

公司深度报告

买入

当前价：36.18元

相关研究

分析师：徐建春

执业证书编号：S1110513120001

电话：(8621) 22062982

邮件：xujianchun@tfzq.com地址：中国湖北省武汉市江汉区唐家墩32号
国资大厦B座

电话：027-87618889

天风证券股份有限公司

请阅读最后一页信息披露和重要声明

牧原股份—最理想生猪养殖标的 行情低迷凸显成本优势

投资要点：

- 牧原食品是我国较大的自育自繁自养一体化生猪养殖企业，截止2013年上半年拥有4个全资子公司（邓州市牧原养殖有限公司、南阳市卧龙牧原养殖有限公司、湖北钟祥牧原养殖有限公司、山东曹县牧原农牧有限公司）和1个参股公司（河南龙大牧原肉食品有限公司），具有年加工饲料40万吨、繁育及养殖生猪195万头的能力。
- 公司拥有饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化产业链，全部生猪均是自养，区别当下的“公司+农户”或“公司+农户+基地”的模式。一体化产业链优势最直接的益处便是食品安全。从饲料到生猪出栏的各个环节都做到严格的质量把控，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追溯体系，有效保障了食品安全。此外公司的最大竞争优势是成本优势。
- 我国当前生猪市场规模达1.15-1.38万亿元，即便国内生猪养殖规模最大的广东温氏集团2013年其生猪出栏量刚刚突破1000万头，占比尚不足2%，因而对众多企业来说，生猪养殖行业前景广阔，存在大市场下孕育大公司的潜能。我国以年出栏50头生猪作为规模化指标，在散养户不断退出生猪养殖业的背景下，过去近30年我国生猪养殖业的规模化比重不断提高，从1985年的5%左右上升2012年的近70%。生猪养殖业的结构自然也发生了变化，50-5万头以及5万头以上出栏规模的比重在提高。据我们的测算，散养户的退出将在未来多年每年释放近千万头生猪市场，这对当下的生猪养殖企业而言非常可观。
- 预计2014-2016年公司生猪出栏量分别为（假设2014-2016年公司生猪出栏量156万头、195万头、250万头。根据对生猪价格的判断以及对公司2014-2016年出栏量的假设，预计2014-2016年公司销售收入为26.58亿元、34.55亿元、43.19亿元，分别同比增长30%、30%、25%，归属于上市公司股东的净利润分别为4.09亿元、6.08亿元、7.47亿元，分别同比增长35%、49%、23%，EPS分别为1.69元、2.51元、3.09元。基于公司业内领先的成本控制能力及稳健成长特征，给予长期买入评级。

风险提示：

- 生猪价格异常低迷，自繁自养长期处于深度亏损状态；
- 爆发大规模疫情，生猪大面积死亡。

重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2044.40	2657.72	3455.04	4318.80
同比(%)	37.13%	30.00%	30.00%	25.00%
归属母公司净利润	303.83	408.98	607.83	747.20
同比(%)	-7.99%	34.61%	48.62%	22.93%

毛利率(%)

目录

1	投资聚焦	1
1.1	牧原食品是我国较大的一体化生猪养殖企业	1
1.2	一体化养殖保障食品安全 具备成本优势	1
1.3	研发实力行业领先 产品储备丰富	错误! 未定义书签。
1.4	万亿市场正在孕育大型企业	1
1.5	长期产能规划支撑公司稳健发展	1
1.6	盈利预测与投资评级	1
1.7	风险提示	2
2	公司生猪出栏量多年稳定增长	3
2.1	公司简介	3
2.2	生猪销售渠道以猪贩子为主	4
3	竞争优势突出 行情低迷时尽显	5
3.1	自育自繁自养一体化产业链突出成本优势	5
3.2	疫病防控及生产管理优势	6
3.3	对投资者而言 业务结构纯粹的优势	6
4	我国生猪养殖业发展趋势	8
4.1	这是一个万亿市场	8
4.2	生猪养殖呈现规模化趋势	8
4.3	散养户退出每年释放生猪市场千万头	9
5	中期规划 480 万头产能	9
5.1	产能足以支撑未来出栏稳健增长	9
6	生猪价格预判及公司盈利预测	10
6.1	盈利稳定增长 长期买入评级	10
7	信息披露	12
8	重要声明	12
9	天风证券评级说明:	12

图目录

图 1: 公司生猪出栏量连续多年保持增长.....	3
图 2: 公司商品猪出栏占 90%以上	3
图 3: 公司销售额连续多年保持增长.....	3
图 4: 公司 2013 年上半年收入构成.....	3
图 5: 公司各类生猪主要销售渠道: 猪贩子占比较大.....	4
图 6: 公司各类生猪主要销售区域.....	4
图 7: 公司生猪全程死亡率多年基本呈现下降趋势 比行业一般水平低 10 个百分点	5
图 8: 公司母猪的 PSY 水平显著高于同行	6
图 9: 公司生猪饲养员的人均饲养水平显著高于同行	6
图 10: 正邦科技收入构成(2013 年上半年).....	7
图 2: 正邦科技利润构成(2013 年上半年).....	7
图 12: 大康牧业收入构成(2013 年上半年).....	7
图 13: 大康牧业利润构成(2013 年上半年).....	7
图 14: 雏鹰农牧收入构成(2013 年上半年).....	7
图 15: 雏鹰农牧利润构成(2013 年上半年).....	7
图 16: 牧原股份收入构成(2013 年上半年).....	8
图 17: 牧原股份生猪出栏结构(2013 年上半年).....	8
图 18: 2012 我国生猪出栏量达到.....	8
图 19: 全国生猪出栏地区结构(2012 年数据).....	8
图 20: 生猪出栏量呈现逐年小幅增长状态.....	9
图 21: 生猪出栏结构发生显著变化.....	9
图 22: 生猪价格&能繁母猪存栏	10
图 23: 生猪价格&猪粮比价	10

表目录

表 1: 2011-2020 年因散养户退出的市场空间在 1000 万头上下.....	9
---	---

1 投资聚焦

1.1 牧原食品是我国较大的一体化生猪养殖企业

牧原食品是我国较大的自育自繁自养一体化生猪养殖企业，也是我国较大的生猪育种企业。牧原食品始建于1992年，历经21年的发展，现拥有4个全资子公司（邓州市牧原养殖有限公司、南阳市卧龙牧原养殖有限公司、湖北钟祥牧原养殖有限公司、山东曹县牧原农牧有限公司）和1个参股公司（河南龙大牧原肉食品有限公司），具有年加工饲料40万吨、繁育及养殖生猪195万头的能力(截至2013年上半年，公司在南阳市内乡县形成了年出栏生猪130万头的养殖基地，邓州牧原形成年出栏约25万头的生产能力，卧龙牧原40万头的生产能力。)，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链。

1.2 一体化养殖保障食品安全 具备成本优势

公司拥有饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化产业链，全部生猪均是自养，区别当下的“公司+农户”或“公司+农户+基地”的模式。一体化产业链优势最直接的益处便是食品安全。从饲料到生猪出栏的各个环节都做到严格的质量把控，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追溯体系，有效保障了食品安全。此外公司的最大竞争优势是成本优势。

1.3 万亿市场正在孕育大型企业

我国当前生猪市场规模达1.15-1.38万亿元，即便国内生猪养殖规模最大的广东温氏集团2013年其生猪出栏量刚刚突破1000万头，占比尚不足2%，因而对众多企业来说，生猪养殖行业前景广阔，存在大市场下孕育大公司的潜能。我国以年出栏50头生猪作为规模化指标，在散养户不断退出生猪养殖业的背景下，过去近30年我国生猪养殖业的规模化比重不断提高，从1985年的5%左右上升2012年的近70%。生猪养殖业的结构自然也发生了变化，50-5万头以及5万头以上出栏规模的比重在提高。据我们的测算，散养户的退出将在未来多年每年释放近千万头生猪市场，这对当下的生猪养殖企业而言是非常可观的。

1.4 长期产能规划支撑公司稳健发展

截至2013年上半年，公司在南阳市内乡县境内拥有1个饲料厂和21个养殖场，已初步形成了年出栏生猪约130万头的生产能力。公司在南阳邓州设立了全资子公司邓州牧原，规划建设200万头的生猪养殖基地（含募集资金项目80万头生猪产业化项目），截至2013年6月30日，邓州牧原已有饲料厂2个一级部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约25万头大生产能力。公司在南阳市卧龙区设立了全资子公司卧龙牧原，规划建设150万头大生猪养殖基地，截至2013年6月30日，卧龙牧原已有部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约40万头大生产能力。

1.5 盈利预测与投资评级

预计2014-2016年公司生猪出栏量分别为(假设2014-2016年公司生猪出栏量156万头、195万头、250万头。根据对生猪价格的判断以及对公司2014-2016年出栏量的假设，预计2014-2016年公司销售收入为26.58亿元、34.55亿元、43.19亿元，分别同比增长30%、30%、25%，归属于上市公司股东的净利润分别为4.09亿元、6.08亿元、7.47亿元，分别同比增长35%、49%、23%，EPS分别为1.69元、2.51元、3.09元。基于公司业内领先的成本控制能力及稳健成长特征，给予长期买入评级。

1.6 风险提示

生猪价格异常低迷，自繁自养长期处于深度亏损状态；
爆发大规模疫情，生猪大面积死亡。

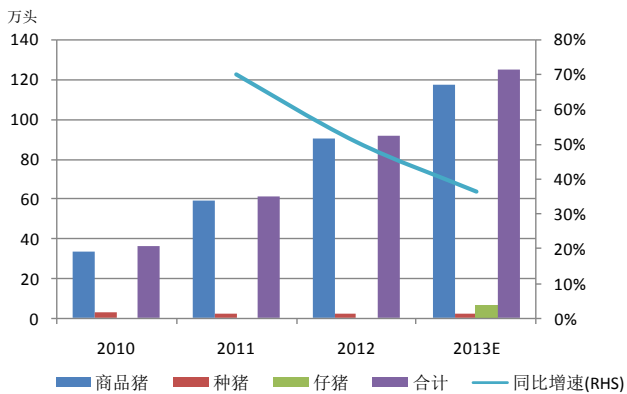
2 公司生猪出栏量多年稳定增长

2.1 公司简介

牧原食品是我国较大的自育自繁自养一体化生猪养殖企业，也是我国较大的生猪育种企业。牧原食品始建于1992年，历经21年的发展，现拥有4个全资子公司（邓州市牧原养殖有限公司、南阳市卧龙牧原养殖有限公司、湖北钟祥牧原养殖有限公司、山东曹县牧原农牧有限公司）和1个参股公司（河南龙大牧原肉食品有限公司），具有年加工饲料40万吨、繁育及养殖生猪195万头的能力（截至2013年上半年，公司在南阳市内乡县形成了年出栏生猪130万头的养殖基地，邓州牧原形成年出栏约25万头的生产能力，卧龙牧原40万头的生产能力。），已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整封闭式生猪产业链。

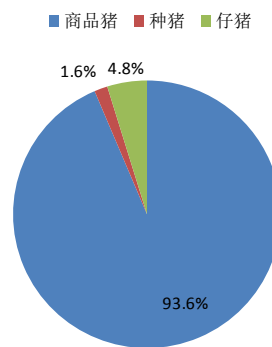
2013年上半年公司营业收入7.49亿元，其中商品猪7.2亿元，占比96.1%，种猪1579万元，占比2.11%，仔猪1316.04万元，占比1.76%，其他收入14.15万元，占比0.02%。出栏结构方面，公司2013年上半年出栏生猪50.53万头，其中商品猪47.3万头，种猪0.80万头，仔猪2.43万头，占比分别为93.6%、1.6%、4.8%。

图 1：公司生猪出栏量连续多年保持增长



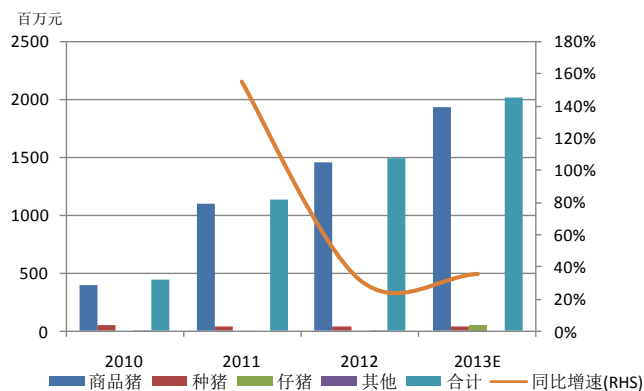
资料来源：招股说明书 天风证券研究所

图 2：公司商品猪出栏占 90% 以上



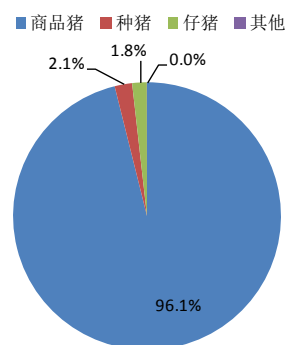
资料来源：招股说明书 天风证券研究所

图 3：公司销售额连续多年保持增长



资料来源：招股说明书 天风证券研究所

图 4：公司 2013 年上半年收入构成



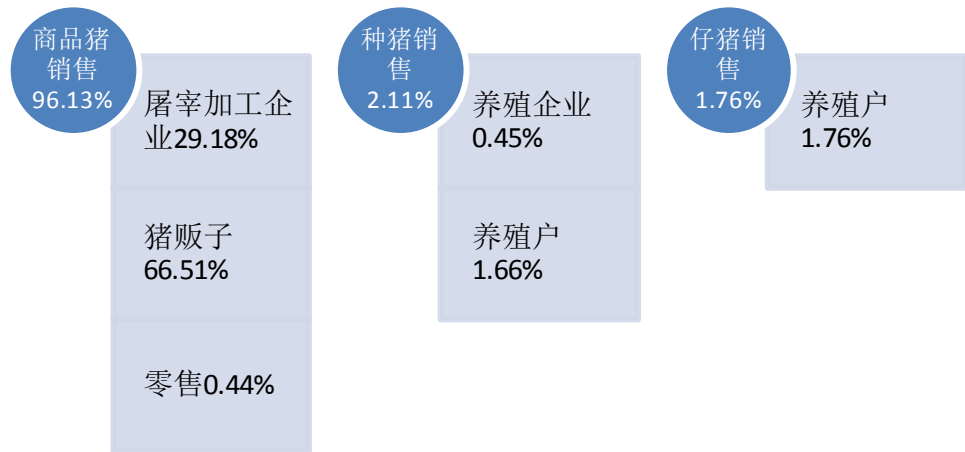
资料来源：招股说明书 天风证券研究所

2.2 生猪销售渠道以猪贩子为主

公司商品猪的销售渠道有三类：屠宰加工企业、猪贩子、零售，以猪贩子为主；种猪的销售客户分为规模化养殖企业、养殖户；仔猪的主要销售客户为散养户。

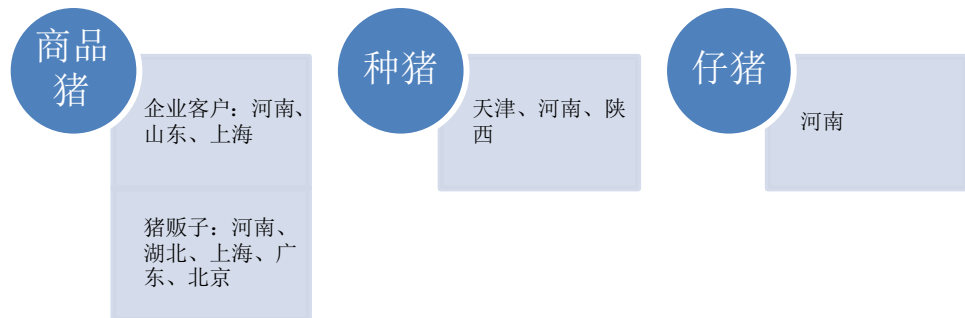
2013 年上半年公司商品猪的企业客户包括龙大牧原、正大农牧、山东银宝、上海五丰，分别位于河南、山东、上海；通过猪贩子销售的商品猪最终销往河南、湖北、上海、广东、北京等地区。种猪的销售区域主要在天津、河南、陕西。仔猪的销售区域则主要集中在河南。

图 5：公司各类生猪主要销售渠道：猪贩子占比较大



资料来源：招股说明书 天风证券研究所

图 6：公司各类生猪主要销售区域



资料来源：公司公告 天风证券研究所

3 竞争优势突出 行情低迷时尽显

3.1 自育自繁自养一体化产业链突出成本优势

公司拥有饲料加工、生猪育种、种猪扩繁到商品猪饲养的一体化产业链，全部生猪均是自养，区别当下的“公司+农户”或“公司+农户+基地”的模式。一体化产业链优势最直接的益处便是食品安全。从饲料到生猪出栏的各个环节都做到严格的质量把控，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追溯体系，有效保障了食品安全。

一体化产业链带给公司的最大竞争优势应是成本优势。显而易见的该养殖模式节约了采购种猪、饲料以及外包给农户进行育肥的成本。除此之外，公司的成本优势还源于以下几个方面：

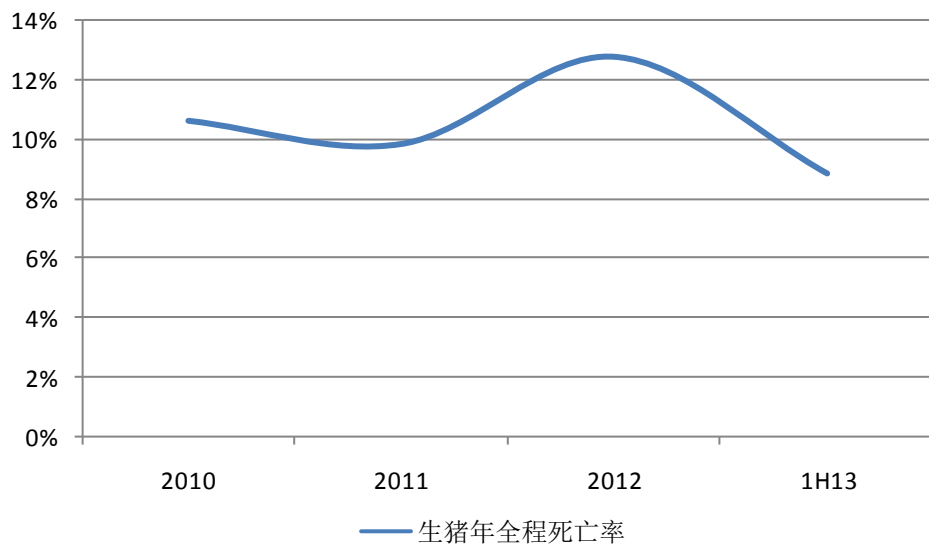
(1)来自养殖技术及防疫水平的贡献：2013年1-6月公司生猪年全程死亡率为8.87%，处于业内较好的水平，且连续几年基本呈现下降趋势(通常情况下，成年母猪死亡率2-3%，中猪死亡率7-8%，乳猪死亡率10%，由此可以计算一般的生猪年全程死亡率为18%-19.7%， $18\%=1-97\% \times 93\% \times 90\%$ ， $19.7\%=1-98\% \times 92\% \times 90\%$)。母猪产仔方面，公司能繁母猪的产仔率显著高于同行，PSY(每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数)达到19，高于一般养殖户12左右的水平；

(2)因饲养设备因素带来的养殖效率提升：公司设计开发出9代次猪舍，现代化猪舍减少了劳力，提高了劳动效率。公司自行研制的自动化饲喂系统，大大提高了生产效率，在育肥阶段平均每个饲养员可看管2700头猪，10倍于一般饲养水平；

(3)育种优势：公司除了是国内较大的生猪养殖企业外，也是国内规模和技术领先的育种企业，坚持以鲜肉消费的终端市场需要为育种方向，以持续改善生猪的肉质、瘦肉率、生产速度、饲料报酬率、屠宰率、适应性和产仔数等7项性能为主要育种目标，采用开放式核心群选育方法，持续提高种猪的遗传性能。通过育种使公司在种猪扩繁、商品猪饲养环节获得生产性能更优、更经济的生猪品系，降低了饲养成本；

(4)营养技术优势：利用小麦和玉米的相互替代性，并且小麦的蛋白质含量较玉米高，根据玉米、小麦、豆粕三者比价关系及动物营养要求，适时的调整饲料配方以节约成本。

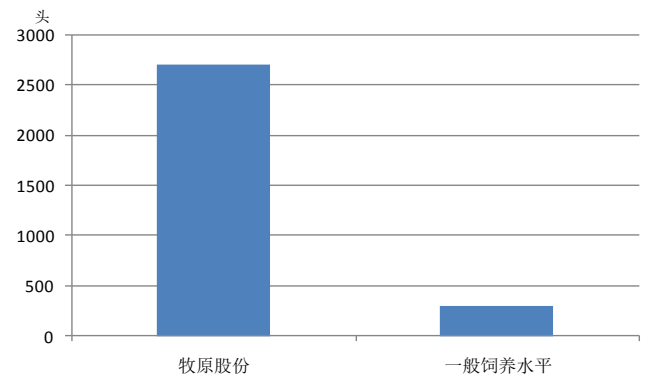
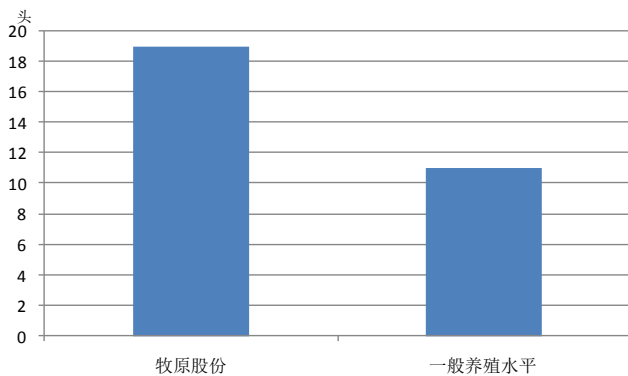
图 7：公司生猪全程死亡率多年基本呈现下降趋势 比行业一般水平低 10 个百分点



资料来源：招股说明书 天风证券研究所

图 8：公司母猪的 PSY 水平显著高于同行

图 9：公司生猪饲养员的人均饲养水平显著高于同行



资料来源：招股说明书 天风证券研究所

资料来源：招股说明书 天风证券研究所

3.2 疫病防控及生产管理优势

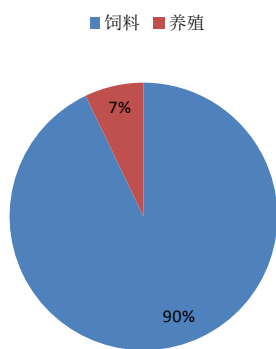
公司拥有20多年的生猪养殖及疫病防控经验，形成了以兽医总监杨瑞华等业务骨干为核心的专职兽医及防疫队伍，在内部建立了较完整的疫病防控管理体系，疫病防治处于国内领先水平。公司秉承“养重于防、防重于治、综合防治”的理念，建立了完善的消毒防疫制度；采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施，并建立了内外部预警的预警防疫体系。在场区布局方面，公司实行“大区域、小单元”的布局，以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入；在养殖过程中，采取“早期隔离断奶”、“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施，确保公司防疫体系安全。

公司对饲料加工、生猪育种、种猪扩繁和商品猪饲养等生产环节的各项生产流程制定一系列标准化制度和技术规范，实现成产过程的精细化、标准化管理，推动养殖技术进步和生产效率提高。公司根据不同猪场、不同饲养阶段的特征，依成活率、饲料成本、药费、品质指标等数据，制定科学、动态的模拟成本考核指标、明确监督措施，考核结果与生产人员的薪酬挂钩。公司推行的星级饲养员评定、师徒传帮带制度，提高了生产人员学习业务技能的积极性和生猪饲养的生产效率。

3.3 对投资者而言 业务结构纯粹的优势

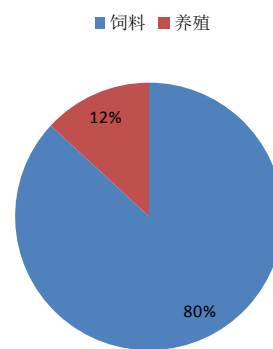
对于投资者而言，选择生猪养殖类个股，通常需要基于对猪价的判断。因而业务纯粹的公司即单纯的生猪养殖占公司业务比重较高的公司，其对猪价更为敏感弹性更大。几家上市涉生猪养殖的上市企业中，包括牧原股份、雏鹰农牧、正邦科技、大康牧业等。其中业务最纯粹的便是牧原股份。以2013年上半年的收入构成作参考，牧原股份基本100%的业务和利润来自养猪业务，其中90%以上又来自商品猪的销售，因而对于投资者而言，基于生猪价格的判断对公司业绩的把握将最为便利。其次算是雏鹰农牧，其2013年上半年80%的收入来自生猪养殖，其他来自粮食、生鲜冻品、家禽产品等。但生猪养殖中仔猪占41.83%、种猪占5.36%、商品猪占33.13%，因而生猪内部结构的调整也对投资者对公司的精准研究构成一定障碍。其他两家大康牧业、正邦科技的业务构成则相对更繁杂一些或是养殖部分的比重更低。

图 10: 正邦科技收入构成(2013 年上半年)



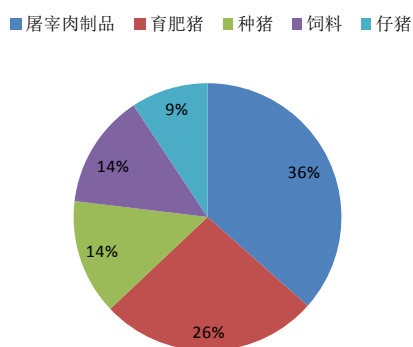
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 11: 正邦科技利润构成(2013 年上半年)



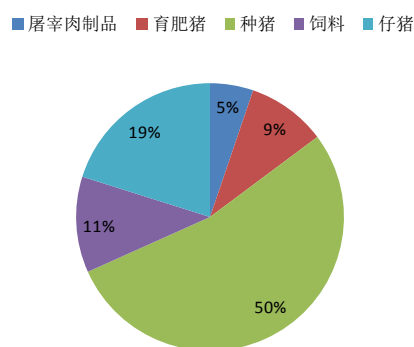
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 12: 大康牧业收入构成(2013 年上半年)



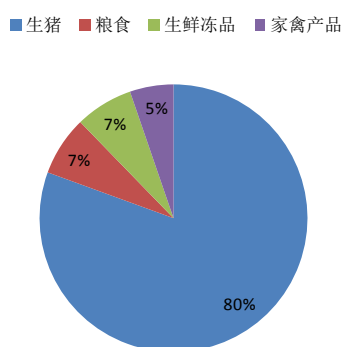
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 13: 大康牧业利润构成(2013 年上半年)



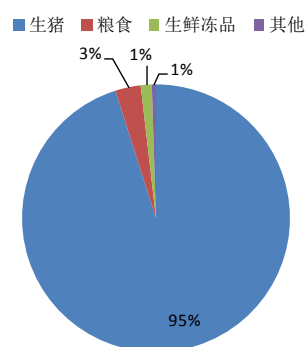
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 14: 雏鹰农牧收入构成(2013 年上半年)



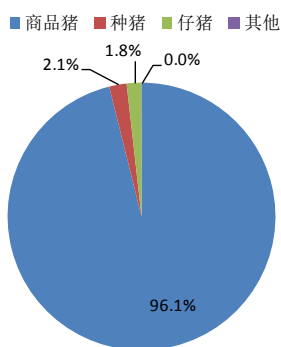
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 15: 雏鹰农牧利润构成(2013 年上半年)



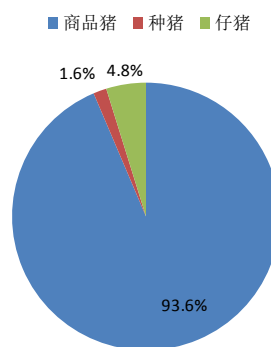
资料来源: 公司半年报 天风证券研究所

图 16: 牧原股份收入构成(2013 年上半年)



资料来源: 招股说明书 天风证券研究所

图 17: 牧原股份生猪出栏结构(2013 年上半年)



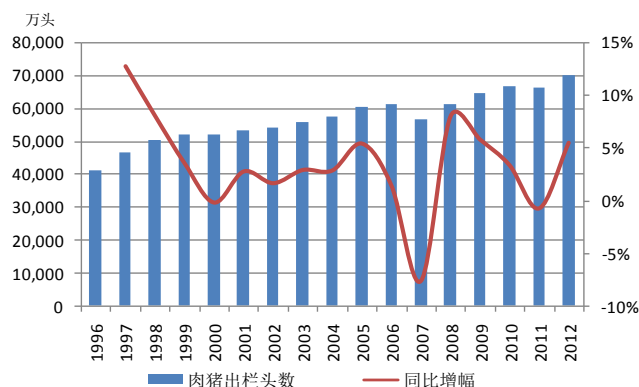
资料来源: 招股说明书 天风证券研究所

4 我国生猪养殖业发展趋势

4.1 这是一个万亿市场

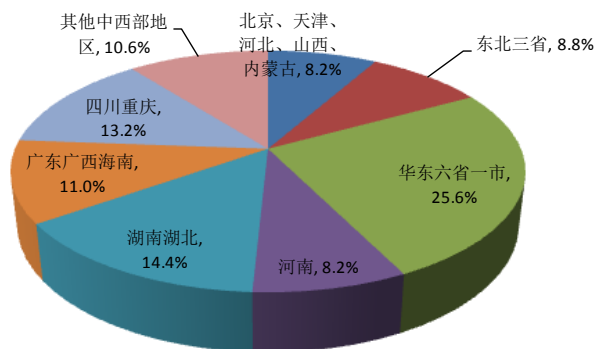
在猪肉消费稳定增长的背景下, 我国生猪市场前景广阔。2012 年, 我国生猪出栏量达 6.98 亿头, 按每头商品猪 110 公斤, 正常生猪价格 15-18 元/公斤计算, 我国当前生猪市场规模达 1.15-1.38 万亿元, 即便国内生猪养殖规模最大的广东温氏集团 2013 年其生猪出栏量刚刚突破 1000 万头, 占比尚不足 2%, 因而对众多企业来说, 生猪养殖行业前景广阔, 存在大市场下孕育大公司的潜能。

图 18: 2012 我国生猪出栏量达到 6.98 亿头



资料来源: WIND 天风证券研究所

图 19: 全国生猪出栏地区结构(2012 年数据)

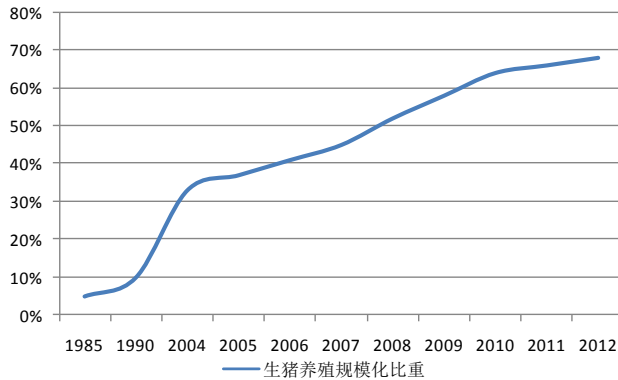


资料来源: WIND 天风证券研究所

4.2 生猪养殖呈现规模化趋势

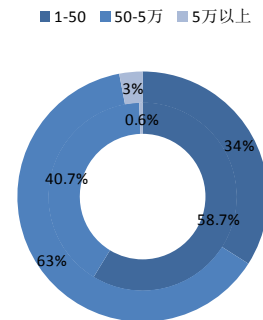
我国以年出栏50头生猪作为规模化指标, 在散养户不断退出生猪养殖业的背景下, 过去近30 年我国生猪养殖业的规模化比重不断提高, 从1985年的5%左右上升2012年的近70%。生猪养殖业的结构自然也发生了变化, 50-5万头以及5万头以上出栏规模的比重在提高。

图 20：生猪出栏量呈现逐年小幅增长状态



资料来源：WIND 天风证券研究所

图 21：生猪出栏结构发生显著变化



资料来源：中国畜牧业年鉴 天风证券研究所

注：内圈为 2004 年，外圈为 2010 年

4.3 散养户退出每年释放生猪市场千万头

从上节图表可以看到 2004-2010 年间，养殖规模 50 头以下的出栏比重年均降幅超过 4%，据我们此前的分析该趋势仍将延续，假设 2011-2015 年散养户规模年均下降 2%，2016-2020 年年均下降 1%，2011-2020 年我国生猪出栏量年均增长 2%，那么 2011-2020 年释放生猪市场空间如下：

表 1：2011-2020 年因散养户退出的市场空间在 1000 万头上下

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
释放生猪市场空间	1360	1388	1415	1444	1473	751	766	781	797	813

资料来源：天风证券研究所整理

根据以上数据可以看出，因散养户退出而释放的市场空间(1000万头)对当下的大型养殖企业而言依然是十分可观的市场空间（目前国内只有广东温氏过了1000万头，其余过百万头的仅有牧原、雏鹰农牧、正邦科技等等）。

5 中期规划 480 万头产能

5.1 产能足以支撑未来出栏稳健增长

截至2013年上半年，公司在南阳市内乡县境内拥有1个饲料厂和21个养殖场，已初步形成了年出栏生猪约130万头的生产能力。公司在南阳邓州设立了全资子公司邓州牧原，规划建设200万头的生猪养殖基地（含募集资金项目80万头生猪产业化项目），截至2013年6月30日，邓州牧原已有饲料厂2个一级部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约25万头大生产能力。公司在南阳市卧龙区设立了全资子公司卧龙牧原，规划建设150万头大生猪养殖基地，截至2013年6月30日，卧龙牧原已有部分投入使用的养殖场2个，已经形成了年出栏生猪约40万头大生产能力。

公司首次公开发行股票6050万股，其中公司公开发行新股3000万股，公司股东公开发售3050万股，发行价格24.07元/股，募集资金总额7.221亿元，扣除承销费、保荐费等各项发行费用5427.9

万元，募集资金净额6.68亿元。募集资金拟投资于邓州牧原年出栏80万头生猪产业化项目，计划投资额6.67亿元，截至2014年2月16日公司以自筹资金预先投入4.16亿元。

项目以建设年出栏生猪80万头养殖场为核心，配套假设饲料厂和沼气发电及环境治理工程：(1)新建生猪养殖场2个，包括陶营养殖场和九龙养殖场，实现年出栏二元种猪64500头、商品猪718450头、纯种公猪650万头、退役种猪16400头，年出栏生猪共计800000头；(2)新建饲料厂2个，年产饲料40万吨；(3)新建沼气发电和环境治理工程，在陶营养殖场和九龙养殖场各建设治污区6个，年产沼气总量63万立方米，年发电量为45.36万度。

商品猪销售方面，公司目前的主要销售对象包括生猪屠宰加工企业、猪贩子和零售等三大渠道。为保证本次募投项目新增产能的销售，公司将巩固现有客户，进一步开拓猪肉食品出口企业，以及开拓供港澳生猪市场(公司牧原九场已于2010年12月24日获得河南出入境检验检疫局颁发的《供港澳活猪检验检疫注册证》，为公司开拓港澳生猪市场提供了资质)。公司目前种猪主要以养殖企业和养殖户并重的销售方式。公司将通过进一步开拓养殖企业客户、发展代理销售、加大宣传力度等方式保证项目出栏种猪的销售。

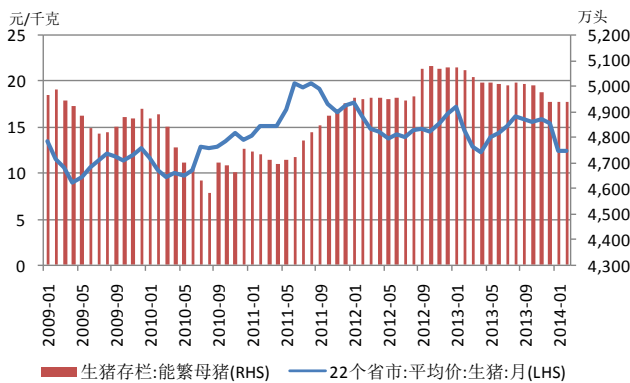
项目由全资子公司邓州牧原予以实施，建设期为一年。项目达产后，预计年实现销售收入10.0276亿元，年利润总额为1.61亿元，投资利润率为24.20%，投资税后财务内部收益率为30%，全部投资税后投资回收期为4.8年(含建设期1年)。

6 生猪价格预判及公司盈利预测

6.1 盈利稳定增长 长期买入评级

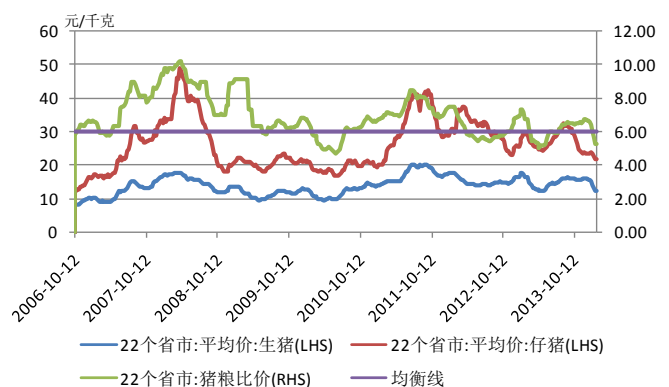
根据搜猪网的数据，目前全国瘦肉型生猪价格已经跌至11.75元/公斤，猪粮比价跌破5:1至4.93:1，自繁自养头均亏损达到240元/头，进入深度亏损阶段。公司作为国内最具成本优势的生猪养殖企业预计也处于小幅亏损状态。观察能繁母猪存栏量已经连续下降半年，但绝对水平4900多万头仍处在历史相对高位。展望第二季度仍然是猪肉消费的淡季，在市场猪肉供给偏多的情况下，预计生猪价格会在养殖户惜售的背景下略有反弹，是否能够触底出现大级别的价格反弹以及反弹的持续性，能繁母猪的存栏情况还有待观察。预计2014年二、三、四季度的生猪均价分别在14元/公斤、15元/公斤、16元/公斤。此外假设2015、2016年生猪均价分别提升5%、0%。

图 22: 生猪价格&能繁母猪存栏



资料来源：WIND 天风证券研究所

图 23: 生猪价格&猪粮比价



资料来源：WIND 天风证券研究所

基于公司生猪产能方面的规划，预计 2014-2016 年公司生猪出栏量分别为(假设 2014-2016 年公司生猪出栏量 156 万头、195 万头、250 万头。根据以上对生猪价格的判断以及对公司 2014-2016 年出栏量的假设，预计 2014-2016 年公司销售收入为 26.58 亿元、34.55 亿元、43.19

请阅读最后一页信息披露和重要声明

7 信息披露

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；2）分析师所得报酬无论过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告的具体建议和观点相联系。本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。

8 重要声明

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，天风证券股份有限公司（以下简称“天风证券”）的经营经营范围包括证券投资咨询业务，经营证券业务许可证编号：Z19935000。

本报告版权归天风证券所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“天风证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于天风证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但天风证券及其研究人员不保证该信息的准确性和完整性。对由于该等问题产生的一切责任，天风证券不作出任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不发出事先通知的情况下，可能会进行调整。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。收件人亦不会因为收到本报告而成为天风证券的客户。请天风证券的客户正确使用研究报告，不要将研究报告转发给他人，避免研究报告使用不当造成的纠纷。

本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。天风证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。天风证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，天风证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。投资者应当考虑到天风证券及其关联机构或个人可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

9 天风证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数15%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~15%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%~15%
	卖出	未来6个月内跑输沪深300指数15%以上
行业投资评级	强于大市	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上

	同步大市 弱于大市	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5% 未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
	武汉	上海
地址：中国湖北省武汉市江汉区 唐家墩32号国资大厦B座		上海浦东新区芳甸路1088号紫竹国际大厦22楼 (201204)
电话：027-87618889		021-50155650
网址： http://www.tfzq.com		