

农产品价格难有表现，下调投资评级为“中性”

——农业行业 2011 年 2 季度投资策略报告

要点：

- **种植积极性增强和宽松货币环境结束使得国际农产品价格难有表现。**价格高位运行必将在世界范围内激发种植积极性，不考虑天气因素，农产品在下年度增产的可能性很大。另外，美国极有可能退出宽松货币环境。未来一年，国际农产品价格难有表现。基于此，下调农业板块的投资评级为“中性”。
- **长期来看，农业板块的投资机会还是来自于受益于产业化水平提升的制种、种养殖业龙头，以及致力于品牌建设或深度营销的农产品加工企业。**
- **未来十年，制种业将进行大规模并购整合。**基于国家粮食安全问题考虑，政府非常重视制种业，力争在未来十年，通过并购整合，打造一批大型制种企业。建议关注具有自主研发能力和学习能力的登海种业、隆平高科等。
- **规模养殖比重依然很低，养殖企业成长空间巨大。**虽说规模养殖比重在提高，但水平依然很低，因此找到适合自身模式的养殖企业成长空间巨大。建议关注圣农发展、新希望、益生股份、雏鹰农牧等。另外，由于“核辐射”事件到底会发展到何种情况，暂时难有结论，短期内，还是对海珍品养殖业保持谨慎。
- **农产品加工业会出现分化。**随着消费者对食品安全意识的加深，不知名农产品越来越不被青睐，对于部分行业来说，企业只有打造品牌才能获得新生。而对于饲料加工业来说，品牌并不重要，做大规模才是硬道理。在这一过程中，是否具有深度营销能力是关键。建议关注顺鑫农业、西王食品、新中基、新希望等。

报告日期：2011 年 3 月 29 日

分析师

王萍

☎0755-83515609 ✉ wangp@cgws.com

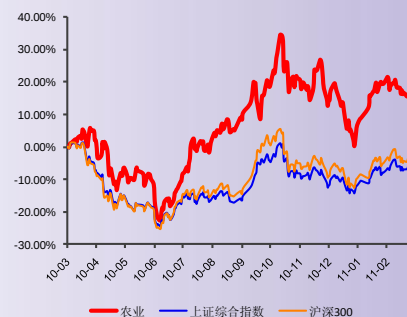
执业证书编号：S1070209040318

投资评级：中性（下调）

重点公司盈利预测及评级

名称	10EPS	11EPS	10PE	11PE	投资评级
新希望	0.8	1	22.91	18.33	推荐
圣农发展	0.34	0.56	52.53	31.89	推荐
顺鑫农业	0.61	0.9	30.49	20.67	推荐
益生股份	0.44	1.1	74.86	29.95	推荐
大湖股份	0.15	0.21	62.67	44.76	推荐
国联水产	0.35	0.55	40.69	25.89	推荐
新中基	-0.4	0.3		46.3	推荐

行业表现



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

1. 我国农产品消费部分依赖国际市场	4
2. 国内外农产品价格走势趋一致，价差趋合理	8
2.1. 作为 WTO 成员，国内农产品市场必须放开	8
2.2. 国内农产品生产对于能源依赖程度逐步加深	9
2.3. 国内外农产品价格走势越来越相关	11
2.4. 国内外农产品价差基本保持在 10% 左右	13
3. 一国（美国）独大为国际农产品市场增加变数	14
4. 下调投资评级为“中性”，制种业 > 种养殖业 > 农产品加工业	16
4.1. 未来十年，制种业将进行大规模并购整合	16
4.2. 规模养殖比重依然低，养殖企业成长空间巨大	17
4.3. 农产品加工业会出现分化	19

图表目录

图 1: 我国稻谷最低收购价（元/斤）及其增速	4
图 2: 我国小麦最低收购价（元/斤）及其增速	4
图 3: 我国大豆消费量及其增速	5
图 4: 我国豆类种植面积（千公顷）	5
图 5: 我国玉米消费量及其增速	5
图 6: 我国玉米种植面积（千公顷）	6
图 7: 我国小麦消费量及其增速	6
图 8: 我国小麦种植面积（千公顷）	7
图 9: 我国大米消费量及其增速	7
图 10: 我国水稻种植面积（千公顷）	7
图 11: 我国离心糖消费量及其增速	8
图 12: 我国糖料种植面积（千公顷）	8
图 13: 我国化肥产销量、主要农产品产量累计增速（2005-2010 年）	10
图 14: 我国化肥净进口量（千吨）	10
图 15: 国内外原油价格	10
图 16: 国内外大豆价格	11
图 17: 国内外玉米价格	11
图 18: 国内外小麦价格	12
图 19: 国内外稻谷价格	12
图 20: 国内外食糖价格	13
图 21: 各主要出口国在世界小麦产量和出口量中所占比重	14
图 22: 各主要出口国在世界玉米产量和出口量中所占比重	14
图 23: 各主要出口国在世界大米产量和出口量中所占比重	15



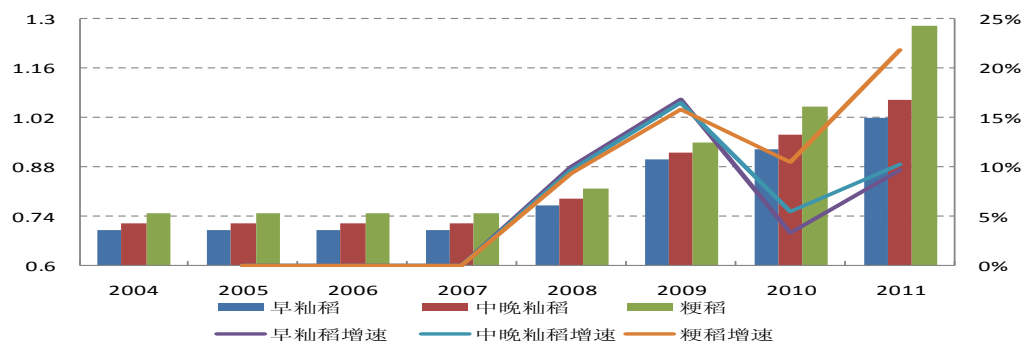
图 24: 各主要出口国在世界大豆产量和出口量中所占比重.....	15
图 25: 我国农村居民家庭人均纯收入组成部分（元）及其增速.....	17
图 26: 全国仔猪、生猪、猪肉均价（元/公斤）和猪粮比.....	18
图 27: 我国生猪存栏量和能繁母猪比重	18
图 28: 海参大宗价（元/公斤）	19
表 1: 我国农产品（对其实行单一关税管理制度）关税税率.....	9
表 2: 我国农产品（对其实行关税配额管理制度）关税税率.....	9
表 3: 国内外农产品价差（2010 年 7-11 月）	13



1. 我国农产品消费部分依赖国际市场

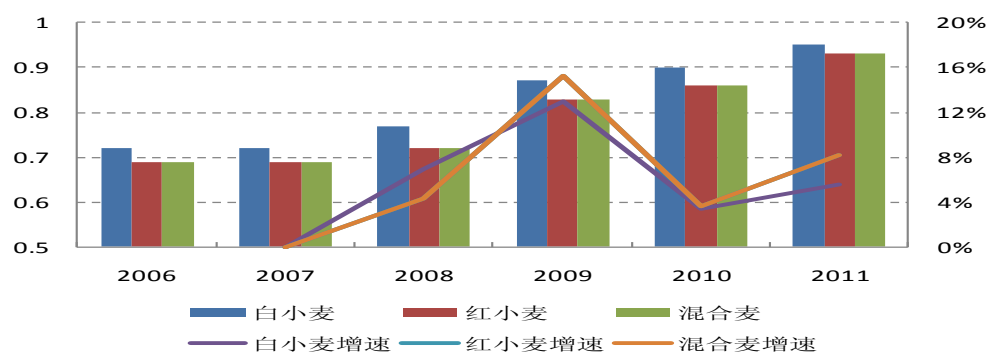
我国粮食虽然连续 7 年增产,但消费量增长更快,特别是大豆、玉米、粳稻等,另外绿豆等杂粮供应也出现趋紧的情况,这也是政府引导农民扩大粳稻、玉米、杂粮等生产规模,以及大幅度提高粳稻最低收购价的主要原因。

图 1: 我国稻谷最低收购价 (元/斤) 及其增速



数据来源: 发改委网站

图 2: 我国小麦最低收购价 (元/斤) 及其增速



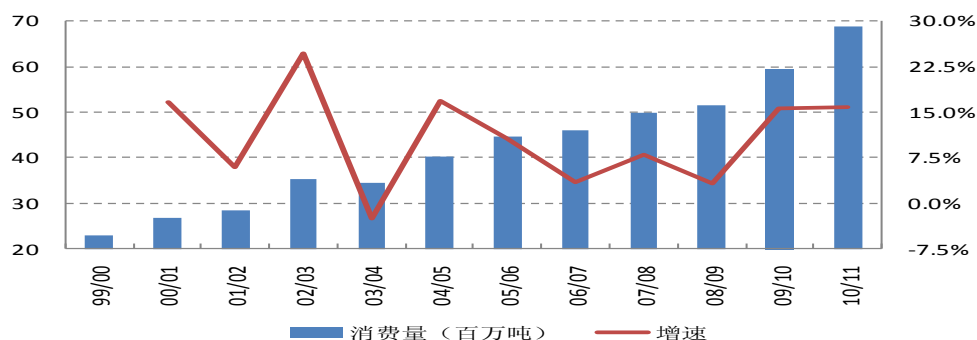
数据来源: 发改委网站

➤ 大豆

对于大豆,由于消费量增长迅猛(99/00-10/11 年度累计增长 200.79%),严重依赖进口,进口量在消费量中所占比重为 82.79%。上年度,我国进口大豆为 5700 万吨,占到全球出口量的一半以上,是国内产量的 3.75 倍。按照国内单产水平,如果不进口这些大豆,用国内土地进行生产,需要 3.5 亿亩土地,相当于全国农作物播种面积的 15%。可以这么说,正是牺牲大豆(豆类种植面积总体在缩减),我国粮食安全才得以保证。

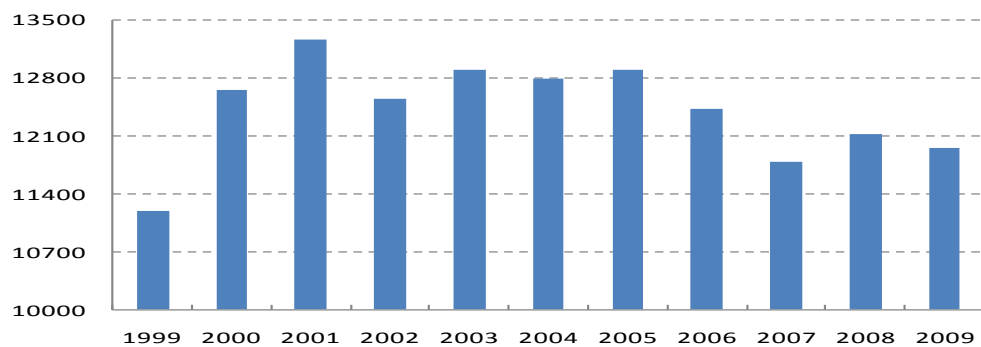


图 3: 我国大豆消费量及其增速



数据来源: Usda

图 4: 我国豆类种植面积 (千公顷)

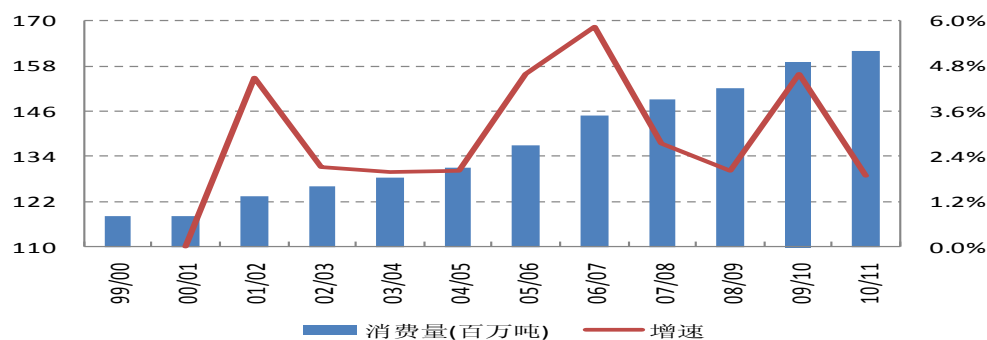


数据来源: Wind

➤ 玉米

玉米作为饲料、淀粉糖等主要原料之一, 虽然99/00-10/11年度的产量累计增长31.16% (种植面积一直在扩大), 但消费量达到37.29%, 仅次于大豆 (同为食品原料, 都代表消费升级方向), 我国在09/10年度转为净进口国。

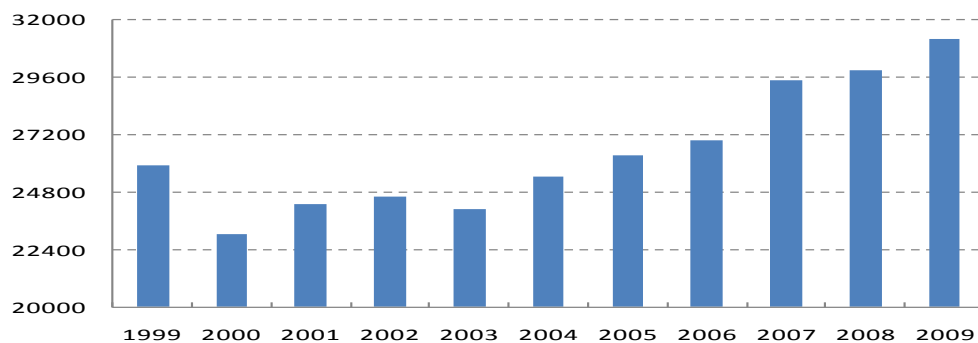
图 5: 我国玉米消费量及其增速



数据来源: Usda



图 6: 我国玉米种植面积 (千公顷)



数据来源: Wind

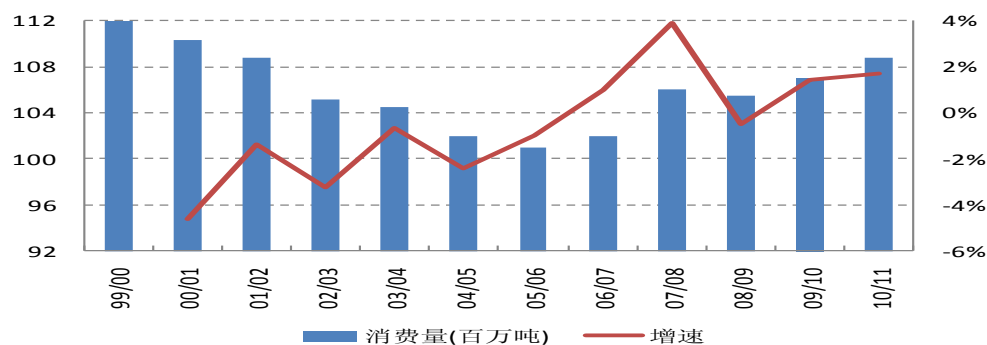
➤ 小麦和稻谷

我国小麦和水稻的单产水平处于世界领先地位: 小麦平均亩产为 330 公斤/亩, 最高亩产达到 600 公斤/亩, 世界仅为 200 公斤/亩; 水稻平均亩产为 6.3 吨/公顷, 其中杂交稻为 7.2 吨/公顷 (1996 年, 农业部在立项超级杂交稻计划, 分三期进行: 第一、二期目标已经实现, 第三期目标是单产实现 13.5 吨/公顷)。

由于种植面积总体在缩减, 99/00-10/11 年度的产量仅累计增长 0.54% 和 0.26%, 但消费量增长缓慢, 仅为 -5.9% 和 1.67%, 因此可以自给。

值得注意的是, 消费结构升级使得粳稻、红小麦和混合麦的消费量增长快, 特别是粳稻 (占到稻谷产量的 15-20%), 主要原因在于: 一是生产集中, 主产区为东北地区和苏皖地区, 其中东北地区占到我国粳稻产量的 50% 以上, 因此运输负担重; 二是生长周期长, 仅能种一季, 北方地区为粳稻, 南方地区仅有 1/3 的中稻为粳稻; 三是杂交技术不成熟, 难以大面积推广。

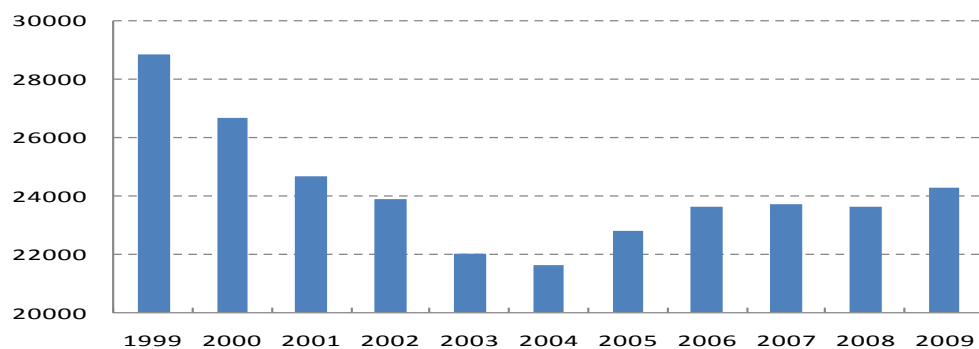
图 7: 我国小麦消费量及其增速



数据来源: Usda

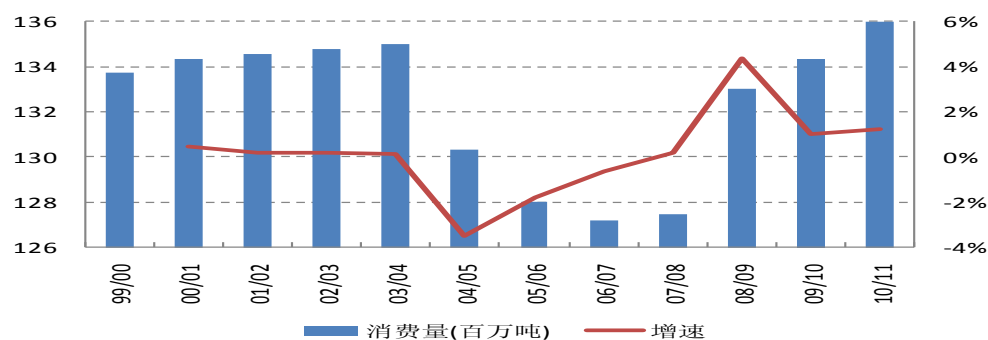


图 8: 我国小麦种植面积 (千公顷)



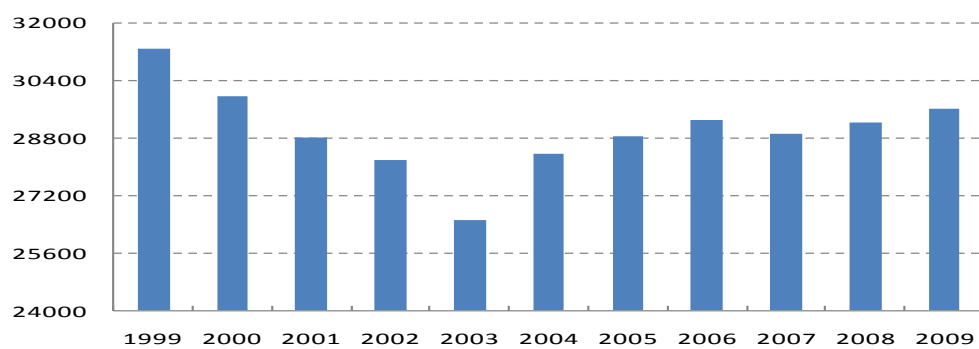
数据来源: Wind

图 9: 我国大米消费量及其增速



数据来源: Usda

图 10: 我国水稻种植面积 (千公顷)



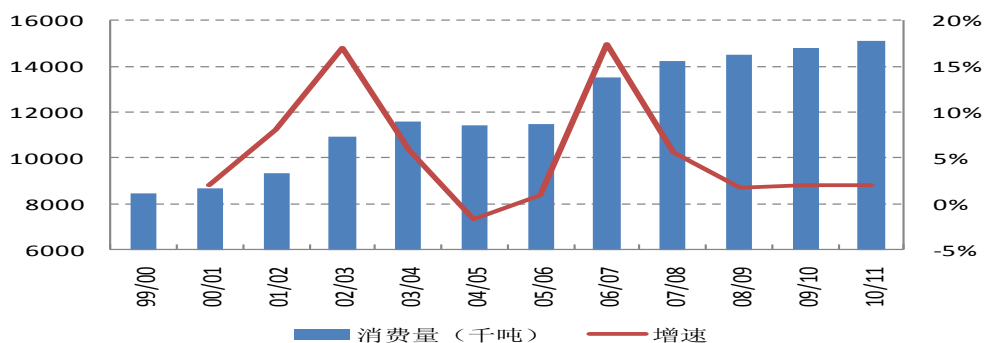
数据来源: Wind

➤ 食糖



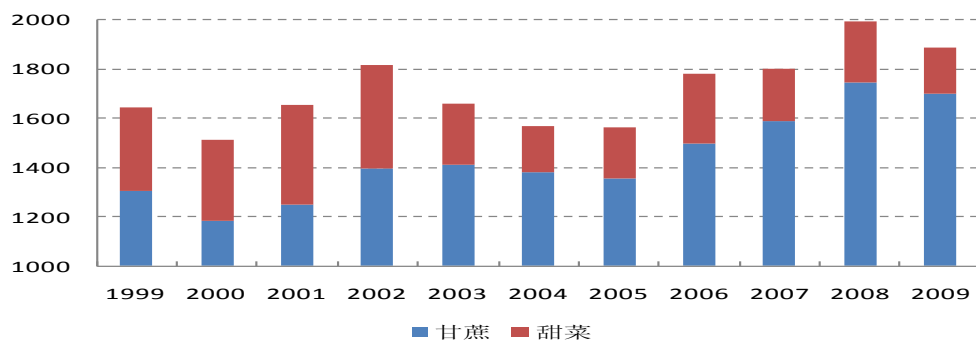
工业用糖量占到食糖消费量的 60-70%。由于食品饮料增长，99/00-10/11 年度，离心糖的产量累计增长 68.37%（种植面积总体在扩大），但消费量达到 78.15%，对外依存度一直在 10%左右。

图 11：我国离心糖消费量及其增速



数据来源：Usda

图 12：我国糖料种植面积（千公顷）



数据来源：Wind

2. 国内外农产品价格走势趋一致，价差趋合理

我国农产品价格涨跌与国际农产品价格涨跌相关性在增强，且国内外价差趋于合理。

2.1. 作为 WTO 成员，国内农产品市场必须放开

加入 WTO 意味着我国必须遵守相关规定：取消农产品非关税措施，关税水平逐步降低到 17.5%（简单平均值）；实行关税配额管理，并且不恶化各成员现行市场准入机会；农业支持政策大部分属于“绿箱”政策，即使是对生产和贸易有扭曲作用的，只要综合支持量（AMS）低于规定的最高标准，可免于削减；不提供任何出口补贴；保持动植物检疫措施与相关条款的一致性，采取此类措施如果高于标准、准则和建议，应具有



科学依据。

对大豆、豆粉、棉籽、向日葵籽、红花籽、花生仁、玉米油、奶制品、鱼类、肉类、专业农作物、木材及其制品等实行单一关税管理制度。豆油、菜籽油和棕榈油的配额在 2005 年被取消，也对其实行单一关税管理制度。

表 1：我国农产品（对其实行单一关税管理制度）关税税率

	关税税率	备注
大豆	3%	
豆粉	5%	
棉籽、向日葵籽、红花籽、花生仁和玉米油	10%	
鱼类	10.6%	在 1999 年的基础上，逐步降至 2004 年的水平，
木材及其制品	3.8%	2005-2011 年一直没变
豆油、菜籽油和棕榈油	9%	

数据来源：商务部网站

但在谈判中，争取到对小麦、玉米、大米、棉花和食糖实行关税配额管理制度，配额内、外税率差别很大，且 10%、40%、50%、67% 和 30% 的配额给予私营企业。

表 2：我国农产品（对其实行关税配额管理制度）关税税率

	配额	关税税率		备注
		配额内	配额外	
小麦	963.6	1%	65%	配额在 1999 年的基础上，逐步降至 2004 年的水平，2005-2011 年一直没变
玉米	720	1%	65%	
大米	532	1%	65%	
棉花	89.4	1%	滑准税税率，最高为 40%	小麦、玉米、大米加工品的配额内关税税率小于等于 10%
食糖	194.5	15%	最惠国为 50%，其他为 125%	

数据来源：商务部网站

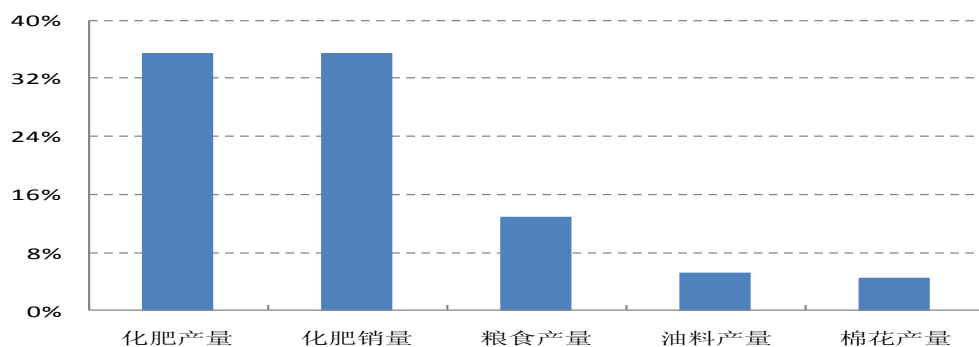
2.2. 国内农产品生产对于能源依赖程度逐步加深

2007 年 7 月-2008 年 6 月，国际农产品价格大幅上涨。基于国家粮食安全，我国出台一系列临时性措施来阻止国内农产品价格的上涨，但效果并不好。虽然小麦、稻谷、玉米等基本能够实现自给，国内价格更多体现政府意志，但硬麦、强麦、玉米价格的同期涨幅仍然达到 16.33%、20.02% 和 23.71%。我们认为主要原因在于除了心理预期外，国际农产品价格的涨跌对国内价格的影响还通过化肥、农药、农用柴油等生产资料价格的涨跌来传导。

由于特殊国情，除了谷物外，我国将豆类和薯类也纳入粮食范畴，特别指出大豆，国外将其归类为油料。

由于人多地少，我国很少使用轮耕、休耕等自然方式来保持地力，只能通过大量施肥来弥补地力不足。2005-2010 年，我国化肥产销量累计增长 35.43% 和 35.4%，但粮食、油料和棉花的产量仅分别累计增长 12.89%、5.26%、4.48%。

图 13: 我国化肥产销量、主要农产品产量累计增速 (2005-2010 年)

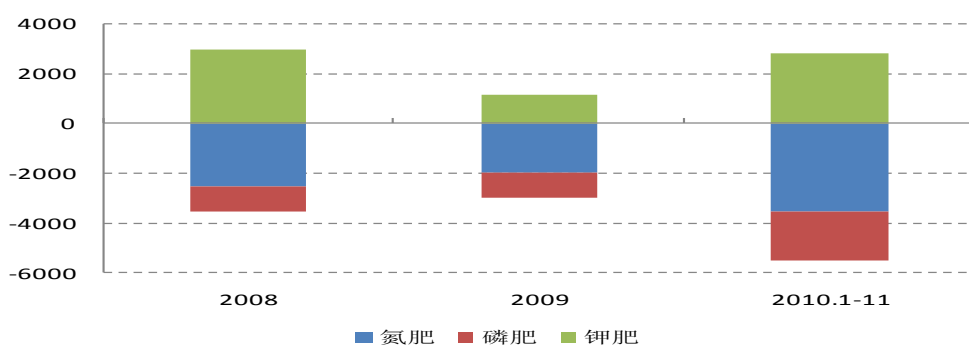


数据来源: Wind

大量施肥造成的后果有两个: 一是单产增长乏力; 二是由于化肥、农药、农用柴油等占到生产成本的 50% 以上, 国内农产品价格走势和能源价格走势越来越相关。

化肥包括氮、磷、钾肥, 其中氮、磷肥能够自给, 但由于原料是煤和天然气 (四川、云南等地用天然气, 北方用煤), 氮肥价格受到能源价格影响; 钾肥主要依赖进口, 比例约为 2/3。农药属于石化产品。

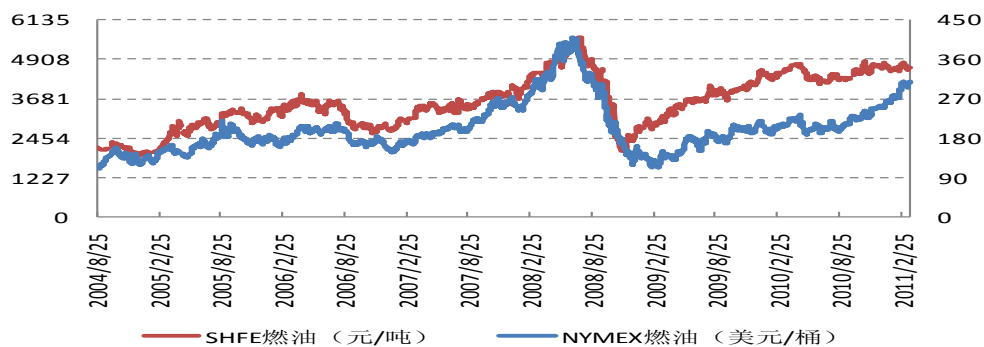
图 14: 我国化肥净进口量 (千吨)



数据来源: Wind

而我国原油储量不大, 但需求旺盛, 2008、2009 年的产量为 19022、18949 万吨, 但加工量为 34718、37460 万吨, 对外依存度接近 50%, 因此国内外原油价格走势基本一致。

图 15: 国内外原油价格



数据来源: Wind

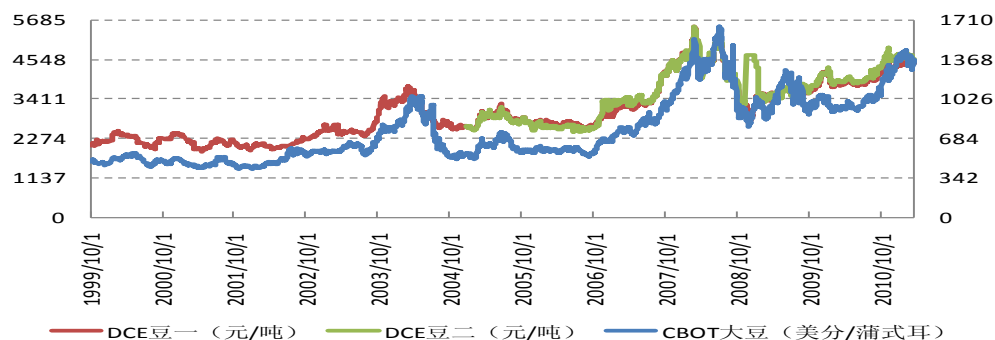
2.3. 国内外农产品价格走势越来越相关

贸易非关税壁垒的逐步取消和生产对于能源、机械依赖程度的逐步加深使得国内外农产品价格走势越来越相关。

➤ 大豆

大豆、豆油和豆粕的相关系数达到 90% 左右。

图 16: 国内外大豆价格



数据来源: Wind

➤ 玉米

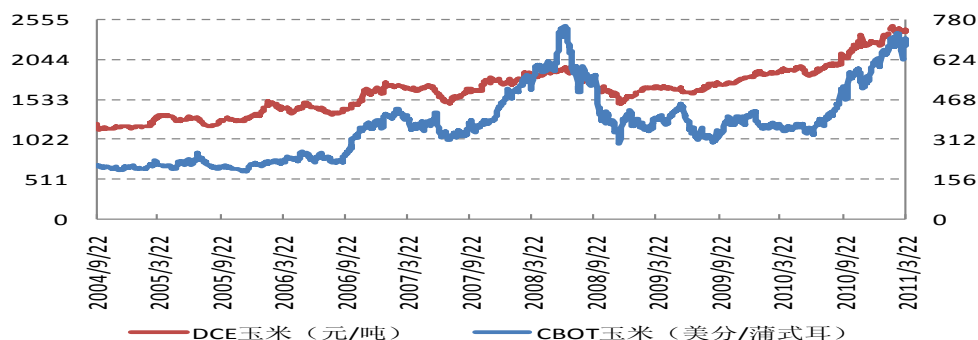
虽然在我国玉米消费量中, 仅有 0.62% 来自于进口, 但由于政府对其管制的力度和能力都弱于小麦和稻米, 国内外价格的相关系数接近 90%。

中储粮是国家稳定粮价政策的主要执行者, 平抑玉米价格波动主要采用收放临时储备玉米和中央储备玉米。

07/08-09/10 年度, 中储粮在东北地区累计收购临时储备玉米 3600-3700 万吨。由于供需格局趋于紧张, 09 年 7 月 21 日-10 年 6 月 1 日, 累计销售约 2707 万吨, 加上定向销售约 577 万吨, 临时储备玉米只剩下 300-400 万吨。

基于此, 中央储备玉米入市, 加上临时储备玉米, 截至 3 月 22 日, 中储粮又累计销售 1834.61 万吨, 政府可操作空间不大。

图 17: 国内外玉米价格

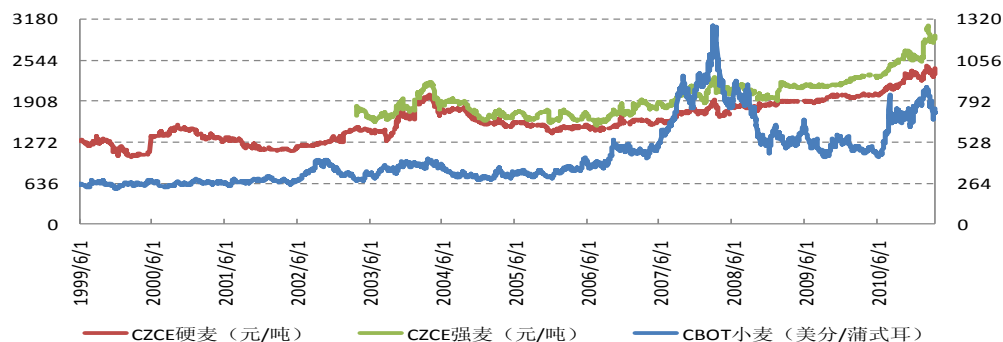


数据来源: Wind

➤ 小麦和水稻

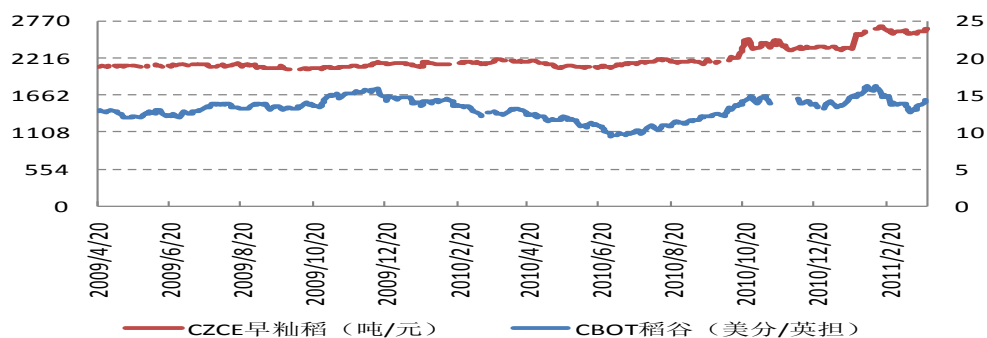
储备充足和进出口经营权主要由国企掌握使得政府对小麦和水稻的管制效果显著，国内外价格的相关性不强。

图 18: 国内外小麦价格



数据来源: Wind

图 19: 国内外稻谷价格



数据来源: Wind

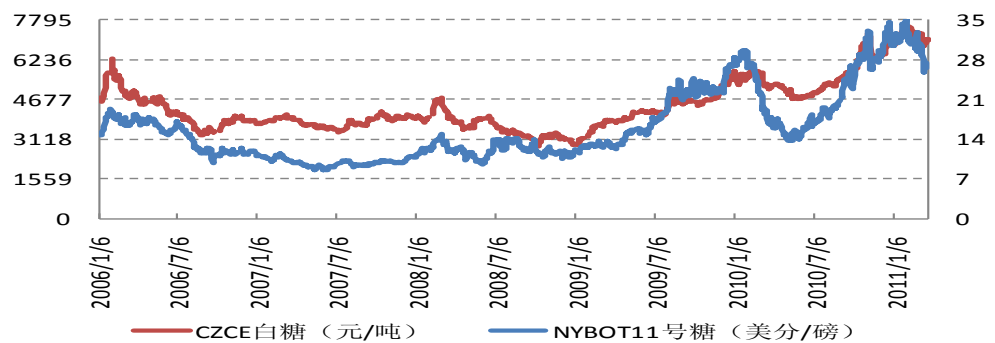
➤ 食糖

我国是食糖净进口国，外依存度一直在10%左右，但由于对国内市场的保护力度低于其他国家，国内外食糖价格的影响基本是单向的，相关系数不到90%：当国际价格低于国内价格时，由于进口量增加，国内价格会受到打压；但当国际价格高于国内价格时，由于出口难度大，国内价格难以收窄与国际价格的价差。

目前，国际食糖价格为27.86美分/磅，相当于7100-7200元/吨的国内水平，比国内价格便宜。



图 20: 国内外食糖价格



数据来源: Wind

2.4. 国内外农产品价差基本保持在 10%左右

2007年7月-2008年6月,由于出现危机,国际农产品价格大幅上涨,粮食是国内价格的2倍。之后,这种扭曲局面被逐步修正。2010年11月,国内、外农产品价差保持在10%左右,考虑到时间差、地区差等,该水平还是合理的。目前,仅有个别品种价差大,如玉米,食糖则是国际价格比国内价格便宜。

表 3: 国内外农产品价差 (2010 年 7-11 月)

		7 月份	8 月份	9 月份	10 月份	11 月份
大米	国内晚籼米批发价	3116	3125	3160	3180	3420
	泰国 (25%破碎率) 到岸税后价	3393	3499		3860	3840
	价差	-277	-374		-680	-420
小麦	国内优质麦运抵南方销区批发价	2422	2470	2500	2520	2540
	美国墨西哥湾硬红冬麦 (蛋白质含量 12%) 到岸税后价	2277	2812	3020	2820	2780
	价差	145	-342	-520	-300	-240
玉米	东北玉米运抵南方港口交货价	2044	2094	2080	2100	2180
	美国墨西哥湾 2 号黄玉米运抵南方港口到岸税后价	1844	1988	2180	2300	2340
	价差	200	106	-100	-200	-160
大豆	山东地区国产大豆进厂价	3700	3700	3680	4000	4120
	山东地区进口大豆到岸税后价	3371	3582	3660	4000	4200
	价差	329	118	20	0	-80
油菜籽	湖北地区油菜籽进厂价	3970	4075	4080	4120	4220
	加拿大油菜籽到岸税后价	4388	4547	4660	4800	5000
	价差	-418	-472	-580	-680	-780
豆油	山东地区国产豆油出厂价	7059	7640	7900	8980	9520
	美国墨西哥湾豆油运抵山东港口到岸税后价	7018	7684	7840	8940	9560
	价差	41	-44	60	40	-40
食糖	国内食糖价格	5184	5382	5743	6253	
	泰国食糖运抵珠三角地区到岸税后价	5754	6396	7160	8269	7648



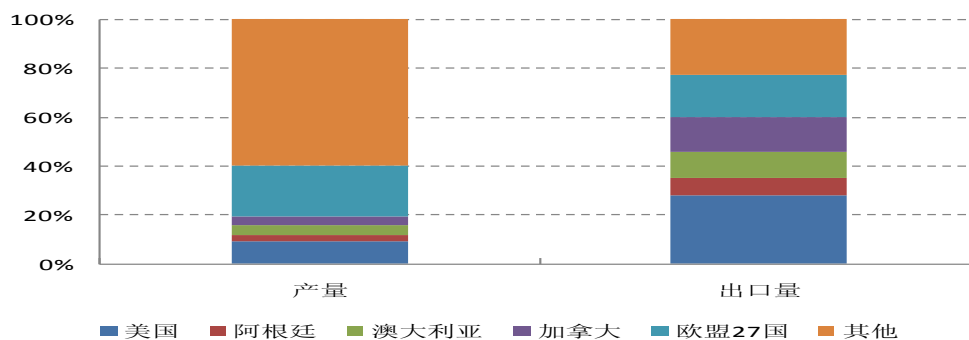
价差	-570	-1014	-1417	-2016	
国内 328 级棉花价格	18333	18124	19324	24701	28989
进口 M 级（相当于 328 级）棉花到岸税后价（1%关	15526、	16088、	18755、	23191、	27139、
税率、滑准税率）	16019	16575	19216	23608	27516
价差	2807、	2036、	569、	1510、	1850、
	2314	1549	108	1093	1473

数据来源：农业部网站

3. 一国（美国）独大为国际农产品市场增加变数

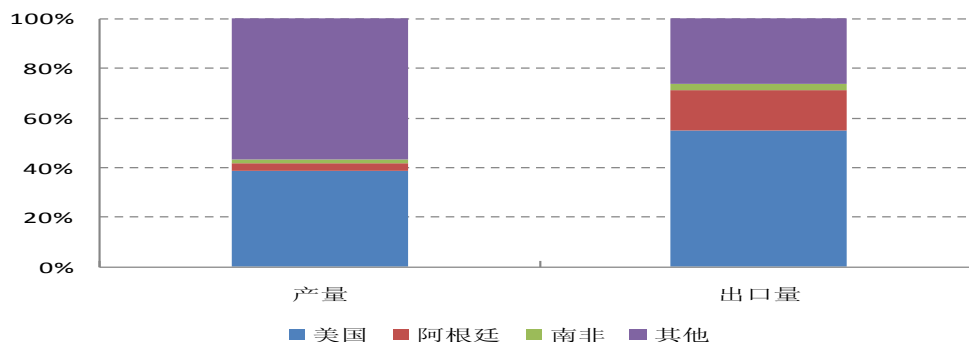
由于优异的自然条件和农业政策的支持,虽然农业人口仅占到总人口的0.9%,但除了生产出足够美国人消费的农产品外,还有大量出口,其中玉米、大豆、棉花优势最明显,产量占到世界的38.85%、35.07%和15.94%,出口量占到世界的54.95%、44.04%和40.82%。

图 21: 各主要出口国在世界小麦产量和出口量中所占比重



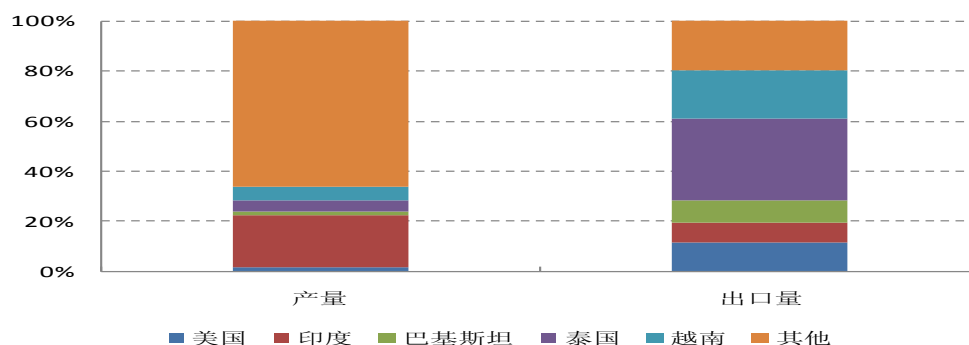
数据来源: Usda

图 22: 各主要出口国在世界玉米产量和出口量中所占比重



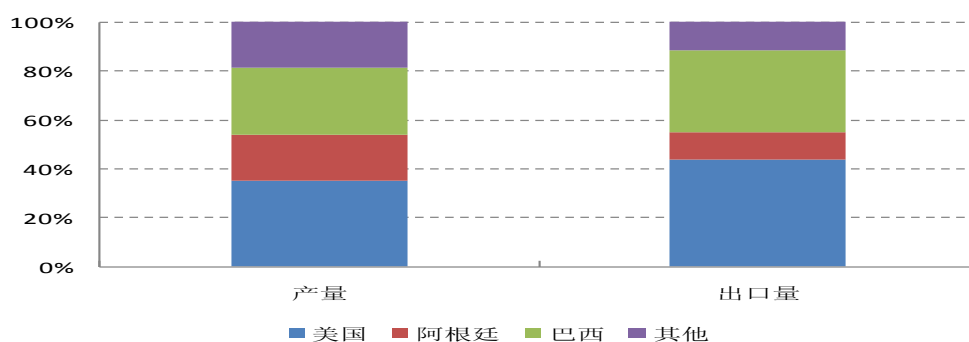
数据来源: Usda

图 23: 各主要出口国在世界大米产量和出口量中所占比重



数据来源: Usda

图 24: 各主要出口国在世界大豆产量和出口量中所占比重



数据来源: Usda

农产品贸易多以世界主要期货市场价格作为现货价格基础，现货价格=期货价格+基差。

作为最大的农产品出口国，且期货交易历史悠久，美国期货市场价格不仅是本国农产品价格制定的基础，也是国际农产品价格制定的参考标准。如芝加哥期货交易所（CBOT）的玉米、大豆、小麦、糙米等，纽约期货交易所（NYBOT）的棉花等。

近年来，其他国家农产品产量快速增长（如巴西的阿根廷的大豆），但以美国ADM、美国邦吉、美国嘉吉和法国路易·达孚（ABCD）为首的跨国公司（控制世界粮食交易量的80%）凭借资本、管理等优势，掌握主要农产品出口国的收购、仓储、码头设施，并在世界范围内布局产能和建设品牌、销售渠道，因此美国主导世界农产品市场并未改变。

美元的本质是石油美元，各国为了购买原油，不得不以美元作为主要外汇储备。美国为了自身的利益，一定会操纵美元币值走势，这为国际农产品市场增加了不确定性因素。



4. 下调投资评级为“中性”，制种业>种养殖业>农产品加工业

2010 年下半年以来，国际农产品价格再次出现大幅上涨，其中食糖创新高，玉米接近上次高点，基本面是个原因，但宽松货币政策的作用也不可小觑。

- 小麦、粗粮连续两年减产，且本年度减产幅度大于上年度；大豆减产；玉米和食糖虽然增产，但由于消费量增长快，库存水平创新低。
- 美国为了减轻债务负担，特别是在国际金融危机之后，通过数量型扩张，向全球输出通货膨胀，美元持续贬值。

但就 1 季度来看，国际农产品价格涨幅不大，再加上没有出台超预期的政策，农业板块表现不佳，跑输大盘 9.38 个百分点。

价格高位运行必将在世界范围内激发种植积极性，不考虑天气因素，农产品在下年度增产的可能性很大。另外，3 月份，美国实际利率为-1.9%，低于欧盟的-1.4%，极有可能退出宽松货币环境，因此未来一年，国际农产品价格难有表现。基于此，下调农业板块的投资评级为“中性”。

长期来看，农业板块的投资机会还是来自于受益于产业化水平提升的制种、种养殖业企业，以及致力于品牌建设或深度营销的农产品加工企业。

4.1. 未来十年，制种业将进行大规模并购整合

国内农产品价格总体涨势逊于国际价格，个别品种的价差再次扩大，如玉米，无疑给国内市场带来压力。

以牺牲大豆、小麦和水稻为代价，我国一直在扩大玉米的种植面积，2010 年达到 4.88 亿亩，但仍然跟不上消费量的增速。另外，大豆、小麦和稻谷的种植面积无法继续缩减，如粳稻、红小麦和混合麦已经产生供不足需的问题。提高玉米产量的有效途径只有在单产水平上下功夫。

2010 年，我国玉米平均亩产为 353.85 公斤，而美国为 638.89 公斤，差距大的主要原因在于研发投入不足和种子市场秩序混乱（侵权现象频现、地方保护主义等），也为优质玉米种子提供广阔的成长空间，如先玉系列、超试系列等。

我国杂交水稻制种技术处于世界领先地位，其中平均产量为 7.2 吨/公顷（世界为 3.9 吨/公顷），但推广力度还是不够大，仅占到种植面积的一半左右，也就意味着即使单价不提高，市场价值也能翻番。如果各个种植国都改种杂交水稻，市场价值就能扩大 10 倍。

与玉米种子相比，水稻种子存在两个问题：一是广适性差，特别是我国南方地区，多丘陵和山地，因此每一个品种都做不大，对企业的制种技术要求高；二是参考标准低，因此每年都有众多品种通过审定，市场竞争容易无序。2010 年，由于自然条件不

好，水稻种子减产明显，但企业提价能力有限也说明了这个问题。

《种子法》的颁布（2000 年）虽然打破了制种业的垄断，但是进入门槛低和知识产权意识不够又极大地打击了企业自主研发的积极性。目前，大部分应用在生产上的品种来自于各级科研单位，而美国主要来自于企业。

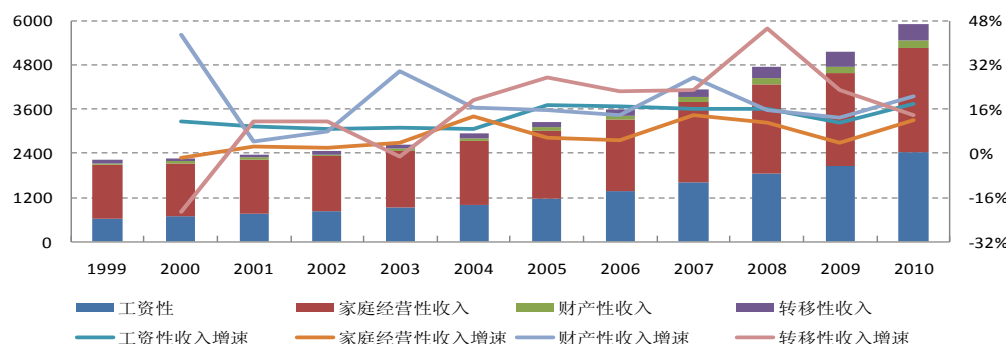
基于国家粮食安全考虑，政府相当重视制种业，加大政策扶持和投入的力度，力争在未来十年，通过并购整合，打造一批大型制种企业。20 世纪 90 年代以来，世界制种业就是通过大规模并购整合，研发投入才得以大幅提高，形成 8-10 家具有技术创新能力和拥有丰富育种资源的跨国企业。

近些年，跨国制种企业进入我国，除了带来优质的种子外，还带来独特的营销模式，与之合作的国内企业纷纷获得不凡的回报。但从逻辑上说，政府重视制种业是基于国家粮食安全，国内企业与跨国企业合作，仅是获得回报，而无法跟之学习是可悲的，因此寻找具有自主研发能力和学习能力的投资标的是长远之计，如登海种业、隆平高科等。

4.2. 规模养殖比重依然低，养殖企业成长空间巨大

农产品价格上涨给种养殖环节带来效益是无容置疑的。2010 年，我国农村居民家庭人均纯收入增速为 14.86%，超越城镇居民家庭人均可支配收入 3.6 个百分点，主要原因就在于家庭经营性收入（占到农村居民家庭人均纯收入的 47.86%）增速与其他三项（工资性收入、财产性收入和转移性收入）差距收缩明显。

图 25：我国农村居民家庭人均纯收入组成部分（元）及其增速



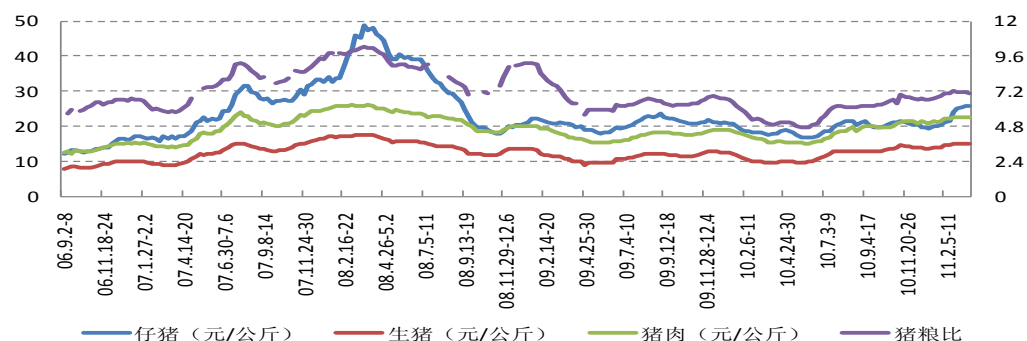
数据来源：Wind

过完春节，猪肉消费进入淡季，猪价通常会下跌，但今年的表现并不明显。上上周，由于央视曝光“瘦肉精”事件，影响到消费者的心理，以及养殖户积极出栏，猪价才出现下调。在河南、江苏等省的养殖场经过数次排查后，“瘦肉精”事件的影响减弱，猪价在上周又出现反弹。

其实很好解释，由于国家干预力度加大，以及规模养殖比重提高（据农业部畜牧业司调查，我国年出栏 50 头以上的生猪规模养殖比重目前超过 60%，比 2007 年提高 10 个百分点以上），猪价的周期性特征已经不明显。

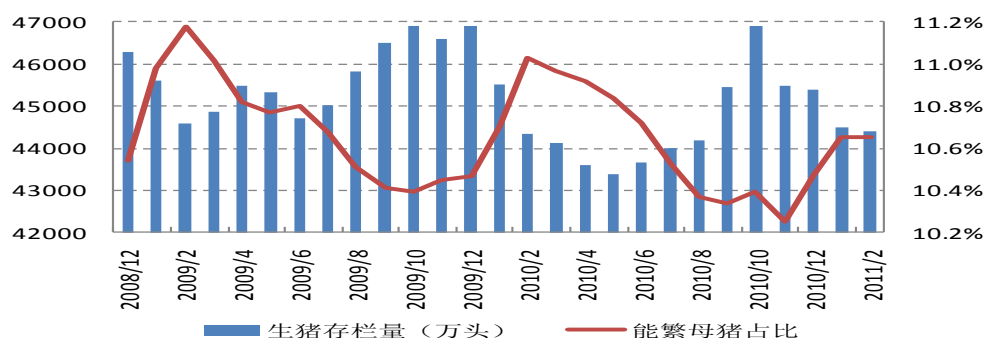
另外，虽然 2010 年上半年，猪价下跌造成猪粮比一度低于 5，但就目前的生猪存栏量而言，并不低，可能与规模养殖比重提高使得盈亏平衡点下移有关。

图 26: 全国仔猪、生猪、猪肉均价（元/公斤）和猪粮比



数据来源: 种猪信息网

图 27: 我国生猪存栏量和能繁母猪比重



数据来源: 农业部网站

鸡价会受到猪价的影响,但自身也有周期,两年涨,两年跌。经历 2008、2009 年的低迷,鸡价进入上行通道。

在产品价格相对可控的情况下,养殖企业的生存法则是不断进行规模扩张,但必须找到适合自身的模式。

通常来说,养殖企业采用与农户合作的模式,进行规模扩张,如广东温氏、六和集团等。为了进行规范管理,苗、饲料、疫苗等由企业提供,农户按照规定程序进行养殖,育成品销售给企业。在这一过程中,企业为了约束农户的行为,采用了不同的方法,如六合集团,农户以养殖场等固定资产向企业抵押,获取贷款,但贷款必须由企业管理,育成品销售给企业后,进行结算,多退少补;广东温氏则是在销售苗、饲料、疫苗等和收购育成品的环节中,采取比市价高的价格,农户如果半路推出,就会无利可图。

也有采取自养模式的,如圣农发展。该模式对投入要求高,且必须在人口相对稀少的地区,才能实现规模扩张,因此盈利能力未必高,但是产品质量更可控,且业绩稳定。

雏鹰模式介于上述两种模式之间,企业自建或租赁养殖场,让农户进场养殖(农户相当于工人),对每个环节进行激励管理。

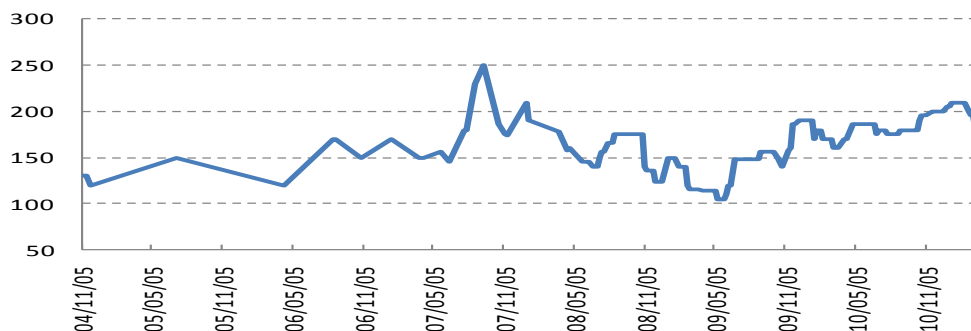
虽说规模养殖比重在提高,但水平依然很低,以生猪为例,年出栏生猪 5 万头以上



的仅占到 1%左右,因此养殖企业成长空间依然巨大,建议继续关注新希望、圣农发展、雏鹰农牧等。

海珍品养殖业也是我们长期看好的。受益于消费结构升级和适养海域有限,海珍品价格总体在上涨。但由于“核辐射”事件到底会发展到何种情况,暂时难有结论,短期内,还是对好当家等个股保持谨慎。

图 28: 海参大宗价 (元/公斤)



数据来源: Wind

4.3. 农产品加工业会出现分化

农产品加工业包括饲料加工业、制糖业、番茄酱加工业、屠宰业等。由于两端受压,通常来说,该行业盈利能力差,但近些年,情况有所变化。

“十二五”规划会把转变经济增长方式、大幅提高居民消费率作为重点,而大幅提高居民消费率必须从调整收入分配结构着手,因此大众品的消费规模会继续扩大。

“皮革奶”事件、“瘦肉精”事件等让消费者对食品安全问题更加重视,不知名农产品更加不被青睐,对于企业来说,打造品牌成为一个不错的选择。

当然,不是所有农产品,消费者都看重品牌的,如食糖、饲料等。对于这些行业来说,有两条出路:一是扩大规模,增强对两端的议价能力;二是向种养殖业延伸。

食糖生产主要集中在广西。为了稳定收购秩序和保护农户利益,地方政府为每个糖厂圈定收购区域,因此两条出路都走不通,除非地方政府推动龙头企业进行并购整合。

饲料行业毛利率低,做大规模意味着可以降低采购成本,可以以更低的价格抢占市场,从而形成良性循环。在这一过程中,营销策略是非常重要的。由于运输有半径,与到处撒网相比,在一个地方实现深度营销既可以节省更多支出,又可以降低跨区域风险。另外,凭借产品、销售渠道优势,饲料企业完全可以结合自身情况,向养殖业延伸。

建议继续关注西王食品、新中基、新希望等。

研究员介绍及承诺:

王 萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 07 年加入长城证券, 08 年任农业和食品饮料行业分析师。

研究员承诺:

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>