

农业行业 2011 年二季度投资策略

水产饲料投资价值凸现 长期关注畜禽养殖行业

熊峰 农林牧渔 分析师

电话: 0755-82803888

eMail: xf@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511010018

2 季度农业行业投资逻辑与关注重点

1) 规避估值较高的种业板块; 2) 海产品受地震影响需求或被压制相应板块短期内难有表现; 3) 另外大宗商品, 或因增产预期而出现回调走势, 对食糖加工、棉花加工等子行业形成压力, 因此我们判断在 2 季度农林牧渔板块难有整体上涨的可能。但水产饲料子行业因需求旺季提振下业绩向好, 投资机会凸显。而年报中我们长期看好的规模化畜禽养殖行业, 将因消费升级和价格上涨双因驱动, 继续涨势。

水产饲料行业: 周期波动拐点, 投资机会凸现。

家禽养殖行业: 消费升级与通胀双轮驱动, 行业具有长期投资价值。

宏观不确定性增加 天气危机解除 商品或回调

中东地区不安定因素上升、强震及海啸摧毁全球第三大经济体日本主要农产品产地、葡萄牙再次被下调主权评级等事件, 引发市场对全球经济复苏进程退后的担忧。“拉尼娜”现象产生的影响在 2 季度开始将逐渐减弱, 气象灾害缓解有利农产品种植。且因去年农产品价格大幅上涨, 农民增种意愿强烈, 强烈增产预期下, 我们认为 2 季度农产品将呈回调走势。

重点推荐公司

海大集团、通威股份、圣农发展、雏鹰农牧、星河生物

风险提示

农产品大宗商品价格回调风险、疫病发生风险、自然灾害风险。

重点公司业绩预测与估值

简称	股价	EPS			PE			PEG	目标价	评级
		10	11E	12E	10	11E	12E			
海大集团	28.12	0.72	1.03	1.43	39.05	27.30	19.66	0.67	36.05	买入
通威股份	9.87	0.23	0.38	0.46	42.91	25.97	21.46	1.30	13.30	买入
圣农开发	19.06	0.34	0.54	1.12	56.05	35.30	17.02	0.56	24.30	
雏鹰农牧	60.63	0.92	1.62	2.19	65.90	37.43	27.68	0.49	72.90	买入
星河生物	76.69	0.63	0.97	1.78	121.73	79.06	43.08	1.47	82.45	买入

数据来源: 公司报表, 广发证券发展研究中心

行业评级

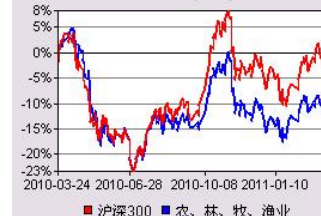
持有

前次评级

持有

行业走势

农、林、牧、渔业(0101)指数走势图



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	0.03%	0.89%	-10.90%
沪深 300	2.32%	3.22%	-0.36%

目录索引

一、二季度农业投资逻辑与关注重点	5
(一)、二季度重点推荐水产饲料加工企业	5
(二)、家禽养殖行业 具有长期投资价值	8
二、宏观不确定性增加 天气危机解除 商品或回调	10
(一)、全球经济复苏不确定性增加 农产品承压调整	10
(二)、“拉尼娜”减弱 增产预期下农产品价格承压调整	10
三、政策调控目标“保粮增收 稳物价 促发展”	11
(一)、大力发展现代农业，确保粮食总产量稳定增长	11
(二)、发展现代化、规模化农业	11
(三)、压制中间环节稳定物价 惠及农业上中下游	12
四、增产预期下 2 季度农产品调整概率大	12
(一)、豆类	12
(二)、增产预期强烈 棉花期货价格或有回调	14
(三)、库存消费比持续下降，稻谷大宗价格高位震荡	15
(四)、供需紧张 白糖易涨难跌	18
(五)、消费淡季到来，肉价或有回落但空间有限	20
(六)、核辐射抑制需求 海产品价格不确定性增加	20
(七)、库存压制 番茄酱价格上涨缓慢	21
五、重点推荐公司	22
(一)、海大集团 (002311): 规模增长迅速 业绩超于预期	22
(二)、通威股份 (600438): 水产饲料王者归来	22
(三)、雏鹰农牧 (002477): 创新模式+优秀团队+行业景气，未来业绩可期	22
(四)、圣农发展 (002299): 肉鸡一体化经营 业绩稳步增长	22
(五)、星河生物 (300143): 成长性是公司长期看点	23
六、主要上市公司估值	23
七、风险提示	24
(一)、农产品大宗商品价格回调风险	24
(二)、疫病发生风险	24
(三)、自然灾害风险。	24

图表索引

图 1、中国城乡与农村居民人均收入变化.....	5
图 2、中国城镇与农村恩格尔系数变化	5
图 3、城镇居民水产品消费情况	6
图 4、城镇与农村家庭水产品购买量	6
图 5、农产品与菜篮子产品批发价格指数.....	6
图 6、水产品出口情况	6
图 7、海产品人工养殖规模变化情况	7
图 8、淡水产品人工养殖规模变化情况	7
图 9、水产饲料工业销售产值变化	7
图 10、水产配合饲料产能变化.....	7
图 11、水产饲料营业收入与毛利率	8
图 12、2009 年世界主要国家人均每日鸡肉消费量对比图 单位：克	9
图 13、CRB 商品指数.....	10
图 14、全球主要农产品期末库存消费比	10
图 15、SOI 指数变化.....	11
图 16、我国豆类商品期末库存消费比变化.....	12
图 17、DCE 与 CBOT 大豆期价走势	12
图 18、DCE 与 CBOT 豆粕期价走势	13
图 19、DCE 与 CBOT 豆油期价走势	13
图 20、油脂大宗价格走势	13
图 21、分等级豆油批发价	13
图 22、各地区大豆现货价格与价差	14
图 23、各地油厂压榨利润走势.....	14
图 24、全球与主要产棉国棉花期末库存消费比变化	14
图 25、中国棉花产销量变化	14
图 26、棉花内外期货价格走势.....	15
图 27、主产与主销区棉花现货价格	15
图 28、稻谷最低收购价格变化.....	15
图 29、玉米、小麦、水稻期末库存消费比变化.....	15
图 30、中国大米产量与期末库存消费比变化	16
图 31、ZCE 早籼稻与 CBOT 糙米期货价格走势	16
图 32、大米及面粉城市平均价格走势	16
图 33、中国大米月别加工量变化	16
图 34、全球在产主产国小麦期末库存消费比变化	17
图 35、中国小麦产量与期末库存消费比变化	17
图 36、ZCE 与 CBOT 小麦期货价格走势	17
图 37、中国小麦现货价格.....	17
图 38、全球在产主产国玉米期末库存消费比变化	18
图 39、中国玉米产量与期末库存消费比变化	18
图 40、DCE 与 CBOT 玉米期货价格走势	18
图 41、主产区玉米现货价格	18
图 42、我国食糖产量与期末库存消费比变化	19

图 43、ZCE 与 CBOT 白糖期货价格走势	19
图 44、白糖现货价格	19
图 45、仔猪、生猪价格与猪粮比价	20
图 46、生猪与能繁母猪存栏量变化	20
图 47、肉类全国平均价	20
图 48、肉类市集平均价	20
图 49、威海水产品市场海产品大宗价	21
图 50、威海水产品市场淡水产品价格	21
图 51、番茄酱出口量及出口均价变化	21
表 1：可比上市公司盈利能力对比（2010 年前 3 季度）	8
表 2：农林牧渔上市企业估值预测表	23

一、二季度农业投资逻辑与关注重点

从目前农林牧渔各子行业走势上看，我们认为要规避估值较高的种业板块；而海产品受地震影响需求或被压制，相应板块短期内难有表现；另外大宗商品在种植季节或因增产预期而出现回调走势，将对食糖加工、棉花加工等子行业形成压力。因此我们判断在 2 季度农林牧渔板块难有整体上涨的可能。但水产饲料子行业因需求旺季提振下业绩向好，投资机会凸显。而年报中我们长期看好的规模化畜禽养殖行业，将因消费升级和价格上涨双因驱动，继续涨势。

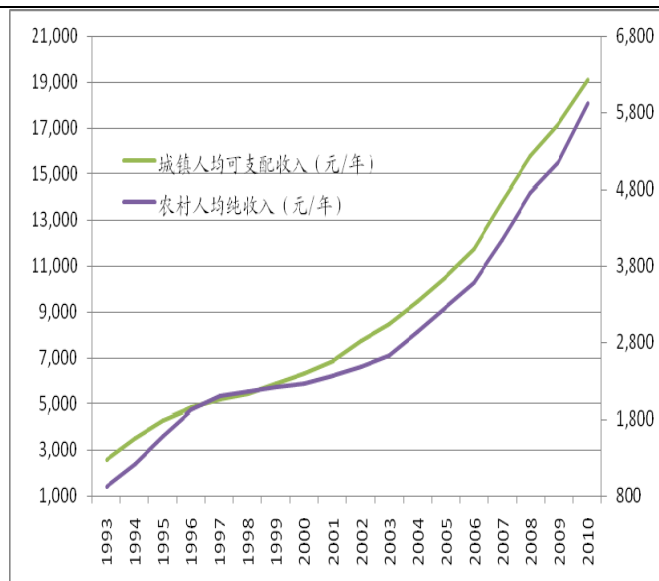
（一）、二季度重点推荐水产饲料加工企业

1、收入增长+理念转变 水产品消费增长迅速

“十一五”期间我国国内生产总值实现年均 11.2% 的增长，期间人民收入实现跨越式增长。2010 年，我国城镇与农村居民人均收入分别为 1.91 万元、0.59 万元，较 5 年前分别增长 204.28%、162.67%。收入的明显增加使国民消费能力与弹性增强，恩格尔系数的不断下降就是一个证明。收入的增长及消费意识的提升使国民对食品的需求，从基本的吃饱转变为“质量高、营养好、安全性强”等高层次需求。

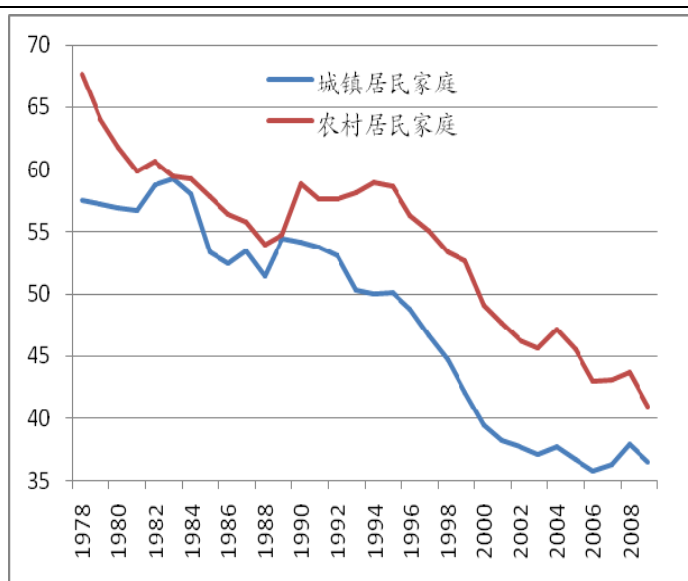
水产品因其“营养丰富、低脂高钙”等特性，被消费大众所喜爱，消费量持续增加。2010 年，水产品的城镇居民人均消费量与农村居民人均消费量分别为 5.41 公斤（预测值）、5.27 公斤，各自的近 10 年复合增长率分别为 5.29%、3.30%。

图 1、中国城乡与农村居民人均收入变化



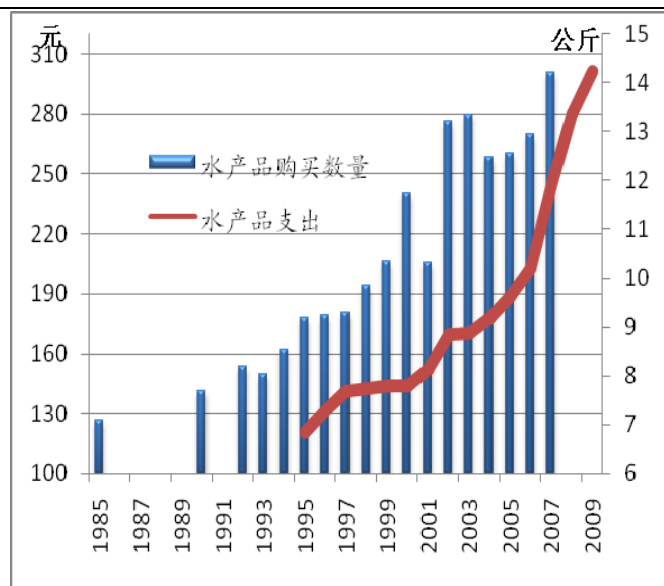
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 2、中国城镇与农村恩格尔系数变化



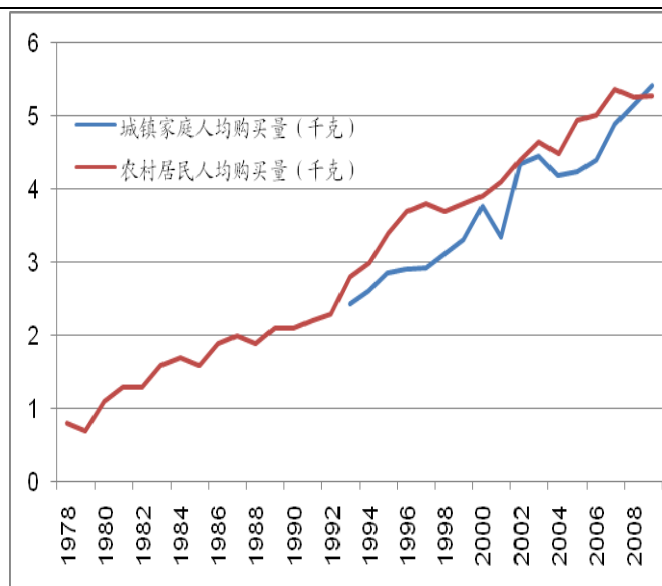
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 3、城镇居民水产品消费情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 4、城镇与农村家庭水产品购买量



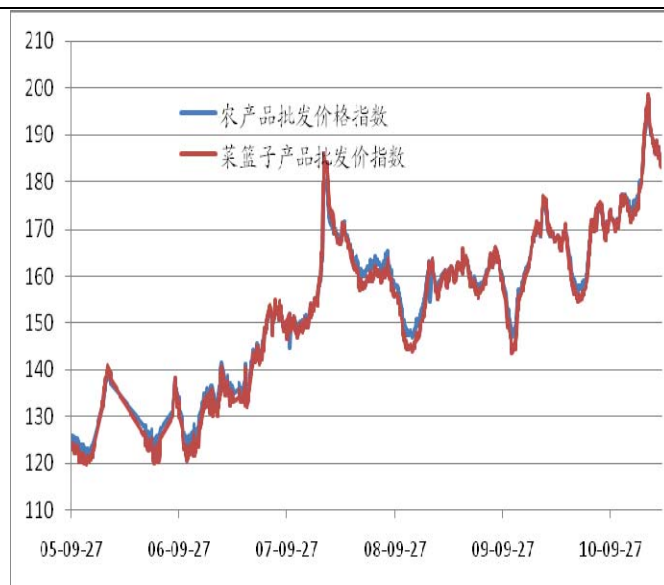
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

2、消费升级+资源限制 人工养殖规模不断扩大

近年来我国水产品可谓是量价齐升的局面。在国家各种政策的调控与消费增长带动下，农产品价格快速上涨，而水产品更因其较高的营养价值使需求快速增长，其价格保持着底部抬升式的上涨。

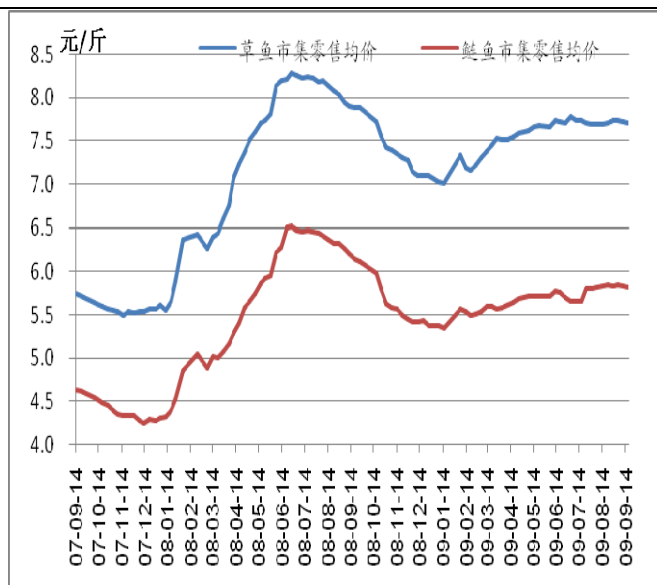
工业化进程的加快、房地产事业的迅速发展及过度的海洋捕捞，使我们从自然中获得的水产品数量急剧下降，人工养殖规模的不断扩大弥补了需求增长与产量下降造成的空缺。2009 年我国海产品总产量为 2681.56 万吨，其中人工养殖量为 1405.22 万吨，占总量 52.40%；淡水产品总量为 5116.40 万吨，其中人工养殖量为 3621.68 万吨，占总量的 70.79%。历史数据显示，我国海水养殖规模与淡水养殖规模的近 10 年复合增长率分别为 5.13%和 6.09%。

图 5、农产品与菜篮子产品批发价格指数



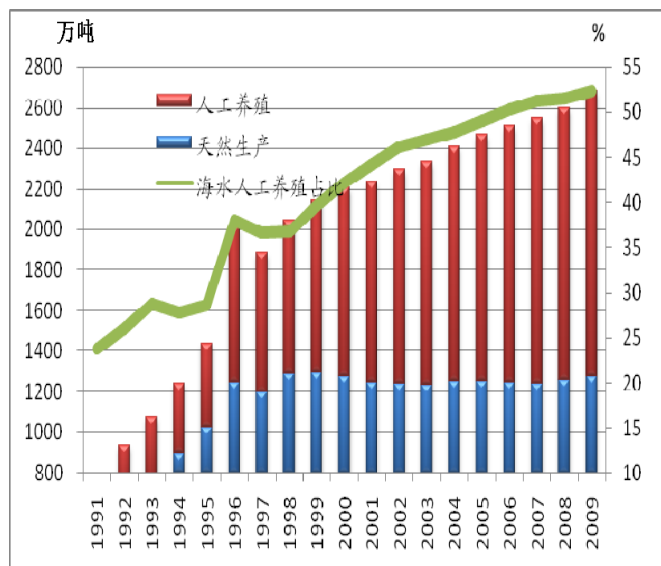
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 6、水产品出口情况



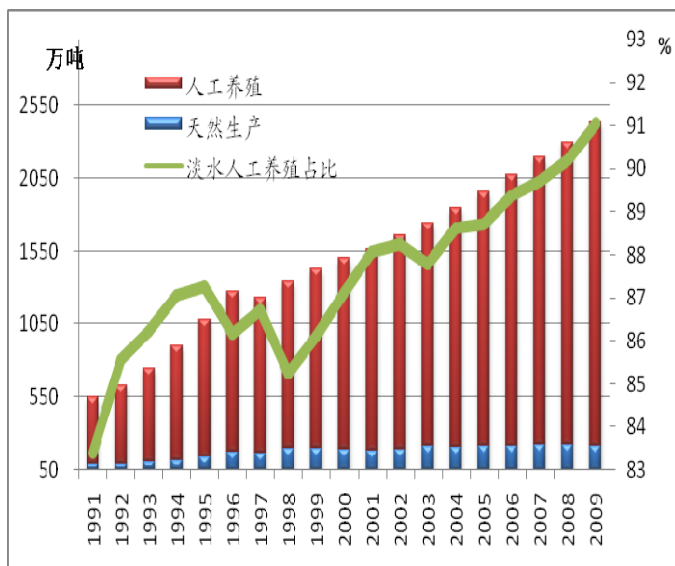
数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 7、海产品人工养殖规模变化情况



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 8、淡水产品人工养殖规模变化情况

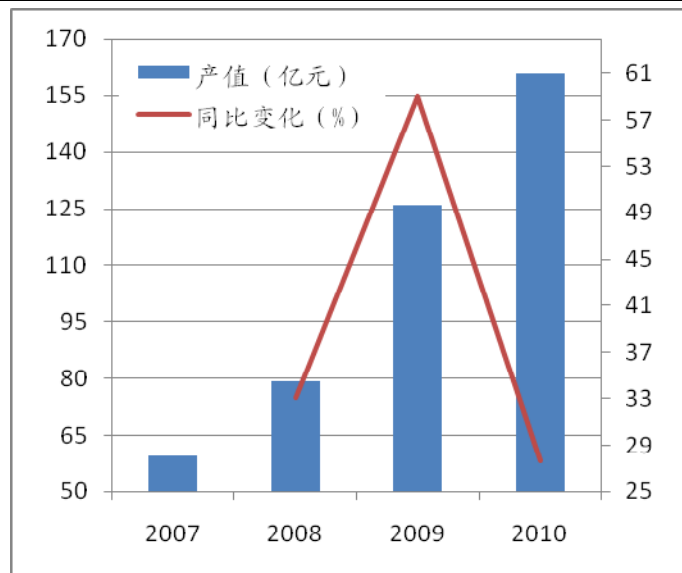


数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

3、水产饲料受养殖业带动 规模快速增长

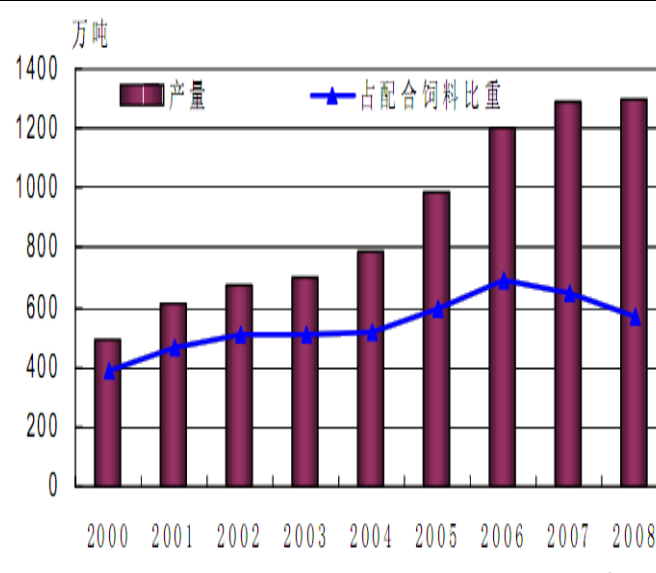
养殖规模的快速增长带动水产饲料需求的不断扩大，近 10 年来水产配合饲料产能增速持续高于 15%。2010 年，水产饲料工业销售产值为 160.78 亿元，同比增长 26.67%，近三年复合增长率高达 39.27%。

图 9、水产饲料工业销售产值变化



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 10、水产配合饲料产能变化



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

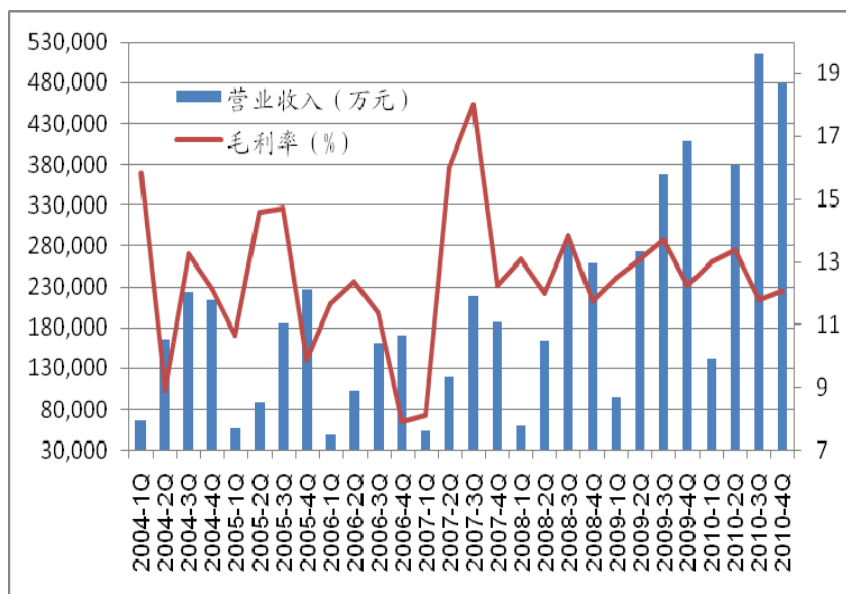
4、水产饲料季节波动明显 2 季度投资好时机

近年来，水产饲料行业实现规模与收入双增长。但从行业波动规律来看，其有明显的季节性特点。5-10 月，是水产养殖的黄金季节，饲料需求量明显放大，且在需求提振下企业的毛利率也都处于年内高位。综合看来，我们认为 2 季度，水产饲料行业因需求提振业绩增长较快，是比较好的投资时机。

重点关注海大集团与通威股份。海大集团我们看好公司的长期成长性；通威

股份剥离新能源等副业后，强势回归，管理层上传下达的执行力将给公司带来新的生机。

图 11、水产饲料营业收入与毛利率



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）、家禽养殖行业 具有长期投资价值

1、投资少、见效快 生鸡养殖投资正当时

鸡鸭鹅等家禽业是畜牧业的重要组成部分，与生猪、肉牛等的养殖相比，家禽养殖业具有投资少、周期短、见效快、节粮等特点，而且由于不是政策关注的重点，所以市场化程度更高。因此，与其他的畜牧产品相比，我们更为看好以鸡为主的家禽养殖。在 A 股市场上，家禽养殖类的上市公司基本上集中在养鸡的公司主要有，圣农发展、民和股份、益生股份、华英农业、雏鹰农牧等。

表 1：可比上市公司盈利能力对比（2010 年前 3 季度）

	圣农发展	民和股份	益生股份	华英农业	雏鹰农牧
毛利率（%）	16.79	10.25	24.4	11.45	23.93
ROE（%）	9.08	3.91	4.54	3.73	4.84
EPS	0.37	0.22	0.45	0.23	0.74

数据来源：广发证券发展研究中心

2、中国肉鸡行业特点

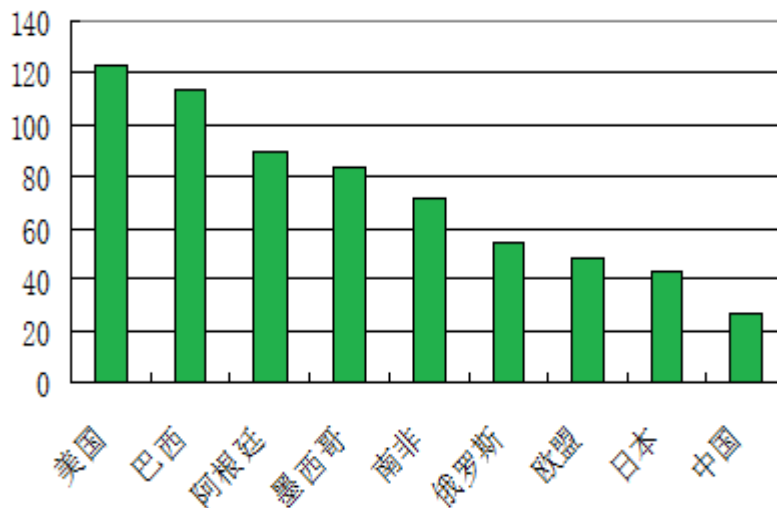
- 1) 已形成了以白羽肉鸡为主的食用肉鸡结构
- 2) 我国白羽肉鸡产业尚未形成完整体系
- 3) 行业发展水平日益成熟
- 4) 鸡肉消费量和产量均保持增长态势

3、消费规模稳步增长

近年来我国鸡肉消费量已超过鸡肉产量，我国自产鸡肉不能完全满足鸡肉消费需求，鸡肉净进口的数量逐年增加，2009 年达到了 89 万吨，为历史最高水平。

同时，由于与猪肉的替代关系，在 2007 年猪肉生产和市场价格出现较大波动的情况下，肉鸡的生产和消费增长获得了良好的机会。据中国畜牧业协会的统计和测算，到 2010 年中国白羽父母代肉种鸡将达到 3,674 万套，白羽商品肉鸡 40 亿只，2015 年父母代肉种鸡将达到 4,379 万套，白羽商品肉雏鸡 48 亿只，白羽肉鸡饲养量和鸡肉产量都将稳步增加。

图 12、2009 年世界主要国家人均每日鸡肉消费量对比图 单位：克



数据来源：博亚和讯资信网、广发证券发展研究中心

4、重点关注公司

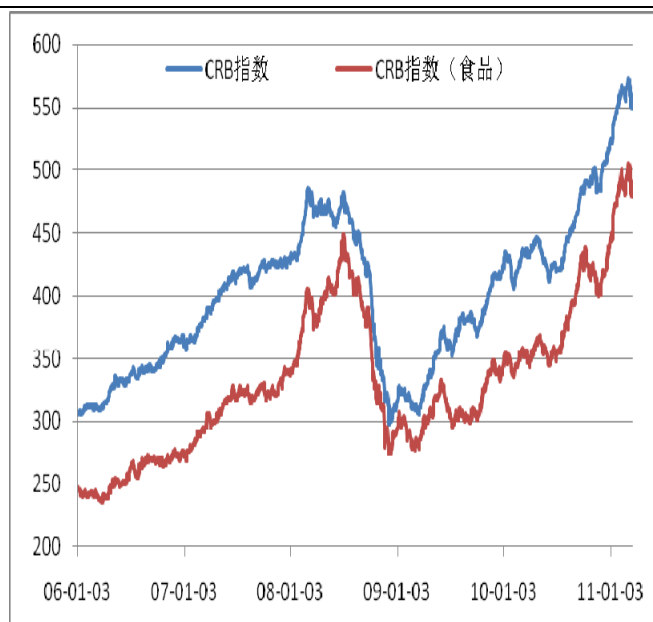
家禽养殖行业在产品消费升级带动下，盈利能力将逐渐增强，其中我们看好**圣农发展及雏鹰农牧**。而雏鹰农牧不仅仅是受益于产品的价格上涨，其独特的经营模式和风险控制能力也使企业可快速实现规模扩张，盈利能力较强。

二、宏观不确定性增加 天气危机解除 商品或回调

（一）、全球经济复苏不确定性增加 农产品承压调整

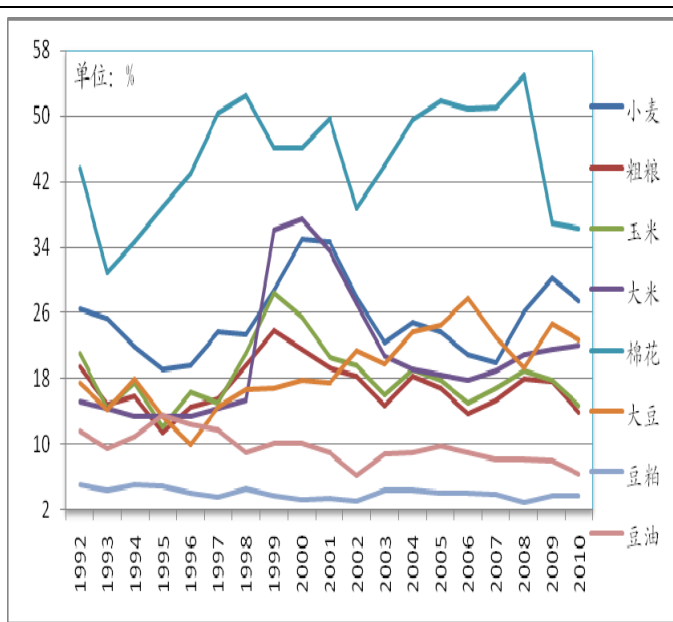
中东地区不安定因素上升、强震及海啸摧毁全球第三大经济体日本主要农产品产地、葡萄牙再次被下调主权评级等事件，引发市场对全球经济复苏进程退后的担忧。美国 CRB 商品指数近期出现调整走势，就是市场担忧的表现。从宏观角度看，我们认为局势的不安稳和世界第三大经济体的灾难重创都使一段时期内，国际需求受到压制。而日本海外资金回流也加剧美元下行，国际大宗商品走势将出现分化。而国内方面，流动性紧缩政策不断出台，加上新五年计划里“国家调整经济过热发展稳定增长”的目标明确，因此我们认为从大宏观的角度，农产品大宗商品价格在 2 季度将面临回调的局面。特别是去年稻谷、糖、棉花价格上涨明显，如果后期天气条件良好，那么增产预期下，各品种回调的可能性加大。

图 13、CRB 商品指数



数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

图 14、全球主要农产品期末库存消费比

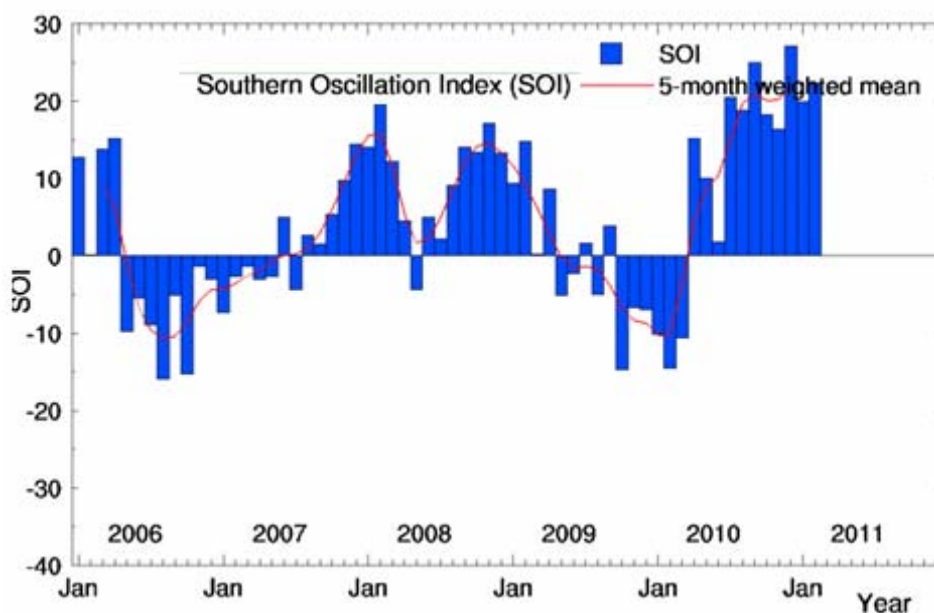


数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

（二）、“拉尼娜”减弱 增产预期下农产品价格承压调整

年报中我们已经对今年 1 季度我国大部可能遭受低温寒冷天气侵袭进行了解说。从最新的 SOI 指数上看，全球仍旧受到拉尼娜现象的影响。不过拉尼娜现象通常持续时间不会超过 1 年，因此我们认为从 2 季度开始“拉尼娜”对我国的低温寒冷影响将减弱。不过拉尼娜过后“厄尔尼诺”现象发生概率加大，虽然从目前 SOI 天气模型上看，尚不能判断“厄尔尼诺”产生的具体时间，但从历史数据中看，其形成的时间多始于 2 季度，并会对我国长江流域大部地区造成影响。但因去年主要农产品价格上涨明显，农民今年增种意愿强烈，因此我们认为 2 季度如果天气不出意外，那么大宗农产品价格将在增产预期下承压调整。

图 15、SOI 指数变化



数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

三、政策调控目标“保粮增收 稳物价 促发展”

刚刚闭幕的全国人大四次会议。会议表决通过了《关于国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要的决议》，其中关于未来五年我国农业可总结为“发展现代化农业、保粮食增产、促农民收入增长、调流通稳定农产品价格”。

（一）、大力发展现代农业，确保粮食总产量稳定增长

“十二五规划”中，把未来五年落实一千亿斤粮食的增产能力作为主要目标。从最近公布过的最低收购价格来看，国家充分考虑粮食与经济作物争地等影响，将采用政策扶持，提升农民种粮积极性。而“十二五”规划纲要更提出，加快构建以东北平原、黄淮海平原、长江流域、汾渭平原、河套灌区、华南和甘肃、新疆等农产品主产区为主体，其他农业地区为重要组成的“七区二十三带”农业战略格局，涉及水稻、小麦、玉米、棉花、大豆、油菜、甘蔗、畜产和水产等农产品。我们认为在新五年里，国家将一方面通过政策倾斜保障粮食作物增产增收，提高直补和通过科技提升单产是主要手段。同时考虑到经济的均衡发展，国家也不会放松对高附加值的经济作物扶持，或将在给予农民补贴的基础上，通过政策优惠等扶持下游产业。

（二）、发展现代化、规模化农业

“优化农业生产力布局，实现资源条件高效配置，发展规模化农业企业，加快建设现代农业发展，提升农业综合生产能力”是“十二五”规划中值得关注的内容。提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率，必须进一步优化农业生产力布局。“十二五”时期国家将围绕现代农业重点建设任务，以最急需、最关键、最薄弱的环节和领域为重点，与规划纲要相衔接，组织实施一批重大工程，重点包括旱涝保收

高标准农田建设工程、新一轮“菜篮子”建设工程、现代种业工程、渔政渔港工程、新型农民培养工程、农业资源环境保护工程、农业公共服务设施建设工程、现代农业示范区建设工程等。我们认为现代化农业政策，对生物制种、规模化养殖企业、产业化农业综合企业及新型循环型农业企业形成利好，其中隆平高科、荃银高科、登海种业与敦煌种业将受益于生物制种行业政策提振；雏鹰农牧、圣农发展与星河生物等企业将因各自创新经营模式而受到政策扶持。

（三）、压制中间环节稳定物价 惠及农业上中下游

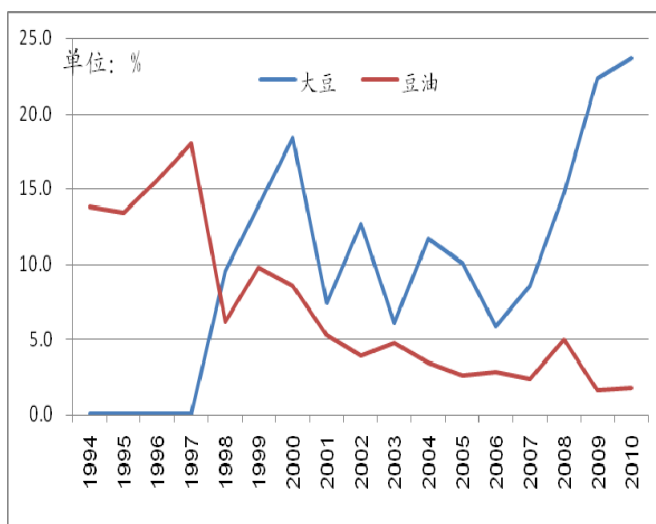
经济危机过后，物价飞涨成为中央主要调控对象。针对我国居高不下的通胀水平，“十二五”期间国家将把“稳定物价”放在工作重点位置，尤其是稳定粮食价格工作。农业增产农民增收大前提下，稳定物价一是要通过政策补贴农民，一是要通过现代化、规模化农业生产降低成本，另外还需改变目前我国多级流转的流通体制，简化流动环节，达到惠及农业中下游的目的。

四、增产预期下 2 季度农产品调整概率大

（一）、豆类

USDA3 月大豆供需报告中上调巴西与中国产量使全球产量增至 258.40 百万吨，同比增长 1%；但因中国等国家需求增长显著，预计本年度全球大豆总需求量为 255.29 万吨，同比增长 8%；全球大豆期末库存消费比为 22.73%，同比下降 1.14 个百分点。

图 16、我国豆类商品期末库存消费比变化



数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

图 17、DCE 与 CBOT 大豆期价走势



数据来源：WIND 资讯、广发证券发展研究中心

美豆下一年度的种植面积下降预期、巴西大雨阻碍收割进度、原油价格高涨使海运费增长等因素影响下，我们继续看多大豆行情。天气是 2 季度大豆的主要炒作因素，我们认为拉尼娜现象虽然在 1 季度末逐渐消退，但考虑到厄尔尼诺的形成将对南美大豆继续产生不确定影响，加上大豆需求的明显增加，且原油价格上涨带动下生物能源替代需求激增，因此维持我们对大豆长期看多的判断不变。大豆上涨将提振油脂价格，但考虑到消费淡季影响，我们认为二季度豆油难有大