

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

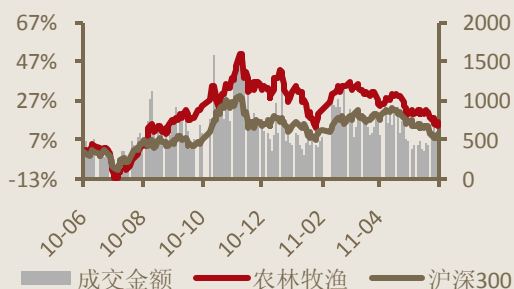
TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

重要数据

上市公司总家数	66
总股本(亿股)	293.06
销售收入(亿元)	357.25
利润总额(亿元)	17.00
行业平均 PE	52.28
平均股价(元)	12.97

农林牧渔行业相对指数表现



相关研究

1 旱情推高粮食价格 利好种子和养殖行业

2 近期猪肉价格涨速加快 多省市同比涨幅超 50%

请务必阅读最后特别声明与免责条款

生猪养殖高景气

领跑畜禽行业

农林牧渔行业研究报告

生猪养殖深度报告
2011.06.24 增持

农林牧渔行业

投资要点

➤ 供求趋紧直接决定生猪价格走高

2010 年 7 月份以来生猪存栏量和能繁母猪存栏量一直较低，2011 年一季度生猪和能繁母猪存栏量环比分别下降 0.22% 和 3%，根据我们近期的市场调查，目前养殖户母猪补栏积极性仍然不高，能繁母猪存栏仍处较低水平，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 2012 年上半年生猪供应总体紧张，猪价将保持高位运行。

➤ 成本上升间接推高生猪价格

饲料成本占养猪成本约 60%，玉米占饲料成本约 60%。当前玉米供应保持平稳，而采购需求增加，虽然国家调控政策较强，但玉米市场有望由政策调控型向需求主导型转变，预计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。

➤ 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 500 元，养殖行业将持续高景气。

➤ 养殖业规模化使行业长期利润率走出低谷进入上升期

我国生猪养殖业规模化迅速发展，养殖成本控制能力提高，补栏更为理性，根据美国经验，随着生猪养殖规模化比例提高，猪肉价格维持高位稳定，日本经验也表明随着规模化比例提高，生猪养殖业利润率进入上升期。

➤ 投资建议

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。目前产业链已经较为完善的有新五丰、正邦科技两家公司。

➤ 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	12.81	0.08	0.18	0.27	160.13	71.17	47.44	买入
雏鹰农牧	30.45	0.46	0.83	1.07	66.20	36.69	28.46	增持
正邦科技	10.51	0.22	0.26	0.36	47.77	40.42	29.19	增持
唐人神	24.29	0.6	0.85	1.1	40.48	28.58	22.08	增持
大康牧业	15.45	0.39	0.42	0.58	39.62	36.79	26.64	增持

资料来源：wind 资讯 方正证券研究所 注：股价为 6.24 收盘价

正文目录

一、 全球生猪产业发展趋势	4
1.1 全球猪肉产量与分布	4
1.2 规模化养殖使行业长期盈利水平上升	5
1.3 规模化是养猪未来发展趋势	5
二、 我国生猪产业布局	6
2.1 消费需求带动猪肉产量稳定成长	6
2.2 生猪布局依赖饲料产地	7
2.3 规模养殖出栏量占比逐渐扩大，猪肉价格将高位运行	8
三、 猪肉价格波动机理分析	9
3.1 供求关系决定生猪价格波动	9
3.2 生猪养殖具有周期性	10
四、 支撑猪价高位运行因素	11
4.1 存栏量不足，供求趋紧	11
4.2 成本上升推动	12
4.3 从业人员下降和中心城市生猪养殖外迁	13
五、 投资标的选择	14
5.1 拥有生猪业务上市公司	14
5.2 相关重点上市公司	15
5.2.1 新五丰（600975）：生猪价格维持高位，公司业绩将爆发	15
5.2.2 雏鹰农牧（002477）：高速增长，期待长期投资价值	16
5.2.3 唐人神（002567）：积极推进高毛利的种猪业务	17
5.2.4 大康牧业（002505）：产业链布局完成，静待收益	18
5.2.5 正邦科技（002157）：产能释放和行业景气 驱动业绩攀升	18

图表目录

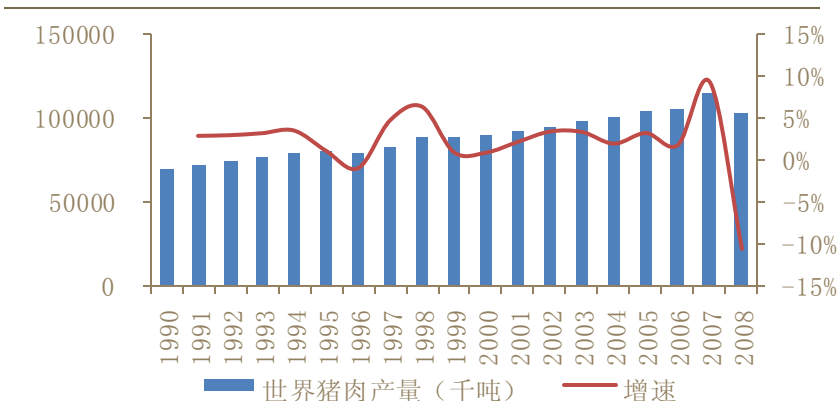
图表 1	世界猪肉产量走势	4
图表 2	2008 中国猪肉产量占世界猪肉产量 45.75%	4
图表 3	2008 年中国生猪产量占全球的 47.43%	4
图表 4	日本生猪养殖毛利随规模化上升逐步回升	5
图表 5	美国猪场数量下降，存栏量保持稳定	5
图表 6	日本猪场数下降，养猪平均头数上升	6
图表 7	我国猪肉消费量保持稳定	6
图表 8	猪肉消费占肉类 65%	6
图表 9	我国城镇、农村人均猪肉消费量增加	7
图表 10	我国生猪养殖分布比例	7
图表 11	我国产粮大省分布	7
图表 12	我国生猪规模养殖比例超过 50%	8
图表 13	我国规模养殖成本利润率逐渐好于散养	8
图表 14	我国规模养殖每头净利润逐渐好于散养	8
图表 15	美国随着规模化养殖加剧肉价高位维稳	9
图表 16	我国猪肉价格随规模化养殖比例提高而上升	9
图表 17	中国生猪产业链市场波动机理	10
图表 18	生猪养殖循环周期	10
图表 19	2010 下半年猪粮比超过盈亏线	10
图表 20	自繁自养头猪盈利进入上行通道	11
图表 21	猪肉价格自 2010 年 6 月进入上升通道，涨幅约 40%	11
图表 22	生猪存栏量止跌回升，能繁母猪存栏量连续四月下跌	12
图表 23	生猪养殖周期 345 规律	12
图表 24	饲料成本占养猪成本约 60%	13
图表 25	玉米价格同比上涨 10%	13
图表 26	饲料配料鱼粉、小麦价格上涨	13
图表 27	农业从业人数逐年下降	14
图表 28	畜牧业从业人数下降	14
图表 29	拥有生猪业务的上市公司	14

一、全球生猪产业发展趋势

1.1 全球猪肉产量与分布

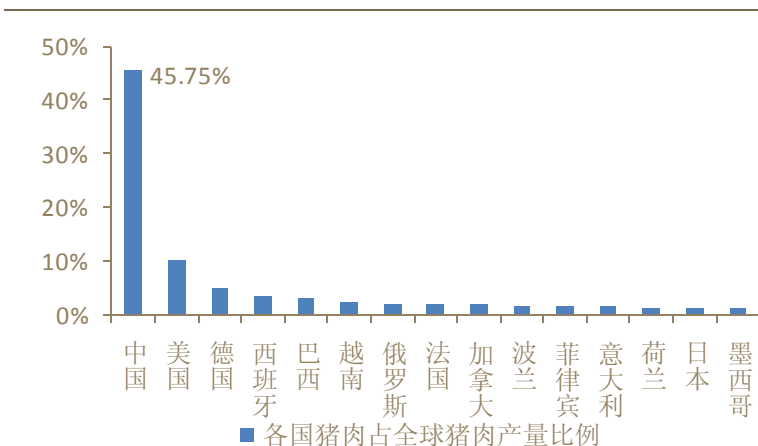
食品与农业组织发布报告称收入增加和城市化进程加快是促进肉类消费需求增加的有利动力，尤其是在发展中国家，全球肉类消费量预计将以每年近 2% 的速度增长，到 2018 年将增长至 3.2 亿吨，涨幅为 20%，其中猪肉消费量占肉类消费的 37.5%。

图表 1 世界猪肉产量走势



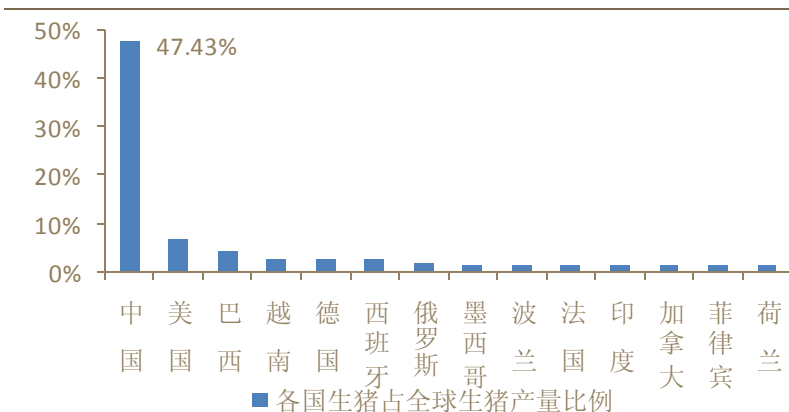
资料来源: FAO 方正证券研究所

图表 2 2008 中国猪肉产量占世界猪肉产量 45.75%



资料来源: FAO 方正证券研究所

图表 3 2008 年中国生猪产量占全球的 47.43%

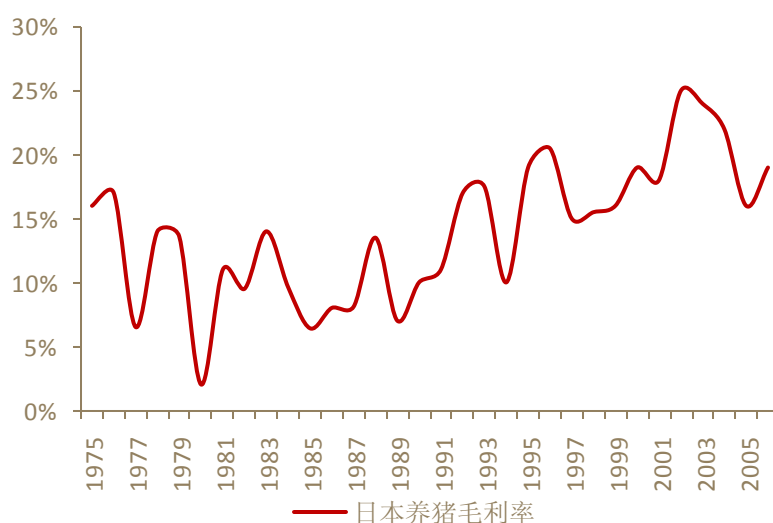


资料来源: FAO 方正证券研究所

1.2 规模化养殖使行业长期盈利水平上升

生猪养殖业的规模化使得散户养殖占比大幅降低，规模化养殖场的补栏计划更具理性，散户养殖的盲目性给行业带来的周期性亏损得到有效遏制；规模化养殖能够降低原料采购成本，采用更为精准的科学养殖方法，提高肉料比，头猪盈利及总体毛利率得到大幅提高，整个行业的长期盈利水平得以提高。日本的生猪养殖业发展情形印证了这一判断，在 1985 年日本生猪养殖平均规模 200 头左右，行业毛利率处于长期曲线谷底，约 7%，到 2004 年养殖规模提高到 980 头左右，长期的行业毛利率也上升到 22% 左右。我国目前正处于规模化快速发展期，行业毛利率也走出了谷底，进入上升通道。

图表 4 日本生猪养殖毛利随规模化上升逐步回升

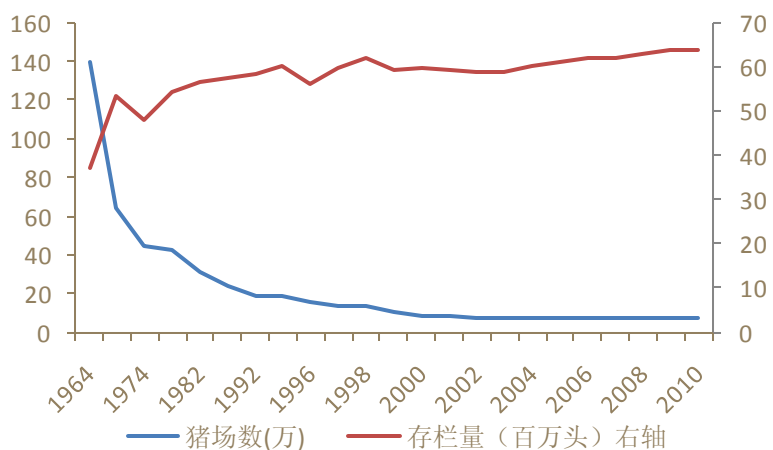


资料来源：日本农林水产省 方正证券研究所

1.3 规模化是养猪未来发展趋势

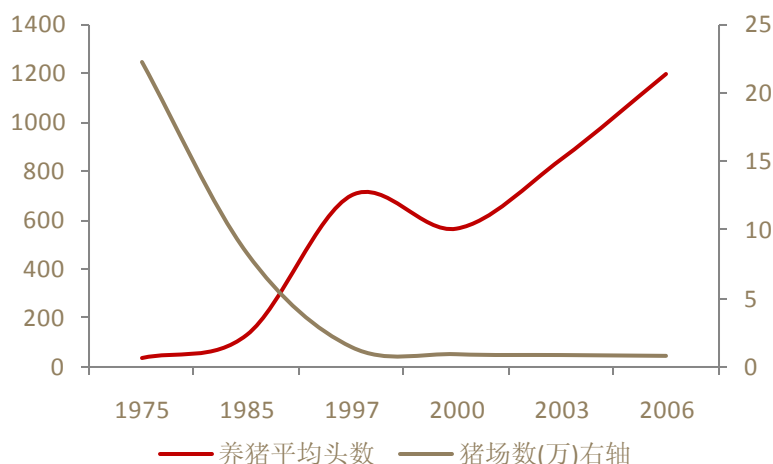
20 世纪 60 年代初到 2000 年，发达国家的猪场数减少了 80-90%，而养猪场的平均规模却扩大了 13-15 倍，如今养猪场的主体养殖规模在向着 1000-10000 头的趋势发展。

图表 5 美国猪场数量下降，存栏量保持稳定



资料来源：农科院文献中心 方正证券研究所

图表 6 日本猪场数下降，养猪平均头数上升



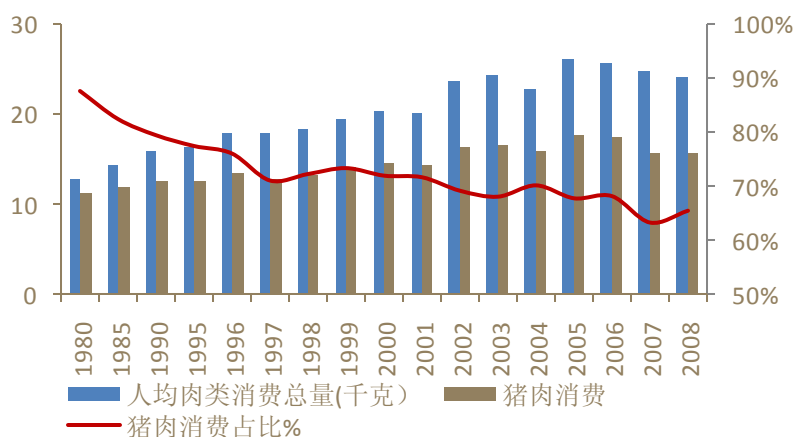
资料来源：农科院文献中心 方正证券研究所

二、我国生猪产业布局

2.1 消费需求带动猪肉产量稳定成长

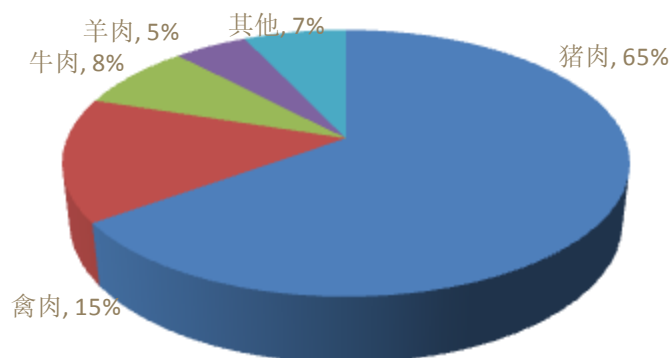
对于我国居民消费者而言，猪肉始终是肉类消费的主体，约占肉类消费的 65%，其次是禽肉消费。

图表 7 我国猪肉消费量保持稳定



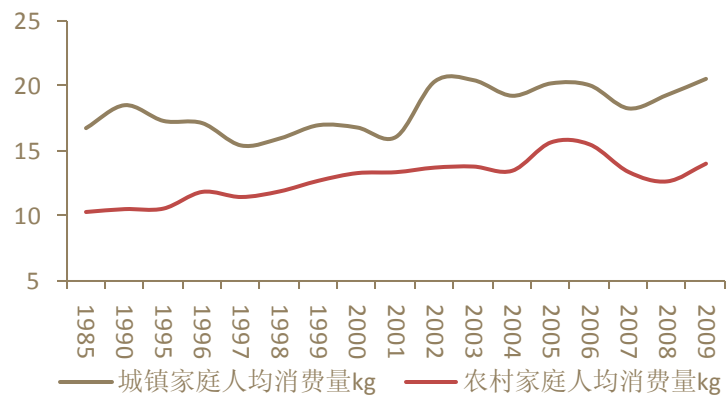
资料来源：中国统计年鉴 方正证券研究所

图表 8 猪肉消费占肉类 65%



资料来源：中国统计年鉴 方正证券研究所

图表 9 我国城镇、农村人均猪肉消费量增加

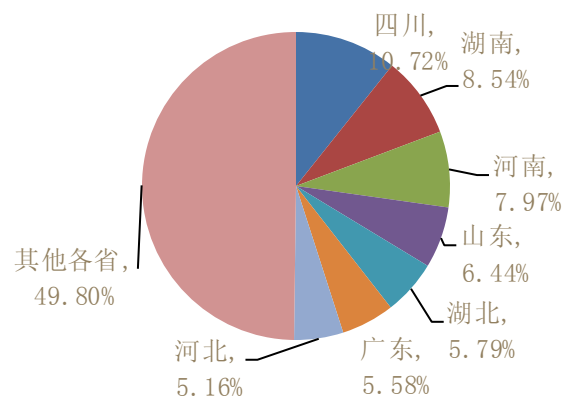


资料来源：中国统计年鉴 方正证券研究所

2.2 生猪布局依赖饲料产地

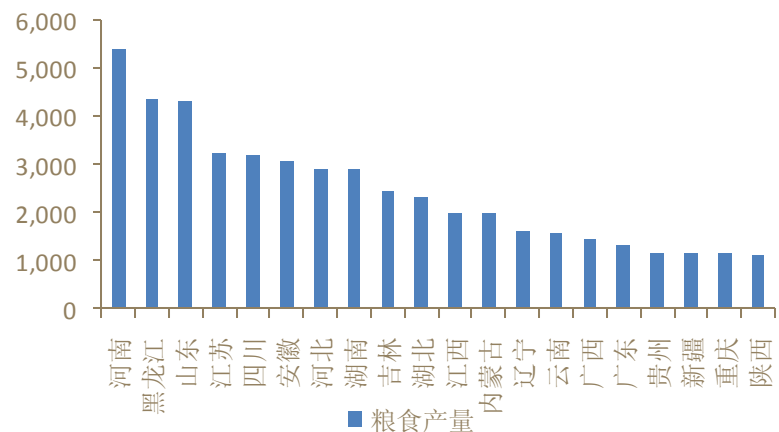
养猪业为耗粮型畜牧业，需要消耗大量的玉米、大豆等粮食作物，因此从产业链的角度看，发展养猪生产最重要的一个制约因素即在于上游饲料原料的供应。为降低成本，将粮食就地转化为畜产品，提高农作物附加值，养猪主产区分布在粮食主产区是比较合理的布局。

图表 10 我国生猪养殖分布比例



资料来源：方正证券研究所

图表 11 我国产粮大省分布

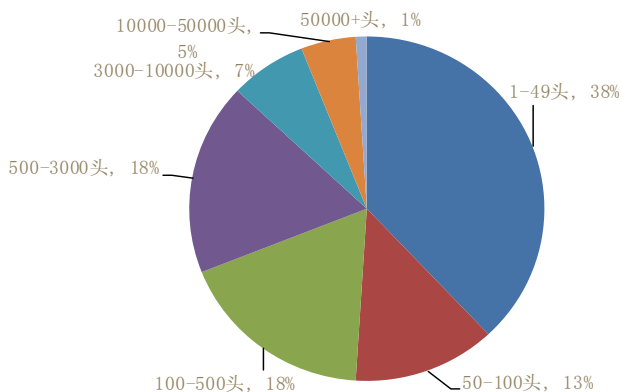


资料来源：统计局 方正证券研究所

2.3 规模养殖出栏量占比逐渐扩大，猪肉价格将高位运行

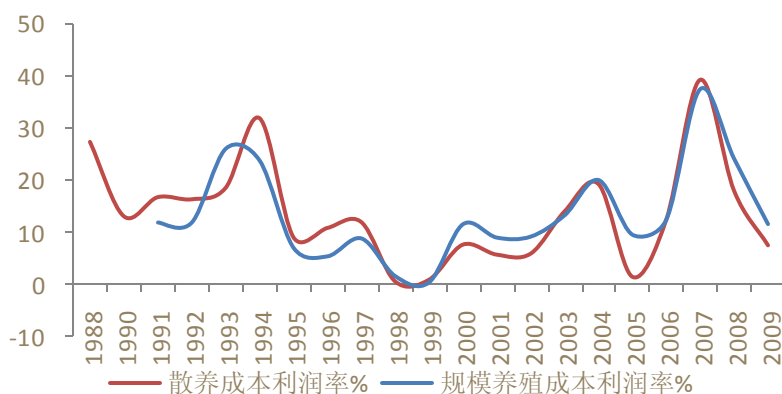
目前我国有 6700 多万养猪户，美国仅有 7 万；我国养殖规模在 50 头以上养殖户提供的生猪出栏量占全国的 66%，大大低于美国的 96.6%。近年来生猪规模养殖得力于成本控制和技术管理，收益好于散养，由此可以判断规模养殖比例还将继续扩大。

图表 12 我国生猪规模养殖比例超过 50%



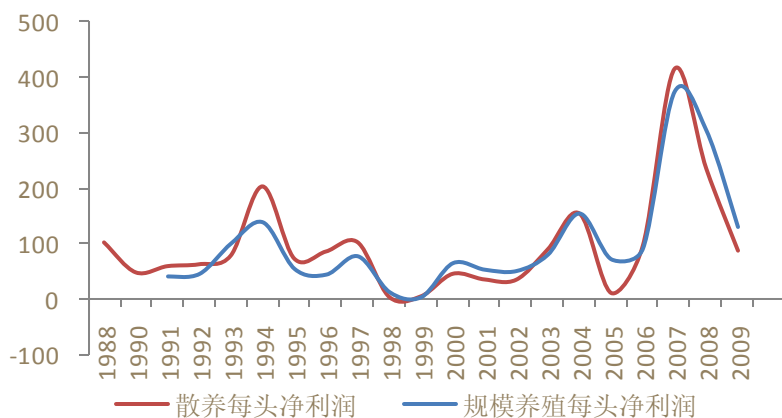
资料来源：农业部（2008 年数据） 方正证券研究所

图表 13 我国规模养殖成本利润率逐渐好于散养



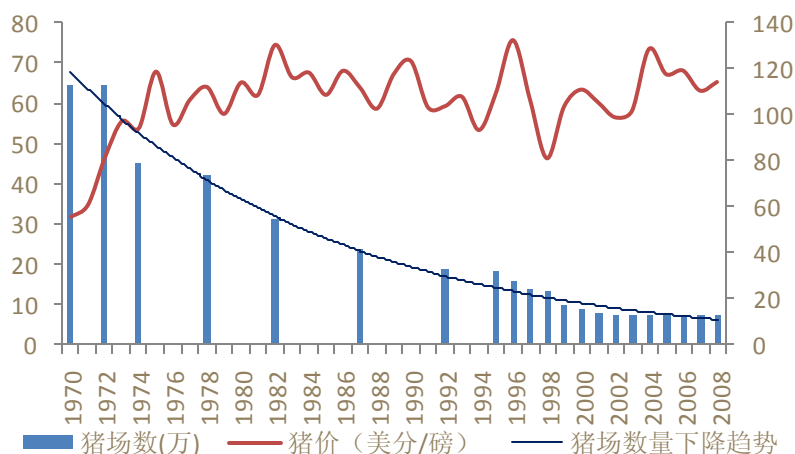
资料来源：发改委 方正证券研究所

图表 14 我国规模养殖每头净利润逐渐好于散养



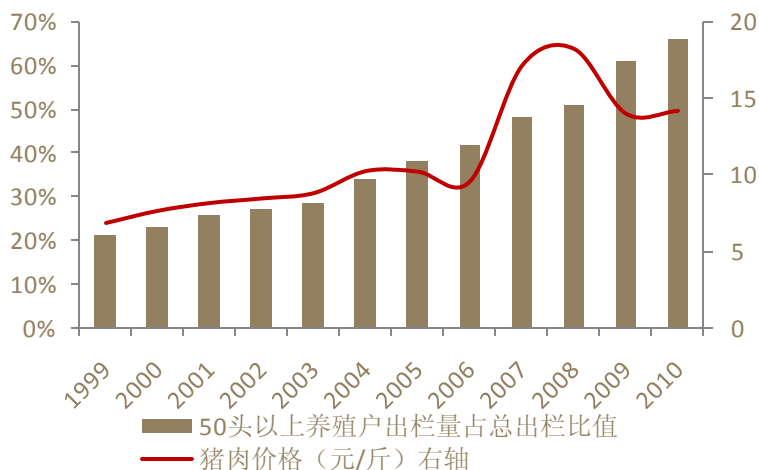
资料来源：发改委 方正证券研究所

图表 15 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 16 我国猪肉价格随规模化养殖比例提高而上升



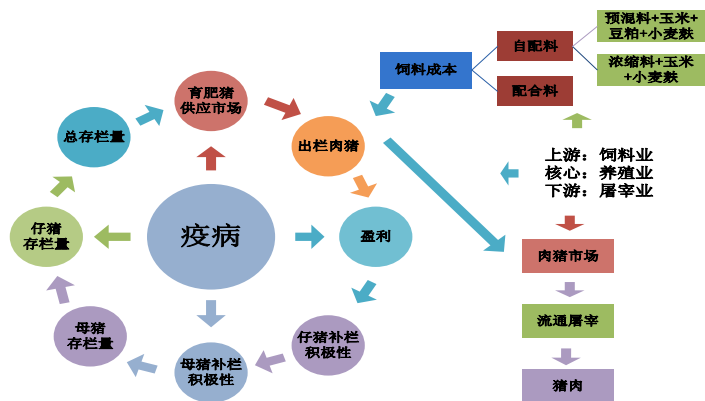
资料来源: 畜牧业年鉴 农业部 方正证券研究所

三、猪肉价格波动机理分析

3.1 供求关系决定生猪价格波动

生猪市场是一个典型的农产品市场,其供给弹性大于需求弹性,在没有外部反方向干扰的情况下,会呈现出发散式蛛网特征。因此,对于当前生猪市场来讲,单纯依靠市场的自我调节不但不会抑制波动反而会加剧波动,波动机理如下图所示:

图表 17 中国生猪产业链市场波动机理

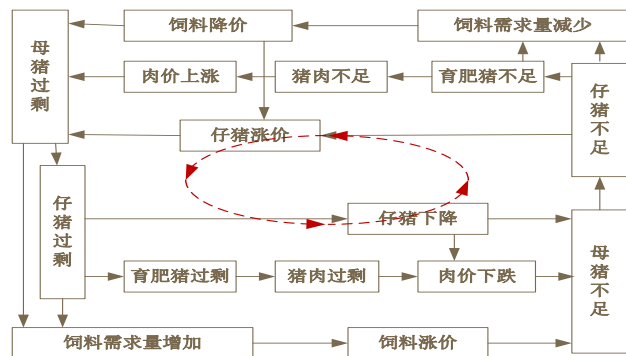


资料来源: 搜猪网 方正证券研究所

3.2 生猪养殖具有周期性

生猪市场的周期性波动有一定的规律性, 此规律的背后是供求关系变化这个杠杆在起决定作用, 供给量和需求量就处于自我调整和波动之中, 生猪供求变化导致其价格的周期性波动, 一般 2-3 年为一个完整周期。

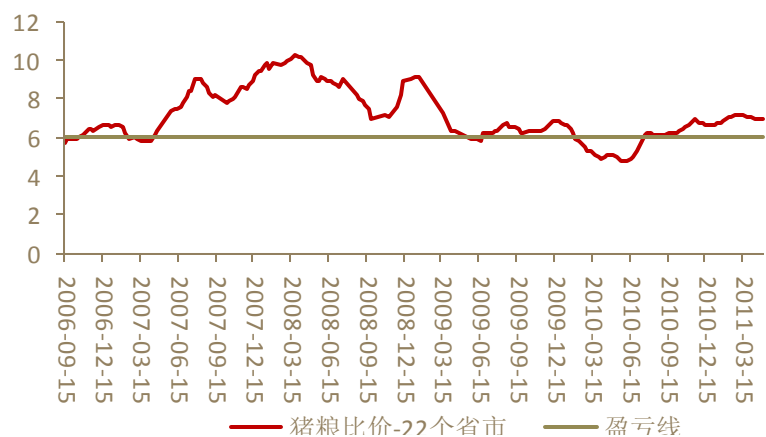
图表 18 生猪养殖循环周期



资料来源: 方正证券研究所

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 元, 养殖景气度处于低点。2010 下半年猪粮比高于盈亏平衡点, 养殖业开始进入新一轮的景气周期。

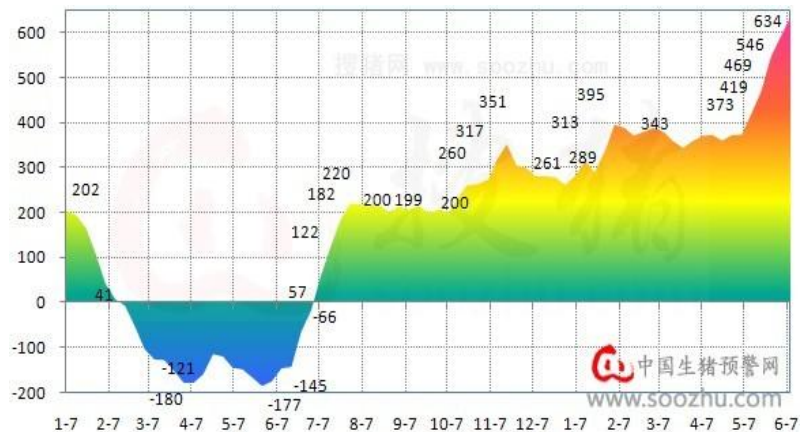
图表 19 2010 下半年猪粮比超过盈亏线



资料来源：统计局（数据截至 2011.6） 方正证券研究所

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，冲破 600 元大关。

图表 20 自繁自养头猪盈利进入上行通道

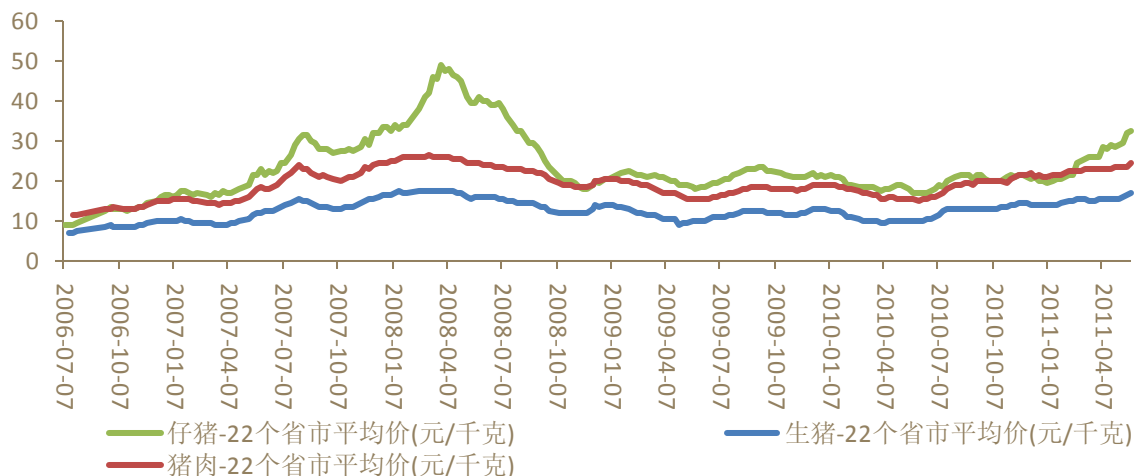


资料来源：搜猪网 方正证券研究所

四、 支撑猪价高位运行因素

2011 年上半年生猪产品集贸市场价格继续上涨，价格创 2009 年以来的新高，仔猪价格涨幅明显。根据农业部监测，活猪、仔猪和猪肉 4 月份全国集贸市场平均价格分别为 15.05 元/公斤、24.99 元/公斤和 23.39 元/公斤，环比分别上涨 1.8%、9.5%和 1.3%，同比分别上涨 57.9%、69.1%和 44.3%。

图表 21 猪肉价格自 2010 年 6 月进入上升通道，涨幅约 40%



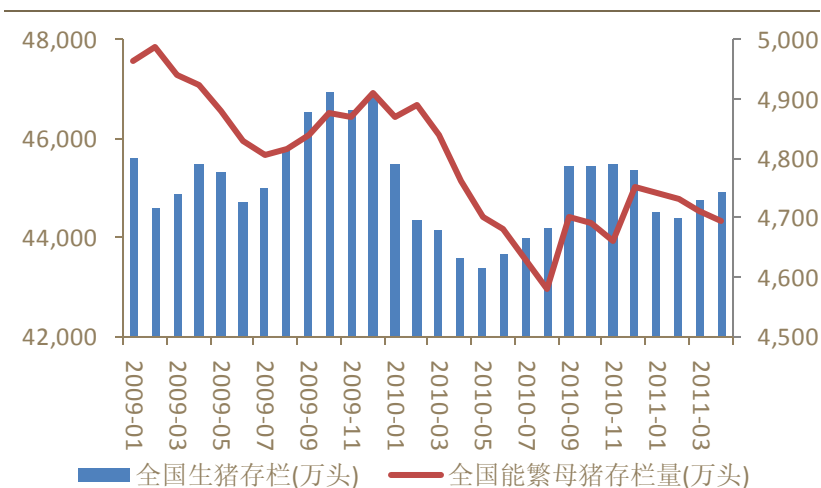
资料来源：中国畜牧业信息网（数据截至 2011.6） 方正证券研究所

4.1 存栏量不足，供求趋紧

2010 年生猪养殖行业低迷，养殖户宰杀处理大量生猪，加上 2011 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，造成生猪存栏量下滑。

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%。根据我们近期的市场调查结果生猪、能繁母猪存栏依然低于均衡水平，可以预期生猪供求紧张形势持续到 2012 年 6 月份左右。

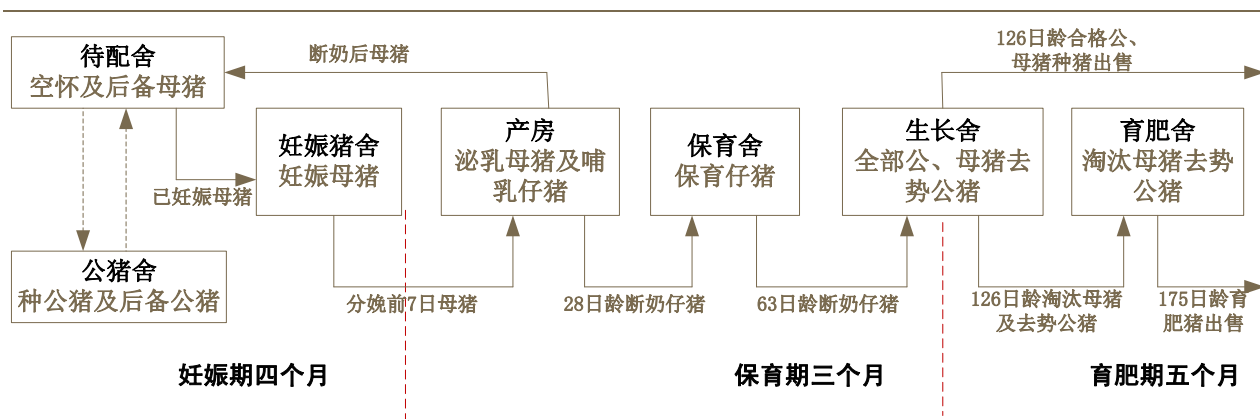
图表 22 生猪存栏量止跌回升，能繁母猪存栏量连续四月下跌



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

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 23 生猪养殖周期 345 规律

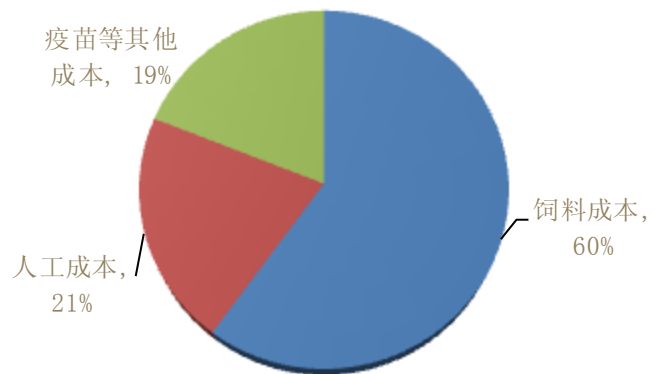


资料来源：方正证券研究所

4.2 成本上升推动

饲料成本占养猪成本约 60%，玉米占饲料成本约 60%。当前玉米供应保持平稳，而采购需求增加，虽然国家调控政策较强，但玉米市场有望由政策调控型向需求主导型转变，预计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 24 饲料成本占养猪成本约 60%



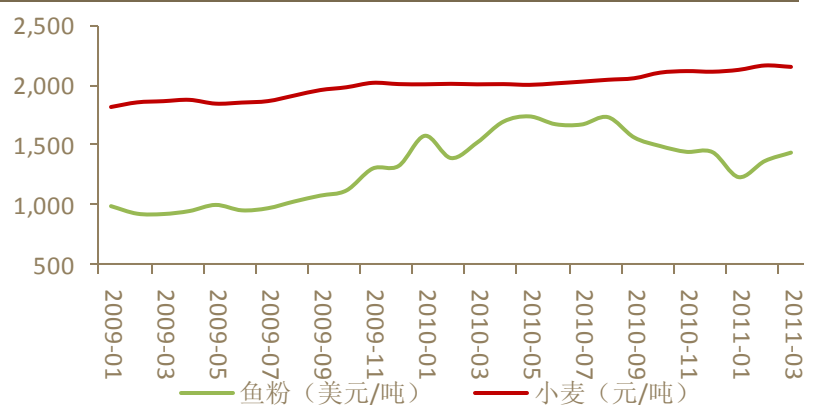
资料来源：黑龙江农业信息网 方正证券研究所

图表 25 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 26 饲料配料鱼粉、小麦价格上涨

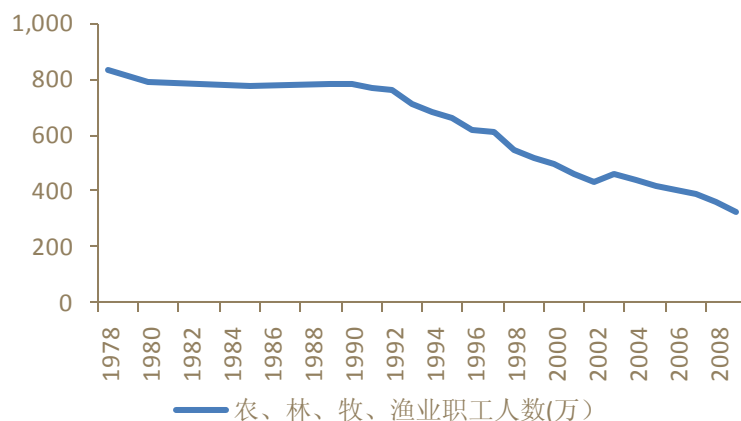


资料来源：统计局 方正证券研究所

4.3 从业人员下降和中心城市生猪养殖外迁

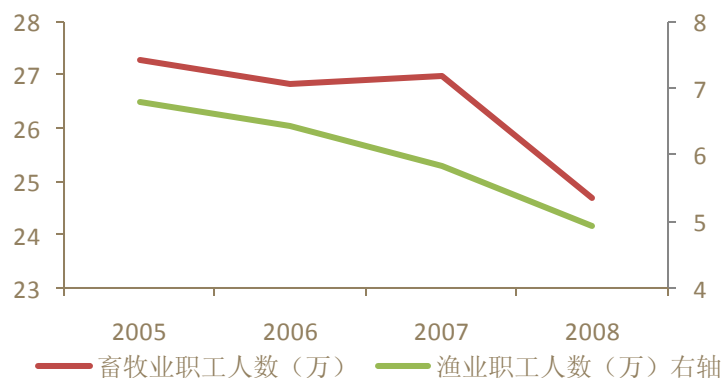
畜禽养殖是既需要技能又需要体力的产业，具有一定技能和劳动能力的人口对畜禽养殖具有重要作用，目前农村劳动力外出使得从事养殖的人数日趋减少。

图表 27 农业从业人数逐年下降



资料来源: 统计局 方正证券研究所

图表 28 畜牧业从业人数下降



资料来源: 统计局 方正证券研究所

随着我国城市化进程加快,环保意识加强,城区养殖场外迁是必然趋势。2009 年长沙城区最大的生猪养殖场天心牧业整体搬迁出城区,广州市将在钟落潭境内的沿岸禽畜养殖场(生猪出栏量将达到 13 万头)将全部向外迁移。生猪养殖场外迁加大物流成本一定程度上推高肉价。

五、投资标的的选择

5.1 拥有生猪业务上市公司

生猪业务占比最大的是大康牧业和雏鹰农牧,占营业收入的 83%,其次是新五丰,占比大道 50%,随着猪肉价格高位企稳,养殖业景气度攀升,预期拥有生猪养殖业务的上市公司 2011 年会取得较好的业绩。

图表 29 拥有生猪业务的上市公司

公司简称	代码	营业收入 (百万)	生猪养殖收入 (百万)	生猪收入 占比	净利润 (百万)	净利率 (%)	PE (TTM)	PS (TTM)
新五丰	600975	877.25	435.88	49.7%	18.73	2.14	135	2.62

大康牧业	002505	382.79	318.52	83.2%	40.50	10.58	58	6.59
雏鹰农牧	002477	682.96	573.03	83.9%	122.97	18.01	55	10.83
罗牛山	000735	882.40	387.19	43.9%	30.38	3.44	202	6.79
正邦科技	002157	7427.27	372.31	5.0%	79.99	1.08	75	0.56
唐人神	002567	4379.68	21.04	0.5%	89.27	2.04	36	0.71
顺鑫农业	000860	6268.40	108.26	1.7%	281.80	4.50	30	1.23
正虹科技	000702	1705.62	35.04	2.1%	10.78	0.63	266	1.18
新希望	000876	7785.17	71.74	0.9%	797.40	10.24	24	1.92
高金食品	002143	1981.68	15.44	0.8%	-32.19	-1.62	-48	0.73
老白干酒	600559	1166.06	40.59	3.5%	41.65	3.57	88	3.11
益生股份	002458	458.99	31.52	6.87%	47.71	10.39	51	5.86

来源: wind 方正证券研究所

5.2 相关重点上市公司

5.2.1 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猪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。

5.2.2 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。

5.2.3 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。

5.2.4 大康牧业（002505）：产业链布局完成，静待收益

※拓展产业链稳定利润

单纯生猪养殖因猪肉价格波动而利润变动剧烈，风险很大，公司打造饲料、种猪、仔猪、育肥猪到屠宰加工和猪肉配送的全产业链，其中种猪、饲料、屠宰配送的利润相对稳定，可以有效化解经营风险，并利于保障食品安全，在猪肉价格波动的各个阶段公司都能获得较满意的利润。

※独特模式助力公司迅速崛起

公司十多年来成功运作的“公司+基地+养殖大户+农户”发展商品猪的经营模式、管理模式、科技优势和防疫保障优势，推动公司养殖规模的迅速扩大（公司 2007-2010 年收入复合增速达 56%），同时也促进了当地农民向农业工人的就地转化，在当地起到了带头致富的作用，契合了社会主义新农村建设的政策导向。

※得天独厚的环境优势赋予公司生态猪优异的品质

公司位于湖南西部城市怀化，背靠雪峰山脉，新建的养殖场都远离居民区，建在人口稀少的山区、半山区，空气、水源没有任何污染，基地间相距较远，可有效避免连片感染疫病，加上科学饲养方法，公司的生猪质量有着独特的优势。

※湘西龙头安享政策优惠和行业景气

公司主营生猪业务（种猪、仔猪和育肥猪），在养猪大省湖南位列第二，由于其在新农村建设中的突出作用，得到政府的特别扶持；国家近些年来一直对养殖业给予政策倾斜：给予税收减免、良种补贴、养殖补贴等等；生猪养殖自 2010 年 7 月份以来进入景气周期，预计可一直持续到 2011 年 3 月份左右，目前行业平均自繁自养头猪盈利达 500 多元，处于高景气期。

※盈利预测与评级

预计公司 2011-2013 年 EPS（全面摊薄后）为 0.42、0.58、0.73 元，给予公司增持评级。

※风险提示

疫情风险：尽管公司所处环境优越，养殖场间距较大，不易传染疫病，但仍不能排除其风险；管理风险：公司近年持续发展，募投项目迅速扩张公司规模，提出了更高的管理要求；猪肉、原料价格波动风险：肉价波动超预期的风险，玉米、豆粕价格上涨风险。

5.2.5 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。

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：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com