

“猪周期”下的成长之路

研究结论

- **猪价被疫病“绑架”。**我国生猪价格的周期基本在 3—4 年左右，这基本与生猪养殖周期吻合，猪价的波动符合“蛛网理论”。同时我们发现，不是每一次“猪周期”都会形成猪价的暴涨暴跌，真正引起猪价大幅波动的是在“猪周期”中的疫病，此轮猪价能创新高也是：1) “猪周期”：去年生猪养殖效益连续超过半年处于亏损状态，导致大量母猪被淘汰；2) **疫病**：2010 年口蹄疫和高热病的大规模爆发，导致母猪大量死亡，2011 年初大量小猪由于流行性腹泻等疾病，导致小猪存活率大幅下降。
- **猪价还能“飞”多久？**我们判断生猪养殖行业的景气周期将持续到 2011 年年底：1) 经验表明猪价上升周期通常将持续 1.5 年—2 年；2) 根据我们的了解目前疫病还未能完全消除，下半年消费旺季到来，供求仍然紧张。但下半年生猪价格增速将放缓。
- **经验表明生猪企业成长在于技术提升和规模扩张。**从美国生猪养殖的经验来看，美国生猪产业成长最快的时期是 1980—2000 年间，其表现为生猪养殖技术和生猪养殖规模化的快速提升。在这期间，美国生猪产业也孕育出了优秀的生猪养殖和屠宰企业，其中一个代表是 smithfield foods，其 1990—2000 年的股价上涨 900% 之多，远超 S&P500 指数的上涨幅度。
- **我国生猪产业处于成长之路。**我国是养猪第一大国，每年出栏生猪超过 6 亿头，但我国生猪养殖产业技术相当于美国 1980s 水平，规模化程度还非常低，相比较美国前 20 家生猪企业占 50% 以上的生猪供给来说，我国最大生猪企业出栏占比不到行业的 1%。因此，我国生猪养殖有巨大的成长空间。
- **优秀生猪企业崛起进行时。**我国生猪规模化在快速的提升，其中优秀生猪企业如雏鹰农牧、温氏集团尤为迅速，其近几年出栏量 CAGR 超过 40%。此外，从技术上来看，优秀猪企的养殖技术已经达到国际先进水平，在这种技术背景支撑下，优秀猪企表现出远超出行业水平的盈利能力。我们测算 PSY（每头母猪年出栏健康小猪数）每增加 1 头，利润率增长 1.6 个百分点以上。另一方面，我们认为，优秀猪企的崛起离不开良好的扩张模式，在目前生猪养殖模式中，我们认为，代养制是最符合目前中国国情，扩张能力和疫病防御结合的最好模式。
- **投资策略和风险。**我们建议投资者可以从两条思路来选择生猪养殖的投资策略：1) **产业成长策略**：建议长期积极关注拥有先进养殖技术和扩张模式的生猪养殖上市公司，他们之中必将存在成长成为伟大农牧企业的公司，我们建议关注雏鹰农牧（增持）；2) **猪价趋势策略**：生猪价格今年仍将易涨难跌，4 季度生猪价格创新高概率较大，将为生猪养殖企业股价的上涨带来催化，建议关注雏鹰农牧（增持）和正邦科技（未评级）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621—50366888 × 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

行业评级

看好 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

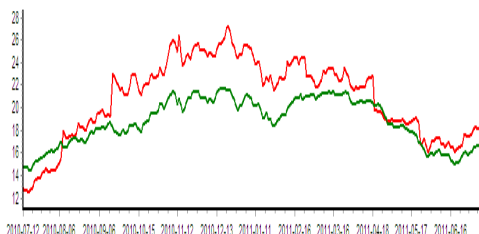
行业

农业

报告发布日期

2011 年 7 月 21 日

行业表现



评价周期

1 个月

3 个月

12 个月

绝对表现 (%)

1.35

-15.7

14.35

相对表现 (%)

26.66

6.31

1.75

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	11EPS	12EP(E)	13EPS(E)	股价	评级
雏鹰农牧	1.16	1.28	1.76	33.51	增持

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、猪价还能“飞”多久？	4
1、生猪养殖的宿命——被疫病“绑架”	4
2、生猪价格能持续多久？	7
二、“猪周期”下的成长之路	10
1、美国经验表明：成长在于规模化和技术提升	10
2、国内生猪行业整合空间巨大	12
3、生猪养殖企业的规模化加速进行时	13
4、规模化养殖企业的技术已经达到国际水平	15
5、养殖企业扩张模式的比较	17
三、投资策略和风险因素	18
1、投资策略	18
2、风险提示	18

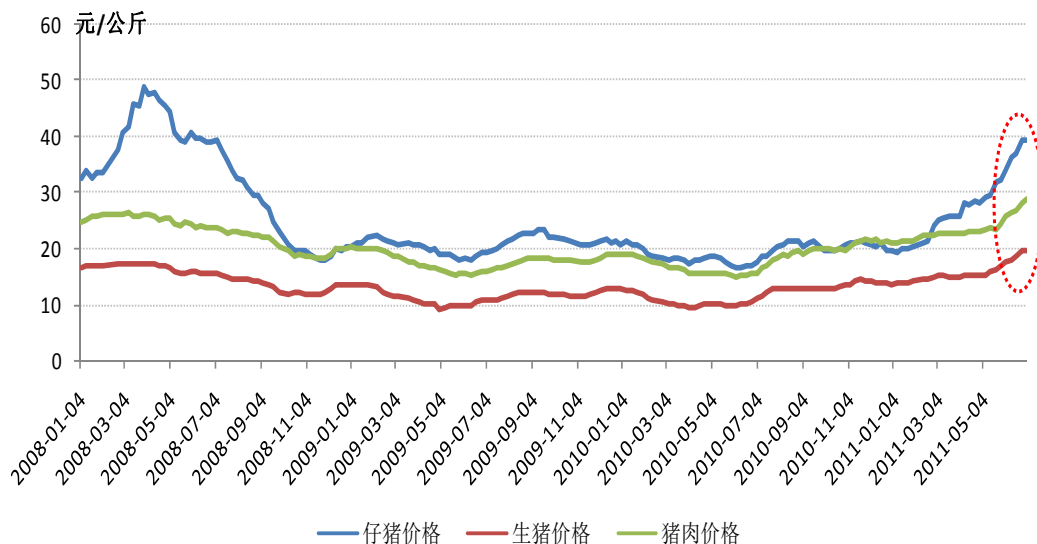
图表目录

图 1 生猪价格大幅上涨	4
图 2 生猪养殖周期的“蛛网模型”	5
图 3 生猪养殖时间周期	5
图 4 疫病助推生猪暴涨暴跌	6
图 5：生猪价格上涨周期一般在 1.5-2 年	7
图 6：9 月份生猪消费进入旺季.....	7
图 7：自繁自养企业每头生猪养殖效益	8
图 8：5 月份生猪和母猪存栏双双回升	9
图 9：5 月份生猪和母猪存栏双双回升	9
图 10：美国猪场的规模化.....	10
图 11：美国种猪生产效率的演进	11
图 12：1990 年-2000 年 Smithfield foods 的股价表现	12
图 13 我国肉猪年出栏.....	12
图 14 2009 年中美生猪养殖行业规模分布比较	13
图 15 生猪规模化养殖比重（年出栏 50 头为规模化）	14
图 16 温氏集团生猪年出栏增长规模	14
图 17 规模化养殖与散养成本差距在拉大	15
表 1：生猪养殖利润预测假设	8
表 2：2008 年美国猪场规模排名	10
表 3：国内外养殖技术差距较大	13
表 4：2010 年各个大农牧企业加速进入生猪养殖业.....	14
表 5：优秀企业的养殖技术已经远超过国内平均水平.....	16
表 6：假设	16
表 7：PSY 模拟结果.....	16
表 8 三种生猪规模化养殖的对比和分析	17

一、猪价还能“飞”多久？

从年初至今，猪价表现出异常的亢奋，一路高歌猛进。即便是在传统淡季的二季度，猪价也在快速上涨的通道之中。截止 7 月 1 日，生猪价格已经超过 2008 年的 18 元/公斤，达到 19.74 元/公斤，创出历史新高。从 2011 年年初以来，生猪价格已经累计上涨幅度达到了 45%。这种猪价的疯狂不但影响到人们的日常生活，同时也深刻影响到经济的各方各面，包括政府经济决策。那么，猪价上涨到底还能持续到时候？

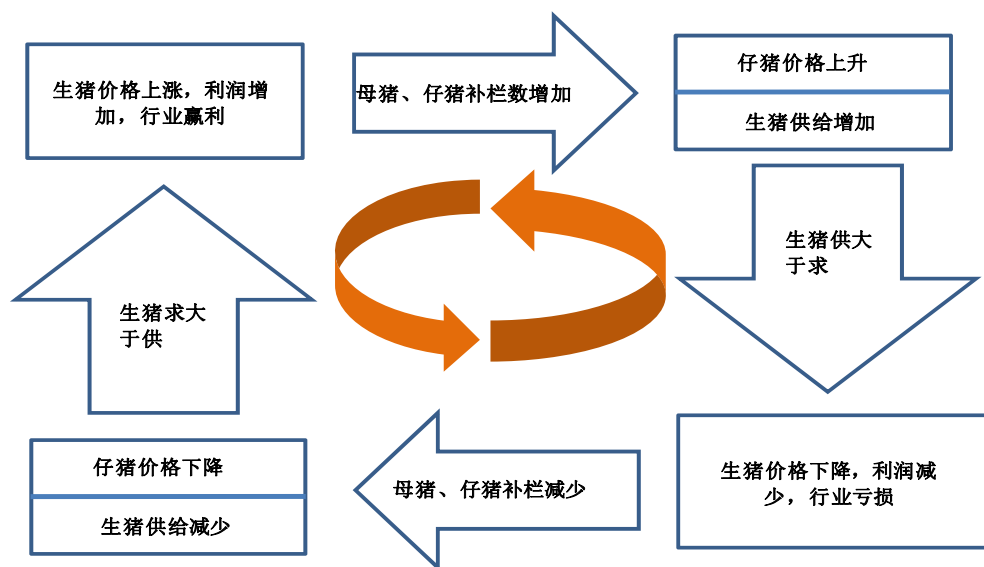
图 1 生猪价格大幅上涨



1、生猪养殖的宿命——被疫病“绑架”

我国是猪肉消费的最大国家，猪肉生产和生猪养殖在我国国民经济中占有重要的地位。在我国，生猪养殖的方式还比较传统落后，养殖主体以低规模化的散户和专业户为主，这些养殖主体由于没有足够的信息搜集和判断能力，往往通过即期的猪价来调整自身的养殖规模和结构，缺乏对猪价走势系统的判断，从而造成了生猪价格较为规律的周期波动。从历史的数据来看，生猪价格这种周期波动非常符合“蛛网模型”理论。

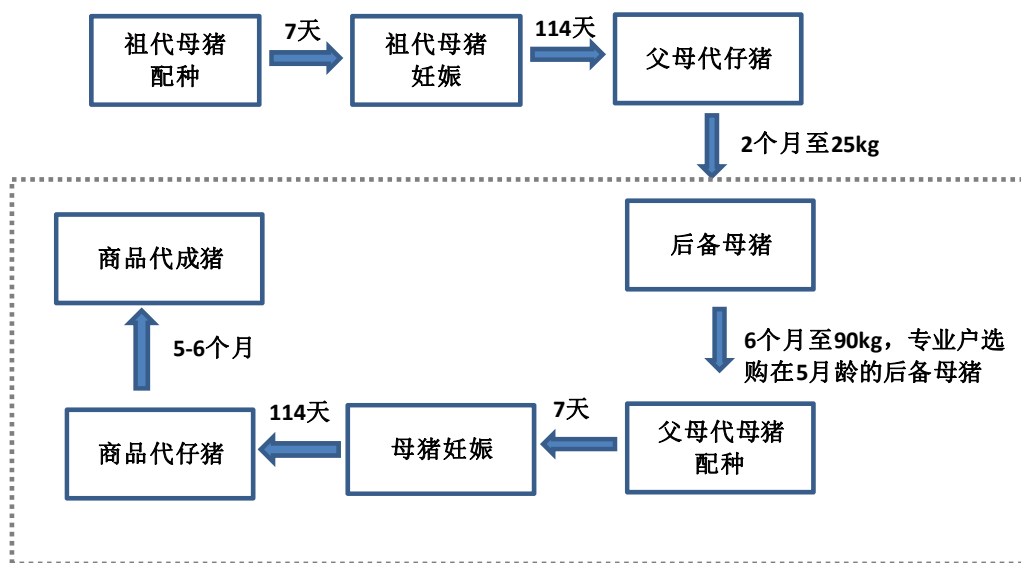
图 2 生猪养殖周期的“蛛网模型”



资料来源：东方证券研究所

从近十年的历史数据看，我国生猪价格的周期基本在 3-4 年左右，这与生猪养殖周期基本相关。生猪的繁育是以“曾祖代——祖代——父母代——商品代”为基础的杂交繁育体系，不同产业环节对于企业的养殖技术条件不一样，我国目前形成全体系的养殖的企业很少。我国养殖主体中的散户和专业户大多涉及的养殖环节为“父母代——商品代”或仅是商品代生猪的育肥环节。我们假设一般散户和专业户从父母代母猪（5 月龄）开始补栏，那么整个母猪补栏到补栏后第一波商品代猪出栏需要 13 个月左右。而如果我们考虑祖代和父母代种猪企业在“猪周期”中的行为，以及企业和养殖户的反应时间，那么基本和这个周期吻合。

图 3 生猪养殖时间周期

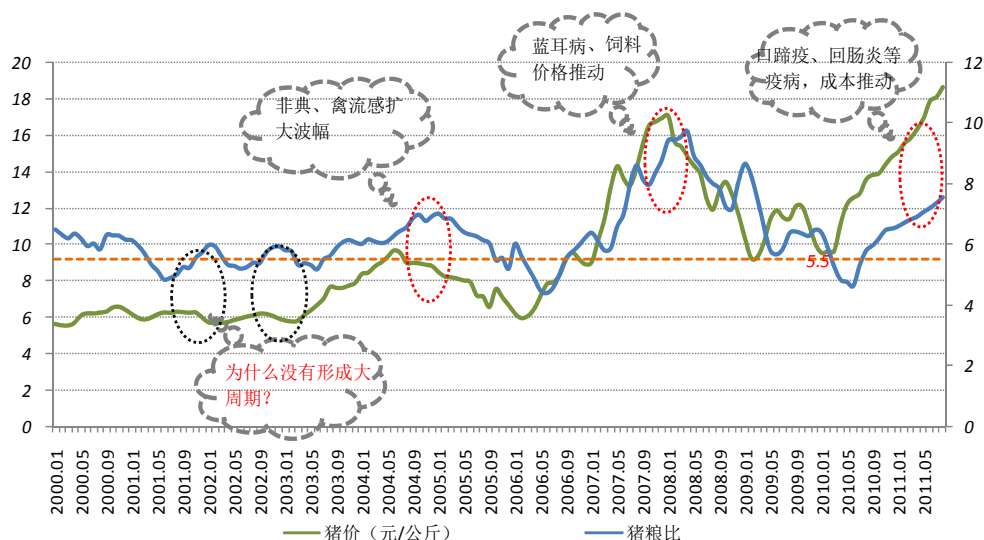


资料来源：畜牧业信息网，东方证券研究所

疫病是生猪暴涨暴跌的助推剂。在对生猪价格的研究中，我们发现不是每一个“猪周期”都会形成巨大的价格波动。在 2000 年-2003 年期间，生猪价格就表现出平稳的周期波动，基本没有对行业形成大的冲击。而在我们对于 2003-2011 年这几个周期的观察来看，疫情、成本等外部冲击是扩大生猪价格波动的主要原因：

- 1) 2003 年-2006 年，由于受 2003 年中期“非典”影响，生猪流通不畅，导致猪价大幅下跌，许多猪农退出市场；随后年底高致病性禽流感等的袭击，人们肉类消费需求大幅转移，猪肉消费需求大幅增加，引起猪价大幅上涨，此后禽肉消费又在疫情退却后回升，生猪行业出现严重供过于求局面，猪价下降；
- 2) 2006 年-2010 年，由于 2006 年底“蓝耳病”突袭养猪行业，导致母猪和仔猪大量死亡，短期生猪供应十分紧张，同时 2007-2008 年饲料价格大幅上涨，继续推动猪肉价格创出历史新高，随后 2009 年“猪流感”事件导致猪肉消费需求大幅下降，生猪价格大幅下降。
- 3) 2010 年-至今，2010 年口蹄疫和高热病的大规模爆发，导致母猪大量死亡，2011 年初大量小猪由于回肠炎等疾病腹泻，导致小猪存活率大幅下降，生猪供应紧张，猪价大幅上涨。

图 4 疫病助推生猪暴涨暴跌



资料来源：畜牧业信息网，东方证券研究所

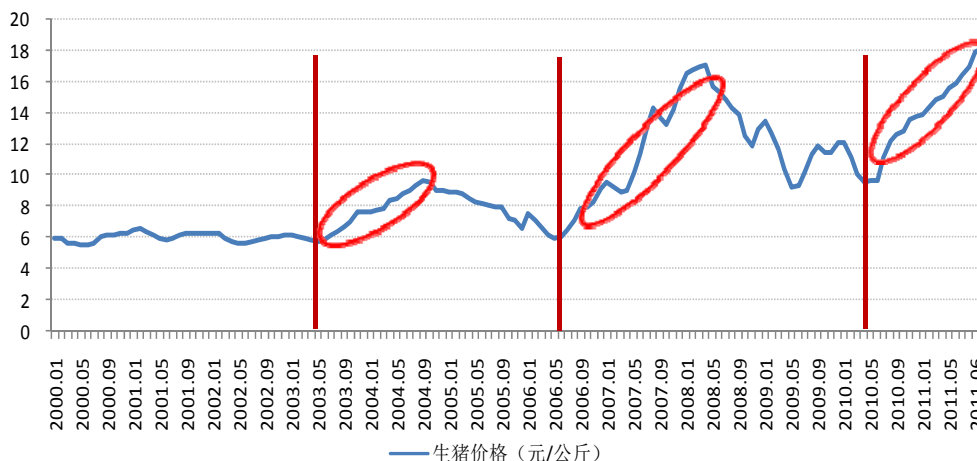
我们认为，“猪周期”+疫病是生猪价格大幅波动的主要原因，此次生猪价格的暴涨也印证了这一点：1) “猪周期”：去年生猪养殖效益连续超过半年处于亏损状态，导致大量母猪被淘汰；2) **疫病**：2010 年口蹄疫和高热病的大规模爆发，导致母猪大量死亡，2011 年初大量小猪由于回肠炎等疾病腹泻，导致小猪存活率大幅下降，短期生猪供应不上。从这种意义上来说，**猪价短期的暴涨暴跌更大的原因来自于疫病。**

2、生猪价格能持续多久？

我们判断，这轮生猪养殖行业的景气度将持续至年底到明年年初，这是基于：

1) **经验表明上升周期将持续 1.5 年-2 年。**我们考察了几个生猪价格上涨的周期发现，生猪价格的上涨周期一般持续 1.5 年-2 年。2003-2006 年的猪周期中，生猪价格的上涨周期从 2003 年 5 月份到 2004 年 10 月份，持续 1.5 年；2006-2009 年猪周期中，生猪价格的上涨周期从 2006 年 6 月份到 2008 年 2 月份，持续时间为 1.7 年。

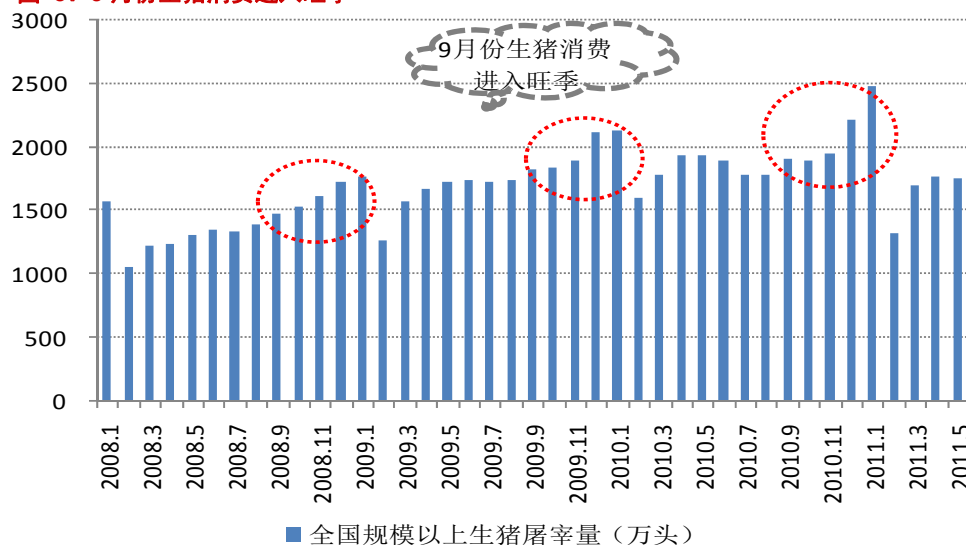
图 5：生猪价格上涨周期一般在 1.5-2 年



资料来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

2) **下半年消费旺季到来，疫病还未消除，供求仍然紧张。**从供给面来看，目前小猪“回肠炎”等疫病在一定程度得到了控制，但依然存在，特别是东北地区、湖南等地，因此尽管 7、8 月份是猪肉消费的淡季，但猪价仍然将呈现易涨难跌的格局。从需求面来看，9 月份以后畜禽产品需求开始进入旺季，因此，我们预计今年全年生猪供需都将持续紧张，生猪价格在下半年难有下降趋势。

图 6：9 月份生猪消费进入旺季



资料来源：中国畜牧业信息网，东方证券研究所

生猪价格上涨，生猪养殖收益大幅增长。生猪价格的大幅上涨推动了生猪养殖收益的大幅增长。根据豆粕、玉米以及生猪价格数据，我们模拟生猪养殖的效益，测得目前自繁自养企业的生猪养殖每头利润在 695 元左右。

表 1：生猪养殖利润预测假设

生猪重量（公斤）	105
饲料	
玉米重量占比	60%
豆粕重量占比	20%
玉米和豆粕成本占比	60%
全程料肉比	3.2
疫苗费用（元/头）	50
人工成本（元/头）	50
母猪摊销和其他费用	90

资料来源：东方证券

图 7：自繁自养企业每头生猪养殖效益

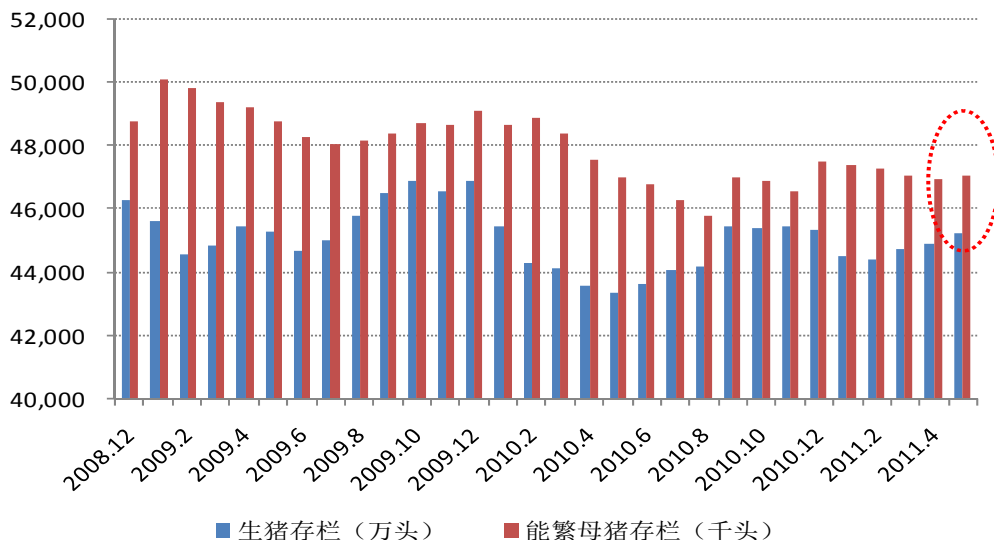


资料来源：东方证券研究所

生猪价格上升趋势将减缓。尽管生猪价格在今年很难回落，但从目前养殖户的效益和补栏积极性上来看，生猪价格的上涨势头将放缓：

1) **疫情转好，存栏将持续好转。**有从五月份的数据来看，生猪和母猪存栏已经开始双双回升，预示着生猪供给开始出现转折，同时我们根据和专家的沟通，目前生猪疫情正在转好，我们预计未来几个月生猪存栏将继续好转。

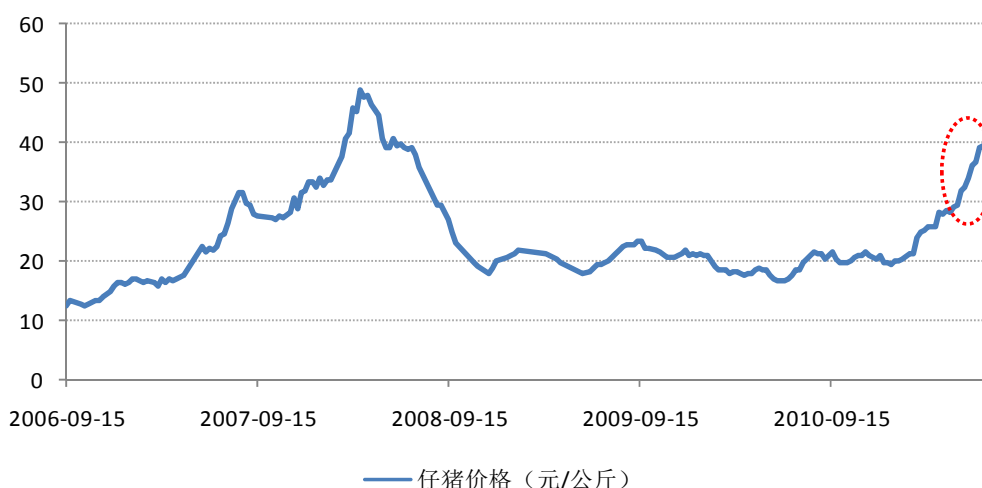
图 8：5 月份生猪和母猪存栏双双回升



资料来源：农业部，东方证券研究所

2) **仔猪和母猪价格不断上涨，代表养殖户的积极性在日趋提高。**我们观察到目前仔猪和母猪的价格都在快速上涨，仔猪价格已经突破 40 元/公斤，母猪价格也接近 1900 元/头，我们认为，这些迹象表明专业户补母猪和仔猪的积极性很高，我们预计未来母猪和生猪存栏将继续上升。

图 9：5 月份生猪和母猪存栏双双回升



资料来源：农业部，东方证券研究所

3) 生猪价格继续上涨，对于需求的抑制作用将越来越显现。

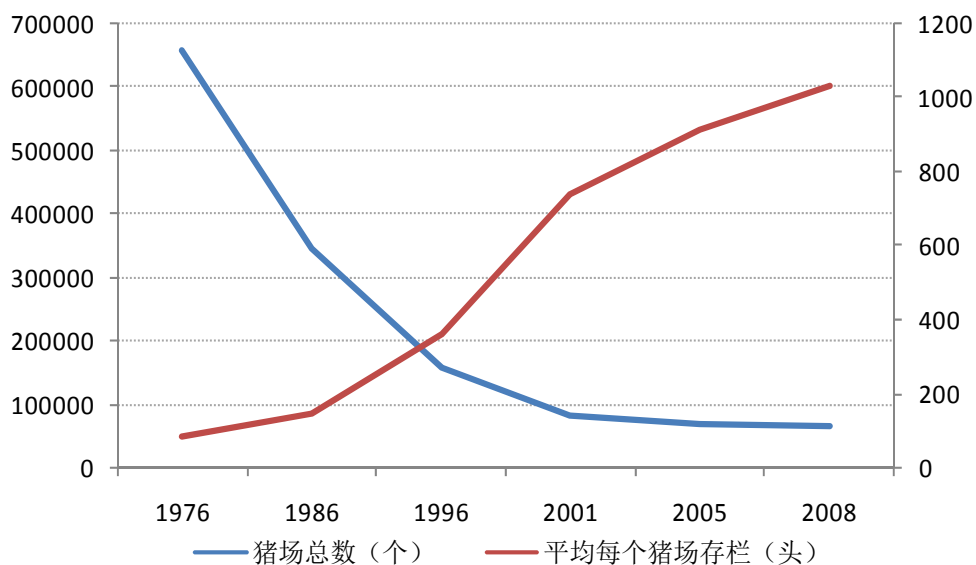
4) 政府出台生猪支持政策。7月12日国务院总理温家宝主持国务院常务会议，研究确定促进生猪生产持续健康发展的政策措施，规划并出台五项扶持政策。我们认为，此项政策的出台将有利于维稳整体的生猪市场，给市场一个信号，同时也将影响未来6个月之后的生猪供给状况。

二、“猪周期”下的成长之路

1、美国经验表明：成长在于规模化和技术提升

美国生猪行业发展已经有将近百年历史，其快速发展的时期还是在上世纪 80 年代时期后，行业集中度快速提升。1976 年美国猪场总数还超过 67 万个，平均每个猪场存栏 83 头生猪，到了 2008 年美国猪场总数减少到 6.5 万个，平均每个猪场存栏上升超过 1000 头，32 年时间猪场总数下降幅度达到 90% 以上，平均存栏上升 12 倍。同时，目前美国 top20 的生猪养殖企业占据了美国生猪总供给的 50%，最大的生猪养殖企业 Smithfield Foods 占据了美国生猪供应的 18% 左右。从时间上看，80 年代和 90 年代是美国规模化最快的时候。

图 10：美国猪场的规模化



资料来源：sterling marketing, USDA&LMIC, 东方证券研究所

表 2：2008 年美国猪场规模排名

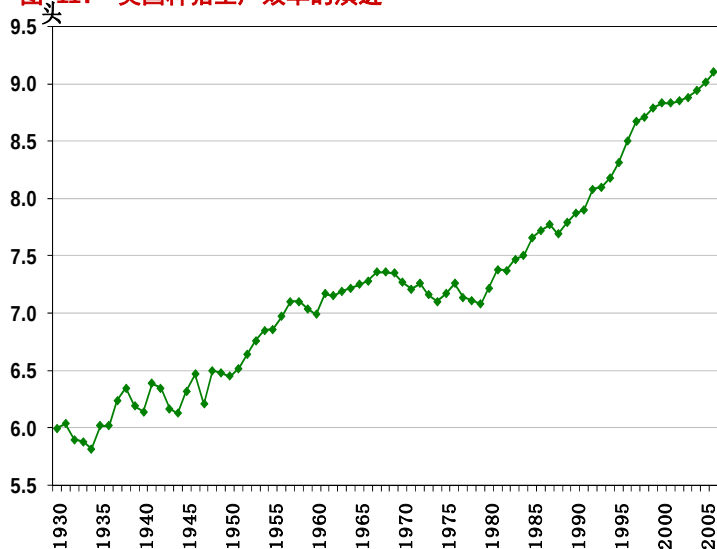
排名	猪场名称	母猪数量 (千头)
1	Smithfield Food	1020
2	Triumph Foods	396
3	Seaboard Foods	213
4	Lowa select Farms	160

5	The Pipestone System	143.6
6	Prestage Farms	140
7	The Maschhoffs	130
8	Cargill	116
9	Maxwell Foods	87
10	Amvc Management	82
前 20 猪场母猪数总和		2947.8
美国母猪总数		5867.5
占比		50.24%

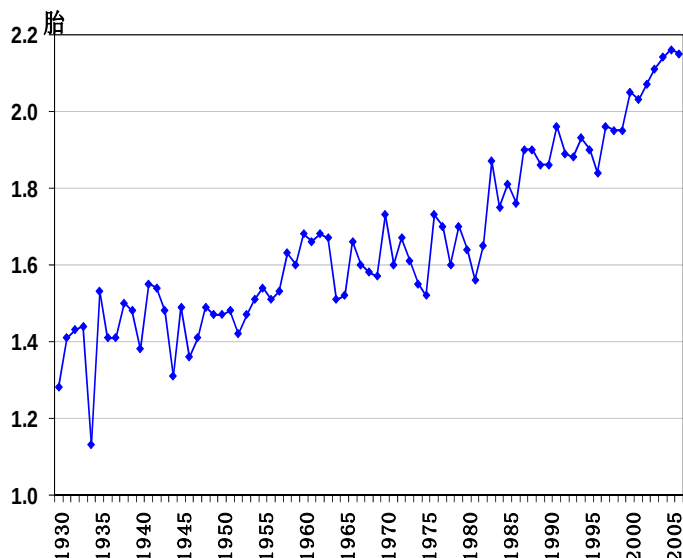
资料来源：USDA、东方证券

在美国生猪行业集中度提高同时，生猪生产效率也在不断的提高，这得益于种猪繁育体系，育种技术以及饲养技术的不断发展和完善。生猪生产效率的提高主要有产仔率、瘦肉率、存活率等指标的提高。我们可以看到，1980-2000 年间是美国生猪技术演进最为快速的时期。

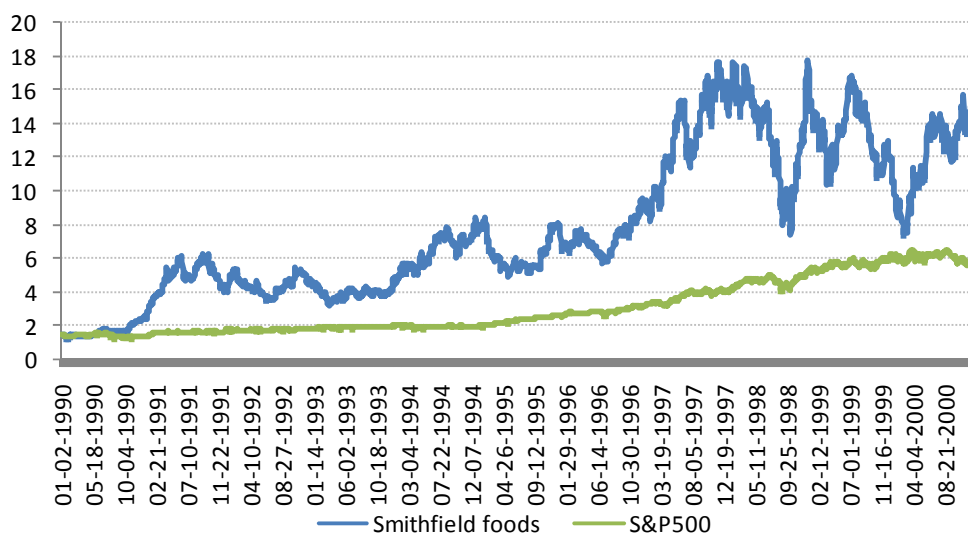
图 11：美国种猪生产效率的演进



资料来源：USDA、东方证券研究所



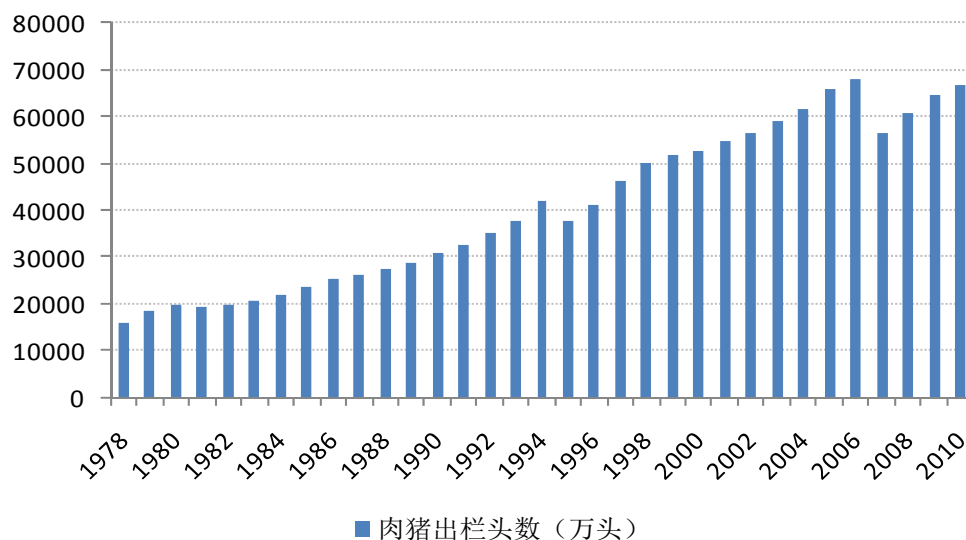
这种行业规模的扩张和技术演进的加快，也在推动生猪养殖企业快速的发展。我们可以看到美国最大的生猪养殖企业 Smithfield foods 在 1990 年-2000 年期间销售收入增长 5 倍，EBITDA 增长了将近 10 倍，股价上涨幅度达 900%，其涨幅远远超越标普 500 指数的上涨幅度 267%。

图 12：1990 年-2000 年 Smithfield foods 的股价表现


资料来源：Smithfield foods，东方证券研究所

2、国内生猪行业整合空间巨大

我国是生猪养殖的大国，目前每年出栏生猪超过 6 亿头，几乎是第二位美国年出栏量的 6 倍，居世界首位。但从产业发展角度来看，我国生猪行业还仅处于国外 80，90 年代的水平，无论是技术和养殖规模都刚刚处于产业起步阶段，与国外相差很大的距离。

图 13 我国肉猪年出栏


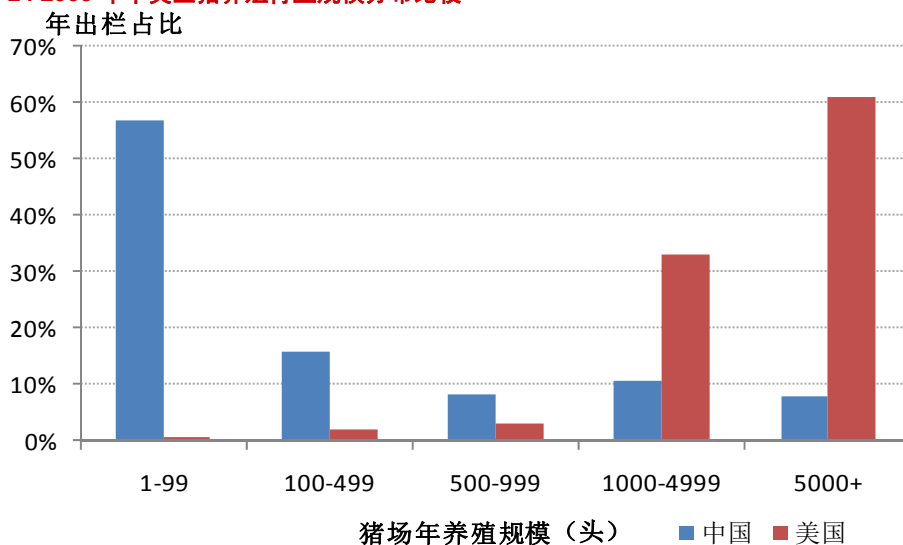
资料来源：统计局，东方证券研究所

表 3：国内外养殖技术差距较大

	国内	丹麦
胴体重 (kg)	75.8	80
每头母猪年提供商品猪数 (头)	13.21	27.3
母猪年产窝数 (窝)	2	2.25
断奶前死亡率	15%	13.80%
育肥猪死亡率	10%	3.50%

资料来源：中国畜牧业年鉴，东方证券

我国生猪养殖行业目前整合空间巨大。我国生猪养殖行业还处于非常分散的阶段，目前散养还占有很大的比例。2009 年我国年出栏数 500 头以上的养殖场仅为 18.57 万户，仅占到规模养殖场的 21.62%，同时 2009 年我国生猪养殖规模养殖化率仅为 62%，也就是说年出栏 500 头以上的养殖场仅占到全部养殖场的 12% 左右。相比较，2009 年年底美国年出栏 500 头以上的养殖场占到全部养殖场的 96% 以上，具有很大的差距。

图 14 2009 年中美生猪养殖行业规模分布比较


资料来源：USDA、中国畜牧业统计年鉴，东方证券研究所

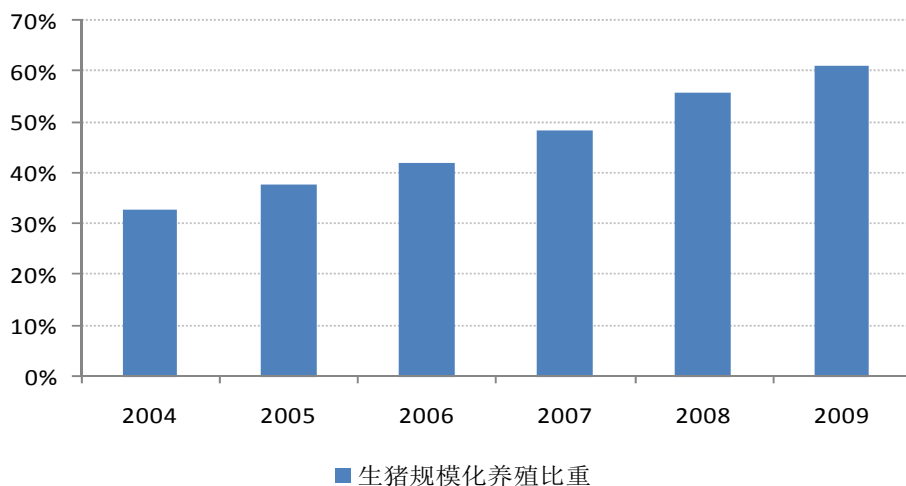
从前几大的集中度来看，我国生猪行业最大的养殖企业——温氏集团年出栏在 500 万头左右，还不到全国生猪总出栏量的 1%，前十大生猪养殖企业不超过 5%。可见我国目前生猪行业的规模化和集中化程度相当低。因此，这也为生猪养殖的龙头企业，提供了巨大的增长空间。

3、生猪养殖企业的规模化加速进行时

最近几年，由于饲料成本价格的高涨、疫情大规模的发生，以及劳动力成本的提高，散户正在渐渐退出生猪养殖业，行业规模化程度在提高，同时生猪养殖企业的规模化正在以加速向前发展。这一点最大体现行业龙头的表现上。温氏集团 2005 年生猪养殖规模还不到 100 万头，2010 年公司生猪

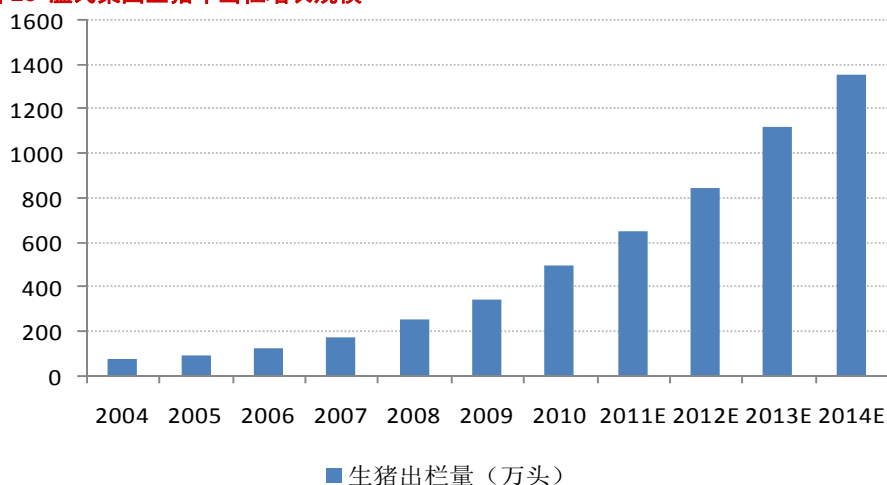
规模扩大到了 505 万头，短短五年间，公司生产规模扩大了 500%。未来公司规划到 2014 年实现 1360 万头的出栏量，CAGR 为 30%。

图 15 生猪规模化养殖比重（年出栏 50 头为规模化）



资料来源：中国畜牧业统计年鉴，东方证券研究所

图 16 温氏集团生猪年出栏增长规模



资料来源：温氏集团，东方证券研究所

除温氏以外，其他养殖龙头企业也在加速生猪养殖规模扩张的步伐如雏鹰农牧、牧原食品等，而正大集团、六和等饲料企业以及双汇、雨润等屠宰企业也在加大对生猪养殖的投资。

表 4：2010 年各个大农牧企业加速进入生猪养殖业

项目	位置	涉及公司	生猪规模
双汇 50 万头生猪养殖项目	河南	双汇	50
湖北襄樊 100 万头生猪项目	湖北	正大集团	100
岳阳 100 万头生猪项目	湖北	正大集团	100

正大集团与邳州市签约 5 亿美元生猪项目	江苏	正大集团	100
正大集团投资 1.5 亿元在重庆建猪场	重庆	正大集团	100
正大集团绵阳百万头生猪养殖基地	四川	正大集团	100
中粮江苏东台肉食产业链基地项目	江苏	中粮集团	>60
艾格菲江西新建 60 万头猪场	江西	艾格菲	60
中粮集团天津 150 万头生猪养殖基地	天津	中粮集团	150

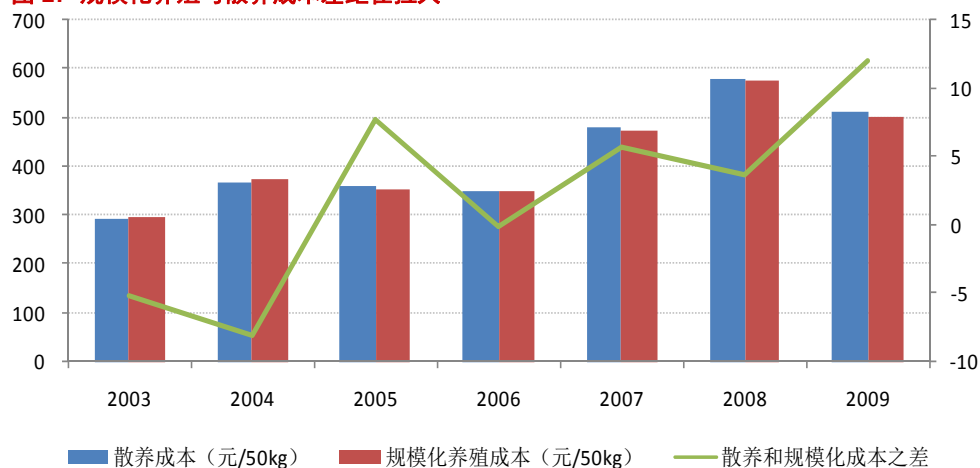
资料来源：东方证券

政策支持加速规模化养殖趋势。政府对于生猪规模化养殖的支持力度也是相当大，这一方面是出于提高生猪养殖效率的考虑，另一方面也是为了降低生猪价格波动。《全国生猪优势区域布局规划》中明确指出了要按照“统一标准、规模饲养、提高质量”思路，建设一批生猪规模化标准化养殖基地，同时规模养殖的比重达到 65% 以上。在 7 月 12 日国务院常务会议讨论并出台的进生猪生产持续健康发展的政策措施中，也明确提出了要增强对规模养殖企业的信贷支持，为规模养殖场合小区提供信用担保服务。我们认为，政策的导向和支持将加速国内生猪养殖趋向于规模化养殖。

4、规模化养殖企业的技术已经达到国际水平

在规模扩张的同时，规模化生猪养殖企业的养殖技术也得到一个快速的提升。从成本控制来看，规模化生猪养殖企业通过更好的母猪繁育、疫病控制、精准喂养技术，已经将成本控制的远低于散户和养殖专业户。

图 17 规模化养殖与散养成本差距在拉大



资料来源：发改委，东方证券研究所

实际上，规模化养殖与散养的成本之间的差距远比数据中的差距大很多（因为规模化养殖中包含个体专业化），特别是对于生猪养殖的龙头企业来说，他们每头猪的养殖成本已经跟散养之间形成了一两百块的差距。从许多规模化企业的养殖技术指标来看，他们已经达到国际的水平。

表 5：优秀企业的养殖技术已经远超过国内平均水平

	雏鹰农牧	牧原食品	温氏集团	国内平均
每头母猪年提供商品猪数 (PSY)	21	20.7	20.7	13.21
母猪年产窝数	2.2	2.42	—	<2
断奶前死亡率	4%	2%	—	15%
育肥猪死亡率	6.00%	2.00%	5.00%	10%

资料来源：公司网站，东方证券

其中每头母猪提供的健康商品猪数 (PSY) 和料肉比是最能代表生猪养殖企业技术的两个指标，也代表了养殖企业最基本的效率。目前国内平均 PSY 大概在 13.21 头左右。我们通过一个例子来模拟这个指标与养殖效益之间的关系。假设如下：

表 6：假设

出栏肥猪重 (kg)	105
饲料单价 (元/kg)	3
料肉比	3
肥猪价格元/KG	14
年固定费用 (元)	800000

资料来源：东方证券

表 7：PSY 模拟结果

PSY	14	15	16	17	18	19	20	21	22
年出栏肥猪 KG	147000	157500	168000	178500	189000	199500	210000	220500	231000
年出栏肥猪收入	2058000	2205000	2352000	2499000	2646000	2793000	2940000	3087000	3234000
年固定费用	800000	800000	800000	800000	800000	800000	800000	800000	800000
育肥饲料费用	1323000	1417500	1512000	1606500	1701000	1795500	1890000	1984500	2079000
猪场年利润	-65000	-12500	40000	92500	145000	197500	250000	302500	355000
PSY 每增加 1，增加 利润率（百分点）			2.23	2.10	1.98	1.88	1.79	1.70	1.62

资料来源：东方证券

我们看到如果 PSY 每增加 1，利润率增加超过 1.6 个百分点。目前如雏鹰农牧等优秀龙头企业的 PSY 相比较行业平均水平高出 7 左右，也就是利润率要比行业平均水平高出 10 个百分点以上。这是规模化养殖企业在“猪周期”中一直保持高盈利水平的基础。

5、养殖企业扩张模式的比较

正如我们所分析的，目前的生猪养殖行业已经进入了快速的规模化时期，一个好的扩张模式将引导养殖企业进入快速增长的通道。我们把目前的生猪养殖企业的模式分为：合同制、代养制和工厂化养殖。

合同制和代养制都是“公司+企业”的模式，其本质区别在于：合同制下饲料、种苗、疫苗都是农户自身承担偿付，本质上所养的产品以及生产资料归属养殖户所有；代养制下饲料、种苗、疫苗都是由公司来提供，公司对于养殖户的养殖进行指导和监督，生产资料和所养的产品都属于公司所有。合同制的代表有正邦科技，代养制的代表有雏鹰农牧、温氏集团；工厂化养殖的代表有牧原食品。

表 8 三种生猪规模化养殖的对比和分析

项目	代养制	合同制	工厂化
模式主要内容	① 分阶段、流程化饲养； ② 分散养殖、统一管理； ③ “共赢”的农户合作模式：与农户养殖合作、与农户建设养殖场合作。	① 分散养殖，难以实现统一管理； ② 公司将饲料、畜禽、药品出售给农户，由农户进行养殖，育肥后根据约定价格收购，集中加工，统一销售。	① 分阶段、流程化饲养； ② 集约养殖：且配备自动化的养殖设施； ③ 雇用农工，实行工业化、自动化、一体化的管理方式进行规模养殖。
农户养殖积极性	公司与农户建立共赢的核算机制，农户为提高收入，愿最大限度发挥积极性和责任心，养殖效率高。	农户的养殖积极性较高，但畜禽活体产权归农户所有，市场行情好时，农户可能违约。	畜禽活体的养殖更依赖于养殖责任心，但农工缺乏主人翁意识，调动其养殖积极性和管理难度较大。
疫病防治	充分利用“物理隔离”和“技术防疫”相结合的方式防疫。	农户愿接受公司技术防疫的指导，但封闭性较差，难以有效防范疫病，疫情一旦爆发，虽不存在整体毁损风险，但损失仍会较大。	主要依赖技术防疫的手段进行防疫管理，若出现管理或其它问题导致疫情爆发，存在畜禽整体毁损风险，具有“规模扩大的同时风险累加”的扩张瓶颈。
产品质量	养殖在公司养殖场内完成，公司实行统一供料、供种，防止滥用抗生素、瘦肉精及有害饲料，易于控制质量	养殖在农户养殖场完成，难以实施统一饲养管理，难以控制抗生素、瘦肉精及有害饲料的滥用	养殖在公司管理下完成，易于实施统一供料、供种及饲养管理，易于控制质量。
成本控制	合作养殖农户通过发挥其经验和责任心，养殖效率较高；分散的小规模养殖场无须投入过多自动化设备，建设成本较低	将畜禽养殖成本控制压力转嫁给散养农户，易于控制产品成本。	农工养殖责任心难以管理，养殖效率依赖于自动化水平；养殖场工业自动化设备投入较大，建设成本及维护成本较高。

规模扩张

易于实现快速扩张：分散养殖，解决了难以获取“大面积养殖土地”瓶颈；与农户合作建设养殖场，以及养殖场规模的灵活性有效缓解了资金瓶颈。

易于实现规模扩张：受土地限制程度较小，资金投入较小。

实现规模快速扩张具有瓶颈：面临持续获取大面积土地的瓶颈，规模扩张需要一次性投入的资金占用量较大。

代表公司
雏鹰农牧、温氏集团
正邦科技
牧原食品

资料来源：东方证券

我们认为，在三种模式的实践中，代养制是这些模式中相对比较出色的模式，原因在于：在该体制下，生猪养殖规模能在很好的防范疫情和激励养殖户积极性的条件下实现快速的规模扩张，这是其他模式所做不到的。

三、投资策略和 risk 因素

1、投资策略

我们建议投资者从两方面去关注生猪的投资策略：

1) 产业成长策略：在我国生猪养殖业快速规模化和养殖技术快速提升的背景下，拥有先进养殖技术和扩张模式的生猪养殖企业龙头企业将得到快速的成长，这种成长将在生猪价格上涨的过程中被放大，也将在生猪价格下跌的过程中成为公司业绩的稳定器。**我们建议长期积极关注拥有先进养殖技术和扩张模式的生猪养殖上市公司，他们之中必将存在成长成为伟大农牧企业的公司。我们建议关注成长性好，抗周期性较好的生猪养殖企业，重点推荐雏鹰农牧（增持）。**

2) 猪价趋势策略：生猪价格今年仍将易涨难跌，下半年将进入缓慢上涨的通道，我们认为生猪上市公司在三季度仍有继续上调公司业绩的可能，4 季度生猪价格创新高概率较大，也将为生猪养殖企业股价的上涨带来催化，我们建议关注下半年猪价上涨趋势，相关公司如**雏鹰农牧（增持）**和**正邦科技（未评级）**等。

2、风险提示

1、疫情风险：目前生猪疫情仍不断出现，如果疫情不断蔓延，影响猪肉消费需求（如“猪流感”），将会给猪价带来不良影响。

2、食品安全问题。食品安全问题，如“瘦肉精”事件的复发将给行业带来巨大的不良影响。

3、原材料价格、人力成本大幅上涨带来成本控制压力的风险。玉米、豆粕和鱼粉等原材料超出我们预期的大幅上涨，对饲料行业带来成本压力。

成长性最好的生猪养殖企业

投资要点：

- **成长性最好的生猪养殖企业。**公司是目前生猪养殖上市企业中成长性最好的公司：1)“雏鹰模式”是代养制中的典型代表，养殖户在公司中实际上就是产业工人，他们收取带有养殖技术指标考核的代养费，这种模式成功解决了养殖户的积极性问题，同时模式采取“分散养殖、合作建厂”的方式成功的在控制疫病风险的背景下，实现最快的规模扩张；2)公司去年上市融资，有巨大潜力扩充规模。2011—2014 公司计划将把生猪规模扩充至 110 万头，160 万头，240 万头和 360 万头，未来四年的规模复合增长率达到 52%。我们认为，公司完全有能力实现和复制温氏集团近几年的快速成长。
- **具有良好的抗周期性。**公司目前已经拥有完整的“饲料—养殖—屠宰”产业链，同时公司整个生猪繁育体系“祖代—父母代—商品代”比较完整，这为公司形成了良好的抗周期性。公司在平衡产品结构的思路：在生猪景气周期中，仔猪价格弹性大，公司首选卖仔猪；在景气下滑周期中，公司选择育肥猪来拉长自身的养殖周期。这样的思路给公司具有良好的抗周期能力。2009 年—2010 年，公司在行业不景气周期中，毛利率依然维持 22.52%和 25.67%的较高水平。
- **公司业绩弹性大。**目前公司生猪业务占到总业务的 85%以上。同时，公司产品销售思路也决定了其在生猪景气周期中，会选择多卖仔猪，而仔猪在景气周期中的弹性要远大于育肥猪，因此，公司业绩在生猪上涨期的弹性很大。
- **公司将加快产业链的延伸，打造高端生猪品牌。**目前公司已经开始涉及下游的屠宰业务，未来几年公司将形成年屠宰量 200 万头的规模，我们看好公司这种产业链一体化的模式，这将为公司实现稳定的增长奠定基础。另一方面，公司目前在建的三门峡生态猪项目将成为公司进入本土猪，塑造生猪高端品牌的切入口。
- **盈利预测和风险提示。**我们预计公司 11—13 年公司 EPS1.16 元，1.28 元和 1.76 元，按照目前股价 33.51 元，对应公司的市盈率为 29X、26X 和 19X，公司具有良好的成长性和较强的抗周期性，我们认为给予 12 年 30 倍的估值比较合理，对应目标价 38.4 元，首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**1) 灾害性天气和疫情；2) 生猪规模扩张低于预期；3) 猪价下滑超预期的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621-50366888 × 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

行业评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价(2011 年 7 月 20 日) 33.51 元

目标价格 38.40 元

总股本/A 股(万股) 26700/8800

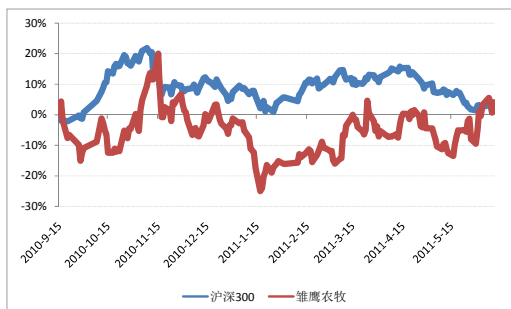
A 股市值(百万元) 8800

国家/地区 中国

行业 农业

报告发布日期 2011 年 7 月 21 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百)	683	1134	1548	2194
主营业务利润(百)	111	301	329	453
净利润(百万)	123	310	341	471
EBITDA(百万)	175	394	447	603
每股收益(元)	0.46	1.16	1.28	1.76
净资产收益率	7.8%	16.4%	15.3%	17.5%
每股经营现金流	0.10	0.78	0.81	1.09
市盈率(X)	73	29	26	19
EV/EBITDA(X)	51	23	20	15

资料来源：东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盈利假设和收入预测：

- 1、我们保守假设 2011 年仔猪、二元母猪和育肥猪价格分别为 29 元/kg, 1850 元/头和 14.3 元/kg。
- 2、保守估计 2011 年仔猪、二元母猪和育肥猪销量为 65.77 万头, 4.9 万头和 29.87 万头。
- 3、估计 2011 年公司仔猪、二元母猪和育肥猪单位成本分别增长 8%, 2%和 1.5%。

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
生猪产品							
每头价格（元/头）	807	1,040	869	862	1,011	977	1,052
每头成本（元/头）	612	712	666	636	642	680	731
销量(万头)	13.37	24.91	48.38	66.49	101	148	199
业务收入(万元)	10,781	25,893	42,042	57,303	101,593	144,477	209,519
业务成本	8,178	17,744	32,197	42,268	64,538	100,549	145,636
业务毛利	2,603	8,149	9,844	15,035	37,055	43,928	63,883
收入比例	51.73%	71.10%	77.70%	83.90%	89.59%	93.36%	95.52%
毛利比例	52.79%	85.57%	80.83%	85.77%	91.15%	95.57%	97.76%
头均毛利	195	327	204	226	369	297	321
毛利率	24.15%	31.47%	23.42%	26.24%	36.47%	30.40%	30.49%
商品仔猪							
每头价格（元/头）	539.68	744.45	531.64	614.53	725.00	675.00	650.00
每头成本(元/头)	448.39	486.12	389.30	392.18	423.56	432.03	444.99
每头重量（kg）	25.28	24.56	25.24	25.00	25.00	25.00	25.00
单位价格（元/kg）	21.35	30.31	21.06	24.58	29.00	27.00	26.00
单位成本（元/kg）	17.74	19.79	15.42	15.69	16.94	17.28	17.80
销量(万头)	9.82	16.47	30.18	43.64	65.77	89.27	110.55
业务收入（万元）	5,302	12,261	16,043	26,818	47,681	60,259	71,857
业务成本	4,405	8,006	11,747	17,115	27,856	38,568	49,193
业务毛利	897	4,255	4,295	9,703.18	19,825	21,691	22,664
毛利率	16.92%	34.70%	26.77%	36.18%	41.58%	36.00%	31.54%
每头毛利(元)	91	258	142	222	301	243	205
销量增长		167.64%	183.22%	144.62%	150.70%	135.74%	123.83%
二元种猪							
每头价格（元/头）	1,673	2,185	1,901	1,746	1,850	1,950	1,900
单位成本(元/头)	1,030	1,014	978	882	899	899	899
销量（万头）	2.10	2.44	4.91	2.92	4.90	7.28	9.55
业务收入	3,515	5,336	9,327	5,098	9,062.30	14,189.27	18,147.83
业务成本	2,164	2,477	4,800	2,574	4,404.82	6,543.15	8,588.80
业务毛利	1,351	2,858	4,527	2,523.96	4,657.48	7,646.12	9,559.03
毛利率	38.44%	53.57%	48.54%	49.51%	51.39%	53.89%	52.67%
每头毛利	643	1170	923	864	951	1,051	1,001
销量增长		16.21%	100.86%	-40.47%	67.76%	48.55%	31.26%
商品肉猪							
每头价格（元/头）	1,363	1,384	1,254	1,274	1,501.50	1,365.00	1,512.00
每头成本(元/头)	1,117	1,211	1,177	1,133	1,080.59	1,080.59	1,111.46
每头重量（kg）	109.15	98.32	107.65	111.74	105.00	105.00	108.00
单位价格（元/kg）	12.49	14.08	11.65	11.40	14.30	13.00	14.00
单位成本（元/kg）	10.23	12.32	10.94	10.14	10.29	10.29	10.29
销量(万头)	1.44	5.99	13.29	19.93	29.87	51.30	79.04
业务收入	1,964	8,297	16,672	25,387.07	44,849.31	70,029.30	119,514.10
业务成本	1,609	7,260	15,650	22,579.38	32,276.77	55,437.90	87,853.98
业务毛利	355	1,036	1,022	2,807.69	12,572.54	14,591.40	31,660.12
毛利率	18.08%	12.49%	6.13%	11.06%	28.03%	20.84%	26.49%
每头毛利	246	173	77	141	421	284	401
销量增长		316.04%	121.82%	49.91%	49.87%	71.76%	54.07%

表：雏鹰农牧盈利预测

利润表 (单位: 百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	682.96	1,133.92	1,547.53	2,193.53
营业收入	682.96	1,133.92	1,547.53	2,193.53
二、营业总成本	572.05	832.97	1,218.92	1,741.67
营业成本	507.68	727.38	1,087.89	1,540.04
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用	13.67	18.14	24.76	39.48
管理费用	35.43	62.37	77.38	114.06
财务费用	15.12	17.01	24.76	43.87
资产减值损失	0.15	8.07	4.13	4.21
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.52	0.52	0.52	0.52
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	1.00
四、营业利润	111.43	301.47	329.13	453.38
加：营业外收入	14.95	20.41	27.86	39.48
减：营业外支出	2.18	9.07	12.38	17.55
五、利润总额	124.20	312.81	344.61	475.31
减：所得税	1.23	3.13	3.45	4.75
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	122.97	309.68	341.16	470.56
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	122.97	309.68	341.16	470.56
七、每股收益：	0.46	1.16	1.28	1.76
八、市盈率	74	29	26	19

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1180	1365	1597	2030	营业收入	683	1134	1548	2194
现金	783	749	723	791	营业成本	508	727	1088	1540
应收账款	28	43	62	88	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	5	6	8	11	营业费用	14	18	25	39
预付账款	66	79	108	154	管理费用	35	62	77	114
存货	298	488	696	987	财务费用	15	17	25	44
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	8	4	4
非流动资产	624	784	921	1024	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	9	9	9	9	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	448	599	693	761	营业利润	111	301	329	453
无形资产	89	96	93	92	营业外收入	15	20	28	39
其他非流动资产	78	80	126	162	营业外支出	2	9	12	18
资产总计	1803	2149	2519	3054	利润总额	124	313	345	475
流动负债	171	200	227	281	所得税	1	3	3	5
短期借款	97	97	97	97	净利润	123	310	341	471
应付账款	30	46	56	79	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	57	74	105	归属母公司净				
非流动负债	58	64	66	76	利润	123	310	341	471
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	175	394	447	603
其他非流动负债	18	24	26	36	EPS (元)	0.46	1.16	1.28	1.76
负债合计	228	264	293	357	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2010	2011E	2012E	2013E
股本	134	267	267	267	成长能力				
资本公积	1257	1124	1124	1124	营业收入	26.2%	66.0%	36.5%	41.7%
留存收益	184	494	835	1306	营业利润	45.5%	170.5%	9.2%	37.7%
归属母公司股东权益	1575	1885	2226	2696	归属于母公司净	39.2%	151.8%	10.2%	37.9%
负债和股东权益	1803	2149	2519	3054	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	25.7%	35.9%	29.7%	29.8%
单位:百万元					净利率(%)	18.0%	27.3%	22.0%	21.5%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	7.8%	16.4%	15.3%	17.5%
经营活动现金流	26	209	215	292	ROIC(%)	8.1%	16.2%	15.5%	18.1%
净利润	123	310	341	471	偿债能力				
折旧摊销	64	78	84	0	资产负债率(%)	12.7%	12.3%	11.6%	11.7%
财务费用	15	17	25	44	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-1	-1	-1	-1	流动比率	6.90	6.82	7.04	7.22
营运资金变动	151	189	232	311	速动比率	5.16	4.38	3.97	3.71
其他经营现金流	-327	-384	-466	-533	营运能力				
投资活动现金流	-169	-187	-167	-131	总资产周转率	0.38	0.53	0.61	0.72
资本支出	271	156	130	88	应收账款周转				
长期投资	6	0	0	1	率	25	26	25	25
其他投资现金流	108	-31	-37	-42	应付账款周转				
筹资活动现金流	857	-55	-75	-92	率	22.64	25.00	28.57	28.57
短期借款	-80	0	0	0	每股指标				
长期借款	0	0	0	0	(元)				
普通股增加	34	134	0	0	每股收益(摊薄)	0.46	1.16	1.28	1.76
资本公积增加	1053	-134	0	0	每股经营现金流	0.10	0.78	0.81	1.09
其他筹资现金流	-150	-55	-75	-92	每股净资产(摊薄)	11.80	7.06	8.34	10.10
现金净增加额	713	-33	-26	68	估值比率				
					P/E	74	29	27	19
					P/B	2.90	4.84	4.10	3.39
					EV/EBITDA	52	23	20	15

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：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%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn