

农业：谨慎 ——维持  
食品业：中性 ——维持  
日期：2010 年 3 月 25 日  
行业：农业、食品业



郭昌盛  
021-53519888-1924  
guochangsheng@sigchina.com  
执业证书编号：S0870207120112

# 供给渐趋明朗，需求显露疲态

## ——2011 年春季农业、食品行业投资策略

### 食品类价格指数（2011 年 2 月当期值）

|              |        |
|--------------|--------|
| 消费者价格食品类指数   | 111.0% |
| 食品类产品出厂价格指数  | 107.3% |
| 农副产品原料购进价格指数 | 117.8% |
| 农业生产资料价格指数   | 116.5% |

### 工业增加值增长率（2010 年 2 月累计）

|         |       |
|---------|-------|
| 农副产品加工业 | 13.0% |
| 食品制造业   | 15.4% |
| 饮料制造业   | 16.7% |

### 主要食品产量增长率（2011 年 1~2 月累计）

|        |       |
|--------|-------|
| 精制食用油  | 17.6% |
| 成品糖    | 5.6%  |
| 速冻米面食品 | 12.8% |
| 鲜冷藏冻肉  | 26.5% |
| 罐头     | 25.9% |
| 方便面    | 39.9% |
| 乳制品    | 9.8%  |
| 糖果     | 31.1% |
| 饲料     | 21.0% |

### 最近 6 个月行业指数与沪深 300

报告编号：GCS11-QIT01

相关报告：2011 年农业投资策略：价格回稳，

泡沫待破

首次报告日期：2007-03-20

### 主要观点：

粮食供给日趋稳定，国内行情回调压力大。

因政府大力推进、政策倾斜，今年夏粮及秋粮增产前景渐趋明朗，对谷物乃至整个农产品于高位之上再执意做多则不可取。

多重因素下压，食品需求支撑不足，企业效益态势不妙。

不仅居民收入增长缓慢，而且国内外爆发或曝光的一个个食品安全事件，也在持续重创我国消费者信心。我国食品市场需求近期已显著放缓，且局面暂难迅速改观。

农业股尚处于高估状态，转型类股的机会乐观可期。

已有四分之一左右的公司披露年报，但结果暂不反映行业公司的真面目，整体业绩应就此再下调约 30~40%。农业板块整体的滚动 PE 仍高达 70 倍以上。相反，转型类公司的投资前景或更乐观。

### 投资建议：

于未来十二个月内，维持对农业“谨慎”、食品业“中性”的评级。

在整体上规避农业股，并适当关注消费升级、抗通胀、水利建设导向的标的，可重点关注转型类股。对天邦股份、冠农股份等可适当参与。

### 数据预测与估值：

农业、食品行业重点公司业绩预测和股票市盈率

| 公司<br>名称 | 股票<br>代码 | 股价    | EPS   |      |      | PE     |        |       | PBR   | 投资评级 |
|----------|----------|-------|-------|------|------|--------|--------|-------|-------|------|
|          |          |       | 09A   | 10E  | 11E  | 09A    | 10E    | 11E   |       |      |
| 西王食品     | 000639   | 34.52 | -0.03 | 0.73 | 0.90 | /      | 47.29  | 38.36 | 4.79  | 跑赢大市 |
| 丰乐种业     | 000713   | 18.53 | 0.23  | 0.41 | 0.52 | 82.10  | 45.20  | 35.63 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 顺鑫农业     | 000860   | 20.01 | 0.37  | 0.61 | 0.65 | 54.64  | 33.07  | 30.78 | 3.30  | 大市同步 |
| 新希望      | 000876   | 19.19 | 0.49  | 0.63 | 0.71 | 39.09  | 30.46  | 27.03 | 4.24  | 跑赢大市 |
| 东凌粮油     | 000893   | 27.56 | 0.25  | 0.86 | 1.22 | 108.46 | 32.05  | 22.59 | 12.32 | 跑赢大市 |
| 天康生物     | 002100   | 22.65 | 0.43  | 0.46 | 0.65 | 52.16  | 49.24  | 34.85 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 天邦股份     | 002124   | 11.96 | 0.26  | 0.18 | 0.67 | 46.30  | 66.44  | 17.85 | 6.25  | 超强大市 |
| 三全食品     | 002216   | 34.8  | 0.47  | 0.66 | 0.74 | 73.31  | 52.73  | 47.03 | 6.28  | 跑赢大市 |
| 天宝股份     | 002220   | 19.5  | 0.39  | 0.62 | 0.66 | 50.43  | 31.25  | 29.55 | 5.52  | 跑赢大市 |
| 得利斯      | 002330   | 16.69 | 0.25  | 0.18 | 0.52 | 66.31  | 95.37  | 32.10 | 3.36  | 跑赢大市 |
| 西部牧业     | 300106   | 19.12 | 0.26  | 0.35 | 0.66 | 73.48  | 54.63  | 28.97 | 4.38  | 跑赢大市 |
| 冠农股份     | 600251   | 25.13 | 0.08  | 0.22 | 1.01 | 331.53 | 114.23 | 24.88 | 11.07 | 超强大市 |
| 新农开发     | 600359   | 16.2  | 0.19  | 0.28 | 0.40 | 85.90  | 57.86  | 40.50 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 万向德农     | 600371   | 14.33 | 0.24  | 0.25 | 0.28 | 60.80  | 57.32  | 51.18 | 7.44  | 跑赢大市 |
| 光明乳业     | 600597   | 10.26 | 0.12  | 0.22 | 0.32 | 87.92  | 46.64  | 32.06 | 4.74  | 跑赢大市 |

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所数据库；股价以 3 月 24 日收盘价计

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

## 目 录

|                               |           |
|-------------------------------|-----------|
| <b>一、大农业：供给渐趋稳定，干扰因素犹在</b>    | <b>4</b>  |
| 1-1、谷物：旱情不利消失，价格依旧高位          | 4         |
| 1-2、新年度种植趋势：粮食扩种，油料收缩，棉花增产    | 5         |
| 1-3、畜产品：价格冲高回落，产业走向集中         | 6         |
| 1-4、食糖、棉花、食油：市场短缺依旧，进口继续放量    | 7         |
| 1-5、农产品收益空间：农资虽上涨，收益仍增加       | 8         |
| 1-6、来自日本的冲击：短期不利偏多            | 10        |
| <b>二、食品工业：需求强度减弱，企业效益受压</b>   | <b>10</b> |
| 2-1、市场“虚火”正在消退，消费需求显露疲态       | 10        |
| 2-2、产量总体保持快增长，“高可选性”食品显著放慢    | 11        |
| 2-3、各项成本全面高企，企业效益饱受侵蚀         | 12        |
| 2-4、安全事件难以根除，消费信心备受压抑         | 12        |
| <b>三、近中期展望：消费需求弱化，调结构成果凸显</b> | <b>13</b> |
| 3-1、开局之年政策发力，粮价回调压力增          | 13        |
| 3-2、收入持续缓增，安全顾虑重重，需求可能受压      | 13        |
| 3-3、转型机会纷纷涌现                  | 13        |
| <b>四、估值与评级：股价仍存泡沫</b>         | <b>14</b> |
| 4-1、行业指数略微领跌，但农业股泡沫仍很大        | 14        |
| 4-2、已出年报业绩优良，小型新公司居多          | 14        |
| 4-3、行业投资评级：维持农业“谨慎”、食品业“中性”   | 15        |
| <b>五、投资策略、建议及重点关注</b>         | <b>16</b> |
| 5-1、投资策略建议：谨慎、观望，有限参与         | 16        |
| 5-2、重点关注公司                    | 17        |

图

|                                            |    |
|--------------------------------------------|----|
| 图 1 国内四大谷物的市场行情 (元/吨) .....                | 4  |
| 图 2 全国大中城市粮油食品平均价格 (元/千克、500 毫升) .....     | 5  |
| 图 3 国内农产品批发价格指数 2 月间的走势 .....              | 5  |
| 图 4 国内农产品批发价格指数中期走势 .....                  | 5  |
| 图 5 国内大中城市主要畜产品平均价格 (元/千克) .....           | 6  |
| 图 6 全国生猪市场价格预警走势图 .....                    | 6  |
| 图 7 全国生猪、能繁母猪存栏量的月度走势 .....                | 7  |
| 图 8 全国规模以上生猪定点屠宰量的月度走势 .....               | 7  |
| 图 9 国内外糖价指数走势的比较 (2009/09 ~ 2011/02) ..... | 8  |
| 图 10 国内棉花现货价格的走势 (2010/01 ~ 2011/02) ..... | 8  |
| 图 11 全国主要农资价格指数 (当期同比) 的趋势 .....           | 9  |
| 图 12 农资价格指数与农产品价格指数 (当期同比) 的比较 .....       | 9  |
| 图 13 全国生猪价格、猪粮比价的走势 .....                  | 9  |
| 图 14 豆粕及豆油价格的走势 .....                      | 9  |
| 图 15 全国消费、食品类消费额的 (累计同比) 增长率 .....         | 10 |
| 图 16 全国消费者信心指数 .....                       | 10 |
| 图 17 全国主要食品的各期产量累计同比增长率 .....              | 11 |
| 图 18 全国乳制品的各期累计产量及同比增长 .....               | 11 |
| 图 19 食品 PPI、食品 CPI 与原料价格的比较 (当期值) .....    | 12 |
| 图 20 大食品产业的累计毛利率走势 (%) .....               | 12 |
| 图 21 食品工业的累计工业增加值增长率 .....                 | 12 |
| 图 22 行业指数过去十二个月的走势 .....                   | 14 |
| 图 23 行业指数一季度的走势 .....                      | 14 |
| 图 24 行业板块已披露年报每股收益首、末 10 位公司 .....         | 15 |
| 图 25 行业板块内一季度涨幅首、末 10 位股票 .....            | 15 |
| 图 26 行业市盈率 (PE-TTM) 的长期走势 .....            | 16 |

表

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 表 1 农业部 2011 年全国农民意向种植面积调查结果 ..... | 6  |
| 表 2 全国近三年主要畜产品总产量 .....            | 7  |
| 表 3 全国粮、油、糖、棉的进口态势 .....           | 8  |
| 表 4 国内主要食品的产量增长 .....              | 11 |
| 表 5 行业指数一季度的市况 .....               | 14 |
| 表 6 行业公司 2010 年报财务指标的比较 .....      | 15 |

## 一、大农业：供给渐趋稳定，干扰因素犹在

### 1-1、谷物：旱情不利消失，价格依旧高位

年初以来，尽管我国粮食存销比 40% 的水平远超警戒线，但因耕地募集限制、水利设施落后、极端气候频发等多种因素交织，导致供给基础仍脆弱，市场预期强势向上。去冬今春北方的干旱一度令越冬作物受旱面积超 1.2 亿亩，终因农业部门抗旱得力加之节后天公作美，至今旱情已基本消除，冬麦苗情良好，早稻生产形势也不错。但结果仍然是：四大谷物价格分别较前一季度有所抬高并向产业链的下游强势传递，玉米更呈加速上扬态势。于是通胀压力有增无减。

图 1 国内四大谷物的市场行情（元/吨）

图 1-1 小麦

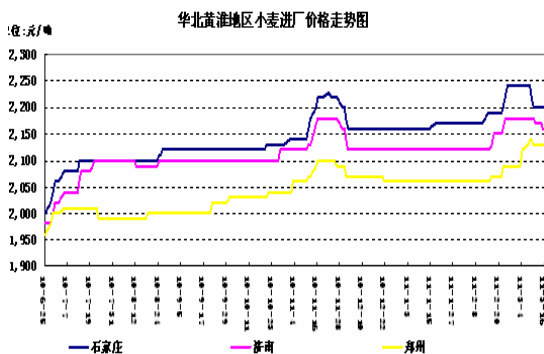


图 1-2 玉米

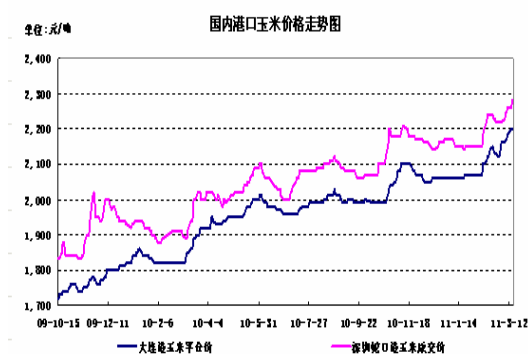


图 1-3 稻谷

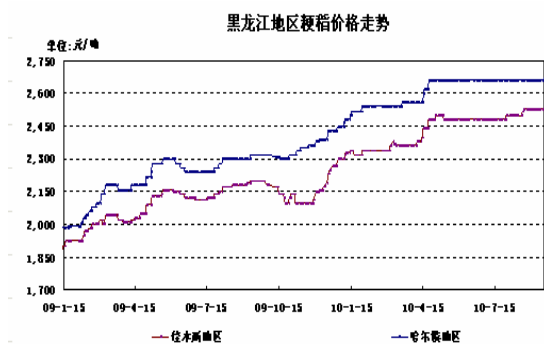
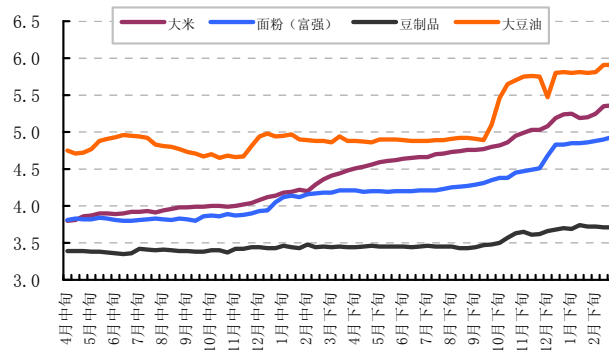


图 1-4 大豆



数据来源：国家粮油信息中心，大连商品交易所；上海证券研究所整理

图 2 全国大中城市粮油食品平均价格（元/千克、500 毫升）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

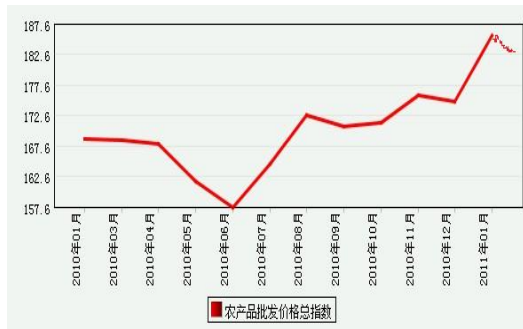
一季度的市场行情也显著受到国际市场的刺激。美国“二次量化宽松”货币政策未见暂停迹象，同时，欧美经济复苏的势头尚可、通胀也未达高水平，在此背景下，欲令各自货币政策逆转收紧不易。近来，中东及北非产油国内部接二连三地爆发内乱，令国内外能源价格再次急升，进而也在直接、间接地推高谷物成本及价格。

图 3 国内农产品批发价格指数 2 月间的走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 4 国内农产品批发价格指数中期走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

## 1-2、新年度种植趋势：粮食扩种，油料收缩，棉花增产

最新信息表明，“十二五”开局之年，我国粮食增产形势可谨慎乐观，供给前景渐趋确定、明朗。不仅夏粮增产可视为大概率事件，

而且秋粮丰产的首要基础条件也可望具备。据农业部 2011 年全国农民意向种植面积调查的结果，粮食意向种植面积较上年增加 0.56%（参见表），而大豆及油料分别减少 11.2%、0.6%，糖料作物也下降 0.6%。棉花虽增 5.4%，但相应的产量增加尚不足以改变供求格局。随之而来的将是：在粮价涨势的放缓或回落的同时，大豆、油料作物、糖料作物、棉花的行情将更加紧密追随国际市场，价格波动或加剧。

表 1 农业部 2011 年全国农民意向种植面积调查结果

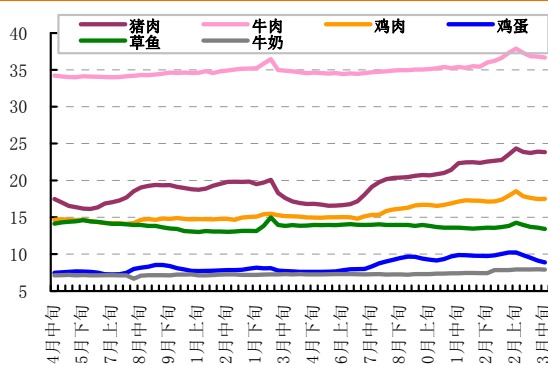
| 作物品种 | 2011 年意向<br>面积增长率 (%) | 2010 年<br>实际面积 (千公顷) | 同比增长率 (%) |        |        |
|------|-----------------------|----------------------|-----------|--------|--------|
|      |                       |                      | 2010 年    | 2009 年 | 2008 年 |
| 粮食   | 0.3                   | 109870               | 0.81      | 2.05   | 1.09   |
| 小麦   | 0                     | 24320                | 0.12      | 2.85   | -0.44  |
| 玉米   | 2.1                   | 32500                | 4.22      | 4.42   | 1.31   |
| 稻谷   | 1.9                   | 29830                | 0.69      | 1.32   | 1.11   |
| 大豆   | -11.2                 | 8800                 | 4.24      | 0.69   | 4.26   |
| 蔬菜   | 1.9                   | 18667                | 1.37      | 3.01   | 3.16   |
| 油料   | -0.6                  | 13970                | 2.33      | 6.45   | 13.34  |
| 糖料   | -0.3                  | 1920                 | 1.92      | -5.33  | 10.45  |
| 棉花   | 5.4                   | 4850                 | -2.06     | -13.94 | -2.90  |

资料来源：农业部，上海证券研究所整理

### 1-3、畜产品：价格冲高回落，产业走向集中

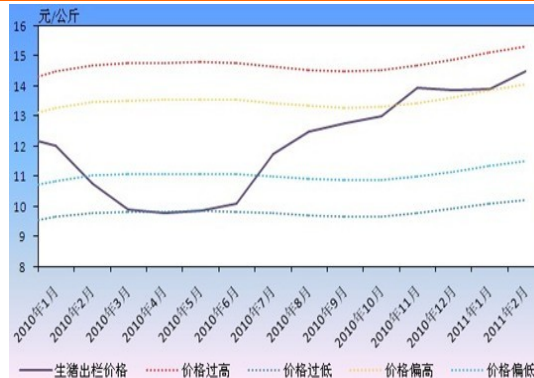
春节似乎成了多数畜产品（猪肉、牛奶除外）行情的分水岭，后期价格普遍回落，需求疲软。随着通胀高企，我国居民的消费意愿下降已是不争事实。需求弹性大的畜产品之行情显示支撑不足。

图 5 国内大中城市主要畜产品平均价格（元/千克）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

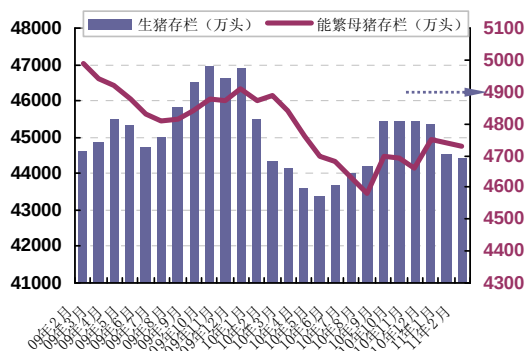
图 6 全国生猪市场价格预警走势图



数据来源：商务部，上海证券研究所整理

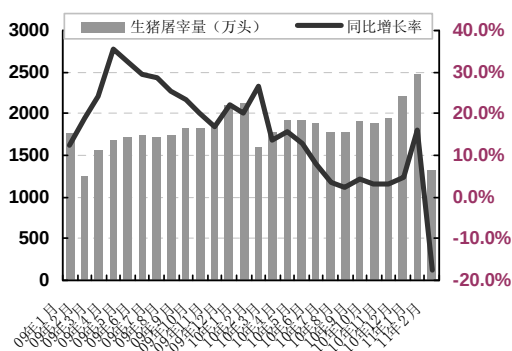
猪肉、牛奶的强势（尤其生猪已涨至“偏高”水平）并非因需求大增，而是由产量下滑或增长放缓所导致。经之前的内外冲击洗礼后，生猪、奶牛行业的门槛高企，大量弱者惨遭淘汰，产能也显著趋于集中，市场定价权获得增强。如今，生猪养殖業者比以往任何时候都更为理性，迟迟不补栏。不过，猪肉消费量放缓趋势仍很明显。如图 7，前 2 个月生猪累计屠宰量仅增长 1.69%，较去年全年低 7.5 个百分点。近日，来自双汇“瘦肉精”事件的行情干扰或只是暂时的。

图 7 全国生猪、能繁母猪存栏量的月度走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 8 全国规模以上生猪定点屠宰量的月度走势



数据来源：商务部，上海证券研究所整理

表 2 全国近三年主要畜产品总产量

| 畜产品种类     | 2010 年同比增长率 (%) | 2010 年 | 2009 年 | 2008 年 |
|-----------|-----------------|--------|--------|--------|
| 肉类        | 3.6             | 7925   | 7650   | 7279   |
| 其中：猪肉     | 3.7             | 5070   | 4891   | 4621   |
| 牛肉        | 2.7             | 653    | 636    | 613    |
| 羊肉        | 2.2             | 398    | 390    | 380    |
| 生猪存栏量（年末） | -1.2            | 46440  | 46983  | 46291  |
| 生猪出栏量（年末） | 3.3             | 66700  | 64527  | 61017  |
| 禽蛋        | 0.8             | 2765   | 2741   | 2702   |
| 牛奶        | 1.5             | 3570   | 3521   | 3556   |
| 水产品       | 4.9             | 5366   | 5117   | 4896   |
| 其中：养殖     | 6.3             | 3850   | 3622   | 3413   |
| 捕捞        | 1.4             | 1516   | 1495   | 1483   |

资料来源：中国农业统计资料，中国统计公报 2010；上海证券研究所整理

#### 1-4、食糖、棉花、食油：市场短缺依旧，进口继续放量

年初以来，面对国际农产品的高价格，中国凭借着明朗化的收成前景和充裕的库存，大幅度减缓了粮食进口增长的势头，甚至口粮品

种的进口量有所下降（参见表 3），这是完全合理的。但在满足“饭碗端在自己手里”、尽量在国内多产口粮的同时，我国油料及食用植物油、糖料、棉花市场对外部的依赖性却有增无减，前两个月糖、油的进口量呈加速增长态势，而棉花、大豆尚维持了正增长，尽管增速已放慢。畜牧业对豆粕、棉粕的持续强劲需求，也支持着其原料进口将强势难改，大豆、棉花走势与国际市场的协同也将有所难免。

表 3 全国粮、油、糖、棉的进口态势

| 产品名称  | 2011 年 1~2 月 |       | 2010 年      |       | 2009 年      |        | 2008 年      |       |
|-------|--------------|-------|-------------|-------|-------------|--------|-------------|-------|
|       | 进口量<br>(万吨)  | 同比%   | 进口量<br>(万吨) | 同比%   | 进口量<br>(万吨) | 同比%    | 进口量<br>(万吨) | 同比%   |
| 粮食    | 870          | 0.8   | 6695        | 28.2  | 5223        | 26.5   | 4131        | 10.7  |
| 其中：玉米 | 0.3          | -76.3 | 157         | 1800  | 8           | 70.6   | 5           | 41.2  |
| 小麦    | 18           | -3    | 123         | 36.1  | 90          | 1999.7 | 4           | -57.2 |
| 大麦    | 9            | -55.6 | 237         | 36.2  | 174         | 61.5   | 108         | 17.9  |
| 稻谷和大米 | 8            | 4.8   | 39          | 8.8   | 36          | 8.2    | 33          | -32.5 |
| 大豆    | 745          | 6.1   | 5479        | 28.8  | 4255        | 13.7   | 3744        | 21.5  |
| 食用植物油 | 102          | 12.2  | 687         | -15.8 | 885         | 8.4    | 816         | -2.6  |
| 其中：豆油 | 27           | 183.4 | 121         | -38.0 | 239         | -7.5   | 259         | -8.4  |
| 食糖    | 3            | 131.4 | 177         | 65.8  | 106         | 36.5   | 78          | -34.6 |
| 原棉    | 58           | 10.7  | 284         | 85.8  | 153         | -27.7  | 211         | -14.1 |

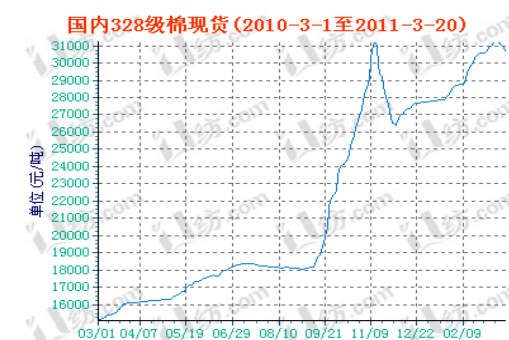
资料来源：华通数据；上海证券研究所整理

图 9 国内外糖价指数走势的比较（2009/09~2011/02）



数据来源：广西糖网，上海证券研究所整理

图 10 国内棉花现货价格的走势（2010/01~2011/02）



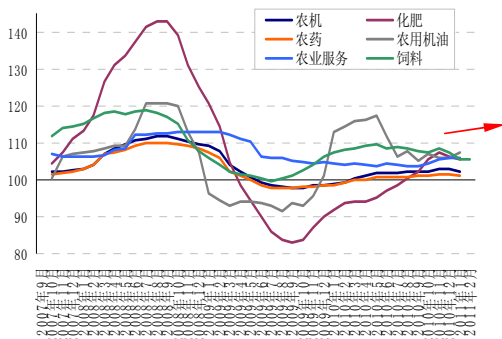
数据来源：第一纺织网，上海证券研究所整理

### 1-5、农产品收益空间：农资虽上涨，收益仍增加

一季度农业生产资料的价格总指数（考虑 3 月份的情形）将呈上升趋势，其中化肥、农用机油、农业服务等分项指数起到主要拉动作用，而饲料指数的走低或只是暂时的。我们还看到：同期农产品的流通价格以更快速度上涨，这表明农产品的综合盈利能力正趋于提高，

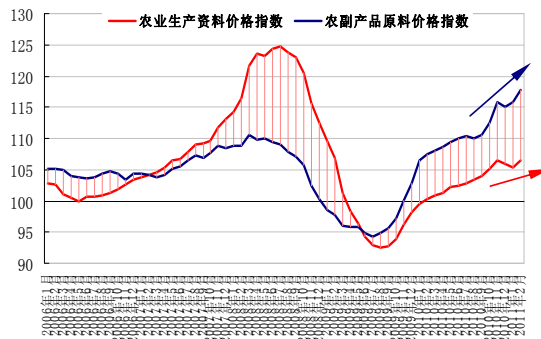
单位收益正在继续上升。鉴于国际能源价格仍在上涨，并可能带动其他农资价格波动，同时农产品的供给上升将带来价格回调压力，全行业（尤其是种植业）的综合盈利能力能否维持尚存变数。

图 11 全国主要农资价格指数（当期同比）的趋势



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

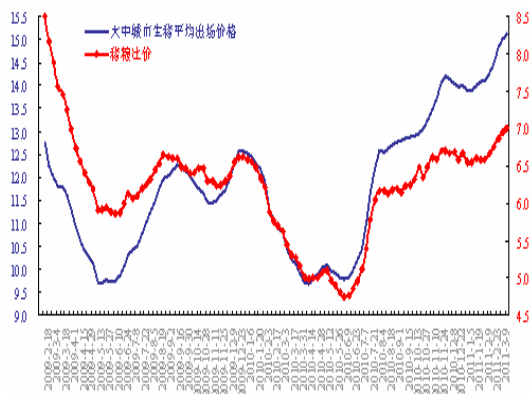
图 12 农资价格指数与农产品价格指数（当期同比）的比较



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

一季度，以生猪为首的畜产品价格高弹性已如期得到展现，春节后“猪粮比”经一路攀升，目前超 7:1 并达到近两年的极大值。面对良好的收益，生猪养殖业者应又有了补栏动力，至于补栏后所产生的新增出栏则是六个月后的事情，因此猪肉供给暂不会显著回升，生猪及猪肉价格应能暂时维持高位或继续上扬。但玉米价格也可能因生猪补栏而得到支撑或继续上涨，最终“猪粮比”仍将起码维持高位。

图 13 全国生猪价格、猪粮比价的走势



数据来源：国家粮油信息中心，上海证券研究所整理

图 14 豆粕及豆油价格的走势



数据来源：国家粮油信息中心，上海证券研究所整理

## 1-6、来自日本的冲击：短期不利偏多

突如其来的日本“311”大地震为彼此联系密切的中日农产品贸易平添了新的变数。日本是中国农产品的第一大输入国，每年有近百亿美元的进口需求，约占我国全部农产品出口的20%。经初步评估，可初步判断：市场来自于日本灾后的应急性补缺之新增需求，应该远低于日本国内居民因消费意愿下降而减少的常规进口需求，而且预计核泄漏危机还将对其基本消费产生深远的负面影响。

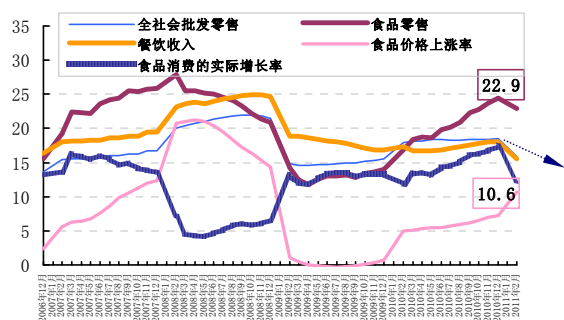
从静态上看，我国农业及食品业可能损失多达50亿美元的市场，其中水产品、肉鸡制品和蔬菜领域是“重灾区”。至于未来长期日本的产业转移对我国业界的积极影响如何尚需观察。

## 二、食品工业：需求强度减弱，企业效益受压

### 2-1、市场“虚火”正在消退，消费需求显露疲态

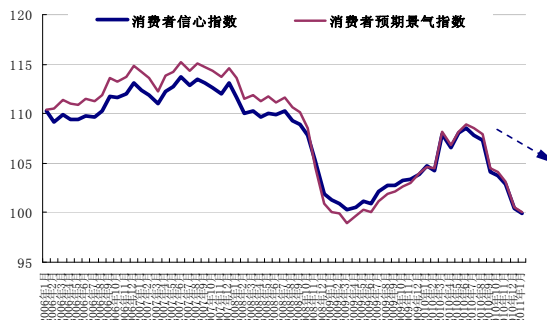
据统计局数字，前两月限额以上商业批发零售业食品分类总额同比增长22.9%，较去年12月末增速下降1.6个百分点；而扣除价格因素后的实际增长率则回落5.02个百分点之多！而全社会商业批发零售业的实际增长率仅回落2.57个百分点。可见食品消费之疲软尤其突出。春节黄金周的零售、餐饮业的销售额虽同比增长19%，名义增速同比高出1.8个百分点，但扣除价格因素的实际增速已显示大幅放缓。全国消费信心指数滑坡、消费意愿的低落亦在此充分显现！

图 15 全国消费、食品类消费额的（累计同比）增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 16 全国消费者信心指数



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

## 2-2、产量总体保持快速增长，“高可选性”食品显著放慢

尽管全行业产品总产量的增长尚处于良好水平，但与前几期相比，其中一些可选性较强的“升级类”食品（诸如速冻米面食品、乳制品、果蔬饮料及饲料等）增速更显出放缓迹象。消费者的购买持续谨慎、保守，意味着企业将越来越多地陷入经营困境。

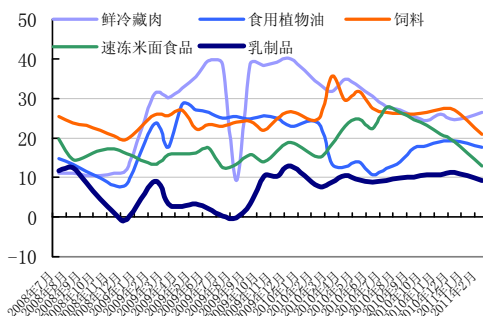
表 4 国内主要食品的产量增长

| 产品名称     | 2011 年 2 月<br>累计增长率 | 2010 年 | 2009 年 | 2008 年 | 2007 年 |
|----------|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| 精制食用油    | 17.6                | 19.2   | 22.9   | 8.5    | 14.7   |
| 成品糖      | 5.6                 | -15.9  | -8.5   | 14.0   | 33.9   |
| 鲜冷藏肉     | 26.5                | 24.7   | 39.9   | 12.1   | 12.9   |
| 速冻米面食品   | 12.8                | 19.1   | 18.8   | 16.0   | 21.3   |
| 饲料       | 21.0                | 27.0   | 26.6   | 19.6   | 22.8   |
| 糖果       | 31.1                | 19.1   | 20.0   | 15.8   | 18.0   |
| 方便面      | 39.9                | 22.9   | 11.5   | 5.3    | 21.2   |
| 乳制品      | 9.8                 | 11.2   | 12.9   | -0.5   | 21.8   |
| 其中：液体乳   | 9.8                 | 11.1   | 13.5   | -3.6   | 17.8   |
| 罐头       | 25.9                | 16.1   | 19.4   | 17.4   | 21.0   |
| 软饮料      | 25.9                | 18.3   | 24.3   | 19.1   | 19.8   |
| 其中：果蔬饮料类 | 15.0                | 27.5   | 37.7   | 12.2   | 21.3   |

资料来源：华通数据，上海证券研究所；鲜冷藏肉 2008、2007 年指标含冻肉

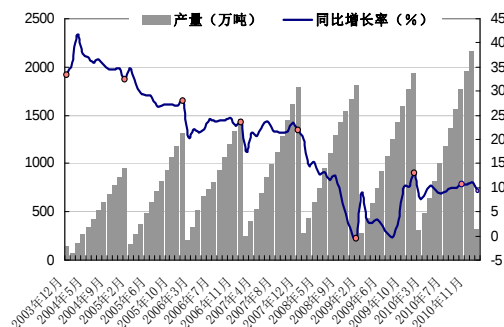
乳制品产量虽然增速略有减慢，但随着 3 月底新规审核大限的过去，经过审核并淘汰落后企业和小企业后，该领域也将迎来新一轮产业大集中，其正面效应更值得关注。加之我国乳制品业的短缺经济性质尚存，成长性一直受制于奶源不足，因此规模位居前列、有能力整合供应链的若干龙头企业将成为未来进程的十足受益者。

图 17 全国主要食品的各期产量累计同比增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 18 全国乳制品的各期累计产量及同比增长

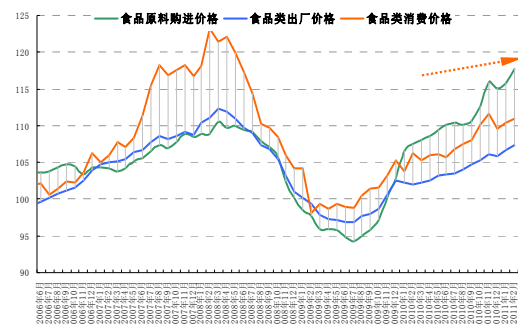


数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

## 2-3、各项成本全面高企，企业效益饱受侵蚀

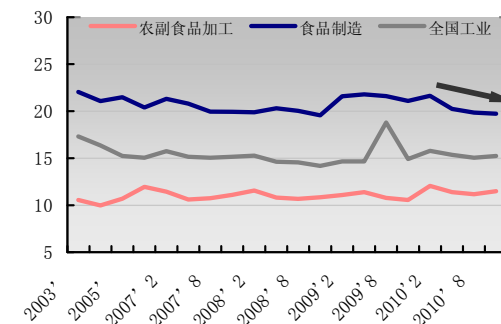
如图 19，前两个月食品原料购进价格的上涨进一步快于出厂价格的上涨，说明农产品成本的高企仍在对食品行业造成冲击。不仅如此，人工成本的骤然上升也令食品企业的经营状况雪上加霜。年初以来，由农民工短缺所导致的制造业加薪潮也波及到了食品业，很多企业被迫提薪（通常达 20%）以保证开工率！食品企业正在遭受更多不利，毛利率继续下降，效益增速将放缓的趋势可想而知。

图 19 食品 PPI、食品 CPI 与原料价格的比较（当期值）



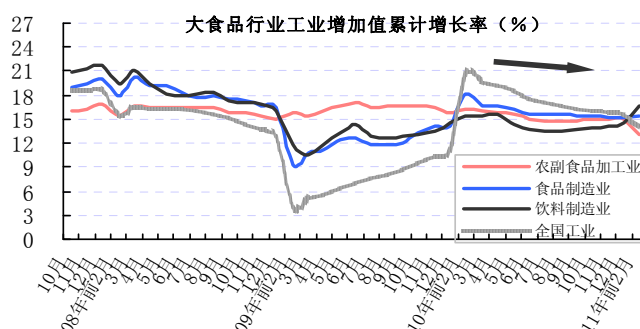
数据来源：华通网，上海证券研究所整理

图 20 大食品产业的累计毛利率走势（%）



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 21 食品工业的累计工业增加值增长率



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

## 2-4、安全事件难以根除，消费信心备受压抑

一季度国内最典型的食品安全事件莫过于双汇“瘦肉精”的曝光，作为中国肉类加工业首屈一指的龙头企业，竟然也存在令消费者担惊

受怕的产品质量问题，那些星罗棋布的中小企业状况更难保证。监管能否切实到位，恐怕将继续成为消费者心中的一大忧虑。

### 三、近中期展望：消费需求弱化，调结构成果凸显

#### 3-1、开局之年政策发力，粮价回调压力增

今年“两会”通过的“十二五”规划，明确把保障国家粮食安全作为发展现代农业的首要目标，并提出将在全国范围内实施“七区二十三带”农业战略的精细化布局，以提高农业综合生产能力。国务院不久前还印发《关于开展 2011 年全国粮食稳定增产行动的意见》，将粮食生产作为“三农”工作的首要任务，并提出力保今年产粮 1 万亿斤以上，实现第八个丰收年。而此前新的“一号文件”则强调既定的惠农政策不变，并聚焦农田水利基本建设，加大了资金投入力度。四部委及中国农发行于春节后发布公告，加大幅度提高了 2011 年稻谷最低收购价，以刺激农民种粮积极性。所有这些都表明：政府正不惜代价地推动当前的粮食增产丰收。预计市场供给前景将变得日趋明朗，二三季度粮价回调或大幅放缓涨势的进程值得期待。

#### 3-2、收入持续缓增，安全顾虑重重，需求可能受压

在未来的二三季度，由于国内普遍预期通胀水平难以迅速回落，且居民收入增长尤其是作为消费主力的城镇居民收入增长维持低速水平，因此食品消费支出尤其是餐饮支出可能会更趋谨慎。类似双汇公司“瘦肉精”事件曝光、日本大地震及核泄漏的危机恶化，还将加重打击消费信心。对于届时食品分类销售额的增速及扣除价格因素后实际增速可能的大幅回落，人们不应感到意外或不可思议。

#### 3-3、转型机会纷纷涌现

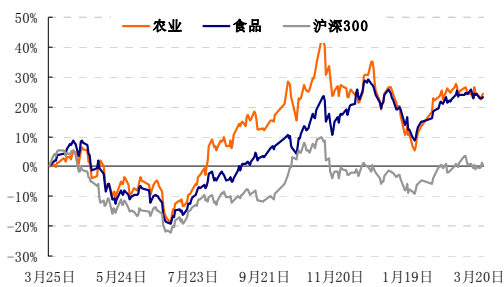
经营环境的恶化，开始倒逼一些食品企业包括上市公司加强同业并购及在产业链上的布局，或者致力于产品附加值的提升，甚至实施脱胎换骨的重组改造，就整体状况而言，转型能为企业提供的成长机遇应该远大于被动防御及价格牛市所能带来的利益。由于现阶段我国种植业的集约化水平尚低，其在供应链上的议价能力也不足，因此三农政策的直接受益者应主要是农民，而农产品价格牛市也主要由农产品物流企业获益。受要素条件所限，很多农业公司暂无望高成长。

## 四、估值与评级：股价仍存泡沫

### 4-1、行业指数略微领跌，但农业股泡沫仍很大

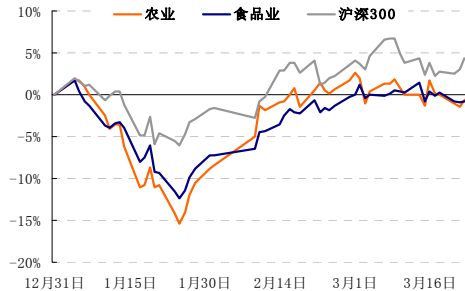
A股市场农业指数、食品业指数在截至三月二十四日的一季度里成交依旧十分活跃，指数累计涨幅分别为-2.23%、-1.84%，较沪深300分别领跌6.61、6.22个百分点，农业的相对估值指标虽有所回落，但依旧处于高估状态（参见图22、图23及表5）。

图 22 行业指数过去十二个月的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 23 行业指数一季度的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

表 5 行业指数一季度的市况

| 指 标           | 农林牧渔业  | 食品业    | 沪深 300   | 全部 A 股   |
|---------------|--------|--------|----------|----------|
| 成份股个数 (个)     | 43     | 52     | 300      | 2124     |
| 流通 A 股数 (亿股)  | 117.26 | 153.49 | 14787.05 | 19766.06 |
| 市盈率 09' (倍)   | 52.70  | 39.12  | 20.10    | 25.23    |
| 市盈率 TTM (倍)   | 72.30  | 47.18  | 15.76    | 19.78    |
| 动态市盈率 10' (倍) | 61.62  | 37.87  | 15.11    | 18.32    |
| 动态市盈率 11' (倍) | 37.13  | 31.06  | 12.39    | 14.82    |
| 市净率 (倍)       | 6.15   | 6.45   | 2.54     | 2.97     |
| 一季度流通股换手率 (%) | 113.18 | 87.78  | 26.25    | 43.93    |
| 一季度涨幅 (%)     | -2.23  | -1.84  | 4.38     | 4.74     |

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理，数据截至 2011 年 3 月 24 日

带格式的：行距：固定值 14 磅

### 4-2、已出年报业绩优良，小型新公司居多

截至三月二十四日，农业、食品业板块分别有 9 家和 12 家公司披露了二零一零年年报，披露进度显著迟于市场水平，且注意到这些多属于上市时间不长的中小型公司。农业的每股收益整体加权平均值

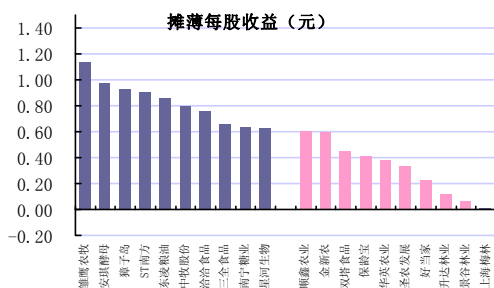
为 0.51 元，算术平均值为 0.55 元；食品业则为 0.65 元和 0.73 元；他们归属于母公司的净利润增长率（整体加权平均）分别为 92.36%、79.71%。我们认为：上述综合业绩指标尽管达优，但并不能反映行业板块的真实面目。随着后续的公司陆续亮相，行业的每股收益都应再下调 30~40%，届时将较沪深 300 成份股、全部 A 股的落差拉大。

表 6 行业公司 2010 年报财务指标的比较

| 指 标             | 农业    | 食品业   | 沪深 300 | 全部 A 股 |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 所含公司数(家)        | 43    | 52    | 300    | 2124   |
| 已披露年报数(家)       | 9     | 12    | 107    | 767    |
| 销售毛利率(%)        | 24.90 | 20.46 | 27.43  | 24.78  |
| 销售净利率(%)        | 9.60  | 7.18  | 9.31   | 8.61   |
| 净资产收益率-摊薄(%)    | 11.57 | 17.10 | 14.66  | 13.46  |
| 扣除非经常损益后(%)     | 10.39 | 14.11 | 14.34  | 12.70  |
| 流动比率(倍)         | 1.17  | 1.08  | 1.22   | 1.23   |
| 速动比率(倍)         | 0.60  | 0.71  | 0.67   | 0.73   |
| 资产负债率(%)        | 53.56 | 56.90 | 64.42  | 62.54  |
| 存货周转率(次)        | 1.84  | 4.63  | 3.13   | 3.32   |
| 应收账款周转率(次)      | 24.86 | 14.86 | 20.11  | 16.03  |
| 总资产周转率(次)       | 0.64  | 1.11  | 0.61   | 0.64   |
| 营业收入同比增长率(%)    | 21.55 | 8.76  | 35.46  | 32.86  |
| 公司股东净利润同比增长率(%) | 92.36 | 79.71 | 35.32  | 42.32  |
| 每股收益-摊薄(元)      | 0.51  | 0.65  | 0.74   | 0.59   |
| 每股经营活动净现金流(元)   | 0.48  | 0.38  | 1.40   | 1.02   |

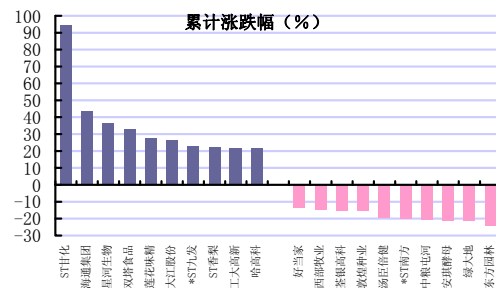
数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

图 24 行业板块已披露年报每股收益首、末 10 位公司



数据来源：Wind 资讯，数据截至 3 月 24 日

图 25 行业板块内一季度涨幅首、末 10 位股票



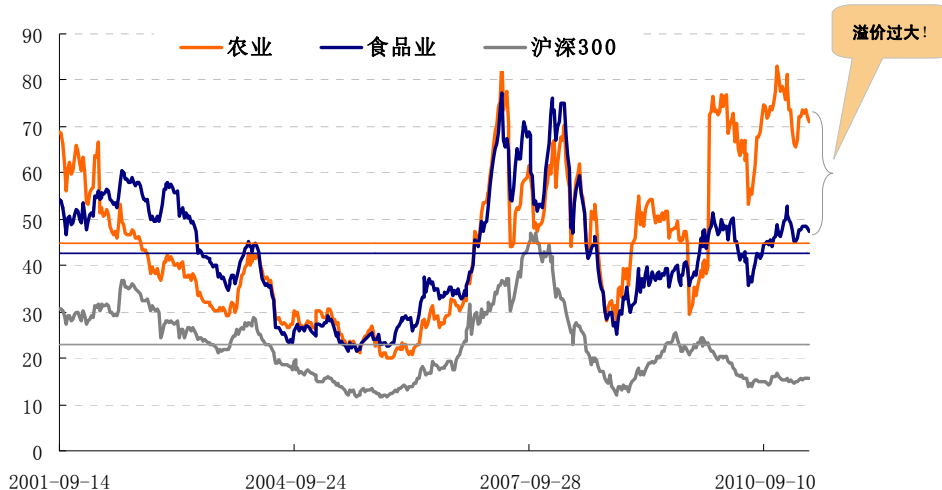
数据来源：Wind 资讯，数据截至 3 月 24 日

#### 4-3、行业投资评级：维持农业“谨慎”、食品业“中性”

对于仍处于高度泡沫化估值中的农业板块，可由表 5 和图 26 可知其严重情形，至于食品板块的整体估值则大致在合理水平附近。据

我们测算，未来农业股平均业绩将难以实现 50% 之高增长，因此其当前被过分高估的状况亟待纠正。在此，我们拟继续对农业股的整体维持“谨慎”的评级；对食品业亦维持此前的“中性”评级。投资者在 6~12 个月及更长的投资内，将不易透过农业板块遵循农业基本面的向好，甚至农产品的牛市这些主线来取得超额回报。

图 26 行业市盈率（PE-TTM）的长期走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

## 五、投资策略、建议及重点关注

### 5-1、投资策略建议：谨慎、观望，有限参与

进入四月份后，全部公司的年报将次第披露，预计除农业、食品业中的少数（其中又多属于新股、次新股）可以继续兑现其成长性之外，板块内更多的年报业绩将乏善可陈。建议在一个均衡组合中，继续以低比例配置农业股，大力规避概念化炒作的风险，并有限关注其中涉及农资类（如主业以化肥、农药、种子、灌溉设施为主）的股票。对食品板块，则可维持均衡的比例配置。投资者仍可聚焦由消费升级拉动的细分领域如：速冻米面食品、食用油、动物保健品等领域。

本报告更愿乐观期待主业转型中或者酝酿转型的公司股票投资前景。眼前的这一缺乏成长性且现有的主业方向模糊的公司群体，也

将是孕育业务转型、升级公司的沃土。我们相信：一个成功的转型范例能带来的超额投资回报应比常规路径下的扩张成长所奉献的回报高得多。

## 5-2、重点关注公司

本期报告继续建议对年度策略中的重点公司予以关注，其中的部分重点公司最新业绩预测与估值如附表1。仅对其中两家予以点评。

**冠农股份 (600251):** 一个大力推进转型但又不舍农产品加工主业范例。近三个月来，公司向矿产资源开发方向转型又迈出坚实的一步，即：出资收购新疆当地金矿企业，并伺机再行扩张。更重要的是随着钾肥价格的持续高企，其参股的国投罗钾可望带来较乐观的业绩贡献，其一季度季报及全年年报也可能大超现有的预期。而矿产业务循序渐进的扩张或可另为其锦上添花。维持“超强大市”的评级。

**天邦股份 (002124):** 尽管上年大手笔投入研发及新品投放前的准备，花去了一定的时间与费用，但今后三年也可望成为收获期。成都疫苗基地年内应能再获一两个特种疫苗的生产经营许可！与此同时，公司在长沙的生物柴油生产线也将正式投产，并将带来丰厚投资回报。预计明年年底前即可完成以这两大业务为主攻方向的转型。其未来三年业绩持续大涨应在情理之中。维持“超强大市”的评级。

附表1 农业、食品业重点关注公司的业绩预测、估值与投资评级

| 公司<br>名称 | 股票<br>代码 | 股价    | EPS   |      |      | PE     |        |       | PBR   | 投资评级 |
|----------|----------|-------|-------|------|------|--------|--------|-------|-------|------|
|          |          |       | 09A   | 10E  | 11E  | 09A    | 10E    | 11E   |       |      |
| 西王食品     | 000639   | 34.52 | -0.03 | 0.73 | 0.90 | /      | 47.29  | 38.36 | 4.79  | 跑赢大市 |
| 丰乐种业     | 000713   | 18.53 | 0.23  | 0.41 | 0.52 | 82.10  | 45.20  | 35.63 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 顺鑫农业     | 000860   | 20.01 | 0.37  | 0.61 | 0.65 | 54.64  | 33.07  | 30.78 | 3.30  | 大市同步 |
| 新希望      | 000876   | 19.19 | 0.49  | 0.63 | 0.71 | 39.09  | 30.46  | 27.03 | 4.24  | 跑赢大市 |
| 东凌粮油     | 000893   | 27.56 | 0.25  | 0.86 | 1.22 | 108.46 | 32.05  | 22.59 | 12.32 | 跑赢大市 |
| 天康生物     | 002100   | 22.65 | 0.43  | 0.46 | 0.65 | 52.16  | 49.24  | 34.85 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 天邦股份     | 002124   | 11.96 | 0.26  | 0.18 | 0.67 | 46.30  | 66.44  | 17.85 | 6.25  | 超强大市 |
| 三全食品     | 002216   | 34.8  | 0.47  | 0.66 | 0.74 | 73.31  | 52.73  | 47.03 | 6.28  | 跑赢大市 |
| 天宝股份     | 002220   | 19.5  | 0.39  | 0.62 | 0.66 | 50.43  | 31.25  | 29.55 | 5.52  | 跑赢大市 |
| 得利斯      | 002330   | 16.69 | 0.25  | 0.18 | 0.52 | 66.31  | 95.37  | 32.10 | 3.36  | 跑赢大市 |
| 西部牧业     | 300106   | 19.12 | 0.26  | 0.35 | 0.66 | 73.48  | 54.63  | 28.97 | 4.38  | 跑赢大市 |
| 冠农股份     | 600251   | 25.13 | 0.08  | 0.22 | 1.01 | 331.53 | 114.23 | 24.88 | 11.07 | 超强大市 |
| 新农开发     | 600359   | 16.2  | 0.19  | 0.28 | 0.40 | 85.90  | 57.86  | 40.50 | 5.04  | 跑赢大市 |
| 万向德农     | 600371   | 14.33 | 0.24  | 0.25 | 0.28 | 60.80  | 57.32  | 51.18 | 7.44  | 大市同步 |
| 光明乳业     | 600597   | 10.26 | 0.12  | 0.22 | 0.32 | 87.92  | 46.64  | 32.06 | 4.74  | 跑赢大市 |

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所数据库；股价以3月24日收盘价计

## 分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 |              | 定义                |
|------|--------------|-------------------|
| 超强大市 | Superperform | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 跑赢大市 | Outperform   | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 大市同步 | In-Line      | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 落后大市 | Underperform | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 |            | 定义                     |
|------|------------|------------------------|
| 有吸引力 | Attractive | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | Neutral    | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 谨慎   | Cautious   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。