

农林牧渔研究小组

分析师：方夏虹 fangxh@ccnew.com

执业证书编号：S0730511010006

研究支持：杨澍

yangshu@ccnew.com

追踪畜牧业的景气周期

——农林牧渔行业 2011 年下半年投资策略

研究报告-行业策略

同步大市（维持）

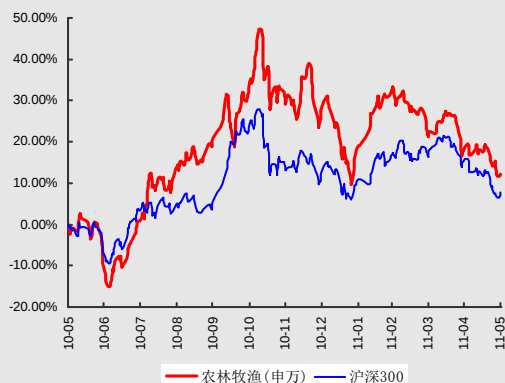
发布日期：2011 年 5 月 31 日

盈利预测和投资评级

证券简称	每股收益			投资评级
	2010A	2011E	2012E	
雏鹰农牧	0.46	0.78	0.82	增持
圣农发展	0.34	0.50	0.70	增持
新五丰	0.08	0.17	0.29	增持
福成五丰	-0.12	-	-	未评级
大北农	0.78	1.26	1.70	增持
新希望	0.70	1.00	1.10	增持
中牧股份	0.80	1.00	1.20	增持

注：股价为 2011 年 5 月 20 日收盘价

农林牧渔行业相对沪深 300 指数表现



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

2011 年下半年，肉类价格继续上涨的确定性较高，预计猪肉价格高点可能在四季度出现。基于此，畜牧行业仍存在整体性机会，但考虑当前板块与沪深 300 的估值差距较大，给予其“同步大市”的投资评级。建议重点关注产能扩张型企业 and 向下游拓展型企业，同时亦可关注饲料行业与生物制品行业。

投资要点：

- **2011 年上半年行业运行状况回顾。**上半年肉类价格加速上涨，如猪肉、生猪、仔猪 3 月底价格同比分别上涨 35.5%、53.3% 和 38.4%。由于涨幅超过饲料，猪粮比价由年初 6.5 提高至 7.1，养殖行业利润率得到提升。
- **四季度肉价见高点，全年处于景气周期。**一轮猪肉价格波动周期约历时 35-37 个月，上涨和下跌阶段基本对称。本轮肉价自 10 年中期见底回升，目前先行指标尚未显示见顶迹象。按照规律推导，仔猪的大规模补栏可能出现在 6 月，一旦如此，生猪价格将在之后的 3-5 个月，也就是四季度见顶，因而行业全年都处于景气上升周期中。
- **给予行业“同步大市”评级。**基于对肉价将进一步走高的基本判断，我们认为经营毛利率提升能支撑板块进一步走强，肉价上涨将赋予板块阶段性表现机会。但考虑当前板块相对沪深 300 的估值溢价较大，给予行业未来半年“同步大市”的投资评级。
- **投资策略：**关注产能扩张型企业，看好对资源控制能力强、养殖管理模式先进、产品销售偏重食品加工领域的公司，如雏鹰农牧（002477）、圣农发展（002299）；关注向下游拓展型企业，看好走品质差异化路线或拥有成熟营销网络的公司，如雏鹰农牧（002477）、新五丰（600975）；关注饲料与生物制品行业，看好受益于养殖规模扩大，产品需求提升的公司，如新希望（000876）、中牧股份（600195）。
- **风险提示：**饲料成本增长过快、突发疫情、政策影响等风险。

目 录

导言	4
1、上半年畜牧养殖业回顾	4
1.1 肉类价格加速上涨.....	4
1.2 养殖毛利率提升.....	5
2、畜禽养殖发展规律	6
2.1 肉类需求稳步增长.....	6
2.2 消费结构发生变化.....	7
2.3 供给波动导致价格周期.....	8
2.4 养殖规模化趋势.....	10
3、四季度肉价见高点，全年处于景气周期.....	11
3.1 价格上涨周期约 15-18 个月	11
3.2 见顶信号尚未出现.....	12
3.3 价格高点可能在四季度.....	13
3.4 跑赢成本，行业处于景气周期.....	14
4、2011 年下半年投资策略	15
4.1 给予行业“同步大市”的投资评级	15
4.2 下半年投资策略.....	15
4.2.1 关注产能扩张型企业	15
4.2.2 关注向下游拓展型企业	16
4.2.3 关注饲料与生物制品行业	16
5、重点上市公司估值比较	16
6、风险提示	17
行业投资评级	23
公司投资评级	23
重要声明	23
免责条款	23
转载条款	23

图 目 录

图 1: 畜牧板块走势强于整个农业板块	4
图 2: 畜牧板块市盈率走势	4
图 3: 主要肉类零售价格均有所上涨	5
图 4: 22 个省市生猪平均价	5
图 5: 2011 年 1-8 周生猪价格同比涨幅	5
图 6: 年内猪肉涨价幅度超过饲料	5
图 7: 畜牧业在 1990 年之后快速发展	6
图 8: 国内肉类消费总量有望保持稳定增长	7
图 9: 城镇人均畜禽消费量远大于农村	7
图 10: 城镇化率以年均 1% 的速度提高	7
图 11: 禽肉人均年消费量快速增长	8
图 12: 生猪价格波动符合蛛网理论	8
图 13: 2000 年之后的两个价格波动周期	9
图 14: 生猪存栏量在 03 年、06 年明显下滑	9
图 15: 其他肉类价格受猪肉影响	10
图 16: 国内畜牧业集中在中西部地区	10
图 17: 2008 年畜禽规模化养殖比例	11
图 18: 国内生猪规模化养殖进程	11
图 19: 生猪繁育养殖周期	12
图 20: 03-05 年猪肉上涨周期	12
图 21: 07-08 年猪肉上涨周期	12
图 22: 本轮猪肉上涨周期	12
图 23: 生猪、能繁母猪存栏量并未大幅走高	13
图 24: 猪粮比价仍应上行	13
图 25: 肉价涨幅跑赢玉米, 行业景气度上升	14
图 26: 板块市盈率处于合理水平	15
图 27: 畜牧业、农业、沪深 300 走势	15

表 目 录

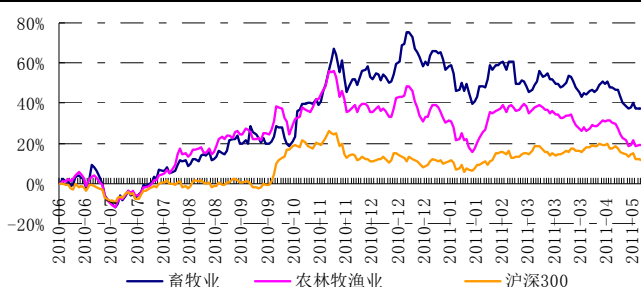
表 1: 相关上市公司毛利率在 2010 年上半年见底	6
表 2: 上市公司估值比较	16

导言

国内畜禽肉类价格在 2010 年中期触底回升，二级市场中畜牧板块表现紧随基本面变化，与价格及毛利率走势基本一致。板块在 10 年四季度走强，超越大盘与整个农业板块，期间农业板块上涨 5%，而畜牧板块涨幅超过 30%。

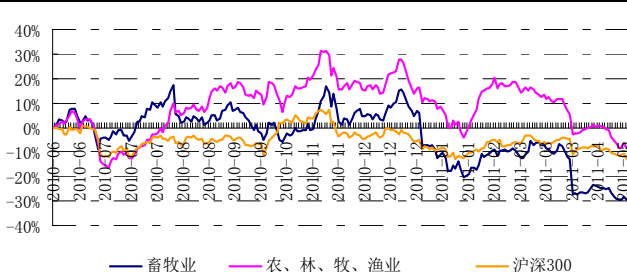
对比估值变化，板块市盈率在 10 年 7 月份出现一波短期提升，此后阶段弱于整个农业及沪深 300。结合市场走势可知，该阶段畜禽养殖板块获取超额收益并非来自估值水平提升，而是依靠业绩的推动。

图 1：畜牧板块走势强于整个农业板块



来源：中原证券研究所 WIND

图 2：畜牧板块市盈率走势



来源：中原证券研究所 WIND

我们认为，肉类价格在下半年的大部分时间里仍将继续上涨，最早见顶时间可能出现在四季度，因而板块业绩提升的趋势仍将延续，畜牧业存在整体性机会。但考虑其当前相对沪深 300 的估值溢价较大，给予行业未来半年“同步大市”的投资评级。

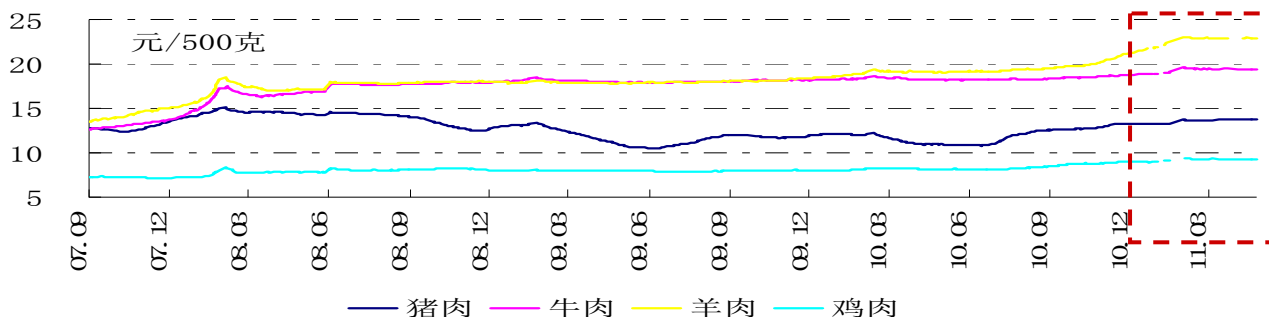
1、上半年畜牧养殖业回顾

1.1 肉类价格加速上涨

2011 年上半年，在通胀背景下，国内肉类价格呈现加速上涨态势。从国家发改委发布的集市日均零售价来看，相对于年初，5 月主要肉类品种价格均有所提升，其中羊肉上涨 5%，猪肉与鸡肉上涨 4%，牛肉上涨 3%。拉长时间周期来看，牛羊肉与鸡肉价格已处于 08 年以来的最高位，猪肉价格尚未突破，这主要是由于牛羊禽肉的需求增速相对更快所导致。

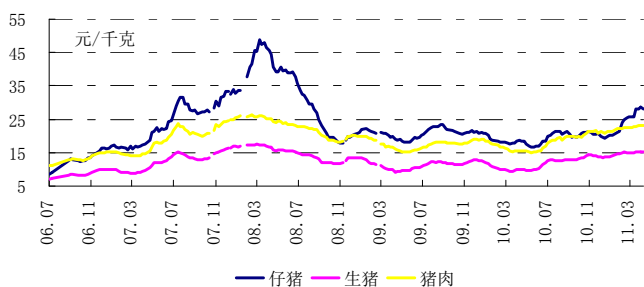
虽然猪肉的消费占比有所下降，但仍是国内最主要的肉类品种，比重在 65% 左右，其价格波动对其他肉类具有较大影响。从猪肉价格的波动周期来看，2010 年 6 月见底，进入新一轮上涨周期，2011 年上半年仍处于上涨周期内。同比来看，猪肉、生猪、仔猪价格均大幅上涨，3 月底涨幅分别达到 35.5%、53.3% 和 38.4%，说明在终端消费价格上涨的带动下，商家收购生猪与农户养殖补栏的积极性也大幅提高。

图 3: 主要肉类零售价格均有所上涨



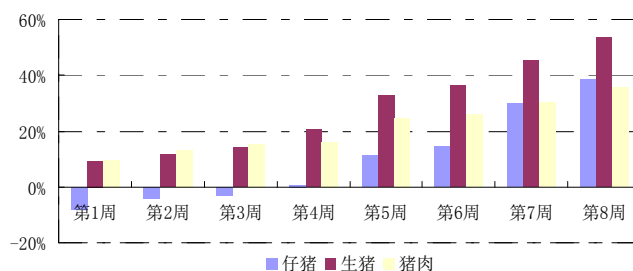
来源: 中原证券研究所 国家发改委

图 4: 22 个省市生猪平均价



来源: 中原证券研究所 中国畜牧业信息网

图 5: 2011 年 1-8 周生猪价格同比涨幅

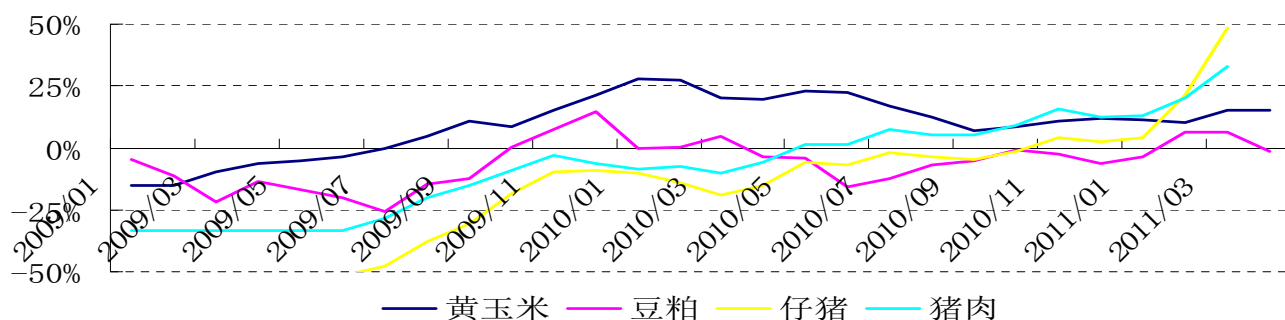


来源: 中原证券研究所 中国畜牧业信息网

1.2 养殖毛利率提升

饲料消耗构成畜禽养殖业的主要成本，玉米和豆粕是其中能量物质和蛋白物质的主要来源。比较 2009 年以来玉米、豆粕、仔猪、猪肉价格的同比变化，2010 年中期之前，玉米和豆粕的价格涨幅始终高于仔猪和猪肉，表明养殖利润空间持续受到挤压；之后仔猪和猪肉价格涨幅逐渐超过豆粕、玉米，且两者开口在 2011 年上半年加速扩大，表明行业利润空间得以改善，毛利率有效提升。

图 6: 年内猪肉涨价幅度超过饲料



来源: 中原证券研究所 WIND

上述观点在畜牧类上市公司的定期报告中也可得到佐证。生猪养殖类企业，如新五丰、罗牛山、雏鹰农牧、大康牧业等，其毛利率在 2010 年一季报或半年报中处于较低水平，此后三个报告期逐渐提升。上述企业平均毛利率由 10 年半年报的 9.9% 提升至 11 年一季报的 18.5%，提高幅度达到 86%。此外，牛羊及禽类养殖企业毛利率波动也基本符合该趋势。

表 1: 相关上市公司毛利率在 2010 年上半年见底

证券代码	证券简称	10 年一季报 (%)	10 年半年报 (%)	10 年三季报 (%)	10 年年报 (%)	11 年一季报 (%)
600965.SH	福成五丰	9.17	7.63	9.21	9.25	11.97
600975.SH	新五丰	2.81	3.91	2.97	3.82	15.55
000735.SZ	罗牛山	2.95	6.42	8.00	8.98	15.20
002321.SZ	华英农业	13.44	11.39	11.46	11.87	13.59
002458.SZ	益生股份	—	26.20	24.44	23.47	26.00
002477.SZ	雏鹰农牧	—	19.46	23.94	25.67	28.08
300106.SZ	西部牧业	—	14.00	15.10	15.21	15.20
002505.SZ	大康牧业	—	9.87	13.51	13.23	15.11
002234.SZ	民和股份	0.37	0.53	10.26	12.35	21.68
002299.SZ	圣农发展	11.90	13.67	16.80	19.16	15.36

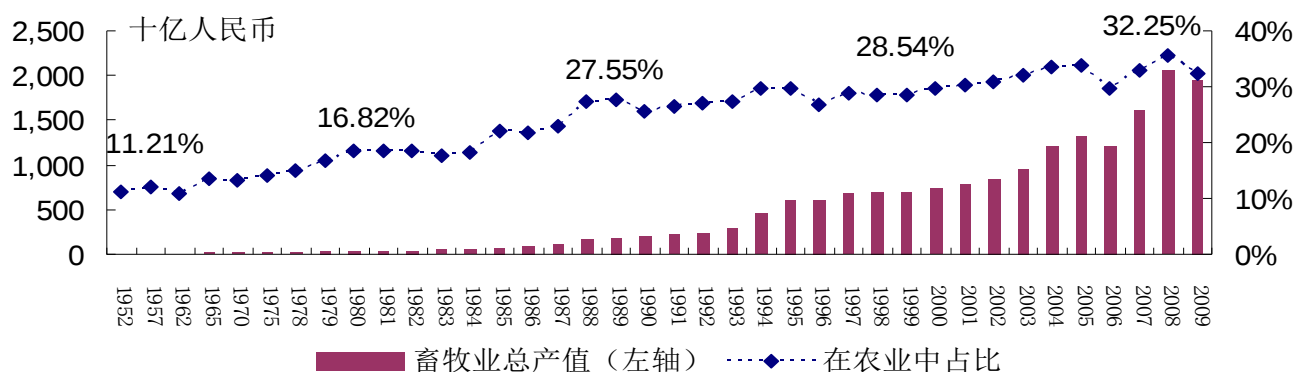
来源：中原证券研究所 WIND

2、畜禽养殖发展规律

2.1 肉类需求稳步增长

上世纪 90 年代起，我国畜禽产品供应步入市场化阶段，潜在需求大幅释放，行业得到快速发展。2009 年国内畜牧业生产总值达到 1.95 万亿，在农业占比达到 32.25%，比 1990 年的 0.20 万亿增长 875%，比 2000 年的 0.74 万亿增长 164%。

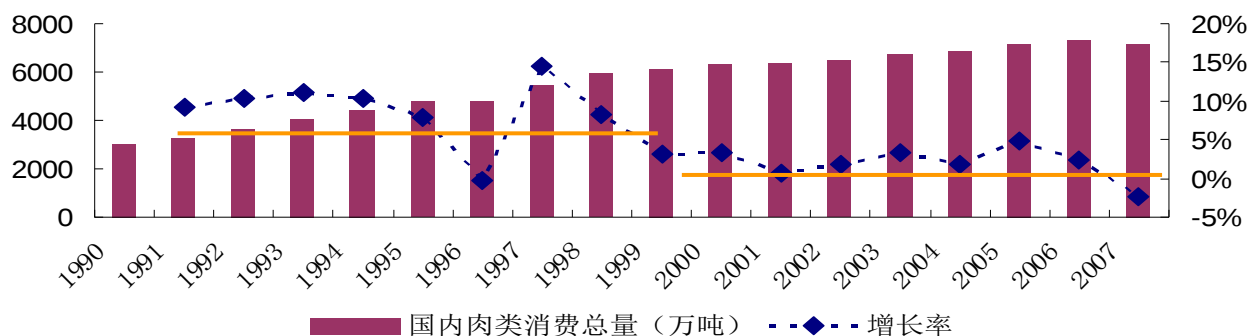
图 7: 畜牧业在 1990 年之后快速发展



来源：中原证券研究所 CEIC

从消费增长来看，2007 年国内肉类消费规模达到 7149 万吨，比 1990 年增长 137%。二十年间消费增速可划分为两个阶段，2000 年之前增速维持在 8% 左右，主要由人均购买力水平提升所推动；此后人均效应弱化，整体增速放慢至 4% 附近。

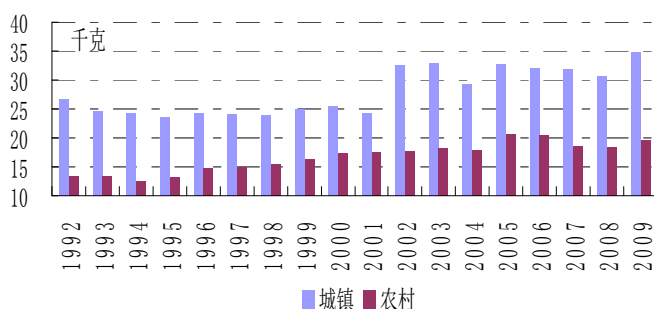
图 8：国内肉类消费总量有望保持稳定增长



来源：中原证券研究所 FAO

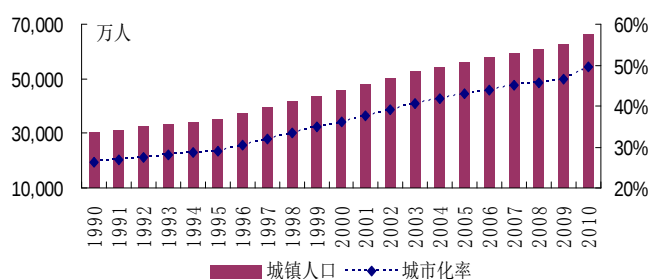
未来几年，国内肉类消费规模仍将保持增长，动力源自人口增长、城乡二元化结构转变以及底层劳动者收入提高。本世纪以来我国年均新增人口 800 万，新的需求群体可提升肉类消费规模约 40 万吨；城市人均肉类消费较农村多 70 以上%左右，城镇化支撑肉类消费增长；收入大幅提高带动中低端劳动者的消费意愿。由此推断，不考虑突发疫情影响，国内肉类消费在未来有望继续保持 3-5% 的年均增长水平。

图 9：城镇人均畜禽消费量远大于农村



来源：中原证券研究所 国家统计局

图 10：城镇化率以年均 1% 的速度提高



来源：中原证券研究所 国家统计局

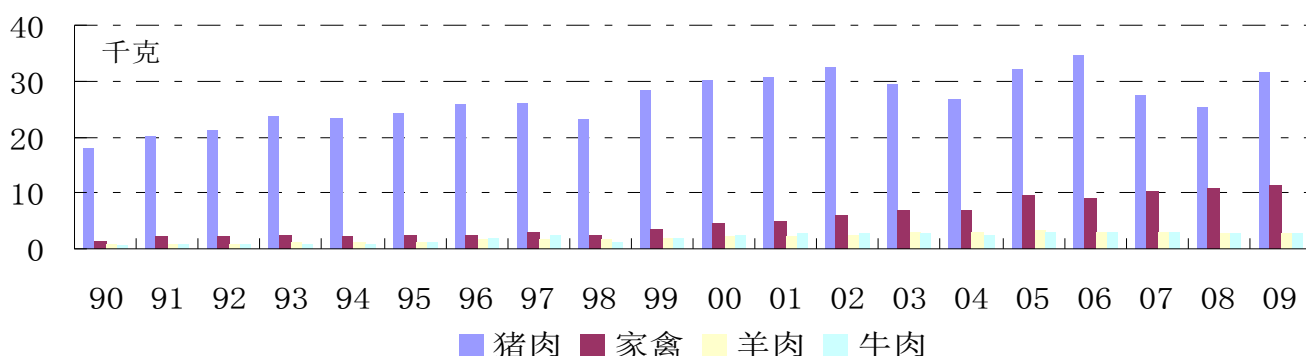
2.2 消费结构发生变化

从消费结构来看，2000 年之前人均猪肉消费增长较快，由 18 公斤/年上升至 30 公斤左右，但此后基本停滞，而禽肉增长加速。

目前猪肉的消费占比已由 1990 年的 87% 下降至当前的 65%，而禽肉则由 7% 上升至 25%。长期来看，猪肉仍将是国内最重要的肉类品种，但基于

健康饮食观念普及以及西方文化影响，预计猪肉消费比重下降、禽肉消费比重上升的趋势将得以延续。

图 11: 禽肉人均年消费量快速增长

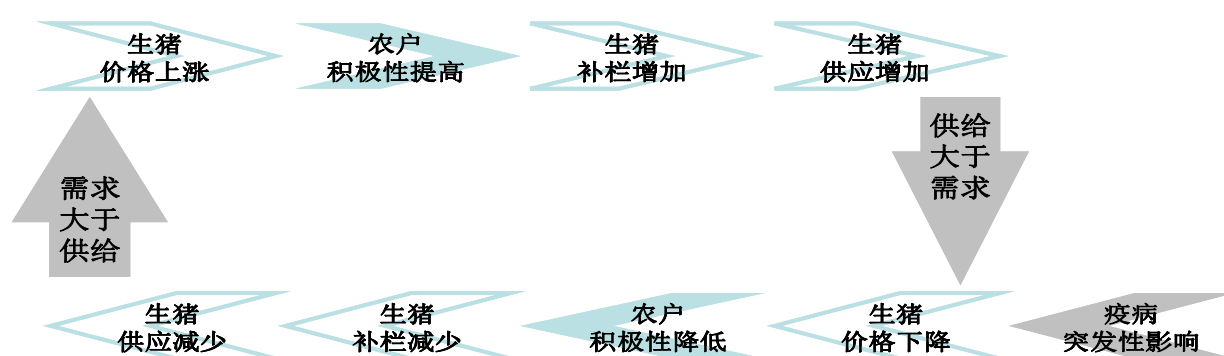


来源：中原证券研究所 CEIC

2.3 供给波动导致价格周期

不考虑疫情影响，国内肉类消费稳定增长，因而价格与供给密切相关。价格变动决定养殖效益，影响养殖意愿及未来供给，并最终作用于未来价格，此现象符合蛛网理论。由于国内猪肉消费量大，且养殖模式以农户散养为主，再加上生猪养殖周期较长，因而生猪价格的周期性波动更为明显。

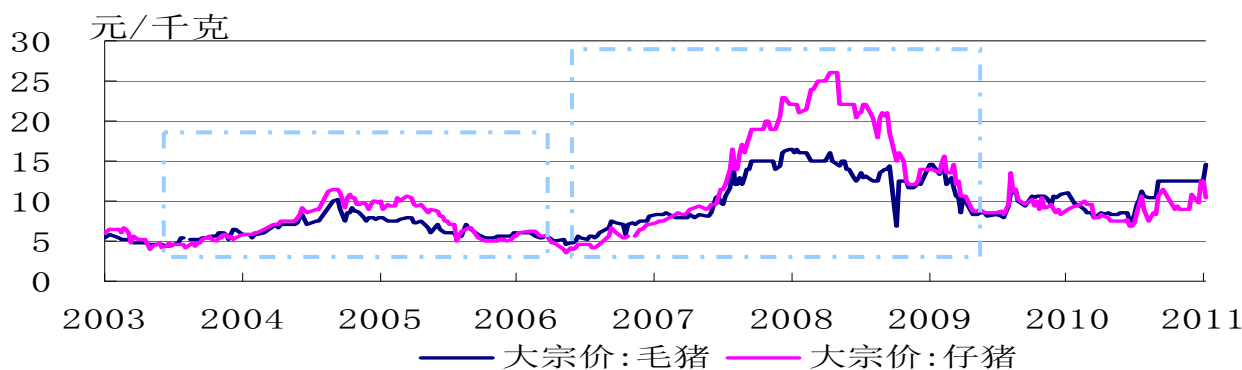
图 12: 生猪价格波动符合蛛网理论



来源：中原证券研究所

回顾近十年猪肉价格的两轮波动：03-06 年完成了一轮涨跌周期，生猪价格从 4.4 元/公斤启动，最高达到 10 元，之后又回落到 4.6 元，总共历时 35 个月，其中上涨阶段 15 个月，下跌阶段 20 个月；06-09 年也完成一轮涨跌周期，生猪价格从 4.6 元涨至 16 元，之后回落到 8.2 元，总共历时 37 个月，其中上涨阶段 20 个月，下跌阶段 17 个月。

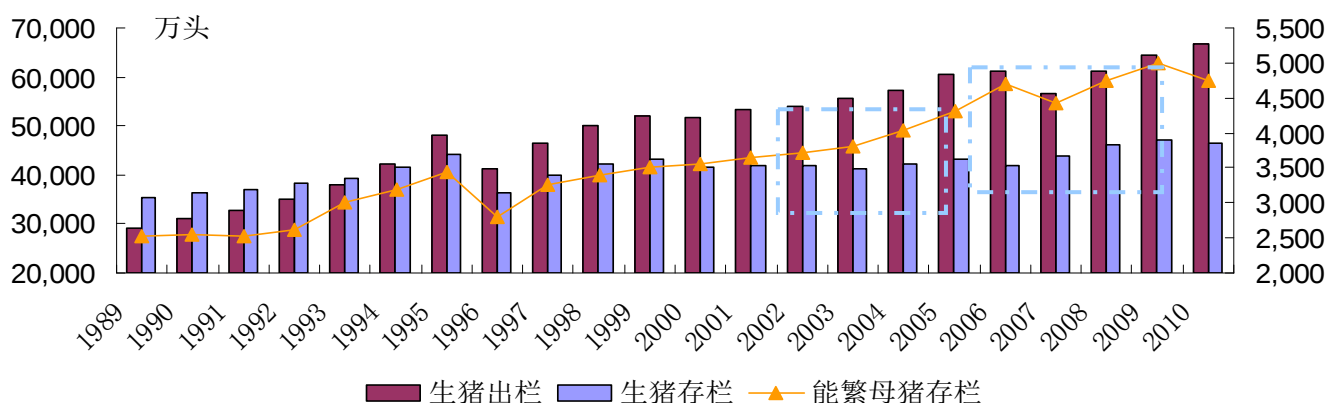
图 13: 2000 年之后的两个价格波动周期



来源: 中原证券研究所 农业部

猪肉价格上涨的前提是供给减少,而供给减少一般是由行业长期低迷或突发疫病所导致。03 年之前,猪肉价格长期低位徘徊,行业景气度不佳,农户养殖积极性降低,再加上 03 年非典导致生猪存栏大幅下降,引发之后的供不应求;05、06 年,猪肉价格持续回落,行业进入亏损期,农户主动降低养殖规模,此后蓝耳病侵袭导致母猪和生猪存栏量加速下降,引发 07 年价格飙涨。

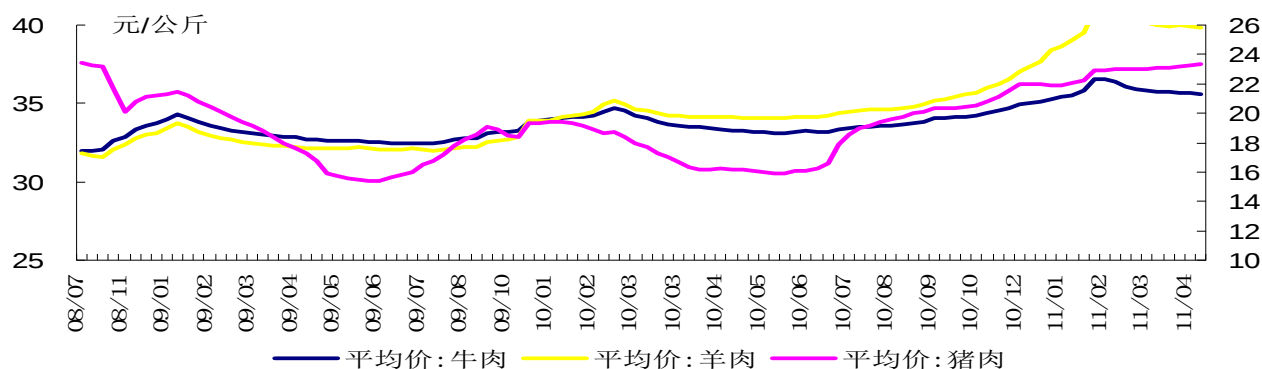
图 14: 生猪存栏量在 03 年、06 年明显下滑



来源: 中原证券研究所 中国政府网

猪肉是国内最主要的肉类品种,消费占比在 65%以上,对其他肉类具有较强的影响。由于内在驱动机理一致以及不同品种间存在联动关系,不考虑疫情影响,牛羊禽肉价格往往与猪肉同向波动,猪肉的价格周期可以在一定程度上演变为畜禽行业的价格周期。

图 15: 其他肉类价格受猪肉影响

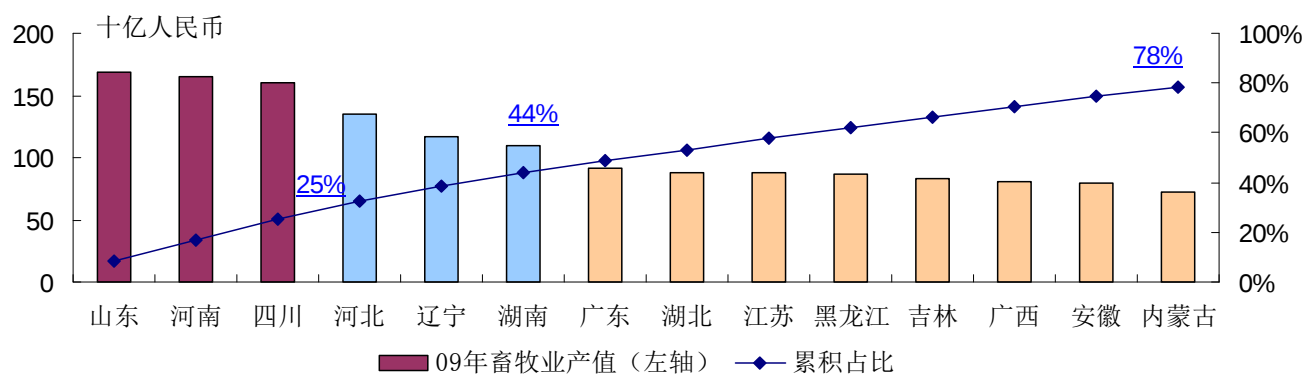


来源: 中原证券研究所 农业部

2.4 养殖规模化趋势

由于劳动力充足、靠近粮食主产区、辐射区域广，因而国内畜牧业主要集中在中西部地区。分析 2009 年数据，畜牧业产值超过 1500 亿元的省份包括山东、河南、四川，超过 1000 亿元的包括河北、辽宁、湖南，以上六省畜牧业产值占全国的 44%。

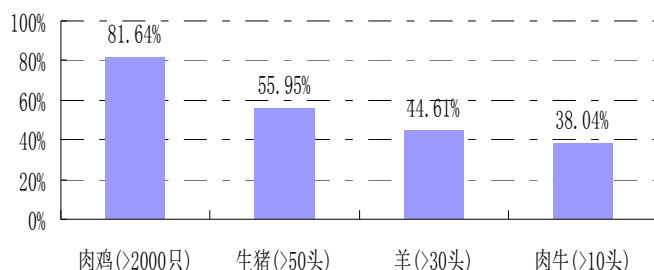
图 16: 国内畜牧业集中在中西部地区



来源: 中原证券研究所 农业部

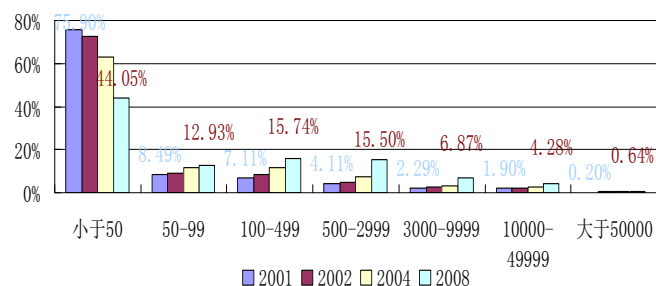
我国现代畜牧业起步较晚，90 年代后才得以发展，养殖模式仍以农户散养为主，尤其生猪、牛羊等品种的规模化养殖比例较低。以生猪为例，2000 年农户散养比例仍在 75% 左右，此后受益农业合作组织的普及，行业集中度开始有所提高。至 2008 年，生猪出栏 50 头以上的养殖场产量占比首次超过一半，达到 55%，但同时出栏量超过 5 万头以上的特大型养殖场占比仍非常小，仅为 0.64%，相对于发达国家仍较为分散。

图 17: 2008 年畜禽规模化养殖比例



来源: 中原证券研究所 畜牧业年鉴

图 18: 国内生猪规模化养殖进程



来源: 中原证券研究所 畜牧业年鉴

近十年来,我国人均猪肉年消费量稳定在 30 公斤左右,与美国基本相当。按照发展规律,猪肉消费的紧缺阶段和平衡阶段已经度过,开始转入品质健康阶段,品质提升将成为行业发展的主旋律。养殖规模化则是提升食品安全和减少价格波动的有效手段。一方面,统一管理、品牌打造、品质追溯等工具在规模化养殖的基础上运用,产品安全性得以提升;另一方面,散养农户对亏损容忍度较低,养殖规模大幅波动导致了价格周期,规模化养殖能够降低“追涨杀跌”的效用。未来,消费者对安全肉、品牌肉的偏好将促进生猪规模化养殖的发展。

3、四季度肉价见高点,全年处于景气周期

3.1 价格上涨周期约 15-18 个月

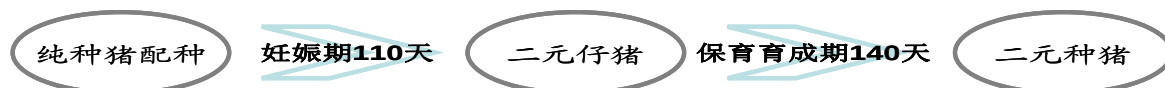
从过去的猪肉价格波动来看,一轮完整周期往往历时 35-37 个月,其中上涨阶段和下跌阶段基本对称,其背后是养殖行为及生物特性的固有安排。

生猪的生长繁育具有固定的周期,种猪配种完成后的妊娠期约 110 天,后备种猪从出生到配种约 140 天,商品肉猪从出生到出栏约 170 天(其中保育期 70 天、育肥期 100 天)。因此从补栏增长到猪肉供给增加之间存在一定的时间间隔,即供给对价格的反映具有滞后性。

结合养殖行为与养殖流程,推导一轮价格上涨周期,一般走完整个过程需历时 15-18 个月。第一阶段,市场经过长期低迷开始出现供不应求,猪肉价格启动反弹,但此阶段养殖者仍倾向于观望,补栏积极性并未提高,此时仔猪价格涨幅与猪肉同步,该阶段一般在 12 个月左右;第二阶段,猪肉价格连续上涨后,养殖者补栏意愿被激发,此时仔猪价格上涨超越猪肉,种猪养殖者的补栏意愿也随之提升;第三阶段,仔猪经过 100 天育肥期,生猪出栏大幅增加,猪肉价格见顶,但短期供需仍处于平衡中;第四阶段,与第三阶段同步,经过 140 天种猪保育育成期、110 天妊娠期、70 天保育期,商品仔猪供应量增加,商品仔猪价格见顶,猪肉价格加速下跌。

图 19: 生猪繁育养殖周期

二元种猪补栏



商品肉猪补栏

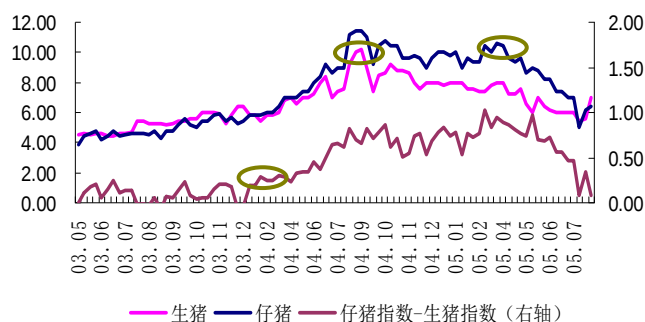


来源: 中原证券研究所

3.2 见顶信号尚未出现

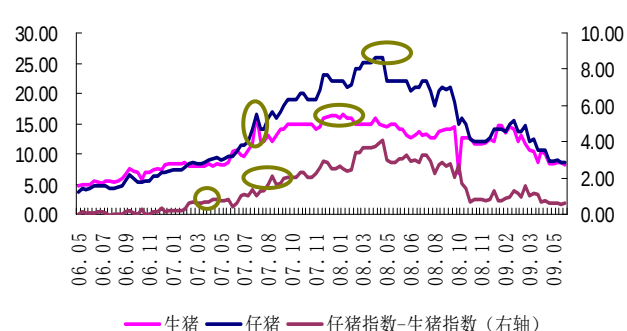
回顾前两轮生猪价格上涨过程, 04 年 6 月仔猪价格加速上涨现象出现, 表明补栏意愿增强, 之后生猪价格在 9 月中旬见顶, 与 100 天育肥期相符, 仔猪价格在次年 4 月见顶, 与 320 天生产期基本相符; 07 年 3 月仔猪价格加速上涨出现, 7 月加速迹象更为突出, 之后生猪价格在 8 月和 12 月两次见顶, 仔猪价格在次年 4 月见顶, 也与生产周期基本符合。

图 20: 03-05 年猪肉上涨周期



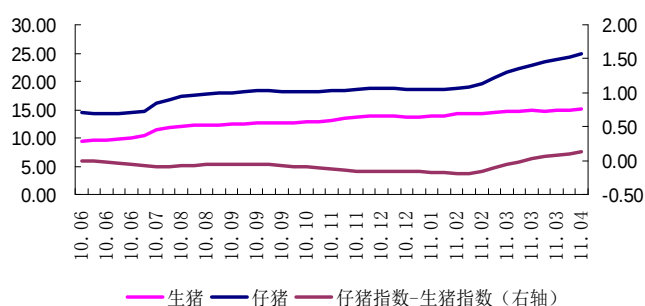
来源: 中原证券研究所 农业部

图 21: 07-08 年猪肉上涨周期



来源: 中原证券研究所 农业部

图 22: 本轮猪肉上涨周期



来源: 中原证券研究所 农业部

为监控仔猪价格加速上涨这一现象，我们设计猪肉价格见顶的先行指标“仔猪指数-生猪指数”。将生猪价格最低点作为基点，此后价格与基点价格比值为价格指数，指数相减代表仔猪相对生猪的超额涨幅。按照此前规律，该指标达到 0.45-0.5 代表积极补栏行为启动。

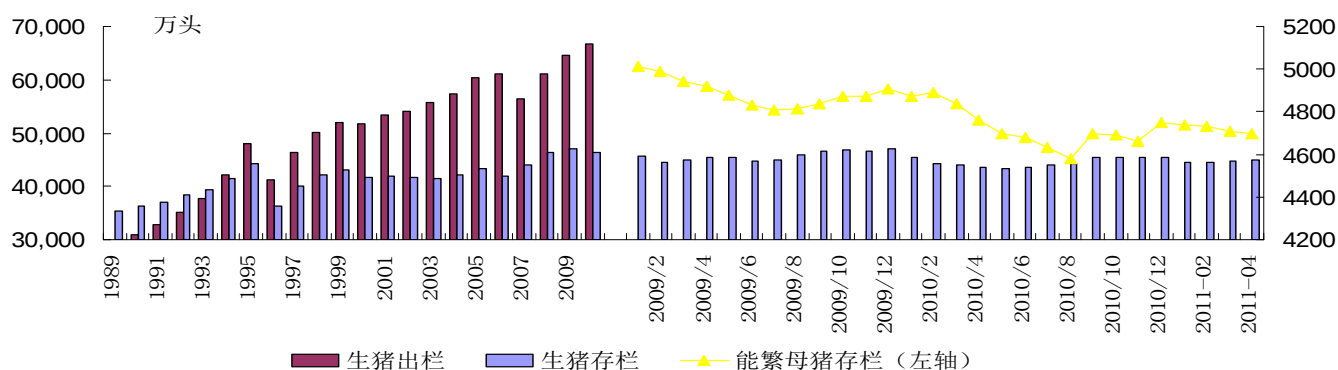
本轮生猪价格自 10 年 6 月触底反弹，截至 11 年 4 月中旬，检测指标仅为 0.2，表明大规模补栏仍未启动，生猪价格见顶信号并未出现。

3.3 价格高点可能在四季度

生猪与能繁母猪存栏量均支持猪肉价格继续走高。截至 4 月底，生猪存栏量为 4.5 亿头左右，比 10 年 6 月份的最低点提高了 3.5%，但仍远低于 09 年底的 4.70 亿头。按照规律，本轮存栏量高点应高于 09 年数量，由此印证了大规模补栏行为还未启动。此外，能繁母猪数量为 4600 万头，处于 09 年下跌以来的底部区域，因而短期内的仔猪供应能力并不强。

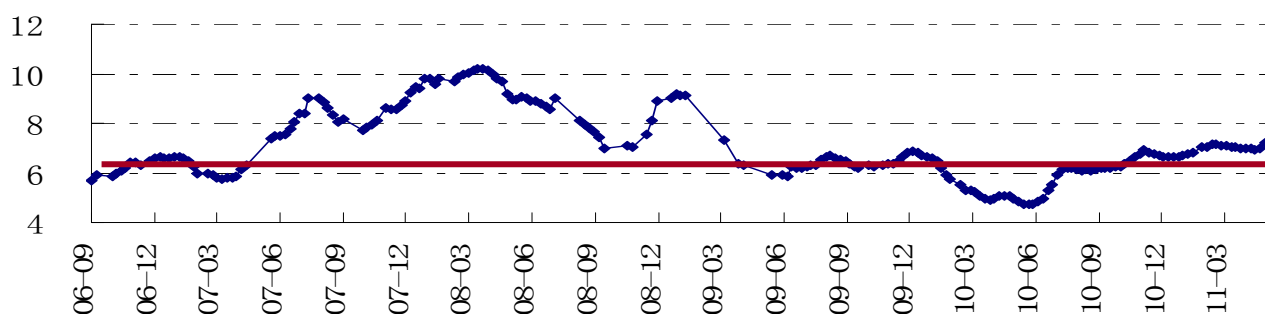
按照时间规律推导，大规模补栏行为可能出现在 6 月份附近，一旦如此，生猪价格将在之后的 3-5 个月，也就是四季度见顶。

图 23：生猪、能繁母猪存栏量并未大幅走高



来源：中原证券研究所 WIND

图 24：猪粮比价仍应上行



来源：中原证券研究所 中国畜牧业信息网

一轮上涨周期启动需要一段能量积蓄期，或是由于行业低迷，或是由于突发疫情，引发生猪存栏大幅下降，导致随后的供不应求。本轮行情的能量积蓄期为 09 年 4 月至 10 年 6 月，期间猪粮比价为 6，养殖处于亏损状态，尤其 10 年二季度比价降至 4.8，行业严重亏损，生猪存栏量快速下降。由于并未遭遇大范围疫病，期间生猪及母猪存栏量下降幅度在 5% 左右，相比 06 年较为平稳，因此供需状况也相对 06 年宽松。综合判断，我们认为生猪价格有望达到 19 元/公斤，相对 5 月份价格仍有 20% 的上涨空间。

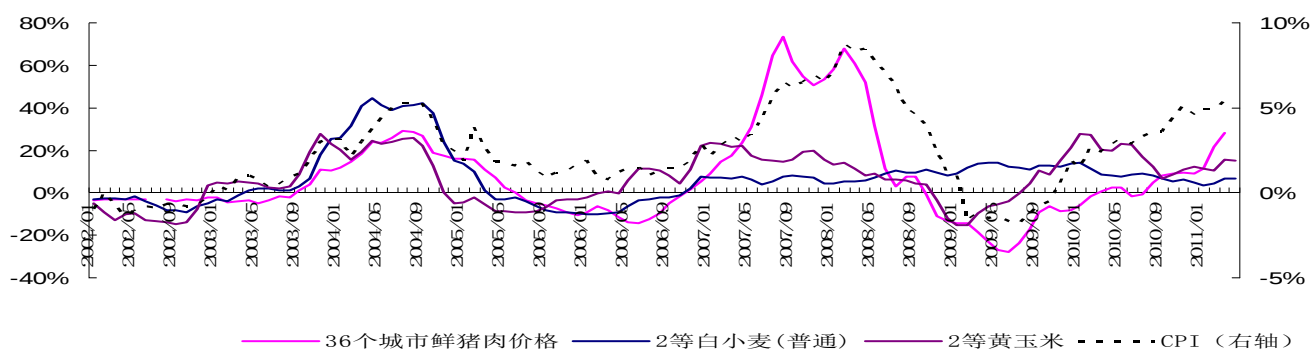
3.4 跑赢成本，行业处于景气周期

在通胀背景下，肉类价格与饲料价格均呈现一定幅度的上涨，我们判断 2011 年肉类价格涨幅始终大于饲料，猪粮比价可能由 5 月份的 7.2 上升至最高 8.5 附近，行业处于毛利率上升的景气周期中。

比较之前两次通胀过程中猪肉及粮食价格走势。04 年通胀中，粮价上涨背景为连续数年减产，供需矛盾与政策支持导致涨价，期间猪肉价格上涨节奏和幅度均弱于小麦，与玉米相当，因此该阶段虽然肉价上涨，但行业毛利率并未大幅提升；07-08 年通胀中，粮价上涨背景为连续数年增产，供需并未紧张，因此政策偏向于压制粮价，加上当年生猪出栏锐减，导致猪肉涨幅最高超过 70%，远超粮价，该阶段行业毛利率随肉价大幅提升。

本轮通胀背景介于前两次之间，一方面粮食连续四年丰收，国家虽支持粮价上涨，但对涨幅的管控能力较强；另一方面生猪存栏量在 09、10 年降幅较为平稳，因此生猪价格上涨也会相对温和。我们预测，2011 年生猪价格涨幅在 20% 左右，玉米价格涨幅在 10-15% 左右，因而行业处于景气上升周期中。

图 25：肉价涨幅跑赢玉米，行业景气度上升



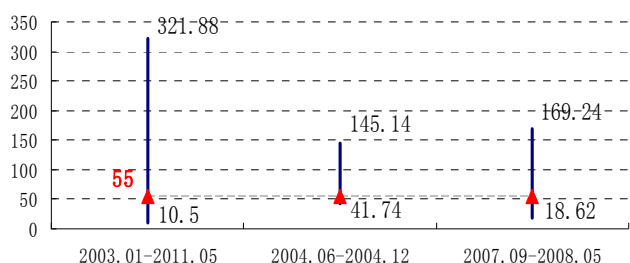
来源：中原证券研究所 农业部

4、2011 年下半年投资策略

4.1 给予行业“同步大市”的投资评级

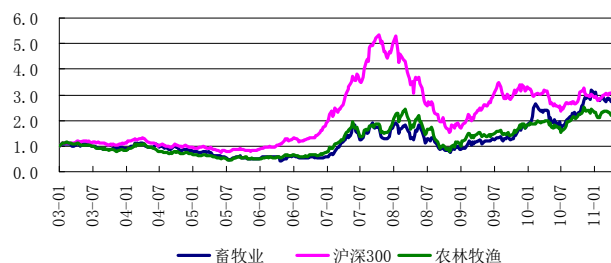
从估值看，畜禽养殖板块自 03 年以来的跨度区间很大，市盈率从 10 倍到 300 倍，目前板块 55 倍 PE 处于偏下水平。聚焦 04 年、07 年两段肉价上涨过程中的市盈率区间，PE 高点均在 150 左右，低点相差较大。考虑 08 年的系统性风险，我们认为板块在景气上升周期后半程的合理估值区间为 50-70 倍，目前板块 55 倍市盈率处于合理范围内，有一定上升空间。

图 26：板块市盈率处于合理水平



来源：中原证券研究所 WIND

图 27：畜牧业、农业、沪深 300 走势



来源：中原证券研究所 农业部

从历史走势看，农业板块与沪深 300 的关联度较弱，在 04、07 年两轮通胀过程中均未跑赢大盘。畜牧板块与农业整体走势基本一致，但在肉价上涨及行业景气度提升过程中，畜牧业能够短期跑赢农业板块。

基于我们对未来肉价将进一步走高的基本判断，我们认为行业毛利率提升支撑板块进一步走强，肉价上涨赋予板块阶段性表现的机会。但考虑当前畜牧板块相对于沪深 300 的估值溢价较大，给予行业未来半年“同步大市”的投资评级。

4.2 下半年投资策略

4.2.1 关注产能扩张型企业

在食品安全问题与品牌溢价现象日益突出的背景下，发展规模化养殖成为行业主流方向，吸引了大批资金投向该领域。我们认为，适度的规模化符合行业发展规律，也能够解决当前阶段所面临的突出问题。因此，在国家政策的支持下，走规模扩张路线的畜牧业企业值得关注。

在产能扩张中，我们最为关心三个问题，一是企业对资源的控制能力，包括土地、资金、祖代畜禽等生产要素，决定了扩张的速度与成本；二是企业的养殖管理模式，必须满足防疫与食品安全的要求，并具备可复制性；三是产品的主要销售方向，决定了扩张后的销售情况，如客户以食品加工企业为主，则消化产能的能力更强。

通过筛选板块内的上市公司，建议投资者重点关注生猪养殖企业雏鹰农牧（002477）和肉鸡养殖企业圣农发展（002299）。

4.2.2 关注向下游拓展型企业

一般来讲，上下游之间的相互渗透属于行业发展到一定阶段的常态，延伸产业链有助于企业稳定经营并锁定利润率。对于畜牧业来说，大型养殖企业往往已经拥有了自己的饲料加工厂，向上拓展的空间不大，因而向下游拓展是进一步延伸产业链的方向。

畜牧业下游包括屠宰、加工、零售等环节，而从养殖环节向加工零售环节拓展的难度相对较大，其门槛主要是品牌塑造以及零售网络建设。通过比较筛选，我们更看好走品质差异化路线，或拥有成熟的销售网络的企业。建议投资者重点关注积极向下游拓展的雏鹰农牧（002477）、新五丰（600975）、福成五丰（600965）。

4.2.3 关注饲料与生物制品行业

随着畜牧业景气周期的延续，畜禽养殖规模必然有进一步的提升，将带动上游饲料与生物制品行业的需求增加，因而这两个行业也值得关注。

饲料与生物制品行业的景气度落后于养殖业，预计下半年将得到充分受益。看好具备研发能力的综合类企业大北农（002385）、具有估值优势的饲料龙头新希望（000876）和疫苗龙头中牧股份（600195）。

5、重点上市公司估值比较

表 2：上市公司估值比较

证券简称	每股收益			每股净资产	收盘价 (5/20)	市盈率			市净率	投资评级
	2010A	2011E	2012E			2010A	2011E	2012E		
雏鹰农牧	0.46	0.78	0.82	12.12	27.32	59.39	35.03	33.32	2.25	增持
圣农发展	0.34	0.50	0.70	2.11	17.22	50.65	34.44	24.60	8.16	增持
新五丰	0.08	0.17	0.29	2.56	10.64	133.00	62.77	36.29	4.16	增持
福成五丰	-0.12	-	-	1.70	7.84	-65.33	-	-	4.61	未评级
大北农	0.78	1.26	1.70	7.98	34.17	43.81	27.14	20.10	4.28	增持
新希望	0.70	1.00	1.10	4.92	18.62	26.60	18.56	16.93	3.78	增持
中牧股份	0.80	1.00	1.20	4.21	25.4	31.75	25.40	21.17	6.03	增持

来源：中原证券研究所

6、风险提示

- 成本增长较快：天气原因造成夏粮减产，导致饲料原料价格大幅上涨，吞噬下游利润；
- 突发疫情影响：爆发高致病性疫情，导致畜禽大面积死亡，同时影响下游消费热情；
- 政策风险：为抵御国内通胀，存在政府部门使用行政手段抑制肉价上涨的可能，导致行业毛利率无法提升。

雏鹰农牧 (002477) : 从养殖企业迈向食品集团

增持 (维持)

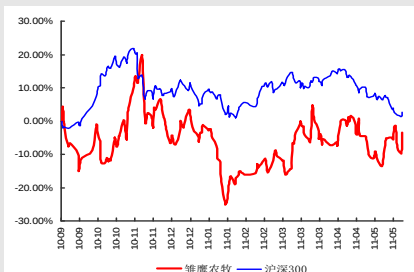
市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	27.32
一年内最高/最低 (元)	34.70/21.14
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	4.51
流通市值 (亿元)	18.30

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	12.12
每股经营现金流 (元)	0.05
毛利率 (%)	28.08
净资产收益率 (%)	2.66
资产负债率 (%)	22.85
总股本/流通股 (亿股)	2.67/0.67
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

公司是河南省最大的生猪养殖企业, 养殖规模在国内排名靠前。IPO 之后, 公司一方面扩大养殖规模, 同时进入生态猪养殖领域; 另一方面向下游生猪屠宰、冷鲜肉加工拓展。2011 年下半年, 随着生猪价格继续上涨, 农户大规模补栏启动, 行业景气度维持高位, 公司将充分受益。

投资要点:

● **一季度业绩回顾。**2011 年一季度, 公司实现营业收入和净利润分别为 1.94 亿元和 4245 万元, 同比分别增长 40.6% 和 106.4%。EPS 0.32 元, 同比增长 52%。

● **雏鹰模式支撑公司的扩张战略。**雏鹰模式是公司的最大亮点, 有针对性化解了规模养殖在扩张、防疫、安全、成本四个方面的制约, 兼顾安全效率, 解决扩张瓶颈。公司依靠该模式, 实现了 07-09 年生猪销量一年一倍的增长。

● **诸多在建项目将于 2012 年投产。**公司延续快速扩张步伐, 在建项目包括 50 万头生猪养殖基地项目、40 万吨饲料加工项目、200 万头生猪屠宰加工项目。以上项目将于 2012 年初投入使用, 届时公司养殖规模大幅提升, 产品结构发生调整, 冷鲜肉将成为主要产品。

● **盈利预测。**预计公司 11-12 年营业收入 11.69 亿元、36.78 亿元, 实现净利润 2.08 亿元、2.19 亿元, 每股收益 (EPS) 1.56 元、1.64 元, 对应动态市盈率 35 倍、33 倍。维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示:** 未达成产能扩张计划; 饲料价格涨幅超出预期; 大规模疫病暴发; 冷鲜肉零售渠道建设效果不佳。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	541.08	682.96	1,169.16	3,677.85
增长比率 (%)	-	26.22	71.19	214.57
净利润 (百万元)	88.32	122.97	207.86	219.36
增长比率 (%)	-	39.24	69.04	5.53
每股收益 (元)	0.33	0.46	0.78	0.82
市盈率 (倍)	-	59.39	35.03	33.32

圣农发展 (002299): 自养品质突出, 产品供不应求

增持 (维持)

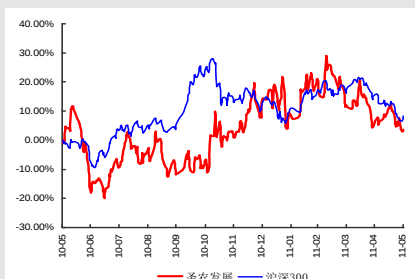
市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	17.22
一年内最高/最低 (元)	20.37/11.97
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	8.16
流通市值 (亿元)	48.56

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	2.11
每股经营现金流 (元)	0.3367
毛利率 (%)	15.36
净资产收益率 (%)	2.55
资产负债率 (%)	49.88
总股本/流通股 (亿股)	8.00/2.82
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

公司自养模式确保了食品安全, 产品受到食品加工业以及快餐业的青睐, 始终处于供不应求状态, 促进公司产能逐年增长。2011 年, 受猪肉影响, 鸡肉价格有望持续上涨, 跑赢饲料涨幅。公司有望迎来产品产量与毛利率双升的景气阶段。

投资要点:

● **一季度业绩回顾。**2011 年一季度, 公司实现销售收入 5.44 亿元, 同比增长 30.21%; 实现净利润 4517 万元, 同比增长 74.95%; EPS0.55 元, 同比增长 71.88%。

● **受益于鸡肉价格上涨。**2011 年, 在猪肉价格回升带动下, 鸡肉 5 月价格同比上涨 14%, 同期玉米价格涨幅 10%, 公司毛利空间增加约 4%。基于生猪价格继续上涨的趋势, 预计 2011 年全年肉类价格都处于高位, 公司毛利率有望得到提升。

● **产能大幅扩张。**随 IPO 项目完全达产, 以及定向增发项目逐步投入使用, 预计公司 2011、2012 年肉鸡屠宰量将达到 1.3 亿羽和 1.7 亿羽, 比 2010 年增长 44%和 88%。

● **品质有保证, 产品供不应求。**公司肉鸡全部来源于自养, 食品安全性具有保证, 受到食品加工业以及快餐业的青睐。公司是肯德基在国内的最大供应商, 即将成为麦当劳在国内唯一一条龙肉鸡供应商。目前公司产品处于供不应求状态, 新增产能的消化不足为虑。

● **盈利预测。**预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 0.5 元和 0.7 元, 对应的动态市盈率为 34.4 倍和 26.6 倍, 与业绩增速吻合。维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示。**未达成产能扩张计划; 饲料价格涨幅超出预期; 大规模疫病暴发。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	1,437.69	2,069.52	3,250.78	4,011.04
增长比率 (%)	-	43.95	57.08	23.39
净利润 (百万元)	200.39	278.08	400.00	560.00
增长比率 (%)	-	38.77	43.84	40.00
每股收益 (元)	0.49	0.34	0.50	0.70
市盈率 (倍)	-	50.65	34.44	24.60

新五丰 (600975): 产能扩张+主营转向, 期待华丽转身

增持 (维持)

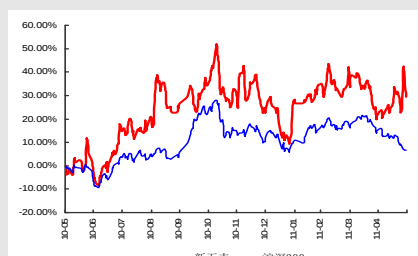
市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	10.64
一年内最高/最低 (元)	12.50/7.15
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	4.17
流通市值 (亿元)	19.16

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	2.56
每股经营现金流 (元)	0.34
毛利率 (%)	15.55
净资产收益率 (%)	0.85
资产负债率 (%)	28.08
总股本/流通股 (亿股)	1.80/1.80
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

公司原为供港澳生猪出口龙头企业, 由于配额政策调整, 公司主营业务开始转向内销。公司大力发展高端冷鲜肉业务, 在长沙探索出一套完善的营销模式, 计划复制到整个长株潭地区。冷鲜肉业务的成功拓展将支撑公司未来几年快速发展。

投资要点:

- **主营业务有所转变。**公司主要收入来源由供港澳生猪出口业务转为生猪内销以及高端冷鲜肉业务。公司生猪出口一度占据全国 20% 的市场份额, 但由于配额政策调整, 行业垄断性降低, 公司积极调整主营方向, 开发新的业务模式。
- **养殖规模大幅扩张。**在确保生猪质量的前提下, 公司积极开展“公司+适当规模小农场”项目, 定位于区域领头人, 预计 2012 年生猪养殖规模由当前的 40 万头扩张至 75 万头。
- **大力发展高端冷鲜肉业务。**公司明确将发展高端冷鲜肉作为重点方向, 打造“养殖-屠宰-加工-零售”为一体的完整产业链。公司创建“U 鲜”品牌, 在长沙 40 余家超市建立专柜, 并开拓电话、网络等渠道, 配送客户已达数万。未来营销网络将覆盖整个长株潭地区, 预计年增长率在 30% 以上。
- **盈利预测。**预计公司 2011 年和 2012 年的每股收益分别为 0.17 元和 0.29 元, 对应动态市盈率为 62.77 倍和 36.29 倍, 短期估值较高, 长期具备价值, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。**未达成产能扩张计划; 饲料价格涨幅超出预期; 大规模疫病暴发; 冷鲜肉销售状况不佳。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	574.74	877.25	1087.00	1302.00
增长比率 (%)	-	52.63	23.91	19.78
净利润 (百万元)	21.79	18.73	30.6	52.2
增长比率 (%)	-	-14.04	63.37	70.59
每股收益 (元)	0.12	0.08	0.17	0.29
市盈率 (倍)	-	133.00	62.77	36.29

新希望 (000876): 名副其实的畜牧业龙头

增持 (维持)

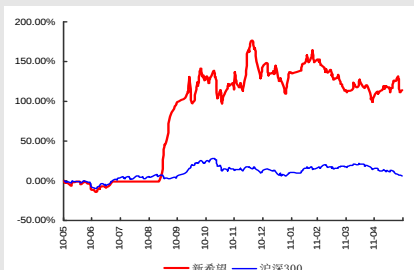
市场数据 (2011 年 5 月 20 日)

收盘价 (元)	18.62
一年内最高/最低 (元)	24.39/7.38
沪深300 指数	3121.60
市净率 (倍)	3.95
流通市值 (亿元)	151.75

基础数据 (2011 年 03 月 31 日)

每股净资产 (元)	4.92
每股经营现金流 (元)	-0.05
毛利率 (%)	8.06
净资产收益率 (%)	4.84
资产负债率 (%)	46.32
总股本/流通股 (亿股)	8.32/8.15
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

公司资产重组后,成为国内名副其实畜牧业龙头企业,2010 年营业收入达到 494 亿元。公司形成完整的畜牧业产业链,涵盖添加剂生产、饲料生产、畜禽养殖、屠宰加工等环节。2011 年,公司将受益于养殖行业的高景气度,估值有望提升。

投资要点:

● **优势资产注入上市公司。**资产重组完成后,公司 2010 年营业收入增长 700%,达到 494 亿元,成为名副其实的畜牧业龙头。重组后,乳制品、房地产业务被置换出上市公司,饲料业务、畜禽养殖业务进入上市公司,盈利能力得到大幅提升。

● **畜牧业产业链完整。**重组后,上市公司资产主要围绕畜牧业布局,涵盖饲料添加剂生产、饲料生产、畜禽养殖、屠宰加工等诸多环节,打造完整的产业链条。

● **充分受益养殖业景气度提升。**养殖业在 2011 年将延续高景气度,肉类价格继续上涨,预计下半年畜禽存栏量将有回升,进而带动饲料需求提升,带动饲料行业走好。公司饲料产能在 2000 万吨以上,其中外销占比超过一半,将充分受益养殖业的景气周期。

● **盈利预测。**预计公司 11-12 年实现每股收益 (EPS) 1.00 元、1.10 元,对应动态市盈率 18.56 倍、16.93 倍,估值偏低。维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示:**资产重组进程生变;饲料原料价格上涨过快;大规模疫病暴发。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	6,797.47	7,785.17	52,800.0	57,380.0
增长比率 (%)	-	14.53	578.21	8.67
净利润 (百万元)	530.88	797.40	1922.00	2198.00
增长比率 (%)	-	50.20	141.03	14.36
每股收益 (元)	0.49	0.70	1.00	1.10
市盈率 (倍)	-	26.60	18.56	16.93

中牧股份（600195）：双轮驱动，受益于畜禽存栏量提升

增持（维持）

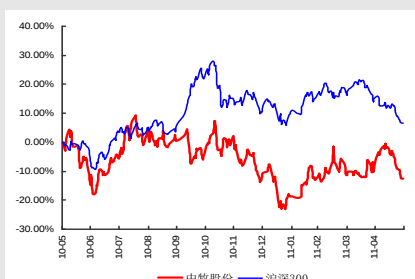
市场数据（2011 年 5 月 20 日）

收盘价（元）	25.4
一年内最高/最低（元）	29.50/20.00
沪深300指数	3121.60
市净率（倍）	6.02
流通市值（亿元）	99.06

基础数据（2011 年 03 月 31 日）

每股净资产（元）	4.21
每股经营现金流（元）	1.17
毛利率（%）	40.54
净资产收益率（%）	7.67
资产负债率（%）	37.24
总股本/流通股（亿股）	3.90/3.90
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数走势



报告关键要素：

公司是国内最大的动物生物制品生产企业，确定了以畜禽用疫苗为主体，饲料和兽药为两翼的发展战略。随着下半年国内畜禽存栏量有望提升，公司产品销量可随之增长，分享行业景气上升周期。此外，国家加大防疫投入也可形成行业的事件性机会。

投资要点：

● **生物制品量价齐升。**2010 年公司销售动物用疫苗 101.39 亿羽份，同比增长 3.75%，其中口蹄疫疫苗增长 14.1%。由于口蹄疫疫苗升级，产品结构优化，导致生物制品毛利率达到 65.96%，提升了 3.66%。2011 年，公司充分受益畜禽存栏量的增长，生物制品量价齐升态势有望延续。

● **饲料业务规模提升。**公司借力控股股东中农发集团“双百”计划，大力发展饲料业务，尤其是毛利率较高的添加剂预混料业务，未来饲料业务有望成为公司新的利润增长点。

● **期待政策利好。**受益于食品安全意识提升以及国家加大动物防疫投入，分享行业整体规模提升。目前国家强势免疫品种仅包含禽流感、口蹄疫、蓝耳病、猪瘟四类，未来很有可能增加其他种类，按照行业地位，公司订单占比将最大，构成事件性机会。

● **盈利预测。**预计公司 2010 年、2011 年每股收益分别为 1.0 元和 1.2 元，对应的动态市盈率为 25.4 倍和 21.7 倍，估值相对较低。维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示。**畜禽存栏量下降；国家防疫政策重大调整；大规模疫病暴发。

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,102.98	2,661.16	3300.00	4200.00
增长比率(%)	-	26.54	24.01	27.27
净利润(百万元)	267.77	341.95	390.00	468.00
增长比率(%)	-	27.70	14.05	20.00
每股收益(元)	0.58	0.80	1.00	1.20
市盈率(倍)	-	31.75	25.40	21.17

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司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业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。