

关注中上游，青睐禽畜养殖

跟随大市

——农林牧渔行业 2011 年二季度投资策略报告——

内容摘要:

- 一季度农林牧渔板块整体跑输大盘，农林牧渔板块一季度下跌 2.26%，同期沪深 300 上涨了 2.41%，板块整体表现较弱其原因在于：其一，政策刺激效应减弱；其二，整体估值过高，价值回归仍在延续；其三，突然性事件打压行业个股持续走低。
- 一季度农产品大部分农产品价格保持相对平稳，但玉米由于受到库存过低状况短期难以改变，价格上涨较为抢眼。小麦价格受到最低收购价格的支撑，上涨幅度也相对较大；禽肉方面：猪肉、生猪以及仔猪价格走势强劲，主要是因为生猪供给相对偏紧，下游需求并没有因为“瘦肉精”受到影响，猪肉价格保持持续上涨，进而唤起养殖户对生猪养殖热情，纷纷进行补栏，导致仔猪价格上涨。水产品方面：受到日本地震影响，海水养殖产品价格大幅走低，其中海参价格 20 天跌幅接近 20%。
- 通胀年中见顶难改长期看涨农产品价格，原因在于：其一，中国青壮年劳动力拐点已现，未来劳动力成本增加将持续推动农产品价格上涨；其二，生产资料价格上涨最终将转嫁到农产品价格上；其三，粮食最低收购价格推动农产品价格走高；其三，原油高企导致生物能源生产增大对粮食需求，进而推动粮价上升。
- 我们认为，中长期农产品上涨趋势不变，但今年下半年农产品的涨幅将逐步收窄；目前农林牧渔板块整体 PE 虽然较前一季度有所回落，但相对 PE 仍在高位，相对估值不明显，给予“跟随大市”评级。重点关注雏鹰农牧（002477）和民和股份（002234）。雏鹰农牧主要受益于生猪产业持续高景气度以及公司独特的经营模式，三门峡生态猪养殖项目是公司未来看点；民和股份是我国最大的鸡苗生产企业，受益与鸡苗持续攀升以及公司非公开增发拓展产业链下游，有利于提升公司增长能力，平滑业绩波动，提升公司市场估值。

分析师

王剑辉
执业证号：S1250511010003
电话：010-57631186
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

市场表现



目 录

一、一季度农林牧渔板块走势回顾	1
二、一季度农产品价格走势回顾与二季度走势预判	2
三、通胀年中见顶难改长期看涨农产品价格	5
四、相对估值过高，给予“跟随大市”评级	6
五、重点推荐的公司和投资建议	6

插图目录

图 1: 一季度农林牧渔板块下跌了 2.26%.....	1
图 2: 农林牧渔中种植业和农业综合子行业跌幅相对较大	1
图 3: 过去 5 年中, 农林牧渔整体 PE 为 47.61 倍.....	1
图 4: 过去 5 年中, 农林牧渔相对于沪深 300PE 为 2.56 倍.....	1
图 5: 低玉米库存支撑未来价格走强	2
图 6: 3 月末全国生猪存栏量 44750 万头, 仍低于均值	3
图 7: 3 月末能繁母猪存栏量 4710 万头, 仍低于均值	3
图 8: 22 个省市猪肉、生猪、仔猪价格走势	4
图 9: 22 个省市猪粮比价走势	4
图 10: 日本地震引发威海海参价格大跌	4
图 11: 食品价格上涨仍然是推动物价上涨的主要动力.....	5
图 12: 青壮年人口劳动拐点已显	5
图 13: 小麦和水稻的最低收购价格逐年提升	5
图 14: 农林牧渔板块走势与 CPI 食品同比增幅对比	6

表格目录

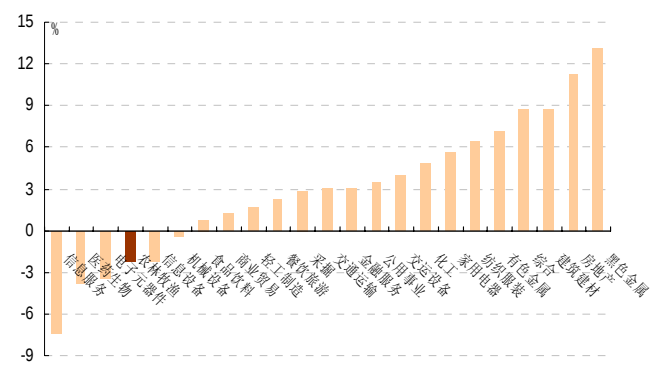
表 1: 国内外农产品期货价格	2
表 2: 禽肉产品价格表现	3

一、一季度农林牧渔板块走势回顾

回顾一季度走势，农林牧渔板块整体跑输大盘，一季度农林牧渔板块下跌了 2.26%，同期，沪深 300 上涨了 2.41%。从农林牧渔子行业看，种植业和农业综合跌幅相对较大，分别下跌了 5.86% 和 4.41%；渔业和林业跌幅相对较小，分别下跌了 2.24% 和 1.43%；饲料和农产品加工跟随大盘上涨，分别上涨了 0.24% 和 2.42%。

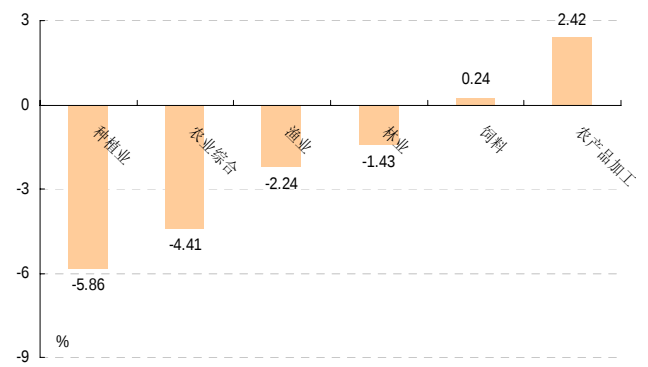
农林牧渔板块整体出现下跌，我们认为有以下几方面原因：第一，政策刺激效应逐步减弱，按照以往投资经验来看，每年年初政府往往出台一些列农业相关的支持政策，农业相关股票也会因此出现一波较好的上升行情，但从今年政府出台的农业相关政策来看，基本属于一些常规性政策，对整体农业板块的刺激作用相对有限；第二，农业相对估值较高，较其他低估值板块不具备吸引力，2010 年末，沪深 300 整体 PE 为 13.86 倍，过去 5 年的均值为 19.82 倍，而农林牧渔整体 PE 为 61.37 倍，过去 5 年的均值为 47.61 倍；农林牧渔相对于沪深 300PE 为 4.39 倍，过去 5 年的均值为 2.56 倍；第三，3 月份突发性事件频发，对于部分农林牧渔子行业形成打压，例如：日本地震对海水养殖产业形成短期影响，而“瘦肉精”的曝光对肉品加工企业形成打压等。

图 1：一季度农林牧渔板块下跌了 2.26%



数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 2：农林牧渔中种植业和农业综合子行业跌幅相对较大



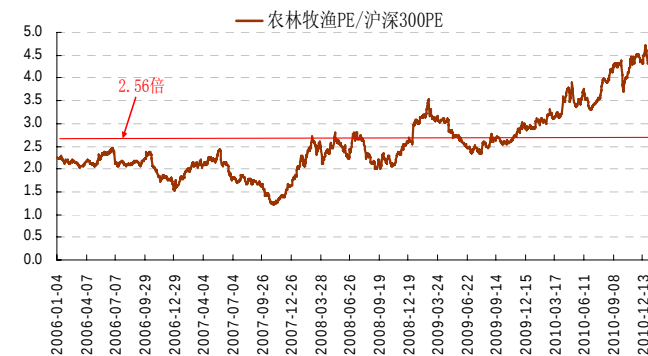
数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 3：过去 5 年中，农林牧渔整体 PE 为 47.61 倍



数据来源：WIND，西南证券研发中心

图 4：过去 5 年中，农林牧渔相对于沪深 300PE 为 2.56 倍



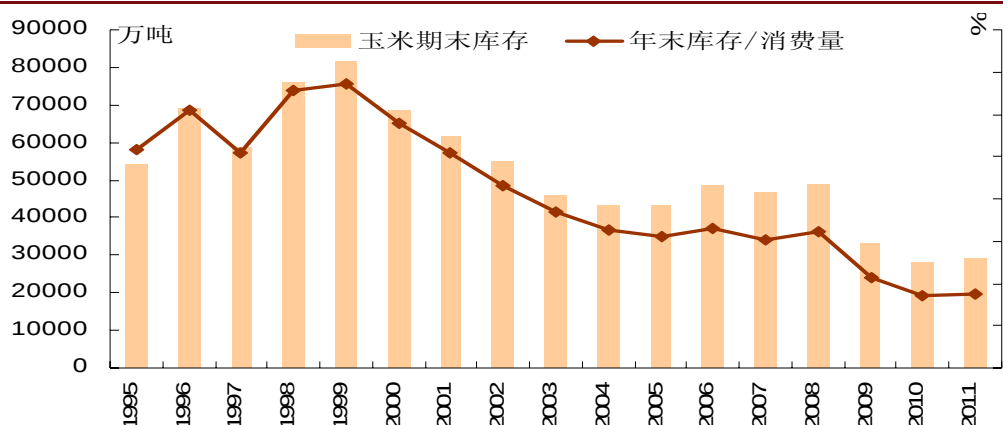
数据来源：WIND，西南证券研发中心

二、一季度农产品价格走势回顾与二季度走势预判

粮食类产品价格走势

一季度农产品中玉米涨势较为抢眼，这主要是与玉米库存有关。国内玉米库存过低的情况没有改变，需求刚性增加，产量增幅有限，使得全年供需存在较大缺口，导致国内库存进一步下降。低库存问题是中期和远期玉米市场的最大支撑，未来玉米价格仍然有上涨的动力或者将保持在高位运行。在玉米涨势较强的背景之下，大豆走势也表现相对较为强劲。小麦等粮食类的农产品受到粮食最低收购价格的支撑，上涨幅度相对较大较大。其他农产品走势保持相对平稳。美棉走势也较为强劲，一季度纽约棉花期货大涨 38.27%，而国内棉花表现相对疲软，在过去的 2010 年，棉花价格主要由于国际范围内的棉花减产以及全球经济复苏超预期，国内外纺织企业经营状况出现好转，全球棉花价格出现飙升，一季度美棉仍然保持强劲上涨态势，单季度上涨达到 38.27%，而国内由于新棉大规模上市以及进口棉大规模到港，棉花价格表现相对疲软。二季度关注新棉种植面积如果不能达到预期乐观，不排除二季度棉花价格继续走强。

图 5：低玉米库存支撑未来价格走强



数据来源：wind，西南证券研发中心

表 1：国内外农产品期货价格

国 内					国 外				
名称	单位	季初	季末	区间涨幅 (%)	名称	单位	季初	季末	区间涨幅 (%)
黄大豆 1 号	元/吨	4050	4360	7.65	CBOT 大豆	美分/蒲式耳	1393.75	1410.25	1.18
黄大豆 2 号	元/吨	4650	4614	-0.77	CBOT 玉米	美分/蒲式耳	629	693.25	10.21
豆粕	元/吨	3338	3149	-5.66	CBOT 豆粕	美分/短吨	370.3	370.7	0.11
豆油	元/吨	10120	10060	-0.59	CBOT 豆油	美分/磅	57.74	58.78	1.80
玉米	元/吨	2005	2222	10.82	CBOT 小麦	美分/蒲式耳	794.25	763.25	-3.90
早籼稻	元/吨	2249	2260	0.49	CBOT 燕麦	美分/蒲式耳	394	367.25	-6.79
棕榈油	元/吨	9980	9416	-5.65	CBOT 糙米	美分/英担	14	13.99	-0.07
硬冬白小麦	元/吨	1998	2100	5.11	NYMEX 糖	美分/磅	32.12	27.11	-15.60
优质强筋小麦	元/吨	2400	2619	9.13	NYMEX 棉花	美分/磅	144.81	200.23	38.27

国 内					国 外				
名称	单位	季初	季末	区间涨幅 (%)	名称	单位	季初	季末	区间涨幅 (%)
棉花	元/吨	28490	28955	1.63					
白砂糖	元/吨	6970	7133	2.34					
菜籽油	元/吨	9872	9930	0.59					

数据来源: WIND 西南证券研发中心

禽肉类产品价格走势

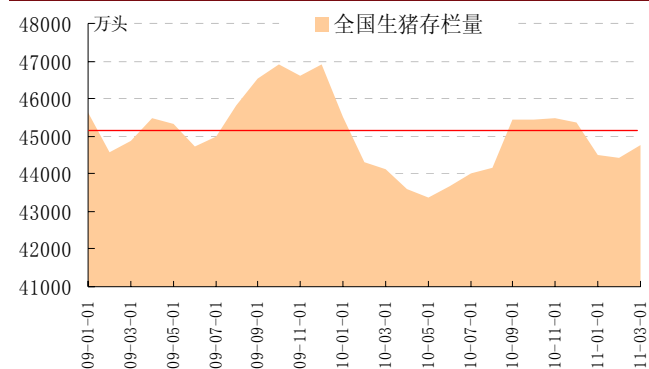
一季度猪肉价格一直保持在上升通道之中,通常春节后猪肉价格因消费进入淡季而出现大幅下跌,今年则出现了反季节上涨,直到双汇“瘦肉精”事件爆发,这也仅仅在短短几天内使部分地区猪肉价格受到影响,之后仍然恢复上涨,显示目前生猪供给相对偏紧,下游需求仍然旺盛。猪肉价格重新进入上涨通道,唤起了养殖户的养殖热情,纷纷进行补栏。仔猪价格从今年春节以后就开始走强,截止3月末母猪存栏量为4710万头,仍然低于市场均值水平2%,而母猪补栏后到生猪出栏平均需要12个月,因此下半年生猪供应还将偏紧,猪肉价格有望保持在高位运行。其他禽肉产品保持相对平稳上涨。

表 2: 禽肉产品价格表现

名称	单位	季初	季末	区间涨幅 (%)
生猪	元/公斤	13.71	14.92	8.83
仔猪	元/公斤	18.54	23.89	28.86
猪肉	元/公斤	21.92	23.93	9.17
牛肉	元/公斤	35.4	35.63	0.65
羊肉	元/公斤	38.66	39.96	3.36
鸡肉	元/斤	8.93	9.24	3.47

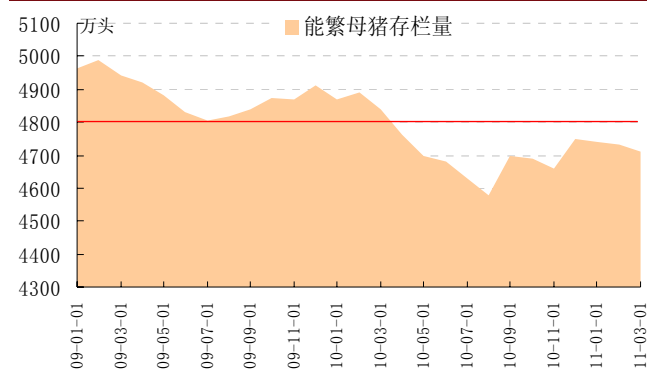
数据来源: wind 西南证券研发中心

图 6: 3 月末全国生猪存栏量 44750 万头, 仍低于均值



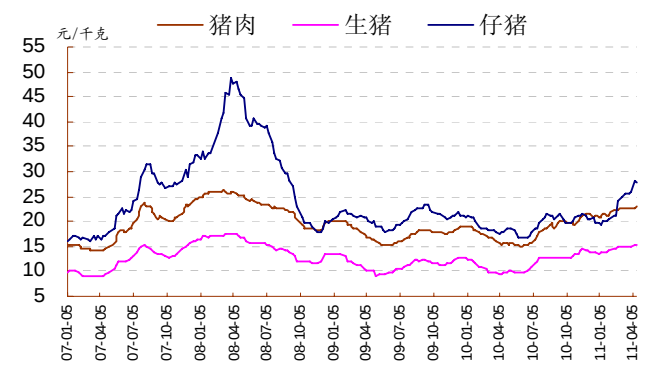
数据来源: wind 西南证券研发中心

图 7: 3 月末能繁母猪存栏量 4710 万头, 仍低于均值



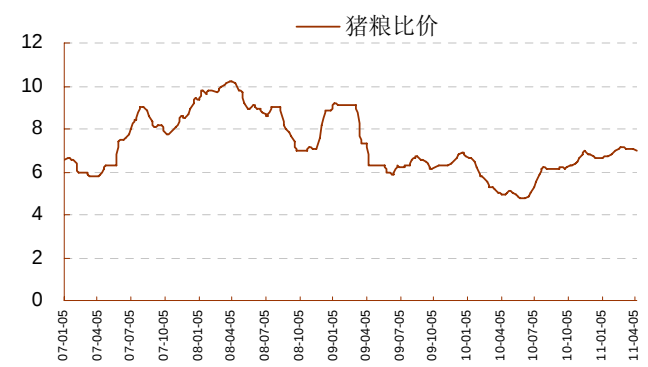
数据来源: wind 西南证券研发中心

图 8：22 个省市猪肉、生猪、仔猪价格走势



数据来源: wind 西南证券研发中心

图 9：22 个省市猪粮比价走势

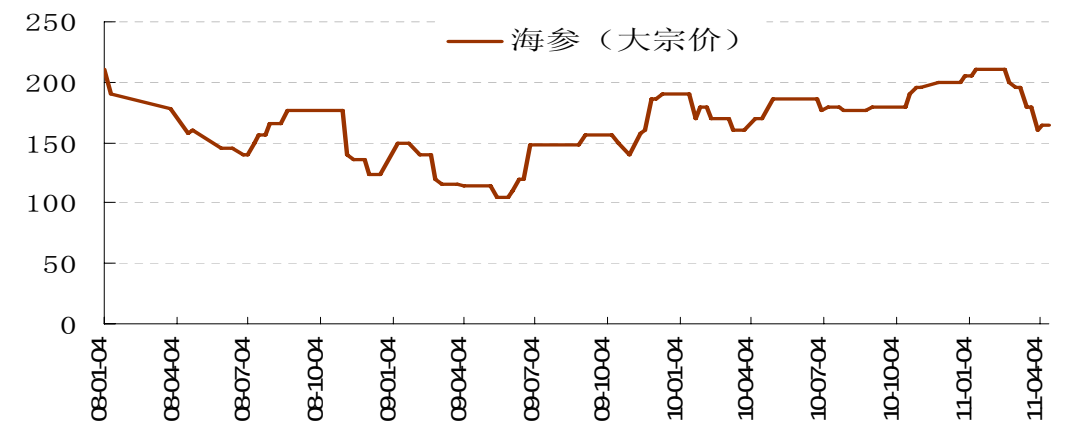


数据来源: wind 西南证券研发中心

水产品价格走势

春节前后受到下游消费的支撑，水产品价格一直上涨，但到 3 月 11 日日本地震之后，由于消费者对海水产品产生了负面心理影响，海产品价格特别是海参价格近期出现大幅下挫，山东威海地区海参批发价格由 3 月 11 日时的 196 元下跌 3 月末的 160 元，跌幅近 20%。二季度海水养殖产品有望逐步消除负面心理影响，随着消费者信心的逐渐恢复，产品价格有望走出低谷。我国水产品仍处于粗加工阶段，日本地震使日本近三分之一的渔业受到重创后，我国水产品加工企业能否替代日本出口欧美国家还有待观察。

图 10：日本地震引发威海海参价格大跌

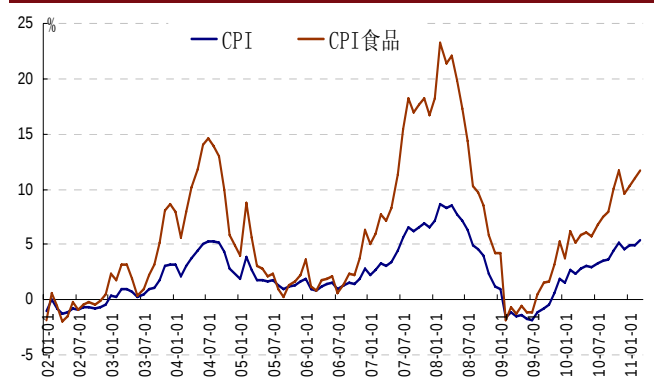


数据来源: wind 西南证券研发中心

三、通胀年中见顶难改长期看涨农产品价格

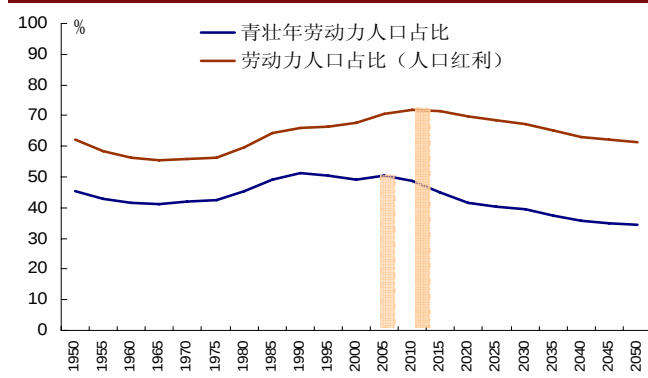
一季度，居民消费价格同比上涨 5.0%，其中一季度食品价格上涨 11.0%，食品价格上涨仍然是推动物价上涨的主要动力，市场普遍预期通胀在年中将出现年内高点后，受到翘尾因素会震荡回落，但就农产品价格而言，从我国目前所处的发展阶段来看，我们将长期看涨中国农产品价格，有以下几方面原因：其一，目前对中国人口红利是否消失还存在争议，但有一点应该是确定的，青壮年劳动力人口的拐点已经出现(即：青壮年劳动力人口占总人口比重正在逐年下降)，这也意味着人均生产能力下降、人力成本将开始上升、消费意愿也将上升。由于我国农业生产总体机械化、现代化率较低，生产效率低下，农村青壮年劳动力人口的逐年减少导致农产品的供给减少和劳动力成本的增加，这将在今后很长的一段时间内，持续推动农产品价格上涨；其二，中国农业生产仍基本延续粗放式经营方式，对化肥等生产资料投入依赖度较高，随着我国不断推进资源要素价格改革，农产品相关生产资料价格也将跟随上涨，这最终将转嫁到农产品价格上；其三，2006 年以来，粮食最低收购价格逐年走高，这在一定程度上推动农产品价格上涨，2011 年生产的三等早籼稻、中晚籼稻、粳稻最低收购价分别提高到每 50 公斤 102 元、107 元、128 元，比 2010 年分别提高 9 元、10 元、23 元。其四，原油价格今年上涨到 110 美元以上，如果未来一段时间原油价格继续上涨或者维持在高位，生物能源生产有望实现盈利，这将加大对粮食需求，进而推动粮食价格上涨。

图 11：食品价格上涨仍然是推动物价上涨的主要动力



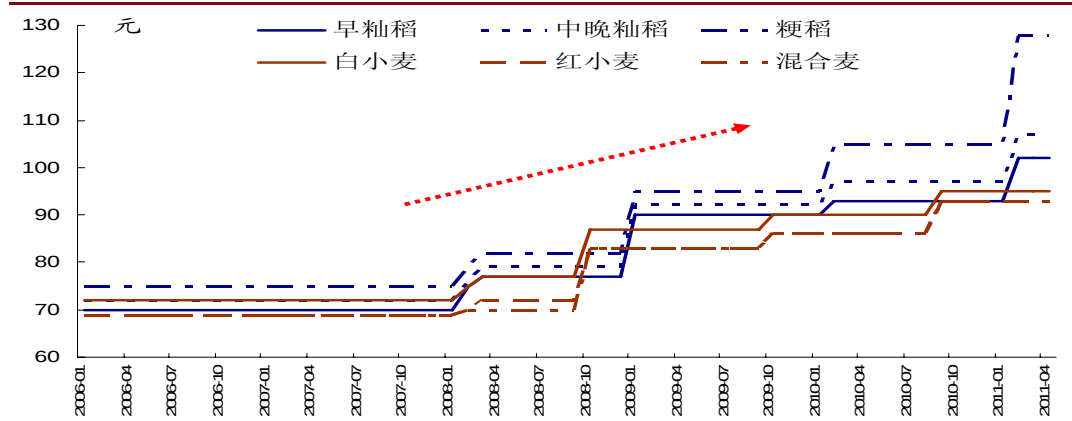
数据来源：西南证券研发中心

图 12：青壮年人口劳动拐点已显



数据来源：西南证券研发中心

图 13：小麦和水稻的最低收购价格逐年提升



数据来源：wind，西南证券研发中心

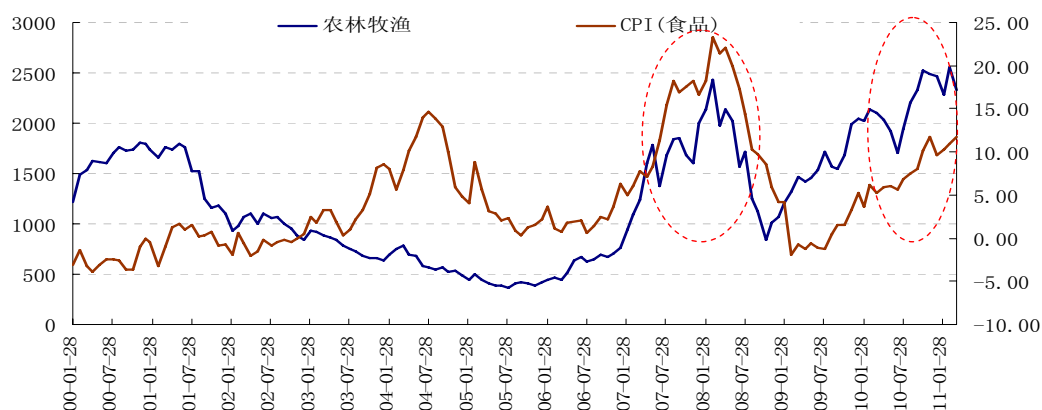
四、相对估值过高，给予“跟随大市”评级

我们从 2006 年之后的物价上涨和农林牧渔板块涨跌走势对比来看，当食品价格同比增幅出现回落时，农林牧渔板块整体也将伴随着回调，目前市场普遍预期，年中 CPI 涨幅将见顶回落，届时食品价格同比涨幅也将收窄，农林牧渔板块的上涨动能也将逐步衰竭，在宏观政策层面，2、3 季度对于农业政策也不存在太多变数，因此农林牧渔板块整体难以出现上涨行情。

估值方面：经过一季度农林牧渔板块的充分调整，目前 2011 年的 PE 已经调整至 35 倍附近，但相对于沪深 300 的相对 PE 高达 2.85 倍，相对估值优势不明显，对于资金的吸引力不强。

给予农林牧渔板块“跟随大市”评级

图 14：农林牧渔板块走势与 CPI 食品同比增幅对比



数据来源：西南证券研发中心

五、重点推荐的公司和投资建议

我们认为，考察公司是否具有投资价值，应该从公司产品的市场需求、公司产品市场份额、经营模式、公司所处的产业链位置以及目前估值等方面考察。产品的市场需求，主要是考察公司产品的下游是否旺盛，旺盛的下游需求对于产品的涨价敏感度反而较低，有利于产品价格的提升；市场份额，良好的市场份额有助于公司长期稳健发展；经营模式，考察公司的经营模式，判断公司是否具有潜在的高成长能力，能否保证产品品质，在特定的突发事件爆发后，能否迅速恢复或者迅速扩大市场占有率等；考察公司所处产业链位置，作为农业企业，处于产业链的终端，往往受到国家对价格的管控，很难转嫁成本压力，而处于中上游的企业，议价能力反而较强，因此我们更关注农业产业链的中上游企业。

虽然农林牧渔整体不具备较好的投资价值，但对于部分子行业的龙头公司具备我们的选股条件。我们重点关注家禽养殖子行业，重点推荐雏鹰农牧（002477）和民和股份（002234）。

雏鹰农牧 (002477): 生猪产业景气上升周期最大受益者

公司是专业化生猪养殖的龙头企业，主要从事商品仔猪和商品肉猪的养殖与销售。目前公司采用一种独创的“养殖模式”，即：公司与农户紧密合作的养殖方式。公司为农户提供场所、饲料、仔猪、药品等养殖必备物资，农户发挥自身养殖管理经验与公司饲养管理相结合，实现规模养殖，农户根据养殖成果获取收入。公司通过租赁零星土地建设养殖场，农户在公司养殖场内进行养殖，实现“分散养殖，统一管理”。农民只需交一两万元保证金，便可到雏鹰公司的养殖场来养猪，其仔猪、饲料、药品疫苗以及最后的售猪，全部由雏鹰解决这种养殖模式，易于控制生猪质量、扩张养殖规模。

公司募投项目“年出栏 60 万头生猪产业化基地”2011 年底可基本完工投产，预计产能可达 60%-80%，公司现有母猪群年可产出仔猪 60-70 万头，2011 年公司计划通过外购及自繁，增加能繁母猪 5-6 万头，预计可产出仔猪 50 万头左右，这将进一步保障公司将来经营能力及业绩的持续增长。预计 2012 年，商品肉猪的销售将突破 80 万头，商品仔猪将突破 150 万头。

2011 年 3 月，公司与三门峡市陕县政府签署出栏 50 万头生态猪产业化项目投资合作意向书，项目分阶段实施，项目总投资预计约 20 亿元，项目达产后，年产冷鲜肉等产品销售收入约 20 亿元，税后年均利润约 4 亿元。第一期计划投资 1.5 亿元，2011 年底之前完成 3 万头规模建设任务，实现存栏生猪一万头，这有望成为公司未来利润的增长点。

今年年初至今，生猪和仔猪价格持续走高，预计 2、3 季度仍能保持在高位运行，公司是生猪产业景气上升周期中的最大收益者。预计公司 2011 年、2012 年营业收入分别为 12.5 亿元、20.1 亿元，归属母公司股东的净利润分别为 2.19 亿、3.6 亿，每股收益为 0.82 元、1.35 元。我们给予“增持”评级。

民和股份 (002234): 受益鸡苗价格回升的同时积极拓展下游养殖产业

公司是国内最大的肉鸡苗生产企业，处于家禽养殖产业链的中上游，产品的议价能力较高。目前拥有 23 个种鸡养殖场、6 个孵化厂，父母代种鸡存栏量超过 180 万套，鸡苗年产量超过 1.5 亿羽，去年上半年山东烟台地区的鸡苗价格大部分时间在 2 元/羽以下运行，最低达到 0.7 元/羽；进入下半年，随着下游需求的进一步提升，鸡苗价格逐步回暖，基本维持在 2 元/羽上方运行，最高达到 4 元/羽。肉毛鸡的价格也由上半年均价 3.78 元/斤，上涨到下半年均价 4.23 元/斤。主要产品价格的大幅上升，使公司盈利从上半年每股亏损 0.25 元，转变为全年盈利 0.41 元。由于去年上半年鸡苗价格持续保持低位，部分小规模鸡苗生产企业被淘汰，导致今年一季度鸡苗价格继续维持震荡走高，预计公司一季度盈利在每股 0.36 元左右，二季度业绩也有望保持持续高增长，全年盈利有望超过 1 元，关注鸡苗价格走势。

公司非公开增发，积极拓展产业链下游，有助于平滑业绩波动：公司公告拟以不低于 19.36 元/股的价格发行不超过 4500 万股，募集资金 8.4 亿元，投向商品鸡养殖项目（产能 4536 万羽）、商品鸡屠宰加工项目（产能为 3600 万羽）、粪污处理沼气提纯压缩项目。项目投产后，公司商品鸡出栏规模可达到 5500 万羽左右，屠宰产能达到 5600 万羽，公司实时拓展

产业链下游，有利于提升公司增长能力，平滑业绩波动，提升公司市场估值。未来关注鸡苗价格走势以及公司商品鸡肉的销售去向。

基于鸡苗价格持续高景气度以及公司积极拓展产业链下游，我们调高公司盈利预期，预计 2011 年每股收益有望超过 1 元，给予“增持”评级。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成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提到的公司所发行的证券并进行交易，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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：（010）57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/