

增 持 维持

农林牧渔行业

2011 年 5 月 25 日

养殖行业的高景气将维持

农林牧渔行业首席分析师：丁 频

SAC 执业证书编号：S0850203100085

dingpin@htsec.com

021-23219405

联系人：夏 木

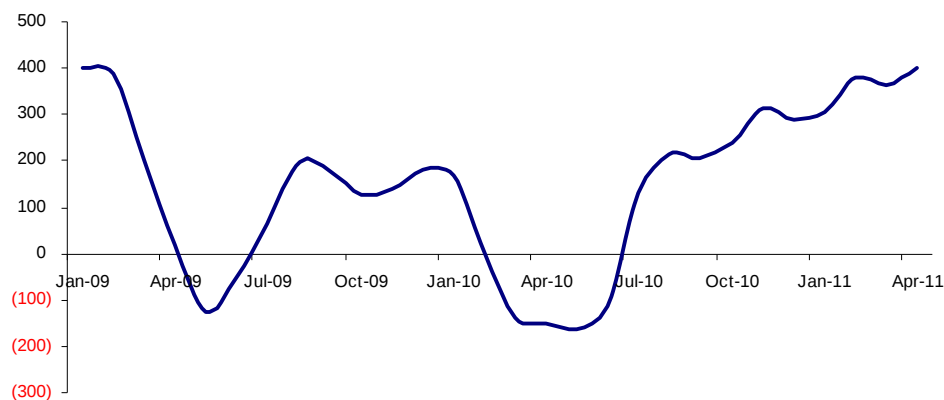
xiam@htsec.com

021-23219748

养殖行业景气度不断提升。全国生猪市场继续强劲上涨，周中猪价冲破 16 元/公斤冲刺。养猪效益（头均利润）逼近 500 元/头关口。2010 年 6 月份以来猪市的第四波上涨已经开始，五六月份的阶段性小高峰正在形成。之后夏季来临猪肉需求会略有下降可能导致猪价小幅下跌，三季度后随着旺季来临继续向 2008 年的高峰冲刺。

本周全国猪料比价涨至 5.76: 1，同比涨 58.25%。去年同期跌至 3.64:1，至谷底最深区域。饲料价格趋稳，猪价涨幅加大，强力推动养猪盈利继续上涨。全国猪粮比价涨至 7.32: 1，同比上涨 53.72%。在 6.5: 1 以上保持了 32 周。全国自繁自养出栏头均盈利涨至 469 元/头，继上周冲破 400 元/头关口后本周冲向 500 元/头关口，上涨速度较为凶猛。去年同期头均盈利为-168 元/头。

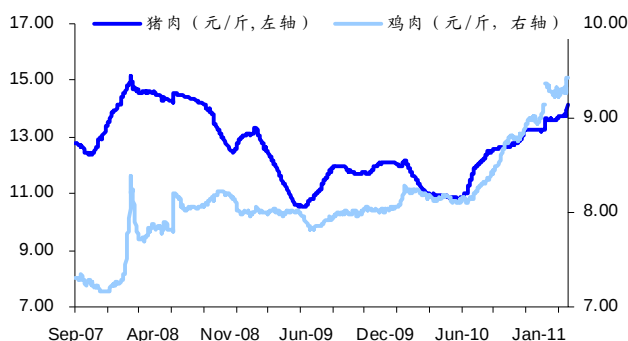
图 1 2009 年以来生猪养殖头均利润（元/头）



资料来源：搜猪网，海通证券研究所

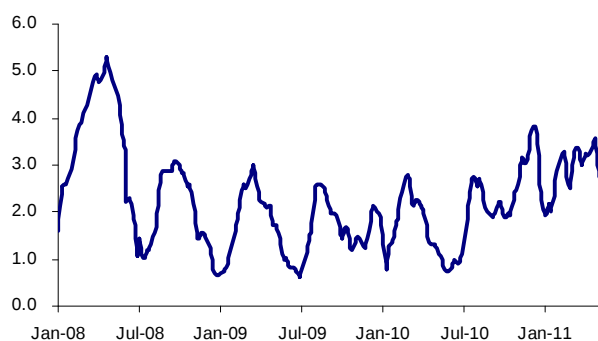
本周全国出栏肉猪平均价格涨至 15.96 元/公斤，周中已涨破 16 元/公斤。去年同期跌至 9.43 元/公斤，同比涨幅达 69.25%。全国仔猪价格涨至 32.5 元/公斤，去年同期为 16.54 元/公斤，同比上涨 96.49%，几近翻番。猪价继续上涨刺激补栏，仔猪价格仍可能继续上涨，20 公斤左右的仔猪有望涨至 700 元/头以上。

图 2 全国猪肉、鸡肉平均集市零售价（元/斤）



资料来源：农业部，海通证券研究所

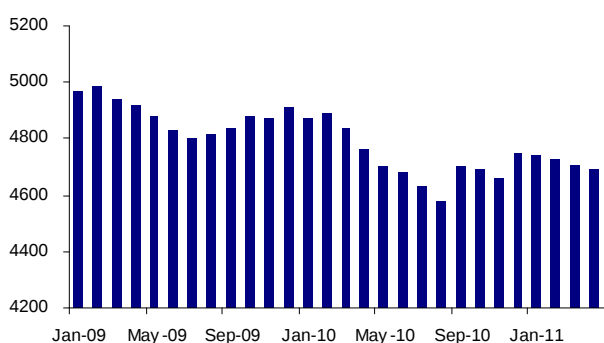
图 3 全国鸡苗价格（元/只）



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

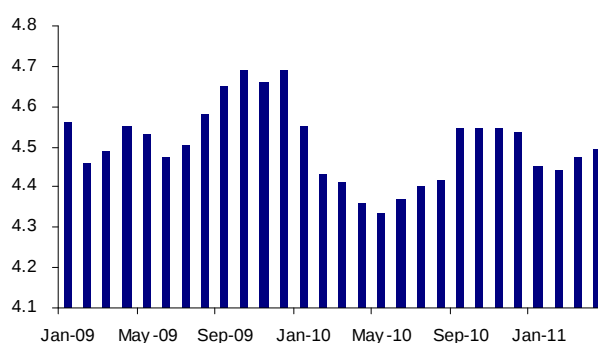
养殖行业的高景气是由生猪存栏量持续低迷所引起的。存栏的低迷是由养猪盈利水平和猪病严重共同决定的。正常情况下生猪市场走出亏损进入盈利后 3-5 月母猪存栏就会迎来拐点，补栏积极性提高，母猪存栏开始回升。2010 年 7 月中旬生猪市场便进入盈利，但补栏积极性却始终不高，除了政策频发调控，多次放储稳定猪价外，主要因素就是猪病高发、频发，导致补栏积极性不高、加快淘汰，并一直持续至今年一季度。根据农业部数据，生猪存栏量一直未有恢复，根据搜猪网数据，猪病最终导致今年一季度末存栏降至 2008 年以来的最低点。当前和 2007 年情况有很大程度的相似，前期仔猪成活率低，存栏下降导致近期供应偏紧，同时猪市处于供不应求的卖方市场阶段，饲料成本的上涨被成功转嫁至猪价，并最终传递至肉价。

图 4 全国母猪存栏量（万头）



资料来源：农业部，海通证券研究所

图 5 全国生猪存栏量（亿头）



资料来源：中国政府网，海通证券研究所

高景气有望延续至明年春节。二元母猪价格自今年 3 月才明显回升，意味着养殖户的补栏热情在当时才焕发出来。今年一季度全国二元母猪价格均价突破 1500 元/头，3 月份长期保持在 1600 元/头左右，创 2008 年 9 月份以来新高，走出长达两年的补栏低迷期。由此判断母猪补栏积极性的实质性回升使得母猪存栏在 3 月份前后出现了拐点。在这之前母猪价格平稳反映的是因为疫病影响导致养殖户的犹豫心态。同时，2010 年国庆之后，频繁放出冻猪肉压低猪肉价格导致养殖户对 2011 年的猪价走势看不清楚，进而不敢盲目补栏。补栏后备母猪（50-60 公斤）——体成熟配种（需 3 个月左右）——114 天妊娠期——产子后 5 个月育肥出栏。也就是从补栏母猪到影响生猪供应和猪价需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”共 12 个月的周期，即“三四五”周期定律。意味着生猪集中出栏应该在一年之后，即 2011 年的 2 月。因此，猪肉价格在明年 2 月才会掉头向下。受替代作用影响，禽肉价格也将维持高位。综上，养殖行业的高景气有望维持至明年春节。

养殖效益持续高涨将推动饲料需求。当前仔猪和母猪的补栏的积极性高涨导致生猪存栏量的不断增长，而当前新补的后备母猪在 7-8 个月之后产仔，存栏的数量上涨幅度会更快，将推动饲料需求的增长，饲料行业的景气度也会持续回升。同时，养殖效益高企也会使得养殖户愿意进行饲料投入。尽管原料玉米的价格同比上涨较多，但由于养殖效益良好，可

以传导至下游产业。根据国家统计局数据，2011年1-3月饲料行业收入增长32.4%，利润同比增长52.2%。

养猪行业呈现典型的周期性特征。根据近几年的情况分析，养猪业的波动周期为三年，基本遵循以下规律：

1) 进入亏损3-5个月，资金链断裂，开始淘汰母猪-----2) 开始淘汰母猪后3-5个月即可转为供不应求-----3) 走出亏损进入盈利后半年内观望，母猪补栏者较少-----4) 进入盈利半年后，行情渐高，补栏者增加，母猪存栏开始增长-----5) 开始补栏母猪一年内无法影响供应，猪价高位保持一年，母猪补栏持续一年-----6) 母猪补栏一年后生猪供应增加，猪价开始下跌-----7) 出栏持续增加，半年后进入供求平衡，价格跌至成本线左右-----8) 最后进入亏损，周期结束。因此，养殖类个股投资仍应秉持周期类公司投资思路。

我们重点推荐估值合理的同时拥有养殖与饲料业务的上市公司。我们预计养殖类上市公司的半年报业绩将延续一季度靓丽的表现。一季报中已有不少上市公司预期了半年报不错的增长。我们认为不排除超预期的可能性。养殖板块也成为农业板块中业绩增长确定性最强，增长最快的子行业。随着市场风格的转化以及半年报披露时间的临近，养殖板块可能迎来较好的投资时机。我们重点推荐的公司基本满足以下条件：1) 估值合理。因为养殖行业呈现明显的周期性波动。我们判断明年猪肉价格将向下波动，并持续一年。2) 同时拥有养殖与饲料业务的上市公司更佳。如前述，饲料将跟随养殖业迎来景气高点。重点推荐新希望、益生股份、雏鹰农牧、正邦科技、圣农发展。

表1 养殖类公司2011年半年业绩预报

代 码	公司名称	业务	预计2011年1-6月归属上市公司股东净利润同比变动
002477	雏鹰农牧	生猪养殖	增长130%-180%
002458	益生股份	父母代鸡苗的销售	增长130%-180%
002299	圣农发展	鸡肉产业链一体化	增长50%以上
002321	华英农业	鸭苗生产和销售	增长50%-70%
002234	民和股份	商品代鸡苗的销售	扭亏为盈，达5500-6000万元
002385	大北农	预混料、主料为主，兼有种子业务	增长20%-50%
002157	正邦科技	养猪业和饲料	增长10%-30%
002548	金新农	猪饲料生产	增长10%-30%
002100	天康生物	疫苗和饲料	增长10%-30%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们重点关注的养殖类上市公司估值如下。

表2 重点关注的养殖类公司盈利预测及估值（摊薄）

代 码	公司名称	市值	EPS(元)			PE(x)		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
000876	新希望	164.81	0.70	1.25	1.35	28.39	15.90	15.05
002477	雏鹰农牧	75.24	0.46	0.97	1.07	61.96	29.38	26.64
002458	益生股份	32.54	0.33	1.09	1.23	70.33	21.29	18.87
002299	圣农发展	136.53	0.34	0.59	0.79	48.91	28.19	21.05
002234	民和股份	27.14	0.41	0.75	0.77	62.2	34.00	33.12
002385	大北农	128.86	0.78	1.23	1.55	41.33	26.21	20.80
002157	正邦科技	35.82	0.13	0.29	0.42	63.46	28.45	19.64
002100	天康生物	40.23	0.36	0.50	0.69	37.61	27.08	19.62

资料来源：Wind，海通证券研究所 新希望2011、2012EPS以重组后主体计算

不确定因素：疫情爆发，储备猪肉的大量投放。

附录 1. 主要饲料原料预测变化

注：带*年份中的数据表示预测数据，括号中带有月份的表示当月预测的 2010/2011 或者 2011/2012 年度数据，最后一列的预测变化率则指最新预测数据较上次的数据变化。

豆粕

表 3 世界豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	5.66	5.93	6.10	6.54	6.36	4.49	6.02	6.5	7.97%
产量	138.50	145.60	154.16	158.44	151.43	165.3	176.96	183.19	3.52%
进口量	45.32	50.57	52.48	54.21	51.18	53.15	58.05	58.9	1.46%
国内总消费	136.12	145.70	152.17	157.24	151.94	161.21	174.89	181.43	3.74%
出口量	46.54	51.32	54.28	55.77	52.82	55.72	59.64	60.61	1.63%
期末库存	6.83	5.09	6.28	6.18	4.23	6.02	6.50	6.55	0.77%
库存消费比(%)	5.02	3.49	4.13	3.93	2.78	3.73	3.72	3.61	-0.11

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 4 美国豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	0.19	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.27	0.27	0.00%
产量	36.94	37.42	39.06	38.36	35.47	37.83	35.91	35.64	-0.75%
进口量	0.13	0.13	0.14	0.13	0.08	0.15	0.15	0.15	0.00%
国内总消费	30.45	30.11	31.18	30.15	27.90	27.78	27.76	27.94	0.65%
出口量	6.66	7.30	7.99	8.38	7.71	10.14	8.3	7.85	-5.42%
期末库存	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.27	0.27	0.27	0.00%
库存消费比(%)	0.53	0.96	0.99	0.90	0.75	0.97	0.97	0.97	-0.01

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 5 中国豆粕供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0.00%
产量	24.03	27.30	28.47	31.28	32.48	38.64	44.43	48.71	9.63%
进口量	0.07	0.84	0.03	0.20	0.22	0.08	0.3	0.35	16.67%
国内总消费	23.46	27.78	27.63	30.85	31.67	37.55	43.93	48.26	9.86%
出口量	0.63	0.36	0.87	0.63	1.02	1.18	0.8	0.8	0.00%
期末库存	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0.00%
库存消费比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0

资料来源：USDA，海通证券研究所

小麦

表 6 世界小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	132.22	147.37	147.76	128.94	124.38	166.24	196.17	182.2	-7.12%
产量	626.64	588.56	595.62	611.02	683.26	684.18	648.14	669.55	3.30%
进口量	109.95	110.38	114.02	113.45	136.93	133.58	123.59	124.02	0.35%
饲用量	106.63	104.28	106.16	96.61	118.44	119.19	122.76	124.17	1.15%
国内总消费	608.75	615.20	615.19	617.30	642.30	654.25	662.11	670.49	1.27%
出口量	110.45	109.43	111.58	117.21	143.66	135.85	124.73	127.34	2.09%
期末库存	150.12	120.74	128.18	122.66	165.33	196.17	182.2	181.26	-0.52%
库存消费比(%)	24.66	19.63	20.84	19.87	25.74	29.98	27.52	27.03	-0.48

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 7 美国小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	14.87	14.70	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	22.84	-13.97%
产量	58.74	57.28	49.22	55.82	68.02	60.37	60.1	55.61	-7.47%
进口量	1.92	2.21	3.32	3.07	3.46	3.23	2.99	2.99	0.00%
饲用量	4.96	4.35	3.19	0.43	6.95	4.03	4.63	5.99	29.37%
国内总消费	31.82	31.36	30.94	28.61	34.29	30.93	32.11	33.75	5.11%
出口量	29.01	27.29	24.73	34.36	27.64	23.98	34.7	28.58	-17.64%
期末库存	14.70	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	22.84	19.12	-16.29%
库存消费比(%)	46.20	49.59	40.11	29.08	52.11	85.84	71.13	56.65	-14.48

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 8 中国小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	43.29	34.89	34.39	38.45	38.97	45.8	54.43	59.93	10.10%
产量	91.95	103.50	108.47	109.30	112.46	115.12	115	115.5	0.43%
进口量	6.75	0.70	0.38	0.05	0.48	1.39	1	1	0.00%
饲用量	4.00	4.00	4.00	8.00	8.00	10	13	15	15.38%
国内总消费	102.00	101.00	102.00	106.00	105.50	107	109.5	111	1.37%
出口量	1.17	2.50	2.78	2.84	0.72	0.89	1	1	0.00%
期末库存	38.82	35.59	38.45	38.96	45.69	54.43	59.93	64.43	7.51%
库存消费比(%)	38.06	35.24	37.70	36.75	43.31	50.87	54.73	58.05	3.31

资料来源: USDA, 海通证券研究所

玉米

表 9 世界玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	103.86	130.69	124.67	109.37	131.32	149.24	145.43	122.19	-15.98%
产量	712.63	696.36	711.05	792.44	797.77	812.98	815.35	867.73	6.42%
进口	77.11	79.47	90.81	98.36	82.38	90.23	91.59	89.26	-2.54%
饲用量	471.14	476.31	477.71	497.10	478.25	484.36	493.46	506.09	2.56%
国内总消费	685.20	704.03	726.98	771.95	781.09	816.79	838.58	860.78	2.65%
出口	78.27	80.93	93.80	98.56	84.48	96.94	90.64	92.5	2.05%
期末库存	131.28	123.02	108.74	129.86	148.00	145.43	122.19	129.14	5.69%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.96	16.82	18.95	17.81	14.57	15.00	0.43

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 10 美国玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	24.34	53.70	49.97	33.11	41.26	42.5	43.38	18.53	-57.28%
产量	299.91	282.31	267.50	331.18	307.14	332.6	316.2	343.04	8.49%
进口	0.28	0.22	0.30	0.51	0.34	0.21	0.64	0.51	-20.31%
饲用量	156.43	156.34	142.02	150.21	131.63	130.6	130.8	129.55	-0.96%
国内总消费	224.65	232.06	230.67	261.63	259.27	281.4	293.4	293.51	0.04%
出口	46.18	54.20	53.99	61.91	46.97	50.46	48.26	45.72	-5.26%
期末库存	53.70	49.97	33.11	41.26	42.50	43.38	18.53	22.85	23.31%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.35	15.77	16.39	15.42	6.32	7.79	1.47

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 11 中国玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11*	11/12*(5月)	预测变化率
期初库存	44.85	36.56	35.26	36.60	39.39	53.17	53.31	58.71	10.13%
产量	130.29	139.36	151.60	152.30	165.90	158	168	172	2.38%
进口	0.00	0.06	0.02	0.04	0.05	1.3	1.5	0.5	-66.67%
饲用量	98.00	101.00	104.00	105.00	107.00	112	114	116	1.75%
国内总消费	131.00	137.00	145.00	149.00	152.00	159	164	168	2.44%
出口	7.59	3.73	5.27	0.55	0.17	0.15	0.1	0.2	100.00%
期末库存	36.56	35.26	36.60	39.39	53.17	53.31	58.71	63.01	7.32%
库存消费比(%)	27.91	25.74	25.24	26.44	34.98	33.53	35.80	37.51	1.71

资料来源: USDA, 海通证券研究所

附录 2. 主要原料价格走势

图 6 国内豆粕价格（元/吨）



资料来源：Bloomberg

图 8 国内小麦价格（元/吨）



资料来源：Bloomberg

图 10 国内玉米价格（元/吨）



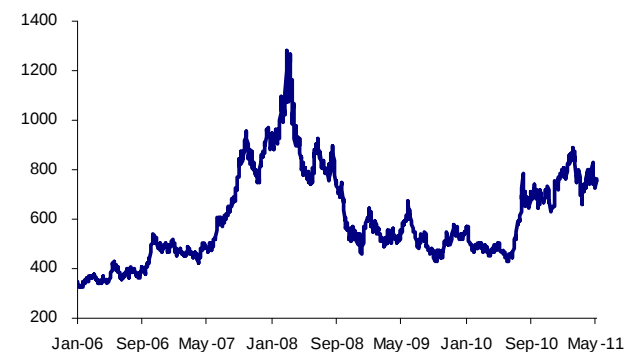
资料来源：Bloomberg

图 7 CBOT 豆粕价格（美元/短吨）



资料来源：Bloomberg

图 9 CBOT 小麦价格（美分/蒲式耳）



资料来源：Bloomberg

图 11 CBOT 玉米价格（美分/蒲式耳）



资料来源：Bloomberg

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。