

粮食价格还有上涨空间，但高度将低于 08 年

研究结论

● 粮价上涨，验证我们此前的研究结论。新的高度，给出我们新的判断。

九月初，我们强调了对粮食价格上涨的良好预期，并预测最为强势的芝加哥玉米期货价格将突破 500 美分。两周后，市场验证了我们此前的判断，玉米期价站上 500 美分。在这个高度上应该如何判断粮食价格进一步的走势？我们通过回顾 1996 年和 2008 年粮食价格大幅上涨的两个年度，结合今年的粮食形势，对今年的粮食价格未来走势做出最新判断。

● 判断一：粮价上涨趋势尚未结束。

- (1) 研究发现，国际市场粮食价格走势紧紧跟随美国农业部的供求预测报告，在库存水平持续下调的预期下，粮食价格将持续上行。目前来看，三大品种（小麦、玉米、大豆）库存下调的预期依然存在，因此市场认为农业部将持续下调库存水平的前提下，价格将持续坚挺。
- (2) 我们认为大宗农产品的“金融属性”日益增强，其前提是基金持仓量的增加。在这样的市场中，判断价格走势不仅要密切跟踪美国农业部的供求报告，更应该密切关注基金的持仓情况。目前来看，基金持仓水平距离 2008 年的峰值还有相当的距离，因此，可以排除这方面的隐患，甚至认为基本面的趋紧预期会促使基金进一步增加农产品多头。

● 判断二：粮食价格不会高于 2007/08 年的峰值水平

全球粮食库存水平与 1996 年和 2008 年市场大幅上涨时期相比，整体处于高位。尽管玉米库存较为紧张，已经接近 1996 年和 2008 年的历史低位，但是从可以预见的基本面形势来看，尽管小麦和大豆的库存水平存在进一步下调的较大可能，但是基本可以排除接近和达到历史低位的可能性。因此，小麦和大豆较高的库存水平将制约玉米价格上涨幅度。没有三者基本面同时趋紧的共振作用，玉米价格很难推升至 2008 年的历史高点。

基于以上判断，我们预计粮食价格在现有水平上将进一步上涨。尤其是玉米 1105 期货合约价格将在库存逐渐下调的强烈预期下进一步上涨至 550 美分的新高点。因此，我们继续看好国内玉米种业相关上市公司，推荐敦煌种业（买入）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师
8621-50366888 × 6075
shijianggang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860210020003

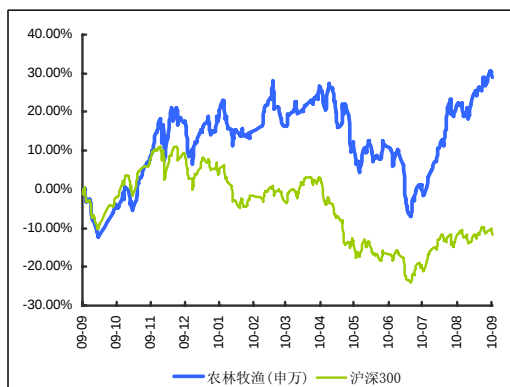
周学帆

联系人
8621-63325888 × 6077
zhouxuefan@orientsec.com.cn

行业评级 **看好** 中性 看淡（维持）

国家/地区 中国/A 股
行业 农业
报告日期 2010 年 9 月 16 日

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-4.6	17.5	28.9
相对表现 (%)	-2.7	9.0	40.7

资料来源：WIND

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

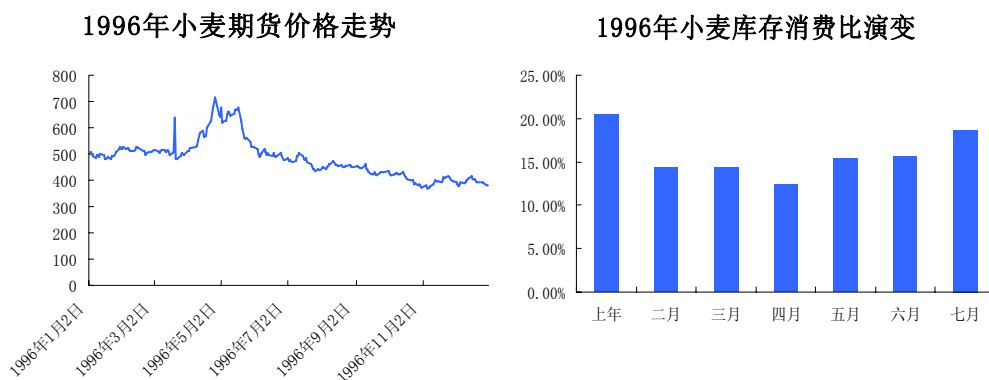
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

九月初，我们强调了对粮食价格上涨的良好预期，并预测芝加哥玉米期货价格将突破 500 美分。两周后，市场验证了我们此前的判断，玉米期价站上 500 美分。在这个高度上应该如何判断粮食价格进一步的走势？我们通过回顾 1996 年和 2008 年粮食价格大幅上涨的两个年度，结合今年的粮食形势，对今年的粮食价格未来走势做出最新判断如下：

判断一：粮价上涨趋势还未结束

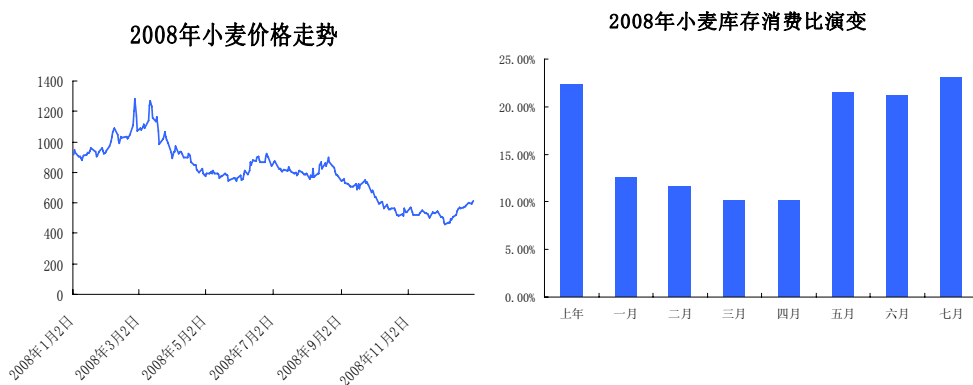
- 1、**国际市场粮食价格与美国农业部的预测数字存在强联动性。**研究发现，国际市场粮食价格走势紧紧跟随美国农业部的供求预测报告，在报告逐步下调库存水平的过程中，粮食价格持续上涨；而当报告不再下调库存水平，甚至出现上调预期时，价格出现拐点。由于篇幅有限，我们以小麦为例来验证这种市场的规律性。

图 1：1996 年小麦价格与农业部预测的联动性



资料来源：联合国粮农组织，东方证券研究所

图 1：2008 年小麦价格与农业部预测的联动性



资料来源：东方证券研究所

2、三大品种（小麦、玉米、大豆）库存下调的预期依然存在。尤其是玉米依然存在强烈的下调预期，因此市场认为农业部将持续下调库存水平的前提下，价格将持续坚挺。主要品种库存水平进一步下调的预期如下：

- **玉米：**根据目前收割地区的单产水平来看，无一处能达到美国农业部 162.5 蒲式耳/英亩的预测水平，部分主产区的单产水平甚至低至 150 蒲式耳/英亩，因此市场目前普遍将单产水平下调至 160 蒲式耳/英亩，部分极端预测单产水平将低至 155 蒲式耳/英亩。在这样的单产水平下，美国玉米库存消费比水平将逼近 4%左右的历史最低点。

表 1：USDA 玉米供求演变

玉米	2010/11 预测				
	七月	八月	九月	市场预测	市场较激进预测
种植面积	87.9 *	87.9	87.9	87.9	87.9
收获面积	81.0 *	81	81	81	81
单产(蒲式耳/英亩)	163.5 *	165	162.5	160	155
期初库存	1478	1426	1386	1386	1386
产量	13245	13365	13160	12960	12555
进口	10	10	10	10	11
总供给	14733	14802	14556	14346	13941
饲料及其他需求	5350	5350	5250	5250	5250
食品及工业需求	6060	6090	6090	6090	6090
燃料乙醇需求	4700	4700	4700	4700	4700
国内总需求	11410	11440	11340	11340	11340
出口	1950	2050	2100	2100	2101
总需求	13360	13490	13440	13440	13441
期末库存	1373	1312	1116	906	500
库存需求比	10.3%	9.7%	8.3%	6.7%	3.7%

资料来源：USDA，东方证券研究所

- **大豆：**美国农业部意外上调大豆单产至 44.7 蒲式耳/英亩，不过市场对此抱强烈怀疑态度，毕竟大豆和玉米处于同一主产区，在面临同样恶劣的天气条件下，大豆单产不降反增令人质疑。因此目前市场倾向于认为九月份农业部报告中的大豆单产水平是今年的最高点。

表 2：USDA 大豆供求演变

大豆	2010/11 预测				
	五月	六月	七月	八月	九月
种植面积	78.1	78.1	78.9	78.9	78.9
收获面积	77.1	77.1	78	78	78
单产(蒲式耳/英亩)	42.9	42.9	42.9	44	44.7

期初库存	190	185	175	160	150
产量	3310	3310	3345	3433	3483
进口	10	10	10	10	10
总供给	3510	3505	3530	3603	3643
压榨	1640	1640	1645	1650	1650
出口	1350	1350	1370	1435	1485
种子	88	88	88	88	88
其他	66	66	67	70	70
总需求	3144	3144	3170	3243	3293
期末库存	365	360	360	360	350
库存需求比	11.6%	11.5%	11.4%	11.1%	10.6%

资料来源：USDA，东方证券研究所

- **小麦**：小麦库存的下降更多的是来自出口水平进一步上调的预期。由于澳大利亚、加拿大的小麦产量和收获进度依然存在较大不确定性（目前远低于去年的收割进度），且俄罗斯和乌克兰等欧洲传统国家实际已经无出口能力，市场普遍认为美国小麦出口量将进一步增加。美国农业部在过去的四个月中逐渐将出口数字从 900 百万蒲式耳上调至 1250 百万蒲式耳。但市场依然认为农业部平衡表中的出口数字过低，而目前的出口装船进度也将迫使农业部进一步上调出口数据，从而下调库存水平。

表 3：USDA 小麦供求演变

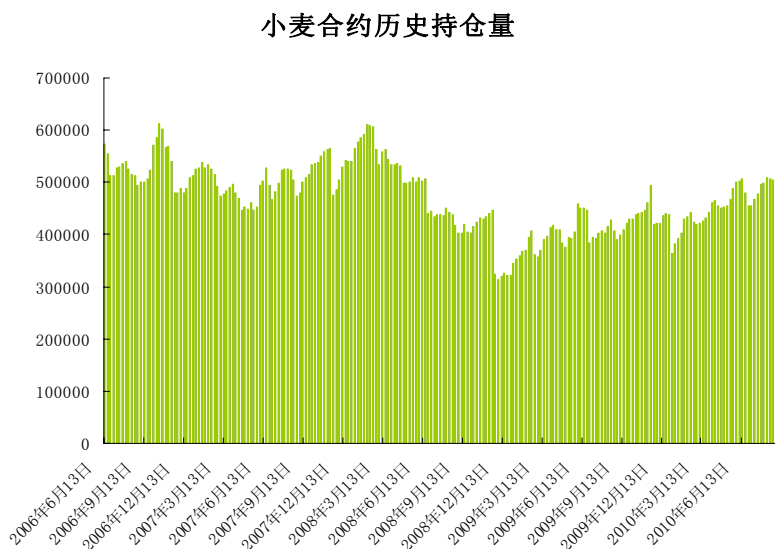
小麦	2010/11 预测				
	五月	六月	七月	八月	九月
种植面积	53.8	53.8	54.3	54.3	54.3
收获面积	47.1	47.1	48.3	48.3	48.3
单产(蒲式耳/英亩)	43.4	43.9	45.9	46.9	46.9
期初库存	950	930	973	973	973
产量	2043	2067	2216	2265	2265
进口	110	110	100	100	100
总供给	3103	3107	3289	3338	3338
食品	940	940	940	940	940
种子	76	76	76	76	76
饲料及其他	190	200	180	170	170
国内总需求	1206	1216	1196	1186	1186
出口	900	900	1000	1200	1250
总需求	2106	2116	2196	2386	2436

期末库存	997	991	1093	952	902
库存需求比	47.3%	46.8%	49.8%	39.9%	37.0%

资料来源：USDA，东方证券研究所

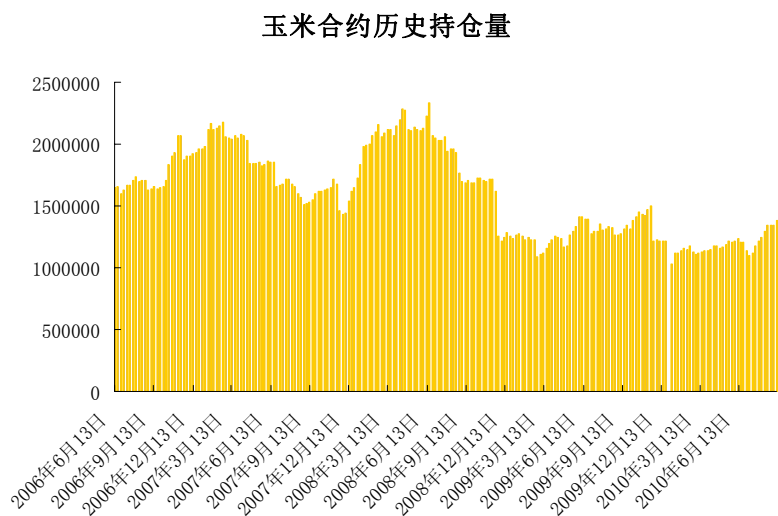
3、**基金手里还有“子弹”没打完。**我们认为大宗农产品的“金融属性”日益增强，前提是基金持仓量的增加。在这样的市场中，判断价格走势不仅要密切跟踪美国农业部的供求报告，更应该密切关注基金的持仓情况。如果在市场上涨的过程中，基金持仓达到了历史高位，甚至创出新高，则可以理解为基金的“子弹”已经打完。这样在基本面没有大幅变化的前提下，后期市场进一步上涨的动能就会下降。目前来看，基金持仓水平距离2008年的峰值还有相当的距离，因此，可以排除这方面的隐患，甚至认为基本面的趋紧预期会促使基金进一步增加农产品多头。

图 3：小麦合约持仓量低于 08 年



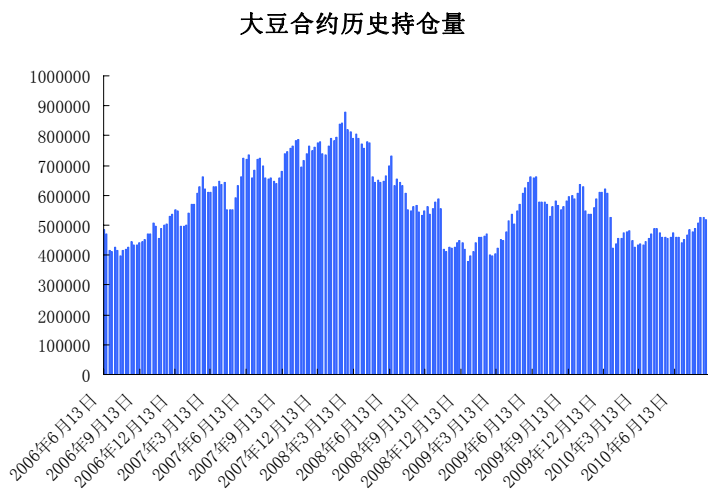
资料来源：东方证券研究所

图 4：玉米合约持仓量低于 08 年



资料来源：东方证券研究所

图 5：大豆合约持仓量低于 08 年

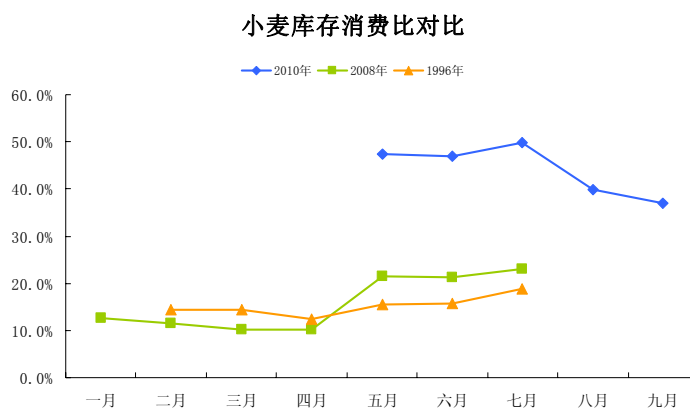


资料来源：东方证券研究所

判断二：粮食价格不会高于 2007/08 年的峰值水平

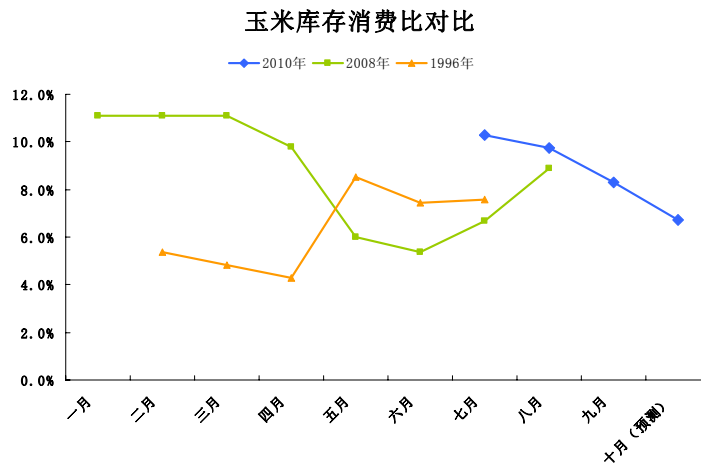
全球粮食库存水平与 1996 年和 2008 年市场大幅上涨时期相比，整体处于高位。尽管玉米库存较为紧张，已经接近 1996 年和 2008 年的历史低位，但是从可以预见的基本面形势来看，尽管小麦和大豆的库存水平存在进一步下调的较大可能，但是基本可以排除接近和达到历史低位的可能性。因此，小麦和大豆较高的库存水平将制约玉米价格上涨幅度。没有三者基本面同时趋紧的共振作用，玉米价格很难推升至 2008 年的历史高点。

图 6：小麦库存消费比历史比较



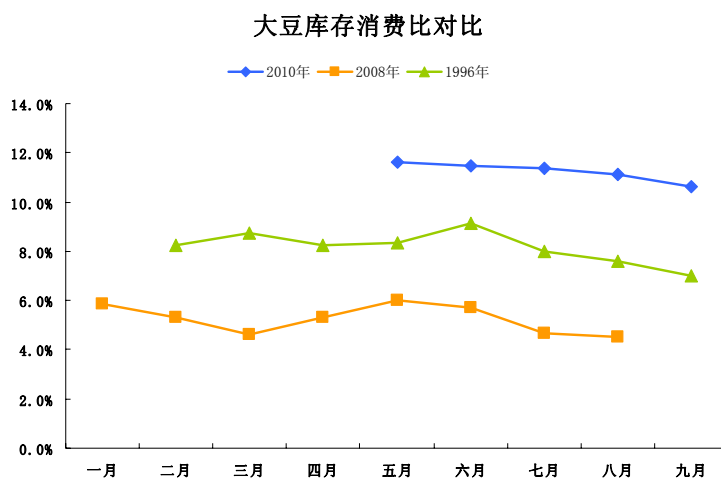
资料来源：东方证券研究所

图 7：玉米库存消费比历史比较



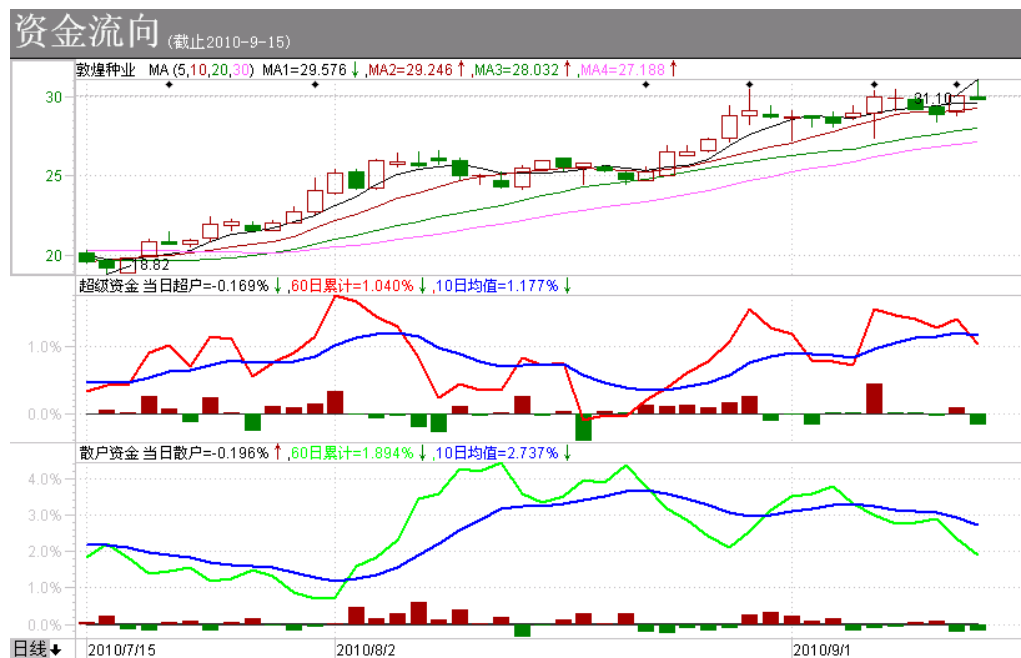
资料来源：东方证券研究所

图 8：大豆库存消费比历史比较



资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn