



农业

2010.08.20

农产品牛市？农业股高烧！

秦军
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 S0880206080312

本报告导读：

通胀预期强化推动农业股普涨，行业休整 1-2 个月，四季度值得期待。股票推荐三条线索：海大集团/安琪酵母/圣农；敦煌种业/登海/獐子岛/好当家；正邦科技/新五丰。

摘要：

- **通胀预期推动农业股普涨。**国际小麦价格暴涨带动国内粮价上涨，通胀预期强化，农业股出现普涨。农业指数 6 月底以来上涨 25.5%，超额收益 10.9 个百分点，年初以来超额收益 27.5 个百分点。
- **供给冲击引发麦价暴涨。**生物能源导致粮食长期需求路径预期系统性提升，需求预期拉动上一轮农产品大牛市；近期麦价暴涨是典型的供给冲击，且供求、库存远优于警戒水平，涨价持续性与上轮牛市不可同日而语。
- **国内农产品价格上涨两大推手。**农产品成本中一半与人力相关，最低工资大幅上调提高农产品生产成本压力；流动性充裕致使其他行业的资金进入农产品流动领域，放大短期供需缺口对价格的影响，近期大蒜、绿豆价格上涨皆有此因。
- **猪价上涨进程尚未过半。**基于历史经验、消费旺季判断，本轮猪价上涨很可能会持续到明年春节前后，价格高点很可能达到 15-16 元/公斤。目前生猪收购价 12.7 元/公斤，本轮涨价进程尚未过半。
- **休整等待旺季。**农业指数今年以来超额收益远超往年均值，行业投资评分显示目前整体投资吸引力并不高，我们认为农业股将休整 1-2 个月，在传统旺季（第四季度）来临时的表现仍然值得期待。
- **股票推荐遵循三条线索。**
 - 1、基本面优良，增长明确：海大集团/安琪酵母/圣农发展；
 - 2、行业景气佳，业绩显著改善：敦煌种业/登海种业/獐子岛/好当家；
 - 3、猪价上涨相关：正邦科技/新五丰。

评级：

中性

上次评级：

中性

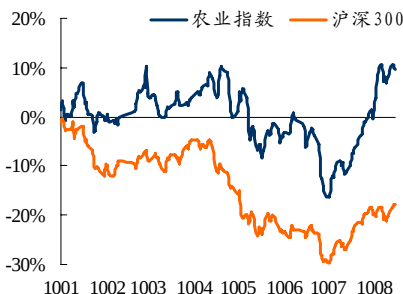
细分行业评级

农产品加工	中性
基础农业生产	增持
农业服务业	增持

重点公司评级

天宝股份/002220	增持
海大集团/002311	增持
安琪酵母/600298	增持
好当家/600467	增持
獐子岛/002069	谨慎增持
登海种业/002041	谨慎增持
圣农发展/002299	谨慎增持
绿大地/002200	谨慎增持
农产品/000061	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持

行业指数



相关报告

农业行业中期策略： 《上涨动力不足，警惕补跌风险》	2010.06.19
农业行业更新报告： 《农业股似黄金！？》	2010.05.12

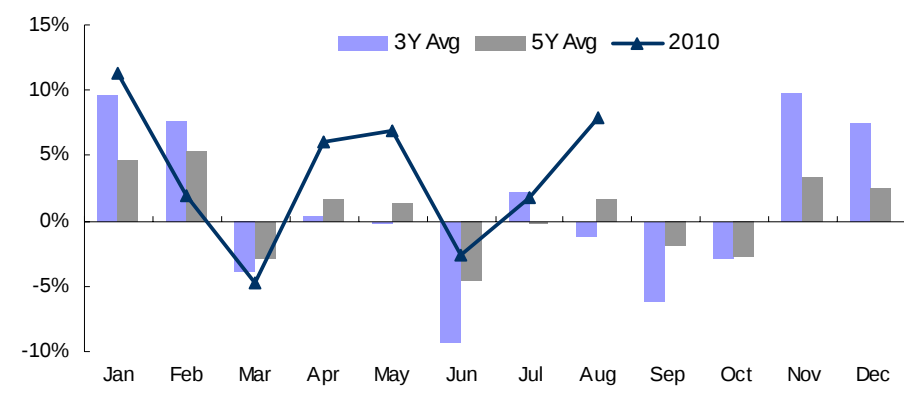
1. 行业表现：通胀预期推动农业股普涨

最近一直被问起：“农业股很活跃，有什么投资机会推荐吗？”我想，有此一问的原因，主要是因为年初以来农业股整体表现不错。沪深 300 指数下跌 17.9%，而同期君安农业指数自年初上涨 9.7%。

就最近几个月来看，实际数据与直观感受存在一定差距。农业指数在 6、7 两个月份相对于沪深 300 的表现互有胜负，整体超额收益并不特别突出。进入 8 月份之后，则一反淡季的疲弱表现，目前相对收益为 7.9%。

我们的中期策略报告标题为《上涨动力不足，警惕补跌风险》，提出总体谨慎的看法，主要依据是：农业指数连续领先沪深 300 长达 4 个季度，超额收益幅度也接近历史均值，且大部分农业类上市公司将进入业务淡季，因此对行业整体保持谨慎。

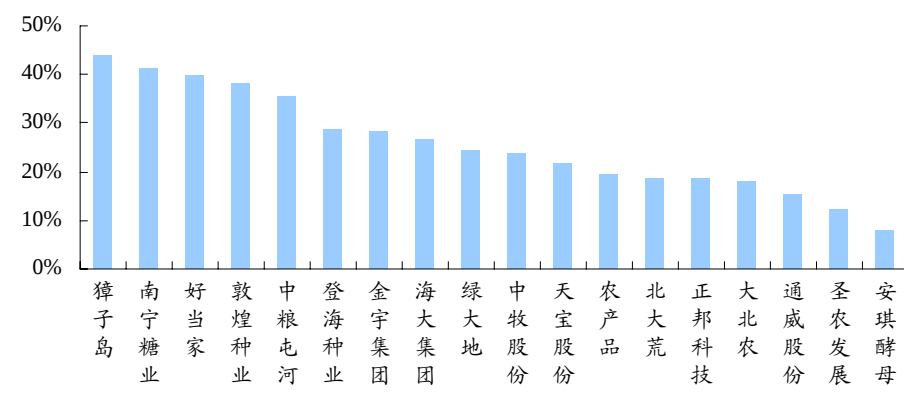
图 1：农业指数月度相对收益（相对沪深 300 指数）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

然而在进入 8 月份以来的反弹中，农业股的表现丝毫不输给屡创新高的气温。不少股票一个多月的累积涨幅超过 30%，农业指数自 6 月底以来涨幅高达 25.5%，同期沪深 300 仅仅上涨 14.6%。农业股基本呈现普涨格局，我们相信这与近期粮价的上涨导致通胀预期上升有直接关系！

图 2：部分农业股 7 月份以来涨跌幅



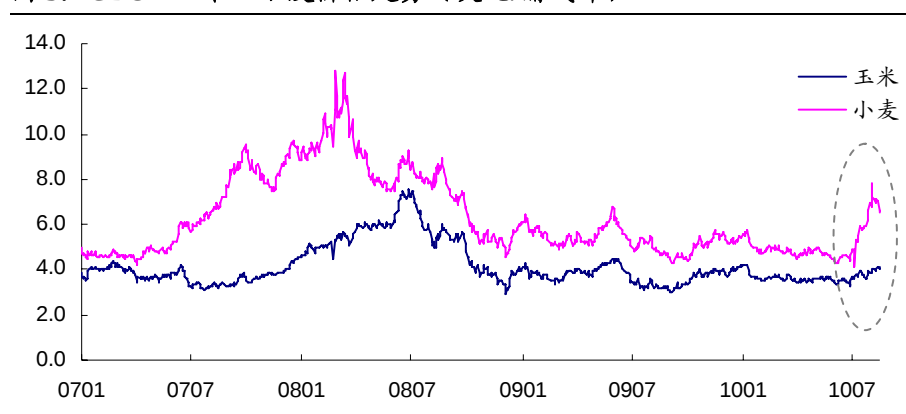
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 农产品价格：猪价上涨进程尚未过半

2.1. 农产品牛市？

近两年一直价格一直表现平淡的小麦在过去的两个月突然成了农产品市场的主角，CBOT 的小麦价格 6 月底以来涨幅高达 40%，最高涨幅超过 80%，创下了半个多世纪以来的单月最大涨幅。从基本供求关系来看，原因是欧洲的主要的小麦生产国由于气候原因预期减产，尤其是俄罗斯，去年小麦产量达到 9700 万吨，而最近一个月多月俄罗斯官方频繁下调对小麦产量的预期，最新的预期是 7000 万吨，下降近 30%。近期俄罗斯宣布停止小麦出口更是给小麦价格火上浇油。

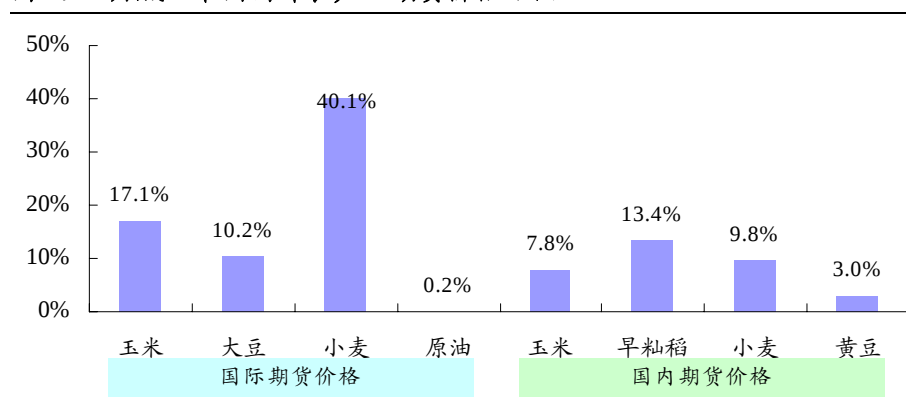
图 3：CBOT 玉米、小麦价格走势（美元/蒲式耳）



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

在小麦的带动下，国际谷物价格也出现上涨，CBOT 玉米期价 6 月底以来上涨了 17.1%。相比而言，国内的期货价格涨幅要温和的多，这很大程度上与玉米、稻谷、小麦这三大口粮的贸易量很小有关系。同时，连年丰收使得国内粮食库存处于较高的位置，总体供应充裕，也是现货价格涨幅相对较小的原因。

图 4：6 月底以来国内外农产品期货价格涨幅

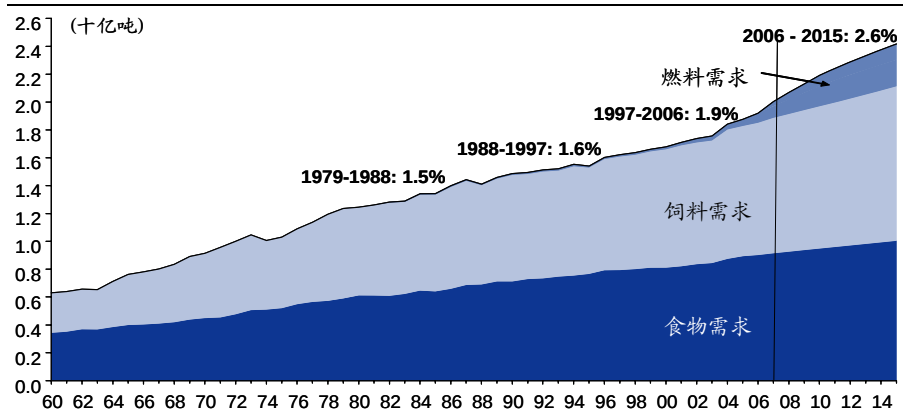


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

随着国际小麦价格飙升，带动其他谷物价格上涨，从 2009 年就屡次被提及却没有兑现的“农产品牛市”论调重新开始流行。我们在这里不打算展开讨论，只是将两个时期农产品价格上涨的背景略作比较。

2006-07 年，由于国际原油价格的飙升，以粮食为原料的生物能源被认为将成为重要的替代能源之一，生物能源产业一时蓬勃兴旺。来自食物、饲料的需求是稳定且缓慢增长的，生物能源产业的兴旺从根本上改变了对粮食长期需求路径的预期，这是上一轮粮价暴涨的核心因素，属于需求拉动。而最近 1-2 个月的小麦价格上涨，是一个典型的供给冲击。且目前全球小麦供求关系、库存水平均明显好于警戒水平，因此，我们认为价格上涨的持续时间难以和上一轮牛市相提并论。

图 5：粮食长期需求路径因生物能源发生改变



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

就国内而言，我们认为农产品价格的上涨动力来自两方面：

一是劳动力成本上升。今年以来各地最低工资被大幅度上调，对农产品的生产成本产生了一定的压力，农产品生产成本中约一半左右与人力相关。

二是近两年超低利率和巨额信贷导致的流动性充裕，使得越来越多的资金进入农产品流通领域，对价格波动起到了推波助澜的作用，今年以来的大蒜、绿豆价格暴涨背后都可以看到这些资金在发挥作用。

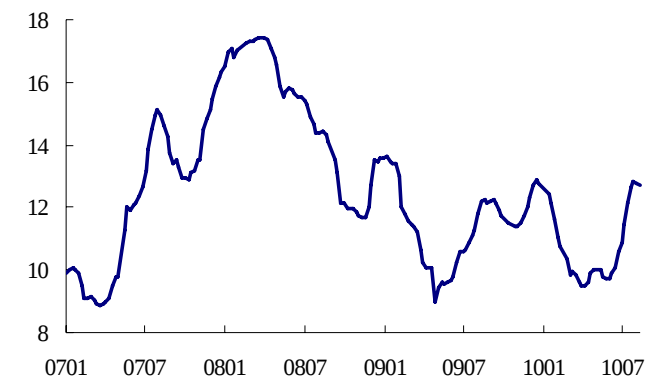
2.2. 猪价上涨：进程尚未过半

从 5 月底生猪收购价低见 9.7 元/公斤开始，猪价反弹已经持续两个月有余，很多投资者关心，这一轮生猪收购价的上涨还能持续的时间、空间有多少？

根据目前的生猪生产成本，能够使猪产业链各环节（养殖、屠宰加工、渠道、零售）盈利水平处于可持续状态的猪价为 14 元/公斤，据此判断，本轮猪价上涨的高点很可能将达到 15-16 元/公斤的水平。目前的生猪收购价尚不足 13 元/公斤，如果以 10 元作为本轮涨价的起点，本轮猪价上涨周期的进程尚未过半。

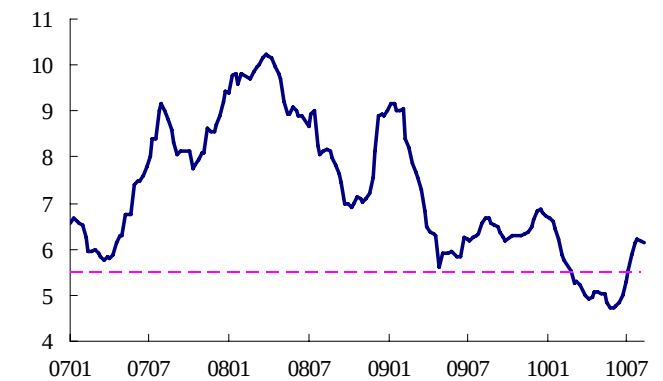
近几年，由于国家持续对生猪养殖、母猪进行补贴，无论是绝对存栏数、能繁母猪比率均处于较高的水平，因此猪价的上涨速度很可能比 2007 年要温和的多。结合历史经验、消费旺季来判断，本轮猪价上涨很可能会持续到 2011 年 1-2 月份（春节在 2 月）。

图 6: 全国生猪收购均价 (Weekly, 元/公斤)



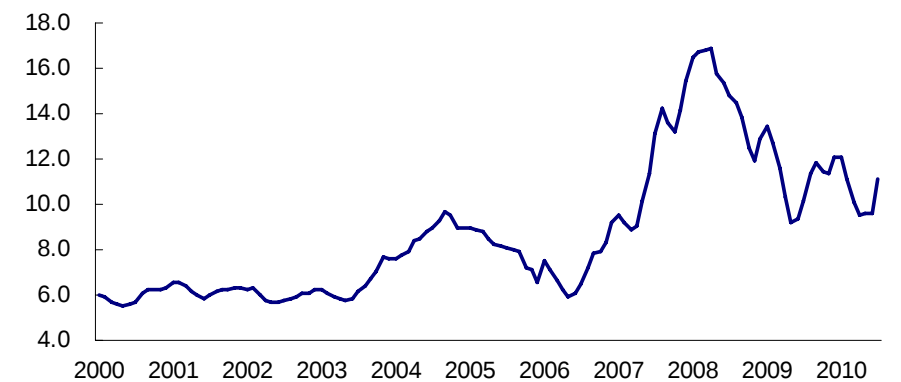
数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

图 7: 全国猪粮比均值 (Weekly)



数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

图 8: 全国待宰活猪均价 (Jan.2000-Jul.2010, 元/公斤)



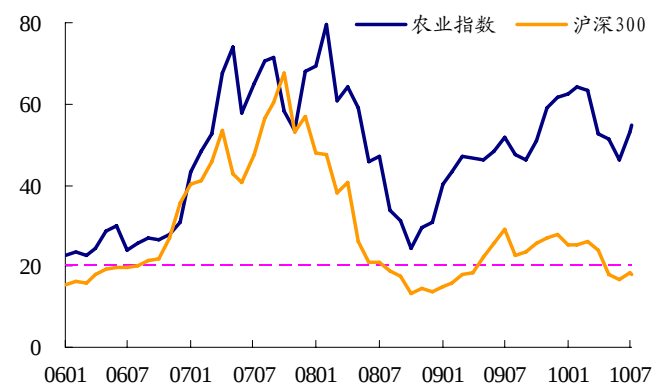
数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

3. 行业策略

3.1. 行业策略: 等待旺季

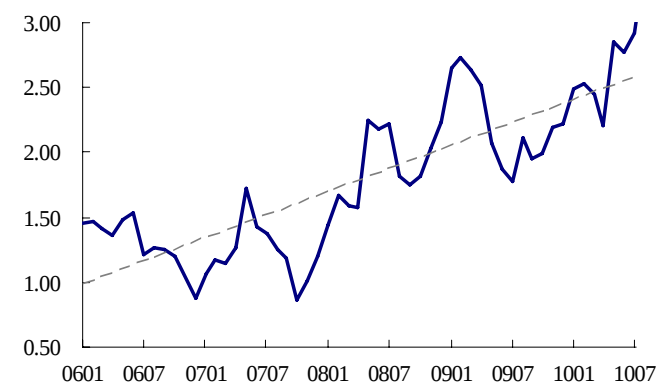
一直以来, 农业股的高估值似乎成为常态, 我们理解原因主要有两方面: 一是相当数量的公司业绩较差, 导致市盈率偏高; 二是农业股总是被市场认为受益于通胀, 粮价、CPI 等不时成为股价驱动因素。

图 9: 农业指数与沪深 300 绝对估值



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

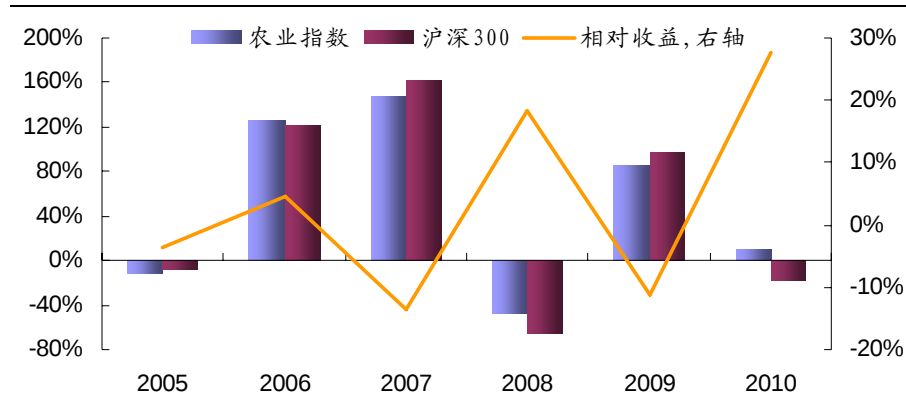
图 10: 农业指数相对估值倍数 (相对沪深 300)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

从 2005 年以来的数据显示，农业指数相对于沪深 300 的年度超额收益没有超过 20%，今年以来已经接近 30%。从这个角度来看，对农业股整体在今年剩下的 4 个月里面的收益，心理预期应该放低。

图 11：农业指数、沪深 300 年度收益率（2005-2010）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

尽管“农产品涨价—公司盈利受益—股价上涨”这样的逻辑链条仍然值得商榷，我们也并不同意类似“农业股受益于通胀”这样的似是而非的说法，但在 A 股市场，“农产品涨价—农业股上涨”这样的关系却屡试不爽。

因此，由于农产品涨价带来的通胀预期强化的结果，农业股的强势很可能还将继续保持。从行业投资评分表来看，农业板块目前整体的投资吸引力并不高，我们倾向于认为农业股整体将休整 1-2 个月，这样在传统旺季（第四季度）来临的时候，相对收益仍然值得期待。

表 1：农业行业投资评分表

时间点	预期		相对标准		合计
	农产品价格	政策	相对估值	相对涨幅	
07 年 10 月底	1	1	1	1	4
08 年 10 月底	1	1	1	0	3
09 年 10 月底	0.5	0.5	0	1	2
Now	1	0	0	0.5	1.5

3.2. 股票推荐：三条主线

当然，对行业保持中性的看法，并不能回避对股票的推荐，我们目前对农业股的推荐，遵循三条线索

（一）基本面优良，业绩增长明确：海大集团/安琪酵母/圣农发展

这类公司属于农业股中的“白马股”，基本面优良，业绩增长预期明确，当然估值水平也较高，这类股票留给我们的最大的问题是买入时机而不是业绩预期。

（二）行业景气好，业绩显著改善：敦煌种业/登海种业/獐子岛/好当家
 这类公司在 2010 年由于行业景气较好，公司业绩出现显著的改善，加之农产品涨价对他们产生正面影响。由于市场对这类公司未来业绩预期较高，目前估值普遍较高。对这类股票目前的策略是持有。

（三）猪价上涨相关股票：正邦科技/新五丰
 从时间和空间来看，我们认为本轮猪价上涨进程尚未过半，趋势性投资机会仍然存在。因此，未来 3-6 个月，很可能是猪价相关股票最佳的顺势投资期。除此之外，饲料企业也将间接受受益于猪价上涨。

重点公司盈利预测与投资评级

股票简称	收盘价	EPS（元）				PE		PB	总市值	评级
	8-19	09	10	11	09	10	11		（亿元）	
基础农业生产										
好当家	10.87	0.14	0.26	0.33	78.8	42.4	33.4	5.3	68.9	增持
獐子岛	38.91	0.46	0.85	1.15	85.2	45.8	33.8	12.3	176.0	谨慎增持
绿大地	28.76	-1.00	0.52	0.98	-28.7	55.5	29.3	7.4	43.5	谨慎增持
北大荒	14.23	0.21	0.24	0.27	68.0	59.1	53.1	4.5	253.0	中性
农产品加工										
海大集团	28.57	0.53	0.74	1.07	53.6	38.4	26.7	4.2	83.2	增持
安琪酵母	38.17	0.77	1.11	1.39	49.3	34.5	27.5	9.0	116.8	增持
天宝股份	21.15	0.39	0.55	0.70	54.7	38.4	30.2	6.7	41.5	增持
通威股份	8.59	0.21	0.32	0.40	40.3	27.2	21.3	5.1	59.1	谨慎增持
圣农发展	30.10	0.49	0.59	0.88	61.6	50.9	34.3	7.8	123.4	谨慎增持
农业服务业										
登海种业	61.66	0.53	1.10	1.53	115.9	56.1	40.3	13.0	108.5	谨慎增持
金宇集团	12.20	0.24	0.39	0.53	51.5	31.1	23.0	4.4	34.3	谨慎增持
中牧股份	28.19	0.69	0.85	0.99	41.1	33.1	28.4	8.3	109.9	谨慎增持
农产品	18.67	0.13	0.34	0.44	143.5	54.3	42.0	4.9	143.5	谨慎增持
顺鑫农业	20.74	0.70	0.86	1.05	29.6	24.2	19.7	3.6	91.0	谨慎增持

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		