

2010-11-02

行业研究 / 跟踪报告

农林牧渔

增持/ 维持评级

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

分析师

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000210080014

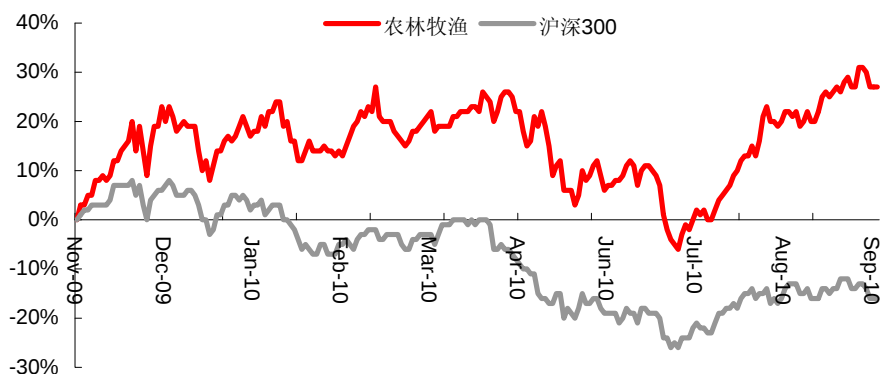
021-68498528 wuxd@lhqz.com

四季度重点推荐养殖、饲料

—农业板块三季度报告总结及四季度前瞻

- 三季度农业上市公司收入高速增长，利润率有所提升。前三季度，农业板块上市公司累计收入增速达到 27%，相比上半年的增速略有下滑，但仍然维持在较高水平。三季度单季行业收入同比增速达 23%，环比增速 9%。数据显示，农业上市公司的经营状况正处于快速增长通道中。四季度作为农业公司的全年业绩旺季，在近期粮、肉价格持续上涨的刺激下，预计收入的同比增速将显著提高，拉动行业全年收入增速将超过 30%。由于传统淡季的因素，二、三季度毛利率与一季度相比出现逐季下降的态势。三季度行业毛利率环比下滑 0.45 个百分点至 12.20%，但由于费用控制得力，三项费用率环比下滑 0.87 个百分点至 9.46%，因此行业的净利润率水平与二季度相比出现了环比上升，由 3.95% 升至 4.20%。
- 三季度农产品价格全面上涨，不同品种差异较大，其中肉糖棉涨幅较大。糖、棉的价格涨幅分别达到 14% 和 22%，且均创出历史新高；猪肉价格上涨幅度达 33%；大宗粮食产品的价格涨幅相比上半年有所趋缓，玉米、小麦和水稻的现货批发价格涨幅分别为 0%、2.7% 和 2.7%，美国大豆价格上涨 12%。水产品中，海参、鲍鱼和扇贝价格基本维持稳定。展望四季度，将是猪肉消费的传统旺季，良好的经济表现将带动本年度猪肉消费稳定增长；而从供给层面来看，截至 9 月底生猪存栏同比减少 2.3%。我们认为四季度猪肉供需面将较为紧张，支持猪肉价格继续走强，预计生猪价在四季度的上涨幅度为 10%-15%。
- 从我们对生猪养殖周期的研究表明，猪肉价格的上涨将至少持续至明年上半年。猪肉价格的上涨将引导其他肉类上涨，并带动下游饲料行业维持高景气度。因此，我们在四季度全面推荐饲料、养殖子行业。养殖子行业中，我们推荐产能稳定增长的圣农发展、雏鹰农牧。饲料子行业中，我们重点推荐海大集团、新希望，同时建议关注正邦科技、华英农业、民和股份、益生股份、通威股份等。

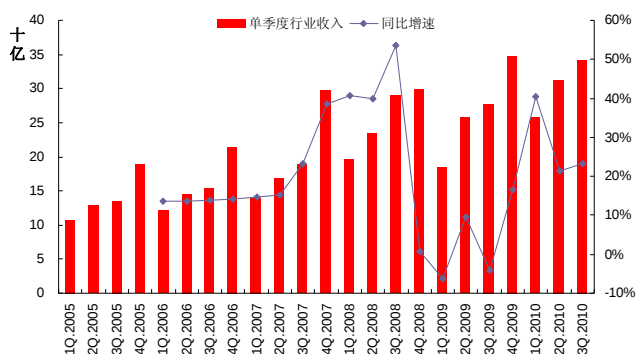
最近 52 周股价表现



1、收入高速增长，利润率有所提升

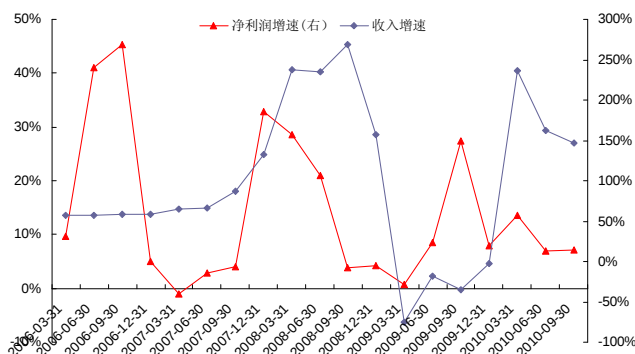
前三季度，农业板块上市公司累计收入增速达到 27%，相比上半年的增速略有下滑，但仍然维持在较高水平。三季度单季行业收入同比增速达 23%，环比增速 9%，保持了环比增长的态势。数据显示，农业上市公司的经营状况正处于快速增长通道中。四季度作为农业公司的全年业绩旺季，在近期粮、肉价格持续上涨的刺激下，预计收入的同比增速将显著提高，拉动行业全年收入增速将超过 30%。

图 1 三季度单季行业收入同比增 23%，环比增 9%



数据来源：Wind

图 2 前三季度收入增速达 27%，利润增速 14%

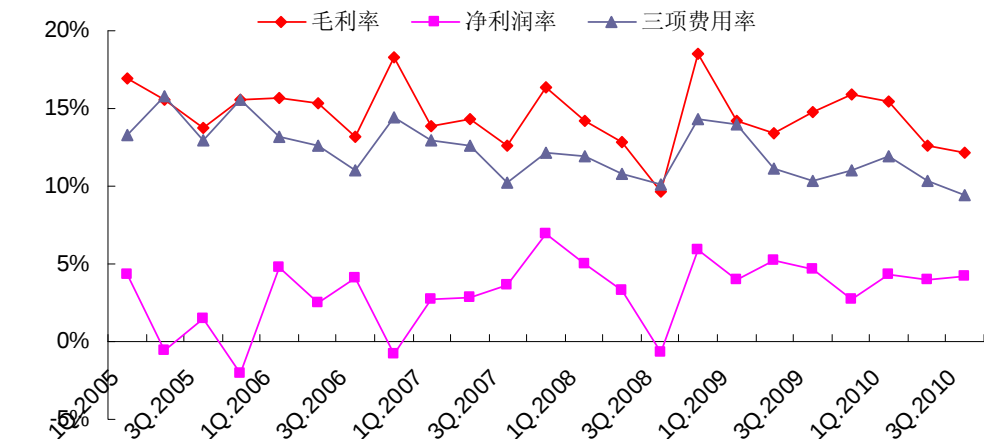


数据来源：Wind

季节性特征决定了行业收入在一至四季度一般表现出逐季增长的趋势，而盈利能力则主要体现在四季度和一季度。从利润率来讲，一般四季度是高点，一季度为次高点，二、三季度则处于年内低点。

由于传统淡季的因素，因此二、三季度毛利率与一季度相比出现逐季下降的态势。三季度行业毛利率环比下滑 0.45 个百分点至 12.20%，但由于费用控制得力，三项费用率环比下滑 0.87 个百分点至 9.46%，因此行业的净利润率水平与二季度相比出现了环比上升，由 3.95% 升至 4.20%。

图 3 三季度费用控制得力：毛利率往下，净利率向上

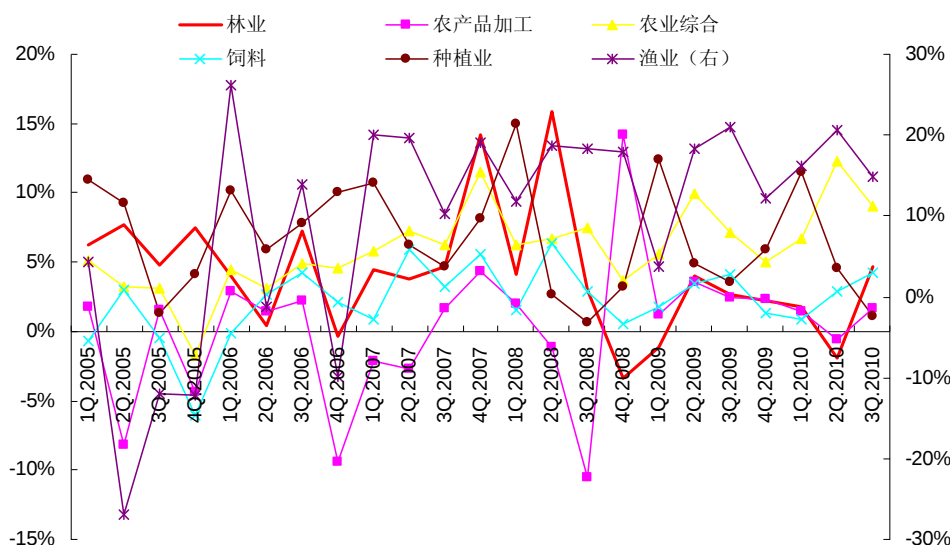


数据来源：Wind

我们预计四季度行业的利润率水平将快速回升，并且由于 09 年四季度基数较低（净利润率仅为 2.75%），净利润的同比增幅会大大高于收入的增速。若以四季度净利润率恢复至 4%，收入增速达到 30% 计算，农业板块四季度的业绩增速将达到 88%，全年业绩增速将达到 29%（前三季度增速为 14%），行业旺季来临将带来业绩拐点。

分子行业来看，林业、农产品加工业在三季度出现业绩拐点，净利润率均由负转正。而饲料行业则在肉类价格全面上涨的带动下，呈现环比上升的态势。其余三个子行业则渔业、种植业和农业综合的利润率则出现环比下降。

图 4 三季度利润率环比：林业、饲料和农产品加工环比向上



数据来源：Wind

2、三季度农产品价格全面上涨 肉糖棉涨幅较大

三季度，国内农产品价格维持上涨走势，但不同品种差异较大。其中糖、棉的价格涨幅分别达到 14% 和 22%，且均创出历史新高；猪肉价格上涨幅度达 33%；大宗粮食产品的价格涨幅相比上半年有所趋缓，玉米、小麦和水稻的现货批发价格涨幅分别为 0%、2.7% 和 2.7%，美国大豆价格上涨 12%。水产品中，海参、鲍鱼和扇贝价格基本维持稳定。

糖、棉等小品种价格在三季度表现抢眼，分别上涨 14% 和 22%，并分别创出历史新高。我们农产品价格迭创新高传递了一个信息，即在目前的市场形势下，农产品价格存在非常强的上涨动力。从供需层面看，中国经济的快速复苏带动农产品需求快速回升，而 2010 年多灾频发的天气状况成为农产品供给；另一方面，弱势美元为国际大宗商品价格上涨推波助澜，并带动国内农产品价格上行。

图5 三季度玉米价格保持平稳



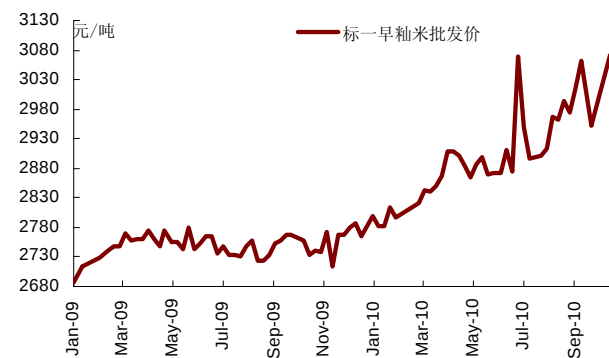
数据来源：国家粮食局

图6 三季度小麦价格上涨2.7%



数据来源：国家粮食局

图7 三季度早籼米价格上涨2.7%



数据来源：国家粮食局

图8 三季度大豆价格震荡上扬1.4%



数据来源：国家粮食局

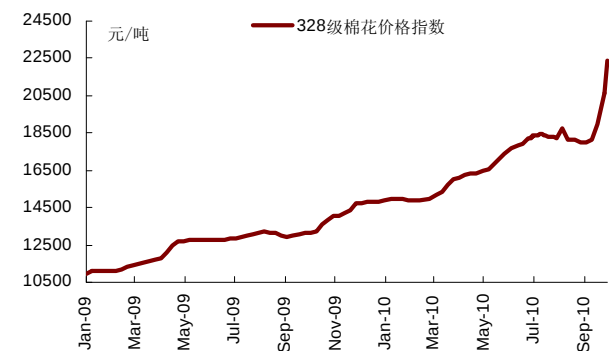
而供给基本面偏紧的糖、棉品种成为在这轮上涨中成为投机资金集中追逐的标的，因此轮番上涨创出新高。我们预计随着通货膨胀在四季度的持续发酵，糖、棉价格仍将保持强势。值得注意的是，过高的价格必将导致明年糖、棉供给的大幅增加（作为小宗农产品，糖、棉的种植面积有很大潜在增量），我们对于糖、棉的长期价格走势保持谨慎，并不建议投资者在高位追逐相关投资标的。

图9 三季度白糖价格上涨14%，创历史新高



数据来源：广西糖网

图10 三季度棉花价格高位突破，上涨22%创历史新高



数据来源：中国棉花信息网

三季度，水产品价格在高位保持稳定，海参和鲍鱼的价格分别维持 180 元/千克和 150 元/千克的水平，由于处于行业淡季，相关上市公司的业绩增速变动不大，基本保持平稳。猪肉价格在三季度大涨 33%，毛猪价格上涨 26%，带动活鸡和鸡肉价格分别上涨 6.5%和 8.2%。猪肉大涨的原因在于从今年 2 月份至 6 月份，由于玉米价格暴涨而猪肉价格持续低迷，整个生猪养殖行业在成本线下运行了 5 个月的时间，行业正常运行的需要拉动猪肉价格大幅上涨至成本线以上。肉类价格的集体走强也带动了养殖、饲料业的上市公司业绩在三季度集中爆发。

以民和股份为例，山东地区白羽肉鸡苗价格从 6 月末 1.5 元/羽升至 2.1 元/羽，涨幅 40%；期间更是达到 2.8 元/羽的高位。截至 10 月末，价格进一步上涨至 2.9-3.0 元/羽，鸡苗价格的暴涨带动民和股份直接受益，其三季度净利润达 5000 万元，一举扭亏为盈（上半年净利润-2700 万元）。

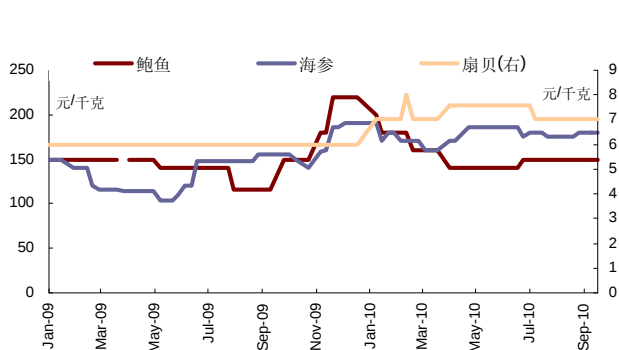
表 1 A 股养殖、饲料企业三季度业绩同比及环比增速

饲料企业	同比增速	环比增速
新希望	20.72%	7.42%
通威股份	67.95%	242.56%
正邦科技	0.51%	-6.30%
海大集团	27.49%	89.04%
大北农	27.92%	3.93%
养殖企业		
圣农发展	36.37%	85.61%
雏鹰农牧	-	-
华英农业	-19.59%	11.47%
民和股份	215.74%	扭亏为盈
益生股份	-38.93%	-

数据来源：Wind

展望四季度，将是猪肉消费的传统旺季，良好的经济表现将带动本年度猪肉消费稳定增长；而从供给层面来看，截至 9 月底生猪的存栏相比去年同期减少 2.3%。综合而言，我们认为四季度猪肉供需面将较为紧张，支持猪肉价格继续走强。我们预计生猪价在四季度的上涨幅度为 10%-15%。

图 11 三季度国内水产品价格保持平稳



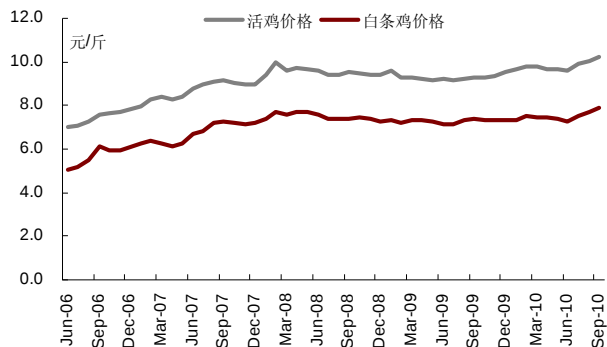
数据来源：威海水产品批发市场，Wind

图 12 三季度猪肉价格上涨 33% 毛猪价格上涨 26%



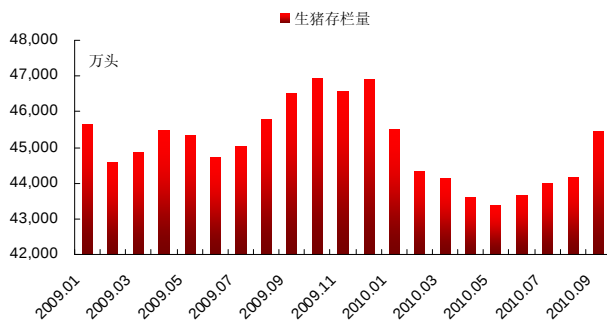
数据来源：中国畜牧业信息网，Wind

图 13 三季度鸡肉价格上涨 8.3%，活鸡上涨 6.5%



数据来源：国家发改委，Wind

图 14 三季度生猪存栏量持续回升，9 月份环比增长 2.9%



数据来源：中国农业部

3、四季度重点推荐养殖、饲料子行业

从我们对生猪养殖周期的研究表明，猪肉价格的上涨将至少持续至明年上半年。猪肉价格的上涨将引导其他肉类价格上涨，并带动下游饲料行业维持高景气度。因此，我们在四季度全面推荐饲料、养殖子行业。养殖子行业中，我们推荐产能稳定增长的圣农发展、雏鹰农牧。饲料子行业中，我们重点推荐海大集团、新希望。另外，建议关注正邦科技、华英农业、民和股份、益生股份、通威股份等。

圣农发展：2010 年肉鸡屠宰量达到 9000 万只以上，随着募投项目及公司自筹项目产能的逐步投放，未来 3 年肉鸡屠宰量将达到 1.2 亿、1.6 亿和 2.0 亿，公司产量保持 30%左右的稳定增速，我们预计未来 10-12 年公司 EPS 为 0.60 元、1.01 元和 1.29 元。10 月下旬小非解禁对短期内公司股价形成了一定压力，截至 11 月 2 日，大宗交易的解禁量已经达到 2000 万股，压力有所释放。

雏鹰农牧：今年公司生猪出栏量将达到 70 万头，未来 5 年出栏规划为 110 万头、160 万头、240 万头和 360 万头。公司的“雏鹰模式”比较成熟，且通过上市解决了资金瓶颈，未来高速增长的确性较高。公司作为两市第一猪业股，其业绩对猪价的弹性最高，因此在猪价上涨期，公司将是趋势投资的首选标的。

海大集团：公司作为饲料行业的后起之秀，虽然目前只有 200 万吨左右的规模，但是发展势头极为迅猛。公司在研发、采购、技术、产品等各方面均具有很强的竞争力，且发展战略明确，预计未来 3 年公司将实现 30 左右的复合业绩增速。且公司在近期推出股票期权激励计划，为长期稳定增长提供了一道“保险”。我们预计公司 10-12 年 EPS 预测为 0.72 元、1.03 元和 1.21 元，给予长期买入评级。

表 2：A 股重点养殖、饲料企业盈利预测与估值

	股价	2010E	2011E	2010PE	2011PE
饲料企业					
新希望	19.940	0.7400	0.85	26.9	23.5
通威股份	10.36	0.24	0.33	43.2	31.4
正邦科技	18.42	0.37	0.56	49.8	32.9
海大集团	32.31	0.72	1.03	44.9	31.4
大北农	47.30	0.90	1.26	52.6	37.5
养殖企业					
圣农发展	29.40	0.60	1.01	49.0	29.1
雏鹰农牧	58.13	0.90	1.50	64.6	38.8
华英农业	21.01	0.39	0.63	53.9	33.3
民和股份	22.10	0.32	0.62	69.1	35.6
益生股份	31.35	0.71	0.95	44.2	33.0

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：新希望数据为按照重组完成后的资产及股本规模测算，不代表上市公司财务数据

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com