

年度投资策略——继续关注趋势性投资机会

评级 看好

年度策略报告

分析师：程晓东

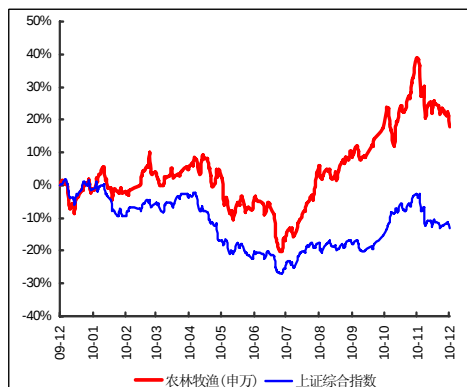
电 话：010-8832 1761

Email: chengxd @tpyzq.com.cn

行业评级

种业	看好
水产养殖业	看好
油脂压榨业	看好
畜禽养殖业	看好
番茄酱加工业	看好
制糖业	中性
农业综合	中性
饲料及养殖业	中性
林业	中性

市场与公司重要数据



相关报告

◆ **农产品价格中期上涨趋势难改。**我们认为，市场对于全球粮食供求趋紧的预期在明年上半年之前还难以得到有效改观，这一基本面因素在全球流动性充沛的背景下将继续助力国际粮价中期走高，而到明年下半年，国际粮价能否继续走强则有待于对影响到新种植年度产供需的各种因素进一步观察后再给予评估。对于国内农产品价格而言，我们认为资源紧缺、成本加速上升、需求确定性增长等因素共同决定了其长期走高态势难以动摇，具体到明年，我们倾向于认为会在各种长期上涨动因、国际粮价中期走强的传导效应、以及政府调控的短期打压等多种力量的博弈中温和走高。基于上述观点，考虑到本年度国内主要农产品价格呈前低后高的走势，我们认为明年上半年食品CPI在低基数作用下继续走高的概率较大，这有利于农业板块在同期获得超额收益。

◆ **行业景气度仍居高位。**基于对农产品价格在明年仍可走强的判断，我们认为，明年农业板块仍处景气上升阶段，但各子行业景气度也会有差异。粮价和海产品价格明年仍将高位续涨，种子和海产养殖业处于景气高位上行阶段，业绩增长仍有望继续；畜禽产品价格明年表现有望好过今年，畜禽养殖业及屠宰业的业绩明年有望加速回升，处于景气复苏中期阶段；苹果汁价格和番茄酱价格在减产作用下有望加速上涨，行业收入和利润受此影响也会快速增长，处于景气复苏初期阶段；油脂加工行业由于行业集中度高，转嫁成本上升压力的能力强，其盈利能力随大豆等油料价格的上涨而增长，也处于景气复苏阶段。其他行业，如粮食加工、饲料加工、棉花加工，尽管产品价格存走强预期，但由于难以有效转嫁成本上涨压力，有可能面临增收不增利的尴尬局面，处于景气低位。糖价虽然在明年仍可处于高位，但已步入下行周期，蔗糖业处于景气下行阶段。

◆ **投资评级：看好。**明年，国内粮食、肉禽、油脂等多数农产品价格仍将稳步上行，且上半年由于基数效应同比涨幅可能较大，食品CPI震荡走高的概率较大。因此，中期来看，价格方面因素还是比较有利于板块继续获得超额收益，主要关注趋势性投资机会。另外，年底的中央农村工作会议和明年两会期间可能出现的利好农业政策仍然是市场关注的焦点，这也是我们看好未来1-2个季度行情的一个重要原因。因此，可给予板块看好的评级。但是，由于目前板块估值水平处于历史较高位，估值方面的吸引力不够强，因此中期也需防范高估值所带来的压力。

◆ **重点关注的公司。**个股方面，明年重点关注受益于畜禽价格上涨预期的圣农发展、益生股份、新希望、顺鑫农业和民和股份，受益于番茄酱价格上涨的新中基和中粮屯河、受益于水产品价格上涨的獐子岛、好当家 and 东方海洋，以及受益于粮价上涨、产品销售有可能超预期的登海种业、大北农和敦煌种业、受益于大豆价格上涨的金德发展和东陵粮油。

目录

一、	市场回顾：价格上涨趋势还能延续吗？	4
二、	国际粮价中期走高的趋势难改	6
(一)	粮食供求关系趋紧、美元弱势和油价回升共同推高国际粮价	6
(二)	全球粮食供求趋紧态势中期内难有改观	8
(三)	预计全球粮价仍将延续中期上涨态势	9
三、	国内农产品价格在各种力量博弈中稳步上扬	10
(一)	国内粮价在各种上涨动因和政府调控的博弈中稳步上扬	10
(二)	成本上升推动畜禽产品及食用油脂价格继续走高	11
四、	明年上半年食品 CPI 仍将高企的可能性很大	14
五、	行业景气度判断：板块景气仍居高位，各行业间有差异	15
六、	投资策略	16
(一)	估值水平居历史高位	16
(二)	投资策略：给予板块看好评级	16
七、	重点关注的行业和个股	17
(一)	重点子行业：建议关注位于产业链上游的子行业的趋势性机会。	17
1.	种子行业：仍处景气高位，关注粮食价格上涨	17
2.	水产养殖行业：长期看成长，短期看通胀	17
3.	畜禽养殖行业：景气持续回升，重点关注明年上半年畜禽价格	17
4.	番茄酱行业：步入景气上升期，重点关注期初库存和番茄酱价格	18
5.	油脂压榨行业：步入景气上行期，重点关注大豆和油脂价格变化	18
(二)	重点公司	18

图表目录

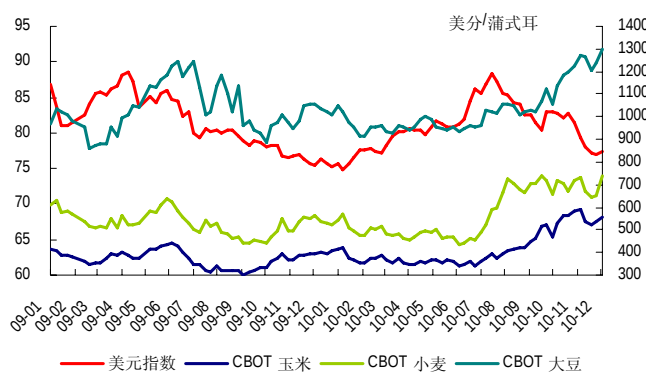
图 1：2009 年初至今，CBOT 玉米、小麦和大豆价格走势	4
图 2：2009 年初至今，国内三大主粮批发价格走势	4
图 3：2009 年初至今，NYMEX 原糖和柳州白糖价格走势	4
图 4：2009 年初至今，NYBOT 棉花和 328 级棉花价格走势	4
图 5：07 年至今，农业板块指数绝对涨幅与食品 CPI 走势	5
图 6：07 年至今，农业板块指数相对涨幅与食品 CPI 走势	5
图 7：2009 年俄罗斯小麦出口量占全球 13%（单位：千吨）	6
图 8：2010 年 1-8 月，美国生物燃料产量同比增长 25%	6
图 9：年初至今，CBOT 玉米上涨了 40.4%	7
图 10：年初至今，CBOT 小麦上涨了 32.5%	7
图 11：年初至今，CBOT 大豆上涨了 17.1%	7

图 12: 年初至今, CBOT 糙米上涨了-3.1%.....	7
图 13: 2010 年下半年, 美元指数大幅走软.....	7
图 14: 2010 年下半年, WTI 原油价格企稳回升.....	7
图 15: 近 10 年来, 全球四大主粮期末库存消费比的变化.....	8
图 16: 近 10 年来, 全球各主粮期末库存消费比的变化.....	8
图 17: 2010 年, 美国燃料乙醇产业产能至少增长 10%.....	9
图 18: 乐观估计, 2011/12 年度全球粮食消费量增长 3.65%.....	9
图 19: 2008 年后, 新兴国家经济高速增长.....	9
图 20: 近五年全球粮食产量年均复合增速为 2.08%.....	9
图 21: 2010 年粮食产量增长了 2.9%.....	10
图 22: 2010 年秋粮单产提高了 2.65%.....	10
图 23: 郑州粮批市场三大粮食品种价格在 11 月份之后仍然继续上涨.....	10
图 24: 郑州粮批市场大豆价格在 11 月份之后仍然继续上涨.....	10
图 25: 2000-2008 年饲料产量年均复合增速为 7.95%.....	11
图 26: 2009 和 2010 年饲料产量增速均为两位数.....	11
图 27: 近十年劳动力成本年均复合增速为 12.45%.....	11
图 28: 近十年粮食价格指数年均复合增速仅为 7.2%左右.....	11
图 29: 2009 年以来全国大中城市生猪出厂价.....	12
图 30: 2010 年生猪存栏量先减后升.....	12
图 31: 2009 年以来全国大中城市玉米批发价.....	12
图 32: 7 月以后猪粮比价稳定在 6-7 之间.....	12
图 33: 7 月份至今仔猪价格涨幅落后于生猪和猪肉.....	13
图 34: 8 月份, 我国能繁母猪存栏量为 4580 万头.....	13
图 35: 7 月份以后到港大豆及豆油价格大幅走高.....	13
图 36: 7 月以来, 国内油脂价格小幅上涨.....	13
图 37: 近五年全球油脂产量增长落后于消费量(百万吨).....	13
图 38: 2010/11 年度全球油脂库存消费比创 15 年新低.....	13
图 39: 粮食、肉禽及油脂在 CPI 中占比较大.....	14
图 40: CPI 和食品 CPI 相关性强.....	14
图 41: 2009 年各子行业营业利润增速.....	15
图 42: 2010 年 3 季度各子行业营业利润增速.....	15
图 43: 截至 12 月 8 日, 板块动态 PE(TTM) 为 62.9.....	16
图 44: 截至 12 月 8 日, 板块相对 PE 为 3.3, 高位震荡.....	16
图 45: 截至 12 月 8 日, 各子行业动态 PE 排序.....	16
图 46: 截至 12 月 8 日, 各子行业预测 PE(11 年) 排序.....	16
表 1: 2010 年 11 月美国农业部最新公布的全球四种主粮供需状况(单位: 千吨).....	6
表 2: 农林牧渔板块营业收入、营业利润、营业毛利及毛利率(单位: 亿元).....	15
表 3: 重点关注公司盈利预测表.....	19

一、市场回顾：农产品价格上涨趋势还能延续吗？

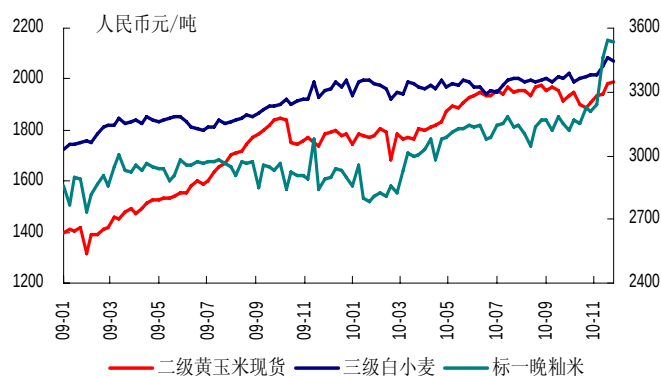
正如我们在四季度策略报告中所预期的，自 10 月份以来，国际、国内市场上以大宗粮食、糖、棉为代表的农产品价格均出现了不同程度的明显上涨，特别是国际市场农产品价格的涨升尤为波澜壮阔。CBOT 玉米、CBOT 小麦、CBOT 大豆、NYMEX 原糖和 NYBOT 棉花各品种的近月合约价格在 10 月份均创出了年内新高，单月涨幅分别达到了 25%、9.5%、16%、13.4%、24.7% 和 27.8%。

图 1：2009 年初至今，CBOT 玉米、小麦和大豆价格走势



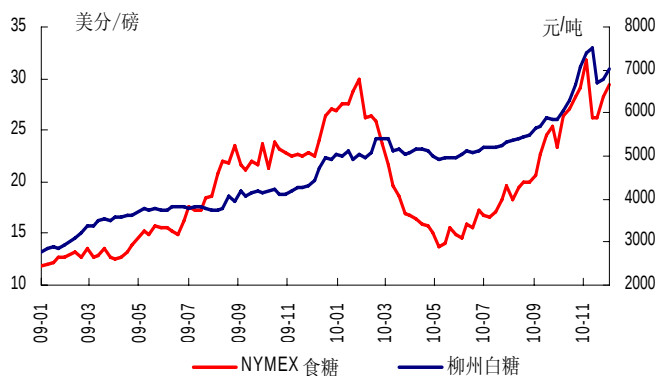
资料来源：WIND，太平洋证券

图 2：2009 年初至今，国内三大主粮批发价格走势



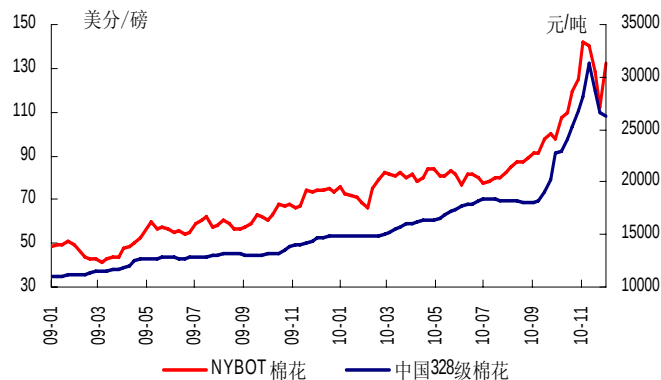
资料来源：WIND，太平洋证券

图 3：2009 年初至今，NYMEX 原糖和柳州白糖价格走势



资料来源：WIND，太平洋证券

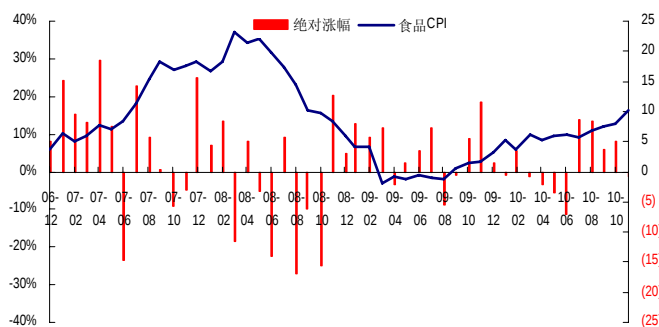
图 4：2009 年初至今，NYBOT 棉花和 328 级棉花价格走势



资料来源：WIND，太平洋证券

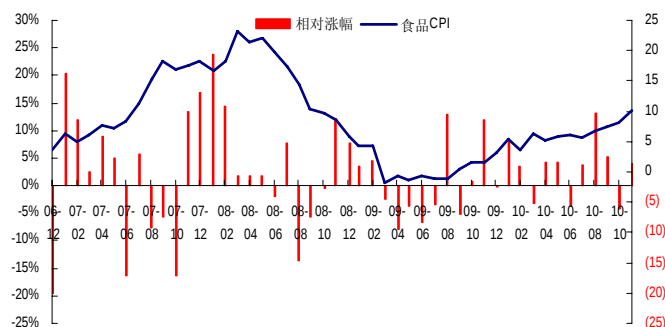
农产品价格的一片“涨声”推动了国内食品 CPI 的不断走高，后者是农业板块指数在 10 月份获得单月 8% 的涨幅及 11 月份获得相对涨幅的主要动力，也是贯穿 2010 年度农业板块行情的投资主线。

图 5: 07 年至今, 农业板块指数绝对涨幅与食品 CPI 走势



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 6: 07 年至今, 农业板块指数相对涨幅与食品 CPI 走势



资料来源: WIND, 太平洋证券

“涨声”之后市场生变。我们观察到,从 11 月份开始,随着美元指数的反弹,国际市场农产品价格在创新高之后出现了不同程度的回调,国内 CPI 的连续走高也触动了政府对于物价的敏感神经,各种价格调控政策接踵而至,诸多因素使得市场对于国内农产品价格中期走高以及农业板块继续走强的预期笼罩上了一层阴霾,11 月份农业板块指数也因此仅获得负的单月绝对收益(-1.36%)。

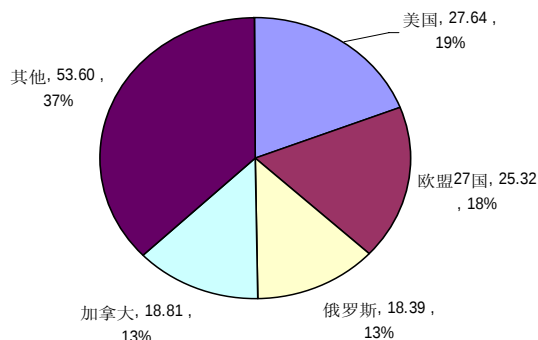
面对急剧变化的市场,我们不得不回过头来重新审视影响农产品价格未来走势的各个因素,以期辨明价格在高位回整之后的未来方向。我们认为,市场对于全球粮食供求趋紧的预期在明年上半年之前还难以得到有效改观,这一基本面因素在全球流动性充沛的背景下将继续助力国际农产品价格中期走高,而到明年下半年,国际农产品价格能否继续走强则有待于对影响到 2011/2012 种植年度产量、供给和需求的各种因素作出进一步的观察后再给予评估,这些因素包括天气、主产国播种面积的增减幅度、美国燃料乙醇减免税政策是否延续等。对于国内农产品价格而言,我们认为资源紧缺、成本加速上升、需求确定性增长等因素共同决定了其长期走高态势难以动摇,但具体到 2011 年,我们更倾向于认为会在各种长期上涨动因、国际农产品价格中期走强的传导效应、以及政府调控的短期打压等多种因素的博弈中温和走高。基于上述观点,考虑到 2010 年国内多个种类的农产品价格呈现出前低后高的走势情况,我们认为明年上半年食品 CPI 在基数效应作用下继续走高的概率较大,这有利于农业板块指数在同期获得超额收益。另外,年底的中央农村工作会议和明年两会期间可能出现的利好农业政策仍然是市场关注的焦点,这也是我们看好 2011 年上半年行情的一个重要原因。而明年下半年食品 CPI 及农业板块的走势,则要视农产品的生产及供给的变化情况而定。

二、国际粮价中期走高的趋势难改

(一) 粮食供求关系趋紧、美元弱势和油价回升共同推高国际粮价

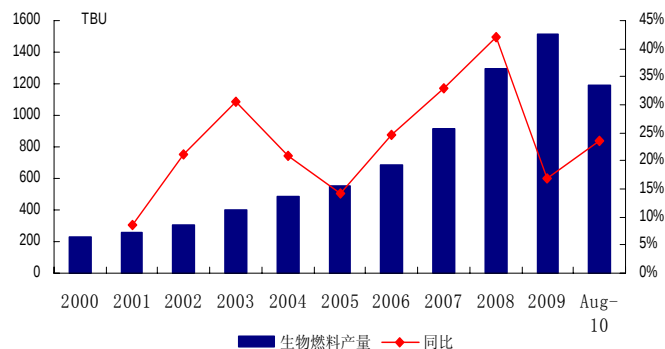
2010/11 年度全球粮食供求关系趋紧。受低温、干旱等气候灾害影响，俄罗斯、加拿大等部分主产国粮食发生减产，以及美国生物乙醇产业消耗玉米原料用量的大幅增长，2010/2011 年度的全球粮食供求关系由上一年度的趋松转向趋紧。根据美国农业部最新公布的 11 月份全球农产品供需预测报告，全球四大主粮 2010/11 年度期末库存消费比为 20.76%，较上一年度下滑了 2.62 个百分点，而之前的一个年度则是 21.68%。其中，大米由 21.91% 下滑至 20.92%，玉米由 18.26% 下滑至 15.47%，小麦由 30.02% 下滑至 26.03%，大豆由 25.33% 下滑至 24.11%。值得关注的是，10/11 年度的玉米库存消费比数据（15.47%）仅略低于 06/07 年度数据（15.2%），是近 11 年来的第 2 个低点，而在 06/07 年度，国际玉米价格曾出现过上涨幅度超过 200% 的飙升行情。

图 7: 2009 年俄罗斯小麦出口量占全球 13% (单位: 千吨)



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 8: 2010 年 1-8 月, 美国生物燃料产量同比增长 25%



资料来源: WIND, 太平洋证券

表 1: 2010 年 11 月美国农业部最新公布的全球四种主粮供需状况 (单位: 千吨)

品种	大米		玉米		小麦		大豆	
时间	10 月预测 2010/11	11 月预测 2010/11	10 月预测 2010/11	11 月预测 2010/11	10 月预测 2010/11	11 月预测 2010/11	10 月预测 2010/11	11 月预测 2010/11
期初库存	94,456	95,373	148,065	147,952	196,530	195,404	60,438	60,403
产量	452,541	451,440	819,648	818,524	641,444	642,891	255,257	257,357
进口	28,729	28,719	91,399	90,899	123,057	124,129	93,120	95,473
出口	30,826	30,472	93,427	93,182	126,226	127,226	94,971	97,152
总消费	450,615	450,794	833,328	835,029	660,143	662,693	252,424	254,671
期末库存	94,285	94,266	132,357	129,164	174,662	172,505	61,420	61,410
库存消费比 (%)	20.92	20.92	15.88	15.47	26.46	26.03	24.33	24.11

资料来源: WIND, 太平洋证券

供求趋紧预期、美元弱势和原油价格回升共同推高国际粮价。在供求趋紧预期的作用下，以 CBOT 为代表的全球粮价也摆脱了自年初以来的持续低迷走势，从七月初开始持续攀升。与此

同时，美元进一步走软和原油价格的企稳回升对国际粮价也起到了助涨作用。截至 12 月 3 日，CBOT 玉米、小麦、大豆期货主力合约价格分别较年初上涨了 40.4%、32.5%、17.1%，仅有糙米微跌了 3.1%，玉米、小麦、大豆价格纷纷创出年初以来的新高。

图 9：年初至今，CBOT 玉米上涨了 40.4%



资料来源：WIND，太平洋证券

图 10：年初至今，CBOT 小麦上涨了 32.5%



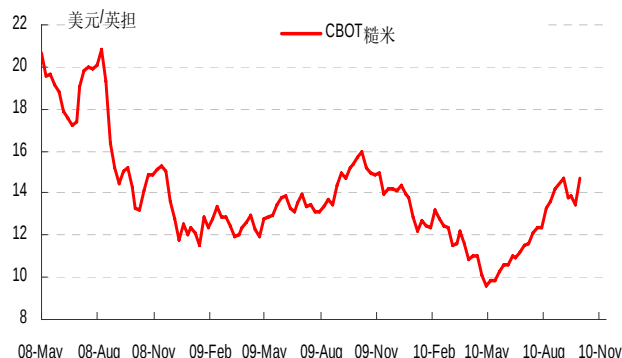
资料来源：WIND，太平洋证券

图 11：年初至今，CBOT 大豆上涨了 17.1%



资料来源：WIND，太平洋证券

图 12：年初至今，CBOT 糙米上涨了-3.1%



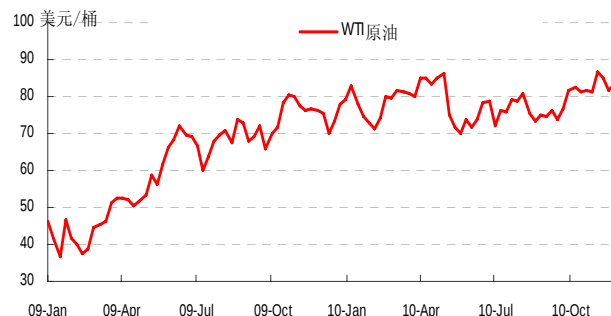
资料来源：WIND，太平洋证券

图 13：2010 年下半年，美元指数大幅走软



资料来源：WIND，太平洋证券

图 14：2010 年下半年，WTI 原油价格企稳回升

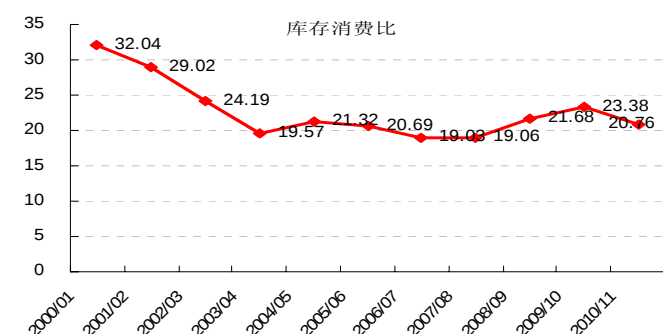


资料来源：WIND，太平洋证券

（二）全球粮食供求趋紧态势中期内难有改观

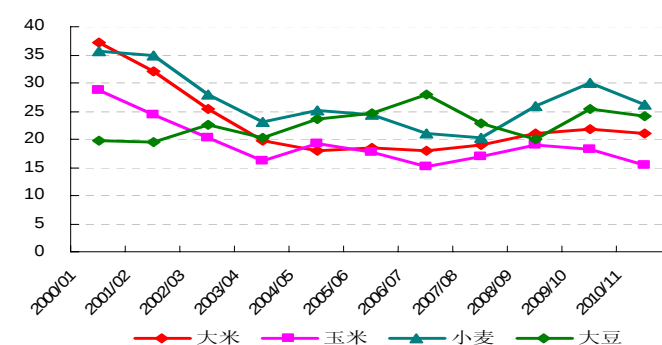
全球粮食供求关系的变化呈现周期性波动规律。期末库存消费比是反映全球粮食供求关系的主要指标。我们观察到，近10年来这一指标的变化呈现出周期性波动的规律，波动周期大致为4年。其中，2000/01-2003/04为第一个波动周期阶段，全球四大主粮的期末库存消费比由高点的32.04%下滑至最低点的19.57%；2004/05-2007/08为第二个波动周期阶段，全球四大主粮的期末库存消费比由高点的21.32%下滑至近10年的最低点19.06%。在这个阶段里，全球粮价出现了史无前例的飙升行情；目前，这一指标的波动正迈入第三个波动阶段，这可能预示着全球粮食供求关系将步入新一轮的紧平衡周期。我们认为，粮食供求关系紧张程度的周期性变化主要受到各国政府对粮价上涨的容忍度、气候的周期性变化等因素的影响，未来还将会反复出现。

图 15：近 10 年来，全球四大主粮期末库存消费比的变化



资料来源：WIND，太平洋证券

图 16：近 10 年来，全球各主粮期末库存消费比的变化

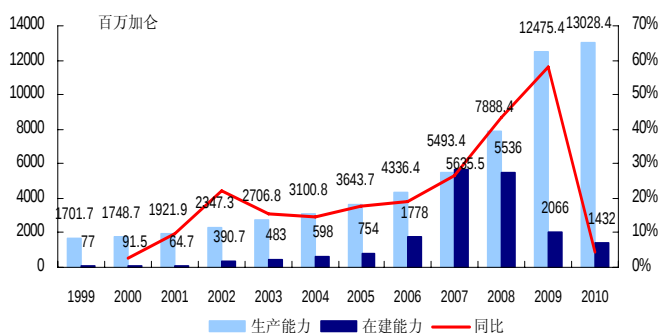


资料来源：WIND，太平洋证券

全球粮食供求趋紧态势中期内难有明显改观。我们认为，2010/11年度只是全球粮食供求关系步入趋紧新周期的第二年，下一年度全球粮食供求关系有可能会受到需求继续高速增长而产量增长不乐观的影响而趋于更紧张。需求继续高速增长的根源主要在于：1、下一年度，美国生物乙醇产能和产量虽然增速回落，但仍将保持高速增长，保守估计增速在10%以上，仅此一项，将增加玉米消费量1200万吨左右，这相当于全球粮食消费量较上一年度增长了0.55个百分点；实际上，除了美国之外，欧盟各国、巴西等其他一些国家也都在近期推出了扩大生物燃料生产的计划，这会进一步增加下一年度生物燃料的粮食消耗量，使得全球粮食供求关系更趋紧张；2、新兴国家经济繁荣所带来的饮食消费结构的变化对粮食需求的拉动。根据美国农业部数据，近五年来，全球粮食消费总量（除美国生物乙醇用途之外）年均复合增速达到1.72%，近三年呈加速增长态势，2010/11年度预测增速为3.1%。

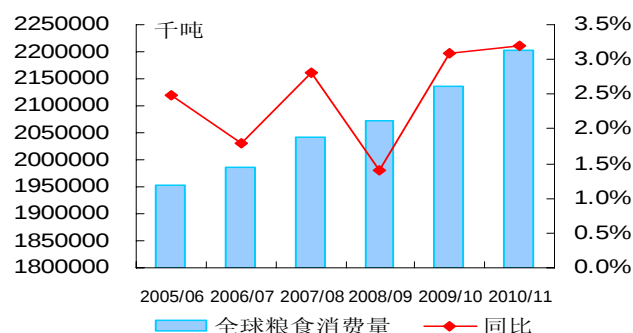
以美国生物乙醇耗用玉米量增长10%和全球粮食消费总量（除生物乙醇用途之外的其他用途）增长1.72%为条件，进行保守估算，2011/12年度全球粮食消费总量将增长2.27%。乐观估计的话，将增长3.65%。而近五年，全球粮食产量的复合增速仅为2.08%，2010/11年度产量增速为-1.24%。显然，供需双方进行力量对比，下一年全球粮食供求趋紧态势则一目了然。

图 17: 2010 年, 美国燃料乙醇产业产能至少增长 10%



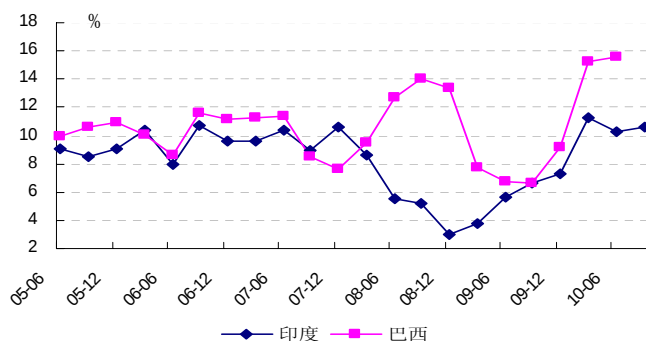
资料来源: WIND, 太平洋证券

图 18: 乐观估计, 2011/12 年度全球粮食消费量增长 3.65%



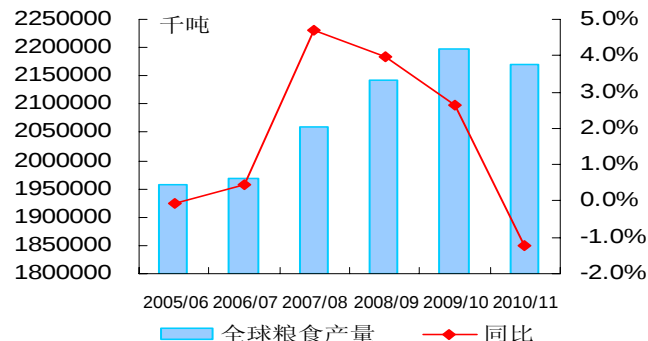
资料来源: WIND, 太平洋证券

图 19: 2008 年后, 新兴国家经济高速增长



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 20: 近五年全球粮食产量年均复合增速为 2.08%



资料来源: WIND, 太平洋证券

（三）预计全球粮价仍将延续中期上涨态势

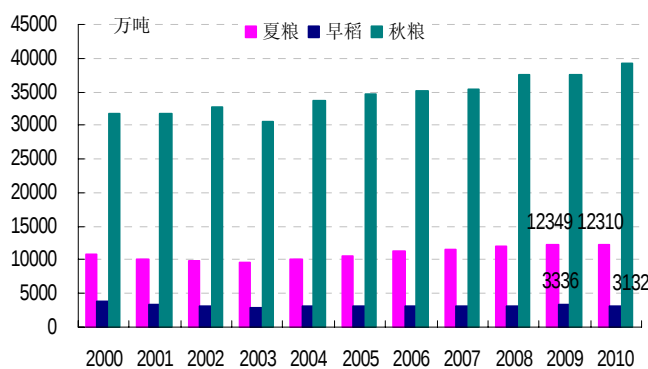
由于全球粮食供求趋紧态势难有改观, 且以美国为首的发达国家为挽救经济复苏缓慢的不利局面向市场投放大量货币导致全球流动性泛滥, 大宗商品价格面临重估, 我们认为全球粮价仍将保持中期上涨态势。

三、国内农产品价格在各种力量博弈中稳步上扬

(一) 国内粮价在各种上涨动因和政府调控的博弈中稳步上扬

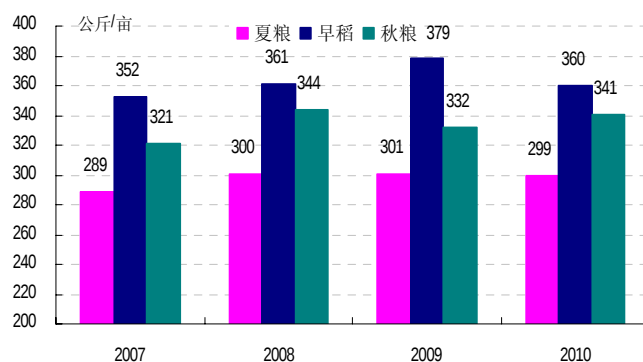
2010 年粮食大丰产主要源自秋粮单产提高。2010 年，尽管我国粮食生产先后遭受了低温冻害、涝灾等气候灾害，粮食产量仍然实现了较大幅度的增长。国家统计局近期公告，2010 年全国粮食总产量为 54641 万吨（10928 亿斤），比上年增加 1559 万吨（312 亿斤），增产 2.9%，是近五年中增长较快的一年。粮食大丰产主要源自秋粮单产提高。2010 年全国粮食播种面积 109872 千公顷（16.48 亿亩），比上年扩大 886 千公顷（1329 万亩），增长 0.8%；粮食单产为 332 公斤/亩，较上年提高了 2.11%，其中秋粮单产为 341 公斤/亩，较上年提高了 2.65%。

图 21：2010 年粮食产量增长了 2.9%



资料来源：WIND，太平洋证券

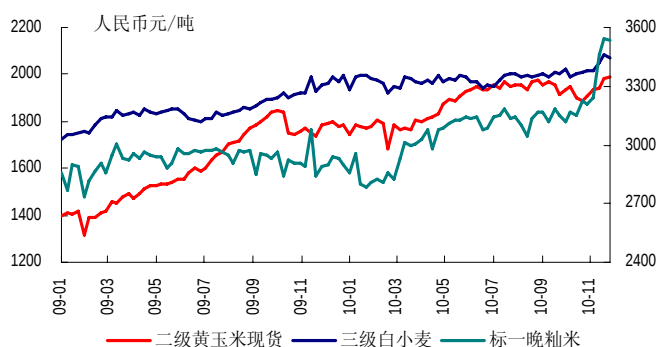
图 22：2010 年秋粮单产提高了 2.65%



资料来源：WIND，太平洋证券

丰产难抑价格继续上涨。丰产之年，粮食价格并没有回落，反而继续上涨。

图 23：郑州粮批发市场三大粮食品种价格在 11 月份之后仍然继续上涨



资料来源：WIND，太平洋证券

图 24：郑州粮批发市场大豆价格在 11 月份之后仍然继续上涨

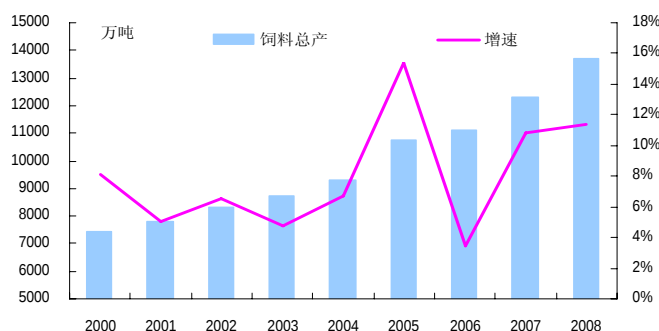


资料来源：WIND，太平洋证券

“丰产涨价”现象反映了粮价长期上涨的要求。我们认为，粮食价格遇丰年不跌反涨“怪象”的存在，并非是由于短期市场力量所引起的，而是反映了其本身存在长期上涨的要求。这种

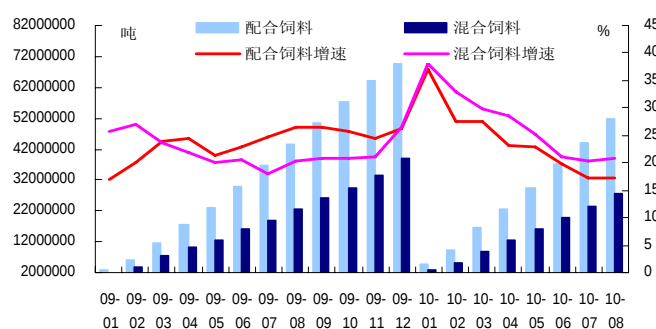
长期上涨的动力主要源自：饮食消费结构变化所带来的需求刚性增长、劳动力成本的加速上扬以及国民财富增长后的消费大升级。这些因素将作用于我国粮食市场并推动粮食长期上涨。

图 25：2000-2008 年饲料产量年均复合增速为 7.95%



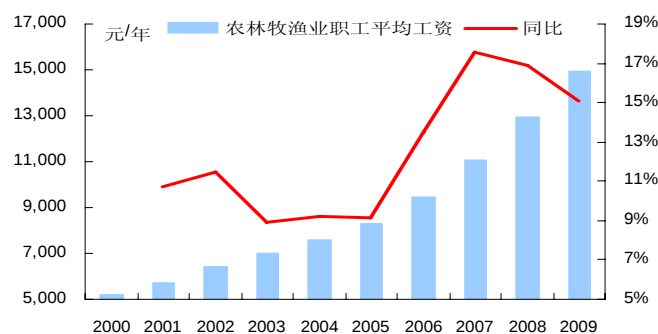
资料来源：WIND，太平洋证券

图 26：2009 和 2010 年饲料产量增速均为两位数



资料来源：WIND，太平洋证券

图 27：近十年劳动力成本年均复合增速为 12.45%



资料来源：WIND，太平洋证券

图 28：近十年粮食价格指数年均复合增速仅为 7.2% 左右



资料来源：WIND，太平洋证券

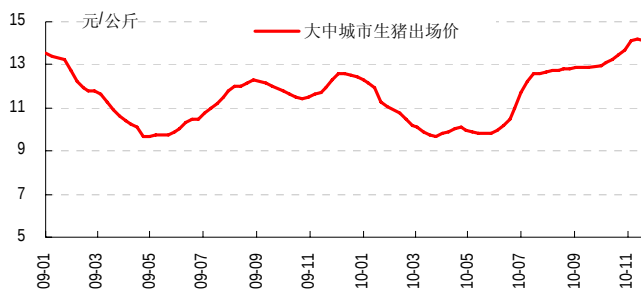
预计明年我国粮价将在各种上涨动因和政府调控的博弈中稳步上行。尽管粮食价格存在长期上涨要求，但其中短期走势受政府调控因素的影响较大，毕竟控制通胀和保增长是政府的首要任务，而且从近 20 年的历史经验来看，政府调控对于平抑粮价的短期波动往往是非常有效的。2010 年，政府已经开始对农产品市场采取了各种调控措施以平抑价格的剧烈波动，这也反映了当前的价格上涨开始触动了政府敏感的神经。因此，尽管今后五年工资水平大幅上涨的可能性大，特别是中低收入阶段工资增速超过社会平均工资增速的可能性更大，进而推高粮食种植的用工成本、并对粮价上涨起到正面促进作用，但我们认为粮价如果出现超出政府预期的涨幅，那么就会面临政府更加严厉的调控措施的出台。我们对明年粮价的总体判断是将会在各种上涨动因和政府调控的博弈中稳步上行，由于政府对明年 CPI 的控制目标大致是 4% 左右，我们推算明年粮价的同比涨幅在 15-20% 之间波动尚属于政府可容忍的范围。

（二）成本上升推动畜禽产品及食用油脂价格继续走高

1、猪肉价格在成本上升推动下稳步上涨

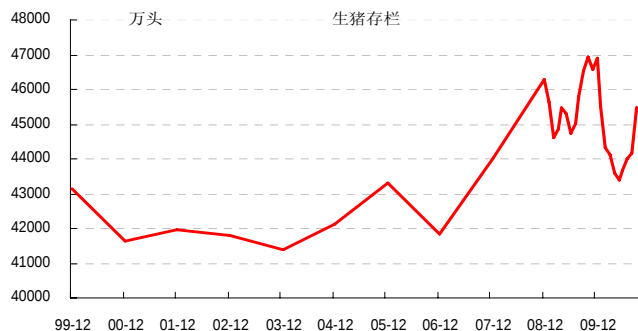
2010 年猪肉价格呈现季节性波动特点，全年均价涨幅落后于粮价。2010 年上半年，受消费由旺转淡的影响，猪肉价格呈现季节性回落走势，七月份以后，受生猪存栏下滑和存栏结构变化的影响，生猪价格开始上涨，并一直持续至今。截至 12 月 1 日，全国大中城市生猪出场价为 14.13 元/公斤，较 6 月最后一周上涨了 35%，较上年同期上涨了 18%，但由于同期粮价上涨幅度较大，导致猪粮比价在 8 月份上升至盈亏平衡点以后一直在 6.5 左右徘徊，生猪养殖效益处于缓慢复苏当中。

图 29：2009 年以来全国大中城市生猪出厂价



资料来源：WIND，太平洋证券

图 30：2010 年生猪存栏量先减后升



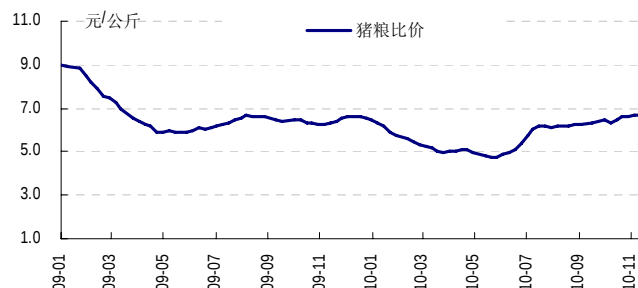
资料来源 WIND，太平洋证券

图 31：2009 年以来全国大中城市玉米批发价



资料来源：WIND，太平洋证券

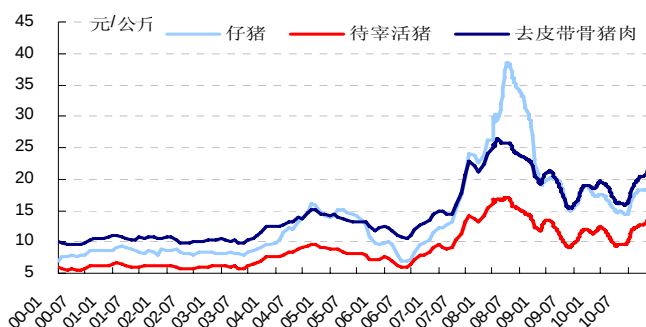
图 32：7 月以后猪粮比价稳定在 6-7 之间



资料来源 WIND，太平洋证券

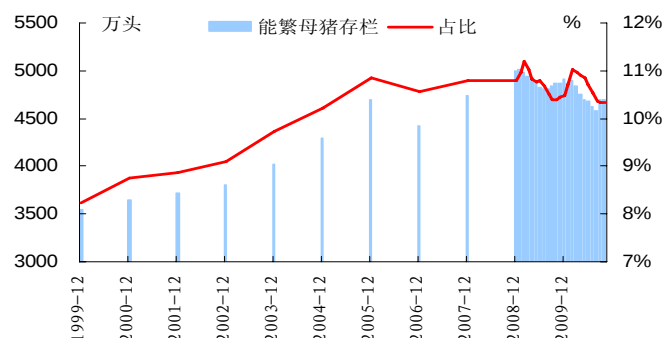
预计 2011 年猪肉价格涨幅有望超过粮价上涨幅度。我们判断 2011 年生猪供求关系将会趋紧，主要理由是：1、明年生猪的总供给水平很可能低于今年。目前，生猪和母猪存栏量较去年同期有了较大幅度的减少，且随着元旦春节的临近，生猪出栏速度加快，存栏量进一步下滑的概率高，这意味着后 4-5 个月的供给水平很可能不如去年同期，造成明年上半年供求关系较去年趋紧；2、七月份至今，仔猪、生猪和猪肉价格涨幅分别为 29%、38%和 37%，仔猪价格涨幅落后于生猪和猪肉价格涨幅，这说明养猪户补栏积极性不高，仔猪市场需求不够旺盛，我们认为养殖户羸弱的补栏积极性如不能在短期内得到有效改观的话，将会进一步影响到 2011 年下半年的生猪供给。基于对 2011 年生猪供求关系趋紧的判断，我们认为厂商在市场价格谈判中将掌握更多的主动权，以便把粮价上涨所带来的成本压力顺利转嫁到下游，因此明年肉价涨幅超过粮价涨幅的可能性较大，预计全年同比涨幅有望超过 20%。

图 33: 7 月份至今仔猪价格涨幅落后于生猪和猪肉



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 34: 8 月份, 我国能繁母猪存栏量为 4580 万头

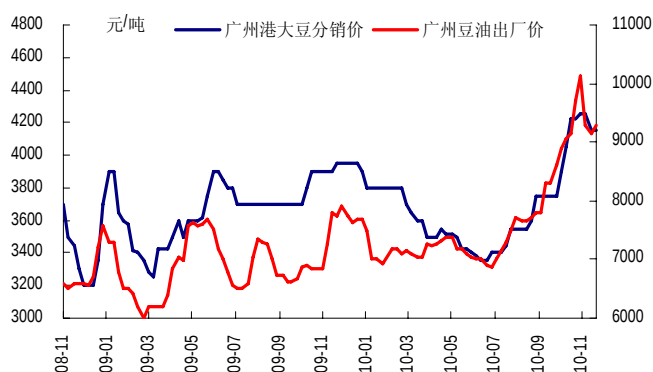


资料来源: WIND, 太平洋证券

2、食用油脂价格仍有上涨动能

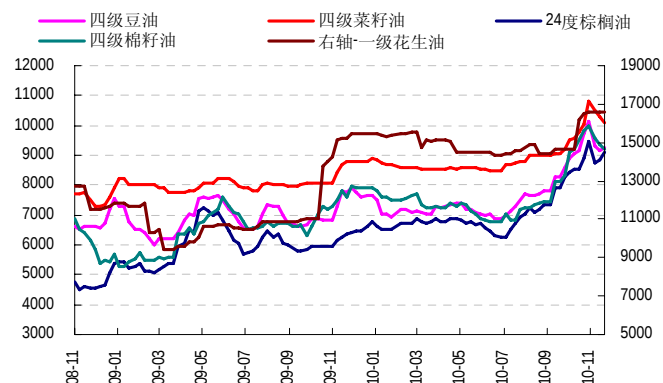
食用油涨价遭遇国家宏观调控回落。新兴国家油脂消费快速增长，促使全球油脂消费增长速度超过产量增长速度，美国农业部在下半年连续调低大豆库存消费比数据，国际大豆及豆油价格自 7 月份以来有一波明显的上涨行情，国内油脂价格受此影响也同步上涨。11 月份，国家针对 CPI 高企实施严厉的宏观调控措施，并开始向市场投放食用油和大豆临时储备来平抑市场价格波动，食用油价格受此影响冲高后小幅回落。

图 35: 7 月份以后到港大豆及豆油价格大幅走高



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 36: 7 月以来, 国内油脂价格小幅上涨

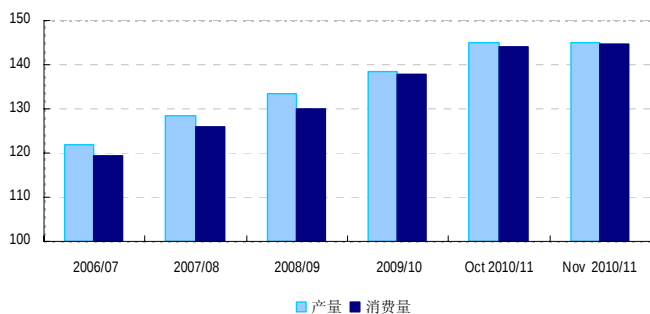


资料来源: WIND, 太平洋证券

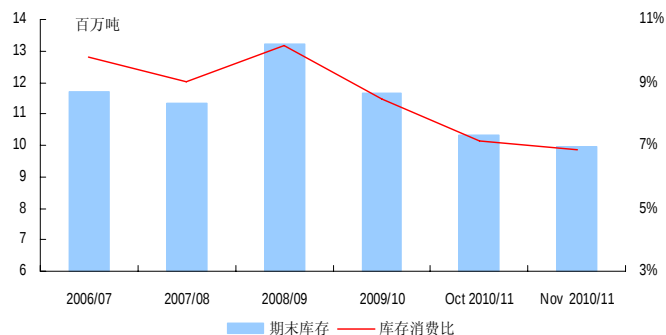
后期油脂价格仍有上涨动能。我们曾在四季度策略报告中提示过，油脂价格上行动力主要源自：1、欧盟油脂减产和加拿大油菜籽供应下滑导致全球 9 大油脂产品供需关系趋紧，库存消费比近 15 年来历史最低位水平；2、大豆价格上涨态势提升压榨成本，也会推动油脂价格上涨。当前，这一动力仍未有改变。

图 37: 近五年全球油脂产量增长落后于消费量（百万吨）

图 38: 2010/11 年度全球油脂库存消费比创 15 年新低



资料来源: WIND, 太平洋证券

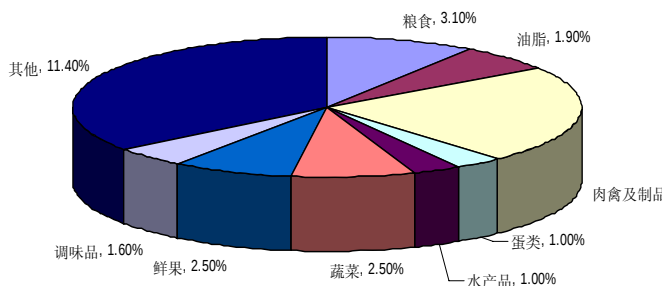


资料来源 WIND, 太平洋证券

四、明年上半年食品 CPI 仍将高企的可能性很大

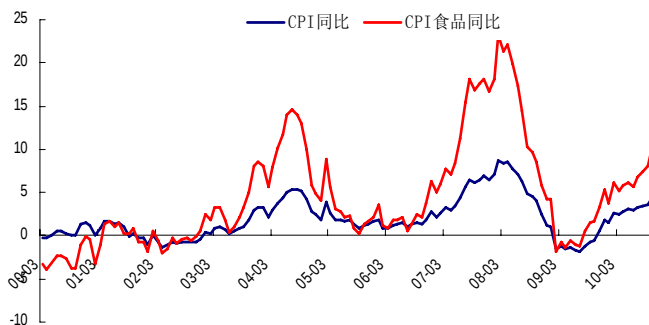
基于对明年粮食、油脂和畜禽肉类产品价格走势的分析, 考虑到 2010 年上述产品价格呈现先低后高的走势, 我们认为, 2011 年上半年食品 CPI 仍将高企的可能性很大。

图 39: 粮食、肉禽及油脂在 CPI 中占比较大



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 40: CPI 和食品 CPI 相关性很强



资料来源 WIND, 太平洋证券

五、行业景气度判断：板块景气仍居高位，各行业间有差异

行业景气度仍居高位。基于对农产品价格在明年仍可走强的判断，我们认为，2011 年板块仍处景气上升阶段，自 09 年始的行业收入和利润增长势头有望在 2011 年延续。

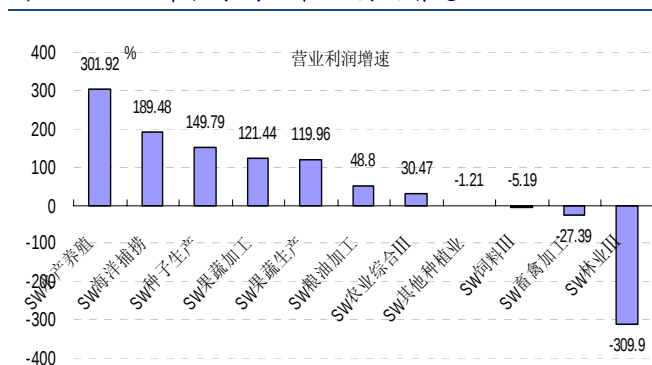
表 2：农林牧渔板块营业收入、营业利润、营业毛利及毛利率（单位：亿元）

	营业总收入(算术平均)	同比	营业利润(算术平均)	同比	毛利	毛利率
2005-12-31	11.6104		0.1367		1.7873	15.39%
2006-12-31	11.9716	3.11%	0.1959	43.31%	1.9002	15.87%
2007-12-31	13.225	10.47%	0.4165	112.61%	1.9369	14.65%
2008-03-31	4.0837		0.1415		0.5818	14.25%
2008-06-30	8.9764		0.2334		1.2125	13.51%
2008-09-30	13.8556		0.1469		1.7985	12.98%
2008-12-31	17.0249	28.73%	0.2413	-42.06%	2.3647	13.89%
2009-03-31	3.337	-18.28%	0.0844	-40.35%	0.555	16.63%
2009-06-30	7.6013	-15.32%	0.2906	24.51%	1.1637	15.31%
2009-09-30	12.2109	-11.87%	0.488	232.20%	1.9542	16.00%
2009-12-31	18.1272	6.47%	0.5823	141.32%	2.6676	14.72%
2010-03-31	4.6853	40.40%	0.1746	106.87%	0.7248	15.47%
2010-06-30	9.701	27.62%	0.3448	18.65%	1.3496	13.91%
2010-09-30	15.5198	27.10%	0.5604	14.84%	2.0606	13.28%

资料来源：WIND，太平洋证券

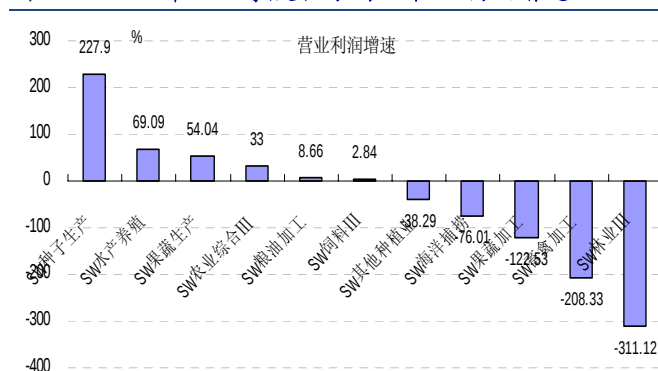
各子行业景气度有差异。各类农产品价格运行趋势不同，相关行业景气度也会有差异。粮价和海产品价格明年仍将高位续涨，种子和海产养殖业处于景气高位上行阶段，业绩增长仍有望继续；畜禽类产品价格明年涨幅表现有望好过今年，畜禽养殖业及屠宰业的业绩明年有望加速回升，处于景气复苏中期阶段；苹果汁价格和番茄酱价格在减产作用下有望加速上涨，行业收入和利润受此影响也会快速增长，处于景气复苏初期阶段；除此之外，其他行业，如粮食加工、饲料加工、棉花加工，尽管产品价格存上涨预期，但由于难以有效转嫁成本上涨压力，有可能面临增收不增利的尴尬局面，处于景气低位。油脂加工行业由于行业集中度高，转嫁成本上升压力的能力强，其盈利能力随大豆等油料价格的上涨而增长，也处于景气复苏阶段。糖价虽然在明年仍可处于高位，但已步入下行周期，蔗糖业处于景气从高位下行阶段。

图 41：2009 年各子行业营业利润增速



资料来源：WIND，太平洋证券

图 42：2010 年 1-3 季度各子行业营业利润增速



资料来源：WIND，太平洋证券

六、投资策略

(一) 估值水平居历史高位

截至12月8日，板块动态PE为62.9倍，相对PE为3.3倍，绝对估值和相对估值水平均居于历史高位区域。我们认为：板块目前较高的估值水平反映了市场对板块处于景气高位阶段，业绩持续增长的预期，但与其他板块相比估值方面的吸引力较弱。

图 43: 截至12月8日，板块动态PE(TTM)为62.9



资料来源: WIND, 太平洋证券

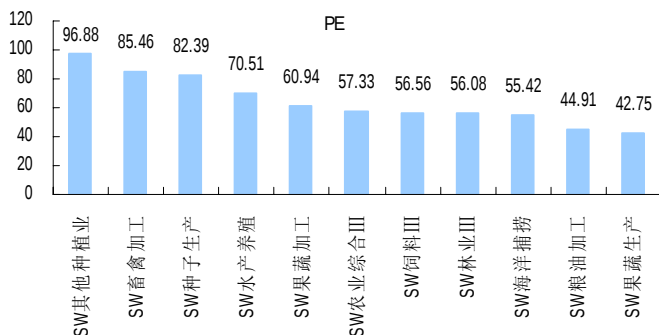
图 44: 截至12月8日，板块相对PE为3.3，高位震荡



资料来源: WIND, 太平洋证券

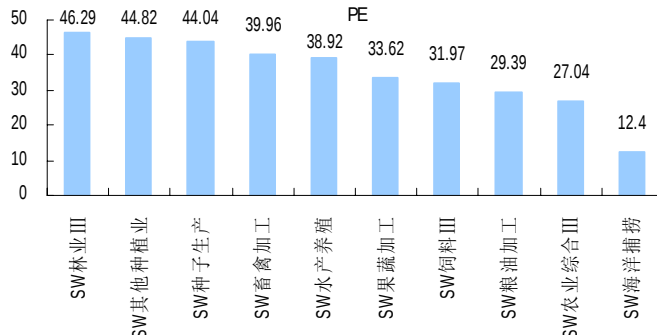
分子行业角度来看，除海洋捕捞以外，其他各子行业无论是动态PE还是预测PE也都处于高位，估值方面不具有明显优势。

图 45: 截至12月8日，各子行业动态PE排序



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 46: 截至12月8日，各子行业预测PE(11年)排序



资料来源: WIND, 太平洋证券

(二) 投资策略：给予板块看好评级

明年，国内粮食、肉禽、油脂等多数农产品价格仍将稳步上行，且上半年由于基数效应同比涨幅可能较大，食品CPI继续走高的概率较大。因此，中期来看，价格方面因素还是比较有利于板块继续获得超额收益。另外，年底的中央农村工作会议和明年两会期间可能出现的利好农业政策仍然是市场关注的焦点，这也是我们看好未来六个月行情的一个重要原因。因此，可给予板块看好的评级。但是，由于目前板块估值水平处于历史较高位，估值方面的吸引力不够强，因此中期内也需防范高估值所带来的压力。

七、重点关注的行业 and 个股

(一) 重点子行业：建议关注位于产业链上游的子行业的趋势性机会。

明年，多数农产品价格和板块景气度稳步上行，重点关注位于产业链上游的种子、水产养殖和畜禽养殖行业。这些子行业由于生产周期比较长，在农产品价格处于上行通道过程中的时候，其成本上升的幅度往往要小于产品价格上涨的幅度，收入和利润会因此而快速增长。另外，还可重点关注期初库存量较大的子行业，如番茄酱行业，在农产品价格上行过程中，大库存量往往会变为业绩快速恢复的动力。

1. 畜禽养殖行业：景气持续回升，重点关注明年上半年畜禽价格

景气持续回升。长期来看，我国畜禽产品消费增速趋缓，年际间需求变化不大，行业景气度主要取决于存栏水平增减所导致的供给变化。2011年初，生猪存栏水平较上年有一定幅度的下降，且未来养殖成本受粮价和豆粕价格影响继续上升的可能性大，受此两因素影响，未来半年猪价的表现应强于粮价，行业景气有可能持续回升。禽类产品未来消费增速要高于猪、牛羊肉，成长性较生猪产品更佳。禽类的供给主要受上一年度祖代鸡养殖规模的影响呈现周期性波动，2010年全国祖代鸡引种规模同比大幅度的下滑将预示着2011年父母代肉鸡和商品代肉鸡产出规模也会出现一定幅度的下滑，鸡肉价格受此影响有可能出现较大幅度的上涨，该行业景气度应高于生猪养殖业。

投资要点：我们认为，畜禽养殖行业受消费增长缓慢影响成长性一般，且估值水平不低，以趋势性投资为主，重点关注畜禽价格的持续性变化，如果畜禽价格在明年超预期大幅上涨，则行业可予以重点关注，重点关注公司有圣农发展、益生股份和顺鑫农业。

2. 种子行业：仍处景气高位，关注粮食价格上涨

粮价继续上涨提升行业盈利能力。粮价上涨会直接带动种子价格上涨。根据我们对2011年粮价涨幅在10-15%水平的判断，我们预计同期种子价格涨幅也将达到这一水平，一些优质种子价格涨幅甚至还将超过该水平。由于种业公司一般采取包亩产值方式与农户签订制种合同，制种成本提前锁定，价格上涨会显著提升种业盈利水平，特别是拥有优质产品的公司盈利水平。

政策利好预期提升行业景气度。2010年是种子执法年，另外年初的中央一号文件也提出要大力扶持种业发展，提高种子行业竞争力，扶持龙头企业做大做强，制种行业也被纳入“十二五”期间重点发展的七大新兴产业之一，育种行业的发展开始关系到了国家经济发展战略和结构调整步伐，其重要性被提至前所未有的高度。明年是“十二五”的第一年，相关规划及落实政策措施会纷纷出台，预期仍将会有诸如促进行业兼并重组、扶持制种技术进步等利好制种行业的政策出台，行业景气度将会再次得到提升。

投资要点：我们认为，目前，种子行业虽处于景气高位，其良好的业绩前景和政策利好预期所带来的估值水平提升已经基本反映到了股价上，明年再次出现整体大幅向上行情的可能性不大，主要关注粮价波动所带来的趋势性机会，以及估值水平波动和重大事件所带来的交易性机会。其中，明年一季度可重点关注优势品种先玉335和新通过审定品种农华101的销售情况，相关公司有登海种业、大北农、敦煌种业。

3. 水产养殖行业：长期看成长，短期看通胀

成长性确定。我国较低的人均水产消费量、捕捞总量难以增长和水域资源有限的现状奠定了水产养殖行业良好的成长前景，行业景气度将长期居于高位。上市公司借助资本市场的融资优势，近几年开始纷纷对外扩张，行业集中度将进一步提升，行业成长性仍是农业各子行业中最为确定的。

短期看通胀。由于水产品长期供不应求，在通胀水平不断提升的背景下，产品涨价速度和公司业绩提升幅度往往也超过其他畜禽养殖公司以及其他子行业公司，因此股价的表现与通胀水平之间的相关性较为紧密。

投资要点。我们认为，行业目前估值水平仍未充分体现其成长性，未来估值水平仍有进一步提升的空间，可长期看好。中期来看，明年可重点关注上市公司外延式扩张战略效果的显现，相关公司有好当家、东方海洋、壹桥苗业和獐子岛，其中东方海洋实施外延式扩张战略的效果有望充分体现在未来三年业绩的提升上，建议予以重点关注。

4. 番茄酱行业：步入景气上升期，重点关注期初库存和番茄酱价格

景气回升。长期来看，由于全球番茄酱需求增速放缓至个位数，年度间行业景气度的变化主要受供给变动的影响。2010年，全球加工用番茄量下滑14%至3500万吨左右，美国、欧盟和中国三大产区均减产，其中中国减产28%，减产幅度最大。供给减少有可能促使番茄酱价格大幅回升。预计番茄酱价格在2011年将会反弹至1000美元/吨以上，新中基和中粮屯河因留有上榨季大量库存将在此次价格反弹中受益。

投资要点：我们认为，番茄酱行业需求增速放缓，且目前估值水平也不低，因此主要考虑趋势性投资，重点关注番茄酱价格的持续性变化。预计明年番茄酱价格将大幅上涨，届时可以重点关注。

5. 油脂压榨行业：步入景气上行期，重点关注大豆和油脂价格变化

步入景气上行期。新兴国家人均油脂消费量增长较快奠定了全球油脂行业良好成长性的基础，行业景气度持续处于高位。我国油脂行业集中度高，转嫁成本上升压力的能力强，在原料价格上涨过程中，油脂产品的价格涨幅往往超过原料，企业的盈利能力也会进一步增强，行业景气度将会上升。2011年，我们预计大豆价格将有较大幅度的上涨，我国油脂行业受此影响将步入景气上升期。

投资要点：我们认为，油脂压榨行业已经步入景气上行期，且目前估值水平也不高，既具有趋势性投资机会，也具备一定的长期投资价值。重点观察大豆和油脂价格的变化。预计明年大豆和油脂价格将大幅上涨，届时可以重点关注。

(二) 重点公司

个股方面，明年重点关注受益于畜禽价格上涨预期的圣农发展、益生股份、新希望、顺鑫农业和民和股份，受益于番茄酱价格上涨的新中基和中粮屯河、受益于水产品价格上涨的獐子岛、好当家和东方海洋，以及受益于粮价上涨、产品销售有可能超预期的登海种业、大北农和敦煌种业、受益于大豆价格上涨的金德发展和东陵粮油。

表 3: 重点关注公司盈利预测表

代码	名称	最新评级							股价
			09E	10E	11E	09E	10E	11E	10-12-8
000860	顺鑫农业	买入	0.41	0.60	1.05	59	40	23	24.02
600598	北大荒	推荐	0.34	0.26	0.30	41	52	46	13.84
000061	农产品	推荐	0.36	0.67	0.83	52	28	23	19.04
600354	敦煌种业	推荐	0.20	0.60	1.02	181	60	36	36.30
002041	登海种业	推荐	0.55	1.16	1.77	120	57	37	66.00
000911	南宁糖业	推荐	0.44	0.82	0.98	46	24	20	20.01
600438	通威股份	推荐	0.26	0.24	0.35	37	40	27	9.55
000876	新希望	买入	0.48	0.58	0.70	39	32	27	18.83
002100	天康生物	推荐	0.49	0.49	0.85	44	44	25	21.54
002124	天邦股份	推荐	0.25	0.38	0.49	45	29	23	11.08
600195	中牧股份	推荐	0.72	0.79	0.97	35	32	26	24.95
600201	金宇集团	推荐	0.25	0.41	0.48	56	35	30	14.21
002299	圣农发展	推荐	0.51	0.66	1.03	66	51	33	33.60
002200	绿大地	推荐	0.44	0.44	1.01	85	84	37	37.08
000972	新中基	推荐	0.02	0.10	0.31	762	131	41	12.65
600737	中粮屯河	推荐	0.42	0.27	0.43	32	50	31	13.49
600962	国投中鲁	推荐	0.07	0.14	0.34	186	95	41	13.66
002069	獐子岛	推荐	0.76	0.86	1.15	59	52	38	44.42
600467	好当家	推荐	0.16	0.21	0.34	53	36	26	14.05
002157	正邦科技	推荐	0.23	0.39	0.61	52	34	23	16.26
002458	益生股份	买入	0.00	0.77	1.01	52	34	23	35.32
000639	金德发展	推荐	0.00	0.00	0.00	52	34	23	32.68
000893	东凌粮油	买入	1.17	0.77	1.15	48	25	17	25.04

数据来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。