

推荐 (维持)

上游景气，下游复苏，中游整合

2010年6月9日

农业2010年中期投资策略

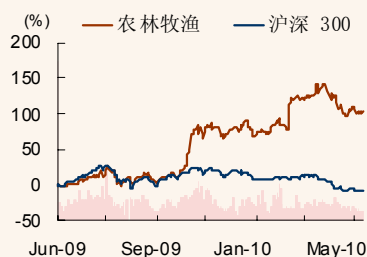
上证指数 2539

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	49	3.0
总市值 (亿元)	2357	1.1
流通市值 (亿元)	2119	1.6

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10.0	26.5	118.2
相对表现	-2.0	42.0	114.6



相关报告

- 1、《农业 2010 年 5 月月报—糙米、玉米及水产品表现突出，关注种业及养殖业》2010/5/10
- 2、《农业 2010 年二季度投资策略—农产品价格波澜不惊，农业股业绩渐入佳境》2010/4/18

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

黄琚

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

研究助理

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

我们对下半年农产品价格的判断：在减产、进口及通胀管理三者博弈中在结构性上涨，目前农业股整体估值过高，建议从政策热点、通胀防御等几个角度关注种业、养殖业、水产饲料及糖业的交易性机会，维持行业“推荐”的评级。

- **上半年农产品的走势可概括为：粮棉水产上涨、畜禽果糖下跌。**除了糖价出现冲高回落的转折外，上半年农产品价格大多是延续了 09 年下半年的走势，因恶劣天气影响，东北大米、玉米、棉花、海产品的价格持续上涨，因供应压力持续增大，猪价、鸡价、浓缩苹果汁及番茄酱等出口价均持续低迷，分别处在去库存的不同阶段。
- **下半年农产品整体价格上涨趋势延续，伴随结构性调整。**此轮粮价上涨为减产主导，与上一轮输入型农产品牛市不同，下半年影响农产品价格的三大因素为：减产的预期、国际农产品的丰产和低价、政策的调控，我们认为下半年农产品整体以上涨为主，粮价将维持在高位，肉价从底部逐步回升。
- **子行业：上游景气，下游复苏，中游整合。**从农产品走势及判断上看，上游粮食价格大涨且有持续的趋势，种业等景气度正处高位；下游畜禽养殖等低迷近两年，反弹趋势可期，行业最差时候已经过去，没有成本压力的水产养殖业景气度则最高；中游如饲料加工、面粉加工、大米加工、油脂加工等处于上游成本上涨和下游难以传导的挤压中，短期内持续低迷。
- **上半年农业板块持续跑赢大盘，目前估值处较高水平，但仍不乏政策及季节的交易性机会，维持“推荐”的评级。**二季度农业股延续一季度的良好表现，种业的亮丽的一季报、恶劣天气、肉价出现反弹迹象等是股价上涨的主要推动力。目前行业平均滚动 PE 已从 09 年四季度的 30 倍涨至 50 倍，远高于 A 股的估值水平，不过三季度逐渐进入农产品收获季节、养殖旺季，为四季度的消费旺季做准备，同时国家对种业的扶持逐步出台及明朗，各种交易性机会仍会三季度密集出现，因此维持行业“推荐”的投资评级。建议关注政策热点的种业、通胀防御的养殖业、销售旺季的水产饲料业、价格反弹的糖业等四类交易性机会，同时防范中报及 CPI 下降带来的利空。

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
登海种业	58.60	0.53	1.25	1.68	110	47	12.1	审慎推荐-A
敦煌种业	20.77	0.16	0.34	0.58	129	61	6.7	中性-B
獐子岛	23.97	0.46	0.70	0.90	52	34	9.0	审慎推荐-A
好当家	9.33	0.12	0.22	0.35	79	42	4.4	审慎推荐-A
圣农发展	32.95	0.49	0.76	1.03	67	43	8.7	审慎推荐-A
开创国际	15.05	0.75	0.80	0.85	20	19	5.1	审慎推荐-A
南宁糖业	14.27	0.43	0.60	0.66	34	24	3.3	审慎推荐-B
新中基	12.56	0.05	0.16	0.36	233	79	3.4	中性-A
中粮屯河	11.42	0.27	0.30	0.40	43	38	3.7	中性-A
北大荒	12.58	0.20	0.33	0.35	62	38	4.0	中性-B
绿大地	24.53	-1.00	0.55	0.69	-	45	6.2	中性-A

资料来源：招商证券

正文目录

农产品价格——减产、进口及通胀预期管理的博弈.....	4
上半年价格回顾	4
下半年影响农产品价格的三个因素	5
(1) 减产预期强烈（频发的灾害）主导粮价上涨	5
(2) 国际农产品丰产和低价	7
(3) 政策将起结构性调控作用	9
对三季度农产品价格的判断——结构性回归	9
投资策略.....	12
子行业景气度研判——上游景气，下游复苏，中游整合	12
投资策略——关注政策热点、通胀防御等交易性机会	13
1、 政策热点：种业的合并整合	15
2、 通胀防御：水产及畜禽养殖	15
3、 水产饲料销售旺季的交易性机会	16
4、 甘蔗减产糖价反弹的交易性机会	17
5、 其他行业简评.....	18
(1) 番茄酱——去库存阶段，价格筑底.....	18
(2) 浓缩苹果汁——去库存阶段.....	19
(3) 大豆压榨——养殖业不景气，压榨盈利处于低位	20
(4) 棉花加工——减产利空大于价格上涨	21

图表目录

图 1、上半年国内东北大米价格上涨 10%，从 09 年最低点反弹 28%	4
图 2、上半年国内玉米现货价格上涨 6%，从 09 年最低点反弹 23%	4
图 3、国内棉花期货连续价格上涨 11%.....	4
图 4、上半年国内批发市场带鱼价格上涨 11%.....	4
图 5、上半年国内猪肉价格下跌近 20%，从 08 年最高点持续下跌 30%.....	5
图 6、上半年活鸡价格走平，从 09 年初最高点下跌近 20%.....	5
图 7、上半年番茄酱及苹果汁出口价格在低位徘徊	5
图 8、上半年国内糖价从高点回落 11%.....	5
图 9、2004-2009 年粮食连续 6 年增产	6
图 10、上半年国际谷物价格持续回落，普遍低于一年前水平	7
图 11、美元指数大幅反弹.....	8
图 12、全国谷物产量有望继续丰产	8
图 13、小麦国内外期货价格对比	8
图 14、玉米国内外期货价格对比	8
图 15、大豆进口量持续增长	9
图 16、棉花进口量大幅反弹	9
图 17、CPI 组成估算	9
图 18、棉花进口量大幅反弹	9
图 19、上半年农业股相对大盘走势	13
图 20、二季度农业股相对大盘走势	13
图 21、农林牧渔行业历史 PEBand	14

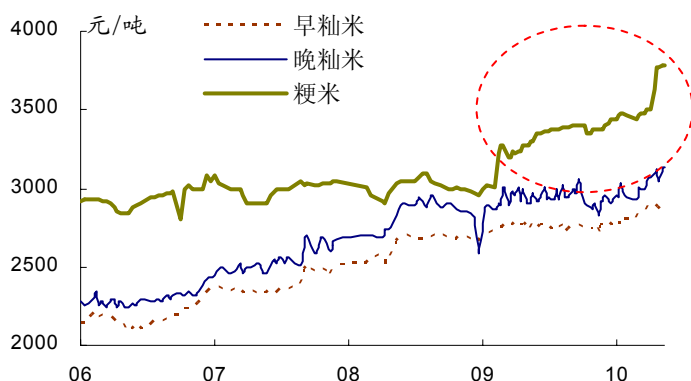
图 22、农林牧渔行业历史 PBBand	14
图 23、山东刺参价格走势（年度比较）	16
图 24、北京市场大扇贝价格（年度比较）	16
图 25、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势	16
图 26、全国活鸡价格走势	16
图 27、全国水产品价格指数	17
图 28、全国三大鱼类价格走势（月度）	17
图 29、智利鱼粉 FOB 价格	17
图 30、DCE 豆粕期货连续价格	17
图 29、NYBOT11 号原糖期货价格	18
图 30、ZCE 白糖期货价格	18
图 33、番茄酱罐头(总)月度出口量价	18
图 34、番茄酱罐头(总)年度出口量价	18
图 35、番茄酱(大桶酱)月度出口量价	19
图 36、番茄酱(小罐酱)月度出口量价	19
图 37、36/38 番茄酱订单价格（中国 VS 意大利）	19
图 38、番茄酱加工利润测算	19
图 39、浓缩苹果汁月度出口量价	19
图 40、浓缩苹果汁年度出口量价	19
图 41、山东、陕西苹果汁月度出口量价	20
图 42、山东、陕西苹果汁年度出口量价	20
图 43、NYBOT 浓缩冻橙汁期货	20
图 44、中国苹果汁出口价格与浓缩冻橙汁期货价格比较	20
图 45、DCE 黄大豆 1 号连续期货	20
图 46、DCE 豆油连续期货价格	20
图 45、国内外大豆期货比较	21
图 46、国内外大豆成本价及压榨利润比较（大豆到豆油、豆粕）	21
图 47、NYBOT2 号原棉期货连续价格（国际期货）	21
图 48、ZCE 棉花期货连续价格（国内期货）	21
图 49、棉花月度进口量价	21
图 50、棉花年度进口量价	21
图 51、COTLOOK A 棉花价格指数（国际现货）	22
图 52、国内 229 和 328 级皮棉价格（国内现货）	22
图 56、国内外现货价格比较	22
图 57、国内外期货价格比较	22
图 41、轧花厂利润空间测算（皮棉加工）	22
表 1、过去三年中国粮食作物生产情况	6
表 2、农产品价格变化情况汇总	10
表 3、上市公司景气度研判	12
表 4、农产品生产、收获、加工、销售的季节性	14
表 5、农业重点公司盈利预测及估值表	14

农产品价格——减产、进口及通胀预期管理的博弈

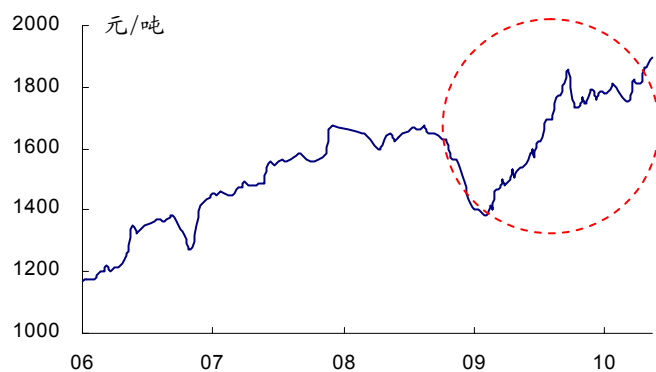
上半年价格回顾

上半年农产品的走势可概括为：粮棉水产上涨、畜禽果糖下跌。除了糖价出现冲高回落的转折外，上半年农产品价格大多是延续了 09 年下半年的走势，因恶劣天气影响，东北大米、玉米、棉花、海产品的价格持续上涨，因供应压力持续增大，猪价、鸡价、浓缩苹果汁及番茄酱等出口价均持续低迷，分别处在去库存的不同阶段。

图 1、上半年国内东北大米价格上涨 10%，从 09 年最低点反弹 28%
图 2、上半年国内玉米现货价格上涨 6%，从 09 年最低点反弹 23%

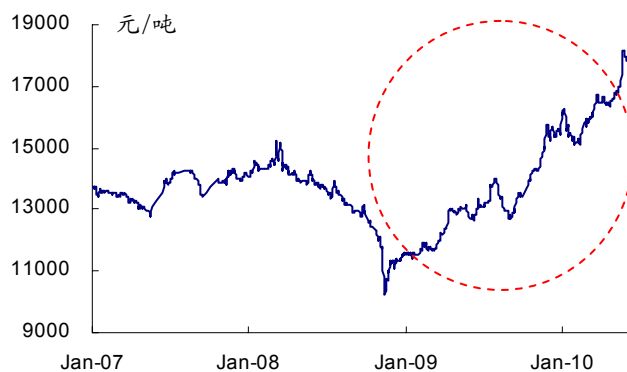


资料来源：国家粮食局，招商证券



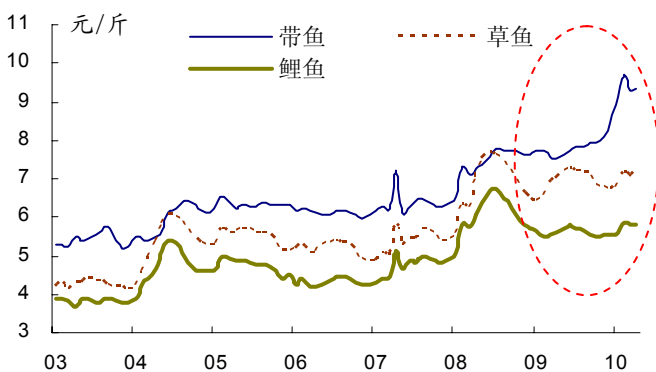
资料来源：国家粮食局，招商证券

图 3、国内棉花期货连续价格上涨 11%



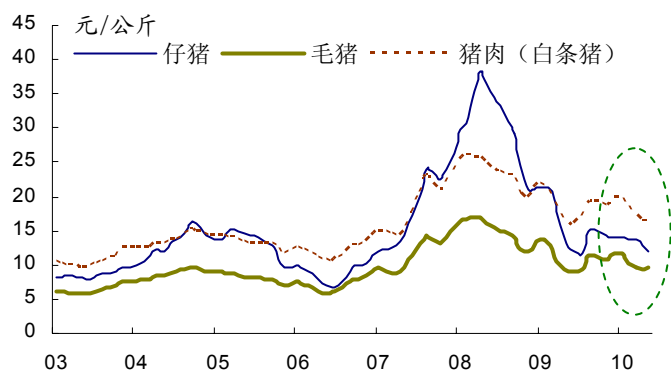
资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-3

图 4、上半年国内批发市场带鱼价格上涨 11%



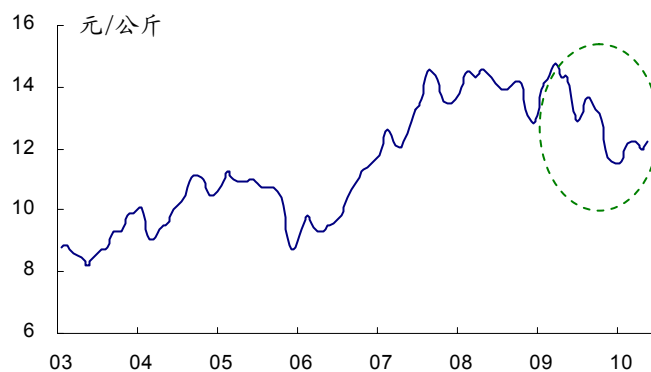
资料来源：CEIC，截至 2010 年 4 月

图 5、上半年国内猪肉价格下跌近 20%，从 08 年最高点持续下跌 30%



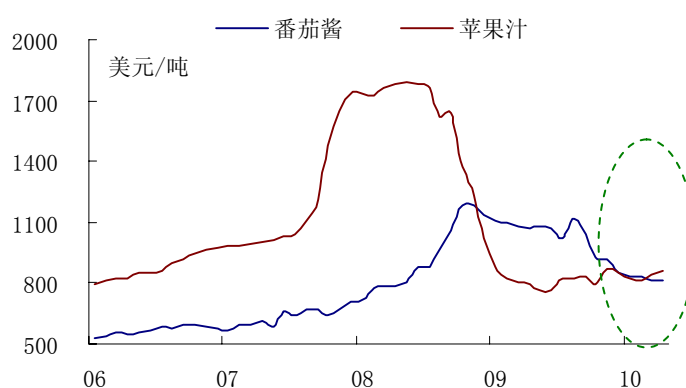
资料来源：农业部，截至 2010 年 5 月

图 6、上半年活鸡价格走平，从 09 年初最高点下跌近 20%



资料来源：农业部，截至 2010 年 5 月

图 7、上半年番茄酱及苹果汁出口价格在低位徘徊



资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 8、上半年国内糖价从高点回落 11%



资料来源：农业部，截至 2010 年 5 月

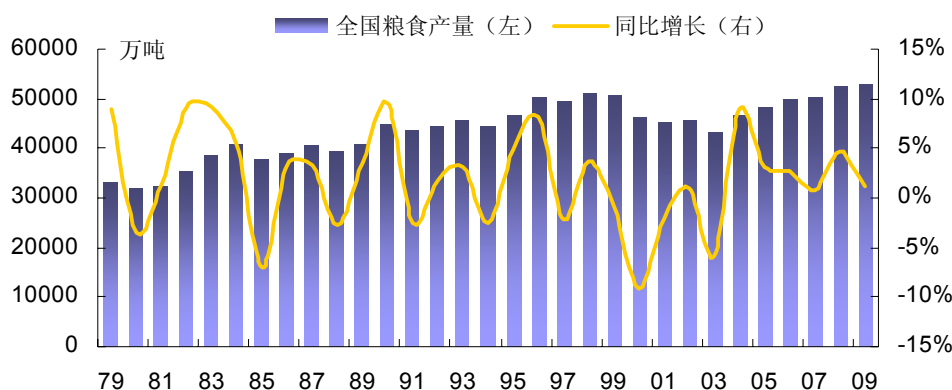
下半年影响农产品价格的三个因素

从年初开始市场就对猪肉价格反弹有强烈的预期，因猪价已经持续低迷一年，同期鱼粉、玉米等成本大幅上涨，养殖长时间陷入亏损，而上半年实际价格没有如期实现，其中仍是前期畜禽养殖积极性过高所致；进入下半年，随着粮食产量逐步明确、肉类消费旺季到来，实际供需数据的明朗会使农产品整体炒作因素减少，归于理性，我们认为三大因素将影响下半年农产品的走势：

（1）减产预期强烈（频发的灾害）主导粮价上涨

09/10 年粮食增产主要基于面积增长，天气灾害引起单产下滑值得关注。虽然我国粮食产量 09/10 年取得连续 6 年增产的佳绩，在 08/09 年的高基数上继续增长了 0.7%，但主要原因是面积的增长，平均单产下降 1.2%，玉米、小麦及东北大米的单产下降尤为突出。09 年整体是自然灾害较少的一年，全年农业天气情况较好，仅下半年东北出现的干旱就引起较严重的减产，若非面积的增长，恐难以增收。

图 9、2004-2009 年粮食连续 6 年增产



资料来源：国家统计局

表 1、过去三年中国粮食作物生产情况

	2007/2008	2008/2009	2009/2010	同比变量	同比变幅
播种面积 (千公顷)					
总计	82,117	82,722	84,350	1,628	2.0%
玉米	29,478	29,864	30,460	596	2.0%
小麦	23,721	23,617	24,210	593	2.5%
冬小麦	22,074	22,054	22,540	486	2.2%
春小麦	1,647	1,563	1,670	107	6.8%
稻谷	28,919	29,241	29,680	439	1.5%
早稻	5,742	5,708	5,850	142	2.5%
中稻	17,138	17,423	17,650	227	1.3%
晚稻	6,038	6,110	6,180	70	1.1%
单位产量 (公斤/公顷)					
总计	5,451	5,685	5,616	-68	-1.2%
玉米	5,167	5,556	5,351	-205	-3.7%
小麦	4,607	4,762	4,748	-14	-0.3%
冬小麦	4,691	4,825	4,823	-3	-0.1%
春小麦	3,489	3,861	3,743	-118	-3.1%
稻谷	6,433	6,563	6,597	34	0.5%
早稻	5,488	5,535	5,675	140	2.5%
中稻	7,061	7,240	7,212	-28	-0.4%
晚稻	5,550	5,591	5,712	121	2.2%
产量 (千吨)					
总计	447,624	470,270	473,750	3,480	0.7%
玉米	152,300	165,917	163,000	-2,917	-1.8%
小麦	109,289	112,456	114,950	2,494	2.2%
冬小麦	103,543	106,421	108,700	2,279	2.1%
春小麦	5,746	6,035	6,250	215	3.6%
稻谷	186,034	191,897	195,800	3,903	2.0%
早稻	31,515	31,596	33,200	1,605	5.1%
中稻	121,005	126,140	127,300	1,160	0.9%
晚稻	33,513	34,161	35,300	1,139	3.3%

资料来源：国家粮油信息中心

从 09 年下半年开始恶劣气候不断，连续六年增产成变数。我国是世界上自然灾害最严重的少数国家之一，粮食连续 6 年增产也是 42 年来的首次，经过 5 年的风调雨顺后，从 09 年下半年开始的北方干旱开始了频繁灾害，接踵而来的有西南地区百年一遇的特

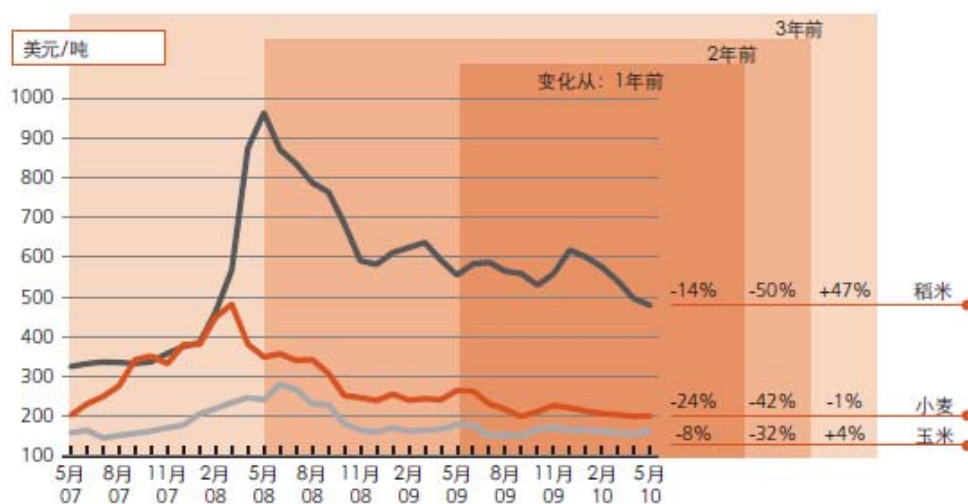
大干旱（09 年秋至 10 年春）、北方地区大范围低温天气（4、5 月份）、南方的强降水（5 月至今），今年灾害远比去年更严重，范围也更广，预计全国受灾面积、成灾面积和绝收面积等于灾害严重的 2000~2003 年 4 年的平均数，分别比 2009 年增加 7360 万亩、15380 万亩和 5170 万亩。所幸西南干旱影响种植面积较小、北方低温天气仅影响农作物播种时间（参考《前期低温天气对农产品价格影响的总结分析——北方低温天气好转，粮食涨价势头趋缓》2010/05/25）、南方强降雨影响的也非粮食主产区，截至目前为止，今年的灾害直接引起粮食减产的比例较小，但亩产继续下滑的可能较大。

预计今年种植面积增加、墒情较好与灾害因素相抵消，粮食产量与去年持平。而我们对今年总产量的预期并非常悲观，原因有（1）夏粮丰收局已定，产量有望接近去年水平（2）粮价高企，农户种植积极性较高，据农情调度，预计 2010 年全年粮食作物播种面积 16.42 亿亩，同比增加 700 万亩以上（3）今年墒情（土壤的湿度）很好，土壤水量充足，是近几年最好的水平（4）去年冬季雪很大，今年东北的病虫害相对少。因此我们总体判断，今年的粮食种植面积继续增长，单产继续下降，总体产量与去年持平。

（2）国际农产品丰产和低价

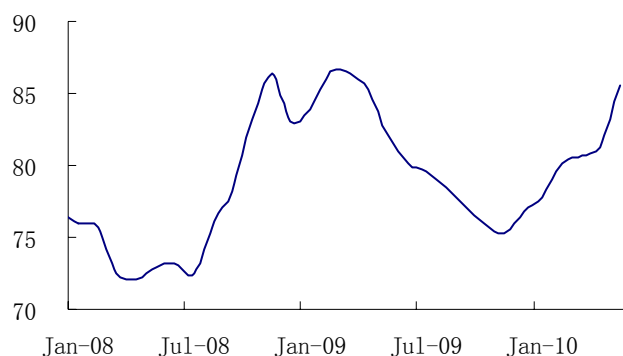
与国内相反，因为美元反弹、农产品丰产、欧洲债务危机等因素，上半年国际农产品价格持续走低，下半年跌势延续可能性较大。上半年国际主要粮食产品价格均出现较大下跌（见图 10），小麦、稻米、玉米分别较一年前下跌 24%、14%和 8%，我们认为下半年难以出现反转，因（1）预计美国经济增长最先找到突破点，美元汇率在未来很长时间内很可能会持续升值（见图 11），（2）欧洲主权债务危机不断，农产品需求复苏受到抑制，（3）预计全球农产品丰产，粮农组织对 2010 年世界谷物产量的首次预测为 22.86 亿吨，比上年增长 1.5%，接近 2008 年的创纪录水平（见图 12），全球谷物库存量将连续三年实现增长。

图 10、上半年国际谷物价格持续回落，普遍低于一年前水平



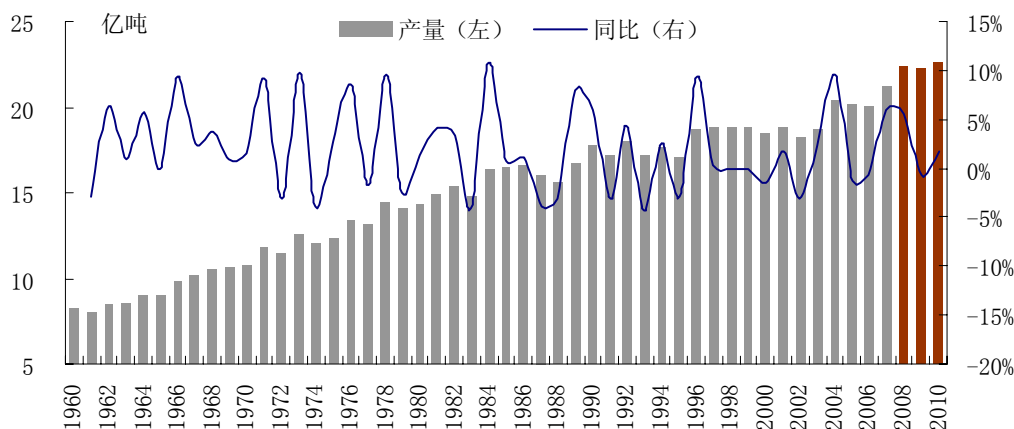
资料来源：FAO，招商证券

图 11、美元指数大幅反弹



资料来源：FAO，招商证券

图 12、全国谷物产量有望继续丰产



资料来源：USDA，招商证券

价差喇叭口扩大，进口量放大，进口依存度大的价格仍不具备大幅上涨可能。在国际丰产、国内减产预期强烈和国际农产品价格下跌、国内高企背景下，多种粮食产品的国内外价差喇叭口在拉大（见图 13、图 14），对外依存度大的农产品进口量也在不断增长，如大豆、棉花等（见图 15、图 16）。1-4 月，我国农产品进出口总额为 350.1 亿美元，同比增长 33.1%。其中，出口 140.6 亿美元，同比增长 21.0%；进口 209.5 亿美元，同比增长 42.8%。贸易逆差为 68.9 亿美元，同比扩大 1.3 倍。在目前国际农产品价格低迷的情况下，农产品贸易逆差将在较长时间内逐步扩大，减缓国内农产品价格的上涨。

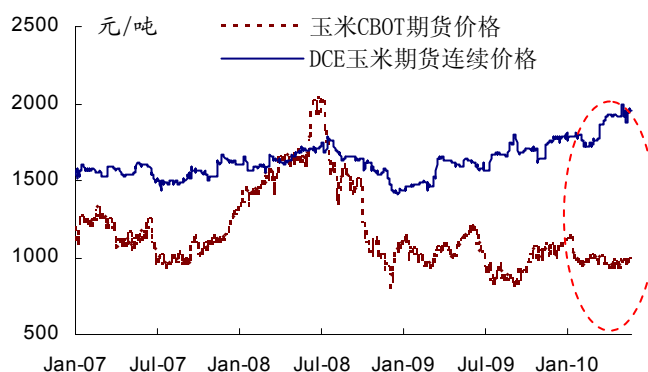
图 13、小麦国内外期货价格对比



资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 5 月

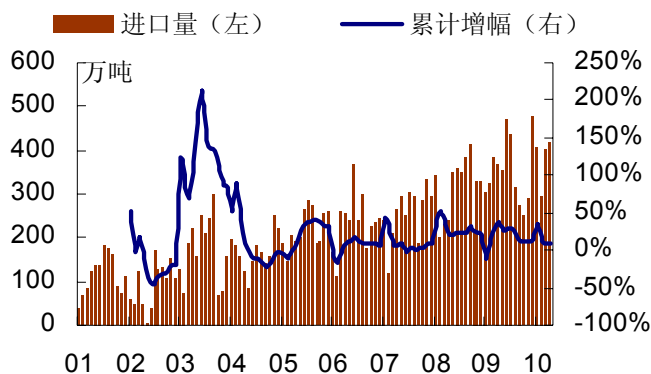
敬请阅读末页的重要说明

图 14、玉米国内外期货价格对比



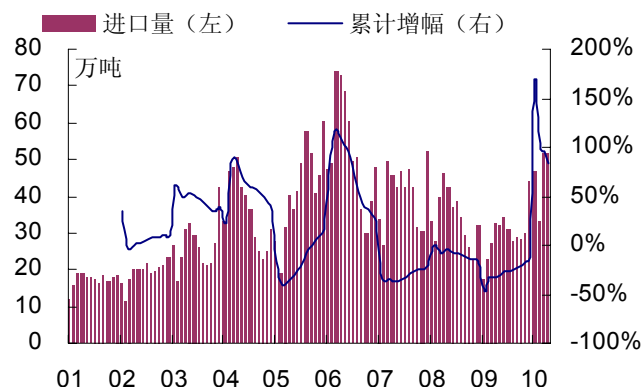
资料来源：农业部，截至 2010 年 5 月

图 15、大豆进口量持续增长



资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 5 月

图 16、棉花进口量大幅反弹

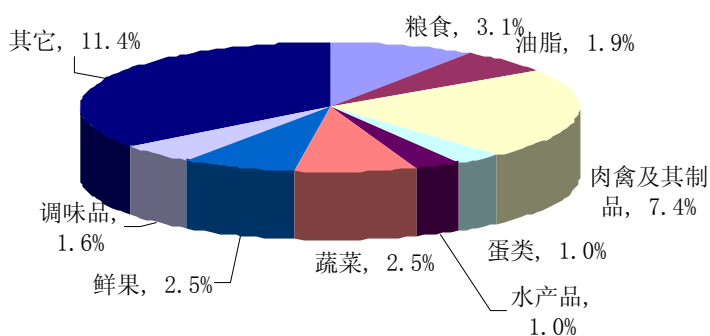


资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 5 月

（3）政策将起结构性调控作用

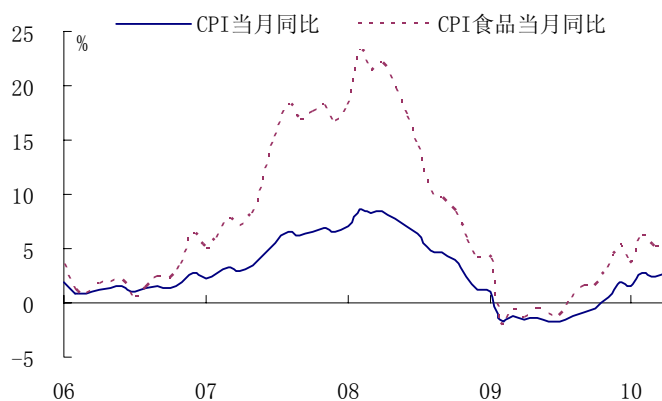
政策调控从 **CPI** 和农产品价格稳定出发，结构性调控农产品价格。影响下半年农产品价格的另一个重要的因素是政府的调控，上半年可以说是颇有成效阶段，粮食价格大幅上涨，保证了占农户大比例的种植户的利益，保证了国家粮食安全，肉类价格大幅下跌，保证了城市居民的利益，维护稳定，正好处于“谷贱伤农”和“米贵伤民”的平衡点。但这种情况导致了畜禽养殖的长时间亏损，若后续猪肉价格不回到正常水平，养殖积极性下降，后续可能会出现肉价的报复性上涨。基于目前的价格水平及各环节盈利水平，我们认为政策面将在一定力度上平抑粮价的上涨，缓慢推动肉价的回归，虽然前期政府已进行一系列的粮食抛储、猪肉收储、开放玉米进口、打击游资炒作农产品等动作，但同时也对美国及波兰开放猪肉进口、对能繁母猪补贴，与上一轮猪价低点时出台政策不同的是政府将控制肉价反弹的速度，管理强烈的通胀预期，防止 **CPI** 暴涨暴跌。

图 17、CPI 组成估算



资料来源：国家统计局，招商证券

图 18、CPI 走势图



资料来源：国家统计局

对三季度农产品价格的判断——结构性回归

此轮粮价上涨为减产主导，不具备上一轮农产品牛市的条件：市场对通胀的预期的加强，并担心再次发生 06-08 年初的粮食危机，我们认为基本不具可比性，因（1）此轮粮食价格上涨更多为减产主导，而上一轮粮价上涨为流动性主导，流动性主导的表现为从需

求端和成本端的拉动,石油价格的暴涨和肉类价格的暴涨共同拉动粮价,而此轮石油价格及肉价表现较弱,(2)上一轮农产品价格上涨为输入型,国际大宗商品大幅上涨,此轮为内生型,国际农产品的持续下挫。

我们认为整体价格上涨会延续,兼顾结构性调整。考虑到减产、国际农产品价格及政策调控的三者的影响,我们认为下半年农产品整体以上涨为主,粮价将维持在高位,肉价从底部逐步回升。

表 2、农产品价格变化情况汇总

类别	单位	近一年价格			价格变化					
		最新	平均	最高	最低	近一周	近一月	近一季	近一年	更新日期
总体指数										
农产品原料指数		123	104	125	86	-2%	-2%	6%	44%	2010-4-1
全国农产品批发价格总指数		162	162	172	151	-4%	-4%	-6%	0%	2010-5-31
全国菜篮子产品批发价格指数		161	162	173	149	-4%	-4%	-7%	-1%	2010-5-31
稻米										
CBOT 糙米期价	美分/短担	12	13	16	12	0%	-6%	-14%	-7%	2010-6-
AFE 泰国大米 5%期价	泰铢/公斤	13	17	23	12	-2%	-3%	-18%	-41%	2010-6-
泰国大米(5%)FOB	美元/吨	448	527	594	448	-4%	-4%	-18%	-16%	2010-5-1
泰国大米(10%)FOB	美元/吨	445	524	591	445	-4%	-4%	-18%	-16%	2010-5-1
泰国大米(25%)FOB	美元/吨	392	450	503	392	-5%	-5%	-19%	-13%	2010-5-1
国内早籼稻期价	元/吨	1924	1972	2069	1890	-1%	1%	-6%	-6%	2010-6-3
早籼米现价	元/吨	2900	2786	2908	2714	0%	0%	4%	5%	2010-5-21
晚籼米现价	元/吨	3135	2968	3135	2827	0%	2%	7%	8%	2010-5-21
粳米现价	元/吨	3780	3435	3780	3280	0%	8%	9%	15%	2010-5-21
早籼稻现价	元/吨	1946	1877	1946	1718	1%	1%	3%	2%	2010-5-1
中晚籼稻现价	元/吨	2043	1938	2043	1737	2%	2%	4%	5%	2010-5-1
粳稻现价	元/吨	2562	2269	2562	2094	3%	3%	3%	22%	2010-5-1
小麦										
CBOT 小麦期价	美分/蒲式耳	454	504	675	429	-1%	-8%	-8%	-33%	2010-6-1
ZCE 硬冬白小麦期价	元/吨	1881	1871	2051	1678	0%	4%	0%	1%	2010-6-1
ZCE 优质强筋小麦期价	元/吨	2168	2116	2356	1900	0%	-2%	-3%	10%	2010-6-1
全国批发市场白小麦现价	元/吨	2002	1924	2022	1795	1%	1%	0%	7%	2010-5-21
玉米										
玉米 CBOT 期货价格	美分/蒲式耳	357	365	450	301	-2%	-3%	-4%	-20%	2010-6-1
玉米 DCE 期货连续价格	元/吨	1945	1753	1995	1565	0%	2%	9%	20%	2010-6-1
全国批发市场黄玉米价格	元/吨	1896	1742	1896	1539	0%	5%	5%	23%	2010-5-21
大豆										
CBOT 大豆期价	美分/蒲式耳	933	1014	1267	885	0%	-6%	-2%	-23%	2010-6-1
DCE 黄大豆 1 号期价	元/吨	3799	3837	4107	3592	1%	-1%	-1%	0%	2010-6-1
全国批发市场大豆现价	元/吨	3733	3688	3875	3465	-1%	-1%	-4%	7%	2010-5-21
豆油										
豆油 CBOT 期价	美分/磅	38	37	41	32	1%	-3%	-5%	-7%	2010-6-1
美国豆油现价	美元/吨	779	762	860	641	1%	-4%	0%	-2%	2010-5-26
欧洲豆油现价	欧元/吨	684	638	695	438	-11%	-16%	-12%	8%	2010-5-26
马来西亚/苏门答腊现价	美元/吨	808	750	695	438	5%	0%	4%	8%	2010-5-26
美国棕榈油现价	美分/磅	39	36	44	30	-4%	-5%	1%	-3%	2010-5-26
DCE 豆油期价	元/吨	7140	7186	7850	6348	-2%	-4%	0%	-6%	2010-6-1
全国批发市场豆油现价	元/吨	8153	7608	8677	6828	-6%	4%	2%	12%	2010-5-21
全国批发市场菜籽油现价	元/吨	8324	8151	8717	7657	0%	-5%	5%	1%	2010-5-21
棉花										
NYBOT2 号原棉期价	美分/磅	80	69	84	51	-2%	-3%	-4%	39%	2010-6-1
COTLOOKA 棉花国际现货指数	美分/磅	91	74	92	59	0%	-1%	6%	48%	2010-5-28
ZCE 棉花期价	元/吨	17915	14888	18175	12650	0%	7%	12%	41%	2010-6-1
国内 229 级皮棉现价	元/吨	17579	14691	17579	13107	2%	6%	15%	34%	2010-5-25
国内 328 级皮棉现价	元/吨	17166	14365	17166	12800	2%	6%	15%	33%	2010-5-25
大麦										

类别	单位	近一年价格			价格变化					更新日期
		最新	平均	最高	最低	近一周	近一月	近一季	近一年	
加拿大温尼伯交易所大麦期价	美元/吨	148	149	176	100	1%	-2%	4%	-4%	2010-5-31
加拿大 1 号西部大麦出口价	美元/吨	152	136	155	104	3%	3%	3%	37%	2010-4-1
糖										
NTBOT11 号原糖期价	美分/磅	14	21	30	14	-6%	-5%	-36%	-10%	2010-6-1
伦敦白糖期价	美元/吨	472	565	759	423	-6%	0%	-26%	4%	2010-6-1
国际糖理事会每日糖价	美分/磅	16	565	759	423	2%	-2%	-33%	-4%	2010-5-26
巴西每日糖价	美分/磅	346	450	759	423	6%	-1%	-36%	52%	2010-5-26
南宁白糖期价	元/吨	5020	4533	5540	3770	-1%	-1%	-8%	33%	2010-6-1
郑州食糖现价	元/吨	4894	4550	5503	3721	-2%	-1%	-10%	29%	2010-6-1
番茄酱										
番茄酱出口价格	美元/吨	816	953	1119	815	0%	0%	-2%	-24%	2010-4-1
36/38 番茄酱中国订单价	美元/吨	700	804	940	650	8%	8%	4%	-26%	2010-5-1
36/38 番茄酱意大利订单价	美元/吨	1313	804	940	650	3%	3%	4%	-9%	2010-5-1
浓缩果汁										
苹果汁出口价	美元/吨	864	820	866	766	-	3%	5%	9%	2010-4-1
NYBOT 浓缩冻橙汁期价	美分/磅	143	117	153	74	-3%	6%	-1%	51%	2010-5-28
饲料										
国内肉鸡配合料零售价	元/吨	2917	2887	2938	2835	-1%	2%	1%	0%	2010-5-21
国内育肥猪配合料零售价	元/吨	3030	3072	3130	3006	-3%	-3%	-1%	0%	2010-4-1
DCE 豆粕期货连续价格	元/吨	2707	3197	3600	2707	-4%	-10%	-7%	-14%	2010-6-1
智利鱼粉 FOB 价格	美元/吨	1740	1463	2020	990	-2%	-5%	4%	76%	2010-6-1
畜禽										
CME 瘦肉猪期价	美分/磅	80.8	63.9	90.0	44.5	0%	-10%	11%	29%	2010-6-1
美国里脊肉现价	美分/磅	96.9	80.2	115.0	63.8	-5%	-4%	15%	21%	2010-5-28
全国仔猪现价	元/公斤	11.9	13.5	15.1	11.7	-7%	-7%	-13%	-6%	2010-5-1
全国毛猪现价	元/公斤	9.6	10.3	11.7	8.9	2%	2%	-7%	5%	2010-5-1
全国猪肉现价	元/公斤	16.5	18.0	19.9	16.0	1%	1%	-12%	3%	2010-5-1
牛肉现价	元/公斤	33.1	33.2	34.1	32.9	0%	0%	-3%	0%	2010-5-1
羊肉现价	元/公斤	34.7	33.6	34.8	32.4	0%	0%	0%	7%	2010-5-1
活鸡现价	元/公斤	12.2	12.6	14.3	11.5	2%	2%	0%	-15%	2010-5-1
鸡蛋现价	元/公斤	7.4	7.7	8.4	7.2	1%	1%	-6%	-3%	2010-5-1
水产品										
带鱼现价	元/公斤	9.3	8.3	9.7	7.5	1%	1%	5%	24%	2010-4-1
草鱼现价	元/公斤	7.2	7.0	7.2	6.7	2%	2%	5%	2%	2010-4-1
鲤鱼现价	元/公斤	5.8	5.7	5.8	5.5	0%	0%	4%	3%	2010-4-1
扇贝(北京)现价	元/公斤	33	28	40	20	10%	-6%	-4%	63%	2010-5-7
刺参(山东)现价	元/公斤	186	158	189	107	7%	7%	8%	73%	2010-5-1
鲍鱼(福建)现价	元/公斤	98	106	110	99	-1%	-2%	-6%	-15%	2010-5-7
鲍鱼(山东)现价	元/公斤	140	154	220	116	0%	-13%	-22%	-10%	2010-5-7
金枪鱼泰国现价	美元/吨	1500	1216	1500	880	14%	14%	36%	25%	2010-5-1

资料来源：农业部、Bloomberg、Wind 等

投资策略

子行业景气度研判——上游景气，下游复苏，中游整合

从上述农产品走势及判断上看，上游粮食价格大涨且有持续的趋势，种业等景气度正处高位；下游畜禽养殖等低迷近两年，反弹趋势可期，行业最差时候已经过去，没有成本压力的水产养殖业景气度则最高；中游如饲料加工、面粉加工、大米加工、油脂加工等处于上游成本上涨和下游难以传导的挤压中，短期内仍处于业绩低迷和行业整合中。

表 3、上市公司景气度研判

一级行业	二级行业	三级行业	相关上市公司	景气度 环比 (3QVS2Q)	景气度 同比 (下半年)
种养类	养殖类	水产养殖	獐子岛、好当家、东方海洋、洞庭水殖	三季度为海水产品的繁殖期因此也为生产捕捞淡季，同时气温较高也为消费淡季，相比生产旺季和消费淡季的二季度，价格环比将总体上升。淡水产品为生产旺季，大量上市。	去年海产品价格已经有所复苏，今年景气度高于去年，预计价格同比小幅增长。
		畜禽养殖	圣农发展、民和股份、新五丰、福成五丰、正邦科技、华英农业	今年一二季度畜禽养殖异常低迷，预计三季度玉米等饲料价格涨幅放缓，肉类价格筑底复苏，养殖企业盈利水平逐步恢复。	去年下半年养殖景气度为直线下滑水平，预计今年呈逐步上升趋势。
	种植类	粮食种植	北大荒	今年至目前为止的干旱和强降雨不断，水稻价格被不断抬升，预计三季度市场仍会围绕天气对水稻做文章。	在二季度水稻价格的高基数上，价格同比将大幅提高。
		绿化苗木及工程	绿大地	绿化苗木以秋冬繁殖为主，绿化工程季节性不明显。	西南干旱过去，盈利在逐步恢复，同比将有所好转。
捕捞类			开创国际、中水渔业、中鲁 B	随着鱼价的复苏，三季度捕捞业景气度将维持高位。	同比去年生产早于厄尔尼诺及销售早于经济危机，情况大幅好转。
加工类	种子加工	玉米种子加工	登海种业、敦煌种业、万向德农	市场预期三季度国家将出台种业政策，虽然销售旺季已过，种业景气度仍维持高位，此时新品种的大田种植效果也值得关注。	今年商品粮及种子价格大幅高于去年，同时政策面利好，景气度同比大幅提升。
		水稻种子加工	隆平高科、丰乐种业、荃银高科		
		其它	丰乐种业	淡季，持平	淡季，持平
	饲料加工	水产饲料加工	通威股份、天邦股份、海大集团	三季度为水产饲料的销售旺季，鱼粉价格的回调将使成本压力缓和，景气度好于二季度。	成本压力大于去年，不过需求有所幅度，景气度持平。
		畜禽饲料加工	新希望、正邦科技、正虹科技、天邦股份、通威股份、天康生物、大北农	三季度相对二季度成本压力会缓和，但销量会有所减少。	因畜禽养殖长时间处亏损状态，畜禽存栏同比下滑，景气度下滑。
	油脂加工	豆油	中国粮油控股(HK)、广州冷机	三季度豆油价格有提升空间，豆粕仍不乐观，同比持平。	相比去年三季度豆粕价格跌幅大于大豆，压榨普遍亏损，今年同比景气度提高。
		棉籽油	新赛股份		
	棉花加工		新赛股份、新农开发、敦煌种业	纺织企业出口增速减缓，棉价继续大幅上涨可能性不大，景气度下滑。	纺织需求复苏，同比景气度大幅提高。

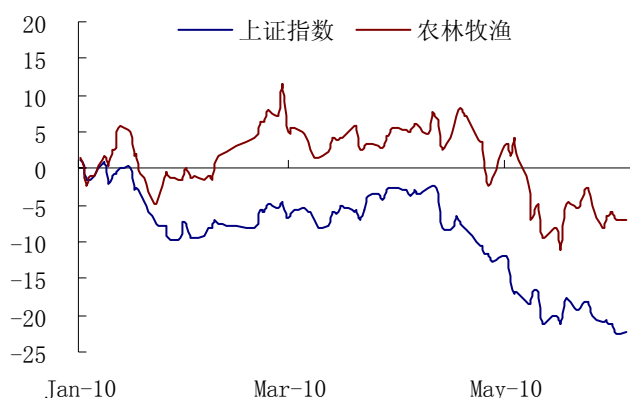
一级行业	二级行业	三级行业	相关上市公司	景气度 环比 (3QVS2Q)	景气度 同比 (下半年)
	制糖	甘蔗加工	南宁糖业、贵糖股份	南方地方强降水将加重市场对下一榨季产量的担忧，国内外糖价经调整后仍有上涨可能，景气度提高。	去年下半年基数仍处较低位，今年制糖景气度明显提升。
		甜菜加工	中粮屯河		
	屠宰加工		双汇发展、高金食品	生猪存栏逐步减少但肉价格逐步上升，环比持平。	生猪存栏逐步减少但肉价在上升通道，同比亦持平。
	水产加工		东方海洋、天宝股份、獐子岛	欧洲主权债务危机，需求下滑，景气度下降。	
	番茄酱加工		新中基、中粮屯河	番茄酱价格筑底，三季度好于二季度可能性大，复苏阶段。	番茄酱价格较低，景气度不如去年同期。
	苹果汁加工		国投中鲁、海升果汁(HK)、安德利果汁(HK)	减产导致去库存化加速及价格回升，景气度提高。	去年处于亏损状态，情况好转。
	稻米加工		金健米业、北大荒	淡季，持平。	淡季，持平。

资料来源：招商证券，注 1：双汇发展我们归于食品饮料类研究，因其利润主要来自肉制品；注 2：■ 为景气度高的子行业。

投资策略——关注政策热点、通胀防御等交易性机会

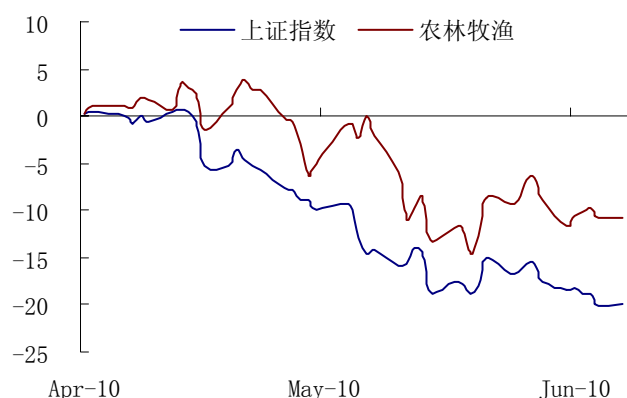
上半年农业板块持续跑赢大盘，目前估值处较高水平，但仍不乏政策及季节的交易性机会，维持“推荐”的评级。二季度农业股延续一季度的良好表现，种业的亮丽的一季报、恶劣天气导致的减产预期、肉价反弹的通胀预期是股价上涨的主要推动力。目前行业滚动 PE 已从 09 年四季度的 30 倍涨至 50 倍，重点池平均估值为 09 年 42 倍及 10 年 30 倍，远高于 A 股的估值水平，因此从业绩增长和估值的角度来说，三季度的整体投资机会下降。不过三季度逐渐进入农产品收获季节，也是养殖旺季，为四季度的消费旺季做准备，同时国家对种业的扶持逐步出台及明朗，各种交易性机会仍会三季度密集出现，因此维持行业“推荐”的投资评级。建议关注政策热点的种业、通胀防御的养殖业、销售旺季的水产饲料业、价格反弹的糖业等四类交易性机会，同时也应防范中报及 CPI 下降带来的利空，相应较好的投资时点为 6-7 月、11-12 月。

图 19、上半年农业股相对大盘走势

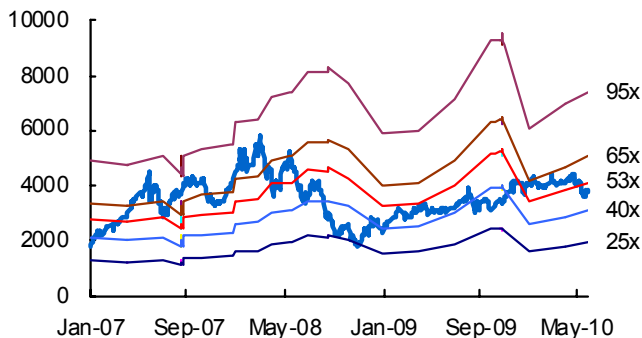
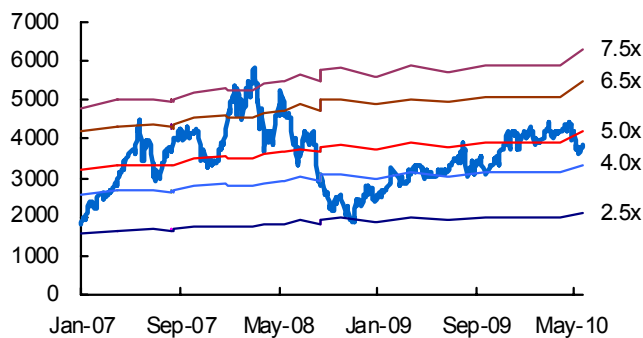


资料来源：招商证券

图 20、二季度农业股相对大盘走势



资料来源：招商证券

图 21、农林牧渔行业历史PEBand

图 22、农林牧渔行业历史PBBand


说明：1、资料来源于招商证券研发中心；2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

表 4、农产品生产、收获、加工、销售的季节性

	原料生产季节	加工期/榨季	成品销售季节	生产销售完整周期	关注时点
制种（杂交玉米种子加工）	头年4-9月份田间种植	10月份回收种子，11、12月份进行加工、包装	集中在播种前，春玉米4月播种，夏玉米5月下旬至6月上旬，1-6月份销售全年的90%。	头年8月至次年7月	11月份次年4月关注种子销售情况
饲料加工-畜禽	玉米、大豆等生长季节，鱼粉生产季节为3月至8月	下半年略多于上半年	下半年略多于上半年	农历年度	6-9月关注销售情况
饲料加工-水产		5月至10月	5月至10月	农历年度	三季度跟踪水产饲料销售情况
棉花加工（籽棉加工成皮棉）	头年3-4月份开始种植至8月底	头年9、10月至次年3、4月	全年销售，头年销售2/3，次年上半年销售剩余1/3；根据市价	头年9月开始至次年8月底	9月份关注籽棉收购价格，四季度和次年一季度关注销售价格
制糖（甘蔗加工）	春蔗为4月至11月	头年11月至次年的3月	头年销售1/3，销售旺季为头年12月份至次年3月；根据市价	头年11月至次年10月	11月份关注榨季收购情况，年底至次年初关注销售价格
制糖（甜菜加工）	4月至10月	头年10月至次年2月	头年销售1/3，销售旺季为头年12月份至次年3月；根据市价	头年10月至次年9月	
浓缩番茄酱（酱用番茄加工成番茄酱）	头年4月至7月	头年7、8月	头年销售2/3，四季度是销售旺季	头年8月至次年7月	7、8月份关注番茄原料收购价格和订单价格
浓缩苹果汁（苹果加工成苹果汁）	头年3月至10月	东部厂为头年7月至12月，西部厂为8月至次年1月	二季度和四季度是销售旺季	头年7月至次年6月	10月份关注苹果原料收购价格，四季度关注销售价格

资料来源：招商证券

表 5、农业重点公司盈利预测及估值表

	代码	名称	投资评级	股价	每股盈利				P/E				09-12EPS复合增长	PEG
					09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E		
中国优势农产品（劳动密集型）	000972	新中基	中性-A	12.56	0.05	0.16	0.36	0.46	233	79	35	27	104.3%	2.23
	600737	中粮屯河	中性-A	11.42	0.27	0.30	0.40	0.50	43	38	29	23	23.4%	1.83
	600097	开创国际	审慎推荐-A	15.05	0.75	0.80	0.85	1.02	20	19	18	15	10.8%	1.86
	002069	獐子岛	审慎推荐-A	23.97	0.46	0.70	0.90	0.98	52	34	27	24	29.2%	1.80
	600467	好当家	审慎推荐-A	9.33	0.12	0.22	0.35	0.48	79	42	27	19	59.3%	1.32
中国非优势农产品（大田密集型）	600598	北大荒	中性-B	12.58	0.20	0.33	0.35	0.36	62	38	36	35	21.7%	2.87
	002200	绿大地	中性-A	24.53	-1.00	0.55	0.69	0.80	-25	45	36	31	-192.8%	0.13
	000911	南宁糖业	审慎推荐-B	14.27	0.43	0.60	0.66	0.70	34	24	22	20	18.1%	1.86
	002299	圣农发展	审慎推荐-A	32.95	0.49	0.76	1.03	1.26	67	43	32	26	37.1%	1.82
	002234	民和股份	审慎推荐-B	12.94	-0.39	0.30	0.60	0.90	-33	43	22	14	-231.6%	0.14
中国非优势农产品（技术密集型）	002041	登海种业	审慎推荐-A	58.60	0.53	1.25	1.68	2.12	110	47	35	28	58.4%	1.89
	600354	敦煌种业	中性-B	20.77	0.16	0.34	0.58	0.81	129	61	36	26	71.2%	1.81

资料来源：招商证券，注：股价为2010年6月3日收盘价。

1、政策热点：种业的合并整合

行业扶持政策将出、商品粮价高企，种业投资机会延续。今年以来种业已经迎来一波较大的机会，主要由商品粮涨价、玉米库存压力减轻、种子提价等利好，种业公司如登海种业、敦煌种业等的年报和一季报也都取得较好的业绩，登海种业一年以来的涨幅 165% 居农业股第一。我们认为下半年种业的投资机会仍会延续，因（1）年初一号文件提出要大力扶持种业，近期中国生物科技与产业发展论坛开幕，农业部官员称国家将培育种业龙头企业，形成生物产业优势带、核心区和产业发展集群，在外资逐步占领国内种子市场紧迫关头，预计国家会尽快出台种业相关政策，（2）玉米价格持续上涨，种植面积持续增加，对玉米种子的需求增加，（3）由于去年制种受灾，玉米种子供大于求的局面有所缓和，玉米种子整体较上年增长 10%-20%（4）随着玉米价格上涨及劳动力成本的上升，种植户对良种特别是单粒播品种需求的大幅增加，良种的推广遇到大好历史机遇。

三季度期待政策，观察新品种种植效果，四季度期待业绩。不过，种业投资点从“种子价格上涨、今年业绩超预期”转为“政策利好、未来业绩超预期”，三季度重点看政策面的利好，行业整体受益，其次看新品种效果，如登海超试系列的大田种植结果、超试系列其余品种及大北农的农大 101 等潜力品种的审定情况，此阶段适合板块性投资，包括所有有种子业务的上市公司：登海种业、敦煌种业、万向德农、丰乐种业、隆平高科、荃银高科、大北农等，因北京定位“农业硅谷”、“籽种之都”，将更有可能受到实质性利好，建议尤为关注在京有相关研发销售机构的企业，如大北农等，因扶持方向倾向于“育繁推”一体化的公司，建议关注登海种业等。四季度开始玉米种子进入销售旺季，重点则看实际销售情况及公司业绩，其中春玉米带销售要先玉夏玉米带，时点上建议先关注敦煌种业的先玉 335 春玉米种子。

登海种业（002041）：超试大田种植效果是关键，维持审慎推荐 A 的评级。公司已在 4 月初公告中报预增 110-140%，即 0.81-0.88 元，二季度多为超试系列所贡献，表明超试系列已经显示出强劲的盈利能力，三季度为公司销售淡季，基本只有费用没有销售收入，预计 EPS-0.1 元，主要关注政策面利好，包括行业政策和审定通过品种（超试系列后续品种），重点关注四季度的销售：登海先锋逐步达产，预计销量及价格同比分别增长约 15%及 8%，实现 EPS0.33-0.35 元；预计超试系列制种 6 万亩，10/11 年度推广 1200 万亩，其中四季度推广 500 万亩，2010 年完成推广 1000 万亩的任务，实现 EPS0.25-0.3 元，下半年业绩仍可保持 50%的速度增长。我们维持未来三年的 EPS 的预测 1.25 元、1.68 元和 2.12 元及审慎推荐 A 的评级。不过要提醒投资者三季度密切关注超试系列（登海 662 等）的大田种植情况，推广面积从 08/09 年度的 50 万亩扩大 10 倍到 09/10 年度 500 余万亩，实地种植效果将对未来的销售产生直接的影响。

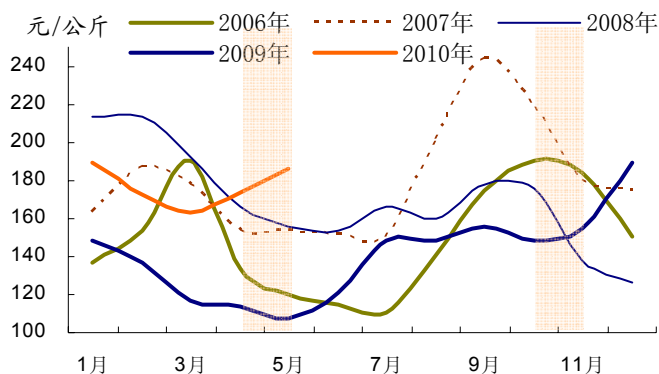
2、通胀防御：水产及畜禽养殖

养殖类公司的走势随着 CPI 波动，当每月 CPI 数据高于市场预期，市场则增强对未来通胀的预期，受益通胀的养殖类股就成为市场追捧对象，CPI 数据较低或低于预期时则相反。二季度市场对通胀的预期有所减缓后，养殖类股相对跌幅较大，但我们认为由于目前玉米、大米等粮食产品价格的上涨，猪肉价格无论从成本推动还是从自身价格周期来说都应该进入价格反弹阶段，届时对 CPI 造成的压力将加大，通胀的预期又将会卷土重来。

首推海水产品，其次为畜禽养殖。海水产品和畜禽产品在通胀时价格都会先后上涨，主

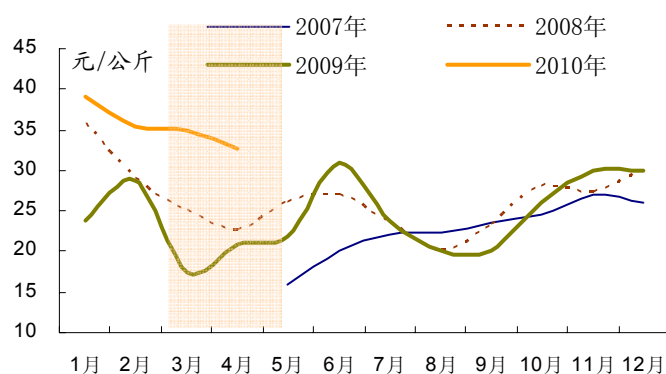
要看供需面的变化，到目前为止渤海湾的海冰灾害及前两年的疫病灾害带来海参、扇贝等海珍品供应的下降，导致价格先于猪肉鸡肉价格的上涨，业绩同比都有较大的增幅，因此建议先考虑海产品相关的獐子岛(002069)、好当家(600467)、东方海洋(002086)及远洋捕捞的开创国际(600097)；而畜禽产品至今尚未成功传导上游饲料成本上涨的压力，中报业绩堪忧，待中报过后进入四季度消费旺季时将是较好的投资时点，届时建议关注畜禽养殖的龙头圣农发展(002299)、民和股份(002234)等。

图 23、山东刺参价格走势（年度比较）



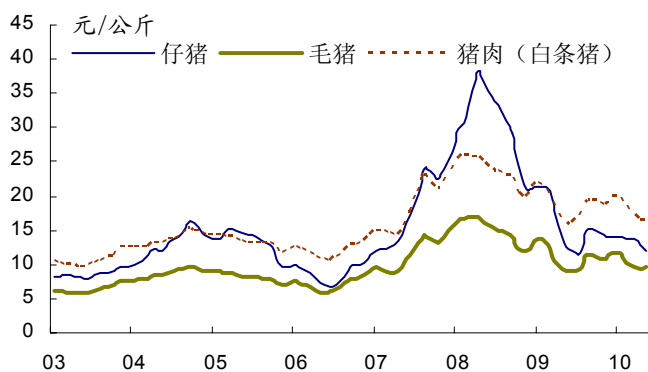
资料来源：农业部，截至2010年5月，注：阴影部分为捕捞、销售旺季，每年5月及11月。

图 24、北京市场大扇贝价格（年度比较）



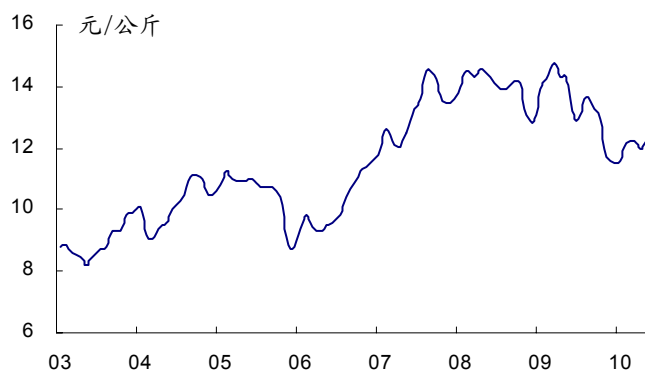
资料来源：农业部，截至2010年5月，注：阴影部分为浮筏扇贝集中上市季节，每年3-5月

图 25、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势



资料来源：农业部，截至2010年5月

图 26、全国活鸡价格走势

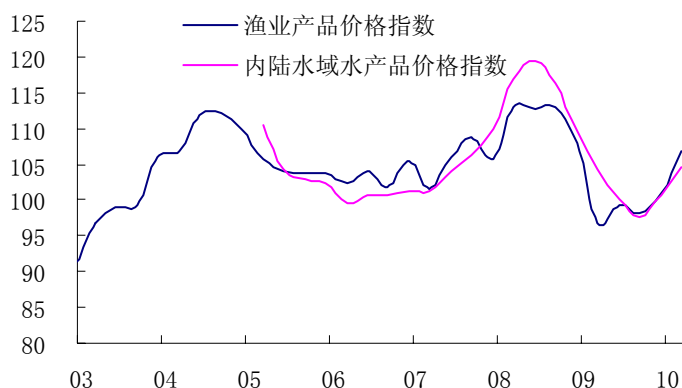


资料来源：农业部，截至2010年5月

3、水产饲料销售旺季的交易性机会

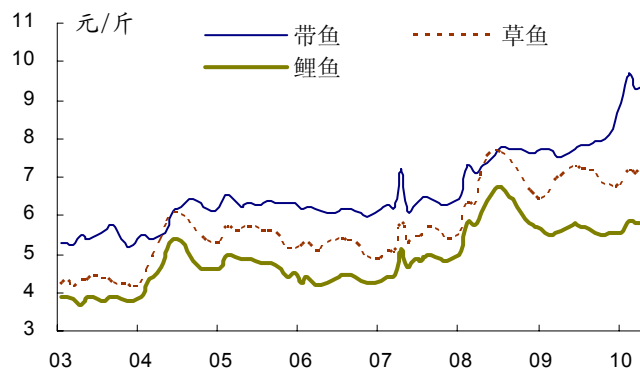
水产品价格上涨，水产饲料向下游转嫁成本上涨压力，三季度为水产饲料的销售旺季，建议关注。鱼粉和玉米的上涨及下游肉类价格低迷，给饲料企业带来巨大的压力，仅有水产品饲料这一细分行业情况较为特殊，南美的厄尔尼诺现象及年初的海冰灾害，使海水及淡水产品的供应量都有所减少，内陆水产品养殖业景气度不断上升，水产饲料这一中间子行业也相对受益，年初已纷纷提价5-10%，虽然盈利水平有所下滑，但情况明显好于畜禽饲料。建议关注：水产饲料占有率第一的通威股份(600438)、技术管理营销等综合实力强大的后进者海大集团(002311)，不过今年的成本压力有可能对业绩造成打击，若销量增长不能覆盖成本上涨对利润的侵蚀，业绩增长则会受阻，需进一步跟踪。

图 27、全国水产品价格指数



资料来源：农业部，截至 2010 年 3 月

图 28、全国三大鱼类价格走势（月度）



资料来源：CEIC，截至 2010 年 4 月

图 29、智利鱼粉 FOB 价格



资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-1

图 30、DCE 豆粕期货连续价格



资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-1

4、 甘蔗减产糖价反弹的交易性机会

年初至 5 月，国际糖价大幅下挫 40%以上，国内糖价则回落不到 10%，经过国储 5 次抛糖约 130 万余吨后，国内糖价仍不见大幅的回调。目前国内糖厂收榨，上一榨季 1070 万吨的产量确定，对应 1400 万吨的需求量，进入夏季消费旺季，价格取决于未来国储的抛售计划及对下一榨季产量的预期。我们认为国内外糖价在短期内反弹的可能性较大，因 1) 国储仍有 150 万吨，我们认为在密集抛储后不会在短期内继续抛售，进口的配额没有增加，现货市场的供应量不会产生太大的变化，2) 5 月 31 日以来广西地区出现强降雨天气，造成部分地区甘蔗田间积水，影响甘蔗的产量。建议短期可关注糖业股，如南宁糖业（000911）等、中粮屯河（600737）等。

图 31、NYBOT11 号原糖期货价格



资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-1

图 32、ZCE 白糖期货价格



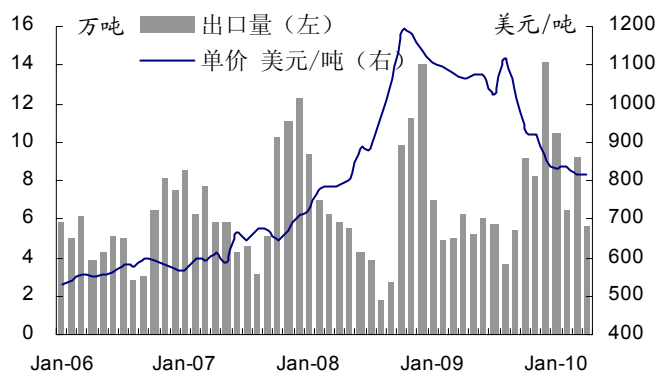
资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-1

5、 其他行业简评

(1) 番茄酱——去库存阶段，价格筑底

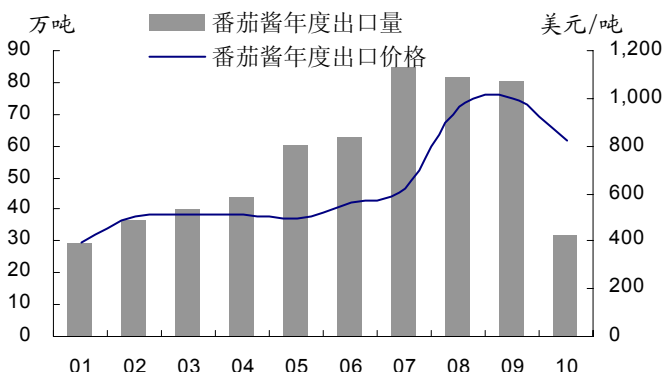
虽然出口数据显示 4 月出口数据依然下挫，但 5 月份出口订单价格有所反弹，因新疆低温及欧洲降雨等天气状况使市场开始对下一榨季产量的担忧，同时全球三大产地产量数据不理想，减产幅度在 10% 左右，我们预计国内番茄酱行业正处去库存阶段，价格进入筑底区间。不过目前价格区间已接近番茄酱加工企业的盈亏平衡点，10 年番茄酱加工的收入及毛利率成下滑趋势。

图 33、番茄酱罐头(总)月度出口量价



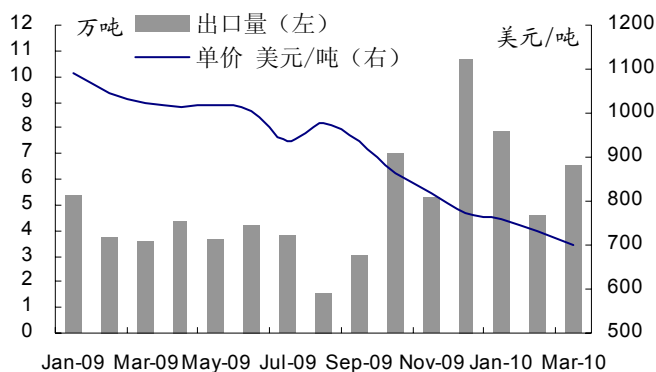
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 34、番茄酱罐头(总)年度出口量价



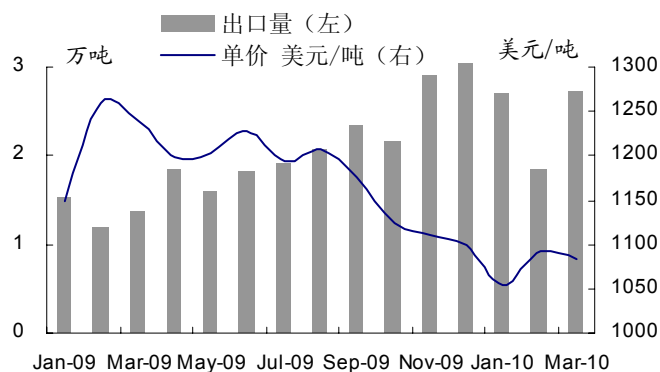
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 35、番茄酱(大桶酱)月度出口量价



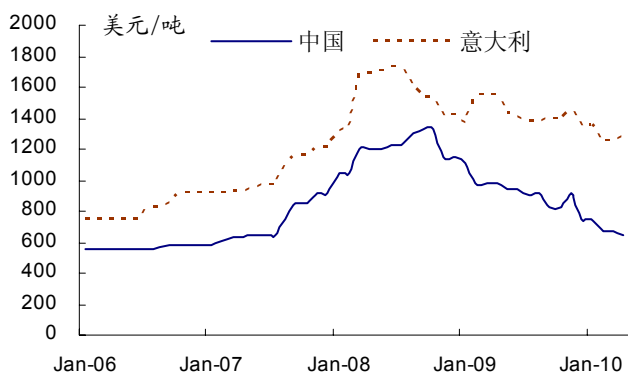
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 36、番茄酱(小罐酱)月度出口量价



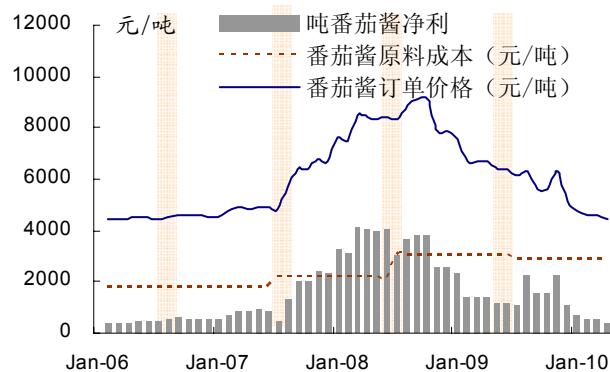
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 37、36/38 番茄酱订单价格（中国 VS 意大利）



资料来源：招商证券，截至 2010 年 5 月

图 38、番茄酱加工利润测算

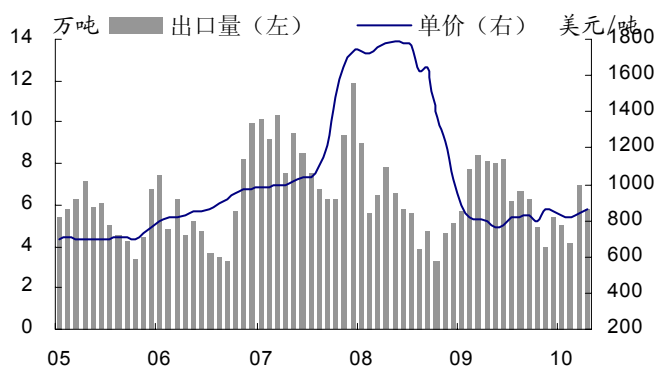


资料来源：招商证券，注：每年 7、8 月份为榨季，也是订单集中签订的时间，截至 2010 年 5 月

（2）浓缩苹果汁——去库存阶段

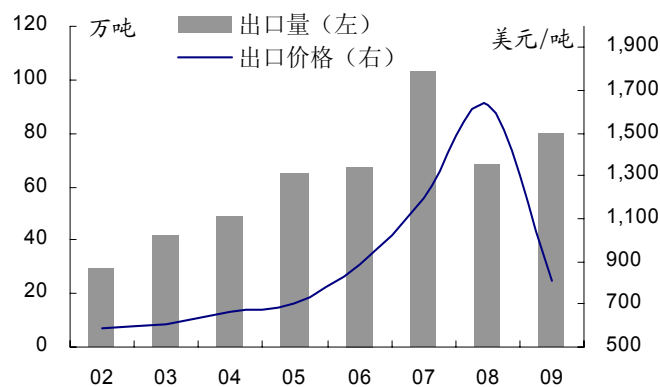
4 月份苹果汁出口继续好转，出口价反弹至 864 美元/吨，不过预计前期陕西、山东低温天气对今年苹果的产量有一定影响，后续出口将出现量减价升的局面，去库存阶段接近尾声，反弹速度快于番茄酱。

图 39、浓缩苹果汁月度出口量价



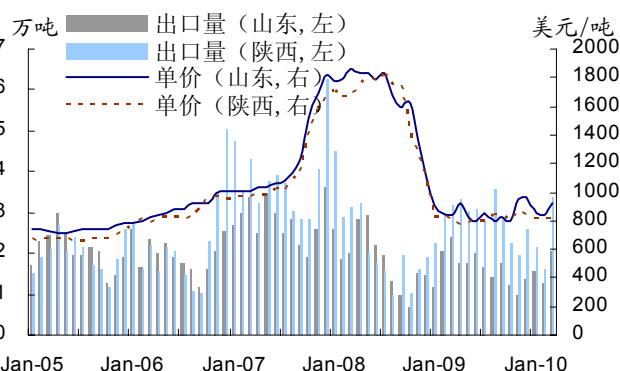
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 40、浓缩苹果汁年度出口量价



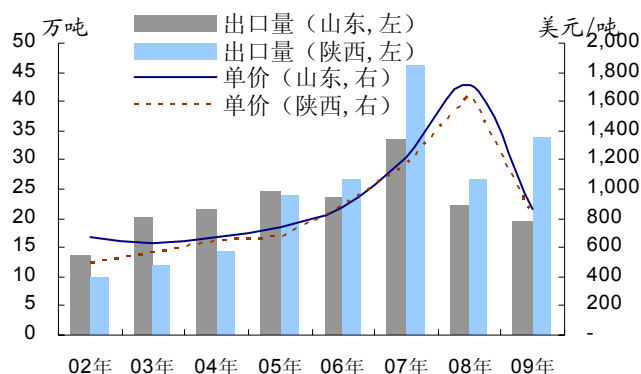
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

图 41、山东、陕西苹果汁月度出口量价



资料来源：国家海关总署，截至2010年4月

图 42、山东、陕西苹果汁年度出口量价



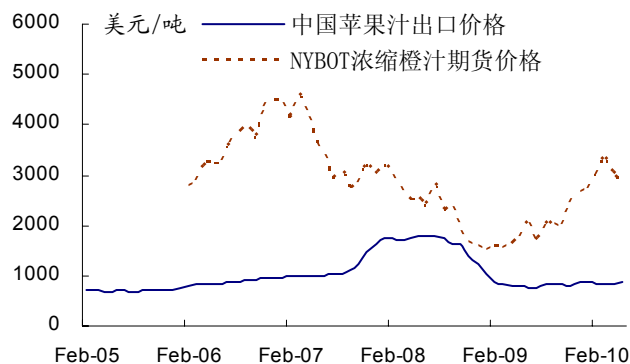
资料来源：国家海关总署，截至2010年4月

图 43、NYBOT 浓缩冻橙汁期货



资料来源：Bloomberg，截至2010-6-3

图 44、中国苹果汁出口价格与浓缩冻橙汁期货价格比较

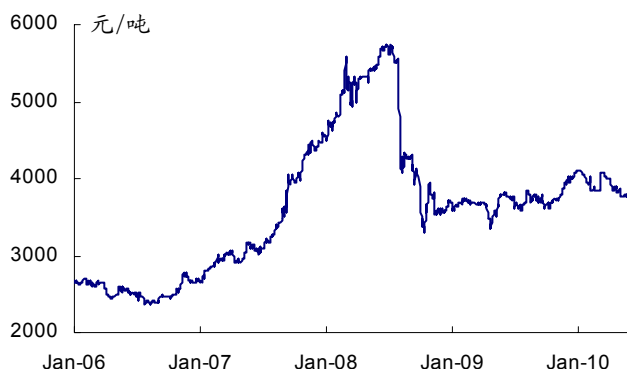


资料来源：Bloomberg，截至2010-6-3

（3）大豆压榨——养殖业不景气，压榨盈利处于低位

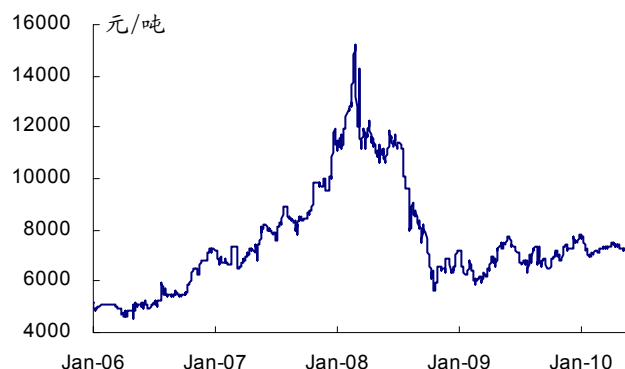
天气原因及高位的库存也同样是全球大豆价格持续阴跌的原因，目前全球畜禽产品及油脂的需求仍未有明显增长，预计大豆价格低位徘徊要持续一段时间。受大豆价格下跌影响，豆油也同样继续下挫，但因中国非豆类油脂产品如菜籽、棉籽的减产，豆油价格有所反弹，预计后续反弹力度有限；豆粕则受养殖业不景气的影响，下跌幅度更甚于大豆及豆油，是大豆压榨毛利较低的主要原因。

图 45、DCE 黄大豆 1 号连续期货



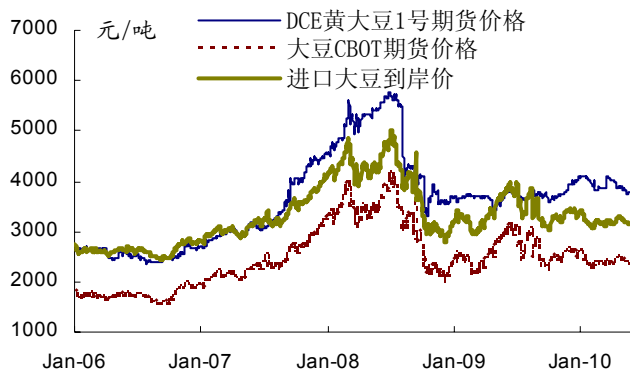
资料来源：Bloomberg，截至2010-6-1

图 46、DCE 豆油连续期货价格



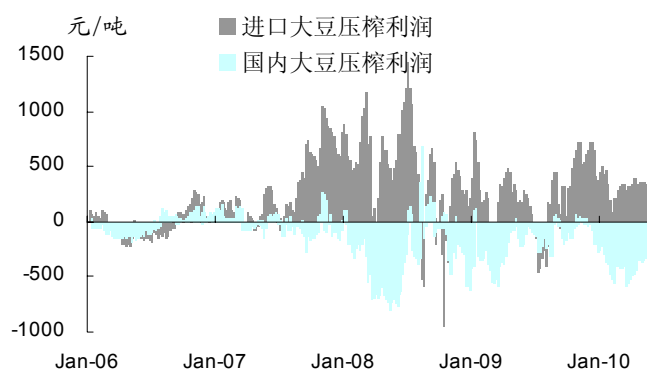
资料来源：Bloomberg，截至2010-6-1

图 47、国内外大豆期货比较



资料来源：Bloomberg，截至2010-6-1

图 48、国内外大豆成本价及压榨利润比较

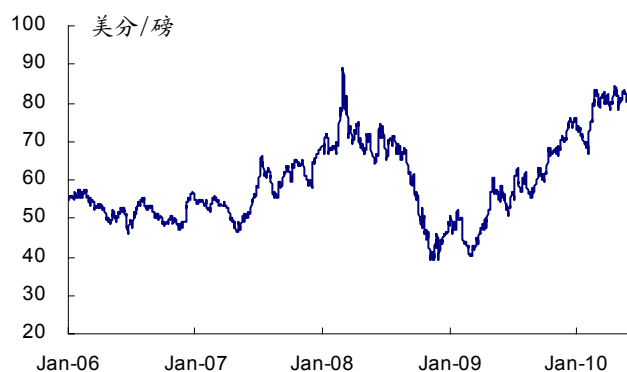


资料来源：Bloomberg，招商证券，截至2010年5月

（4）棉花加工——减产利空大于价格上涨

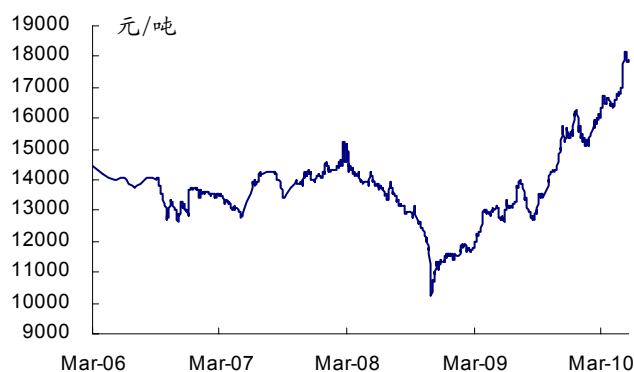
全球棉花供应偏紧局面依旧，离下一榨季时间较长，减产预期存在，需求却迎来难得的复苏，预计后续价格维持高位。而棉花加工厂上一榨季收购量较低，虽然高棉价提升了加工价差，但抵消不了产能利用率的降低导致费用率的上升，综合盈利水平甚至低于往年。

图 49、NYBOT2 号原棉期货连续价格（国际期货）



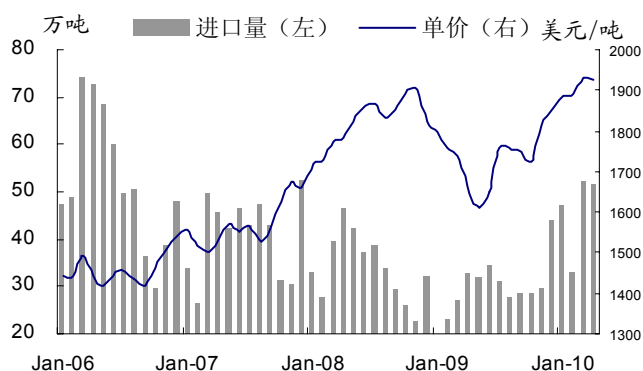
资料来源：Bloomberg，截至2010-6-3

图 50、ZCE 棉花期货连续价格（国内期货）



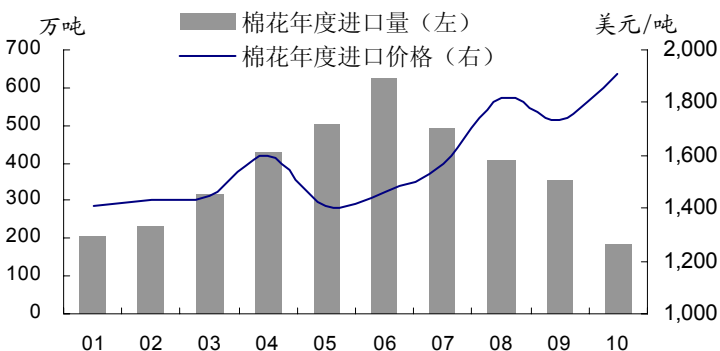
资料来源：Bloomberg，截至2010-6-3

图 51、棉花月度进口量价



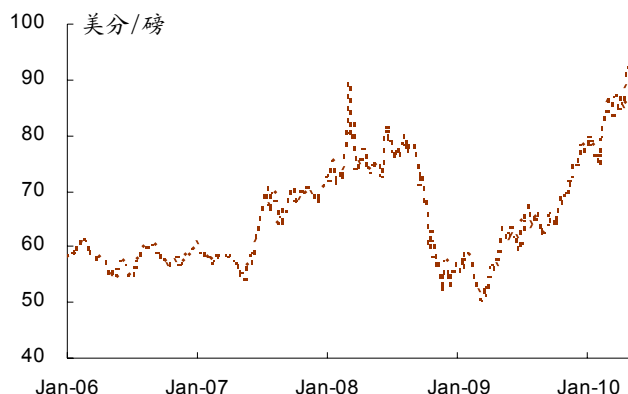
资料来源：国家海关总署，截至2010年4月

图 52、棉花年度进口量价



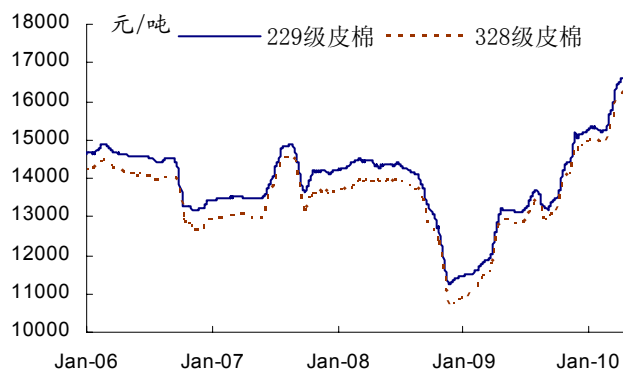
资料来源：国家海关总署，截至2010年4月

图 53、COTLOOK A 棉花价格指数（国际现货）



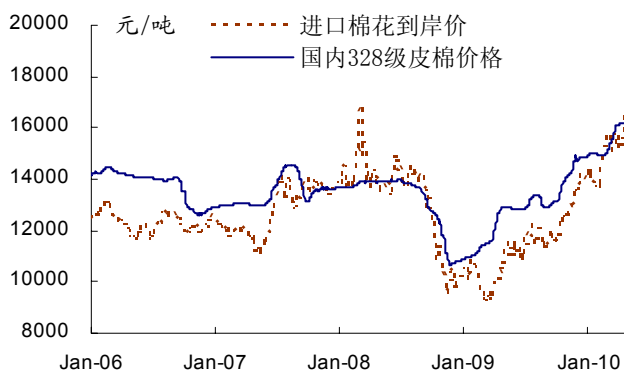
资料来源：Bloomberg，截至 2010-6-1

图 54、国内 229 和 328 级皮棉价格（国内现货）



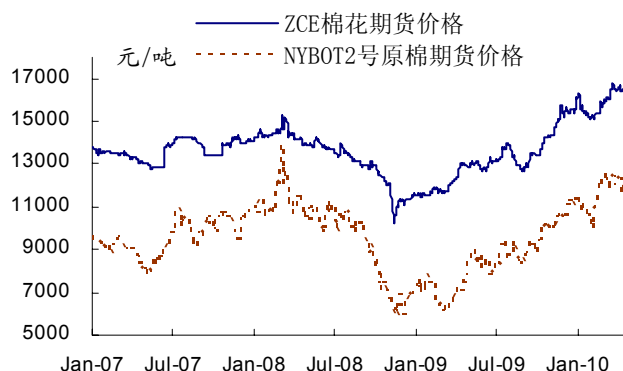
资料来源：中国棉花网，截至 2010-6-1

图 55、国内外现货价格比较



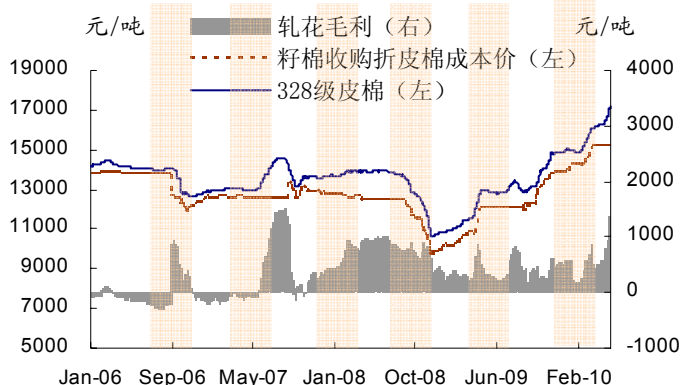
资料来源：Bloomberg，招商证券，截至 2010-6-1

图 56、国内外期货价格比较



资料来源：Bloomberg，招商证券，截至 2010-6-1

图 57、轧花厂利润空间测算（皮棉加工）



资料来源：中国棉花网，招商证券，截至 2010-6-1，注：籽棉的收购期为每年 9、10 两个月，皮棉加工期为每年 9 月至次年 3 月截至 2010 年 1 月

参考报告:

- 1、《农业 2010 年 5 月月报—粳米、玉米及水产品表现突出，关注种业及养殖业》
2010/5/10
- 2、《农业 2010 年二季度投资策略—农产品价格波澜不惊，农业股业绩渐入佳境》
2010/4/18

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。