

2010 年 04 月 11 日

长期竞争力评级：等于市场均值

市场数据

行业优化平均市盈率	60.21
市场优化平均市盈率	29.70
国金农牧渔指数	5539.05
沪深 300 指数	3379.17
上证指数	3145.35
深证成指	12555.12
中小板指数	6495.86


相关报告

- 1 《旱灾、疫情及需求回暖或将引发 2 季度农产品涨价》，2010.3.22
- 2 《西南地区大旱对农业行业影响分析》，2010.3.22

分析师:谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

农牧渔行业研究报告

—4 月份关注 3 条主线：通胀预期、猪价上涨、果汁并购


投资要点

- 承接 3 月末的观点，我们认为西南重旱、生猪疫情接近尾声和季节性需求回暖将有利于推高 4 月份的农产品价格，我们认为猪肉、水产品、果汁等多种农产品价格在二季度都将有不俗的表现。
- 在农产品涨价背景下，4 月的农业股整体机会要超过 3 月，建议重点关注 3 条投资主线——**通胀预期、猪价上涨和果汁行业并购**。
- 其中，水产品行业的**獐子岛、东方海洋、好当家**是通胀预期下的最受益个股，**顺鑫农业、通威股份**则是生猪链条中受益于猪价上涨的品种，**国投中鲁和海升果汁**则是浓缩苹果汁行业兼并收购的最佳投资标的。
- 通过自下而上精选标的，本周重点推荐：**通威股份、海升果汁、国投中鲁、顺鑫农业**；同时维持 2 季度重点公司排序：**獐子岛、国投中鲁、顺鑫农业、圣农发展、通威股份、海升果汁、东方海洋、好当家、海南椰岛**。
- 另外，本周提醒投资者关注两则重要信息：
 - ◆ （1）我们将在本周一即 4 月 12 日推出《通威股份投资价值分析报告：战略归核后重启规模增长》：预计通威 10-12 年 EPS 为 0.345、0.531、0.707，摊薄后为 0.329、0.524、0.688 元，合理股价区间为 14.55-16.64 元，离当前价位还有 25%~45% 的上涨空间，建议机构投资者积极买入；
 - ◆ （2）海升果汁（0359,HK）拟斥资 8000 万港元收购伊藤忠商事转让的伊天陕西及莱阳伊天全部股权。伊天是中国第七大浓缩苹果汁出口企业，海升收购伊天正是看中其在本日本市场的营销网络优势，收购完成后有望占据日本市场 40% 的份额；海升果汁 2009/2010 年共生产果汁近 20 万吨，伊天正常情况下年产能 3 万吨，海升收购伊天将扩大自身产能规模 15%；作为日本伊藤忠的全子公司的伊天陕西和莱阳伊天 09 年净利润分别为 -2200 万港元和 -3245 万港元，除了自身盈利不佳外，可能存在一定的关联交易转移利润。我们认为收购伊天后海升整合效果还需要时间观察，因此收购伊天对海升 2010 年盈利贡献有限，但建议机构投资者关注海升果汁本次收购可能带来的积极信号，建议买入，目标价 1.54 港元。

图表：重点农业股盈利预测及估值简表

股票名称	收盘价	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	11PE	NAPS	PB	投资评级
獐子岛	57.58	2.26	130.25	0.910	1.418	1.732	63.27	40.60	33.25	6.97	8.26	买入
国投中鲁	16.31	2.02	32.90	0.035	0.239	0.418	466.00	68.24	39.00	2.83	5.76	买入
顺鑫农业	18.38	4.39	80.60	0.366	0.781	1.116	50.19	23.53	16.47	5.70	3.22	买入
圣农发展	32.16	4.10	131.86	0.533	0.824	1.142	60.32	39.01	28.17	4.37	7.36	买入
通威股份	11.50	6.88	79.06	0.213	0.345	0.531	53.94	33.31	21.65	2.09	5.51	买入
海升果汁	1.16	12.22	14.18	0.066	0.230	0.383	17.61	5.04	3.03	0.62	1.87	买入
东方海洋	13.43	2.44	32.75	0.232	0.309	0.439	57.98	43.42	30.57	4.04	3.33	买入
好当家	9.75	6.34	61.78	0.137	0.272	0.446	70.96	35.85	21.84	2.12	4.60	买入
海南椰岛	24.05	1.66	39.92	0.690	1.758	0.501	34.86	13.68	48.03	3.89	6.18	买入
海大集团	38.13	2.24	85.41	0.700	0.940	1.229	54.50	40.55	31.03	10.04	3.80	买入
新希望	12.27	7.57	92.85	0.426	0.504	0.610	28.83	24.36	20.12	4.47	2.75	买入
南宁糖业	20.14	2.87	57.73	0.430	1.028	0.718	46.84	19.59	28.04	4.92	4.10	买入
开创国际	17.83	2.03	36.12	0.841	0.981	1.147	21.19	18.17	15.54	7.24	2.46	买入
北大荒	13.84	17.14	237.28	0.316	0.433	0.519	43.84	31.95	26.68	2.90	4.77	买入
中粮屯河	14.98	10.06	150.64	0.270	0.560	0.670	55.48	26.75	22.36	3.12	4.80	买入
绿大地	24.03	1.51	36.31	-	0.605	0.995	N/A	39.74	24.16	5.76	4.17	买入
罗牛山	9.60	8.80	84.49	0.028	0.135	0.145	338.58	71.28	66.07	1.72	5.57	持有
大北农	60.27	4.01	241.56	0.695	0.792	1.135	86.66	76.14	53.12	8.07	7.47	未有评级

来源：国金证券研究所（注1：注：粉红色表示2季度重点推荐公司，黄色、绿色次之；注2：收盘价截至到10年4月9日）

目录

生猪疫情高峰已过，“后疫情”阶段猪价进入上升周期	3
核心观点：后疫情阶段，猪价将进入上升周期，预计涨幅接近30%	3
最新猪价：本周猪肉价格跌势趋缓，部分地区猪价反弹	3
看好猪价的理由之一：疫情对生猪供需产生显著影响	3
看好猪价的理由之二：收储及疫情弱化将推高猪价，看涨猪价至12-13元	5
4月份，重点关注浓缩苹果汁行业收购兼并契机	5
苹果汁：推荐受益于苹果汁涨价及行业格局变动契机的国投中鲁、海升果汁 ..	5
通胀预期下全面配置水产品行业，推荐獐子岛、东方海洋、好当家	7
水产品：二季度需求季节性回暖，全年将维持高景气	7
制糖业：销售淡季国内现货价格基本稳定，3月末销糖率48.41%	7
豆类：USDA上调2009/10年度全球大豆产量160万吨	10
玉米：美玉米结转库存低于预期	12
小麦：USDA下调小麦期末库存100万吨	14
大米：黑龙江水稻种植面积或超预期	15

生猪疫情高峰已过，“后疫情”阶段猪价进入上升周期

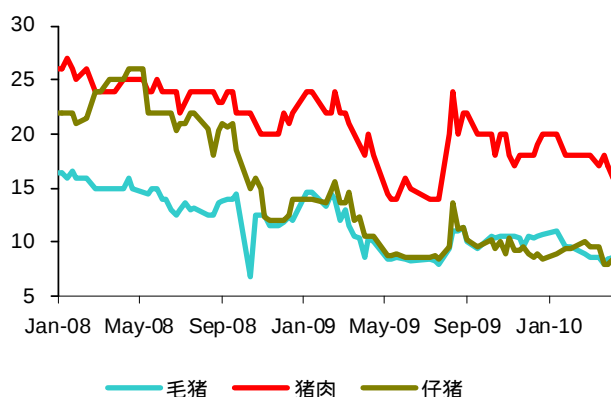
核心观点：后疫情阶段，猪价将进入上升周期，预计涨幅接近 30%

- 4 月初，全国大范围爆发的口蹄疫疫情高峰已经逝去，但本周仍有局部地区如江西、山东、江苏的疫情比较严重。在部分疫情过去的地方，猪价开始反弹，但疫情严重地区本周猪价仍继续下跌，不过跌幅开始放缓。
- 我们认为，疫情好转加上国家收储有利于生猪价格持续稳定上涨，预计从 2010 年 4 月份起看涨至 12-13 元/公斤，涨幅接近 30%。

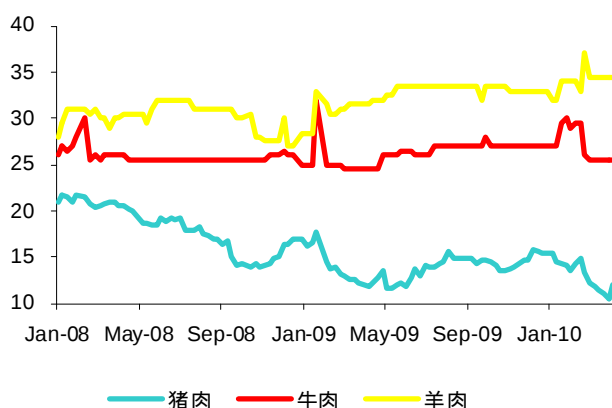
最新猪价：本周猪肉价格跌势趋缓，部分地区猪价反弹

- **全国零售价格本周继续回落。**国家发展改革委价格监测中心监测，4 月 8 日，36 个大中城市超市、集市猪肉(精瘦肉)零售价格平均每 500 克为 11.02 元，比 4 月 2 日下跌 0.11 元/公斤。
- **北京猪肉价格止跌反弹。**本周五北京新发地农副产品批发猪肉市场价格均价为 12 元/公斤，上周均价 10.55 元/公斤，较年初高点下跌超过 20%。
- **四川猪肉价格继续回落。**四川泸州批发市场毛猪、猪肉和仔猪的价格分别为 8.60，16.00，8.40 元/公斤，毛猪价格小涨 0.20 元/公斤，较年初高点下跌超过 20%。

图表1：四川泸州仔猪批发市场：（元/公斤）



图表2：北京新发地农副产品批发市场：（元/公斤）



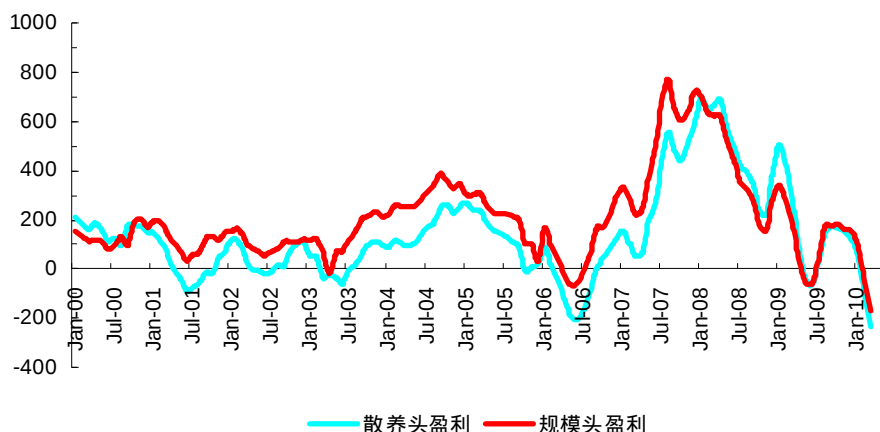
来源：Wind、国金证券研究所

看好猪价的理由之一：疫情对生猪供需产生显著影响

- 在 3 月 2 日报告《近期生猪口蹄疫疫情点评——近期猪价大幅下跌的原因和后续影响》中，我们对 09 年以来爆发的几次疫情进行了比较，从范围和影响程度来看，本次疫情都超过了前三次。
- 伴随着本次疫情导致的猪价快速下跌，我们判断部分养殖户将淘汰母猪、削减存栏，进而改变供求关系。理由如下：
 - ◆ 首先，养殖户在接二连三在疫情下损失惨重，其中不少是在 08 年养猪高盈利和国家补贴的吸引下进入行业的，认清养殖风险后不少养殖户将选择退出。
 - ◆ 其次，全国目前平均猪价约为 9.6 元/公斤，猪粮比约为 5:1，出栏头损失高达近 200 元，不少养殖户全年 4-6 月亏损后再度陷入困境，资金链断裂，不得不削减存栏。
 - ◆ 数据显示，全国生猪养殖行业继 09 年二季度之后再次陷入全行业亏损。目前每出栏一头商品猪要亏损近 200 元，和 06 年上半年的亏损程度相当，为自 2000 年以来的最大亏损幅度，而从养猪第一大省四川得来的数据显示，散养户每出栏一头猪要亏损 320 元。而且这一数字还是在没有考虑猪感染疫病的情况下的。

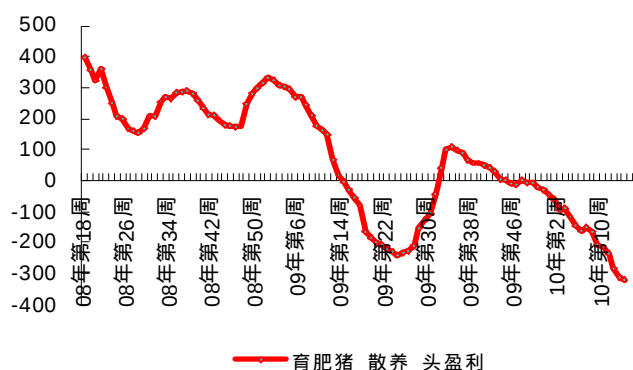
- ◆ 再次，目前养猪成本提高较快，玉米价格已经涨至 1900 元/吨以上，水电人工费用的增加也吞噬了养猪利润；随着经济回暖、打工收入上升刺激农民工回流城市，原本散养的猪存栏也会下降。
- 不少养猪厂尤其是 500 头以下的小猪厂都面临严重的资金周转困难，主要饲料厂商的一季度猪饲料销售量下降了 30%，1-2 月全国生猪存栏下降了 5.48%。简言之，供求关系的改善是我们看多生猪价格的根本理由之一。

图表3：全国生猪养猪再次陷入全面亏损（单位：元/头）



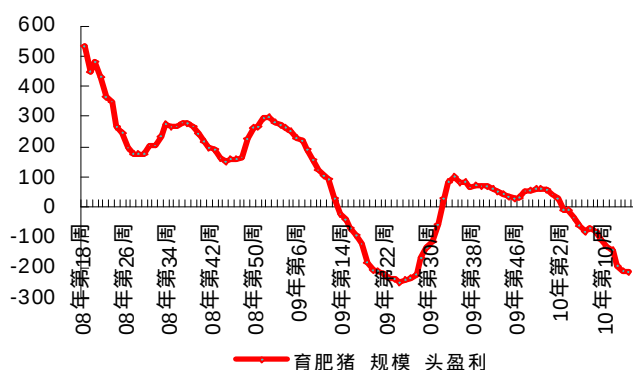
来源：国金证券研究所

图表4：四川散养猪头盈利（元）

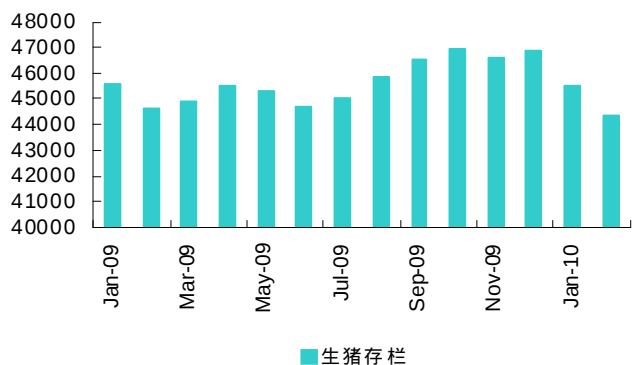


来源：四川畜牧局、国金证券研究所

图表5：四川规模养猪头盈利（元）

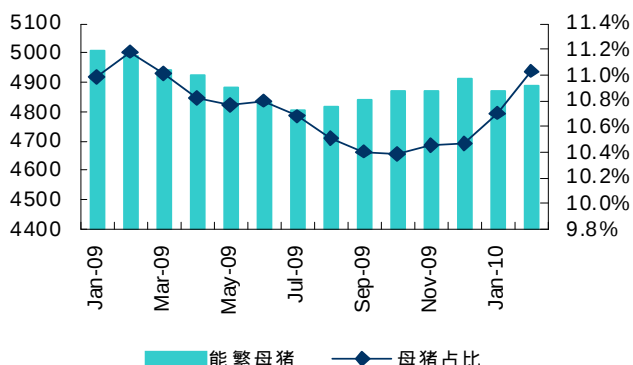


图表6：全国生猪存栏量（万头）



来源：农业部、商务部、国金证券研究所

图表7：能繁母猪存栏（万头）和占比



看好猪价的理由之二：收储及疫情弱化将推高猪价，看涨猪价至 12-13 元

■ 近期地方收储猪肉有助于增强养殖信心，抑制恐慌性出栏行为。

- ◆ 本次猪肉收储主要在西南、东北和华东（为上海世博会做准备），计划收储 12 万吨，虽然收储量相对全国供求总量还看微不足道，但是改变了养殖户的预期，进而抑制养殖户的恐慌性出售行为，这有利于猪价企稳上涨。
- ◆ 09 年上半年启动收储计划后，虽然首批收储量仅为 12 万吨，不足我国 4830 万吨的猪肉年消费量的 1%，对市场的影响心理层面大于实际层面，但全国猪价随后出现了 20-30% 的上涨。

■ 中期来看，猪价上涨将得益于行业供求关系的变化。目前养猪亏损为 2000 年来最严重的一次，养殖户将主动或被动减少存栏量，中长期减少生猪的供给，我们估计存栏将较 09 年底下降 10% 左右。当疫情过后，需求回复到正常水平，而供给能力由于疫情大大减少，猪价将再度上扬。我们判断在疫情的影响消散后，猪肉价格会恢复上涨态势，涨幅将超过 30%。

■ 根据往年的规律，我们认为如果后期不出现疫情，2010 年 4 季度前猪价将从目前的 9.6 元/公斤上涨至 12-13 元/公斤，涨幅接近 30%。

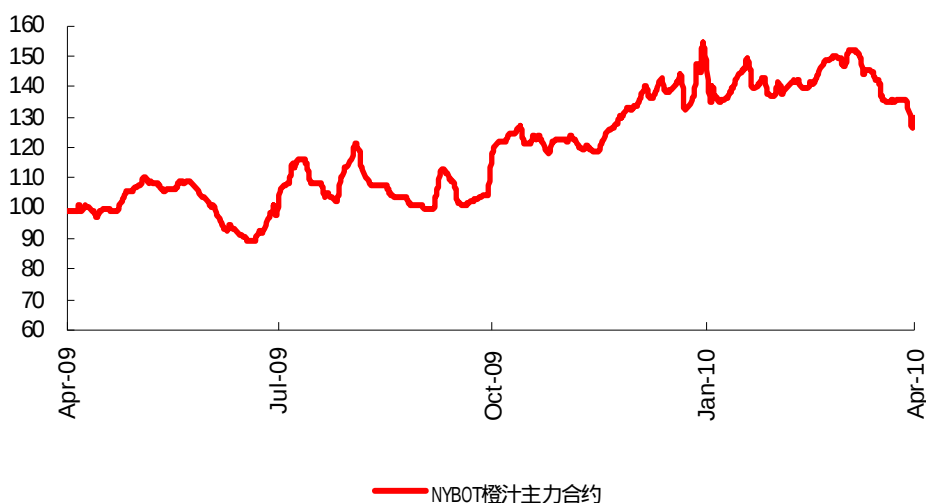
■ 受益于猪价上涨的公司为：顺鑫农业、通威股份、海大集团、大北农、新希望，间接替代猪肉的水产品和禽类消费将增加，推高相关产品价格上涨，推荐：獐子岛、东方海洋、好当家、圣农发展。

4 月份，重点关注浓缩苹果汁行业收购兼并契机

苹果汁：推荐受益于苹果汁涨价及行业格局变动契机的国投中鲁、海升果汁

- 本周冰冻橙汁本周下跌 4.1%，收于 129.80 美分/磅。国内浓缩苹果汁的签单价格保持在 950-1000 美元/吨左右。
- 我们认为浓缩苹果汁行业底部反转趋势明显，下榨季苹果汁价格有望攀上 1300 - 1500 美元大关，并带动未来 2-3 年盈利快速增长
- 浓缩苹果汁行业“五强争霸”格局目前即将面临松动，外延式收购不仅能增强企业规模优势，且能改变行业竞争格局进而提升苹果汁单位利润水平。行业产能集中度提高后，领先者将获得行业超额利润，我们预计优势公司将迎来逆市并购契机。
- 本周我们积极推荐能充分受益于苹果汁价格上涨及行业格局变动契机的浓缩苹果汁行业龙头——国投中鲁、海升果汁。

图表8：冰冻橙汁价格高位回落（美分/磅）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

收购兼并商机隐现，“五强争霸”格局已经松动，推荐国投中鲁、海升果汁

- **中国浓缩苹果汁行业之前为“五强争霸”的寡头垄断格局。**前五强约占我国 70%以上的出口份额。2008 年，中国浓缩苹果汁总出口量达到 69.29 万吨，其中海升占 18.25%，中鲁占 14.13%，安德利占 13.74%，通达占 13.66%，恒兴占 12.81%，前五强企业贡献了全国出口量 72.59%的份额。
- **“五强争霸”格局开始松动。**进入 09/10 榨季后，陕西恒兴多数工厂因为资金断裂而无法组织有效的生产。因此，当前恒兴的产能多数为无效产能。我们预计在经历长期的扩产升级、优胜劣汰之后，未来相对稳定的市场格局应该是 2-3 家行业龙头最终占据全国 70%左右的市场份额。
- **4 月 11 日，海升果汁（0359.HK）拟斥资 8000 万港元收购伊藤忠商事转让的伊天陕西及莱阳伊天全部股权。**伊天是中国浓缩苹果汁第七大出口企业，产品有 50%左右出口到日本市场，并在该市场上与国投中鲁、安德利三分天下；海升果汁通过收购伊天进入日本市场将有利于进一步扩大海升领跑行业的营销优势，使公司在日本市场份额由原来的 8%提升到 40%左右；作为日本伊藤忠的全资子公司的伊天陕西和莱阳伊天 09 年净利润分别为 - 2200 万港元和 - 3245 万港元，除了自身盈利不佳外，可能存在一定的关联交易转移利润，因此，我们认为收购伊天对海升 2010 年盈利贡献有限，我们维持海升果汁买入评级。
- **外延式收购不仅能增强企业规模优势，且能改变行业竞争格局进而提升苹果汁单位利润水平，行业产能集中度提高后，领先者将获得行业超额利润，我们预计行业“五强争霸”格局目前即将面临松动，优势公司将迎来逆市并购契机，我们推荐国投中鲁、海升果汁。**

图表9：果汁行业近年来收购兼并案例一览表

时间	收购方	被收购方	收购背景	收购的具体内容	新增产能	我们的评价
2007.6.15	国投中鲁	云南昭通宝清	国投中鲁利用增发资金扩张浓缩苹果汁产能	国投中鲁斥资4000万元收购云南昭通宝清股权。	昭通宝清苹果处理能力为20吨/小时，设计产能为8000吨/年。	(1) 云南昭通宝清地处滇西北的有机高酸苹果加工区，国投中鲁旨在抢占当地优势苹果资源；(2) 中鲁计划此后新建一条20吨/小时的生产线。
2008.6.30	海升果汁	烟台源通果汁	源通果汁因资金链断裂而破产，在法院拍卖过程中，由海升果汁竞以4600万元的价格竞标成功。	相对源通果汁1.05亿元的净资产，海升报价折价56%，可谓时机恰当。	新增烟台海升产能3.5万吨/年。	(1) 这是海升首次对外收购工厂，此前海升所有工厂均以自建为主，标志着公司战略扩张意图进一步清晰；(2) 收购直接提升海升产能至35万吨，稳居全球首位；(3) 完善公司在山东省的产能布局，与青岛工厂遥相呼应，并对安德利等对手的原料收购构成牵制。
2008.7.18	国投中鲁	新湖滨控股有限公司	受行业盈利下滑和金融危机的影响，新湖滨经营困难，国投中鲁收购其原股东Go Twan Heng持有9800万股股份。	公告以0.125新元/股的价格，耗资1225万新元，收购新湖滨24.57%的股权并成为其第一大股东。09年7月17日双方协议下调收购价为0.08新元/股，收购金额降至882万新元。	新湖滨产能约5万吨/年，权益产能增加1万余吨。	(1) 新湖滨主要加工地在徐州、运城、临猗等地，产能近5万吨，提升中鲁产能近35%，并中鲁总产能近20万吨，权益产能15.5万吨；(2) 中鲁成功收购的第二例案例。
2008.9.3	可口可乐	汇源果汁	汇源果汁是我国中高浓度果汁市场的领头羊，市场份额达40%左右，可口可乐看中的是中国机遇及汇源的家底。	可口可乐通过旗下全资附属公司Atlantic Industries 收购汇源果汁全权已发行股份。最后本收购因未获中国商务部批准而失败。	可斥资179.2亿港元收购汇源，相当于汇源当年净资产的3.37倍，比当初招股价高出1倍多，对应07年汇源果汁净利润的24.5倍和扣除非经常性损益后50倍。	(1) 汇源果汁在中国100%纯果汁市场和26-99%的中浓度果汁市场是行业当之无愧的龙头，07年汇源的销量份额达到40%，销售份额达到36%；(2) 可斥资收购汇源的溢价之高出乎市场预期，体现了果汁饮料公司价值增长潜力巨大；(3) 汇源在细分市场领域的开拓和品牌力提升过程中显得后劲乏力，若成功归于可斥旗下，将为中国消费者增添强大新生力量，但可惜的是这笔交易最终未获商务部批准。
2008.12.12	统一中国	安德利	统一长期希望增持安德利股权的意愿终于成行了。	统一中国斥资约1.59亿元收购安德利10.58%股权	安德利年产能30.8万吨，统一权益产能增加3.3万吨	(1) 果汁饮料一直是统一在中国的重要发展项目，为了更好地掌握原料供应，统一决定增加在安德利果汁的持股比例至15%；(2) 中国浓缩苹果汁领先企业在未来将会分化，统一看中了安德利的优势，后者也借助前者的国际化运作经验，可谓强强联合。
2009.7.1	安德利、安德利果汁	统利	统一与安德利合资成立新公司——统利，进行各种终端饮料的开发。	本次为新设公司，安德利与安德利果汁各注资2500万，各持股25%成都统一注资5000万元，持股50%。	新公司主要从事各种饮料、PET瓶装注塑及吹瓶产品的代加工和销售	(1) 这标志着安德利正式进军下游终端品牌果汁领域；(2) 统一中国此前刚联手上海紫泉饮料公司合营成立桂林紫泉饮料公司，生产各种PET瓶果汁、茶等热灌装饮料，此次成立统利可视为统一在中国的进一步发展；(3) 统一和安德利合作开发中国饮料市场，是基于优势互补的强强联合，新公司集安德利的原料优势和统一的品牌与营销优势于一体，未来值得期待。
2009.7	深天地	通达果汁	在行业盈利低迷和金融危机的影响下，通达果汁盈利下滑明显，IPO概率较低，通过注入深天地果汁业务后再融资。	原计划向通达原五位股东东部投资、鹏盈、盛宇、华人、般若等五位股东定向增发不超过8200万股，收购通达果汁100%股权，前期公告终止。	通达果汁评估资产总额5.88亿元。	(1) 通达果汁苹果处理能力530吨/小时，年产能20.1万吨，08榨季有效产能14.5万吨，是浓缩苹果汁行业第五大规模企业；(2) 东部投资为深天地实际控制人，本计划曲线借壳登陆A股市场，但前期公告终止；(3) 坊间传闻中鲁有可能收购通达果汁，但未获证实。
2010.3	???	陕西恒兴	据媒体报道，陕西恒兴的大股东新加坡佳福公司有意寻求新东家转让恒兴股权。	暂无	据恒兴网站介绍，公司产能达到38万吨，居全球之首，但由于开工率低，有效产能预计仅12-13万吨。	(1) 恒兴因在金融危机中错判形势而惜售，价格从高峰时1800-1900美金暴跌到600-700美金，损失惨重，资金断裂，生产难以为继，寻求新的东家是上佳选择；(2) 据媒体报道中鲁有意收购，我们拭目以待。

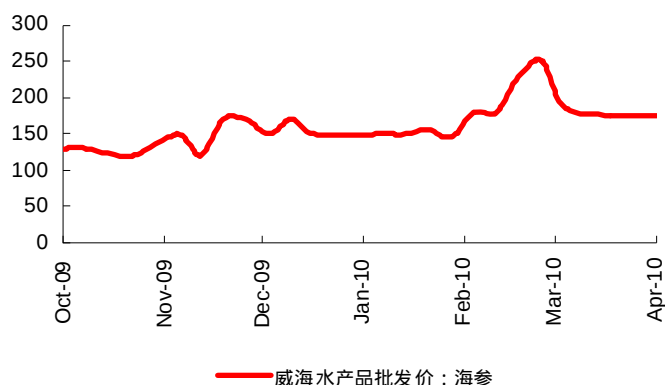
来源：国金证券研究所整理

通胀预期下全面配置水产品行业，推荐獐子岛、东方海洋、好当家

水产品：二季度需求季节性回暖，全年将维持高景气

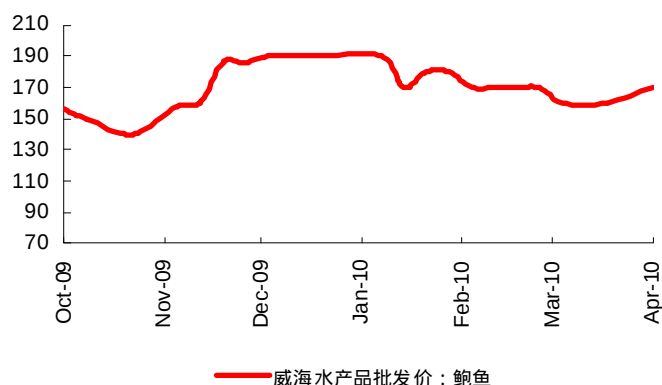
- 2 季度，预计多数农产品价格上涨引发通胀预期，而水产品行业是通胀预期下的农业股首选子行业。继我们持续重点推荐的獐子岛表现可圈可点并已达到我们预期的目标价位之后，我们建议机构投资者适量提前布局另外两只个股：东方海洋、好当家。
- 来自威海水产批发市场的数据显示，本周鲍鱼维持在 160 元/公斤和海参价格维持在 170 元/公斤，与上周持平。
- 尽管三月份是传统淡季，但在销的加工海参和鲍鱼价格仍呈稳步上涨之势，獐子岛等公司的加工海参在春节期间销售火爆以及脱销，二季度水产品价格有望梅开二度、量价齐升。

图表10：威海海参价格本周报价 170 元/公斤

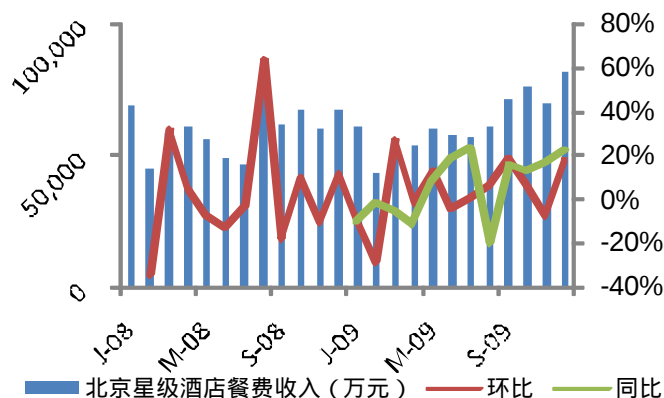


来源：WIND、国金证券研究所

图表11：威海鲍鱼价格本周报价 160 元/公斤

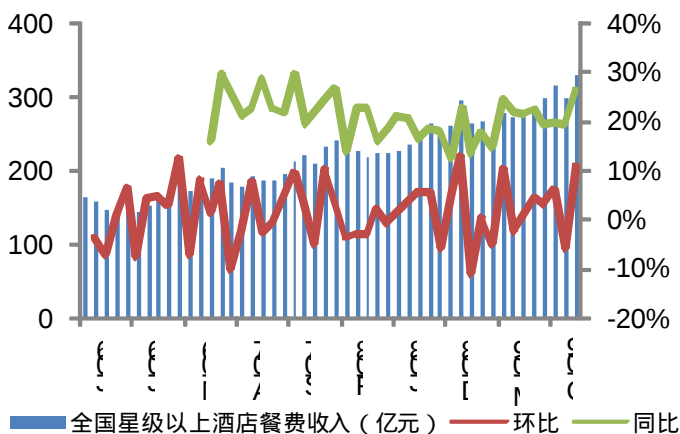


图表12：北京星级酒店餐费收入增速提升至 15-20%



来源：WIND、国金证券研究所

图表13：全国星级住宿业餐费收入增速在 20 - 30%



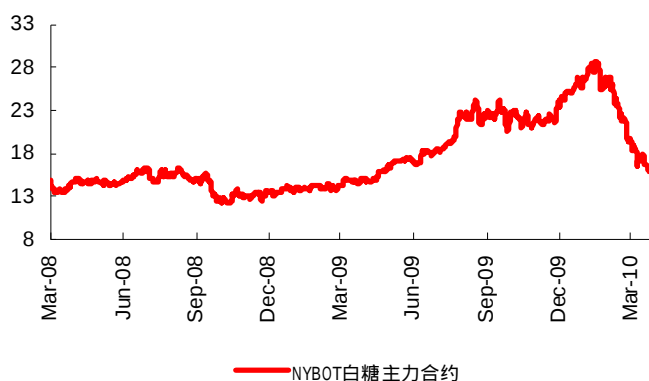
制糖业：销售淡季国内现货价格基本稳定，3 月末销糖率 48.41%

广西现货价维持 5200 元/吨，和上周持平

- 期货方面，纽约期货交易所原糖期货本周再收于 16.76 美分/磅，较上周上涨 0.4%。郑州白糖主力合约较上周上涨 1.3%，收于 5136 元/吨。
- 现货方面，周五南宁糖现货报价 5200 元/吨，和上周持平
 - ◆ 广西：南宁，集团报价 5200 元/吨，持稳，有成交，中间商站台报价 5150-5160 元/吨，持稳，成交少；

- ◆ 柳州，集团报价 5300-5320 元/吨，持稳，至询价时尚无成交；中间商报价 5155 元/吨，较昨日下午上调 15 元/吨，成交一般。
- ◆ 云南：昆明主流报价 5030-5050 元/吨，大致持稳，成交清淡；甸尾集团报价为 5020 元/吨，商家报价 5000 元/吨，持稳，成交清淡。
- ◆ 湛江：糖厂仓库报价 5200 元/吨，站台报价 5250 元/吨，持稳，成交一般。
- ◆ 新疆：乌鲁木齐，5100-5130 元/吨，持稳，常规销量。

图表14：NYBOT 白糖主力合约（美分磅）



图表15：郑州白糖主力合约（元/吨）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

三月末全国食糖产量为 1031 万吨，销糖率达 48.41%

- 截至三月末，全国糖厂基本已经收榨，产糖 1031.4 万吨，预计整个榨季产糖 1050 万吨，略低于我们早前 1076 万吨的预期。
- 截至三月末，销糖 499 万吨，比上榨季少销售 50 万吨，销糖率为 48.41%。考虑到本榨季国储进行了 4 次抛储合计 112 万吨，而且均价要比上榨季高出 1000 元/吨以上，销售情况还是相当理想的。
- 目前还有 7 个月的净销售期，后面还有夏季饮料、冷饮以及中秋国庆两个用糖高峰，若按全年消费量 1350-1400 万吨销量计算，存在约 200 万吨缺口，考虑到国际糖价下跌带来的进口需求和国家手中的少量储备，本榨季供求紧平衡，国内糖价向上向下的空间都不大。

图表16：3 月末全国食糖销糖率达 48.41%

省 区	截至 2010 年 3 月底 累计			备 注
	产 糖 量	销 糖 量	销 糖 率	
全 国 合 计	1031.4	499.28	48.41	
甘蔗糖小计	971.4	466.8	48.05	
广 东	85.77	52.51	61.22	1家未收榨
其中：湛 江	73.03	43.27	59.25	已全部收榨
广 西	70.1	34.8	49.64	已收榨 92家
云 南	144.2	50.13	34.76	已收榨 30家
海 南	31.73	12.03	37.91	已全部收榨
福 建	3.48	0.57	16.38	已全部收榨
四 川	2.25	0.96	42.67	已全部收榨
湖 南	1.47	1.4	95.24	已全部收榨
其 他	1.5	1.2	80	
甜菜糖小计	60	32.48	54.13	
黑 龙 江	9.89	7.2	72.8	已全部收榨
新 疆	38.44	17.19	44.72	已全部收榨
内 蒙 古	7.01	4.3	61.34	已全部收榨
河 北	3.16	2.54	80.38	已全部收榨
其 他	1.5	1.25	83.33	已全部收榨

来源：中国糖业协会、国金证券研究所

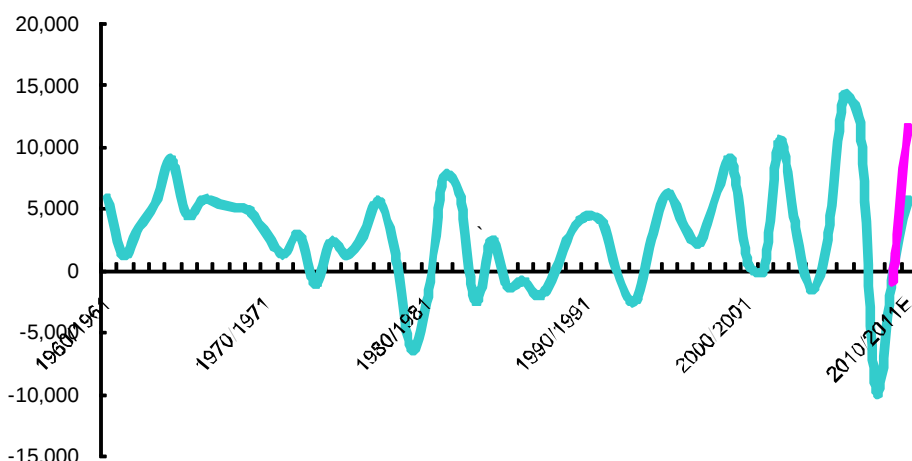
干旱延缓广西等地甘蔗种植进度，10/11 榨季食糖产量可能低于预期

- 本周召开的广西原料蔗座谈会透露的信息显示，**由于干旱，广西的春植蔗种植进度缓慢，扩大种植面积也存在困难**（干旱、农资价格高、劳动力短缺、甘蔗种植收益相对于外出打工极低）。我们认为，农业部下达的广西下榨季种植 1650 万亩甘蔗的目标难以实现。
- 而对于南宁糖业来说，公司蔗地处在南宁市郊，受到城市扩张的影响，种植面积增长难度较大。本榨季甘蔗种植 96 万亩，公司希望下榨季能提高到 104 万亩。
 - ◆ **崇左**：计划种植面积 400 万亩，扩种 20 万亩。目前已完成种植面积 325 万亩。其中新植蔗 105 亩，宿根蔗 220 万亩。20 万亩的扩种计划，目前已完成 17 万亩，还有一些处于备耕状态，由于干旱尚未完成。
 - ◆ **河池**：2010 年计划种植面积 110 万亩，预计产原料蔗 450 万吨。今年天气比较干旱，农业部门的统计是，只种植了 10 万亩，种植进速比较慢。但今年改扩种比较多，面积可能还会扩大一些，力争新种 30 万亩。
 - ◆ **钦州**：近段时间比较干旱，但加大力度稳定面积，改良品种，希望将面积稳定在 73 万亩左右。
 - ◆ **南宁**：2010 年计划甘蔗种植面积保持在 230 万亩。
 - ◆ **柳州**：计划种植面积 170 万亩，比去年增加 8 万亩，但由于春旱比较严重，计划春植蔗的 50 万亩只完成了 30% 左右，这对后期的甘蔗种植面积的完成影响较大。
 - ◆ **来宾**：本榨季种植面积 235 万亩，下榨季预计有 5-7% 的增长。
- 我们认为糖现货后市上涨下跌的空间都较为有限，国际糖价回落将提高进口食糖的积极性，压制糖价上涨空间，而本榨季 350 万吨的产需缺口，以及干旱延续，下榨季种植面积增长有限的情况下，糖价也有强有力的支撑。

下榨季全球食糖供求关系逆转引发国际糖价大幅下挫

- 从历史上看，每次糖价暴涨都对应甘蔗播种面积快速增长，随后就是糖价的暴跌。
- 以最近一次糖牛市为例，糖价由 5 美分上涨至 06 年一季度的 18 美分，随后的 06/07 榨季，全球食糖产量只用一个榨季，产量就由 1.45 亿吨上涨至 1.64 亿吨，增幅高达 17.1%，增长量达到全球消费的 1/8。
- 巴西和印度在内的主产国增产将使全球食糖供求关系迅速由严重不足转向过剩。
 - ◆ 08/09 榨季全球食糖产需缺口高达 970 万吨，供需严重不足；
 - ◆ 尚未结束的 09/10 榨季，巴西食糖预期大幅增产 9.2% 至 3440 万吨，印度产量由 1613 万吨上升至 1700 万吨，供需缺口约为 85 万吨，供给微弱不足；
 - ◆ 10/11 榨季，巴西产量预期增长 11% 至 3820 万吨，印度产量预期由 1700 增长至 2280-2452 万吨，全球供大于需，预计过剩 575-1155 万吨。
- 随着 10/11 榨季全球食糖供需发生转折性变化，我们预期国际糖价将面临向下拐点，由此我们对制糖行业的看法趋于短多长空，因干旱造成的食糖减产预期和糖价上涨可能是交易型机会。

图表17：巴西、印度增产将使全球食糖供求关系迅速由严重不足转向过剩



来源：国金证券研究所

豆类：USDA 上调 2009/10 年度全球大豆产量 160 万吨

- 美国农业部报告上调对阿根廷和巴西大豆产量的预测 160 万吨，但同时预测中国需求强劲将有助于消化南美产量。
 - ◆ 预测巴西大豆产量为 6750 万吨，上调 50 万吨。
 - ◆ 预测阿根廷大豆产量增加 100 万吨，达到 5400 万吨。
- 随着南美收割加快，南美大豆将与美国大豆激烈竞争出口市场。但本月美国农业部仍将美国大豆出口预测量上调至创纪录的 3933 万吨，较去年创纪录的水平增加 12.6%，较上月预测增加 1.8%。
 - ◆ 预测中国今年大豆进口量为 4350 万吨，高于去年的 4110 万吨，较上月预测增加 2.3%。
 - ◆ 预测巴西大豆出口量较上月预测增加 2.7%，达到 2630 万吨。但阿根廷大豆出口量与上月预测持平，仍为 700 万吨。
- 巴西统计局的农业调查组织 IBGE 周三称，巴西 2009/10 年度大豆产量预估为 6730 万吨。IBGE 前次预估产量为 6690 万吨。
 - ◆ 巴西国家商品供应公司（Conab）周三同时预估 2009/10 年度大豆产量为 6740 万吨。Conab 称，巴西 2008/09 年度生产了 5700 万吨大豆。
- 据总部设在德国汉堡的行业期刊《油世界》表示，南美运输及罢工问题已经提振近期豆粕价格上涨，但是由于供应庞大，未来几周豆粕价格可能下跌。
 - ◆ 油世界表示，巴西大豆运输可能出现问题的，这支持了上周豆粕价格上涨。另外，阿根廷农户与政府的冲突也在加强。巴西港口的问题以及装运耽搁可能导致一些大豆生意转移到美国。但是美国大豆库存偏低将会制约其出口能力。油世界表示，阿根廷农户威胁要举行罢工游行，令市场担心阿根廷的大豆和豆粕出口可能低于早先预期。不过阿根廷出口商可能提前装运大豆，避免可能出现的罢工热潮，这将对豆粕价格利空。

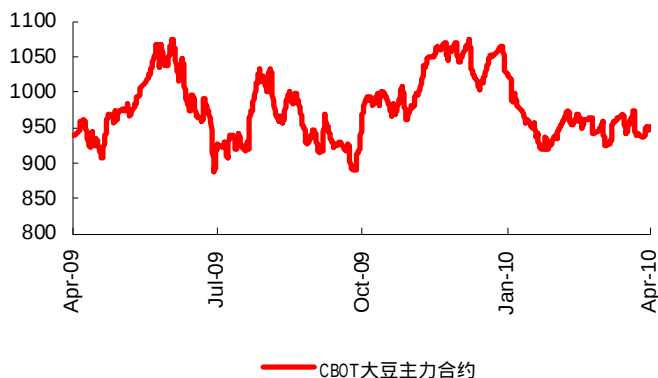
图表18：USDA 大豆播种面积和产量预测（四月）

		面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				预测产量变化	
		07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	绝对量	百分比
大豆	全球	90.77	96.32	101.81	101.85	2.44	2.2	2.51	2.53	221.21	211.77	255.91	257.46	1.56	0.61
	美国	25.96	30.22	30.91	30.91	2.81	2.67	2.96	2.96	72.86	80.75	91.42	91.42	0	0
	巴西	21.30	21.70	23.20	23.20	2.86	2.66	2.89	2.91	61.00	57.80	67.00	67.50	0.50	0.75
	阿根廷	16.37	16.00	18.80	18.80	2.82	2.00	2.82	2.87	46.20	32.00	53.00	54.00	1.00	1.89
	中国	8.75	9.13	8.80	8.80	1.60	1.70	1.65	1.65	14.00	15.54	14.50	14.50	0.00	0.00
	其他国家	18.39	19.27	20.10	20.14	1.48	1.33	1.49	1.49	27.15	25.68	29.99	30.04	0.05	0.17

来源：USDA、国金证券研究所

- 期货方面，周五，CBOT 大豆主力合约收于 952.25 美分/蒲式耳，较上周上涨 1.1%。大连大豆 1 号主力合约收于 3890 元/吨，较上周上涨 0.4%。
- 现货方面：来自南美增产前景、国内港口大豆库存充足及远期进口大豆成本偏低等因素也使得目前市场仍不具备大涨的条件。各地饲企备货仍显谨慎。油脂现货报价继续小幅提升，油厂挺油意愿仍强，但上调空间有限。沿海四级豆油约为 7250-7600 元/吨。

图表19：CBOT 大豆主力合约(美分/蒲式耳)

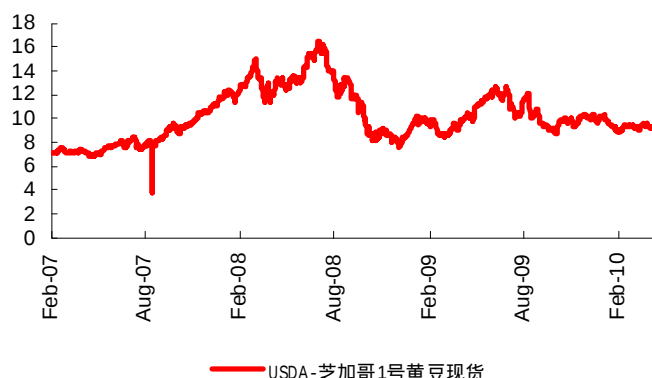


来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表20：大连大豆1号主力合约（元/吨）

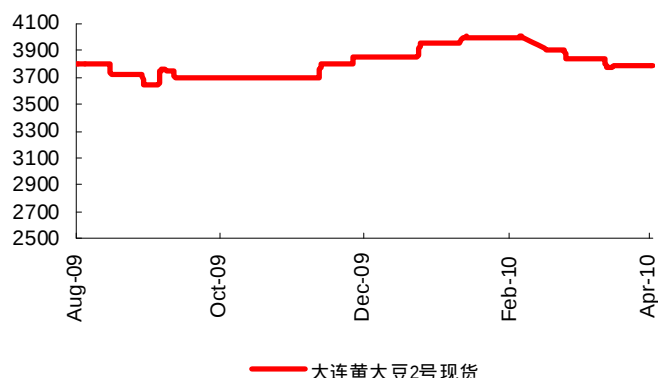


图表21：USDA-芝加哥1号黄豆现货（美元/蒲式耳）

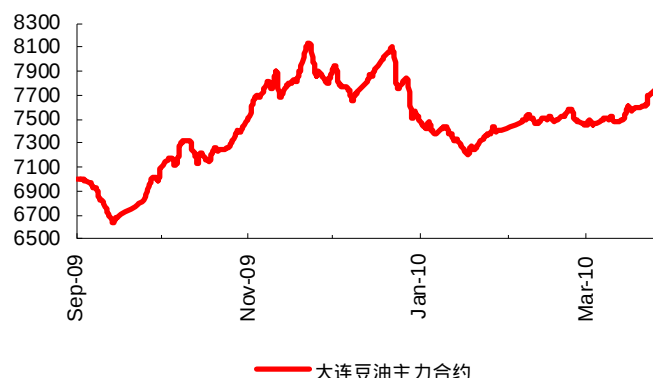


来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表22：大连黄大豆2号现货（元/吨）

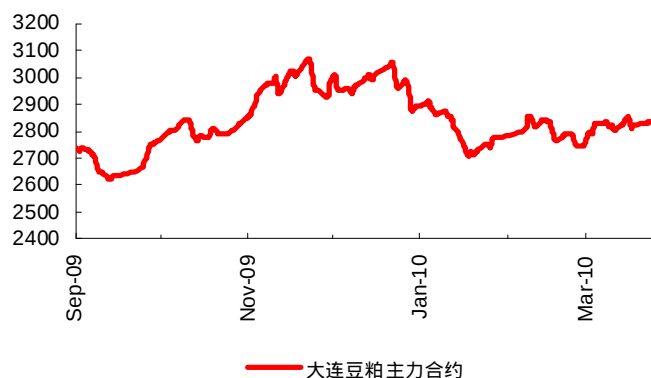


图表23：大连豆油主力合约（元/吨）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表24：大连豆粕主力合约（元/吨）

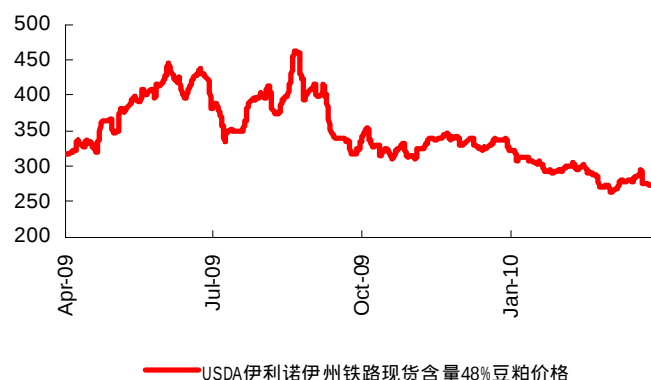


图表25：大连粗大豆油四级现货（元/吨）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表26：伊利诺伊州铁路现货豆粕价格（美元/短吨）



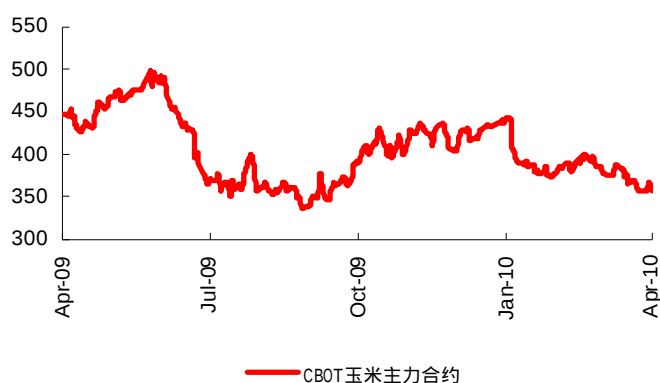
玉米：美玉米结转库存低于预期

- USDA 报告预计美国 2009/10 年度玉米结转库存为 18.99 亿蒲，低于市场预测的 19.09 亿蒲均值（预测区间 17.18 亿-21.49 亿蒲）。
- 美国农业部(USDA)周四公布的玉米出口销售报告显示，截至 4 月 1 日当周，美国 2009-10 年度玉米净销售 1,357,800 吨；2010-11 年度玉米出口销售净减少 59,800 吨。
- USDA 预计预计 2009-10 年度全球玉米期末库存将增加 410 万吨，主要由于产量增加。
- 据印度玉米研究所专家周四表示，2010/11 年度（7 月到次年 6 月）印度玉米产量可能增长 15%，因为农户使用新型杂交种子。2010/11 年度玉米产量可能从本年度的 1730 万吨增至 2000 万吨。
 - ◆ 农户开始选择单交杂交种子，这种种子可以将玉米单产提高 30%。这种玉米播种面积可能增加，这将会提高整体产量。安得拉邦和东部一些地区的农户已经将稻米耕地转播上了玉米，因为后者所需的水分偏低。
 - ◆ 印度通常每年出口约 250 到 300 万吨玉米，主要出口到韩国、台湾、马来西亚和越南等地区。不过受去年干旱的影响，今年出口量可能减少。
 - ◆ 2008/09 年度印度玉米产量为 1970 万吨。
- 清明节过后，黑龙江各地气温明显回升，各地玉米加工企业开工持续得到恢复，部分地区加工企业再次小幅提高了玉米收购价格。受近期国内玉米

市场价格小幅上涨，酒精、淀粉价格略有提升影响，玉米加工企业收购积极性再次提高。目前黑龙江肇东某玉米深加工企业玉米收购价格 0.62 元-0.63 元/斤，水分 28-30%，干玉米价格收购价格 0.83 元-0.84 元/斤，水分 14-14.5%。佳木斯某加工企业玉米收购价格 0.63 元-0.64 元/斤，水分 28-30%，干玉米收购价格 0.83 元-0.84 元/斤。友谊某加工企业，玉米收购价格 0.62 元-0.63 元/斤，水分 28-30%。干玉米收购价格 0.82 元-0.83 元/斤。

- 国家粮食局 4 月 7 日消息，据国家粮食局统计，截至 3 月 25 日，河北、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、四川、陕西、甘肃等 10 个玉米主产省（区）各类粮食企业累计收购 2009 年新产玉米 3,496.8 万吨，比 2009 年同期减少 1,827.7 万吨，其中国有粮食企业收购 847.6 万吨，占收购总量的 24%，比 2009 年同期减少 2,796.6 万吨。
- ◆ 截至 3 月 25 日，中储粮委托收储库点在内蒙古、吉林、黑龙江 3 省（区）累计收购国家临时存储玉米 61.6 万吨。
- 期货方面，大连玉米周五收于 1903 元/吨，较上周上涨 1.4%，CBOT 玉主力合约收于 357.25 美分/蒲式耳，较上周下跌 1.3%。

图表27：CBOT 玉米主力合约（美分/蒲式耳）



图表28：大连玉米主力合约（元/吨）



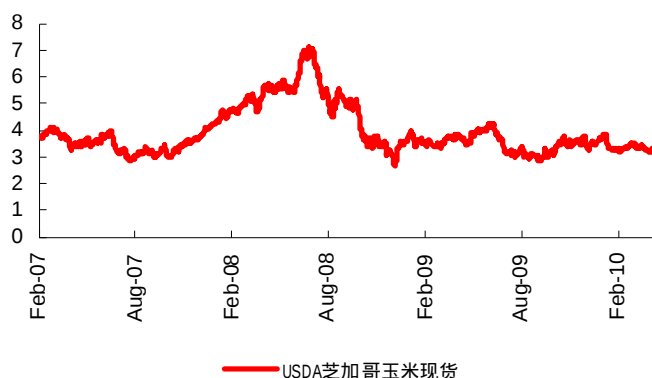
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表29：USDA 玉米播种面积和产量预测（四月）

		面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				预测产量变化	
		07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	绝对量	百分比
玉米	全球	160.01	157.19	155.57	155.41	4.95	5.06	5.17	5.18	792.44	794.8	803.69	805.68	2	0.25
	美国	35.01	31.8	32.22	32.22	9.46	9.66	10.35	10.35	331.18	307.14	333.53	333.53	0	0
	巴西	14.70	14.10	13.30	13.30	3.99	3.62	3.83	4.02	58.60	51.00	51.00	53.50	2.50	4.90
	阿根廷	3.41	2.50	2.50	2.50	6.45	6.00	8.40	8.40	22.02	15.00	21.00	21.00	0.00	0.00
	中国	29.48	29.86	30.00	30.00	5.17	5.56	5.17	5.17	152.30	165.90	155.00	155.00	0.00	0.00
	其他国家	77.41	78.93	77.55	77.39	2.95	3.24	3.14	3.14	228.34	255.76	243.16	242.65	-0.51	-0.21

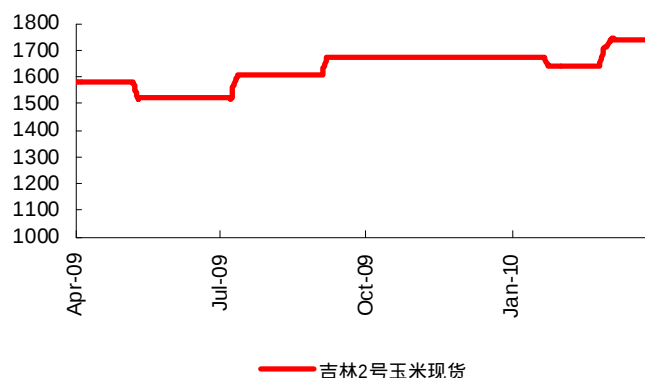
来源：USDA、国金证券研究所

图表30：USDA 芝加哥玉米现货（美元/蒲式耳）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表31：吉林2号玉米现货（元/吨）



小麦：USDA 下调小麦期末库存 100 万吨

- USDA 下调了 2009/10 年度的小麦期末库存，幅度为 100 万吨，主要是美国、俄罗斯、乌克兰下调幅度较大。
- 据印度农业部长周四表示，印度政府已经收到了一些国家的请求，希望印度对其出口小麦。印度政府只有六月份评估小麦库存后才会决定是否允许小麦出口。
 - ◆ 今年印度小麦产量有望超过 8200 万吨，而目前小麦收割工作即将开始，贮存问题日益突出。
- 荷兰合作银行澳大利亚公司周四表示，2010/11 年度澳大利亚小麦产量预测数据上调到了 2180 万吨，因为东部地区天气状况良好。
 - ◆ 未来两个月的降雨将是小麦产量规模的关键。目前仍是小麦播种的早期，尤其对于南澳洲和西澳洲部分地区来说，当地还未出现降雨。不过许多地区的播种面积可能接近历史平均水平。
 - ◆ 荷兰合作银行澳大利亚公司在一份报告中称，澳大利亚东部沿海地区冬季农作物长势前景明朗，昆士兰州和新南威尔士州北部地区经历了二十多年来最好的开始。
 - ◆ 上月前，荷兰合作银行预计新麦产量约为 2000 万吨，因为小麦价格低迷。
 - ◆ 上年澳大利亚小麦产量为 2170 万吨，其中近三分之二的小麦出口到海外，使得澳大利亚成为全球主要的小麦出口国。

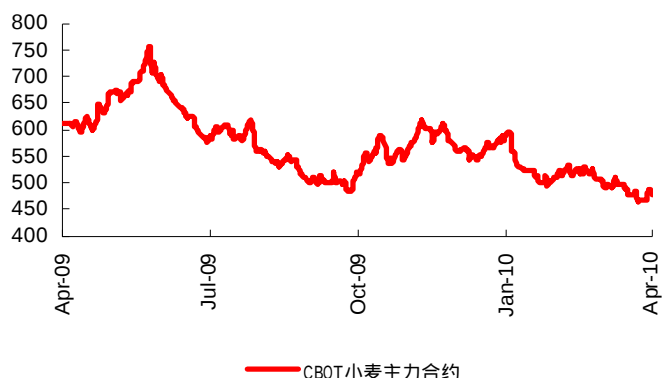
图表32：USDA 小麦播种面积和产量预测（四月）

		面积（百万公顷）				单产（吨/公顷）				产量（百万吨）				预测产量变化	
		07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	07/08	08/09	2009/2010 (Mar)	2009/2010 (Apr)	绝对量	百分比
小麦	全球	217.91	225.1	226.25	225.42	2.8	3.04	3	3.01	611.02	683.28	678.01	678.42	0.42	0.06
	美国	20.64	22.54	20.18	20.18	2.7	3.02	2.99	2.99	55.82	68.02	60.31	60.31	0	0
	印度	28.00	28.15	27.90	27.90	2.71	2.79	2.89	2.89	75.81	78.57	80.68	80.68	0.00	0.00
	俄罗斯	24.40	26.65	28.70	28.70	2.02	2.39	2.15	2.15	49.40	63.70	61.70	61.70	0.00	0.00
	中国	23.72	23.62	24.00	24.00	4.61	4.76	4.77	4.77	109.30	112.46	114.50	114.50	0.00	0.00
	其他国家	121.15	124.14	125.47	124.64	2.65	2.90	2.88	2.90	320.69	360.53	360.82	361.23	0.41	0.11

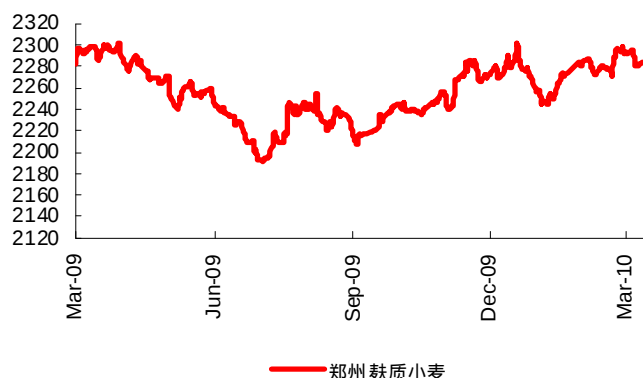
来源：USDA、国金证券研究所

- 期货方面，郑州麸质小麦周五收于 2274 元/吨，较上周下跌 0.3%。CBOT 小麦主力合约收于 479.25 美分/蒲式耳，较上周上涨 2.3%。

图表33：CBOT 小麦主力合约（美分/蒲式耳）



图表34：郑州麸质小麦主力合约（元/吨）



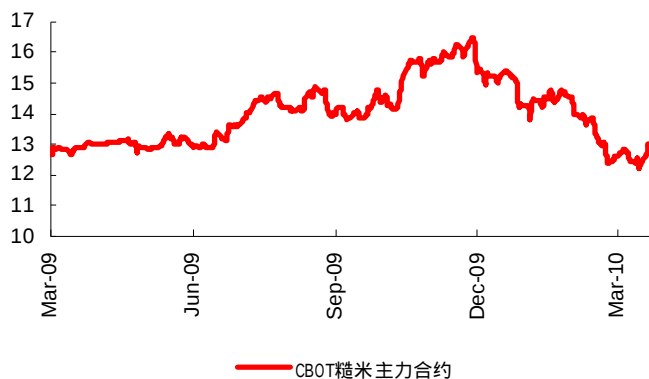
来源：Bloomberg、国金证券研究所

大米：黑龙江水稻种植面积或超预期

- 据农情调查情况显示，今年黑龙江省水稻意向种植面积为 4360 万亩，较去年增加 400 万亩。由于目前黑龙江水稻主产区稻农及家庭农场种植水稻的积极性空前高涨，预计水稻种植面积增加幅度可能还将超过预期。
- 3 月 22 日到 28 日期间，泰国大米出口量为 93,840 吨（不包括香米），比一周前减少了 25,363 吨，比四周平均值 115,525 吨减少了 21,685 吨。1 月 1 日到 3 月 28 日期间，大米出口总量为 1,505,168 吨，比上年同期的 1,254,471 吨增长了 20%。
- 据联合国粮农组织（FAO）表示，厄尔尼诺天气以及伴随出现的干旱正影响东南亚地区的春季稻米作物生长。FAO 称，正在收获冬春稻米的越南已经受到了干旱的影响。她说，稻米有望丰产，但是目前市场担心干旱以及湄公河和红河的水位下降可能带来巨大的损失。
 - ◆ 作为全球最大的大米出口国，泰国已经将春季稻米产量数据从十二月份的 820 万吨大幅下调到了 600 万吨。去年泰国春季稻米产量为 840 万吨。泰国春季稻米是二季作物，而在越南春季稻米是头季作物。
 - ◆ 截止到 2 月 1 日，越南湄公河三角洲地区已经收获了 26.8 万公顷稻米，低于上年同期的 28.6 万公顷。
 - ◆ 马来西亚、菲律宾、印尼、柬埔寨和台湾地区的稻米作物同样会受到降雨不足的影响。不过这些国家的情况并不太差，因为大部分稻米为人工灌溉。
- 受宁夏回族自治区石嘴山、新城、平罗国家粮食储备库和宁夏回族自治区银川、三鑫源粮油购销公司的委托，宁夏粮油批发交易市场对 4060 吨稻谷进行公开竞价销售，成交率 100%，最高价：2940 元/吨，最低价：2700 元/吨，成交均价 2836 元/吨。
- 经国家有关部门批准，定于 4 月 8 日在安徽粮食批发市场及其联网市场举行国家临时存储粳稻竞价销售交易会，本次计划销售国家临时存储粳稻 9.62 万吨，全部成交，其中：06 粳稻成交 0.08 万吨，成交均价 2140 元/吨；07 粳稻成交 2.55 万吨，成交均价 2377 元/吨；08 粳稻成交 6.99 万吨，成交均价 2389 元/吨。各省分年份成交详情如下：
 - ◆ 辽宁：计划销售国家临时存储粳稻 1.8 万吨，全部成交，其中：06 粳稻成交 0.08 万吨，成交价 2140 元/吨；07 粳稻成交 1.01 万吨，最高成交价 2490 元/吨，最低成交价 2170 元/吨，成交均价 2409 元/吨；08 粳稻成交 0.71 万吨，最高成交价 2510 元/吨，最低成交价 2480 元/吨，成交均价 2509 元/吨。

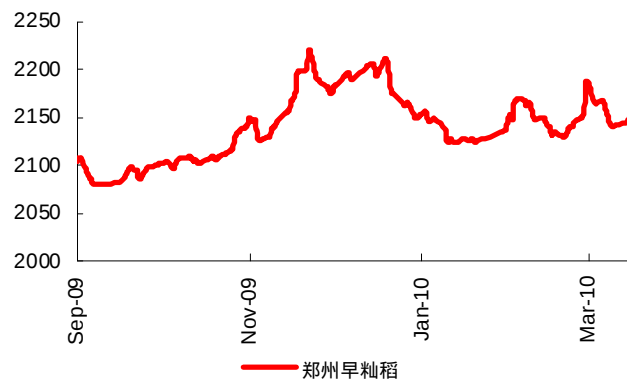
- ◆ 吉林：计划销售国家临时存储粳稻 1.96 万吨，全部成交，其中：07 粳稻成交 0.01 万吨，成交价 2180 元/吨；08 粳稻成交 1.95 万吨，最高成交价 2450 元/吨，最低成交价 2320 元/吨，成交均价 2402 元/吨。
- ◆ 黑龙江：计划销售国家临时存储粳稻 5.86 万吨，全部成交，其中：07 粳稻成交 1.53 万吨，最高成交价 2620 元/吨，最低成交价 1970 元/吨，成交均价 2362 元/吨；08 粳稻成交 4.33 万吨，最高成交价 2670 元/吨，最低成交价 2020 元/吨，成交均价 2363 元/吨。

图表35：CBOT 糙米主力合约（美元/英担）

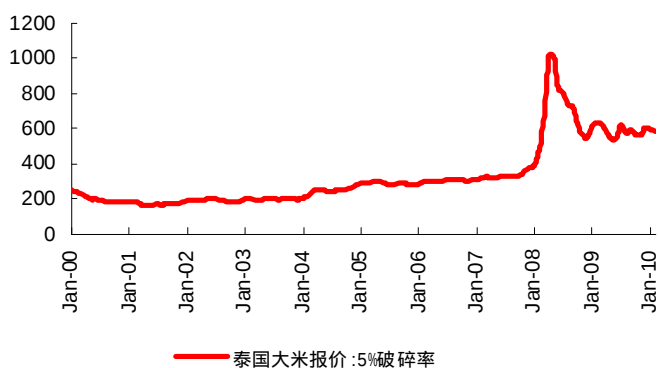


源：Bloomberg、国金证券研究所

图表36：郑州早籼稻主力合约（元/吨）

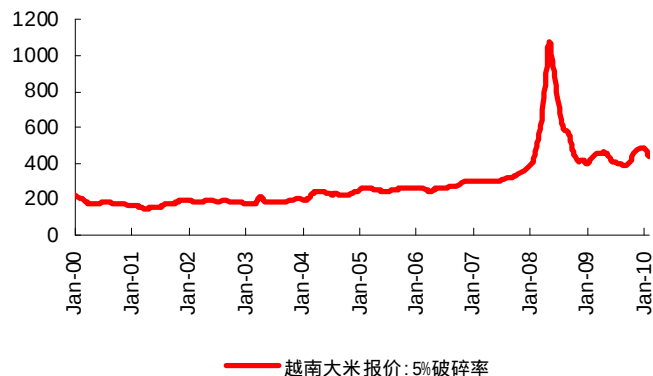


图表37：泰国大米报价:5%破碎率（美元/吨）

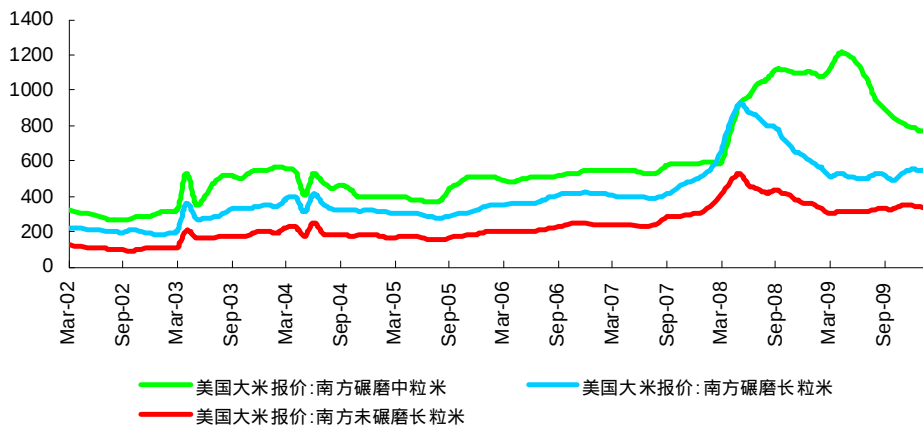


来源：WIND、国金证券研究所

图表38：越南大米报价:5%破碎率（美元/吨）



图表39：美国大米报价（美元/吨）



来源：WIND、国金证券研究所

公司投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。