, 我们预计上半年通胀预期不会明显下降, 从 7 月初开始通胀预期将会大幅回落。**
- **推荐 1: 养殖及种苗业: 价格飙升盈利暴利化。**随着养殖利润走高和猪鸡鸭补栏积极性的提升, 上游的种苗 (种猪、仔猪、鸡鸭苗) 量价齐升可期; 由于上涨周期中种苗的价格上涨弹性要大于下游肉价, 因此利润会向上游种苗环节流动。推荐: 唐人神、顺鑫农业、雏鹰农牧、华英农业、新希望、益生股份。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- **推荐 2: 饲料业的景气度滞后生猪 6 个月, 预计 2011 年底到 2012 年中期, 饲料行业将迎来量、价、利全面提升的小阳春, 建议 4 季度积极布局猪饲料股。** 饲料景气的高点要滞后于猪价高点 6 个月左右, 未来一年猪饲料毛利率将出现环比提升, 考虑到猪饲料生产企业在养殖盈利较好时有较强的成本转嫁能力, 且猪饲料企业在存栏较高时盈利能力强, 因此我们建议 2011 年 11 月份左右中线布局饲料股 (主要是猪饲料股)。受益企业包括: 唐人神、新希望、大北农、正邦科技、海大集团、金新农、通威股份等。
- **关注 3: 屠宰流通业: 随猪价上涨其毛利率下降, 但这并不意味着受损, 研究表明随着猪价上涨利润水平反而增加。** 数据显示, 生猪价格每上涨 1%, 屠宰业务的毛利率会下降 0.5%~1%, 这并不意味着随猪价上涨而增加; 从 2010 年下半年起, 生猪流通、屠宰和深加工环节的盈利水平触底提升, 表明屠宰流通环节的利润水平与猪价是正相关的。总体而言, 屠宰企业受益于猪价上涨, 只是弹性小于养殖类企业。受益企业: 顺鑫农业、新希望、得利斯。
- **关注 4: 品牌肉制品企业短期受损, 中线逢低建仓机会渐行渐近:** 肉制品特别是低温肉制品不能淡储旺销, 且超市价格调整频率低, 调价时间滞后, 因此总体上表现为猪价上涨中受损; 考虑到猪价运行态势, 以及“瘦肉精”事件的冲击正在淡化, 我们建议逢低关注两类企业的长期机会: (1) 出于食品安全考虑的替代型机会: 如圣农发展、华英农业、大湖股份; (2) 加强行业自律背景下的优势企业可能会进行全产业链运作, 如双汇发展、众品、雏鹰农牧等品牌溢价能力会逐步增强。
- 需要补充强调的是, 肉制品企业的核心投资逻辑并不在于猪价, 而在于其品牌影响力和渠道控制力。本报告对投资肉制品企业的核心要素进行了横向比较分析, 结论是——雨润和双汇的综合竞争力最强; 得利斯产品力强、品牌有影响力, 利润率高, 但是规模小、渠道少; 金锣在于新品研发能力稍弱、利润率低; 众品的品牌影响力还需进一步积累。
- **总结一下我们的观点: 2011 年养殖行业有望全年维持高景气, 将使养殖企业的利润大幅提升, 我们推荐弹性最大、盈利稳定性最好的中上游种苗业与养殖业, 同时推荐饲料行业渐行渐近的中期机会; 短期来看, 圣农发展、雏鹰农牧、益生股份等养殖企业一季报将出现 50%-100%甚至更高的增长, 这可能成为推动畜禽养殖板块二季度股价表现的催化剂。**
- **公司方面, 我们重点推荐受益于行业高景气的一一圣农发展、雏鹰农牧、益生股份、新希望、海大集团、顺鑫农业、华英农业、正邦科技、大北农、民和股份、大康牧业、大湖股份、通威股份等, 但同时我们也提示畜禽养殖股股价已较充分反映了盈利增长预期而引致的估值承压风险。**

图表 1: 养殖、饲料、肉制品加工板块重点公司估值表与投资评级

股票代码	股票名称	归属子行业	收盘价格	总股本	总市值	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE	投资评级
				(百万股)	(亿元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(倍)	(倍)	(倍)	
002299.sz	圣农发展	畜牧业	16.32	820.00	133.82	0.24	0.35	0.57	0.76	47.2	28.6	21.6	买入
002311.sz	海大集团	饲料业	29.89	291.20	87.04	0.53	0.71	0.96	1.09	42.3	31.0	27.4	买入
000876.sz	新希望	饲料业	17.60	1732.37	304.90	0.24	0.80	0.91	1.06	22.0	19.2	16.6	买入
000860.sz	顺鑫农业	农业综合	18.22	438.54	79.90	0.37	0.61	0.96	1.20	30.1	18.9	15.2	买入
002477.sz	雏鹰农牧	畜牧业	27.60	267.00	73.69	0.29	0.42	0.80	1.05	66.1	34.5	26.4	增持
002458.sz	益生股份	畜牧业	31.16	108.00	33.65	0.75	0.44	1.24	1.48	70.9	25.1	21.1	增持
002385.sz	大北农	饲料业	32.63	400.80	130.78	0.70	0.78	1.13	1.40	42.0	28.8	23.4	增持
002330.sz	得利斯	肉制品	14.46	251.00	36.29	0.25	0.18	0.32	0.56	81.9	45.5	26.0	增持
600438.sh	通威股份	饲料业	8.50	687.52	58.44	0.21	0.35	0.38	0.52	24.6	22.5	16.2	增持
002157.sz	正邦科技	饲料业	12.90	269.41	34.75	0.20	0.22	0.57	0.71	59.9	22.6	18.2	增持
002321.sz	华英农业	畜牧业	24.16	147.00	35.52	0.27	0.38	0.54	0.74	62.8	44.7	32.9	未有评级
002548.SZ	金新农	饲料业	24.05	94.00	22.61	0.54	0.62	0.76	1.13	38.7	31.7	21.3	未有评级

来源: 齐鲁证券研究所 (收盘价截至 2011 年 4 月 28 日)

内容目录

我们对本轮生猪景气周期、猪价、盈利周期的判断	
猪价牵动中国 CPI 神经	- 6 -
本轮猪价和养殖盈利水平均达到了历史次高水平	- 6 -
视角一：母猪存栏视角——母猪存栏低于均衡值 9%，说明中期生猪供给不足	- 7 -
视角二：四川和湖南的案例——反映中期生猪供应能力的母猪存栏不增反降	- 8 -
视角三：生猪/仔猪存栏视角——大猪占比偏低、中小猪比重偏高暗示未来 1-2 个月的出栏量清淡，2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段高点	- 9 -
视角四：补栏视角——补栏在 4 月份趋向积极，母猪存栏拐点也可能同时出现	- 10 -
总结我们对猪价、供求、盈利、周期等问题的观点	- 11 -
本轮猪价景气持续周期的判断——2011 年全年生猪供需紧张，高景气或将维持到 2012 年春节	- 12 -
猪、鸡、鸭等多品种价格联袂上涨，时点有先有后	- 13 -
相比中下游，产业链上游环节企业的利润率更高，弹性也更大	- 14 -
一体化、最上游的畜禽养殖公司具备核心竞争力	- 15 -
种猪：唐人神旗下的祖代种猪技术领先，顺鑫旗下的二元种猪规模居前	- 15 -
仔猪：价格春节后迅猛上涨 25-50%，雏鹰农牧规模弹性较大	- 16 -
鸭苗：鸭苗价格高位回落，华英农业和新希望受益于鸭苗暴利化	- 17 -
父母代鸡苗：行业供求缓解、下游需求旺盛，益生股份受益于鸡苗价格上涨	- 17 -
行业系统性机会来自上游成本压力缓解和下游养殖景气回升	- 20 -
原料分析——玉米：2011 年国内玉米增产、七项玉米深加工调控措施将抑制玉米涨幅，预计 2011 年玉米涨幅将收敛至 10%	- 20 -
原料分析——豆粕：中美大豆种植面积下降，豆粕价格继续看涨	- 21 -
鱼粉：秘鲁智利供给增加，日本需求大减，短期价格将小幅走低	- 22 -
2011 年饲料行业景气度波澜不惊	- 23 -
时点预测：利润的景气高点通常滞后猪价高点出现，时滞大约为 6 个月	- 24 -
行业策略：2012 年饲料行业量价利全面回升可期，4 季度布局喜迎明年小阳春	- 24 -
生猪屠宰流通——2010 年下半年起利润将逐步提升	- 26 -
肉制品——猪价上涨的前期利润受损，后期会利润率会回升	- 27 -
瘦肉精事件对养殖业短期影响正在淡化，两类企业长期获益	- 28 -
附录 瘦肉精背景介绍	- 30 -

图表目录

图表 1: 养殖、饲料、肉制品加工板块重点公司估值表与投资评级	- 2 -
图表 2: 猪价对 CPI 的影响有望在 2011 年 7 月初显著缓解.....	- 6 -
图表 3: 猪价和盈利水平都达到历史次高水平	- 7 -
图表 4: 2011 年 3 月能繁母猪环比下降 0.42%.....	- 7 -
图表 5: 2011 年 3 月生猪存栏环比增长 0.77%.....	- 7 -
图表 6: 我国母猪繁殖能力较低	- 8 -
图表 7: 2011 年中国生猪均衡出栏量约 7 亿头	- 8 -
图表 8: 国内猪肉消费远未饱和 (公斤/人)	- 8 -
图表 9: 四川监测点母猪存栏持续下降 (万头)	- 9 -
图表 10: 湖南监测点母猪存栏持续下降 (头)	- 9 -
图表 11: 全国生猪存栏量处于较低水平 (万头)	- 9 -
图表 12: 湖南春节后大猪占比较少	- 9 -
图表 13: 四川监测点存栏同比下降 29.73%(万头).....	- 10 -
图表 14: 湖南监测点生猪存栏下降 12.91%(头).....	- 10 -
图表 15: 母猪价格在 2011 年春节后快速上涨 (元/头)	- 11 -
图表 16: 2011 年全年生猪养殖头盈利预计在 300-350 元	- 11 -
图表 17: 本轮生猪波动周期律 - 快速补栏期, 2012 年春节后猪价将转入下跌- 12 -	- 12 -
图表 18: 几种主要养殖品种价格传导链条.....	- 13 -
图表 19: 鸡肉价格自 2010 年 6 月开始大幅上涨.....	- 13 -
图表 20: 商品代鸡苗价格自 9 月起大幅上涨.....	- 13 -
图表 21: 父母代鸡苗价格自 2010Q4 起大幅上涨	- 14 -
图表 22: 商品代鸭苗价格自 8 月起开始大幅上涨	- 14 -
图表 23: 上涨周期中仔猪涨幅是生猪的两倍	- 14 -
图表 24: 鸭苗价格涨幅远超肉鸭价格涨幅.....	- 14 -
图表 25: 2010 年底益生股份毛利率开始谷底反弹	- 15 -
图表 26: 民和股份毛利率波动较为剧烈	- 15 -
图表 27: 家禽养殖企业盈利模式比较	- 15 -
图表 28: 受益于涨价的动物苗种公司一览.....	- 15 -
图表 29: 唐人神种猪等牲猪销售额及毛利率	- 16 -
图表 30: 顺鑫农业种猪业务销售额及毛利率	- 16 -
图表 31: 唐人神种猪业务规模假定.....	- 16 -
图表 32: 春节后一个月仔猪价格涨 25% (元/公斤)	- 17 -
图表 33: 雏鹰农牧仔猪业务规模假定	- 17 -
图表 34: 2010 年我国祖代鸡引种量增速明显放缓 (万套)	- 18 -
图表 35: 2010 年祖代鸡引种量由过剩转向平衡	- 18 -

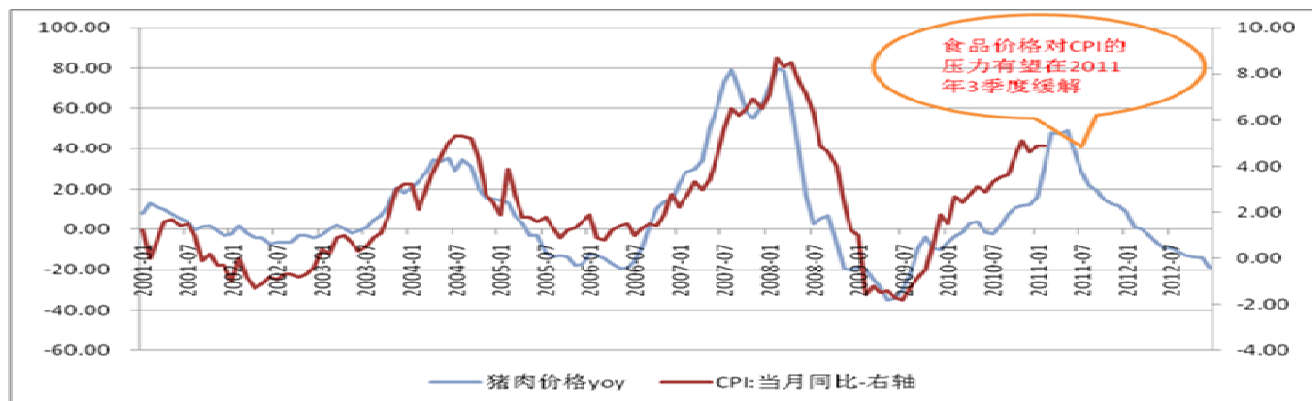
图表 36: 中国白羽肉鸡产量复合增长率 8.6%	- 18 -
图表 37: 益生股份父母代市场占有率全国第一	- 19 -
图表 38: 益生股份父母代肉雏鸡业务假设	- 19 -
图表 39: 饲料利润同时受到上游原料和下游养殖景气影响	- 20 -
图表 40: 2010 年下半年起玉米价格增速放缓	- 21 -
图表 41: 2011/12 国内玉米库存消费比小幅回升	- 21 -
图表 42: 2010 年以来豆粕走势偏弱 (元/吨)	- 21 -
图表 43: 全球六大主产国大豆产量变化 (千吨)	- 21 -
图表 44: 全球大豆库存消费比同比下滑	- 22 -
图表 45: 国内大豆库存消费比高位持稳	- 22 -
图表 46: 中国历年鱼粉进口量 (万吨)	- 22 -
图表 47: 秘鲁与智利鱼粉产量逐年下降 (万吨)	- 22 -
图表 48: 近期鱼粉价格出现小幅回落	- 23 -
图表 49: 猪配合料吨毛利和毛利率变化 (元)	- 23 -
图表 50: 相关猪饲料企业季度毛利率变化	- 23 -
图表 51: 猪配合料和玉米豆粕价格 (元/吨)	- 23 -
图表 52: 其他饲料原料价格 (元/吨)	- 23 -
图表 53: 猪饲料价格与玉米等原料价格联动显示行业成本转嫁能力较为稳定	- 24 -
图表 54: 新希望饲料业务毛利率呈下滑态势	- 25 -
图表 55: 饲料行业整合仍在进行时	- 25 -
图表 56: 饲料企业毛利率比较	- 25 -
图表 57: 饲料企业应收帐款比较	- 25 -
图表 58: 饲料企业存货周转率比较	- 25 -
图表 59: 饲料企业总资产周转率比较	- 25 -
图表 60: 06-08 年屠宰业务毛利率整体下滑, 09 年反弹	- 26 -
图表 61: 流通屠宰环节头盈利 (元)	- 26 -
图表 62: 肉-猪价差变动滞后于生猪价 (元/公斤)	- 26 -
图表 63: 07 年猪价快速上涨, 低温肉制品毛利率下滑	- 27 -
图表 64: 肉制品行业领导者所需特质	- 28 -
图表 65: 中国肉制品一、二线品牌	- 28 -
图表 66: 肉制品企业综合竞争力评分表	- 28 -
图表 67: 瘦肉精事件 VS 三聚氰胺事件	- 29 -
图表 68: 全国生猪价格受瘦肉精事件影响不大	- 29 -
图表 69: 受下游客户认可, 雏鹰农牧生猪供不应求	- 30 -
图表 70: 相关生猪养殖企业对瘦肉精事件的应对和表态	- 30 -

我们对本轮生猪景气周期、猪价、盈利周期的判断

猪价牵动中国 CPI 神经

- **猪价牵动中国 CPI 神经。**猪价不仅影响千家万户的家庭食品开支，而且影响到中央决策当局对通胀的判断和管理，因此，研究生猪供需问题不仅要站在微观的企业或猪农角度来研究盈利水平的涨跌，而且要站在中观层面来研究畜禽养殖行业的产业链盈利波动，甚至站在宏观经济层面来研究猪价的历史波动规律和利润流向的规律。
- 我们对 2011 年猪价可能的运行轨迹进行了描绘（如下图示）：虽然猪价有可能在 5-6 月份达到阶段性高点 15-16 元/公斤，此后环比略有下降，但由于去年猪价从 6 月 25 后才开始反弹，前高后低的基数效应将使得 2011 年上半年 CPI 高企，从 7 月初开始猪价环比下滑造成的通胀预期回落将有望成为现实。

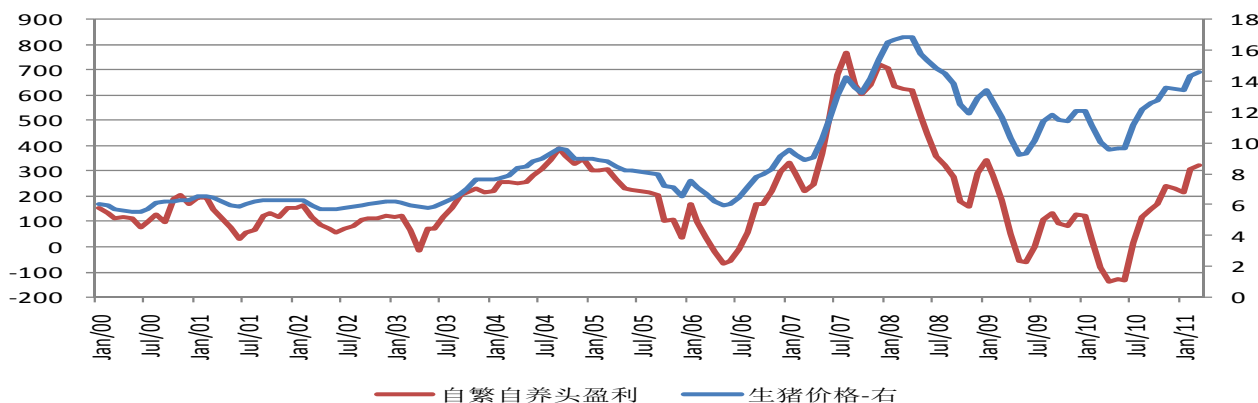
图表 2：猪价对 CPI 的影响有望在 2011 年 7 月初显著缓解



来源：齐鲁证券研究所

本轮猪价和养殖盈利水平均达到了历史次高水平

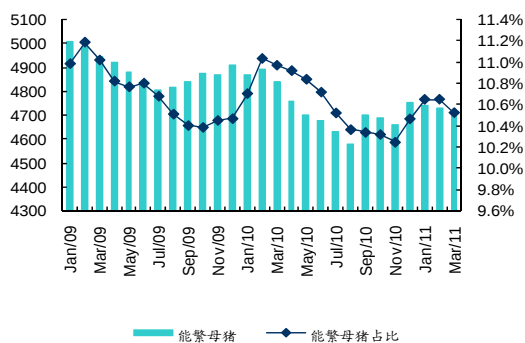
- 自 2011 年 6 月，本轮猪价开始上涨以来，全国生猪均价由 9 元/公斤涨至目前的 15 元/公斤，累计涨幅达到 67%。历史最高点发生在 08 年一季度，当时全国猪肉价格涨至近 18 元/公斤。
- 与此同时，自繁自养的生猪养殖头盈利由 2010 年上半年亏损 61 元，今年一季度已经上涨至超过 300 元/头，低于 07 年底 08 年初最高时的 800 元/头。
- 截至目前，生猪价格和养殖盈利水平仅次于 07/08 年的高点，但头盈利仅有 07 年底 08 年初峰值的一半。
- 相对于 2007 年养殖企业的利润水平和股价表现，当前养殖企业二级市场的估值水平总体上较为尴尬，可上可下，我们认为投资养殖股在缺乏足够估值保护的背景下，需要精确刻画投资时钟或猪价曲线，以期为投资决策提供估值之外的时点保护，下文将重点解决投资所关心的若干问题。

图表 3：猪价和盈利水平都达到历史次高水平


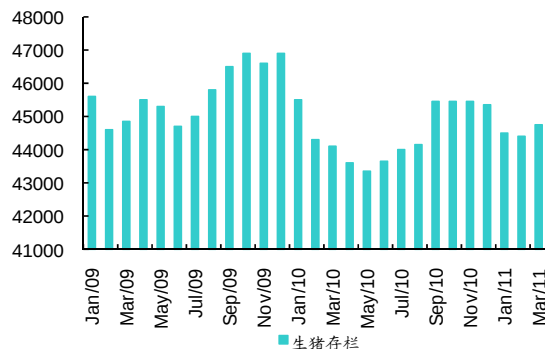
来源：齐鲁证券研究所

视角一：母猪存栏视角——母猪存栏低于均衡值 9%，说明中期生猪供给不足

- 能繁母猪存栏量决定了生猪中期的潜在供给能力，而生猪/仔猪的存栏量决定了生猪短期的供需。我们分别从这两个角度判断生猪价格和盈利周期。
- 母猪存栏量是生猪出栏量提前 12 个月的领先指标。养猪存在“三四五”的自然周期——补栏后备母猪（50-60 公斤）、性成熟配种（需 3 个月左右）、114 天妊娠期、产仔后 5 个月育肥出栏。也就是说，在母猪补栏 12 个月后生猪供给能力才会改变。
- 2010 年 8 月起母猪存栏量有所增长。在 2010 年 7 月生猪养殖越过盈亏平衡线之后，母猪存栏在 8 月触底反弹，由最低点的 4580 万头增长至 2011 年 2 月底的 4730 万头，同比仍下滑 3.3%。

图表 4：2011 年 3 月能繁母猪环比下降 0.42%


来源：农业部畜牧业司，齐鲁证券研究所

图表 5：2011 年 3 月生猪存栏环比增长 0.77%


来源：农业部畜牧业司，齐鲁证券研究所

- 即便如此，2011 年 3 月全国母猪存栏量仍环比下降 0.42%。4 月 21 日公布的全国存栏数据显示，2011 年 3 月份全国母猪存栏 4710 万头，环比下降 0.42%，连续 3 个月环比下滑；全国生猪存栏 44750 万头，环比增长 0.77%，在连续 3 个月下滑后首度出现环比提升。

- 能繁母猪存栏量和 PSY 共同决定的生猪供给，我们预计 2011 年母猪存栏缺口约 9%。**生猪供给=能繁母猪×PSY（每头母猪每年提供的健康上市商品猪数）**公式测算表明：国内能繁母猪存栏量需要增加到 5185 万头（7 亿年出栏量/PSY13.5 头）才能满足消费需求，当前母猪存栏量与该均衡存栏量之间的潜在缺口达 9%：

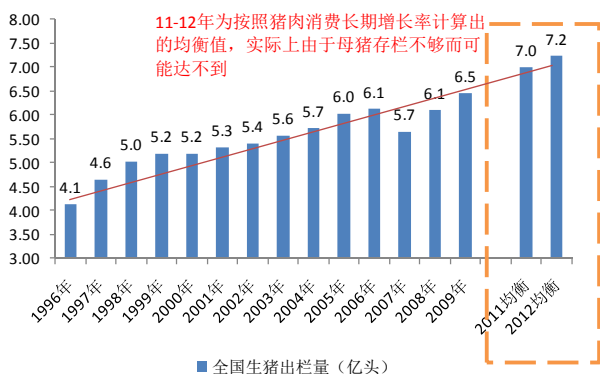
- 随着我国居民收入水平的提高，近 15 年来我国猪肉消费量以每年 3%-4% 的速度增长，据此计算 2011 年我国生猪出栏量达到 7 亿头才能满足需求；
- PSY 受疫情影响较大，2011 年我国母猪 PSY 预计为 13.5 头。据台湾屏东科技大学钟文彬所作的一个调查数据，台湾地区受疫病影响，导致 PSY 从 1995 年的 15.4 头降至 2000 年的 13.5 头；
- 近期湖南省对娄底涟源、双峰等地调研情况反映，2010 年下半年以来，许多规模场的母猪平均产仔数仅 6-8 头，仔猪成活率也仅达到 85% 左右，照此估计 PSY 仅有 10-12 头；
- 尽管全国能繁母猪存栏量由 2010 年 8 月最低时的 4580 万头增长至 2011 年年初的 4730 万头，但仍低于均衡水平 9% 左右。

图表 6：我国母猪繁殖能力较低

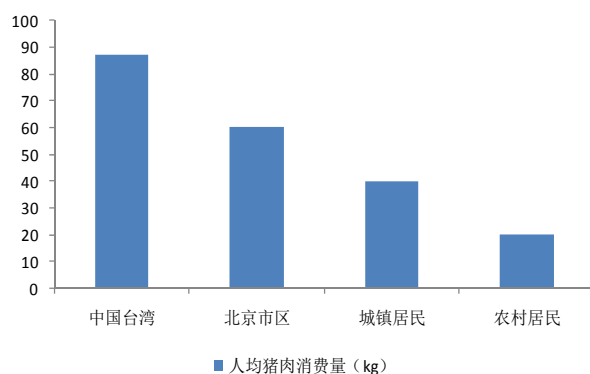
	中国	雏鹰农牧	中国台湾	美国	北美	日本	巴西
PSY	13.5	20.5	14	20	23.26	24.92	25.96
年分娩胎数	1.7	2.2		2.28	2.42	2.43	2.5

来源：齐鲁证券研究所

- 按照养殖业内人士提供的经验法则“母猪存栏缺 1%，猪价涨 2-3%”，我们简单推测 2011 年生猪价格涨幅在 27% 左右，即全年猪价中枢在 15 元/公斤，这与我们根据猪价运行历史规律推算出来的 2011 年猪价同比上涨 30% 至 15-16 元/公斤附近的结论殊路同归。

图表 7：2011 年中国生猪均衡出栏量约 7 亿头


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：国内猪肉消费远未饱和（公斤/人）


来源：齐鲁证券研究所

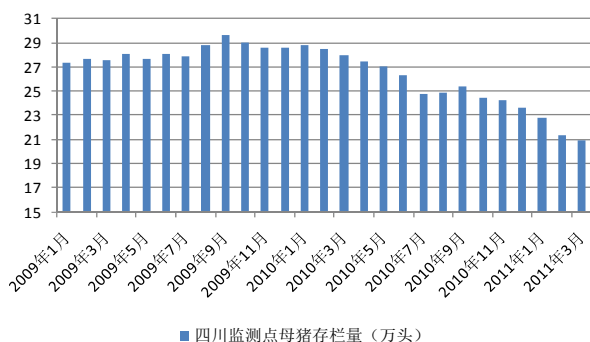
视角二：四川和湖南的案例——反映中期生猪供应能力的母猪存栏不增反降

- 四川和湖南是我国生猪年出栏量最多的两个省，占我国生猪年出栏量的 20%。尽管 2010 年下半年起猪价大幅上涨，但这两个省的母猪存栏不增反降。
- 据四川监测点信息，2011 年 3 月该省母猪存栏量为 20.88 万头，同比

下滑 25.28%，环比下滑 1.96%，从 2010 年出起四川母猪存栏一路下滑。

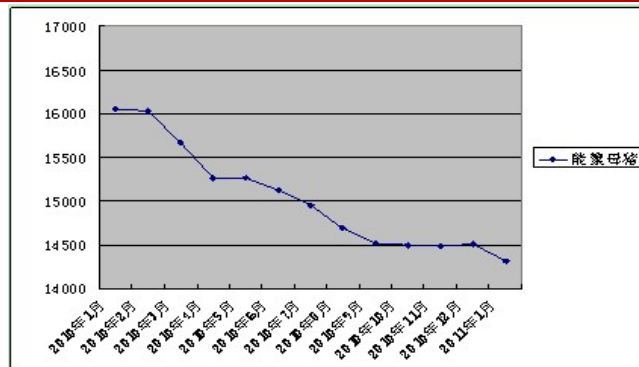
- 四川畜牧局认为 3 月母猪存栏继续下降的原因主要是养殖户对后市判断不清，补栏非常谨慎，不过这种情况在 4 月份得到了一定程度的纠正。
- 湖南监测点的情况与四川类似，能繁母猪存栏连续 10 个月下滑，累计下跌幅度达到 11.50%。
- 我们分析其原因在于：（1）对后市猪价走势的担忧使农户不敢补母猪，这是母猪存栏下降的核心原因。由于母猪补栏后 12 个月才有产出（生猪），农民担心一年后猪价下跌，养殖盈利下滑，因此，母猪养殖积极性不高；（2）养殖成本攀升，利润下沉，对养殖周期偏长的母猪养殖盈利杀伤力较大；（3）防疫形势严峻，2009 年-2010 年疫情出现常态化，今年以来口蹄疫和高热病在全国多个地区散发抑制了猪农的补栏积极性；
- 我们预计其他养殖省份的情况也大同小异，基于母猪存栏下降，仔猪供应能力不足或者仔猪需求弱化，我们预计中期生猪供需偏紧，2011 年全年毛猪价格难以下跌。

图表 9：四川监测点母猪存栏持续下降（万头）



来源：四川畜牧局、齐鲁证券研究所

图表 10：湖南监测点母猪存栏持续下降（头）

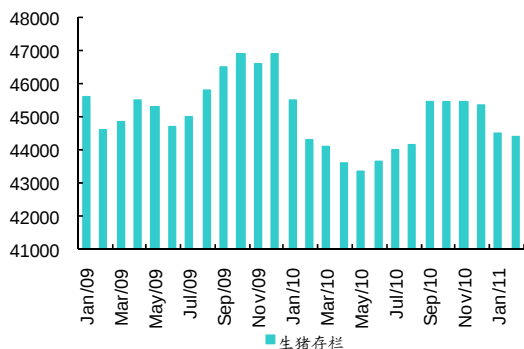


来源：齐鲁证券研究所

视角三：生猪/仔猪存栏视角——大猪占比偏低、中小猪比重偏高暗示未来 1-2 个月的出栏量清淡，2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段高点

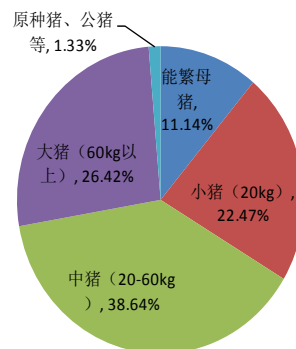
- 四川监测点 3 月底仔猪存栏同比下滑 25.24%，育肥猪存栏下降 29.73%，湖南监测点 2011 年 2 月生猪存栏下滑 12.91%，养殖业空栏率达到 72.45%，部分规模养殖程度较高地区，例如浏阳市、长沙县等地，空栏率超过 85%，创出历史新高。主要原因在于：

图表 11：全国生猪存栏量处于较低水平（万头）



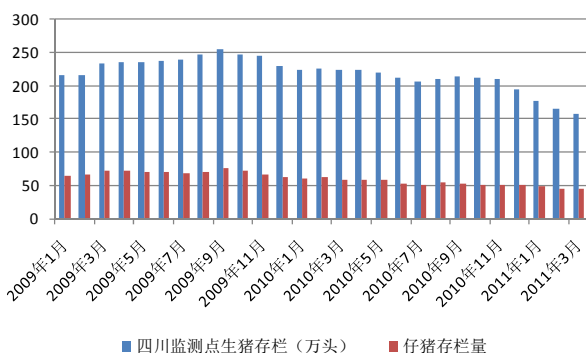
来源：齐鲁证券研究所

图表 12：湖南春节后大猪占比较少

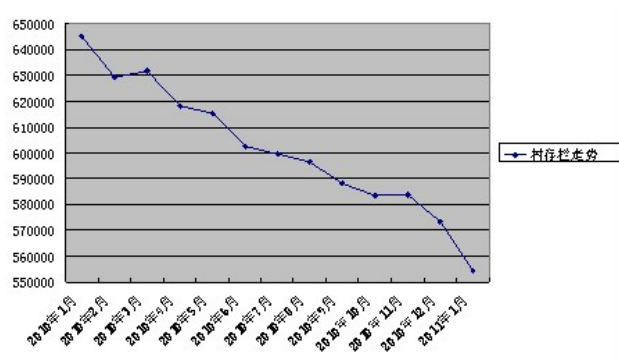


来源：齐鲁证券研究所

- **2010 年上半年低迷行情的后续影响持续。**2010 年初，湖南猪粮比价低至 4.3:1、四川跌至 3.8: 1，养殖户每出栏一头猪亏损 200-300 元，许多猪农压缩养殖规模、淘汰老弱病残种猪甚至永久退出养殖业，不少养殖户在下半年猪价上涨后已经缺乏财力再度进入养猪业；
- **政策调控和疫情的干扰打断补栏进程。**2010 年 8 月以后，随着猪价上涨，养殖利润渐高，但 10-12 月国家迅速出台的猪肉抛储政策和全国性的口蹄疫蔓延使得养猪户不敢贸然补栏，养猪业的高风险使得农户观望气氛浓厚。
- **养殖户节前蜂拥出栏，导致节后猪源紧张。**为提高养殖效益、降低风险，养猪户选择在春节前纷纷争抢出栏，一些规模场甚至卖掉了所有 70kg 以上的猪，导致春节后 2-3 月都无猪可卖。
- **生猪/仔猪的存栏变化可以清晰反映出未来 3-5 个月的猪价走势。**从生猪存栏总量来看，存栏量处于历史较低水平，从结构上来看，大猪（60 公斤以上）占比偏低，意味着未来 2 个月生猪供给将出现“青黄不接”的局面，我们预计猪价将在 5-6 月份将迎来阶段性的高点。

图表 13：四川监测点存栏同比下降 29.73%(万头)


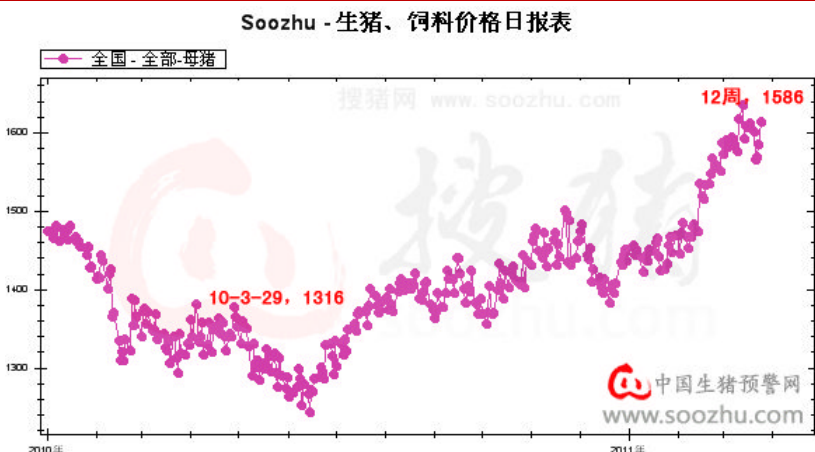
来源：齐鲁证券研究所

图表 14：湖南监测点生猪存栏下降 12.91%(头)


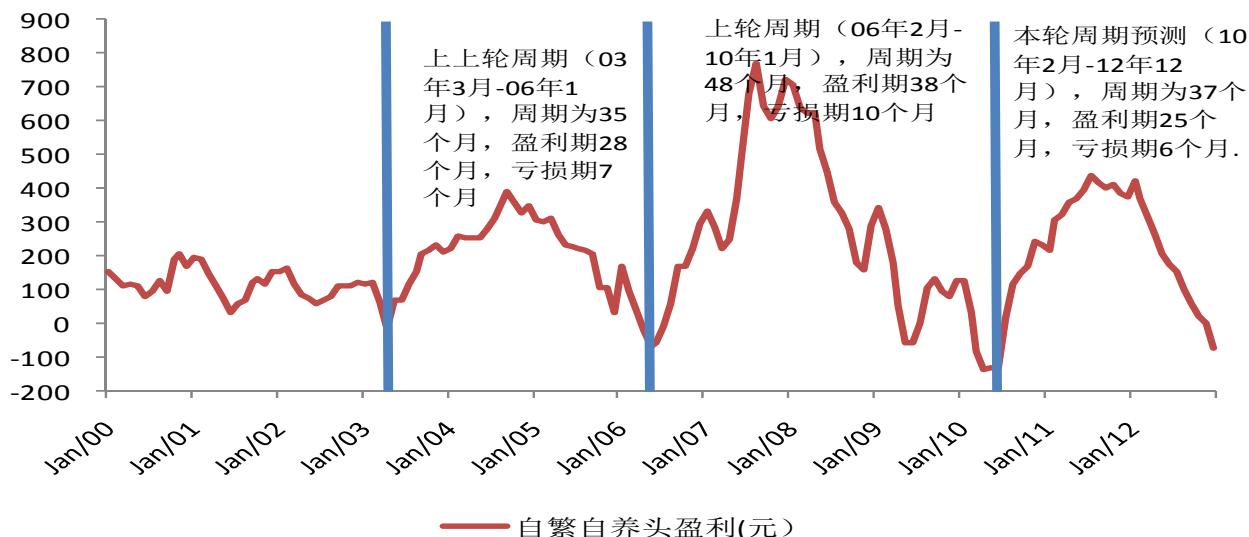
来源：齐鲁证券研究所

视角四：补栏视角——补栏在 4 月份趋向积极，母猪存栏拐点也可能同时出现

- 尽管 3 月份四川母猪补栏继续下降，但随着猪价走高，农户将在犹豫不决中逐步补栏，最近 4 月中旬当地母猪价格的快速上涨就反映了这一点。
- 根据我们草根调研，早在今年 3 月份的时候中国局部养殖大省的仔猪价格已涨至 30 元/公斤，一个月内涨幅达到 25-30%，但当时仔猪补栏需求并不积极，母猪存栏下降导致仔猪供应出现瓶颈，价格上涨但量不足，也即有价而无市；**不过，进入 4 月份以后，养殖户生猪补栏积极性大幅提高，驱动了仔猪的价格持续大幅上涨，而这时养殖户补栏开始增加了，按照 3 个半月养殖周期推算，7 月份商品猪供应量可能激增，猪价面临调整压力。**
- 2011 年春节后母猪价格出现了大幅上涨，目前已由春节期间的 1400 元/头快速涨至当前 1631 元/头。我们判断 2011 年 4 月起母猪存栏将呈现环比提升，按照母猪补栏到育肥猪养成出栏 12 个左右的周期推测，本轮中国生猪养殖高景气有可能维持到 2012 年 3 月即春节前后。

图表 15: 母猪价格在 2011 年春节后快速上涨 (元/头)


来源: 中国生猪预警网、齐鲁证券研究所

图表 16: 2011 年全年生猪养殖头盈利预计在 300-350 元


来源: 齐鲁证券研究所

总结我们对猪价、供求、盈利、周期等问题的观点

- 综合以上分析, 我们倾向于对生猪价格、供求形势、盈利周期等问题形成如下分析结论:
 - 对猪价高点出现时点的判断: 2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段性高点, 但不同于往年冲高回落的是猪价无论涨跌幅度都会非常有限, 全年保持高位运行的概率最大;
 - 对 2011 年猪价的量化判断: 短期 (6-8 月份) 猪价有调整压力, 但进入 9-10 月份的猪肉传统消费旺季后, 猪价预计还有小幅上升空间, 维持全年猪价高点在 15-16 元/公斤观点不变, 同比增长 30%;
 - 生猪价格向下拐点的预判: 新一波生猪补栏自 2011 年 3 月开始, 但由于养殖周期的滞后性, 我们预计整个 2011 年生猪市场都将处于供需偏紧的状态, 直到 2012 年春节中国生猪供给才会激增, 春节后猪价下跌风险加大, 这意味着猪价向下的拐点比传统理论推测

的要滞后 3-6 个月；

➤ **生猪盈利水平的量化测算：**预计 2011 年生猪自繁自养头均盈利水平预计在 300-350 元左右，大大超过 2010 年的 50-100 元，高盈利得以持续有望催化养殖股反复活跃甚至贯穿 2011 年全年。

■ **猪价对 CPI 或通胀的影响——考虑到 2010 年猪价前低后高的基数效应以及 2011 年前高后平的走势，我们预计上半年通胀预期不会明显下降，从 7 月初开始通胀预期将会大幅回落。**

本轮猪价景气持续周期的判断——2011 年全年生猪供需紧张，高景气或将维持到 2012 年春节

- 生猪是典型的强周期行业，通常表现为 3 年左右一个完整的周期。太阳底下没有新事物——人性的贪婪和恐惧交替出现造成的供给波动周期对于生猪养殖行业来说同样适用。
- 行情在绝望中产生（2010 年上半年疫情和猪价低迷，养猪大幅亏损，养殖户退出），在犹豫中发展（2010 年下半年疫情和调控使养猪户对补栏存在疑虑，存栏增长缓慢），在疯狂中退潮（预计在 2012 年春节前，伴随着猪农补栏积极性的空前提高和潜在供给的增加）。

图表 17：本轮生猪波动周期律——快速补栏期，2012 年春节后猪价将转入下跌

阶段	表现	持续时间	对应本轮周期时间预计
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5 个月	2010.2-2010.5
供不应求期	淘汰母猪后 3-5 个月转为供不应求，价格从谷底反弹	3-5 个月	2010.6-2010.8
补栏观望期	走出亏损进入盈利后观望，母猪补栏者较少	6 个月	2010.9-2011.2
快速补栏期	进入盈利半年后，行情渐高，补栏者增加，母猪存栏开始增长；但补栏母猪一年内无法影响生猪供应，猪价高位保持一年，母猪补栏持续一年	12 个月	2011.3-2012.2
出栏增长期	一年后生猪供应增加，出栏持续增加，供大于求，价格下跌	3-6 个月	2012.3-2012.7
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5 个月	2012.8-2013.1

来源：齐鲁证券研究所

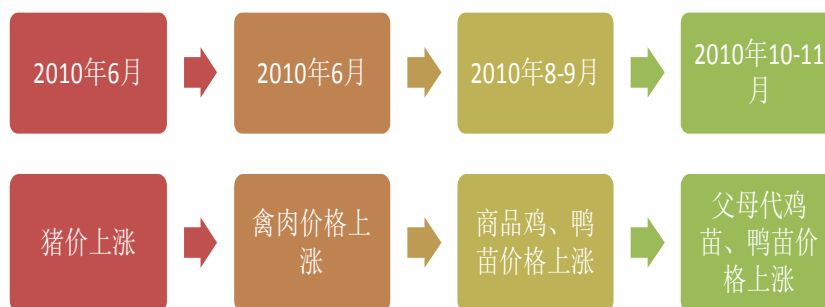
- 根据我们上述对母猪存栏下降、PSY 指标偏低、中大猪存栏占比偏低、商品猪和母猪补栏在 4 月份开始趋向积极等信息，我们认为——本轮生猪景气周期可能延长至 2012 年春节前后，2011 年全年生猪供应都维持紧平衡状态，猪价尽管在 5-6 月份可能见顶，但不同于历次生猪牛市的“冲高回落”特点，年内猪价下行空间极小，维持高位运行的概率相当大，自繁自养生猪养殖头均利润维持在 300-350 元将是大概率事件。

种苗：补栏需求激增拉动价格飙升，上涨周期盈利暴利化

猪、鸡、鸭等多品种价格联袂上涨，时点有先有后

- 正如我们在第一部分介绍的一样，仔猪、鸡苗、鸭苗价格滞后于猪价，也出现了快速的上涨，基本逻辑就是消费需求的相互替代。

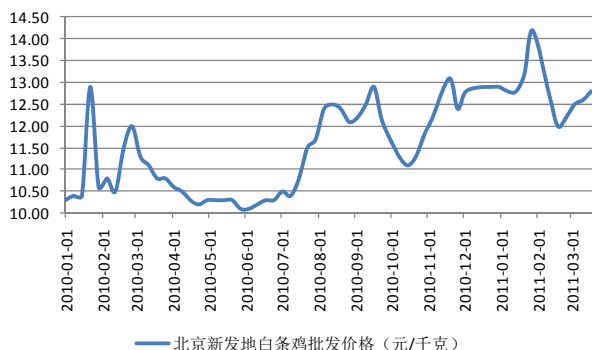
图表 18：几种主要养殖品种价格传导链条



来源：齐鲁证券研究所

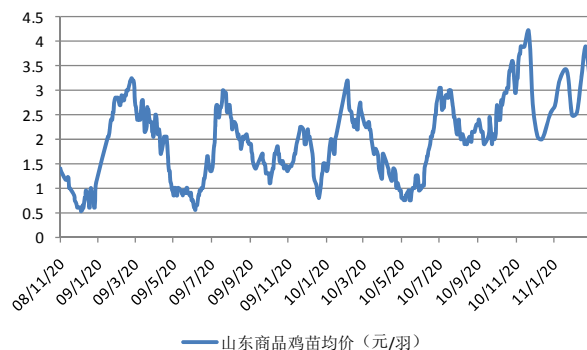
- 随着 2010 年猪肉价格的上涨，鸡肉价格也从 6 月份开始走高，此后鸭肉价格、水产品价格都联袂走高，我们分析就是需求替代引发相关产品价格的集体上涨。

图表 19：鸡肉价格自 2010 年 6 月开始大幅上涨



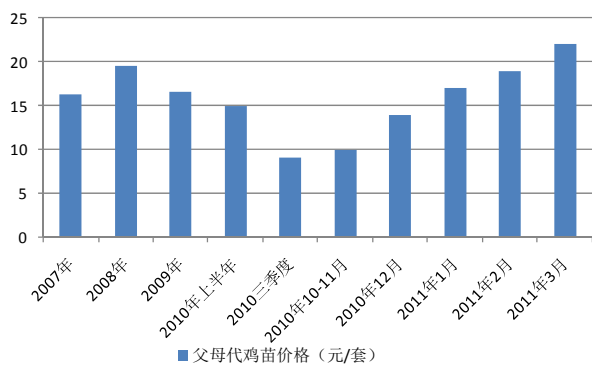
来源：齐鲁证券研究所

图表 20：商品代鸡苗价格自 9 月起大幅上涨

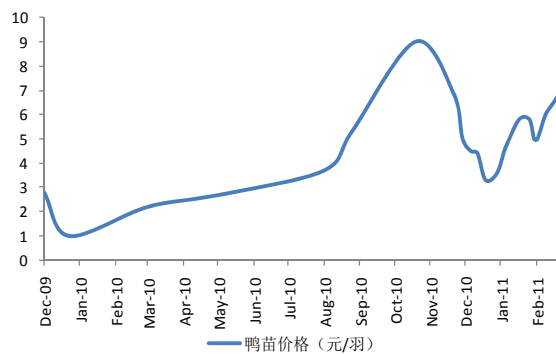


来源：齐鲁证券研究所

- 以鸡肉、商品代鸡苗、父母代鸡苗上涨的时间点和幅度为例：北京新发地白条鸡批发价格自 6 月开始率先上涨，从当时的 10/公斤涨至最高时的 14.5 元/公斤，涨幅达到 40%；8-9 月时商品代鸡鸭苗的价格开始向上，鸡苗价格一度涨至 4.5 元/羽，鸭苗价格涨至 9 元/羽的历史最高价格，毛利率超过 50%以上；父母代鸡苗的价格上涨是从 2010 年 10-11 月开始的，滞后于产业链下游的商品代鸡苗和肉鸡，但价格上涨弹性更大，由不足 10 元/套涨至目前的 20 元/套以上。

图表 21: 父母代鸡苗价格自 2010Q4 起大幅上涨


来源: 齐鲁证券研究所

图表 22: 商品代鸭苗价格自 8 月起开始大幅上涨


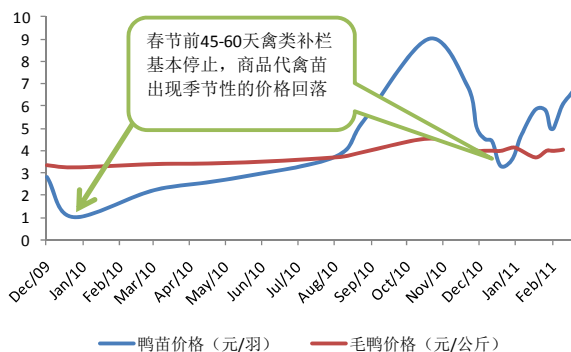
来源: 齐鲁证券研究所

相比中下游, 产业链上游环节企业的利润率更高, 弹性也更大

- 随着养殖利润走高, 猪鸡鸭的补栏积极性提升, 种苗需求量增加从而推动价格上涨; 鉴于种苗企业的养殖技术、防疫技术等门槛要高于养殖环节, 因此种苗的价格涨幅要远远大于下游肉价的上涨, 随着利润向上游种苗企业流动, 种苗企业呈现暴利化的趋势, 目前鸡鸭苗的毛利率都高达 70%以上, 行业呈现暴利化倾向。
- 基由此, 我们倾向于认为, 越往上游, 盈利弹性越大, 在上升周期中利润增长幅度越大, 远好于一体化的养殖企业; 产业链较短且偏向下游的企业, 在价格上涨周期中最先受益, 其次是中游, 最后是上游也会涨价受益, 等到涨价传导到上游环节、待上游涨价后下游的利润率将出现下滑, 也就是说上中下游企业的利润水平往往会呈现一个翘翘板效应。

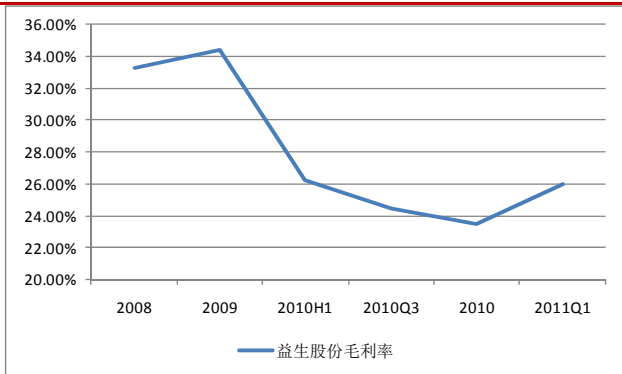
图表 23: 上涨周期中仔猪涨幅是生猪的两倍


来源: 齐鲁证券研究所

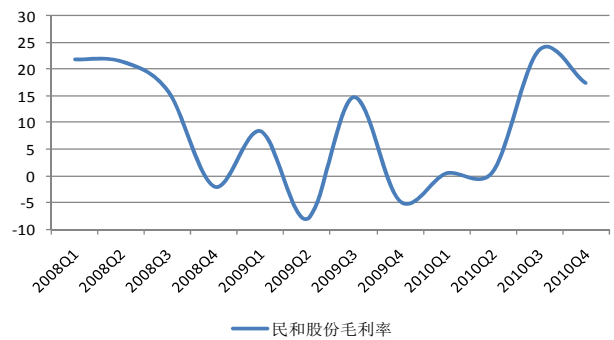
图表 24: 鸭苗价格涨幅远超肉鸭价格涨幅


来源: 齐鲁证券研究所

- 益生股份和民和股份就是一个典型案例, 产业链上游的益生股份主要向中游的民和股份出售父母代鸡苗, 民和繁育出商品代鸡苗后卖给养鸡户, 二者处于产业链地位不同, 面临的行业竞争激烈程度也不同, 毛利率水平及波动率也相差很大。
- 2010 年 6 月份以后, 受益于下游鸡肉价格上涨引发商品代鸡苗需求量激增, 民和股份的毛利率大幅改善, 从前期的 -5%提升到 20%; 到了 11 月初益生父母代鸡苗开始提价后, 民和股份的成本压力开始显现, 毛利率由 23.6%大幅下降至 17.4%。

图表 25：2010 年底益生股份毛利率开始谷底反弹


来源：齐鲁证券研究所

图表 26：民和股份毛利率波动较为剧烈


来源：齐鲁证券研究所

一体化、最上游的畜禽养殖公司具备核心竞争力

- 我们比较了畜禽养殖类公司的盈利模式，按照上文逻辑，我们倾向于选取最上游、技术壁垒和附加值最高的祖代种苗企业作为中长期投资标的，即圣农发展、华英农业、益生股份。
- 我们同时看好实现产业链纵向一体化的企业，如圣农发展、华英农业。

图表 27：家禽养殖企业盈利模式比较

	曾祖代	祖代种鸡/鸭	父母代种鸡/鸭	商品代鸡/鸭苗	养殖	屠宰	肉制品深加工
圣农发展	全部依赖国外引进	√	√	√	√	√	
华英农业		√	√	√	√	√	√
益生股份		√	√	√			
民和股份			√	√	√	√	

来源：圣农拥有熟食加工业务，但不在上市公司内，齐鲁证券研究所

- 我们按照品种和阶段动物种苗划分为如下几类具体分析。总体来看，最上游、经营最稳定、盈利最丰厚的祖代技术都掌握在国外公司手中。

图表 28：受益于涨价的动物种苗公司一览

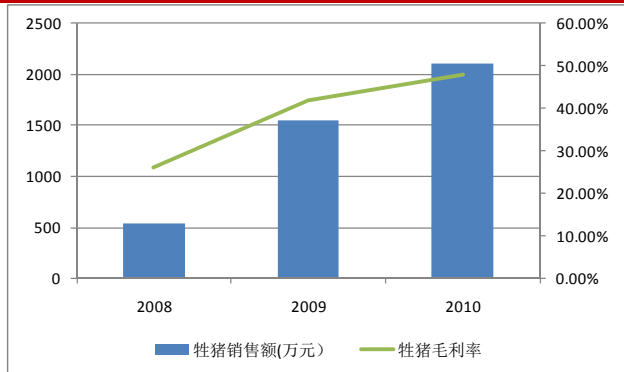
猪	原种猪	二元种猪	商品仔猪
代表公司	唐人神（与美国威特先公司合资）	顺鑫农业	雏鹰农牧
鸡	祖代鸡	父母代鸡苗	商品代鸡苗
代表公司	安伟捷等美国公司	益生股份、北京家禽育种等	民和股份
鸭	祖代鸭	父母代鸭苗	商品代鸭苗
代表公司	英国樱桃谷	华英农业	山东六和、华英农业

来源：齐鲁证券研究所

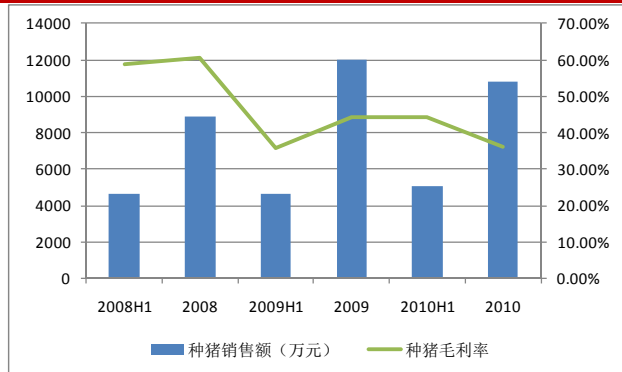
种猪：唐人神旗下的祖代种猪技术领先，顺鑫旗下的二元种猪规模居前

- 唐人神旗下的美神祖代种猪具有高繁殖率、高瘦肉率、高屠宰率和低料肉比的优势，是国内唯一获得美国 NSR 授牌的种猪企业。美神育种的另一合资方——美国威特先公司是美国最大的纯种 SPF 种猪核心场。2009 年 10 月 14 日，美国国家种猪登记系统（NSR）经过现场认证，接纳美神育种成为正式会员单位，这也是 NSR 在美国本土以外第一个国际联合育种单位。
- 美神育种采用美国的育种理念和生产管理标准，保持与美国合作伙伴威特先公司的种猪品质一致。从美神育种引种可以视同从美国引种，并且

可以节省国际运输费和国际检验检疫费及隔离费，从美神引种可以减少成本 1 万元/头，正大集团和罗牛山等都是公司种猪的客户，目前种猪毛利率高达 60%。

图表 29：唐人神种猪等牲猪销售额及毛利率


来源：齐鲁证券研究所

图表 30：顺鑫农业种猪业务销售额及毛利率


来源：齐鲁证券研究所

- **顺鑫农业是国内最大的种猪繁育企业。**顺鑫农业 2010 年实现种猪销售收入 1.08 亿元，毛利 0.39 亿元，毛利率仅为 36%，比 09 年下滑 8%，远远低于 2008 年上半年的 59%。随着顺鑫农业在河北的兴隆县、滦平县、肃宁县及山西的阳高县生产基地逐步投入运营，2011 年公司种猪业务将出现量价利齐升。

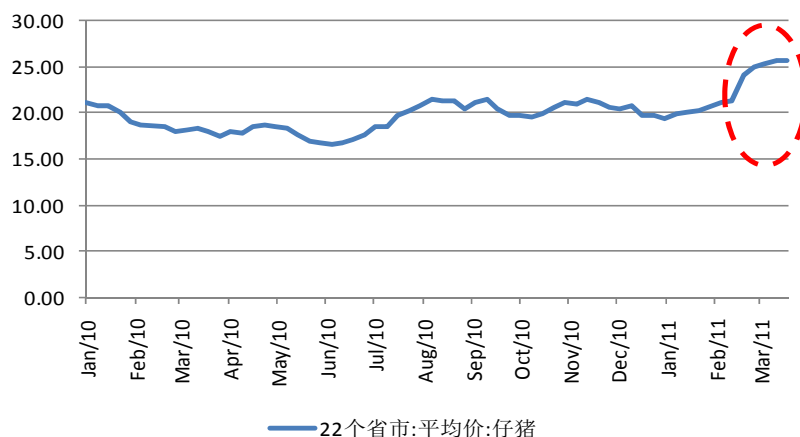
图表 31：唐人神种猪业务规模假定

种猪	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (头)	415	1970	5162	7740	10320	12900
销售均价 (元/头)	5000	5000	4076	6000	6500	7000
销售收入 (百万元)	2	10	21	46	67	90
yoy		375%	114%	121%	44%	35%
销售成本 (百万元)	1	4	8	18	25	33
毛利 (百万元)	1	6	13	29	42	58
毛利率	60%	60%	60%	62%	63%	64%

来源：齐鲁证券研究所

仔猪：价格春节后迅猛上涨 25-50%，雏鹰农牧规模弹性较大

- **仔猪：**随着生猪价格在春节以后的上涨，自繁自养头盈利达到 350 元，仔猪价格也在短短一个月由 20 元/公斤涨至 25 元/公斤以上，部分地区涨至 30 元/公斤。
- 受益仔猪价格上涨最大的是雏鹰农牧，2010 年公司仔猪销量占全部生猪出栏量的 66%，达到 43.6 万头，我们预计 2011-13 年公司仔猪销量分别达到 52.4 万头、63.6 万头和 85.9 万头。
- 公司在种猪、仔猪、商品猪的产出结构上没有固定的比例约束，销售策略灵活，在种猪价格高企的背景下优秀考虑出售种猪，目前仔猪价格上涨较快，盈利水平较高，我们预计公司会优先销售仔猪以锁定利润。

图表 32：春节后一个月仔猪价格涨 25%（元/公斤）


来源：齐鲁证券研究所

图表 33：雏鹰农牧仔猪业务规模假定

商品仔猪	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
销售数量（头）	98,247	164,697	301,755	436,400	523,900	636,400	859,140
头均重（kg）	25.28	24.56	25.24	25.00	25.00	25.00	25.00
销售均价（元/kg）	21.35	30.31	21.06	24.58	29.50	32.45	35.69
销售均价（元/头）	539.70	744.39	531.56	614.53	737.43	811.18	892.29
销售额（百万元）	53.02	122.60	160.40	268.18	386.34	516.23	766.61
销售成本（元/头）	448.40	486.06	389.22	392.19	487.43	561.18	612.29
单位成本（元/kg）	17.74	19.79	15.42	15.69	19.50	22.45	24.49
销售成本（百万元）	44.05	80.05	117.45	171.15	255.37	357.13	526.05
毛利额（百万元）	8.97	42.55	42.95	97.03	130.98	159.10	240.56
毛利率	16.9%	34.7%	26.8%	36.2%	33.9%	30.8%	31.4%
头盈利（元）	91.30	258.33	142.34	222.34	250.00	250.00	280.00

来源：齐鲁证券研究所

鸭苗：鸭苗价格高位回落，华英农业和新希望受益于鸭苗暴利化

- 2010 年 1 季度商品代鸭苗最低跌至 0.5-0.7 元/羽，养鸭户最多亏 2 元/羽，2010 年上半年山东六和的鸭苗业务微亏以及华英农业鸭苗平均毛利为 0.8 元/羽、毛利率下降 10.42%就是这种低迷市道下的真正写照。
- 随着养殖在下半年的转暖，鸭苗在 11 月涨至 9 元/羽历史最高水平，目前仍在 6.5 元/羽的高位，鸭苗成本不足 2.8 元/羽左右，毛利率高达 50% 以上。
- 我们判断全年 2011 年鸭苗均价可达 5-6 元，受益企业包括新希望（六和年外销鸭苗 1.2 亿以上），华英农业（预计 2011 年外销商品代鸭苗 5000 万羽、父母代鸭苗 100 万套）。

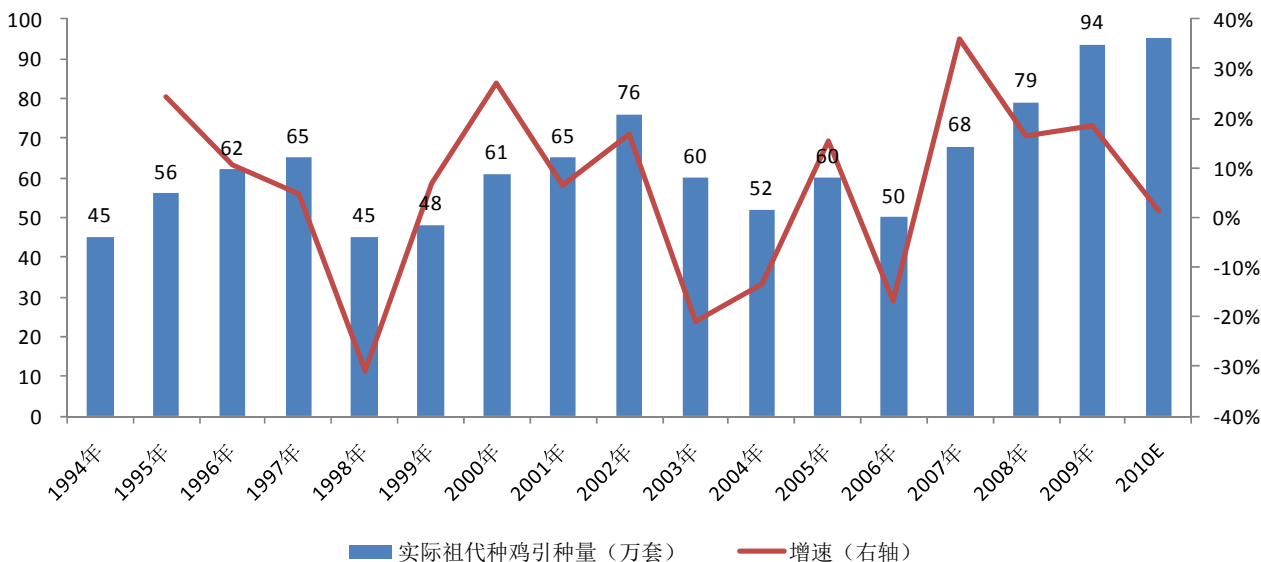
父母代鸡苗：行业供求缓解、下游需求旺盛，益生股份受益于鸡苗价格上涨

- 祖代鸡引种量直接影响次年父母代种鸡苗的供给量。从引种到大量孵化出父母代肉雏鸡平均需要一年的时间（35-69 周，祖代育成+产蛋+孵化），因此，引种量严重过剩后次年父母代肉雏鸡一般价格会下跌，反之亦然。
- 行业人士估计，2010 年我国祖代鸡的引种量为 95 万套，增速由 20% 明显放缓至接近零，2011 年父母代肉雏鸡供给形势将得到改善。2006 年

-2009 年我国祖代白羽肉鸡引种量快速增长 80%以上,2006 年引种量仅有 50 万套,07-09 年快速增长至 68、79、94 万套,年均增速接近 20%。

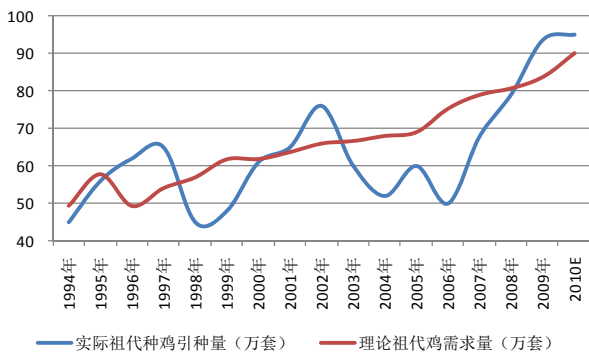
- **2011 年祖代鸡引种量过剩问题得到部分修复,行业契机由此而产生。**预计 2011 年我国鸡肉产量将增长 7.5%至 1350 万吨,理论上需要 2010 祖代引种量为 90 万套(每套父母代对应鸡肉产量约 15 吨),2010 年实际引种量约为 95 万套,基本平衡略有过剩,较 09 年祖代鸡大幅过剩有了明显好转。

图表 34: 2010 年我国祖代鸡引种量增速明显放缓(万套)



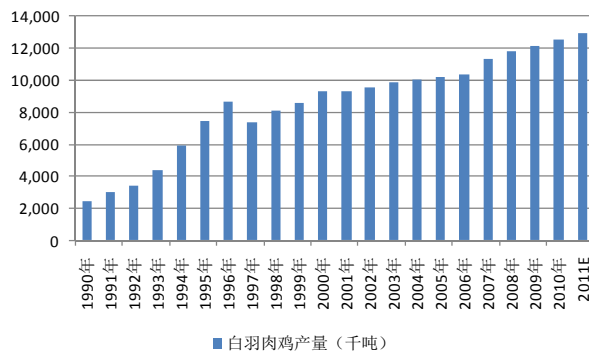
来源: 中国畜牧业协会、齐鲁证券研究所

图表 35: 2010 年祖代鸡引种量由过剩转向平衡



来源: USDA, 齐鲁证券研究所

图表 36: 中国白羽肉鸡产量复合增长率 8.6%



来源: USDA, 齐鲁证券研究所

- 益生股份是国内最大的父母代鸡苗生产企业,2009 年市场占有率接近 30%。随着公司 IPO 募投项目的新增 4.6 万套祖代鸡引进工作完成,2010 年引种量接近 32 万套,同比增长 15%,将直接拉动 2011-2012 年公司鸡苗业务产销规模增长,行业规模领先优势更加明显。

图表 37：益生股份父母代市场占有率全国第一

排名	公司名称	2009年更换量（万套）	市场份额（%）
1	山东益生种畜禽股份有限公司	27.55	29.43
2	北京家禽育种有限公司	22.09	23.6
3	北京大风家禽育种有限公司	12.8	13.67
4	北京艾拔益加家禽育种有限公司	9.2	9.83
5	山东诸城外贸集团公司	5.4	5.77
6	吉林德大有限公司	3.52	3.76
7	河北飞龙家禽育种有限公司	3.3	3.53
8	黑龙江省农垦祖代种鸡场	3	3.2
9	江苏海门艾拔益加家禽育种有限公司	2.25	2.4
10	吉林金星实业有限公司	2	2.14
11	吉林兴华饲料有限公司	1	1.07
12	河北天丰集团家禽育种有限公司	0.8	0.85
13	河南汤阴哈巴德家禽育种有限公司	0.7	0.75
合 计		93.61	100

来源：齐鲁证券研究所

图表 38：益生股份父母代肉雏鸡业务假设

父母代肉雏鸡	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
引种量（万套）	16.61	20.90	27.55	31.69	33.00	35.00
生产量（套）	7,575,574	9,382,390	12,494,736	13,775,000	15,845,000	16,500,000
自用量（套）	55,406	55,399	268,770	344,375	396,125	495,000
销售量（套）	7,520,168	9,326,991	12,225,966	13,430,625	15,448,875	16,005,000
外销比例（%）	99.3%	99.4%	98.1%	97.5%	97.5%	97.0%
均价（元/套）	16.26	19.58	16.58	13.00	16.50	18.00
销售收入（百万元）	122.28	182.62	202.71	174.60	254.91	288.09
销售成本（百万元）	72.73	99.68	110.43	127.38	158.25	177.06
单位成本（元/套）	9.67	10.69	9.03	9.48	10.24	11.06
毛利率	40.5%	45.4%	45.5%	27.0%	37.9%	38.5%

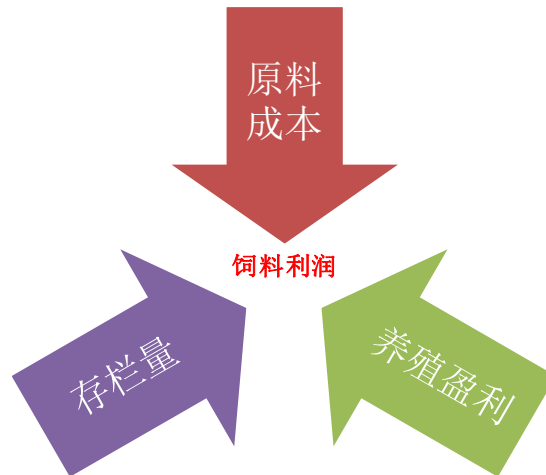
来源：齐鲁证券研究所

饲料行业：4 季度积极布局，迎接 2012 年饲料行业小阳春

行业系统性机会来自上游成本压力缓解和下游养殖景气回升

- 微观饲料企业的盈利增长主要来自饲料产销规模扩张驱动，但上升到行业中观层面，则需要整体利润率水平的提升，秉承我们一贯的观点，饲料行业的系统性机会来自利润率的提升，而利润率的提升又由两重因子构成：上游成本压力缓解和下游养殖景气提升饲料需求。

图表 39：饲料利润同时受到上游原料和下游养殖景气影响



来源：齐鲁证券研究所

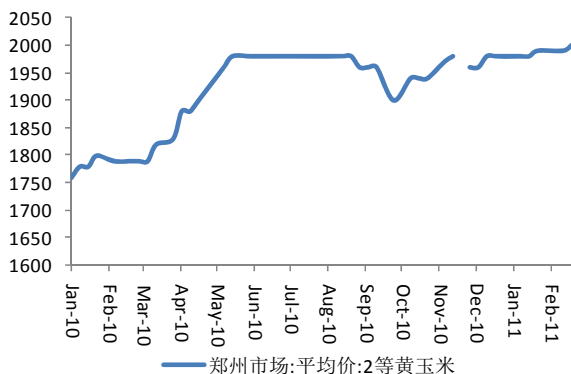
原料分析——玉米：2011 年国内玉米增产、七项玉米深加工调控措施将抑制玉米涨幅，预计 2011 年玉米涨幅将收敛至 10%

- 据 USDA 预测,2010/2011 年度全球玉米需求量增加 2263 万吨至 8.3832 亿吨，而产量只增加了 251 万吨，供需增速不匹配造成玉米库存下降至 1.2243 亿吨的低位，库存消费比为 14.6%。
- 目前，正值北半球玉米播种的时期，种植面积和天气的变化或将主导玉米价格走势；而在价格高企的背景下，美国和中国的玉米种植面积增加基本已成定局。
- 国内方面，预计 2011 年玉米种植面积将增长 2.1%。2010/11 年全国玉米播种面积 4.71 亿亩，同比增加 360 万亩，增幅 0.8%；调查显示 2011/12 年我国玉米种植面积可能增加 2.1%。
- 农户和贸易商手中的玉米库存同比大幅增加：据中华粮网等市场调研结果，目前华北地区一般农户家中存粮量最多为 4 成，而东北地区售粮情况较好，农户手中的存之粮为 2-3 成左右，贸易商手里也有不小库存，这部分库存根据经验来看会在冬小麦收割前即 5、6 月份左右销售，因此我们简单估算，未来预计还有 5000-6000 万吨玉米库存，与去年同期农户零库存相比，今年市场玉米存量较去年同期有明显增加。
- 4 月份，七项调控玉米深加工的措施出台，包括取消玉米深加工的增值税进项税额抵扣等，这会对玉米深加工企业的开工量造成冲击，需求端的减少或抑制玉米价格短期走势。
- 我们预计 2011 年国内玉米需求量增长 3.1%至 1.64 亿吨：不考虑阶段

性取消玉米深加工增值税进项税额的抵扣优惠，我们预计 10/11 国内玉米消费量同比增长 3.1%至 1.64 亿吨。

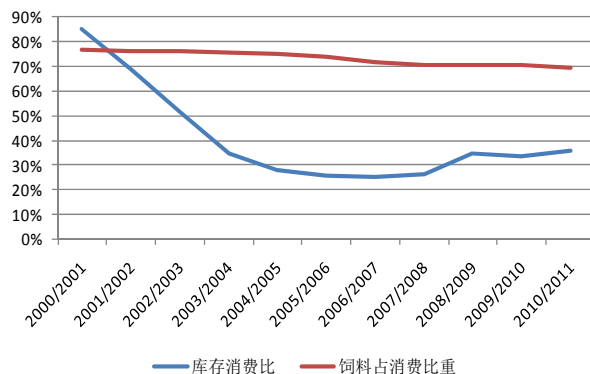
- 整体看来，2011 年国内玉米呈现供需平衡，2011 年期末库存消费比上升 2 个百分点至 36%；预计 2011 年玉米价格将在成本推动下仍有望录得 10%左右的涨幅，出现去年暴涨的概率不大。

图表 40：2010 年下半年起玉米价格增速放缓



来源：齐鲁证券研究所

图表 41：2011/12 国内玉米库存消费比小幅回升

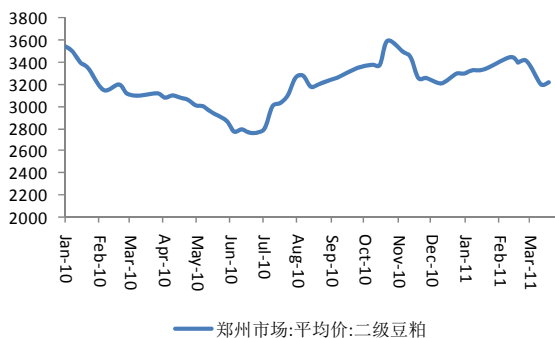


来源：齐鲁证券研究所

原料分析——豆粕：中美大豆种植面积下降，豆粕价格继续看涨

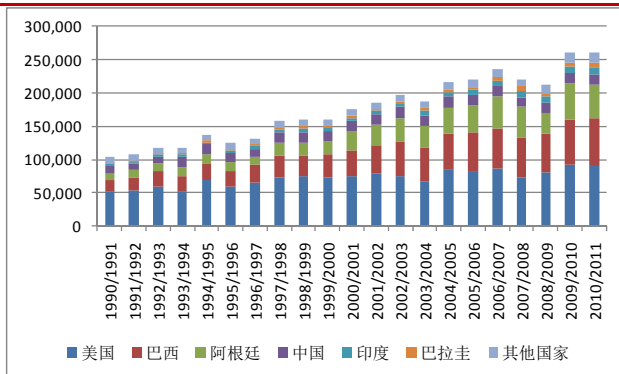
- 我国大豆约 80%依赖进口，因此国际数据备显重要。目前，随着南半球进入收购高峰，产量基本确定，北半球中国、美国大豆种植面积都将出现下降，在 2012 年上半年南半球大豆收获前，大豆供给难增，而全球大豆和大豆制品需求将大幅增加，因整体需求增加，且其他油籽和产品供应量不足，因此我们继续看涨大豆和豆油的价格。
- 南美产区已经进入收割高峰期，目前来看产量意外增加的可能性为零，巴西即使因天气利多小幅增产，也将被阿根廷减产所冲抵。
- 中国方面，预期大豆种植面积减少 11.2%。尽管尚未实际播种，但从种子销售的情况来看，黑龙江省内大豆播种至少下降一成。
- 美国 3 月底的种植意向报告调低大豆种植面积至 7660.9 万英亩，较上年下降 1%。目前高盛预计美国大豆种植面积在 7600 万英亩，私人分析机构 Informa Economics 发布的大豆种植面积预期为 7530 万亩，基于目前数据分析，今年北美大豆产量下调已成定局。

图表 42：2010 年以来豆粕走势偏弱（元/吨）

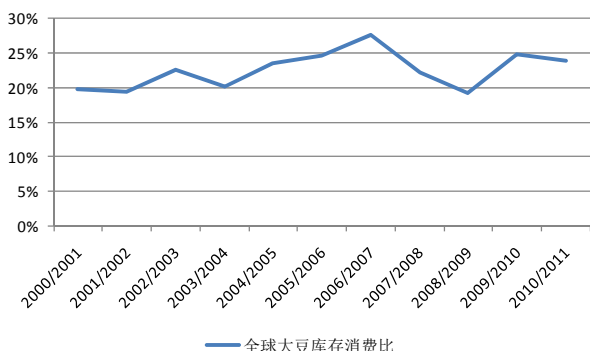


来源：齐鲁证券研究所

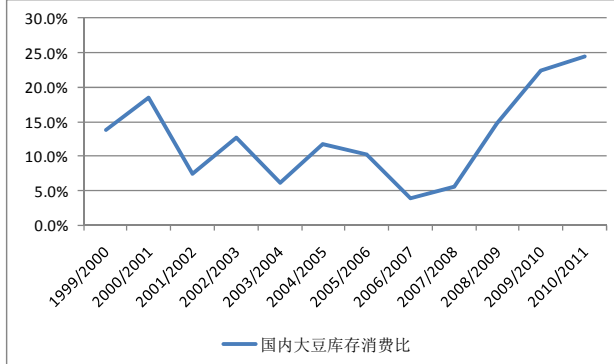
图表 43：全球六大主产国大豆产量变化（千吨）



来源：齐鲁证券研究所

图表 44：全球大豆库存消费比同比下滑


来源：齐鲁证券研究所

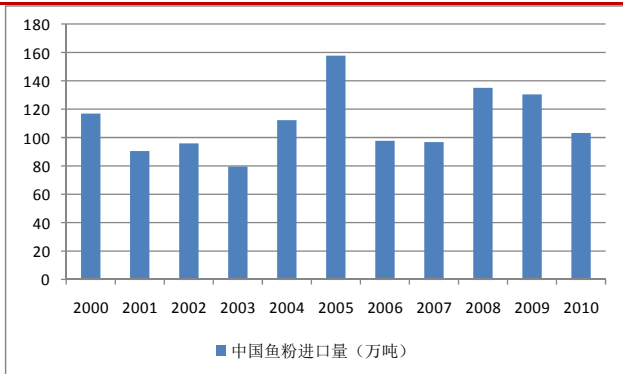
图表 45：国内大豆库存消费比高位持稳


来源：齐鲁证券研究所

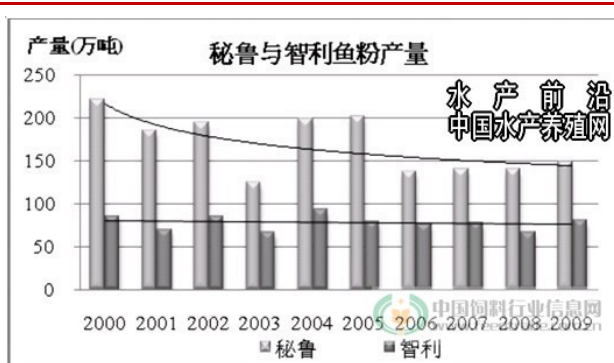
- 短期来看，大豆进口量增加导致 10/11 豆粕产量同比增长 17.5%至 0.45 亿吨，而存栏仍处于低位，豆粕需求仍不旺盛；2010 年豆粕价格走势远远弱于其他农产品；但中期来看，在减产和需求拉动下，我们预计国内豆粕价格将逐步走强，这会给鱼饲料等其他蛋白需求量大的企业带来持续的成本压力。

鱼粉：秘鲁智利供给增加，日本需求大减，短期价格将小幅走低

- 供给端来看，2011 年秘鲁中北部第一捕季配额正式公布，配额为 367.5 万吨，捕捞时间从 2011 年 4 月 1 日零时至 2011 年 7 月 31 日，预计可生产鱼粉 87.5 万吨，远超 300 万吨的市场预期。智利的捕捞情况也非常好，总捕捞配额由 219 万吨增加至 269 万吨。
- 需求来看，受日本地震和核泄漏事件影响日本鱼粉进口量预计下滑 30% 以上。2009 年日本鱼粉进口量为 28 万吨，其中从秘鲁进口 11.6 万吨，2010 年从秘鲁进口鱼粉 11.3 万吨，本次日本水产养殖的损失势必造成短期内日本鱼粉的进口量出现下滑。
- 2011 年 1 月和 2 月，中国进口鱼粉的量分别为 2.6879 万吨和 4.0376 万吨。

图表 46：中国历年鱼粉进口量（万吨）


来源：齐鲁证券研究所

图表 47：秘鲁与智利鱼粉产量逐年下降（万吨）


来源：齐鲁证券研究所

- 基于以上原因，近期进口鱼粉价格出现快速的小幅回落，价格落差在 500 元/吨左右，但中长期来看，基于秘鲁和智利在全球鱼粉资源出口市场上

的份额与影响力无与伦比，我们认为中长期来看鱼粉价格缺乏持续大幅下跌的基础。我们预计 2011 年中国进口鱼粉到岸价格保持在 10000-12000 元之间波动。

图表 48：近期鱼粉价格出现小幅回落

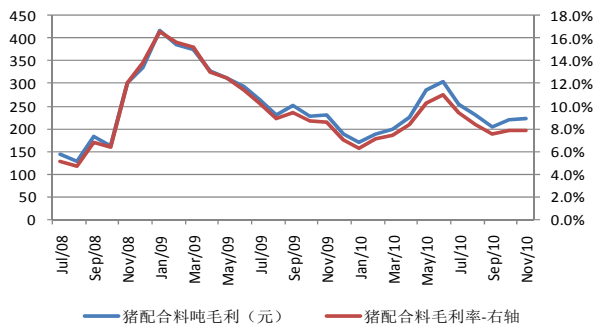
国内港口（元/吨）	第12周	第11周	平均涨跌
上海（普通级新货）	11800-12000	12200-12500	-500
广州（普通级新货）	11800-12000	12200-12500	-500
大连（普通级新货）	12200-12500	12200-12500	0
天津（普通级新货）	12200-12500	12200-12500	0
秘鲁（美元/吨）超级蒸汽 新季预售	FOB1600	FOB1650	(USD)-50

来源：齐鲁证券研究所

2011 年饲料行业景气度波澜不惊

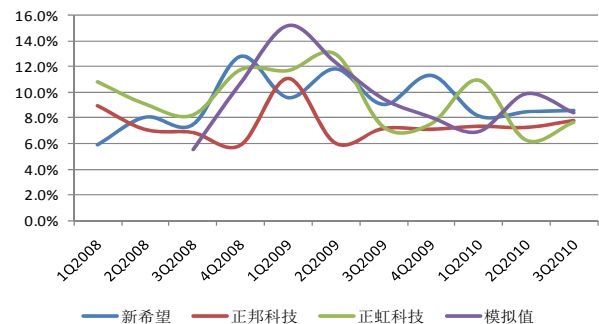
- 驱动饲料行业利润的几大要素分别为：价格、成本、销量，我们又考察了饲料原料价格、吨人工水电折旧等成本数据，模拟出猪饲料的吨毛利走势图及毛利率趋势图，并通过和新希望、正邦科技等猪饲料企业的季度数据来拟合饲料行业模型。
- 饲料量利模型显示：饲料行业的景气度目前虽无著提升，但相较前期已经有所好转，总体处于波澜不惊的状态。

图表 49：猪配合料吨毛利和毛利率变化（元）



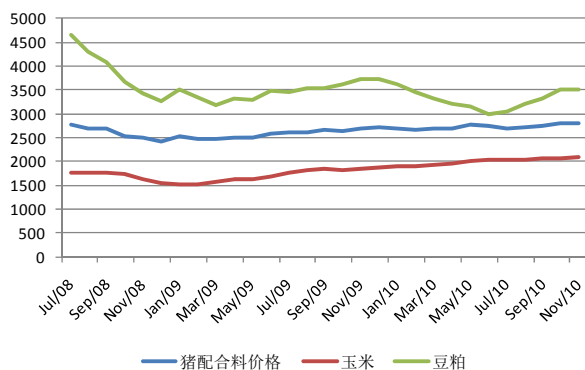
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 50：相关猪饲料企业季度毛利率变化



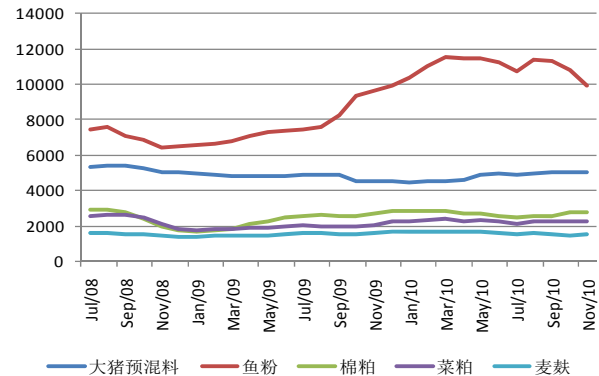
来源：WIND，齐鲁证券研究所

图表 51：猪配合料和玉米豆粕价格（元/吨）



来源：齐鲁证券研究所

图表 52：其他饲料原料价格（元/吨）

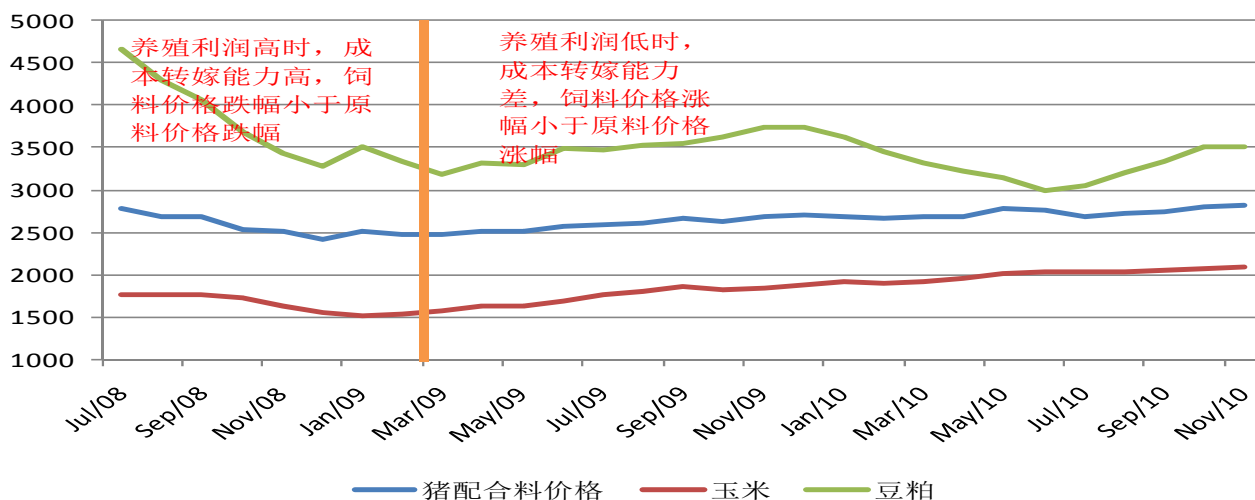


来源：齐鲁证券研究所

时点预测：利润的景气高点通常滞后猪价高点出现，时滞大约为 6 个月

- 我们考察了历史上的几次生猪牛市背景下的饲料行业利润波动情况：
- 历史数据一： 2008 年 4 月初猪价见顶，但直到 2008 年 3 季度末猪配合饲料的毛利率才开始呈现上升态势，2009 年 1 季度毛利率达到阶段性顶点，这说明——猪饲料景气高峰较猪价高峰晚出现近 6 个月。
- 当时的情况是：（1）生猪价格在 08 年一季度见顶后环比回落、08 年下半年养猪平均仍达到 250 元/头的较高盈利水平；（2）生猪存栏在猪价见顶后维持高位，猪饲料的销售有量的配合，事实上生猪存栏在 2010 年才出现下滑；（3）原料成本为转嫁能力高，饲料价格跌幅小于饲料原料价格的下跌：在此期间猪配合料价格由 2800 元/吨下跌至 2500 元/吨，而豆粕价格从 4700 元/吨下跌至 3200 元/吨，玉米价格从 1800 元/吨下降至 1500 元/吨，鱼粉的价格由 7500 元/吨跌至 6300 元/吨。
- 历史数据二：从 2009 年 2 季度开始，猪饲料毛利率整体一路下滑，2010 年全年猪饲料毛利率整体处于较低水平，而猪价已经在 2010 年 6 月底见底并强劲反弹，这说明猪饲料的景气低谷较猪价的低谷滞后约 6 个月。
- 当时的情况是（1）前期生猪存栏维持高位，在 2010 年开始大幅下降；（2）养殖盈利大幅下滑，其中 2009 年 5-7 月，以及 2010 年上半年养猪都出现了全面亏损（3）原料成本转嫁能力低，饲料价格上涨幅度小于原料涨幅，特别是玉米。
- 结合对历史存栏情况和猪饲料毛利率情况的回顾，我们容易得出如下几点结论：（1）猪饲料生产企业在养殖盈利较好时有较强的成本转嫁能力；（2）猪饲料企业在存栏较高时盈利能力强；（3）饲料价格上涨会降低饲料毛利率。

图表 53：猪饲料价格与玉米等原料价格联动显示行业成本转嫁能力较为稳定



来源：齐鲁证券研究所

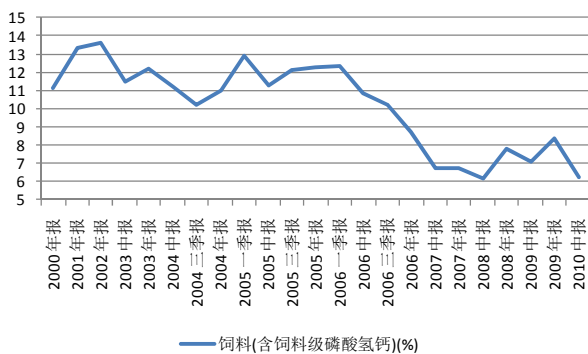
行业策略：2012 年饲料行业量价利全面回升可期，4 季度布局喜迎明年小阳春

- 基于前文对生猪养殖周期的判断，考虑到目前生猪养殖盈利水平的推力及未来生猪补栏的趋势性变化，我们按照饲料行业景气高点滞后猪价 6 个月简单推算，预计 2011 年底开始，直到 2012 年上半年，猪饲料行业将出现久违的小阳春，建议 2011 年 4 季度积极布局，喜迎行业销量、

价格、毛利率的全面提升契机。

- 中期看，饲料行业景气度将出现提升。但饲料行业进入门槛低，产品同质化严重，行业整合仍未完成，集中度仍较低，微利化的趋势并没有明显改变。
- 公司方面，我们基于 2011 年玉米价格涨幅收敛（猪饲料的主要成份），而豆粕和鱼粉等价格还有可能超预期（水产饲料、母猪料、乳猪料等用得较多），因此，我们建议重点关注猪饲料的重点企业，包括新希望、大北农、正邦科技、唐人神、金新农、通威股份、海大集团等公司的系统性机会。

图表 54：新希望饲料业务毛利率呈下滑态势



来源：齐鲁证券研究所

图表 56：饲料企业毛利率比较

	2009	2008	2007	算术平均
新希望	8.38%	7.77%	6.73%	7.63%
通威股份	9.33%	7.91%	8.26%	8.50%
正邦科技	6.53%	6.60%	7.99%	7.04%
正虹科技	10.33%	10.55%	9.70%	10.19%
海大集团	8.17%	8.02%	8.80%	8.33%
大北农	20.95%	16.28%	16.01%	17.75%
天邦股份	16.44%	13.00%	17.90%	15.78%
唐人神	9.38%	8.31%	8.21%	8.63%
金新农	15.48%	15.04%	13.01%	14.51%

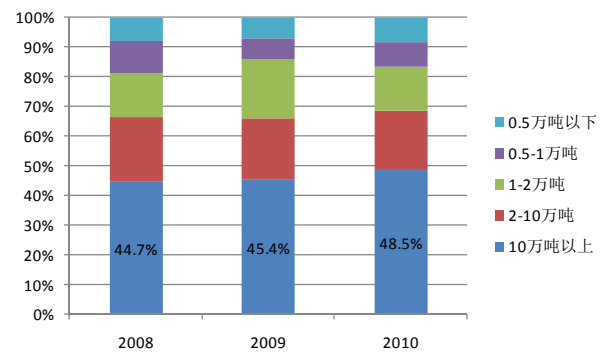
来源：齐鲁证券研究所

图表 58：饲料企业存货周转率比较

	2009	2008	2007	算术平均
新希望	8.85	9.91	7.74	8.83
通威股份	12.2	15.68	10.22	12.70
正邦科技	10.73	9.73	6.43	8.96
正虹科技	10.95	8.37	5.84	8.39
海大集团	18.25	18.4	13.15	16.60
大北农	4.83	5.22	3.89	4.65
天邦股份	7.77	8.3	6.14	7.40
唐人神	16.45	14.3	11.86	14.20
金新农	5.41	7.27	7.13	6.60

来源：齐鲁证券研究所

图表 55：饲料行业整合仍在进行时



来源：齐鲁证券研究所

图表 57：饲料企业应收账款比较

	2009	2008	2007	算术平均
新希望	1.59	1.51	2.18	1.76
通威股份	4.18	4.11	4.96	4.42
正邦科技	0.89	1.12	1.35	1.12
正虹科技	1.24	1.72	2.3	1.75
海大集团	1.59	2.15	2.24	1.99
大北农	1.12	0.85	1.43	1.13
天邦股份	4.62	9.63	17.98	10.74
唐人神	0.94	1.11	1.42	1.16
金新农	2.09	2.65	2.27	2.34

来源：齐鲁证券研究所

图表 59：饲料企业总资产周转率比较

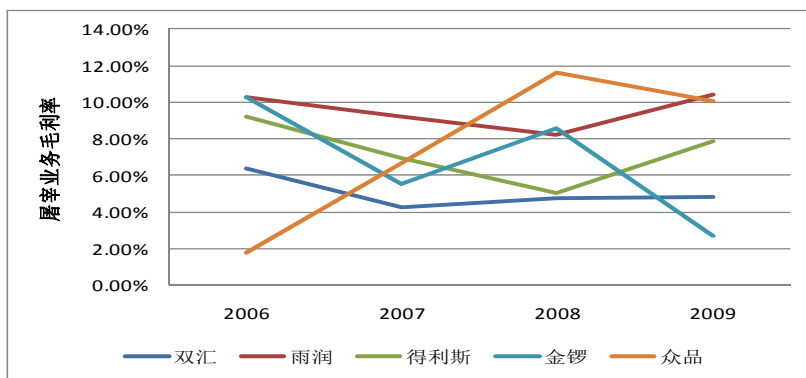
	2009	2008	2007	算术平均
新希望	0.88	1.04	0.84	0.92
通威股份	1.93	2.50	2.48	2.30
正邦科技	3.24	3.13	2.63	3.00
正虹科技	2.01	1.74	1.31	1.68
海大集团	2.54	4.09	3.36	3.33
大北农	2.28	2.42	1.86	2.19
天邦股份	1.23	1.47	1.19	1.29
唐人神	3.09	2.91	4.67	3.56
金新农	9.17	5.56	4.26	6.33

来源：齐鲁证券研究所

生猪屠宰流通——2010 年下半年起利润将逐步提升

- 在 06-08 年猪价上涨周期中，屠宰企业的毛利率一路下滑，得利斯屠宰毛利由 9.18% 降到 5.05%，雨润屠宰业务毛利率由 10.3% 降到 8.2%，高金食品的毛利率由 9.18% 降低到 6.49%。屠宰行业的经验数据显示，生猪价格每上涨 1%，屠宰业务的毛利率会下降 0.5%~1%。

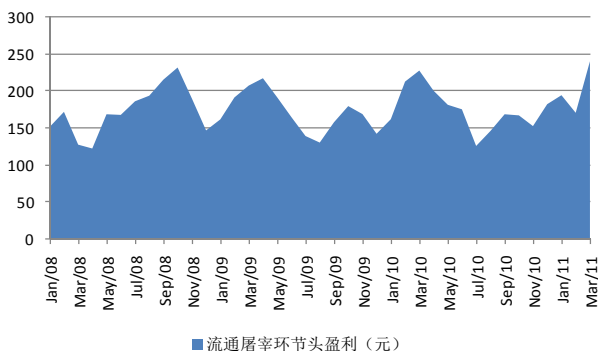
图表 60：06-08 年屠宰业务毛利率整体下滑，09 年反弹



来源：齐鲁证券研究所

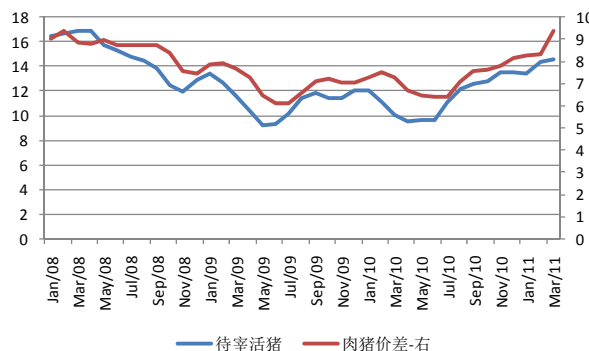
- 但是这并不意味着猪价上涨对屠宰企业是不利的，毛利率的下滑主要是由于分母猪价的上涨，头屠宰盈利并没有下降，相反**屠宰企业受益于猪价的上涨**，为了反映生猪贩卖—运输—屠宰—初加工环节的利润变动趋势，我们采用了“流通屠宰环节头盈利”，以及“肉-猪价差”两个指标。
- 流通屠宰环节头盈利按照育肥猪出栏重量 110 公斤，屠宰出肉率 70% 计算；
- 肉-猪价差为猪肉价格-生猪价格，也反映了生猪收购到屠宰环节的附加值。

图表 61：流通屠宰环节头盈利（元）



来源：齐鲁证券研究所

图表 62：肉-猪价差变动滞后于生猪价（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所

- 流通利润上涨的原因在于随着 2010 年下半年生猪供需形势变化，猪价上涨后屠宰企业收购成本增加，被迫性的将增加的成本放大后，转嫁至终端肉价。
- 无论流通屠宰环节头盈利还是肉猪价差指标，都清晰的显示从 2010 年

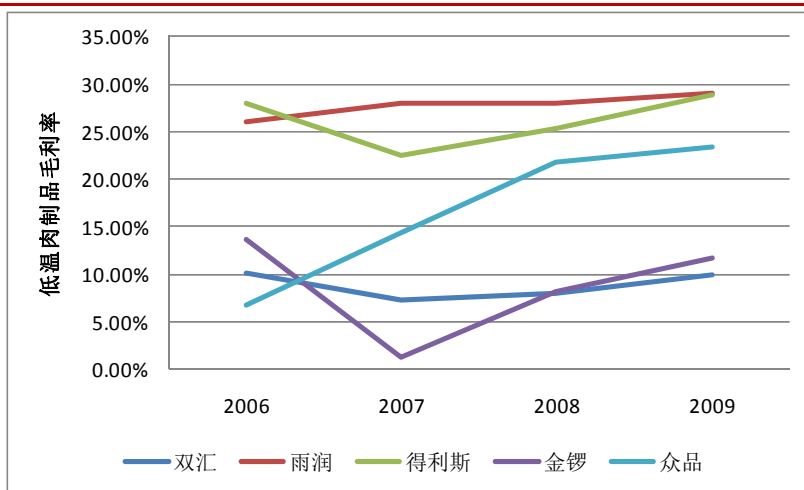
下半年猪价上涨开始，流通屠宰企业的利润出现了明显的上涨。流通屠宰环节头盈利由2010年7月的125元上涨至目前的240元，肉猪价差由2010年7月的6.4元/公斤涨至目前的9元/公斤以上。

- 屠宰流通环节属于早涝保收的环节，从流通屠宰环节头盈利变化趋势可以看出，这一环节的利润波动幅度远远小于养殖环节。总体而言，屠宰企业受益于猪价上涨，但弹性小于养殖类企业。
- 由于上市公司中纯屠宰的企业较少，同时具有屠宰和肉制品加工的企业较多，对具体公司的影响我们仍需进一步分析。

肉制品——猪价上涨的前期利润受损，后期会利润率会回升

- 肉制品企业特别是低温肉制品企业在猪价上涨周期中受损。一方面，低温肉制品保质期短，难以通过淡储旺销在猪价上涨中受益；另一方面，低温肉制品多在超市明码标价销售，不能频繁调整价格，猪价上涨压缩了企业的利润空间。

图表 63：07 年猪价快速上涨，低温肉制品毛利率下滑



来源：齐鲁证券研究所

- 中长期来看，投资肉制品企业应该更加注意公司核心竞争力（品牌影响力和渠道控制力）。我们设计了产品力、规模、品牌、渠道、利润率五维评价体系分析肉制品企业的综合竞争力。
 - 产品力是基础，有竞争力的企业能生产出满足市场需求的产品，能因需求变化不断推陈出新，生产的产品符合未来的需求变化方向；
 - 规模大，在屠宰和肉制品加工企业行业的规模效应明显，而且只有规模大的企业才能积累并承载相应的品牌价值；
 - 拥有杰出的品牌价值，品牌价值能够提升客户的忠诚度，使产品获得一定的溢价能力；
 - 营销能力突出，渠道控制力强；
 - 较高的经营管理效率，毛利率高。

图表 64：肉制品行业领导者所需特质



来源：中国肉类协会、齐鲁证券研究所

图表 65：中国肉制品一、二线品牌



- 我们重点分析五家可能在长期竞争中获胜的肉制品企业的综合竞争力，分别是双汇发展（000895）、雨润食品（1068.HK）、大众食品（金锣，PSF.SG）、得利斯（002330）和众品食品（NASDAQ: HOGS）
- 综合竞争力排名为——雨润、双汇、众品、得利斯、金锣。结果显示雨润和双汇的综合竞争力最强；得利斯产品力强、品牌有影响力，利润率高，但是规模小、渠道少；金锣在于新品研发能力稍弱、利润率低；众品的品牌影响力还需进一步积累。

图表 66：肉制品企业综合竞争力评分表

项目（权重）	评分标准	双汇	雨润	金锣	众品	得利斯	评分说明
产品力（20%）	产品结构（代表行业方向的LTMP和冷却肉占比）	3	4	3	4	5	双汇和金锣1/3和1/4的收入来自HTMP
	产品线丰富和新品研究能力	4	5	1	4	4	雨润近千种肉制品，每月开发20种新品
规模（20%）	屠宰产能	4	5	4	3	1	扩产后得利斯产能不足雨润1/7
品牌影响（20%）	中国品牌研究院和肉类协会排名	5	5	4	2	4	众品未入选2010中国品牌价值五百强
渠道（20%）	覆盖区域、加盟店数目	5	5	4	4	2	得利斯正在完成东北、华北、西北市场布局
效率（20%）	屠宰业务和LTMP毛利率	1	5	1	3	4	雨润屠宰和LTMP的毛利率都处于行业较高水平
综合得分（不考虑规模因素）		3.6	4.9	2.8	3.3	3.6	
综合得分		3.7	4.9	3.0	3.2	3.1	
（单项得分设定：5为满分，1为最低分）							

来源：齐鲁证券研究所（注：因关联交易，双汇的实际毛利率应该高于披露值，评分时未对此项进行修正）

瘦肉精事件对养殖业短期影响正在淡化，两类企业长期获益

- 2011年3月15日，央视新闻频道播出的3·15特别节目《“健美猪”真相》报道，河南孟州等地养猪场采用违禁动物药品“瘦肉精”饲养。
- 本次曝光的瘦肉精事件无论是从需求刚性、危害程度、还是从波及范围、政府的态度来说，都远远小于三聚氰胺事件。我们认为短期冲击之后，不会对生猪养殖行业造成长期影响。除了本次出事的双汇之外，对其他肉制品公司的影响也非常有限。

图表 67：瘦肉精事件 VS 三聚氰胺事件

	猪肉——本次瘦肉精事件	牛奶——三聚氰胺事件
依赖程度	猪肉是生活必需品：几千年的消费习惯积累，目前没有其他肉类能取代猪肉在国内肉类消费中的领导地位	牛奶在目前的中国仍是选择消费品，三聚氰胺事件发生后人们选择不喝牛奶或者喝豆浆、豆奶等替代品
危害程度	本次曝光未出现严重中毒、致人死亡事件	数千儿童罹患结石、有多起死亡案例
波及范围	仅涉及双汇一家，河南省全面排查生猪饲喂“瘦肉精”工作已基本完成，共抽检存栏生猪31万头，确认“瘦肉精”阳性生猪134头，检出率为0.04%。北京、四川多地表示没有检出瘦肉精。	22家69个批次婴幼儿奶粉被测出，包括蒙牛伊利三鹿光明圣元等知名企业
政府表态	生猪“瘦肉精”案件发生在河南省少数地区、个别养猪场户和个别企业	国务院要求全面整顿奶制品行业

来源：齐鲁证券研究所

- 目前来看，瘦肉精事件对猪肉量、价的影响已经基本消除。报道播出后，河南、江苏、山东等地猪价出现 5-10% 的调整。到 3 月底，河南、江苏各地经过数轮的排查猪场后，消费者信心和流通交易都开始恢复，全国多数地区生猪价格受到瘦肉精事件的影响逐步减小，并出现反弹。从农业部选的 13 个生猪主产省的 39 个价格信息点统计的信息来看，除了河南洛阳的猪肉销量明显下降之外，其余信息点的猪肉销量受“瘦肉精事件”的影响均不明显，猪肉价格基本平稳。
- 河南郑州地区生猪收购价格由 3 月 14 日的 15.2 元/公斤一路跌至 3 月 24 日的 14.2 元/公斤，到 3 月 30 日已经反弹至 14.8 元/公斤。
- 全国其他地区，猪价基本稳定，全国猪价保持在 15 元/公斤以上。

图表 68：全国生猪价格受瘦肉精事件影响不大


来源：中国种猪信息网、齐鲁证券研究所

- 猪肉在饮食结构中的地位短期内难以改变，瘦肉精事件对消费者信心的影响逐渐淡去之后，猪价将在供需偏紧形式下继续上涨。
- 两类企业将从瘦肉精事件长期获益。一、瘦肉精事件后人们出于健康和食品安全的考虑，短期食用禽肉的比例将会增加、有利于禽类、水产养殖企业如圣农发展、华英农业、大湖股份；二、瘦肉精事件将对改变养猪行业生态，对养殖行业的监管将长期加强，食品加工企业如双汇、众品将逐步向上游养殖拓展。像雏鹰农牧这样饲料自给、对养殖环节实现封闭式管理、产品质量可追溯的养猪企业，其养殖产品将长期供不应求，获得品牌品质溢价。

- 对于雏鹰农牧来说，本次瘦肉精事件中被证明清白也加强了消费者对公司品牌的认可度和知名度，对于公司下一步进军下游的冷鲜肉和肉制品市场，以及生态猪肉的市场扩展提供了有利的开局。

图表 69：受下游客户认可，雏鹰农牧生猪供不应求

需货方	合同主要内容	合同有效期
河南双汇投资发展股份有限公司	全年供应育肥肉猪15万头，每月不低于1.2万头	至 2012.08.02
浙江青莲食品有限公司	全年供应生猪不少于 7.5万头	2009.09.02~ 2010.09.01
上海五丰上食食品有限公司	全年供应育肥肉猪 8.5万头	2010.01.01~ 2010.12.31
山东五丰福源食品有限公司	全年供应育肥肉猪13.5万头	2010.01.10~ 2011.01.10
河南众品	全年供应育肥肉猪15万头	2010.02.06~2012.02.06
中牟县大雍肉联厂	全年供应育肥肉猪10万头	2010.04.26~2012.04.26
订货意向合计	不少于69.5万头	09年销售13.3万头，10年销售19.9万头

来源：雏鹰农牧招股说明书、齐鲁证券研究所

图表 70：相关生猪养殖企业对瘦肉精事件的应对和表态

雏鹰农牧被证明不含瘦肉精。2011年3月19日至21日，新郑市畜牧局动物检疫所检查组来到公司养殖场区，随机对生猪进行盐酸克伦特罗、莱克多巴胺等“瘦肉精”成分抽检。检查组技术人员现场采集生猪尿液，累计抽检数量达700余份，结果显示，所有抽检生猪检测指标均呈阴性，体内没有“瘦肉精”等违禁药品成分。 丰泽农牧（OINK）表示猪肉通过湖北省进出口商品检验检疫总局所有检查。丰泽农牧（OINK）3月28日宣布公司已进一步更新、完善了它的生产政策和程序，以保证公司运作全面而严格的程序以确保每一个农场生产高质量的猪肉。丰泽农牧目前在武汉经营着10个猪场，并且预计在2011年5月完成第11个猪场的猪肉。丰泽农牧繁育和饲养过程中没有添加任何的抗生素和人工添加剂。丰泽农牧的猪肉由湖北省进出口商品检验检疫总局检验，已通过了所有关于残留药物、重金属和其他污染物的检测。 大康牧业称坚持生态养殖，在考核体系上杜绝农户加瘦肉精的利益驱动。大康牧业董事长陈黎明介绍：大康牧业力打生态养殖牌，由于地处湘西山区，雪峰山脉形成天然的防疫屏障，充足而干净的水源给生猪养殖，带来极大的优越条件作为公司加农户的合作方式，为了防范瘦肉精，公司主要在特定的生态养殖小区选择信得过的养殖户，更重要的是在考核机制上防范瘦肉精。农户只要负责把猪养大，没有在饲料与出肉重量的比值即料肉比上进行考察，主要在成活率、发病率上考察。不考察料肉比使得农户就不会有掺瘦肉精的利益驱动。 罗牛山表示饲料统一生产统一配送，产品经受多次检验考验。公司相关负责人介绍，该公司利用十多年时间建立起的猪肉生产十大配套体系，打造了放心猪肉品牌。罗牛山放心肉从猪种猪苗开始抓起。多年来，该公司不断引进以丹麦出产为主的长白、大白和杜洛克种猪，以保持种群遗传基因的优良性。由于采用最先进的超早期断奶和全群疫病清除等先进技术，选育出无应激基因、肉质好、抗病力强的健康种猪生产群，从源头保证了猪肉的健康品质。罗牛山对饲料的把关非常严格，整个系统几十个猪场所需的饲料全部采用统一生产、统一配送，保证了生猪从食物源上杜绝外来污染。2003年至今，经国家农业部、质量技术监督局等有关部门多次检测，罗牛山猪肉获得国家无公害猪肉产品认证。
--

来源：相关公司公告、媒体报道、齐鲁证券研究所

附录 瘦肉精背景介绍

- 瘦肉精是一个统称，任何能够抑制动物脂肪生成，促进瘦肉生长的东西都可以称为瘦肉精。
- 世界上几乎所有国家都禁用瘦肉精。已知的多数瘦肉精的确对人体有害，所以在世界上几乎所有国家都被禁止使用，如克伦特罗。在美国，一种名为雷托巴胺的瘦肉精是合法的饲料添加剂。FDA认为每天可接受的摄入量是每千克体重1.25微克。据此，他们规定牛肉和猪肉中允许的雷托巴胺残留量分别是30和50ppb（ppb是十亿分之一）。在这个残留量下，一个体重50千克的人每天吃上两斤半猪肉或者四斤牛肉都还是很安全的（事实上很少有人会长期坚持这个进食量）。加拿大和世界卫生组织（WHO）的标准稍高一些，猪肉中的允许残留是40ppb，而联合国粮农组织则是10ppb。日本和新西兰比较有趣，本国的生产不许使用，但是进口猪肉允许10ppb的残留。总的来说，还是只有少数国家允许使用雷

托巴胺，包括中国在内的绝大多数国家是禁用的。

- **国内瘦肉精添加屡禁不止，早已是公开的秘密。**国家早在 1997 年就已明令禁止瘦肉精作为饲料添加物使用，但是屡禁不止，多次导致人员中毒。2009 年 4 月南方周末曾专门撰文披露：添加“瘦肉精”已经成为行业潜规则，部分散养户和规模化养殖场添加瘦肉精的情形堪比三聚氰胺奶粉事件。2011 年三一五央视专题再度让瘦肉精成为关注焦点。
- 历史上较为严重的瘦肉精致人中毒事件有：1998 年 5 月，香港 17 人因食用大陆供应猪肉脏中毒；2006 年上海连续发生瘦肉精中毒时间按，波及全市 9 个区，300 多人中毒；2009 年 2 月，广州 70 人因瘦肉精中毒；2009 年 6 月，日本卫生当局从中国进口的猪肉中，发现“克伦特罗”，也就是“瘦肉精”成分，随后日本厚生劳动省下令对所有中国猪肉进行瘦肉精检疫，否则禁止进口。

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: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308