



农业

2011.03.30

不破不立

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880511010013

本报告导读：

基于情绪指标转向、畜牧业景气见顶回落的预期，及高估值尴尬，目前的行业策略是“不破不立”，即“不调整就没有行情”，下调行业评级至“中性”。

摘要：

- **行业表现旺季不旺，且缺乏明显线索。**农业指数 2011 年以来下跌 4.7%，落后沪深 300 指数 9.9 个百分点。自 10 年 4 季度算起，落后幅度则多达 12.4 个百分点。涨幅居前的股票缺乏明显的行业线索，种子、海参板块表现不佳。
- **CPI 是农业股的情绪指标。**09 年以来 CPI 与行业指数相关系数显著提升至 0.79，CPI 成为左右农业股短期的表现的情绪指标。国泰君安宏观预计 11 年 CPI “前高后低”，农业股调整的敏感时间窗最晚为 5-6 月。
- **猪价是畜牧行业景气指标。**根据猪价周期、供需缺口、淡旺季效应等因素判断，国内猪价可能在 5-6 月份见顶，下半年缓慢回落，全年均值高于 10 年。畜牧相关股票数量、市值占行业指数的 1/3 左右，行业景气下滑将导致相关股票承压。
- **行业策略：不破不立，下调行业评级至“中性”。**基于短期情绪指标（CPI）转向、畜牧行业景气（猪价）见顶回落的预期，以及目前的高估值（纵向、横向）尴尬，我们对行业的看法是“不破不立”，即“不调整就没有行情”，因此下调行业评级至“中性”。
- **重点推荐：海大集团、圣农发展。**结合近期核泄漏、瘦肉精事件，重点推荐：海大集团、圣农发展，仍然推荐：西王食品、新希望、敦煌种业、隆平高科。

评级：

中性

上次评级：

增持

细分行业评级

农产品加工	中性
基础农业生产	增持
农业服务业	中性

国泰君安农业指数



重点公司评级

海大集团/002311	增持
圣农发展/002299	增持
西王食品/000639	增持
敦煌种业/600354	增持
新希望/000876	增持
隆平高科/000998	增持
正邦科技/002157	增持
天宝股份/002220	增持
安琪酵母/600298	增持
好当家/600467	增持
獐子岛/002069	谨慎增持
登海种业/002041	谨慎增持
农产品/000061	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持

相关报告

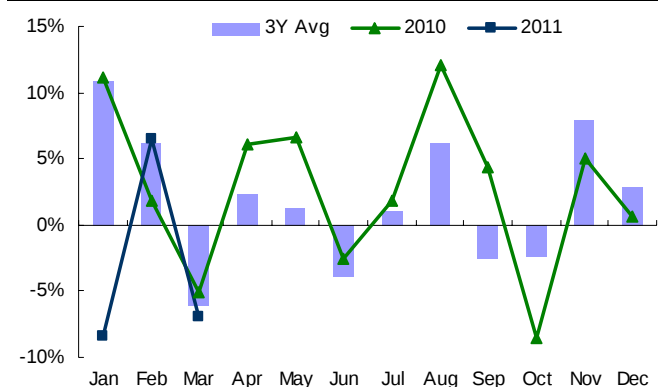
行业月报： 《1H 有期待，2H 需谨慎》	2011.03.06
行业月报： 《“一号文件”之后看什么？》	2011.01.10
年度策略报告： 《投资涨价受益与产业演进》	2010.12.03

1. 行业表现：旺季不旺

相比于 2010 年 2-3 季度的“淡季不淡”，农业指数在 10 年 4 季度至 11 年 1 季度的传统旺季的表现，可称为“旺季不旺”。

由于三月份表现疲软，农业指数今年以来下跌 4.7%，落后沪深 300 指数 9.9 个百分点。从本该是旺季的 10 年 4 季度算起，落后幅度则多达 12.4 个百分点。

图 1：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

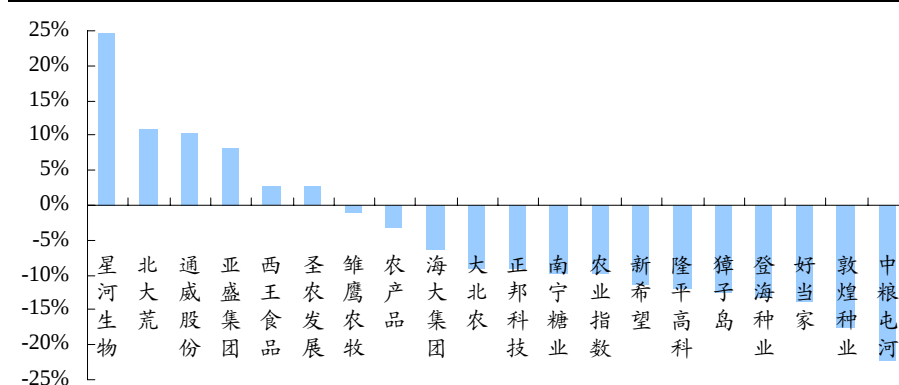
图 2：4Q10-1Q11 农业指数落后沪深 300



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

今年以来农业股涨幅居前的股票，行业线索不太清晰。剔除由于借壳、重组等因素导致的涨跌，表现较好的个股都具有较强的个股背景，与 2010 年通胀主题推动下的板块表现特征不同，其中包括类似北大荒这样的防御品种。2010 年表现突出的种子、海参等板块表现弱于行业。

图 3：2011 年以来部分农业股累积涨跌幅



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

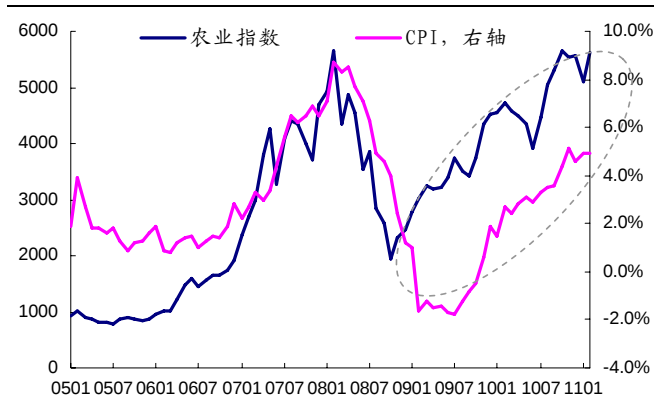
2. CPI 是农业股的情绪指标

我们在 3 月 6 日的行业月报中曾经统计过农业行业指数与 CPI 之间的相关性，发现 2009 年之后的相关系数高达 0.79，而在此之前的相关系数通常不到 0.3，某些时段的相关系数仅在 0.1-0.2 之间。

我们认为，CPI 与农业类企业的收入、利润之间传导链条比较长，农业行业兼具子行业多、一致性差的特性，是否受 CPI 正面影响很难一概而论。我们曾经在之前的报告中多次论述过，农产品价格、农业股业绩是否抗通胀值得商榷，但农业股的股价无疑是抗通胀的，至少在 2010 年是这样的。因此，我们倾向于认为 CPI 并非基本面指标，而是农业板块投资的情绪指标，并且是解释力很强的短期情绪指标。

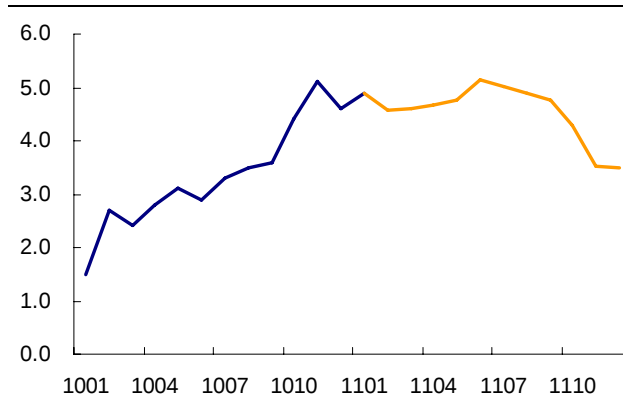
国泰君安宏观研究对 2011 年 CPI 的总体预测是“前高后低”：上半年高位攀升，峰值出现在 6 月；下半年由于基数效应，CPI 逐步回落。基于 2009 年以来 CPI 对农业行业指数较高的解释度，我们认为在 CPI 见顶回落、确认下行趋势的初期，农业股整体将面临较大的调整压力，敏感时间窗口最晚至 5-6 月。

图 1：2009 年以来农业指数与 CPI 相关系数 0.79



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：国泰君安宏观预测 2011 年 CPI 前高后低



数据来源：国泰君安证券研究

3. 猪价是畜牧行业的景气指标

猪肉是我国消费量最大的肉类品种，因此，猪肉价格成为了其他肉类产品价格的标杆，通过比价效应对其他肉类价格产生影响。

对这个产业链上的“苗种、饲料-养殖”环节而言，养殖环节的经济效益是决定产业链需求乃至景气的重要指标，对生猪养殖而言，这一指标就是猪粮比（生猪价格与玉米价格的比值）。

从猪粮比的定义可以看到，生猪养殖效益同时受到生猪价格、玉米价格两个因素的影响。饲料占生猪养殖成本的 54% 左右，静态看猪价上涨 0.54% 即可覆盖饲料价格上涨 1%。玉米占饲料成本的 40%-50%，对养殖效益的影响更小。因此，猪价是对猪粮比的影响最大的因素。

历史数据也显示生猪收购价与猪粮比呈现同向波动，相关性分析则表明 2007 年以来生猪收购价与猪粮比之间的相关系数为 0.72，这表明生猪价格可作为观测养殖景气的间接指标。

实证研究表明，1995-2008 年猪价经历了 4 个完整周期，呈现余弦波形态，周期长度从 30-48 个月不等，平均为 38 个月（毛学峰，曾寅初，2008）。本轮猪价的低点出现在 2010 年 4 月，最低价为 9.48 元/公斤，目前猪价

为 15 元/公斤，最大涨幅接近 60%，上涨时间达到 11 个月。这一轮猪价上涨在时间长度、幅度上都已经达到历史平均水平。在本轮生猪价格猪价上涨的起点，生猪存栏数量、能繁母猪比例等数据都处于历史均值附近，供需缺口远不如 07-08 年时那么大，我们认为生猪收购的最高价很难突破当时的高点（08 年生猪收购价最高 17.45 元/公斤）。

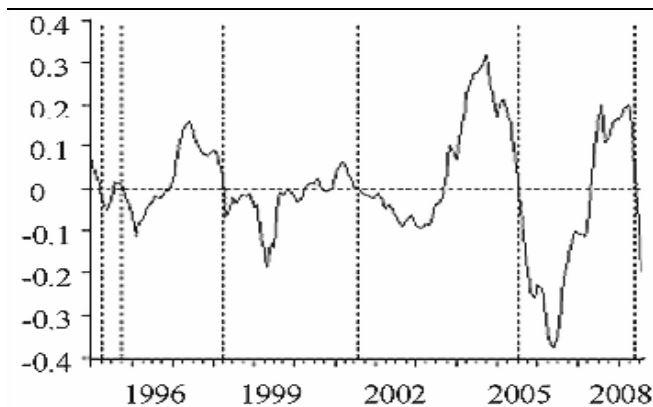
目前猪粮比已经连续 7 周高于 7.0，根据历史经验，头猪净利润（头均重 100 公斤）约为 250-300 元或者更高，明显超出历史平均水平，未来有回归均值的要求。

根据生猪价格周期、供需缺口、淡旺季效应等因素，我们判断国内生猪价格很可能在 5-6 月份见顶，下半年缓慢回落。2010 年上半年持续低迷的猪价对存栏量的影响可能持续 15-18 个月的时间，因此对下半年猪价的水平我们并不悲观，2011 的猪价平均水平高于 2010 年是大概率事件。

由于生猪价格下行导致养殖景气下滑，很可能对“饲料-养殖”产业链的个股产生短期压力。畜牧业相关的个股在公司数量、市值占比等方面占农业指数的 1/3 左右，将对行业指数产生一定的负面影响。从猪价见顶的预计时间来看，我们认为畜牧业相关股票调整的敏感时间窗口为 6-8 月份。

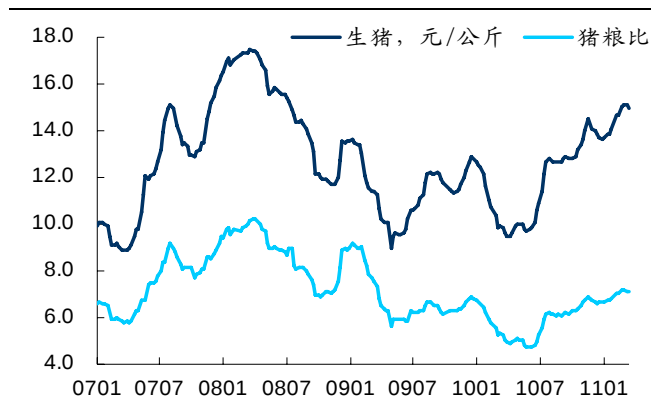
意外因素：猪价回落幅度很小，或见顶时点延后，且玉米等原材料价格上涨幅度低于预期，行业景气没有出现明显回落，而是维持高位运行。

图 3: 1995-2008 生猪价格（周期成分）



数据来源：毛学峰、曾寅初（2008）

图 4: 生猪收购价与猪粮比呈现同向波动



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 行业策略：不破不立

基于以下三点，我们近期对行业观点总结为“不破不立”，即“不调整就没有行情”，因此下调行业评级到“中性”。

一、CPI 前高后低，农业股情绪指标转向

数据分析显示 2009 年以来 CPI 与农业指数相关系数高达 0.79，明显高于此前 0.2-0.3 的平均水平，某些时段的相关系数甚至不到 0.2。CPI 是近两年左右农业股表现情绪指标，并且是非常有效的短期情绪指标。

国泰君安宏观研究预计 2011 年 CPI 呈现前高后低的格局(峰值在 6 月), 预示着情绪指标在 2-3 季度某个时间将出现转向, 敏感窗口为 6-8 月。事实上, 由于市场风格转向低估值、大市值的周期性股票, 农业股在最近几个月的表现已经非常不好。

二、猪价周期对相关股票的影响

根据生猪价格周期、供需缺口、淡旺季效应等因素, 我们判断国内生猪价格很可能在 5-6 月份见顶, 下半年缓慢回落。我们对下半年猪价的水平我们并不悲观, 2011 的猪价平均水平高于 2010 年是大概率事件。

关键问题是, 一旦猪价回落趋势确认, 初期将导致养殖、饲料等畜牧板块股票出现调整。与养殖、饲料相关的大畜牧板块的公司数量、市值占农业指数的 1/3。如果这种情景出现(行业景气下滑导致股价调整), 将为 11 年下半年到 12 年上半年农业股行情提供良好的建仓时机。

意外因素: 猪价回落幅度很小, 或见顶时点延后, 且玉米等原材料价格上涨幅度低于预期, 行业景气没有出现明显回落, 而是维持高位运行。

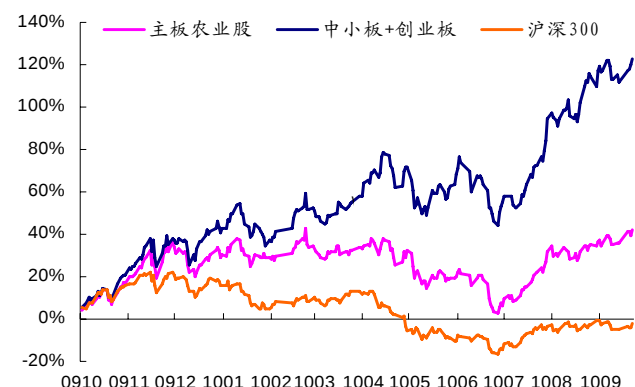
三、高估值尴尬

农业股在 2010 年演绎了名副其实的大行情, 许多个股累计涨幅巨大, 估值水平远远高于市场。在 10 年 6 月份以来的大市反弹中, 受通胀主题推动的农业指数表现惊人, 最大涨幅近 70%。其间, 高估值的“中小板+创业板”相对于主板农业股表现更好。10 年 10 月份以来, 本该是旺季的农业股却表现不佳, “中小板+创业板”表现萎靡是主因。目前, “中小板+创业板”农业股数量占农业指数近一半, 市值占比 45%, 是不可忽视的因素。

目前农业股估值(纵向、横向比较)不具有优势, 在 CPI 回落导致投资热情消退、猪价回落导致大畜牧板块调整的预期下, 我们目前的行业观点是“不破不立”, 即“不调整就没有行情”, 因此下调行业评级至中性。

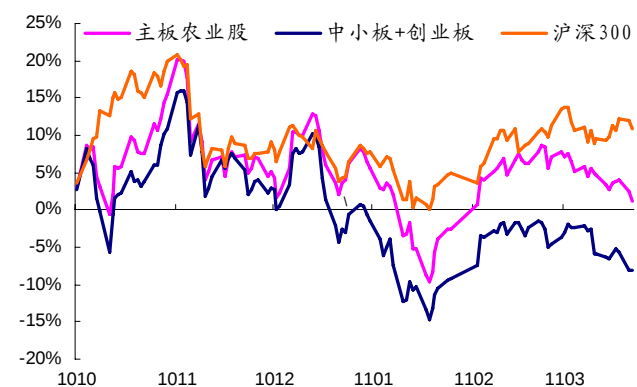
结合近期核泄漏、瘦肉精事件, 重点推荐: 海大集团、圣农发展
仍然推荐: 西王食品、新希望、敦煌种业、隆平高科

图 5: 农业股分类指数表现 (4Q09-3Q10)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 农业股分类指数表现 (4Q10-1Q11)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		