

# 食品饮料行业



## 猪肉价格持续上涨一年，利好猪肉行业上市公司

2011 年 5 月 26 日

### 投资要点：

- 我国猪肉行业周期波动，政府对猪肉行业实行调控政策。
- 猪肉行业目前处于周期的扩张阶段，猪肉价格将继续上涨。2011 年 5 月与 2010 年 5 月相比，涨幅为 40%。猪肉价格持续上涨的主要原因之一是 2010 年下半年以来我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格大幅度上涨，推高了饲料等养猪成本；猪肉价格持续上涨的另外一个主要原因之是 2010 年 4 月到 5 月份猪肉价格跌破了盈亏平衡点，导致养殖者宰杀生猪和母猪。

●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；雏鹰农牧经营规模和盈利水平也比较高，并且也呈现逐年持续稳定提高趋势。其他养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营规模和盈利水平低，并且存在一定幅度波动。

●双汇发展是猪肉行业龙头公司，公司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。大股东将下属 29 家猪肉屠宰、加工和包装公司资产注入双汇发展，将大幅度提高公司经营规模和盈利水平。

●对公司长期经营规模和经营业绩产生持续影响的是系统性因素，这些因素包括宏观经济周期、行业景气程度等。没有造成人员伤亡的单个质量事件预计不会对双汇发展长期经营规模和经营业绩产生持续影响。瘦肉精事件将促使政府、养猪业者、猪肉加工企业等利益相关方加强质量控制，长期来看，对猪肉行业是有利的。

●2011 年 5 月 4 日，双汇发展股票价格创出瘦肉精事件复牌以来 55.60 元新低以后，触底走稳，并有所反弹，到 5 月 25 日，强于大盘 10 个百分点。

●继续维持猪肉行业“强于大市”评级。

猪肉行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率： 38.62  
市净率： 4.80

### 行业表现



| 评价周期    | 1 个月  | 6 个月  | 12 个月 |
|---------|-------|-------|-------|
| 行业涨跌(%) | -6.52 | 18.40 | 17.75 |
| 大盘涨跌(%) | -8.09 | -3.25 | 5.51  |

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 | 09EPS | 10EPS | 11EPS |
|------|----|-------|-------|-------|
| 大康牧业 | 推荐 | 0.47  | 0.51  | 0.60  |
| 雏鹰农牧 | 推荐 | 0.88  | 1.13  | 0.80  |
| 双汇发展 | 推荐 | 1.50  | 1.85  | 2.20  |
| 得利斯  | 推荐 | 0.34  | 0.18  | 0.36  |

资料来源：公司公告

注册证券分析师： 吴正武

执业证书编号： S0820511030001  
电话： 021-3222 9888-3509  
邮箱： wuzhengwu@ajzq.com

### 相关报告

2010 年 11 月 15 日研究报告《春节之前猪肉价格将维持上涨趋势》

请务必阅读正文之后的重要声明

## 一、我国猪肉行业周期波动，政府对猪肉行业实行调控政策

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。最近一个周期从 2009 年 5 月开始，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

|            |      |            |      |            |      |            |      |            |      |              |   |
|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|------------|------|--------------|---|
| 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 月以后 |   |
| ←          | 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

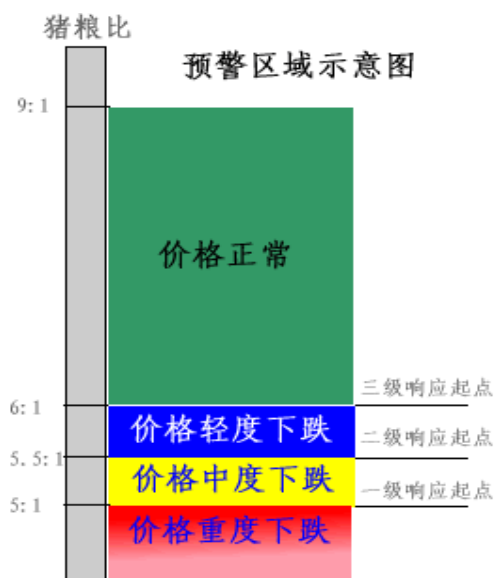
为了建立生猪生产稳定发展的长效机制，发改委等六部门于 2009 年 1 月 9 日发布了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。预案由预警指标、调控目标和响应机制等部分组成。

表 2：《调控预案（暂行）》预警指标和调控目标

|      |                                                                                                 |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 预警指标 | 国家在判断生猪生产和市场情况时，将猪粮比价作为基本指标，同时参考仔猪与白条肉价格之比、生猪存栏和能繁母猪存栏情况，并根据生猪生产方式、生产成本和市场需求变化等因素适时调整预警指标及具体标准。 |
| 调控目标 | 主要目标是猪粮比价不低于 5.5:1；辅助目标是仔猪与白条肉价格之比不低于 0.7:1；生猪存栏不低于 4.1 亿头；能繁母猪存栏不低于 4100 万头。                   |

资料来源：国家发展改革委员会

图 1：《调控预案（暂行）》预警示意图



资料来源：国家发展改革委员会

表 3：《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》预警区域与响应机制

| 猪粮比价   | 预警区域 | 响应机制                                        |
|--------|------|---------------------------------------------|
| 高于 9:1 |      | 适时投放政府冻肉储备，必要时向城乡低保对象和家庭经济困难的大中专院校学生发放临时补贴。 |

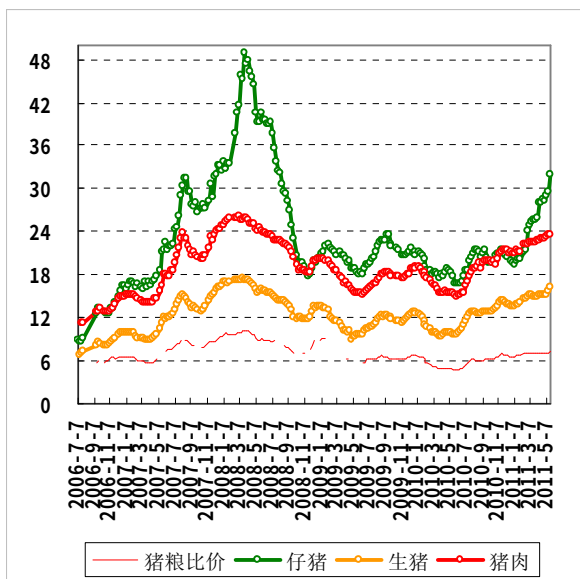
|               |                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|---------------|--------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 9 : 1-6 : 1   | 绿色区域<br>(价格正常)                 | 做好市场监测工作, 密切关注生猪生产和市场价格变化情况。各部门根据职责定期发布生猪生产和市场信息。中央和地方正常猪肉储备规模主要用于满足应急和救灾的需要。                                                                                                                                                                                                       |
| 低于 6 : 1      | 三级响应起点                         | 在中国政府网及时向社会发布生猪市场预警信息, 并通过其他媒体向社会发布。                                                                                                                                                                                                                                                |
| 6 : 1-5.5 : 1 | 蓝色区域<br>(价格轻度下跌)               | 连续四周, 根据市场情况增加必要的中央和地方冻肉储备, 并着手做好实施二级响应的前期准备工作。                                                                                                                                                                                                                                     |
| 低于 5.5 : 1    | 二级响应起点                         | 通过财政贴息的形式鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备和猪肉深加工规模。                                                                                                                                                                                                                                                  |
| 5.5 : 1-5 : 1 | 黄色区域<br>(价格中度下跌)               | 连续四周, 进一步增加中央政府冻肉储备, 同时要求主销区和沿海大中城市增加地方冻肉储备, 还可以适当增加地方政府的活体储备。                                                                                                                                                                                                                      |
| 低于 5 : 1      | 一级响应起点<br><br>红色区域<br>(价格重度下跌) | <b>1.</b> 较大幅度增加中央冻肉储备规模。 <b>2.</b> 增加政府储备后, 猪粮比价仍然低于 <b>5 : 1</b> , 而且出现养殖户过度宰杀母猪的情况, 月度母猪存栏量同比下降较多时, 对国家确定的生猪调出大县的养殖户(场), 按照每头能繁母猪 <b>100</b> 元的标准, 一次性增加发放临时饲养补贴; 对国家确定的优良种猪场的养殖户(场), 按每头公种猪 <b>100</b> 元的标准, 一次性发放临时饲养补贴。 <b>3.</b> 适当限制猪肉进口, 减少当期市场供应; 完善食品安全体系建设, 鼓励猪肉及其制品出口。 |

资料来源: 国家发展改革委员会

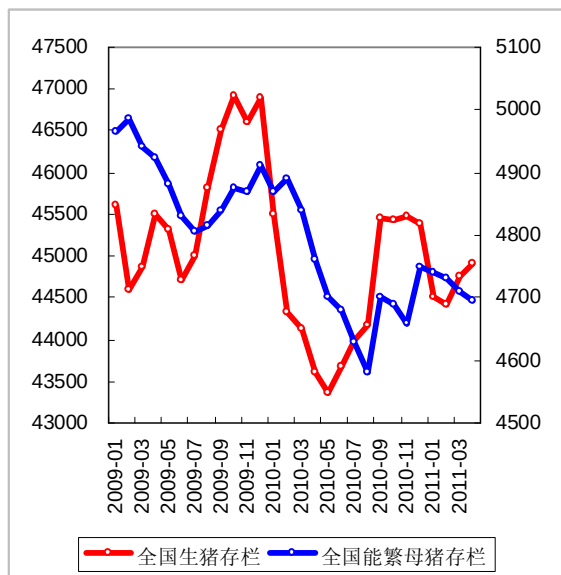
## 二、猪肉行业目前处于周期的扩张阶段, 猪肉价格将继续上涨

2010 年 6 月以后, 我国猪肉价格持续上涨, 2011 年 5 月与 2010 年 5 月相比, 涨幅为 40%。猪肉价格持续上涨的主要原因之一是 2010 年下半年以来我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格大幅度上涨, 推高了饲料等养猪成本; 猪肉价格持续上涨的另外一个主要原因之是 2010 年 4 月到 5 月份猪肉价格跌破了盈亏平衡点, 导致养殖业者宰杀生猪和母猪。

图 2: 我国仔猪生猪猪肉和猪粮比价变动(元/公斤) 图 3: 我国生猪和能繁母猪存栏数(头)



资料来源: 国家统计局



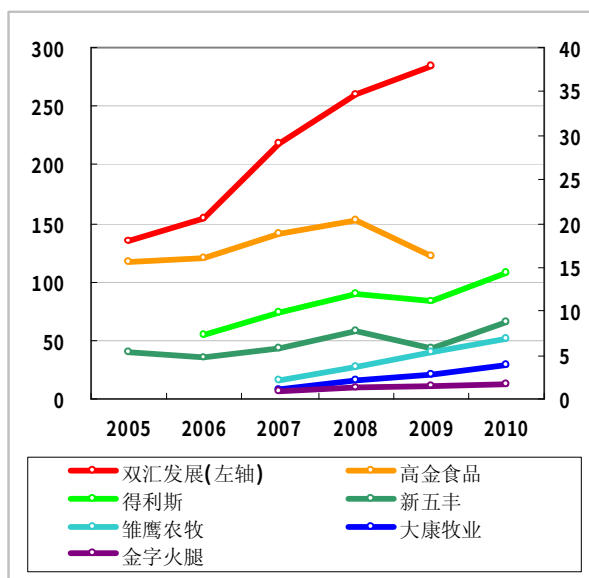
资料来源: 国家统计局

2011 年我国玉米、小麦、稻谷等主要粮食品种价格将在高位运行，推高养猪成本，推动猪肉价格上涨。猪存栏数和能繁母猪存栏数下跌导致猪肉供给量下降，为猪肉价格上涨奠定了基础。养猪和猪肉加工行业上市公司经营规模和经营业绩将增长。

### 三、我国养猪、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

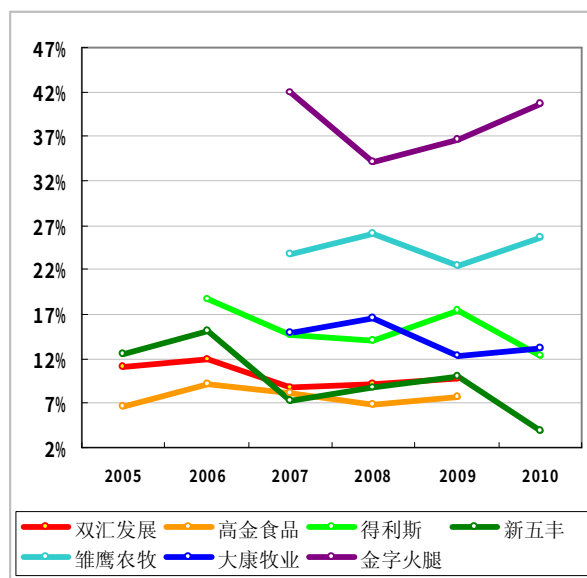
我国养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司主要有新五丰、大康牧业、雏鹰农牧、罗牛山、顺鑫农业、高金食品、双汇发展、上海梅林、得利斯、金字火腿等 10 家上市公司。其中罗牛山、顺鑫农业、上海梅林还有其他经营业务。

图 4：七家猪肉公司营业收入比较（亿元）



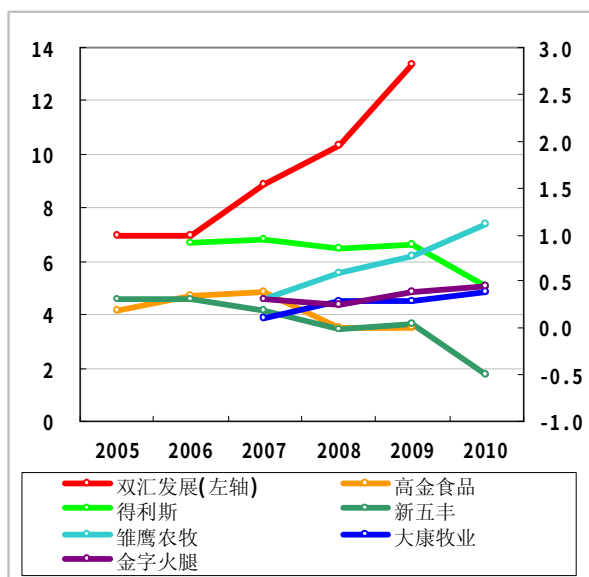
资料来源：公司公告

图 5：七家猪肉公司毛利率比较（%）



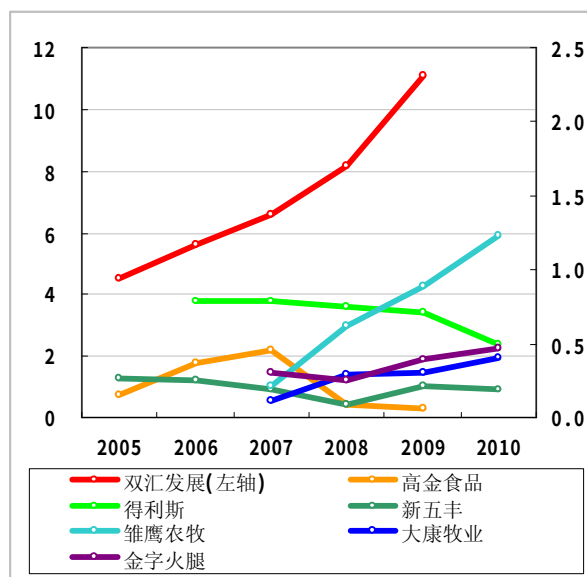
资料来源：公司公告

图 6：七家猪肉公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：七家猪肉公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

新五丰、大康牧业、雏鹰农牧、罗牛山和顺鑫农业的主营业务是养猪，高金食品、双汇发展、上海梅林、得利斯和金字火腿主营业务是生猪屠宰和猪肉加工。

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，雏鹰农牧经营规模和盈利水平也比较高，并且也呈现逐年持续稳定提高趋势。其他养猪、生猪屠宰和猪肉加工行业上市公司经营规模和盈利水平低，并且存在一定幅度波动。

2011 年我国猪肉价格将继续上涨，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。高金食品、双汇发展等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。

#### 四、大股东猪肉屠宰、加工和包装公司资产注入将大幅度提高双汇发展经营规模和盈利水平

2010 年 11 月，双汇发展的大股东双汇集团将其所有的 29 家肉类屠宰、加工和包装公司（2010 年 5 月 31 日净资产 47.21 亿元）的股权（43.03 亿元，估值约 345.9 亿元）注入上市公司双汇发展，双汇发展将其持有的漯河双汇物流投资有限公司 85% 的股权（估值约 17.2 亿元）剥离给大股东双汇集团。被注入公司 2009 年合并营业收入 166 亿元，合并营业利润 16.29 亿元，合并净利润 13.72 亿元。2009 年，双汇发展生产温肉制品 85.77 万吨，屠宰生猪 328.56 万头；被注入公司 2009 年生产肉制品 64.41 万吨，屠宰生猪 807.38 万头。资产重组以后，双汇发展主业更加突出，经营规模和盈利水平都将大幅度提高。

#### 五、瘦肉精单个事件不会对双汇发展长期经营规模和经营业绩产生持续影响

2011 年 3 月，拟注入上市公司双汇发展的双汇集团下属济源双汇食品有限公司因为收购含有瘦肉精残留的猪肉被记者曝光，导致上市公司双汇发展股票价格异动而停牌。瘦肉精是一种治疗人哮喘病的药物，由于具有提高猪瘦肉比重、减少饲料使用、加快猪生长的功能，最早在美国养猪行业被使用，后流传到中国。因为过多食用含有瘦肉精残留的猪肉，可能导致人产生心悸，头晕、肌肉颤动等中毒症状，瘦肉精在中国被禁止使用。但是，在美国、加拿大、联合国粮食及农业组织、世界卫生组织等国家和组织中瘦肉精被允许使用，残留量一般被限制在 50ppb 以下。瘦肉精与三聚氰胺性质不同，三聚氰胺是一种用于工业生产的化工原料，不能被食用，而且婴儿对奶粉长期依赖，导致食用量过多而致病。要通过食用含有瘦肉精残留的猪肉致病，则需要长期选择购买和过多食用瘦肉精残留超标的猪肉。因此，瘦肉精事件对双汇发展股票价格的影响预计要比三聚氰胺对伊利股份股票价格影响小很多。对公司长期经营规模和经营业绩产生持续影响的是系统性因素，这些因素包括宏观经济周期、行业景气程度等。没有造成人员伤亡的单个质量事件预计不会对双汇发展长期经营规模和经营业绩产生持续影响。瘦肉精事件将促使政府、养猪业者、猪肉加工企业等利益相关方加强质量控制。长期来看，对猪肉行业是有利的。2011 年 5 月 4 日，双汇发展股票价格创出复牌以来 55.60 元新低以后，触底走稳，并有所反弹，到 5 月 25 日，强于大盘 10 个百分点。

#### 六、行业投资建议和评级

我国猪肉行业周期波动，政府对猪肉行业实行调控政策。猪肉行业目前处于周期的扩张阶段，猪



肉价格将继续上涨。双汇发展是猪肉行业龙头公司，经营规模和经营业绩持续多年稳定增长，公司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。大股东将下属 29 家猪肉屠宰、加工和包装公司资产注入双汇发展，将大幅度提高公司经营规模和盈利水平。瘦肉精单个事件不会对双汇发展长期经营规模和经营业绩产生持续影响。继续维持猪肉行业“强于大市”评级。

## 七、重点上市公司盈利预测和评级

表 4：重点上市公司盈利预测和评级

| 代码     | 名称   | 细分行业   | 5 月 25 日股价 | EPS(元) |       |       | PE    |        |       | 最新评级 |
|--------|------|--------|------------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|------|
|        |      |        |            | 2009   | 2010  | 2011E | 2009  | 2010   | 2011E |      |
| 600975 | 新五丰  | 猪饲养和加工 | 10.18      | 0.12   | 0.08  | 0.17  | 84.8  | 127.3  | 59.9  | 中性   |
| 002505 | 大康牧业 | 猪饲养和加工 | 14.00      | 0.47   | 0.51  | 0.60  | 29.8  | 27.5   | 23.3  | 推荐   |
| 002477 | 雏鹰农牧 | 猪饲养和加工 | 28.18      | 0.88   | 1.13  | 0.80  | 32.0  | 24.9   | 35.2  | 推荐   |
| 000735 | 罗牛山  | 猪饲养和加工 | 6.82       | 0.07   | 0.02  | 0.05  | 97.4  | 341.0  | 136.4 | 中性   |
| 000860 | 顺鑫农业 | 猪饲养和加工 | 17.49      | 0.37   | 0.61  | 1.03  | 47.3  | 28.7   | 17.0  | 推荐   |
| 002143 | 高金食品 | 猪饲养和加工 | 11.77      | 0.04   | -0.16 | 0.05  | 294.3 | -73.6  | 235.4 | 中性   |
| 000895 | 双汇发展 | 猪饲养和加工 | 60.38      | 1.50   | 1.85  | 2.20  | 40.3  | 32.6   | 27.4  | 推荐   |
| 600073 | 上海梅林 | 猪饲养和加工 | 10.85      | -0.19  | 0.01  | 0.05  | -57.1 | 1085.0 | 217.0 | 中性   |
| 002330 | 得利斯  | 猪饲养和加工 | 13.64      | 0.34   | 0.18  | 0.36  | 40.1  | 75.8   | 37.9  | 推荐   |
| 002515 | 金字火腿 | 猪饲养和加工 | 26.54      | 0.75   | 0.83  | 0.87  | 35.4  | 32.0   | 30.5  | 中性   |

资料来源：历史数据来源于公司公告

**注册证券分析师简介:**

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

**分析师承诺:**

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**投资评级说明**

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

**I 公司评级**

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

**I 行业评级:**

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

**重要声明**

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。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, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

请务必阅读正文之后的重要声明

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，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“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。