

农业：谨慎 ——维持
食品业：中性 ——维持
日期：2010年8月3日
行业：农业、食品行业



郭昌盛
021-53519888 # 1024
guochangsheng@sigchina.com
执业证书编号：S0870207120112

农产品隐现缺口，高通胀渐行渐近

——2010年8月农业、食品行业投资策略

食品类价格指数（6月）

消费者价格食品类指数	105.7%
食品类产品出厂价格指数	103.3%
农副产品原料购进价格指数	110.1%

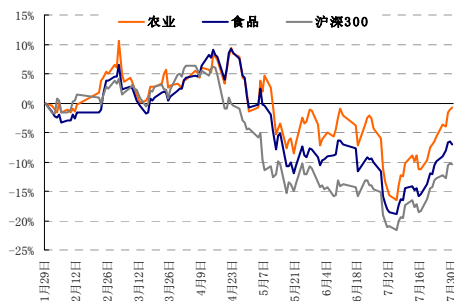
工业增加值增长率（2010年1~6月累计）

农副食品加工业	15.0%
食品制造业	15.6%
饮料制造业	13.7%

食品产量增长率（2010年1~6月累计）

名称	增长率
精制食用油	10.6%
成品糖	-18.5%
速冻米面食品	22.4%
鲜冷藏冻肉	31.7%
糕点	44.0%
罐头	24.4%
方便面	23.0%
乳制品	8.9%
味精	5.2%
饲料	27.5%

近6个月行业指数与沪深300的走势



报告编号：GCS10-MIT04

相关报告：GCS10-MIT03

主要观点：

内外灾害不断，农产品供求格局逆转。

本年度国际谷物的供给正由此大幅度调低，不仅将形成进一步的减产，而且供求格局也转而出现巨大缺口！国内在秋收前景明朗化之前，高企的进口价格将持续刺激农产品行情。

高通胀渐行渐近，食品消费或遭挤压。

虽见国内食品消费近来异常旺盛，零售额的增速创过去一年半来的新高，但食品业的利润空间却在受到原料成本的蚕食，行业效益增长一再减速。不久，高价格也有可能削弱消费势头。投资者应对此警觉。

农业股泡沫极大化，盲目乐观不可取。

农业的平均滚动PE较“沪深300”溢价幅度之高前所未有，但其普遍的业绩前景并不支持这一溢价，股价泡沫亟待挤掉。

投资建议：

于未来十二个月内，对农业维持为“谨慎”、食品业维持为：“中性”。

应继续对农业股超低比例配置，可有限地关注或参与诸如公司业务转型、食品安全、消费升级产品、猪肉涨价等主题类股票，其中包括：光明乳业、天邦股份、天康生物、得利斯、东凌粮油、金德发展等。

数据预测与估值：

农业、食品行业重点公司业绩预测和股票市盈率

公司 名称	股票 代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
顺鑫农业	000860	19.30	0.37	0.49	0.52	52.16	39.39	37.12	3.32	大市同步
新希望	000876	8.56	0.54	0.61	0.71	15.85	14.03	12.06	2.04	跑赢大市
天康生物	002100	17.57	0.46	0.59	0.65	38.20	29.78	27.03	4.36	跑赢大市
天邦股份	002124	9.16	0.26	0.33	0.70	35.23	27.76	13.09	5.24	超强大市
高金食品	002143	17.87	0.34	0.25	0.52	52.56	71.48	34.37	3.66	跑赢大市
三全食品	002216	31.20	0.47	0.58	0.69	66.38	53.79	45.22	6.25	跑赢大市
天宝股份	002220	20.59	0.38	0.43	0.57	54.18	47.88	36.12	6.54	跑赢大市
民和股份	002234	22.90	-0.03	0.73	0.90	/	31.37	25.44	13.45	跑赢大市
冠农股份	600251	17.92	0.08	0.58	0.89	224.00	30.90	20.13	7.87	跑赢大市
新农开发	600359	14.64	0.19	0.32	0.40	77.05	45.75	36.60	4.72	跑赢大市
东凌粮油	000893	20.78	0.25	0.69	0.93	83.12	30.12	22.34	14.10	跑赢大市
光明乳业	600597	8.71	0.12	0.29	0.51	72.58	30.03	17.08	4.26	跑赢大市

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所数据库；股价以7月30日收盘价计

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

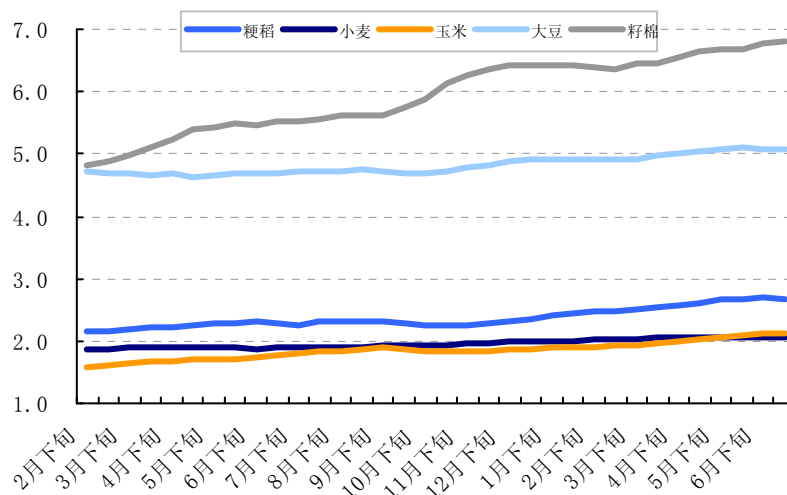
一、大农业：内外灾害并发，减产忧虑上升

1、热浪袭击多国，谷物处境逆转

就在前不久，各机构对全球谷物的供给预期还普遍乐观，但由于七月份北半球持续不断的热浪袭击、南亚地区洪涝灾害影响，这一预期开始迅速逆转——为首的国际谷物理事会（IGC）7月29日发布报告，称因东欧和中亚地区的小麦受灾减产，2010/2011年度全球谷物产量为17.53亿吨，较上月调低2300万吨，也由此导致供应缺口升至2100万吨！粮食短缺的阴云又重新笼罩在国际农产品市场。受该消息的刺激，国际期货市场连日大涨。

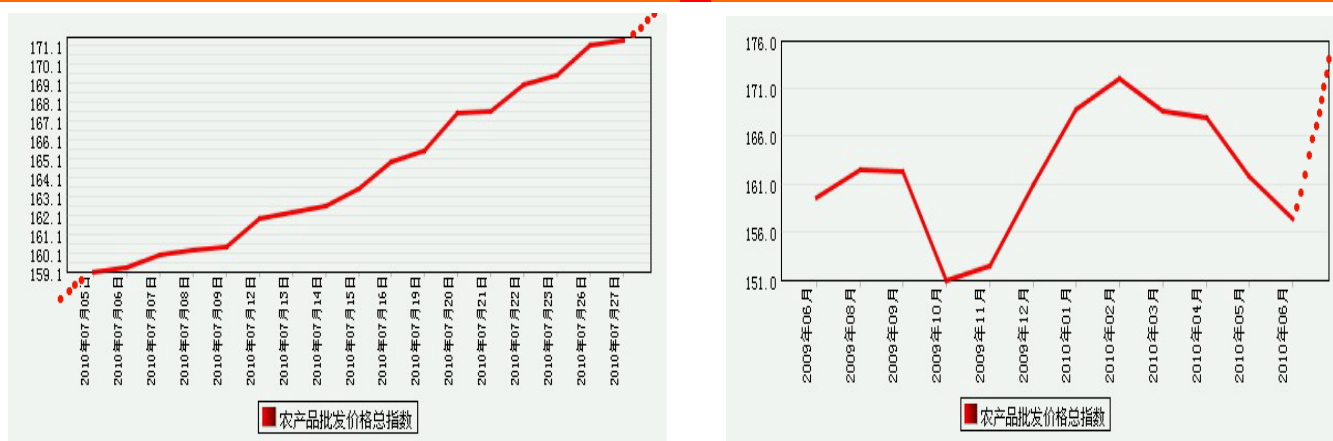
当前，中国国内虽有政府严密的监控、即时而有力的市场调控，针对7月份各地有增无减的洪涝灾害，还积极组织减灾，对水稻实施抢收抢种，但今年全国秋粮增产丰收仍存在障碍，市场价格受到未来歉收预期、生产成本双重推动的效应增强。由于我国农产品仍有一定数量的缺口需靠进口弥补，因此上述外部供给的波动也已经并还将一定程度上对国内行情推波助澜，自去年第四季度启动的国内农产品新一轮牛市正方兴未艾。与食用农产品相比，棉花、糖料以及油料和油脂的短缺较甚，因此其市场波动的弹性也更大。

图1 全国200个主产县的农产品平均价格（元/千克）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 2 全国农产品批发价格指数 7 月份及一年来的走势



数据来源：农业部网站，上海证券研究所整理

2、进口依然强劲，棉花行情关联高

据海关总署披露，上半年全国共进口粮食 3253 万吨，同比增长 21.6%（参见表 1），较 1~5 月同数据高出 2.7 个百分点，主要是由大豆进口增速上升 4 个百分点所拉动。因洪涝灾害将削减产量，6 月份的食糖进口也有所加速，单月进口量便达 19 万吨。更值得关注的是：一向备受争议的转基因玉米也开始获准进口并已于 7 月下旬到岸。这也从一个侧面表明国内供给的总缺口已到了亟待填补的境地。新疆棉田遭遇新一轮洪灾，对本已疯狂的棉价再添新刺激，为满足下游领域的承受能力，更大量的国储抛售也已变得迫在眉睫。

表 1 全国粮、油、糖、棉的进口态势

产品名称	2010 年 1~6 月		2009 年		2008 年	
	进口量 (万吨)	同比%	进口量 (万吨)	同比%	进口量 (万吨)	同比%
粮食	3253	21.6	5223	26.5	4131	10.7
其中：大豆	2580	16.8	4255	13.7	3744	21.5
食用植物油	317	-7.8	885	8.4	816	-2.6
食糖	41	-44.1	106	36.5	78	-34.6
原棉	154	109.9	153	-27.7	211	-14.1

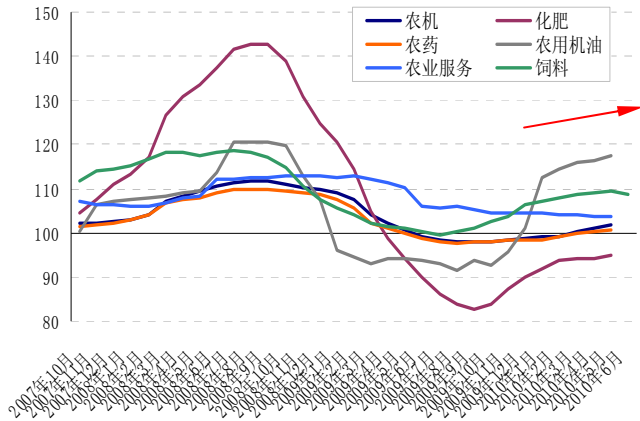
资料来源：中国统计数据应用系统，海关总署，上海证券研究所整理

3、农资成本继续上行

七月份，农业生产资料涨价也对农产品价格的推动仍在延续。各类农资中，除农药、尿素外，钾肥与复合肥、农机具、农业服务、饲料等价格均稳步走高，农用机油价格也是先抑后扬。从 6 月份当月的

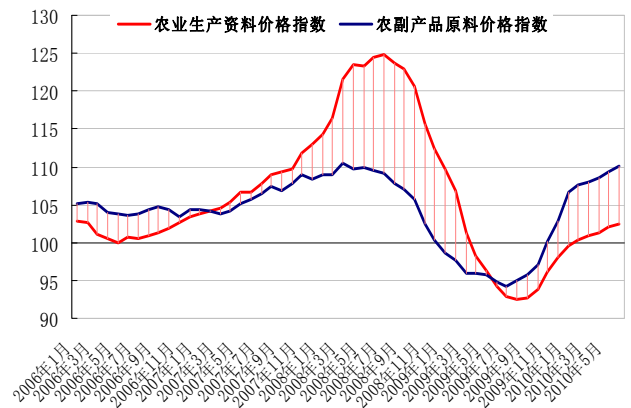
价格指数比较来看, 整个农产品价格继续保持较农资价格指数领先的上扬, 农牧业生产的收益增长暂无压力。

图 3 全国各主要农资价格指数（当期同比）的走势



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

图 4 农业生产资料与农产品价格指数（当期同比）的比较

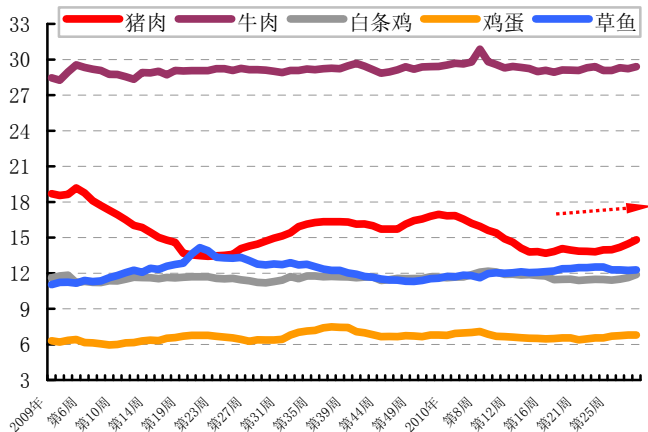


数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

4、生猪市场触底回升，供给尚有保障

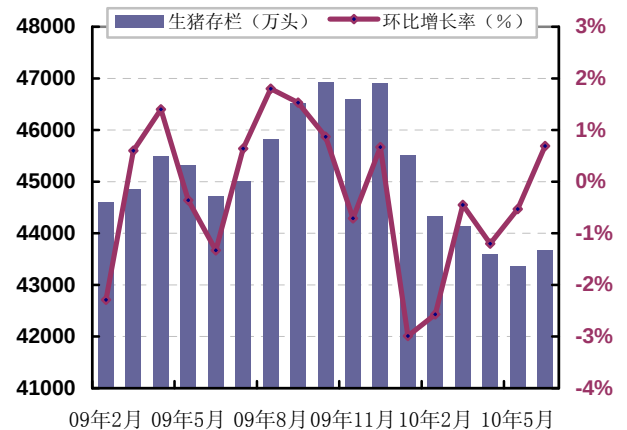
在经过前期的滑坡探底后, 养殖业 7 月份似重回春天, 其中以生猪/猪肉价格涨势最为迅猛, 在此带动下, 肉鸡、禽蛋、原奶也不同程度的上涨。终见猪粮比又回到 6 比 1 以上的水平, 业户收益获“转正”, 但批发肉价较年初的 17 元/公斤高位仍低。同时注意到: 能繁母猪的存栏量一直保持较高水平, 6 月底达 4680 万头, 说明肥猪的后市供给能力仍较强。看来, 肉价的反弹虽非昙花一现, 但其可持续性还需借助消费需求的升温。

图 5 全国鲜活畜产品市场批发价（元/公斤）走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 6 全国生猪存栏量的月度走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

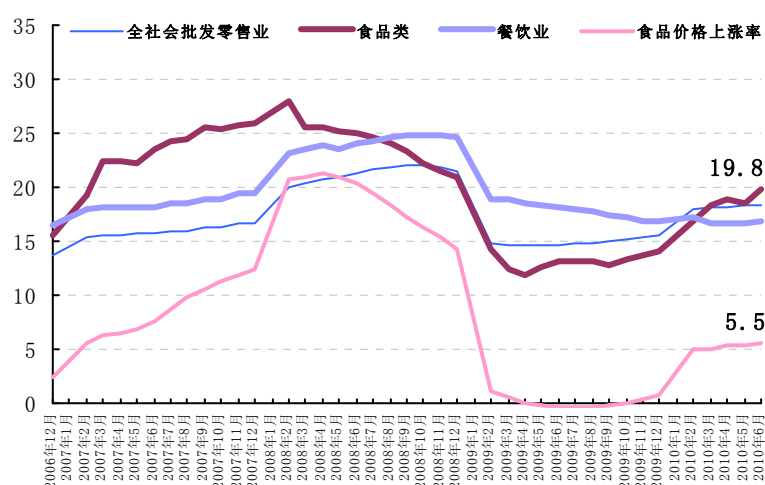
总之，在饱经 7 月的风雨之后，国内农产品连结供求两者的弦又重新绷紧，人们忧虑的最直接表现就是价格看涨做多。当然，下游行业也只有被动接受涨价以及至少部分地再向下传递。

二、食品工业：需求尚稳，盈利能力面临挑战

1、食品消费转向旺盛，价格走势平稳

据国家统计局最新数字，6 月食品类零售额累计同比增长 19.8%，增速较前月快 1.2 个百分点，且高于零售整体 1.4 个百分点，其单月增速更高达 25.4%！扣除价格因素，食品类实际增长 14.3%。无论如何这都是自 2009 年初以来增长最快阶段。在内需趋于平稳的背景下，食品饮料又重新上升为市场亮点，显出其刚性、防御性的优势。

图 7 全国消费、食品类消费额的（累计同比）增长率



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

2、升级类食品成长依然较快

与以往几期的情形相近，6 月份反映消费升级的热点产品构成并无变化，这些类别产品诸如鲜冷藏冻肉、速冻米面食品、乳制品、糕点、软饮料等，都普遍保持着超前的增长态势。表 2 数据可充分说明这一点。至于乳制品的增速略有回落，应属于结束复苏阶段回归常态，

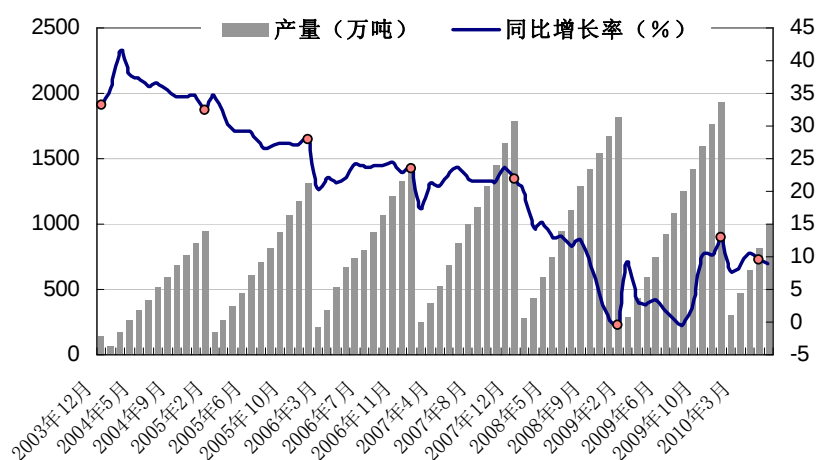
该领域过去若干季度已迅速复苏，并仍将在未来超长期内保持一定的成长速度，6月的增长数据偏低并非表明乳品业陷入新的疲软。

表 2 全国主要食品产量的同比增长率（%）

产品名称	2010 年 6 月 当月	2010 年 累计	2009 年	2008 年	2007 年
精制食用油	7.2	10.6	22.9	8.5	14.7
成品糖	-2.4	-18.5	-8.5	14.0	33.9
鲜冷藏冻肉	18.1	31.7	37.8	12.1	12.9
速冻米面食品	10.6	22.4	18.8	16.0	21.3
饲料	16.5	27.5	26.6	19.6	22.8
糖果	22.1	16.8	20.0	15.8	18.0
糕点	42.5	44.0	6.4	26.3	17.2
饼干	46.3	40.2	18.6	30.8	26.1
方便面	25.2	23.0	11.5	5.3	21.2
乳制品	5.8	8.9	12.9	-0.5	21.8
其中：液体乳	5.1	8.8	13.5	-3.6	17.8
罐头	29.8	24.4	19.4	17.4	21.0
味精	15.4	5.2	10.8	-9.2	16.6
软饮料	9.7	17.8	24.3	19.1	19.8
其中：果蔬饮料类	18.7	25.7	37.7	12.2	21.3

资料来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

图 8 全国乳制品的各期累计产量及同比增长



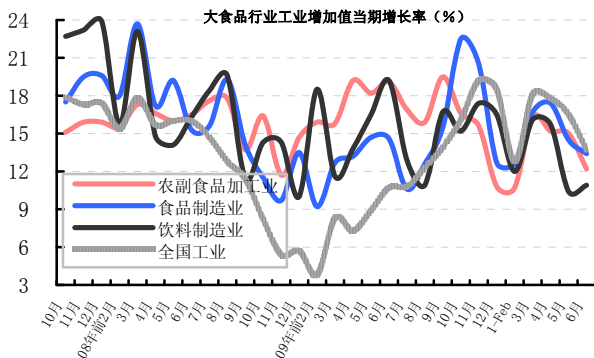
数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

3、受制于成本压力，企业效益增长放缓

企业农副产品购进成本高企的不利，也体现在6月份行业效益增速的回落上。由图9、图10可见，食品加工业、食品制造业增加值增速分别为15%、15.6%，继续呈现回落态势，其中的上游加工业回落更为明显——增速已跌至两年多来的谷底。但见饮料业却逆势向

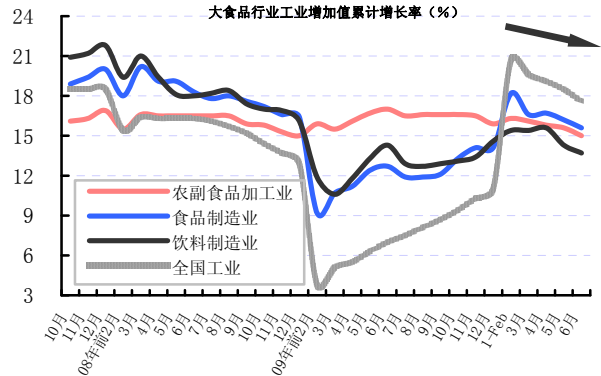
好，同比增长 13.7%，这再次饮料业尤其是酿酒业有能力充分转嫁成本压力。若需求能继续走强，未来食品业的效益增速仍会得到支撑。

图 9 大食品产业的当月工业增加值增长率



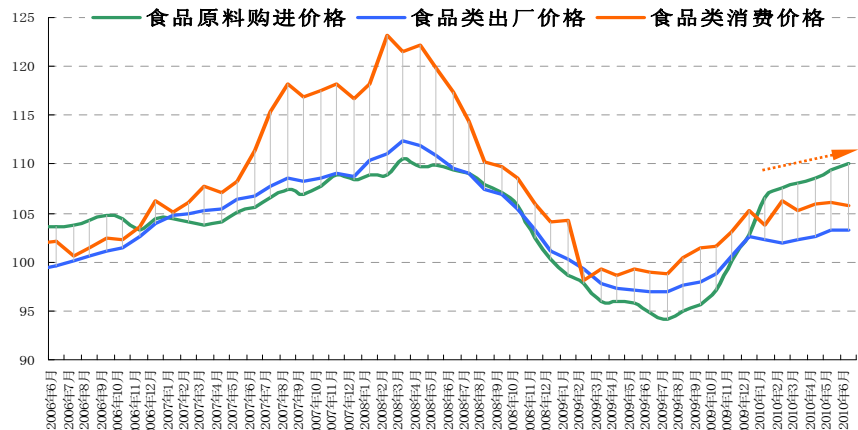
数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 10 大食品产业的累计工业增加值增长率



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 11 食品类 PPI、食品类 CPI 与原料购进价格的比较



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

总之，大食品工业方显出景气进一步上升势头，需求趋于旺盛，但原料成本的过快上涨也在蚕食企业利润，且因将涨势向下游传递而最终推高通胀。但同时，也有诸多反映消费升级的热点值得关注。

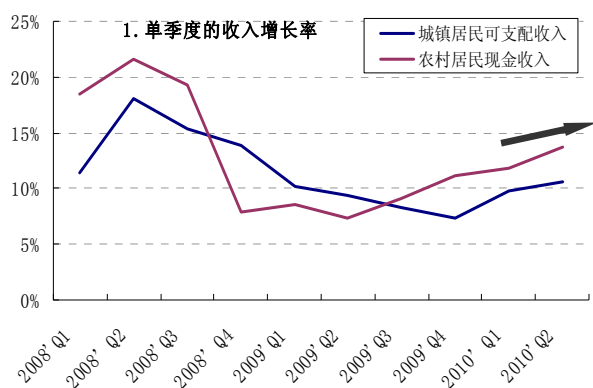
三、中短期展望：需求旺盛伴随通胀高企

1、旺盛需求的内在动力尚在

未来食品市场或能基本保持旺盛态势。一方面，居民收入近期的增长有所加快令人欣慰（如图 12）；另一方面在通胀阶段，全部消费

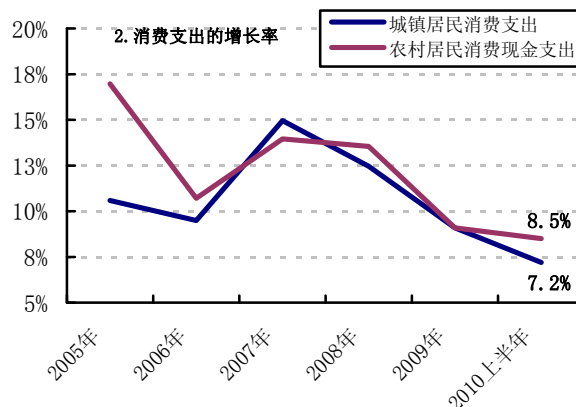
都将受到挤压，由此更能凸显食品这一基本消费品的刚性，尤其受农村居民、低收入阶层（提高最低工资）的需求拉动将较为强劲。因此至少在未来近期，只要通胀温和，食品市场便能保持旺盛态势。

图 12 城乡居民收入的增速



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

图 13 城乡居民消费支出的增速



数据来源：中国统计数据应用系统，上海证券研究所整理

2、秋粮增产前景不明，通胀重新抬头

因春夏灾害持续时间过长，近期水稻抢收抢种的规模不得而知，因此秋粮增产前景仍不乐观。另一个变数在于市场内外普遍预期农产品价格看涨，这便导致农户惜售——国库及企业亟待收粮——价格再上涨的恶性循环发生。预计本应回落的通胀恐不久将坚挺或再走强。

表 3 2010 年中国粮油作物 7 月份预估数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 预测值	2010 年 预测增长%
播种面积：(千公顷)					
玉米	29,478	29,864	30,460	30,560	0.3%
小麦	23,721	23,617	24,210	24,240	0.1%
稻谷	28,919	29,241	29,680	29,930	0.8%
大豆	8,754	9,127	8,800	8,400	-4.6%
油菜籽	5,642	6,594	7,200	7,300	1.4%
产量：(千吨)					
玉米	152,300	165,917	163,970	168,000	2.5%
小麦	109,298	112,463	115,120	115,100	0.0%
稻谷	186,034	191,897	195,100	196,640	0.8%
大豆	12,725	15,545	15,000	14,500	-3.3%
油菜籽	10,573	12,102	13,657	12,600	-7.7%

资料来源：国家粮油信息中心 6 月报告，上海证券研究所整理

3、生猪及肉价续升，下游企业更受益

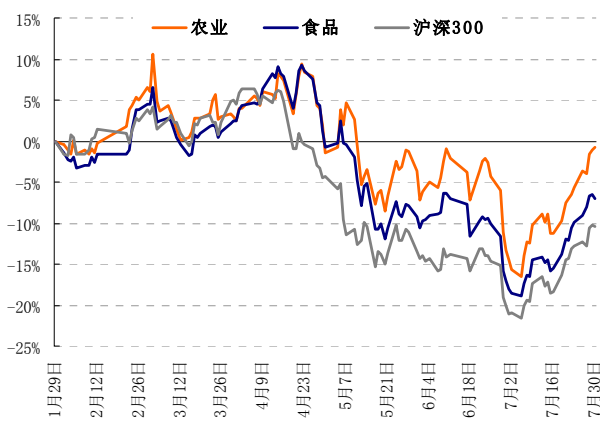
虽然伴随需求回升的报复性反弹行情还将持续，但未来的涨价空间也并非很大。在猪肉供应链上，旺盛的需求将主要存在于与消费升级直接相关的加工肉、肉制品领域，而非肉类消费总量的快速增长，厂商的产品定价能够基于锁定毛利，受益作用可想而知，因此肉制品行业代表性企业值得关注。

四、行业股票的市况与估值

1、行业指数继续超涨

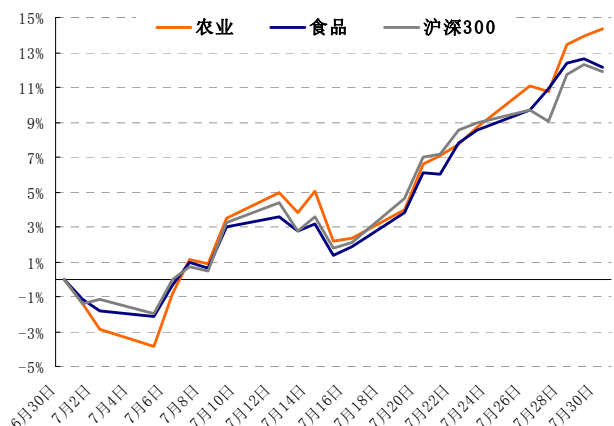
7月份的市场全线反弹行情，令农业、食品业指数既有的超涨幅度再度拉大。两行业指数全月分别上涨 14.25%、13.69%，较“沪深300 指数”分别高 3.51 个和 2.95 个百分点。而在今年 2~7 月的区间，农业、食品行业指数涨幅分别为-0.77%、-6.99%，高于市场 9.69 个和 3.47 个百分点。近一个时期以来，市场投机客不失时机地针对农业股炒作气候因素，令行业指数难有像样的向下修复。

图 14 行业指数过去 6 个月的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 15 行业指数 7 月份的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

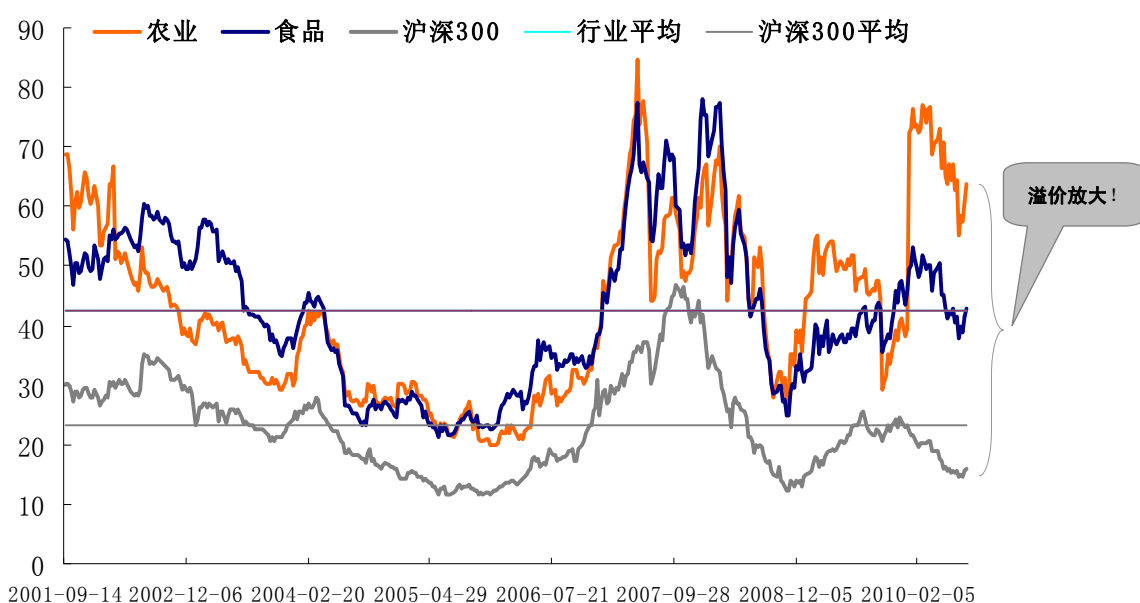
2、农业类股的高溢价前所未有

考察市场长期的估值波动情况可见：农业、食品业的滚动 PE 当前分别处于 64 倍、43 倍的水平，农业大大高于其自身的长期平均线

(约 43 倍)，食品业则基本处于长期平均线（约 43 倍）附近。农业相对于沪深 300 之间的溢价为 301%（参见图 16），这是前所未有的高水平！

本报告重申：尽管中国农业公司当前所依托的产业背景十分有利，但这些公司对产业基本面利好的实际分享能力却极其不足，市场过分夸大了其自上而下的机制对农业公司的有效性，农业板块公司 2010 年的平均净利润增速料不可能高达 80% 以上！该板块公司普遍的基本面并不支持目前的极大化溢价，其股价泡沫亟待挤掉。

图 16 行业市盈率的长期走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

表 4 行业指数 7 月份的市况

指 标	农林牧渔业	食品业	沪深 300
成份股个数（个）	38	42	300
流通 A 股数（亿股）	110.07	140.79	11829.79
市盈率 09'（倍）	73.98	48.74	17.51
市盈率 TTM（倍）	63.74	42.83	15.89
动态市盈率 10'（倍）	40.88	33.66	13.78
市净率（倍）	5.28	5.33	2.42
七月流通股换手率（%）	45.53	40.05	10.94
七月平均涨幅（%）	14.25	13.69	10.74

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理，数据截至 2010 年 7 月 30 日

3、行业投资评级

总之，对于农业股整体，本报告继续给予“谨慎”的评级；且对食品业仍维持“中性”的评级。无疑，如此评级并不排斥对食品、甚至对农业板块个股的关注与投资。给予农业偏负面评级的风险在于：众多大型公司酝酿脱胎换骨的积极变化，形成业绩大涨。

五、投资策略、建议及重点关注

1、投资策略与建议

在 8 月的 A 股投资中，农业股仍应作为主要的规避对象，对其继续采取超低比例配置是明智的。对于食品类股，则可维持标准配置，持有相关股票。行业的投资主题可围绕前景明朗化的业务转型类、消费升级产品类、食品安全类、肉价上涨等类股票。

2、热点公司

对于上述若干主题指引下的重点关注公司，包括：东凌粮油、金德发展、得利斯、天邦股份、新农开发、光明乳业等等，有关股票的指标参数参见附表 1。

附表 1 农业、食品业重点关注公司的业绩预测、估值与投资评级

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E		
顺鑫农业	000860	19.30	0.37	0.49	0.52	52.16	39.39	37.12	3.32	大市同步
新希望	000876	8.56	0.54	0.61	0.71	15.85	14.03	12.06	2.04	跑赢大市
天康生物	002100	17.57	0.46	0.59	0.65	38.20	29.78	27.03	4.36	跑赢大市
天邦股份	002124	9.16	0.26	0.33	0.70	35.23	27.76	13.09	5.24	超强大市
得利斯	002330	17.87	0.34	0.25	0.52	52.56	71.48	34.37	3.66	跑赢大市
三全食品	002216	31.20	0.47	0.58	0.69	66.38	53.79	45.22	6.25	跑赢大市
天宝股份	002220	20.59	0.38	0.43	0.57	54.18	47.88	36.12	6.54	跑赢大市
金德发展	000639	22.90	-0.03	0.73	0.90	/	31.37	25.44	13.45	跑赢大市
冠农股份	600251	17.92	0.08	0.58	0.89	224.00	30.90	20.13	7.87	跑赢大市
新农开发	600359	14.64	0.19	0.32	0.40	77.05	45.75	36.60	4.72	跑赢大市
东凌粮油	000893	20.78	0.25	0.69	0.93	83.12	30.12	22.34	14.10	跑赢大市
光明乳业	600597	8.71	0.12	0.29	0.51	72.58	30.03	17.08	4.26	跑赢大市

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所数据库；股价以 7 月 30 日收盘价计

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。