

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

农业食品行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

E-mail: Zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

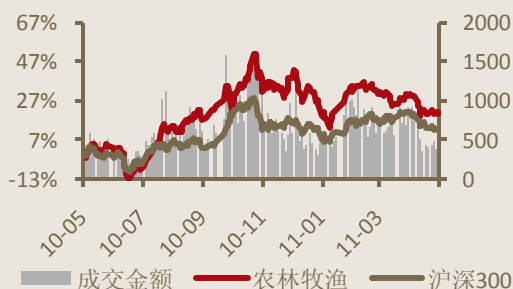
TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

### 重要数据

|          |        |
|----------|--------|
| 上市公司总家数  | 66     |
| 总股本(亿股)  | 290.15 |
| 销售收入(亿元) | 357.25 |
| 利润总额(亿元) | 17.00  |
| 行业平均 PE  | 55.73  |
| 平均股价(元)  | 13.85  |

### 农林牧渔行业相对指数表现



### 相关研究

1 近期猪肉价格增速加快 多省市同比涨幅超 50%

2 农产品价格高位震荡运行 养殖业保持高景气

请务必阅读最后特别声明与免责条款

# 养殖业的春天还将继续

## 农林牧渔行业研究报告

中期行业投资策略报告  
2011.06.24 增持

农林牧渔行业

### 投资要点

#### ➤ 农产品价格上涨是主旋律

随着经济增长、人口增加和工业化、城镇化快速推进，我国农产品需求刚性增长和农产品生产所需的土地、水、劳动力等资源约束的矛盾将更加突出，农产品价格上涨是大势所趋。近年来农产品价格上涨现象在不同产品间迁延，今年畜禽产品领涨。

#### ➤ 供求趋紧和成本上升决定肉价高位运行

生猪存栏量和能繁母猪存栏量下跌导致猪肉供需趋紧，为猪肉价格上涨奠定了基础。今年一季度以五号病和流行性腹泻为主的猪病导致仔猪成活率低，严重影响补栏积极性。2011 年一季度生猪存栏量和能繁母猪量环比分别下降 0.22%和 3%，从母猪补栏到对应商品猪出栏需要一年左右时间，同时饲料和人工成本上涨也助推肉价上涨，因此我们认为 2011 年生猪供应总体紧张，猪价高位运行。

#### ➤ 猪肉价格高位运行支撑养殖业高景气

生猪养殖行业具有明显的周期性，一般为 2-3 年。2008 年初以来猪肉价格持续走低，2010 年 6 月猪肉价格止跌回升，养殖户开始盈利，表明养殖业进入新一轮上涨周期。2011 年 4 月与 2010 年 6 月相比涨幅为 40%，猪肉价格高位运行带动生猪价格上涨，自繁自养头猪盈利突破 600 元，养殖行业将持续高景气。

#### ➤ 投资策略

受“瘦肉精”事件影响，国家对食品安全监控力度加强，预期会加快出台《食品安全法》条款的细则，在食品安全加强和养殖业高景气的大环境下，关注具有完善产业链、产品质量安全控制能力强企业的投资机会。

#### ➤ 风险提示：疫情疾病、行业政策风险等。

| 简称   | 股价    | EPS  |      |      | PE     |       |       | 评级 |
|------|-------|------|------|------|--------|-------|-------|----|
|      |       | 10A  | 11E  | 12E  | 10A    | 11E   | 12E   |    |
| 新五丰  | 12.55 | 0.08 | 0.18 | 0.27 | 156.88 | 69.72 | 46.48 | 买入 |
| 雏鹰农牧 | 30.86 | 0.46 | 0.83 | 1.07 | 67.09  | 37.18 | 28.84 | 增持 |
| 唐人神  | 22.93 | 0.6  | 0.85 | 1.1  | 38.22  | 26.98 | 20.85 | 增持 |
| 大康牧业 | 15.98 | 0.39 | 0.42 | 0.58 | 40.97  | 38.05 | 27.55 | 增持 |
| 正邦科技 | 10.37 | 0.22 | 0.26 | 0.36 | 47.14  | 39.85 | 28.78 | 增持 |
| 大潮股份 | 7.81  | 0.17 | 0.34 | 0.5  | 45.94  | 22.97 | 15.62 | 买入 |
| 圣农发展 | 16.65 | 0.68 | 1.03 | 1.41 | 24.49  | 16.17 | 11.81 | 增持 |
| 民和股份 | 23.16 | 0.41 | 0.75 | 0.8  | 56.49  | 30.88 | 28.95 | 增持 |
| 华英农业 | 18.50 | 0.38 | 0.75 | 0.98 | 48.68  | 24.67 | 18.88 | 增持 |

资料来源：wind 资讯 方正证券研究所 注：股价为 6.14 日收盘价

## 正文目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、农产品涨价是主旋律 .....                        | 4  |
| 1.1 国际国内农产品价格普涨 .....                    | 4  |
| 1.2 猪肉价格领涨畜禽水产 .....                     | 6  |
| 二、生猪养殖行业持续看好 .....                       | 7  |
| 2.1 猪肉产销量稳步增长 .....                      | 7  |
| 2.2 生猪存栏规模下滑，供求趋紧 .....                  | 8  |
| 2.3 养殖成本上升推高生猪价格 .....                   | 9  |
| 2.4 规模化养殖是未来发展趋势 .....                   | 10 |
| 2.5 目前生猪养殖进入景气周期 .....                   | 12 |
| 2.6 猪肉价格走势分析 .....                       | 13 |
| 三、农业股 2011 下半年投资策略与重点公司 .....            | 14 |
| 3.1 持续看好生猪养殖及替代性行业 .....                 | 14 |
| 3.2 重点公司推荐 .....                         | 14 |
| 3.2.1 新五丰（600975）：生猪价格维持高位，公司业绩将爆发 ..... | 14 |
| 3.2.2 雏鹰农牧（002477）：高速增长 期待长期投资价值 .....   | 16 |
| 3.2.3 唐人神（002567）：积极推进高毛利的种猪业务 .....     | 17 |
| 3.2.4 大康牧业（002505）：产业链布局完成，静待收益 .....    | 17 |
| 3.2.5 正邦科技（002157）：产能释放和行业景气驱动业绩攀升 ..... | 18 |
| 3.2.6 大湖股份（600257）：公司资源价值值得期待 .....      | 18 |
| 3.2.7 圣农发展（002299）：全产业链+稳定优质客户 .....     | 19 |
| 3.2.8 民和股份（002234）：受益鸡苗上涨的龙头企业 .....     | 20 |
| 3.2.9 华英农业（002321）：受益行业景气，得力产能释放 .....   | 20 |

## 图表目录

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 1 耕地面积下滑，粮食产量增速放缓 .....                   | 4  |
| 图表 2 我国农产品贸易逆差扩大，粮食由净出口变为净进口 .....           | 4  |
| 图表 3 一年内国际大豆价格上涨 43%，国内上涨 12% .....          | 5  |
| 图表 4 一年内国际稻谷价格上涨 37%，国内上涨 7% .....           | 5  |
| 图表 5 一年内国际玉米价格上涨 108%，国内上涨 11% .....         | 5  |
| 图表 6 一年内国际小麦价格上涨 71%，国内上涨 8% .....           | 6  |
| 图表 7 一年内国际糖价格上涨 38%，国内上涨 37% .....           | 6  |
| 图表 8 过去一年猪肉价格上涨 28%，领跑鸡肉、牛羊肉涨幅 .....         | 7  |
| 图表 9 淡水、海水产品价格近期开始上涨 .....                   | 7  |
| 图表 10 猪肉产量稳定增加 .....                         | 7  |
| 图表 11 我国居民肉类消费结构 .....                       | 8  |
| 图表 12 我国城镇、农村人均猪肉消费量增加 .....                 | 8  |
| 图表 13 生猪存栏量止跌回升，能繁母猪存栏量连续四月下跌 .....          | 8  |
| 图表 14 2011 年 1-4 月能繁母猪存栏量占比环比下降 3% .....     | 9  |
| 图表 15 生猪养殖周期 345 规律 .....                    | 9  |
| 图表 16 养猪成本构成 .....                           | 10 |
| 图表 17 玉米价格同比上涨 10% .....                     | 10 |
| 图表 18 饲料配料鱼粉小麦价格上涨 .....                     | 10 |
| 图表 19 目前我国生猪规模养殖比例超过 50% .....               | 11 |
| 图表 20 我国规模养殖成本利润率逐渐好于散养 .....                | 11 |
| 图表 21 我国规模养殖每头净利润逐渐好于散养 .....                | 11 |
| 图表 22 美国随着规模化养殖加剧肉价高位维稳 .....                | 12 |
| 图表 23 我国猪肉价格随规模化养殖比例提高而上升 .....              | 12 |
| 图表 24 猪肉价格自 2010 年 6 月进入上升通道，涨幅约 40% .....   | 13 |
| 图表 25 自繁自养头猪盈利能力突破 600 元 .....               | 13 |
| 图表 26 生猪价格走势 .....                           | 14 |
| 图表 27 2011 年下半年猪肉价格预期稳中有升，高点约在 27 元/公斤 ..... | 14 |

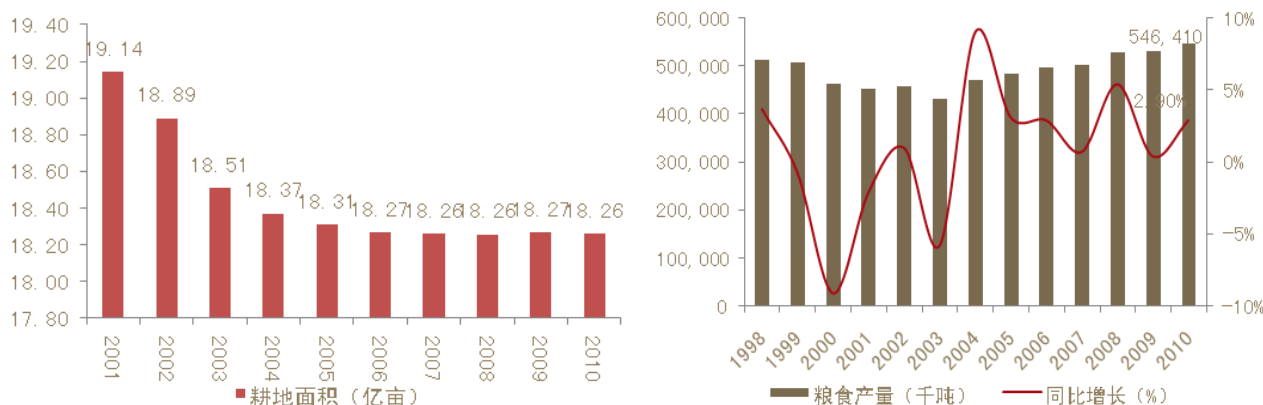
## 一、农产品涨价是主旋律

## 1.1 国际国内农产品价格普涨

从国际农产品价格趋势上看，人口增加、资源减少，世界农产品供求一直存在缺口。近年极端天气的频繁出现又导致全球农产品的大幅减产，使得供需缺口再次扩大，推高价格。

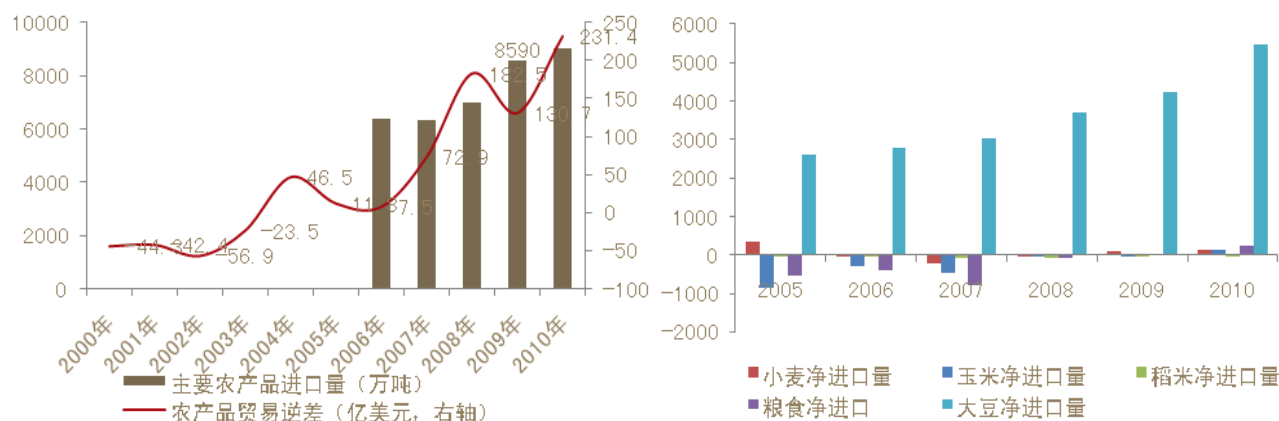
从国内来看，农产品供求整体处于的“紧”平衡状态，再加上旱涝、成本等因素影响，使得区域性供给不平衡，推动价格上涨。

图表 1 耕地面积下滑，粮食产量增速放缓



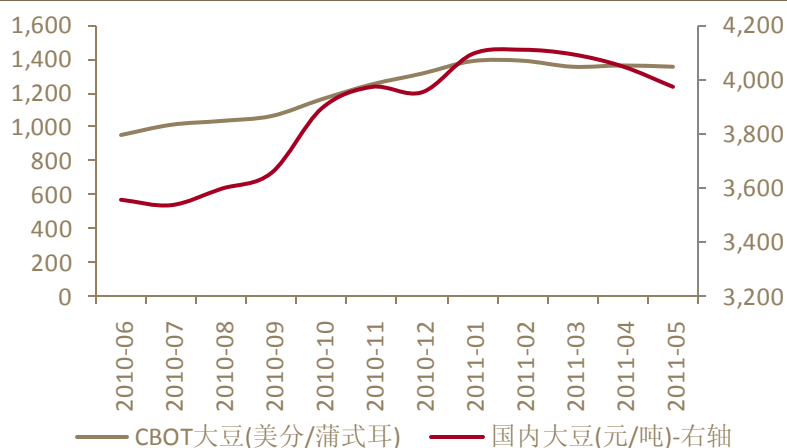
资料来源：统计局 方正证券研究所

图表 2 我国农产品贸易逆差扩大，粮食由净出口变为净进口



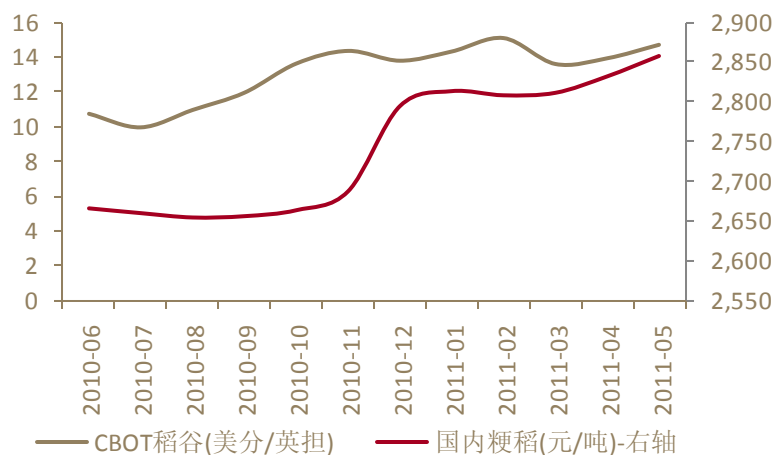
资料来源：海关总署 方正证券研究所

图表 3 一年内国际大豆价格上涨 43%，国内上涨 12%



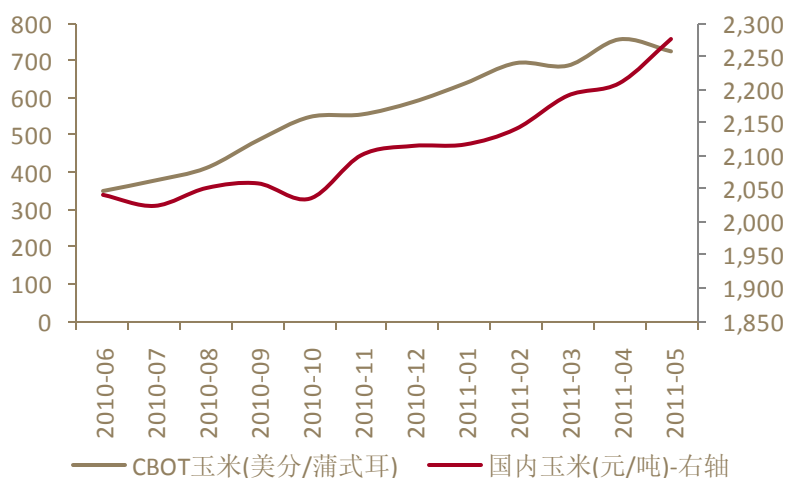
资料来源: CBOT 农业部 方正证券研究所

图表 4 一年内国际稻谷价格上涨 37%，国内上涨 7%



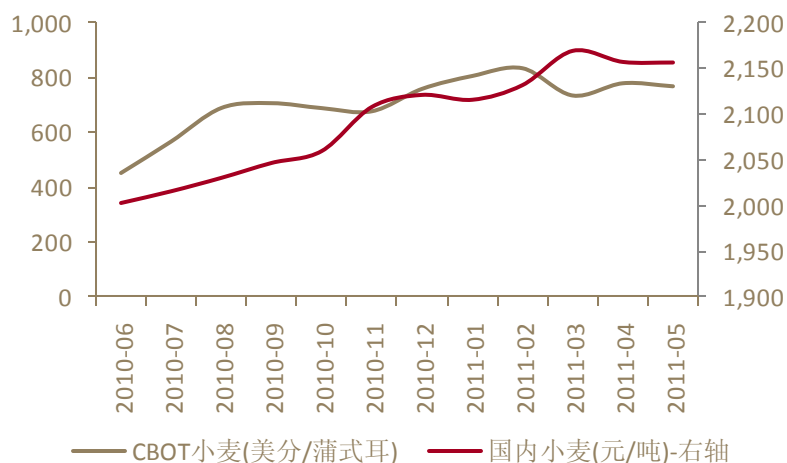
资料来源: CBOT 农业部 方正证券研究所

图表 5 一年内国际玉米价格上涨 108%，国内上涨 11%



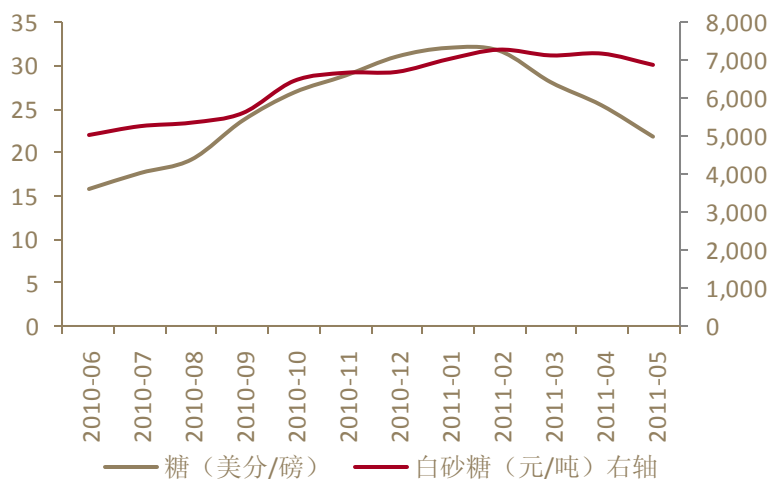
资料来源: CBOT 农业部 方正证券研究所

图表 6 一年内国际小麦价格上涨 71%，国内上涨 8%



资料来源: CBOT 农业部 方正证券研究所

图表 7 一年内国际糖价格上涨 38%，国内上涨 37%

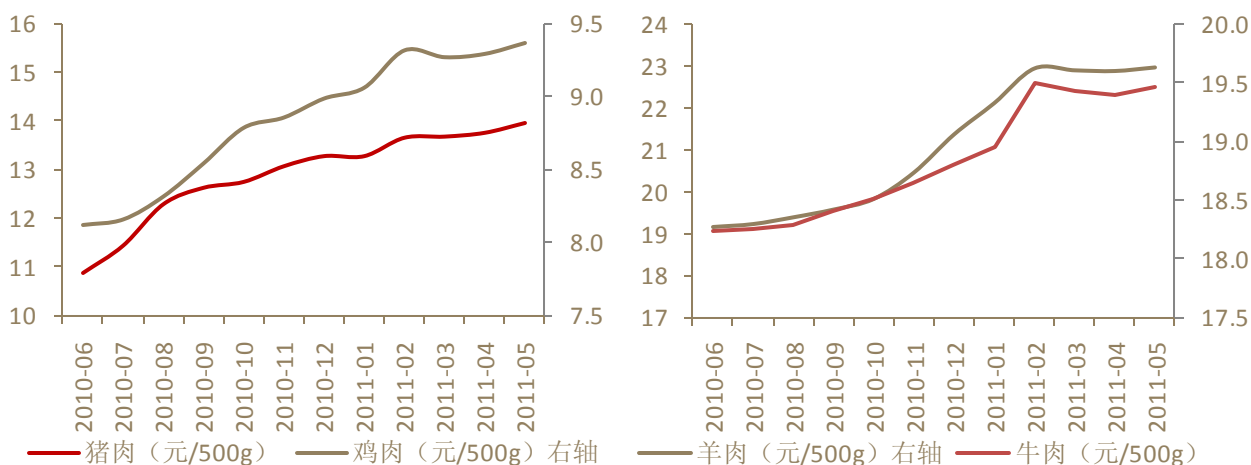


资料来源: NYMEX CZCE 方正证券研究所

## 1.2 猪肉价格领涨畜禽水产

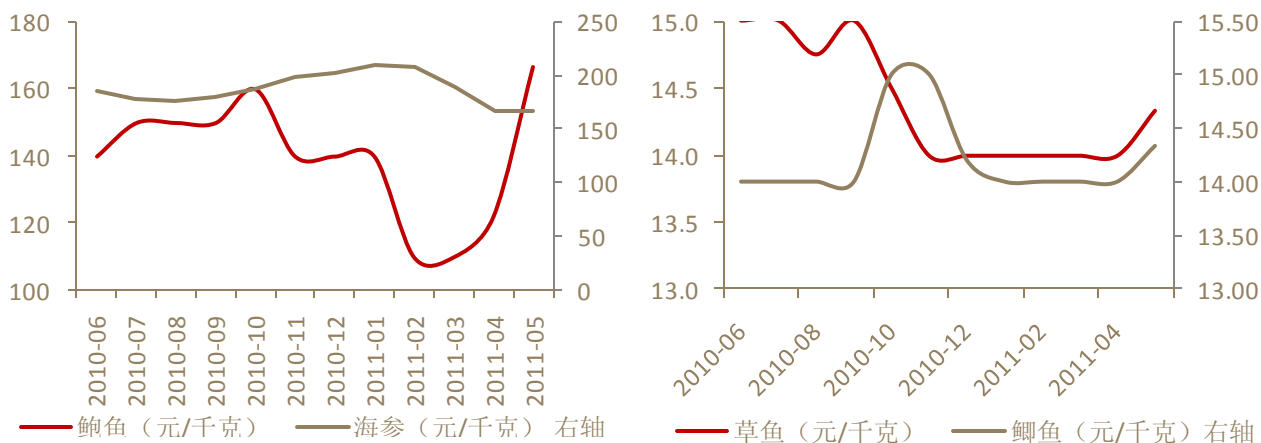
生猪价格具有明显的周期性,2010 年上半年是上一轮周期的尾声,猪价低迷,养殖户亏损严重,导致养殖信心不足,大量退出养殖行业,因此 2010 年下半年猪价快速上涨过程中养殖户的补栏积极性不高,生猪和能繁母猪存栏量处于低位徘徊,而从能繁母猪补栏到商品肉猪出栏需要一年时间,我们预计猪肉价格高位运行持续到 2012 年 6 月份左右。

图表 8 过去一年猪肉价格上涨 28%，领跑鸡肉、牛羊肉涨幅



资料来源：发改委 方正证券研究所

图表 9 淡水、海水产品价格近期开始上涨



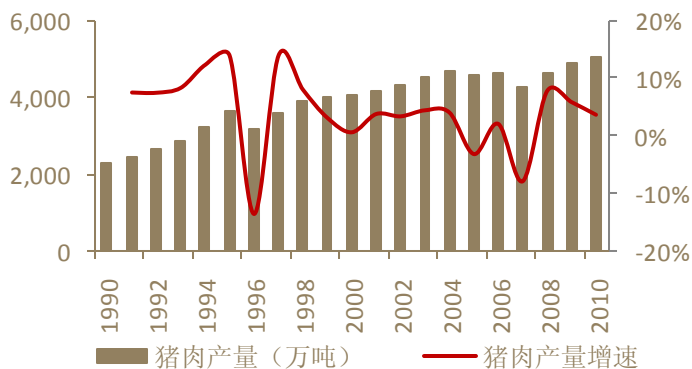
资料来源：发改委 方正证券研究所

## 二、生猪养殖行业持续看好

### 2.1 猪肉产销量稳步增长

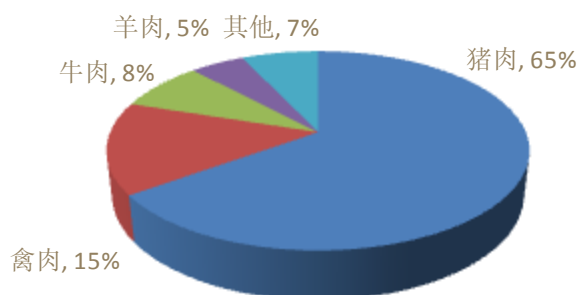
2010 年我国猪肉产量达到 5070 万吨，过去十年中国猪肉产量增加 29%，预计未来中国的猪肉消费量年增长率在 1.5%到 2%之间。目前猪肉消费占肉类比例保持稳定在 65%左右。

图表 10 猪肉产量稳定增加



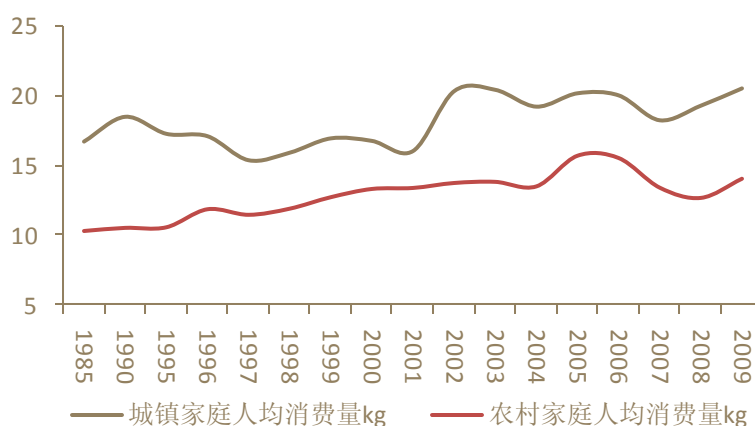
资料来源：统计局 方正证券研究所

图表 11 我国居民肉类消费结构



资料来源：统计局 方正证券研究所

图表 12 我国城镇、农村人均猪肉消费量增加

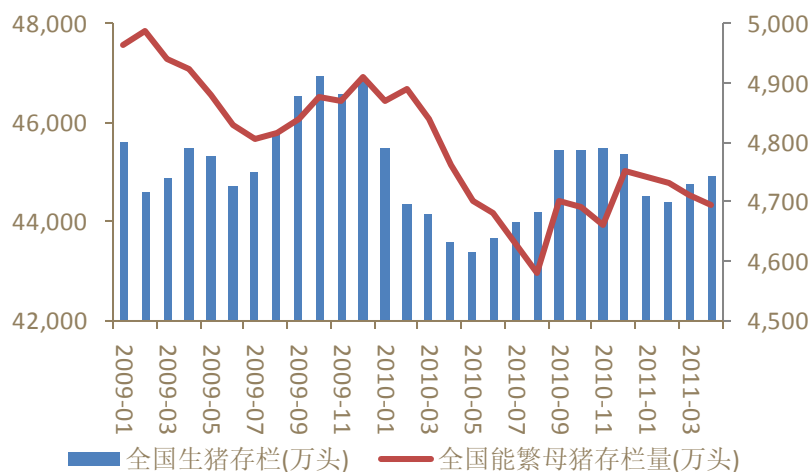


资料来源：中国统计年鉴 方正证券研究所

## 2.2 生猪存栏规模下滑，供求趋紧

农业部畜牧业司公布 2011 年 4 月生猪存栏为 44920 万头，环比增加 0.38%，同比增加 3.03%，其中能繁母猪 4695 万头，同比降低 0.32%，环比降低 1.37%，生猪、能繁母猪存栏依然低于均衡水平，生猪供求仍偏紧。

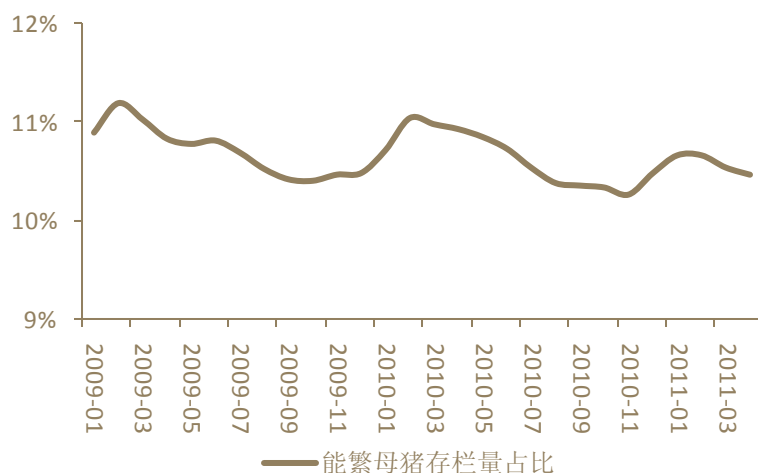
图表 13 生猪存栏量止跌回升，能繁母猪存栏量连续四月下跌



资料来源：中国畜牧业信息网（数据截至 2011.4） 方正证券研究所



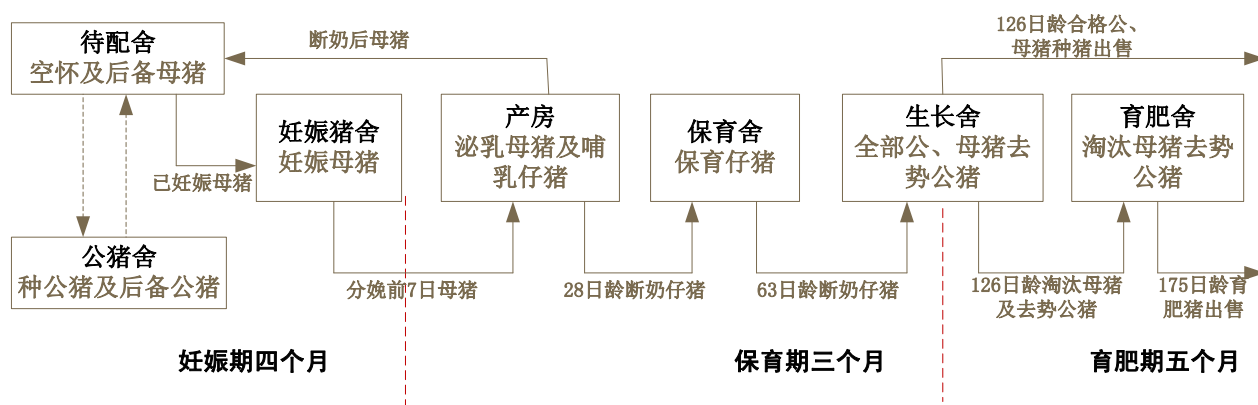
图表 14 2011 年 1-4 月能繁母猪存栏量占比环比下降 3%



资料来源：方正证券研究所（数据截至 2011.4）

生猪生产必须经过繁育母猪、产仔、育肥三个阶段才能完成一次循环，这个过程至少需要一年的时间，目前生猪供求趋紧的关系难以在短期内改善，生猪价格继续上行。

图表 15 生猪养殖周期 345 规律

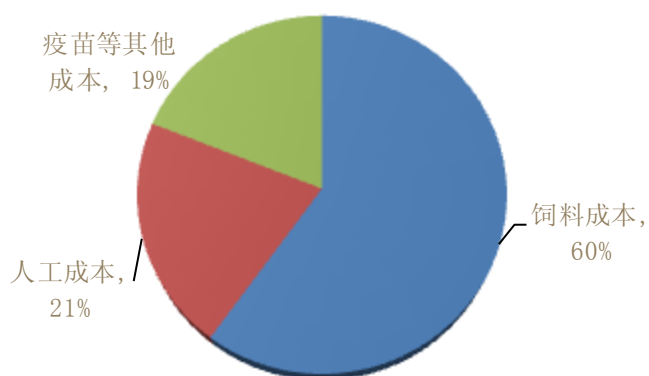


资料来源：方正证券研究所

### 2.3 养殖成本上升推高生猪价格

饲料成本占养猪成本约 60%，玉米占饲料成本约 60%。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，当前玉米供应基本保持平稳，而采购需求有所增加，尤其进入 5 月份之后，虽然国家调控政策较强，但玉米市场走势仍有望由政策调控型向需求主导型转变，预计近期玉米价格仍将保持坚挺态势推高饲料价格，养猪成本上升，推动生猪价格上涨。

图表 16 养猪成本构成



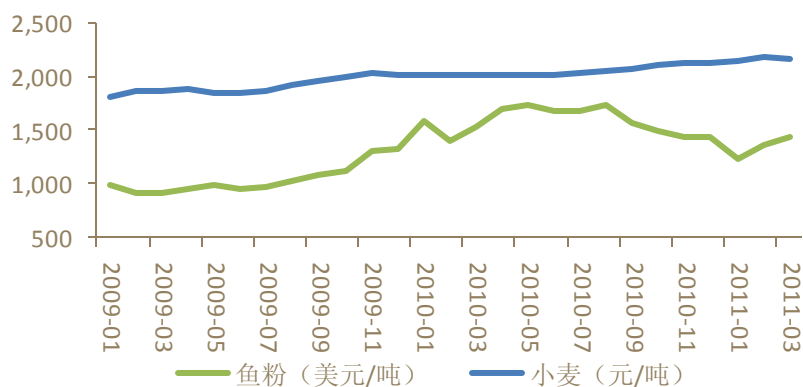
资料来源：黑龙江农业信息网 方正证券研究所

图表 17 玉米价格同比上涨 10%



资料来源：统计局（数据截至 2011.5.16） 方正证券研究所

图表 18 饲料配料鱼粉小麦价格上涨

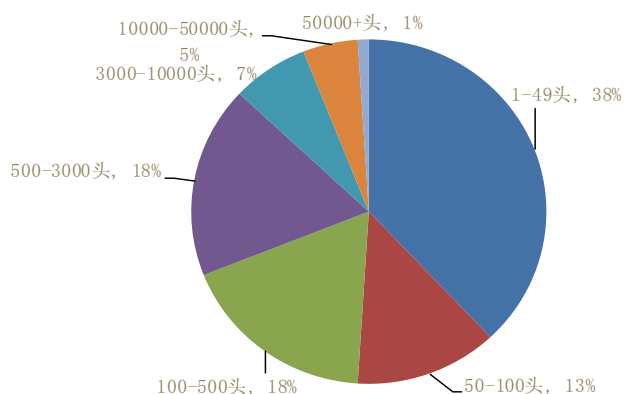


资料来源：统计局 方正证券研究所

## 2.4 规模化养殖是未来发展趋势

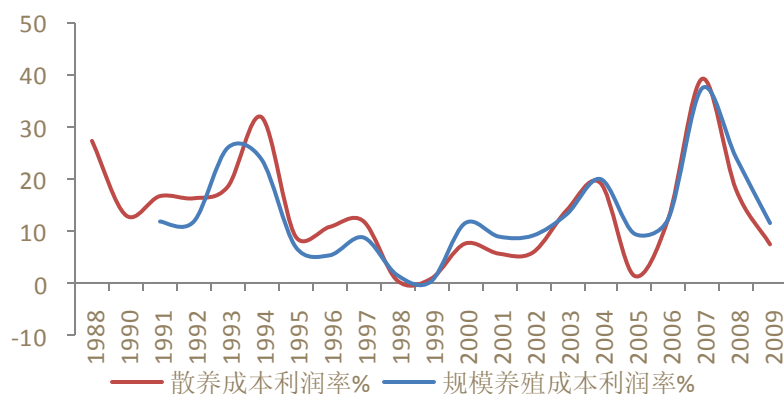
目前我国有 6700 多万养猪户，美国仅有 7 万；我国养殖规模在 50 头以上养殖户提供的生猪出栏量占全国的 66%，大大低于美国的 96.6%。近年来生猪规模养殖得益于成本控制和技術管理，收益好于散养，由此可以判断规模养殖比例还将继续扩大。

图表 19 目前我国生猪规模养殖比例超过 50%



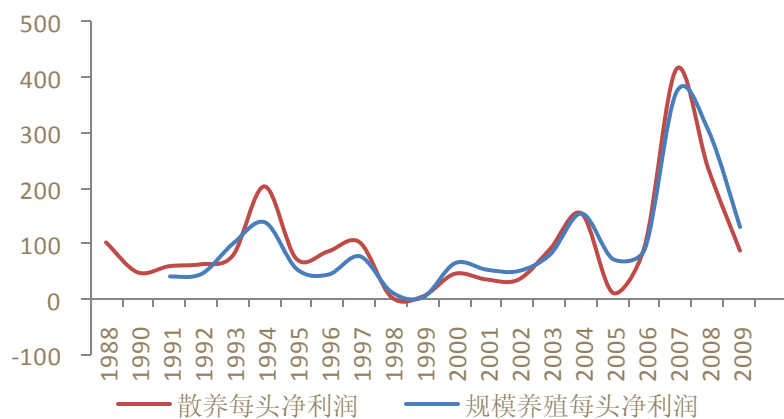
资料来源：农业部（2008 年数据） 方正证券研究所

图表 20 我国规模养殖成本利润率逐渐好于散养



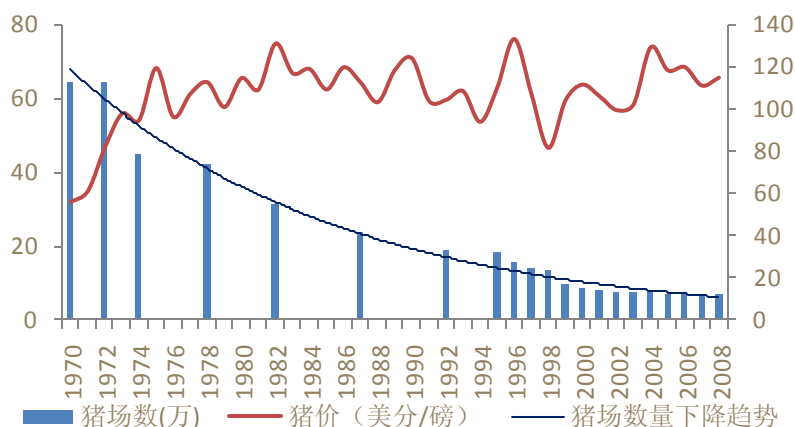
资料来源：发改委 方正证券研究所

图表 21 我国规模养殖每头净利润逐渐好于散养



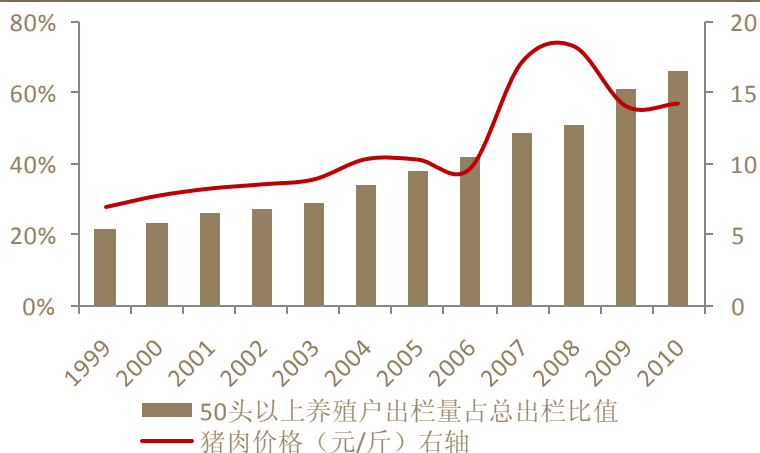
资料来源：发改委 方正证券研究所

图表 22 美国随着规模化养殖加剧肉价高位维稳



资料来源：USDA FAO 方正证券研究所

图表 23 我国猪肉价格随规模化养殖比例提高而上升

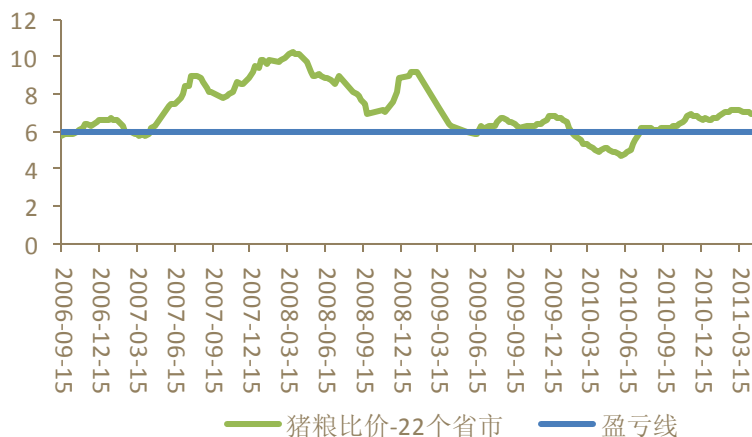


资料来源：畜牧业年鉴 农业部 方正证券研究所

## 2.5 目前生猪养殖进入景气周期

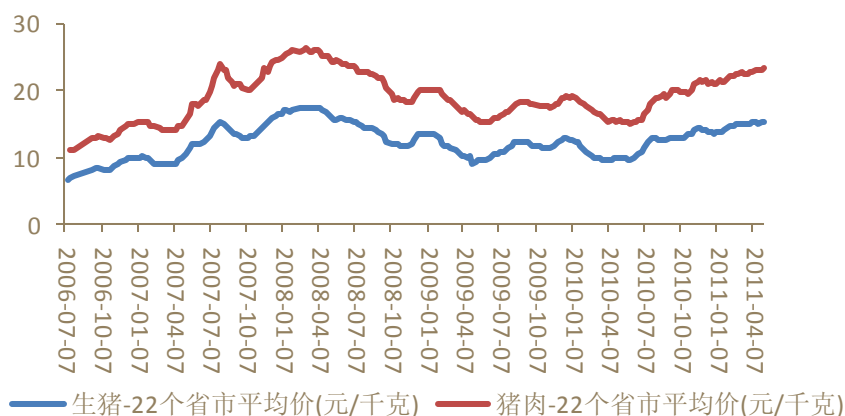
2010 上半年猪粮比低于盈亏平衡点, 全年自繁自养平均头均盈利为 80 头, 养殖景气度处于低点。2010 下半年猪粮比高于盈亏点, 养殖业开始进入新一轮的景气周期。

图表 2010 下半年猪粮比超过盈亏线



资料来源：统计局（数据截至 2011.6） 方正证券研究所

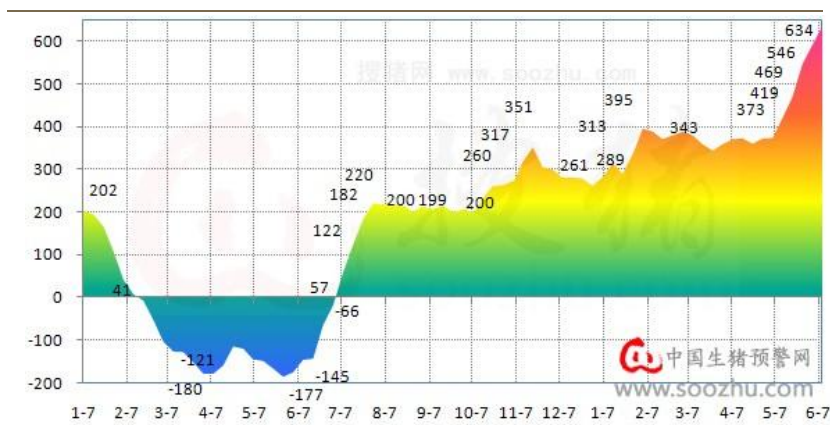
图表 24 猪肉价格自 2010 年 6 月进入上升通道，涨幅约 40%



资料来源：统计局（数据截至 2011.6） 方正证券研究所

自繁自养头猪盈利能力自 2010.6 月开始盈利，随着肉价上涨盈利能力持续攀升，目前冲破 600 元大关。

图表 25 自繁自养头猪盈利能力突破 600 元



资料来源：搜猪网 方正证券研究所

## 2.6 猪肉价格走势分析

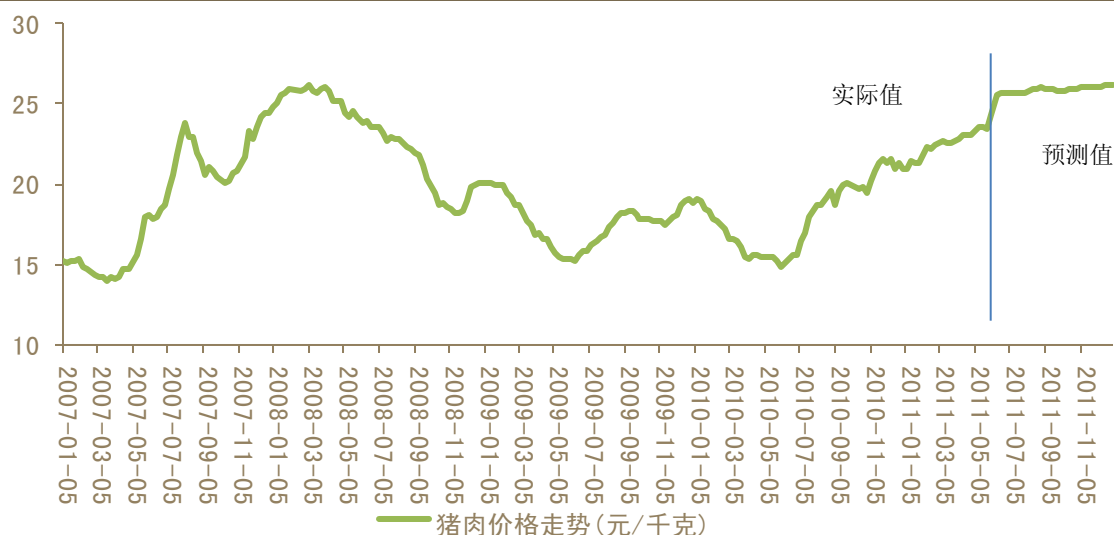
母猪存栏变化偏离均衡水平的程度传递至生猪价格时会被 1.5-2 倍放大。2010 年底的母猪存栏低于均衡水平 15%，对应 2011 年猪价最高位可能要超出均衡水平 30%以上，由此可预期 2011 年全国生猪价格均价有可能逼近 15 元/公斤，对应猪肉价格高点在 27 元/公斤左右。

图表 26 生猪价格走势



资料来源：搜猪网 方正证券研究所

图表 27 2011 下半年猪肉价格预期稳中有升，高点约在 27 元/公斤



资料来源：方正证券研究所

### 三、农业股 2011 下半年投资策略与重点公司

#### 3.1 持续看好生猪养殖及替代性行业

2011 下半年我们看好养殖类企业，原因如下：

①在猪肉价格进入周期性上升通道，养殖行业保持高景气情况下，将使养殖企业的利润大幅提升；“瘦肉精”事件使得具有全产业链、食品安全控制能力强的企业长期受益，重点推荐新五丰，关注雏鹰农牧、唐人神、大康牧业、正邦科技。

②我国猪肉消费占肉类消费比例 65%左右，生猪养殖的景气周期带动其替代品行业进入景气周期，推荐大湖股份、圣农发展、民和股份、华英农业。

#### 3.2 重点公司推荐

##### 3.2.1 新五丰（600975）：生猪价格维持高位，公司业绩将爆发

※公司以猪做文章，大有可为

根据经合组织—联合国粮农组织发布的农业展望报告，全球猪肉消费量预计将以每年近 2% 的速度增长，到 2018 年将增长至 3.2 亿吨，涨幅为 20%，其中猪肉消费量占 37.5%，中国成为世界最大的肉类生产大国。2010 年，中国肉类生产量达到 7925 万吨，占世界肉类总产量约 29%，居世界之首，其中猪肉总产量为 5070 万吨，占全部肉类产量的 64%，猪肉消费占我国肉类消费品半壁以上江山，约占世界猪肉总产量的 49%。2009 年湖南生猪出栏 5508.66 万头，占全国 8.5%，位居国内第二，而新五丰作为湖南省最大的养猪企业年出栏头数还不到湖南省的 1%，随着生猪规模化养殖的提升，公司在养猪行业还有巨大的提升空间。

#### ※公司所在养猪业处于景气周期

生猪养殖是典型的强周期性行业，通常为 3 年左右为一个完整周期，2010 年是 2006 年以来中国生猪市场最为艰难的一年，年头均盈利仅 84 元，较 2009 年的 143 元下跌 41.26%，猪粮比价从 2009 年的 6.8:1 跌至 5.93:1，从 2010 年 6 月份猪价拐点向上，当前猪粮比已超过 7:1，自繁自养头均盈利超过 400 元。2011 年 3 月份全国母猪存栏总量已经降至三年来的低位，从母猪补栏到对应商品猪出栏需要一年左右时间，因此我们认为 2011 年生猪供应总体紧张，猪肉价格将维持高位，养猪行业保持高景气。全年生猪均价有望在 14.5 元/公斤左右，较 2010 年涨 30% 以上，自繁自养头均盈利全年在 350 元以上，较 2010 年翻两番。根据调研，公司 2011 年养猪盈利情况随着行业景气已大大提高。

#### ※公司生猪养殖量成倍扩大

公司的生猪养殖参照欧盟标准饲养，管理水平和产品品质同业领先，2010 年公司生猪出口 16.14 万头、种猪出栏 6748 头、仔猪出栏 8.46 万头，能繁母猪 3 万多头，还有鲜肉销售屠宰自有猪场生猪约 10 万头，2010 年实施“公司+适当规模小农场”项目，使公司养殖规模在自有猪场 40 万头基础上增加 35 万头达到 75 万头养殖规模，并计划在 3-5 年的时间内采用适当养殖规模农场和合作社模式发展到 300 万头。

#### ※公司生猪全产业链已打通，盈利拐点出现

2011 年受“瘦肉精”事件影响，食品安全备受关注，具有全产业链的生猪养殖加工企业竞争优势凸显。公司生猪全产业链模式既能保证食品安全，又能平滑猪价波动获得稳定利润：公司具有从生猪原种—生猪饲料—生猪养殖—猪肉销售的生猪全产业链，公司当前鲜肉销售不到公司生猪养殖量的 1/3，我们认为公司 2011 年既能享受生猪养殖业高景气的养殖利润，后期又能在养殖业低迷期获得较高的鲜肉销售利润，我们认为公司盈利拐点出现，并进入稳定增长阶段。

#### ※公司业绩爆发性增长值得期待

公司 2010 年以前主要是以自建猪场发展养殖，2010 年开始以适当规模农场和养猪专业合作社发展生猪养殖，避免了前期养猪场的大投入，有利于公司销售净利率的提高，这也是公司前几年销售净利率低于同行的主要原因之一。2010 年国内主要养猪上市公司新五丰(600975)、雏鹰农牧(002477)、大康牧业(002505)、罗牛山(000735)的销售净利率分别为 2.14%、18.01%、10.58%、3.44%，市销率(PS)分别为 2.2、10.67、6.39、7 倍。公司 2011 年 1 季



度净利润增长 535%，并预计中报增长 100%以上，我们认为在生猪养殖高景气下，公司业绩爆发性增长值得期待。

#### ※有别于市场的观点

公司的大股东为湖南省国资委下属的粮油集团，2011 年 2 月份大股东湖南粮油集团董事长邱卫上任新五丰董事长，而湖南省政府早已明确指示湖南农业食品中重点支持新五丰的发展。我们认为公司在政府支持、人事变动、行业景气、食品安全、国企十二五规划等众多利好因素下，公司向上经营拐点已确立。

#### ※盈利预测与评级

保守预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.18、0.27、0.37 元，如果按照同行销售净利率的平均水平 8.5%计算，2011-2013 年 EPS 为 0.49、0.60、0.69 元；生猪行业波动较大，我们采用 PS 估值，结合同业平均 PS4.9，给予公司 3 倍 PS，目标价位 16.6 元，维持买入评级。

※风险提示：猪价和粮价剧烈波动，重大疫情，行业政策变化等。

### 3.2.2 雏鹰农牧（002477）：高速增长 期待长期投资价值

#### ※雏鹰模式高效高速

公司多年来成功创立了一套公司与农户共赢的“雏鹰模式”，农户承担风险大大降低，充分调动了农户积极性，培养了很高的忠诚度；该模式实行“分散养殖统一管理”保证了养殖高效、疫情风险可控、猪肉安全可追溯，提高了养殖效益，也符合食品加工业要求。公司各项养殖指标远优于行业均值，良好的经营模式与可复制性使得公司规模扩张迅猛，2007-2009 年复合增长率 90%，2010 年净利润增速 40%，预计 2011-2014 年年均增长率超过 50%。

#### ※励精图治——纵向延伸、横向扩张

公司年产 15 万吨冷鲜肉屠宰加工项目向下游进军，年产 40 万吨饲料项目、吉林雏鹰农贸公司强化向上游的发展。年产 60 万头生猪募投项目建设快于预期，三门峡市 40 亿元生态养猪项目实现大规模扩张，并且生猪品质也将再上新台阶。

#### ※小公司大行业支持公司长期高速发展

公司 2010 年生猪出栏 66 万头，预计全国 2011 年生猪需求 7 亿头左右，并且随着居民生活水平提高，市场将以每年 2-3%速度增长，行业空间足够大，目前行业中还不存在大公司之间此消彼长的竞争关系，公司有着广阔的扩张空间。

#### ※再融资、股权激励可能成为股价催化剂，大量土地资源长期价值可观

公司目前快速发展需要大量资金，仅三门峡生态养猪项目就需要 40 亿元巨资，公司有着再融资的强烈需求；作为民营企业，可以期待公司会择机推出股权激励措施。公司拥有大量养猪场地，尤其是生态养猪项目计划以国家允许的最长期限签约 40 万亩土地（目前该项目已启动），这些土地在今后长期价值增值不可限量。

#### ※盈利预测与评级：



预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.83、1.07、1.61 元，综合考虑公司的高成长性与出色的市场竞争力，给予增持评级。

#### ※风险提示：

畜禽疫病风险；公司净利率远高出行业均值，需要高超的管理水平作支撑，公司规模扩大后存在的管理风险；规模扩张带来的资金、财务风险。

### 3.2.3 唐人神（002567）：积极推进高毛利的种猪业务

#### ※种猪投资将增厚利润近七成

公司拟定与美国威特先合资设立子公司（股权比例 7：3），公司现金出资占 70%的股权，威特先以种猪出资，占 30%的股权，合资在河南、河北、广东三地设立种猪育种公司，年出栏种猪 3 万头，目前一头种猪毛利在 1500-3000 元之间，按一头 2250 元毛利计算，本次投资能够增厚毛利约 6750 万元，占公司 2010 年营业利润的 70%。

#### ※扩大饲料生产规模，强化其核心地位

饲料业务是公司核心业务，2010 年收入 39.2 亿元，占 2010 年收入的 90%；毛利 3.38 亿元，占总毛利的 80%，“骆驼”牌饲料是湖南省最知名的饲料品牌。此次饲料项目投资预计每年能提供营业收入 4000 万元，净利润 1120 万元，相当于 2010 年净利润的 12%，进一步强化饲料业在公司核心地位。

#### ※利用品牌优势拓展产业链

公司是湖南省规模最大的农业产业化国家重点企业，“唐人神”牌中式肉制品占湖南 2/3 市场份额，与“骆驼”牌饲料一样在湖南拥有极高知名度，公司利用已有的品牌和渠道优势，开始进军生鲜肉市场。这样公司就基本完善了饲料生产、种猪繁育、肉品加工、品牌销售的全产业链，极大提高了竞争力和盈利能力。

#### ※盈利预测和评级

预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.85、1.10、1.43 元，给予公司增持评级。

※风险提示：玉米、豆粕等原材料涨价风险；生猪重大疫情风险。

### 3.2.4 大康牧业（002505）：产业链布局完成，静待收益

#### ※拓展产业链，覆盖下游屠宰加工环节

公司拟成立全资子公司-大康肉食，从事畜禽冷鲜肉销售、肉制品加工销售，生猪副产品加工销售、冷链物流及农产品物流配送等业务，拓展产业链下游，有利于提高公司整体毛利水平。

#### ※管理层年富力强，持股比例高达 32.33%

公司管理层不超过 50 岁，年富力强，董事长陈黎明持股 22.94%，有利于公司长期向好发展。目前大康牧业的管理精细化程度比较低（雏鹰对养殖户按生猪增重公斤数进行结算，大康还在按养殖头数进行考核），种猪和仔猪的毛利低于同行上市公司，随着公司管理完善，预期盈利能力会有明显的提升。

#### ※收购新康牧业 100%股权，扩大种猪、商品猪业务

新康牧业是湖南省一级原种扩繁场，种猪品质优良，占当地市场份额量大；其次，新康牧业处于局部封闭的优越地理位置，利于生猪养殖和防疫，是难得的生猪养殖场地。该猪场离公司募投项目 40 万生猪屠宰加工项目建设场址仅 2 公里左右，为该项目投产后原料猪最近的供货点。

#### ※未来看点

40 万头生猪屠宰加工项目，预期 2011 年下半年将贡献利润；30 万头规模生态养殖小区建设项目的进展情况，预计 2011 年年底建成并投产，达产后年新增出栏种猪 2 万头、商品猪 30 万头。

#### ※盈利预测和评级

公司受益生猪养殖行业高景气，业绩有望大幅增长，预期 2011-2012 年 EPS 为 0.70 元、0.91 元，给予增持评级。

※风险提示：生猪重大疫情风险等

#### 3.2.5 正邦科技（002157）：产能释放和行业景气驱动业绩攀升

##### ※公司大幅扩张的产能进入释放期

随着公司募投项目、扩建等项目陆续投产，公司产能大幅提高，饲料产能达 500 万吨，预计 2011 年饲料销量同比增长 40%以上；预计生猪收入同比增长 90-100%，种鸭收入增长 50%以上；食品业收入也将有 50%的增幅。预计 2011 年总收入将增长 40%以上，2012、2013 年总收入增长 30%。

##### ※业内产业链最完善的两家企业之一

公司原来主营饲料，现在在饲料原料产区建立采购储藏基地，向上游发展，并且保障了原料的质量和供给；下游则大力发展养猪业，养殖业收入占比稳步提升，同时进入屠宰加工业，以自有养殖基地为依托，打造“自养猪、可溯源、放心肉、保健康”的高端生鲜肉品牌，成为目前生猪养殖行业仅有的两家完全打通全产业链的公司之一（另一家是新五丰）。全产业链的打造使公司年度间盈利更稳定，并且更易保障产品安全，更易获得市场认可从而获得优质产品的溢价。

##### ※行业发展空间巨大

公司目前生猪产能 60 万头，预计全国 2011 年生猪需求 7 亿头左右，并且随着居民生活水平提高，市场将以每年 2-3%速度增长，行业空间足够大，目前行业中还不存在大公司之间此消彼长的竞争关系，公司生猪养殖有着广阔的扩张空间；2010 年全国商品饲料约 1.56 亿吨（约占总需要量的 1/3），并且随着生猪养殖的规模化进程，饲料的商品化率将大幅提高，而公司 2011 年预计将销售 350 万吨左右，饲料业空间也足够大。

#### ※盈利预测与评级

预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.26、0.36、0.41 元，给予公司增持评级。

#### ※风险提示

生猪疫病风险，玉米、豆粕大幅涨价风险，鲜肉市场开拓风险。

#### 3.2.6 大湖股份（600257）：公司资源价值值得期待

##### ※公司以较低的价格获得了宝贵的水域资源

公司 2000 年水面资源为 7.9 万亩，经过 10 年的发展目前已拥有 173 万亩水域资源，增长了 21.8 倍，占我国已养殖湖泊和水库面积的 4.9%，位居国内第一；公司以一次性锁定总价格的方式分别拥有内陆 50 万亩水域资源（分布在湖南、安徽、江苏）使用权 50 年，总价格 1.9 亿元，新疆 123 万亩乌伦古湖使用权 30 年，总价

格 2.54 亿元。在国家推动农业土地水域资源使用权流转（林权流转、水域滩涂流转、耕地流转）的前期取得了非常宝贵的水域资源。

#### ※聚焦主业将使公司脱颖而出

公司产业分布于淡水产业、药业、白酒、商业地产。淡水产品涵盖了大湖散养的四大家鱼（青、草、鲢、鳙）等日常和独特的水产品、阳澄湖大闸蟹（公司控股 48.92% 的上海泓鑫置业控股江苏阳澄湖大闸蟹股份有限公司 60% 的股份）、2009 年新进入的新疆乌伦古湖冰川鱼；公司 2010 年着手打造“大湖”鱼品牌，在拥有宝贵资源的前提下，并具备了国内享有的名优特种淡水产品，可以说万事俱备只欠东风。2009 年我国淡水产品产量为 2434.85 万吨，就低原则按照 1 万元/吨的价格，市场价值容量在 2400 亿以上，纵观国内当前没有一家淡水产品公司的产量达到国内淡水产品产量的 0.2%，市场占有率也没有达到 0.2%，可以说淡水产品行业蕴藏着广阔的发展前景，公司聚焦淡水产品主业，达到 1% 的市场占有率，公司淡水产品收入将增长 8 倍以上。

#### ※从另一个角度看公司的价值被低估

一是公司在国内中东部拥有的 50 万亩优质大水面，按照 1 万元/亩 50 年的使用权（200 元/亩/年），水域资源价值 50 亿；二是 2009 年拿到的 123 万亩新疆乌伦古湖，按照 1000 元/亩 30 年的使用权，水域资源价值 12.3 亿元；三是公司参股 49% 的上海泓鑫时尚广场（4.5 万平方米）总投资 4.5 亿元，2008 年经评估资产值为 12 亿元；四是公司还拥有湖南省著名的中药产品（天麻首乌片）、白酒（德山大曲），我们保守给予价值 2 亿元。几项加起来总价值应为 70.18 亿元，远远高于当前 38.35 亿元的市值，虽然当前公司按照常用的市场 PE 估值偏高，但资源价值已事实存在，随着国家对农业资源权证流转的进一步推进，农产品价格的上行等，我们觉得公司的盈利和价值将被市场逐步认可。

#### ※催动公司股价变化的几个因素

一是公司将从资源型农业公司向消费品公司转变，预计公司将加大优秀品牌塑造和营销人员的引进；二是对公司产业（商业地产、药业、白酒等）进行梳理，聚焦主业水产；三是大量产业资本进入淡水产品行业的推动，而且当前国内已有众多的产业资本开始进军淡水产业，近期已有广东温氏集团入住蓝田和獐子岛 1 亿元进入鲟鱼养殖业。

#### ※盈利预测与评级

我们预计 2011-2013 公司 EPS 为 0.34、0.50、0.71 元，结合行业和公司 PE、PS、PEG 估值情况，我们认为公司合理价格为 15 元，维持公司“买入”投资评级。

※风险提示：自然灾害风险，政策变动风险等。

#### 3.2.7 圣农发展（002299）：全产业链+稳定优质客户

##### ※全产业链模式弱化经营波动风险

公司从饲料到鸡肉产品全产业链的经营模式有利于弱化中间环节产品的价格波动风险，但上游原材料及下游市场状况难以掌控，公司毛利率还是存在一定的波动，总体而言全产业链经营模式一定程度弱化了经营波动风险。

##### ※客户稳定，需求旺盛

公司拥有完整的一体化饲养模式保障产品质量，使得公司产品受到餐饮连锁企业和大型食品加工企业的青睐。公司产品在肯德基、麦当劳等快餐行业企业和太太乐等食品工业企业的销售收入占总营业收入的 57.36%，由于肯德基、麦当劳等优质企业对原料的安全性和产品供给的稳定性有着较高的要求，和优质供应商的合作也更为稳定，随着麦当劳、肯德基等优质客户规模的不断扩大，对公司产品的需求量也会逐步增大。

#### ※再融资方案以及合资推动公司步入快速增长期

公司于 10 年 11 月推出再融资方案，欲新增 9,600 万羽肉鸡工程及配套工程项目和祖代鸡项目的建设，肉鸡加工产能将翻倍。公司公告拟与美国莱吉士公司合资成立福建农牧发展有限公司，3 年后将新增公司产能 6000 万羽。假设以上项目顺利实施，3 年后总产能将达 25200 万羽，产能比 10 年增长 163%，复合增长率达到 38%。

#### ※盈利预测与评级

预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 分别为 1.04 元和 1.41 元。瘦肉精事件影响下，猪肉消费下滑，鸡肉为主要替代品以及鸡肉价格上行的背景下，可产生超预期收益，给予公司增持评级。

※风险提示：鸡肉价格下降，禽类疫情等

#### 3.2.8 民和股份（002234）：受益鸡苗上涨的龙头企业

##### ※受益种鸡苗价格上涨

公司是国内最大的商品代肉鸡苗生产企业，2010 年上下半年鸡苗、鸡肉价格冰火两重天，上半年低迷，下半年受猪价反弹影响，鸡苗、鸡肉价格反弹并持续高位运行，较上半年价格上涨 63%；鸡苗价格持续上涨使得公司鸡苗业务毛利率恢复，鸡苗毛利占毛利比例达 80%，改善公司产品综合毛利率。

##### ※沼气业务有望成新看点

2010 年公司沼气项目发电、生物肥业务实现收入 3678 万元，实现毛利 1447 万元，占比约 10%，该沼气项目业务综合毛利率达 39.3%，远高于公司鸡肉、鸡苗业务毛利率，同时该沼气业务属“清洁能源”，前景广阔，因此该业务有望成为公司新的利润增长点，短期内对公司的业绩影响有限。

##### ※增发项目加强产业链下游控制

公司拟以不低于 19.36 元/股的价格发行不超过 4500 万股，募集资金 8.4 亿元，投向商品鸡养殖项目（产能 4536 万羽）、商品鸡屠宰加工项目（产能为 3600 万羽）、粪污处理沼气提纯压缩项目。项目投产后，公司商品鸡出栏规模可达到 5500 万羽左右，屠宰产能达到 5600 万羽，产业链下游有所加强，弱化鸡苗价格限制公司业绩的局面，提升公司估值水平。

#### ※盈利预测与评级

基于鸡苗价格的高景气度，预计 2011-2013 年全面摊薄 EPS 估计为 0.75、0.8、0.9 元，给予增持投资评级。

※风险提示：疫情疾病和鸡苗价格波动风险。

#### 3.2.9 华英农业（002321）：受益行业景气，得力产能释放

##### ※主营产品量价齐升

陈州肉鸡加工项目的建成投产增加产能，产品销量的大幅上升，冻鸡产销量同比增长 128%；主要产品价格较 2010 年均有增加，鸭苗、冻鸭、冻鸡分别上涨 44%、5%、5%。

#### ※新增产能进入释放期

募投项目和上市后重点投资的三大项目将于今明两年集中释放产能，完全达产将形成冻鸭 13.89 万吨，鸭苗 9500 万只，熟食 2.1 万吨，冻鸡 7.62 万吨，分别是 10 年的 1.8 倍、1.5 倍、3.5 倍和 4.2 倍。其中，商品鸭养殖能力提升至 1700 万只，商品鸡养殖能力提升至 1600 万只。

#### ※轻资产运作方式受地方政府支持

公司自建养殖基地外，单县县政府计划在全县发展标准养殖小区 100 个，养殖肉鸭 2000 万只；此外，淮滨分公司所在的地方政府计划提供 2600 万只的新增配套养殖，地方政府的配套养殖量超过公司自建基地的养殖总量，利好公司轻资产运作。

#### ※盈利预测与评级

目前鸭苗价格超预期，预期华英农业 2011-2013 年的 EPS 分别至 0.75、0.98、1.20 元，给予增持评级。

※风险提示：疫病、禽肉价格波动风险；



## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

## 行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；  
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；  
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

|         | 北京                                                              | 长沙                                                              |
|---------|-----------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 地址：     | 北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）                                  | 湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）                               |
| 电话：     | (8610) 68584820                                                 | (86731) 85832351                                                |
| 传真：     | (8610) 68584803                                                 | (86731) 85832380                                                |
| 网址：     | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> | <a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a> |
| E-mail： | yjzx@foundersc.com                                              | yjzx@foundersc.com                                              |