

2011年08月02日

农林牧渔

证券研究报告--行业评级报告

## 猪肉价格还将上涨 相关公司持续受益

### 国家政策或将改变生猪养殖生态链

**行业评级： 同步大市(首评)**

**TMT 组： 吴炳华**

执业证书编号： S0890510120009

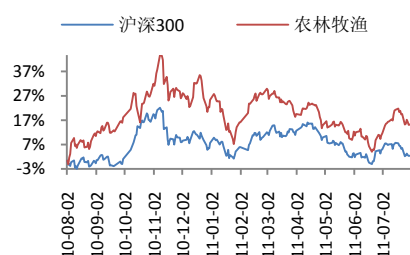
电话： 021-50122148

邮箱： wubinghua@cnhbstock.com

**联系人： 邱俊灏**

电话： 021-50122125

#### 行业走势图



#### ◎投资要点：

◆国家出台相关政策扶植生猪养殖业。猪肉价格持续上升，国家出台政策扶植生猪养殖业。但我们认为政策效应较有限。

◆养猪成本持续上升 周期决定价格走势。猪肉价格的持续上涨是养殖成本上升与存栏降低至历史最低水平合力所致。

◆相关公司将受益政策和上升周期。猪仔、生猪养殖和高端饲料行业等优秀企业将会明显受益。

#### 相关研究报告

#### 重点公司

| 股票代码   | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|--------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |        |      | 2009A  | 2010E | 2011E | 2012E | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 000860 | 顺鑫农业 | 18.53  | 增持   | 0.36   | 0.60  | 0.97  | 1.02  | 51.47 | 30.88 | 19.01 | 18.16 |
| 002385 | 大北农  | 36.74  | 增持   | 0.81   | 0.77  | 1.25  | 1.68  | 45.35 | 47.71 | 29.39 | 21.86 |
| 002477 | 雏鹰农牧 | 31.03  | 增持   | 0.88   | 0.92  | 1.14  | 1.32  | 35.26 | 33.72 | 27.21 | 23.50 |

## 正文目录

|                                   |          |
|-----------------------------------|----------|
| <b>1. 国家出台相关政策扶植生猪养殖业.....</b>    | <b>3</b> |
| 1.1. 扶植生猪生产成为政策重点 但利好相对有限 .....   | 3        |
| 1.2. 猪价中期内仍将上涨.....               | 3        |
| <b>2. 养猪成本持续上涨 周期决定价格走势 .....</b> | <b>4</b> |
| 2.1 玉米价格创出历史新高 .....              | 4        |
| 2.2 猪病导致生猪存栏数降至近年最低 .....         | 5        |
| 2.3 母猪存栏指数已降至均衡水平下 .....          | 5        |
| <b>3. 相关受益上市公司.....</b>           | <b>6</b> |

## 图表目录

|                     |   |
|---------------------|---|
| 图 1 猪肉价格.....       | 4 |
| 图 2 全国生猪存栏.....     | 4 |
| 图 3 全国大中城市猪粮比 ..... | 4 |
| 图 4 全国能繁母猪存栏数 ..... | 5 |

(本报告共有图 4 张)

## 1. 国家出台相关政策扶植生猪养殖业

7月28日 国务院正式发布促进生猪生产的通知，新一轮的猪肉调控正式启动。这次通知最主要的精神就是扶植生猪生产。

### 1.1. 扶植生猪生产成为政策重点 但利好相对有限

《国务院办公厅关于促进生猪生产平稳健康持续发展防止市场供应和价格大幅波动的通知》提出要扶持生猪标准化规模养殖。要求地方各级人民政府要积极支持生猪标准化规模养殖场（小区）建设，改善饲养、防疫条件，提高粪污处理能力，确保本地区生猪生产能力不下降。在“十二五”期间，中央每年将投资25亿投资扶植生猪养殖。

政策的重点在于母猪饲养补贴制度，这是保护生猪生产能力的关键环节。通知要求各地继续按照每头每年100元标准，对能繁母猪发放饲养补贴，中央财政对中西部地区给予60%的补助，对新疆生产建设兵团和中央直属垦区补助100%。

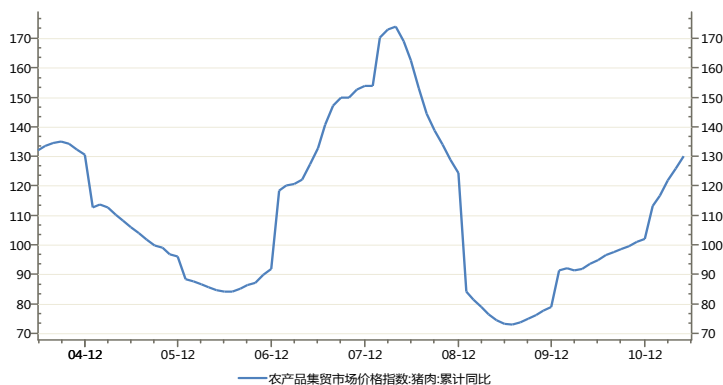
我们认为中国生猪价格波动最大的因素就是散户养殖。在经历了多次暴涨和暴跌之后，生猪生产的稳定性成为生猪价格波动的关键因素。因此规模养殖成为稳定生猪价格波动的关键。

但国情又决定了地方政府对规模养殖动力不足。首先生猪养殖是免税的，因此地方政府的税收动力不足；其次，环境污染问题。养猪业会造成环境污染。中国最大的生猪养殖集团广东温氏集团拥有的能繁母猪也只占全国总数的5%，他们对散户养殖的带动效应不明显。

### 1.2. 猪价中期内仍将上涨

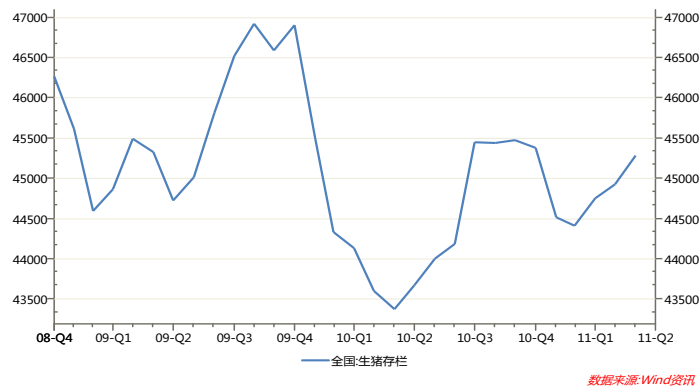
据商务部监测，7月中旬以来，全国千头规模以上养殖企业育肥猪出栏均价每公斤19.21元，比上旬下降1.5%。全国规模以上定点屠宰企业生猪收购均价每公斤19.36元，比前一周下降1%；白条肉出厂均价每公斤25.09元，比前一周下降0.7%。全国36个大中城市猪肉批发均价每公斤26.11元，比前一周下降0.2%。

图 1 猪肉价格（农产品集贸市场价格）



资料来源：中国政府网、华宝证券研究所

图 2 全国生猪存栏



资料来源：中国政府网、华宝证券研究所

图 3 全国大中城市猪粮比



资料来源：国家统计局、华宝证券研究所

虽然短期猪肉价格出现了回调，但是我们认为未来 6-9 个月猪肉价格还将上升并维持高位震荡状态。这是基于我们对以下因素的分析：成本、生猪存栏数、养殖周期和养猪户的预期都决定了短期内猪肉价格不会明显下降。

## 2. 养猪成本持续上涨 周期决定价格走势

### 2.1 玉米价格创出历史新高

2011 年，全国养殖户拿到玉米均价为 2.10 元/公斤，创数年来新高。2008 年饲料成本最高时，玉米价仅为 1.8 元/公斤左右，涨幅 15% 以上。由于去年以来全球气候异常，突发极端性气候频发，威胁全球粮食生产。国际期货市场普遍看高未来玉米等粮食价格，并传递至我国玉米期货市场，加上我国去年多地发生干旱、洪涝灾害，粮食实际产量可能并不及官方所公布产量。因此玉米价格的上涨仍是大势所趋。

## 2.2 猪病导致生猪存栏数降至近年最低

2010 年全国猪病严重程度为 2006 年高热病后最为严重的一年，去年一季度猪病影响级别为 3.4 级，而今年一季度为 3.2 级，略低于去年，但仍较严重。去年一季度主要以全国性的五号病为主，导致病猪数量激增，从而导致猪价暴跌。今年一季度猪病主要以五号病和流行性腹泻为主，仔猪成活率低、死亡率高，不少地方甚至出现一窝猪“独生子、双胞胎”现象。

正常情况下生猪市场走出亏损进入盈利后 3-5 月母猪存栏就会迎来拐点，补栏积极性提高，母猪存栏开始回升。2010 年 7 月中旬生猪市场便进入盈利，但补栏积极性却始终不高，除了政策频发调控，多次放储稳定猪价外，主要因素就是猪病高发、频发，导致补栏积极性不高、加快淘汰。并一直持续至今年一季度。猪病最终导致今年一季度末存栏降至 2008 年以来的最低点。

## 2.3 母猪存栏指数已降至均衡水平下

根据养猪周期规律，母猪存栏与猪价之间的“量、价”逻辑关系是“三四五”周期定律，即：从补栏母猪到影响生猪供应和猪价需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”共 12 个月的周期。期间母猪存栏和总存栏的恢复增加，并不影响肥猪的供应和猪价。因此，判断后市走势主要依据便是母猪存栏的变化走势。

由于从 2008 年以来亏损和猪病导致了母猪存栏进一步下降。疫病风险和中小养殖户纷纷转行加快了存栏下降。这一趋势一直持续到 2011 年 2、3 月份补栏才开始实质性回升，存栏出现拐点。因此，2011 年全年生猪供求关系为紧平衡，出现持续性供大于求的可能性非常低，除非发生严重的猪病导致大量病猪扰市的特殊情况。这一缺口可能还将持续扩大，今年的猪价仍有上涨空间。

图 4 全国能繁母猪存栏数



资料来源： 中国政府网、华宝证券研究所

## 2.4 猪肉价格会小幅回调 明年春节前还将持续高位

根据规律, 档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。因此, 2010 年底的母猪存栏低于均衡水平 15% 左右, 对应 2011 年猪价最高位可能要超出均衡水平 30% 以上。截止目前, 没有大的疫病严重威胁生猪存栏, 因此, 我们预计 9-12 月份生猪存栏有望增加, 但供应仍难大增, 随着需求也进入旺季, 猪价可能进一步上涨。

综合分析, 我们认为春节前猪肉价格还将维持高位。

## 3. 相关受益上市公司

我们看好种猪养殖企业、饲料行业和综合优势明显的企业。重点看好顺鑫农业、大北农和雏鹰农牧。

顺鑫农业猪肉销售和屠宰占据北京市场第一。今年随着猪肉价格上涨, 营业利润还将持续上升。此外, 红星二锅头在清香型白酒市场中占有很高的地位。销量增长迅速。北京以及河北市场占有很高市场份额。2011 年中报同比增长 72%, 预计 2011 年业绩也同比增长 60% 以上。

大北农主要的产品是生猪的混合饲料。2011 年混合饲料价格上涨了 20% 以上(成本上涨 20% 的前提下)。一季度, 公司综合毛利率同比还上升 1%, 销售增长 28%, 预计 2011 年上半年净利润将会增长 30%-50%。

此外, 公司还拥有优良玉米和水稻种子品种。玉米品种比优良郑单 958 都要能提高产量。与登海种业的先锋 355 有很强竞争力。特别是目前在国家对转基因种子有很大争议的情况下, 国内经过自主培养的种子行业都会明星受益于产业政策。

雏鹰农业拥有先进的养殖模式。公司采取将大规模养殖和分散养殖相结合的方式从事养殖业, 最大限度地调动农户的养殖积极性, 使得公司生猪养殖规模持续扩大, 较去年同期增长 24.5%, 生猪养殖利润占比 94.7%, 较去年同期提高了 12.6%。

上半年, 公司商品仔猪、商品肉猪、二元种猪价格涨幅分别达 39.4%、48.8%、21.7%; 销售商品仔猪、商品肉猪和二元种猪数量同比增长 44.56%、41.90% 和 -20.92%。在量、价共同拉动下, 公司上半年商品仔猪和商品肉猪营业收入分别比上年同期增长 106.19% 和 111.15%。我们预计 2011 年公司业绩将超预期。

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010 -6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

## 风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。