

农林牧渔行业

继续推荐“大养殖”= 畜禽养殖 + 水产养殖

评级:	增持	前次	增持
分析师		联系人	
谢刚		胡彦超	
S0740210090003		农林牧渔小组	
021-20315178		021-20315176	
xiegang@qlzq.com.cn		huyc@qlzq.com.cn	
2011 年 4 月 29 日			

事件提醒:

- 受节日美元反弹、原油下跌及美国主产区降雨等影响，国内外农产品期货价格普跌。国内大豆、早籼稻、玉米、小麦、糖期货价格较上周分别变动-2.2%、-2.3%、-1.7%、-2.8%、-1.5%；CBOT 小麦、玉米、大豆、白糖、天胶、橙汁主力合约的价格较上周分别变动-6.5%、-1.5%、-2.1%、-4.9%、-1.3%、-1.0%。
- 本周生猪价格维持高位，仔猪母猪价格持续走高。全国生猪均价 15.10 元/公斤，连续 9 周维持在 15 元/公斤以上的高位；仔猪价格环比大幅上涨 2.1%至 28.56 元/公斤，二元母猪价格涨至 1673 元/头，均涨至 08 年以来的次高值。我们在 4 月 29 日推出《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿 2011 全年》，核心观点为：短期（6-8 月份）猪价有调整压力，但 3-4 季度需求拉动和供给紧张仍推高猪价，预计全年猪价高点在 15-16 元/公斤，同比增长 30%；我们推荐养殖业中（重点公司：圣农发展、雏鹰农牧、益生股份，建议 4 季度增持饲料业（重点公司：新希望、海大集团、大北农、唐人神等），我们认为屠宰流通、深加工和品牌猪肉制品企业的系统性机会尚未到来。
- 食糖内强外弱格局持续，本周 ICE 原糖跌 4.9%至 22.25 美分/磅，国内现货价格微涨 30 元至 7230 元/吨。印度、泰国等北半球国家 10/11 产量同比大幅增长 22%和 32%，南半球巴西也已开榨，全球食糖价格在供给面改善的压力下创下 8 个月新低。而 10/11 榨季预计国内产量下降 2.2%至 1050 万吨，而消费量为 1350 万吨，产量和需求之间存在 300 万吨的缺口。考虑到 10/11 榨季进口量大幅增长至 219 万吨情况下，10/11 榨季的期末库存仅为 55 万吨，库存消费比降至历史最低的 4.1%，今年以来现货价格一直稳定在 7000 元/吨以上，预计新榨季开始前国内糖价仍将维持高位。
- 目前海参捕捞已经开始，威海海参价格连续两周反弹后维持在 170-180 元/公斤，与去年同期价格基本持平。海参价格旺季上涨，反映海参消费并没有受到严重影响，我们前期在山东地区调研的情况也证实了这一点。国内消费者信心恢复，水产品公司利空出尽；同时水产品公司受到日本出口替代、山东半岛蓝色海洋经济区规划、海域资源扩张等多重利好因素刺激，建议积极关注东方海洋、獐子岛、好当家、壹桥苗业被错杀大幅下跌后的估值恢复和基本面双升之机会。
- 尽管国际国内农产品价格近期普跌，但进入 2011 年以来，农业股的系统性机会较为缺乏，其中很重要的一点就是农产品价格上涨驱动的力道在淡化，我们更多关注销量增长对企业盈利的驱动，也就是关注自下而上的个股盈利超预期的机会。前期，农业股系统性调整后估值得到一定恢复修复，水产品、玉米油、畜禽养殖、饲料等子行业的盈利稳定增长可期，因此，我们对优质农业股 2011 年估值回落到 30 倍以下的公司仍建议积极增持。
- 循着“养殖 + 水产”的“大养殖”主线，我们看好如下重点公司：獐子岛、东方海洋、好当家、西王食品、圣农发展、新希望、顺鑫农业、益生股份、雏鹰农牧、华英农业、隆平高科、壹桥苗业、南宁糖业；同时提示养殖高景气下饲料业的机会渐行渐近，正邦科技、大北农、海大集团等公司可逐步布局。

图表 1：重点农业公司估值表及推荐排序

股票名称	归属子行业	收盘价格	总股本	总市值	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE	投资评级
			(百万股)	(亿元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(倍)	(倍)	(倍)	
獐子岛	渔业	23.77	711.11	169.03	0.29	0.59	0.85	1.24	40.1	27.8	19.1	买入
东方海洋	渔业	14.50	243.85	35.36	0.23	0.31	0.51	0.73	47.0	28.3	19.8	买入
西王食品	食品	30.45	125.55	38.23	0.56	0.67	1.17	1.65	45.4	26.0	18.5	买入
圣农发展	畜牧业	16.40	924.00	151.54	0.22	0.31	0.57	0.76	53.5	28.7	21.7	买入
好当家	渔业	11.97	633.60	75.84	0.12	0.23	0.34	0.54	53.1	35.5	22.0	买入
海大集团	饲料业	30.05	291.20	87.51	0.53	0.71	0.90	1.06	42.5	33.5	28.3	买入
新希望	饲料业	17.58	1732.37	304.55	0.24	0.80	0.91	1.06	22.0	19.2	16.6	买入
顺鑫农业	农业综合	17.49	438.54	76.70	0.37	0.61	0.96	1.20	28.9	18.2	14.6	买入
雏鹰农牧	畜牧业	27.51	267.00	73.45	0.29	0.42	0.79	1.05	65.9	34.7	26.3	增持
登海种业	种业	47.62	176.00	83.81	0.53	1.19	1.68	2.43	40.1	28.4	19.6	增持
益生股份	畜牧业	31.50	108.00	34.02	0.75	0.44	1.24	1.48	71.7	25.4	21.3	增持
大北农	饲料业	34.45	400.80	138.08	0.70	0.78	1.13	1.40	44.4	30.4	24.7	增持
壹桥苗业	渔业	61.93	67.00	41.49	0.64	0.90	0.94	2.18	68.9	66.2	28.4	持有
南宁糖业	制糖行业	18.86	286.64	54.06	0.43	0.64	0.75	0.66	29.4	25.3	28.5	增持
国联水产	渔业	11.01	320.00	35.23	0.30	0.25	0.62	0.72	44.2	17.7	15.3	增持
大湖股份	渔业	9.21	427.05	39.33	0.05	0.17	0.26	0.35	54.1	35.4	26.3	增持
得利斯	肉制品	14.27	251.00	35.82	0.25	0.18	0.38	0.52	80.9	37.8	27.2	增持
海南椰岛	饮料行业	14.43	298.80	43.12	0.38	0.66	0.61	0.67	22.0	23.6	21.5	增持
通威股份	饲料业	8.32	687.52	57.20	0.21	0.35	0.38	0.52	24.1	22.0	15.9	增持
正邦科技	饲料业	13.25	269.41	35.70	0.20	0.22	0.57	0.71	61.5	23.2	18.7	增持
国投中鲁	饮料行业	18.69	201.70	37.70	0.04	-0.26	0.18	0.35	-71.9	106.3	53.2	增持
开创国际	渔业	14.70	202.60	29.78	0.75	0.11	0.88	0.97	130.5	16.8	15.1	增持
北大荒	种植与农产品	13.92	1777.68	247.45	0.20	0.20	0.27	0.30	69.4	52.0	46.4	增持
华英农业	畜牧业	24.30	147.00	35.72	0.27	0.38	0.54	0.74	63.1	44.9	33.1	未有评级
海升果汁	饮料行业	1.05	1368.42	14.37	0.07	0.05	0.27	0.28	22.6	3.9	3.8	买入
罗牛山	畜牧业	6.98	880.13	61.43	0.07	0.01	0.14	0.19	491.5	50.0	36.5	持有
隆平高科	种业	27.86	277.20	77.23	0.17	0.26	0.37	0.60	105.6	74.7	46.8	未有评级
荃银高科	种业	39.07	52.80	20.63	0.64	0.78	0.96	1.11	50.2	40.8	35.3	未有评级
金新农	饲料业	22.76	94.00	21.39	0.54	0.62	0.76	1.13	36.7	30.0	20.2	未有评级
朗源股份	农业综合	17.53	107.00	18.76	0.34	0.46	0.76	1.14	38.2	23.2	15.3	未有评级
中粮屯河	调味品	10.80	1005.60	108.60	0.27	0.11	0.16	0.23	100.0	66.7	47.6	未有评级

来源：齐鲁证券研究所(注：收盘价截至 2011 年 4 月 29 日，圣农发展 11-12EPS 按增发 1.04 亿股摊薄计算，新希望按定增成功后总股本测算)

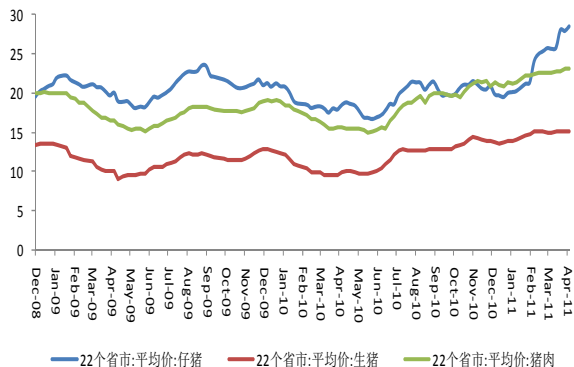
内容目录

仔猪、母猪价格持续走高.....	- 3 -
出栏遭遇麦收期，鸡鸭苗价格大幅下跌	- 4 -
海参开捕后价格维持高位.....	- 5 -
食糖内强外弱格局有望持续	- 6 -
国际原糖价格跌 4.9%，广西现货价格涨 30 元至 7230 元/吨.....	- 6 -
11/12 榨季甘蔗苗情整体较好，广西因前期低温寡照略差.....	- 7 -
国内食糖供需形势——11/12 榨季前国内现货糖价有望反复走强	- 7 -
泰国增产幅度超预期，供给增加国际糖价创 8 个月新低	- 8 -
日天胶跌 1.3%，布伦特原油涨 0.8%.....	- 9 -
豆油和玉米油价格本周保持稳定	- 10 -
橙汁价格本周跌 1%.....	- 11 -
国际原粮：美中南作物生产条件因降雨改善	- 11 -
国内原粮：紧缩传闻下价格回落	- 12 -
本周农业股投资策略	- 13 -

仔猪、母猪价格持续走高

- 本周生猪价格维持高位，仔猪母猪价格持续走高。全国生猪均价 15.10 元/公斤，周环比微跌 0.03 元/公斤，连续 9 周维持在 15 元/公斤以上的高位；仔猪价格环比大幅上涨 2.1% 至 28.56 元/公斤，二元母猪价格涨至 1673 元/头，均涨至 08 年以来的次高值。从草根数据来看，4 月份生猪主产省出现了积极补栏仔猪和母猪的现象。

图表 2：全国生猪价格维持在 15 元/公斤以上



来源：种猪信息网、齐鲁证券研究所

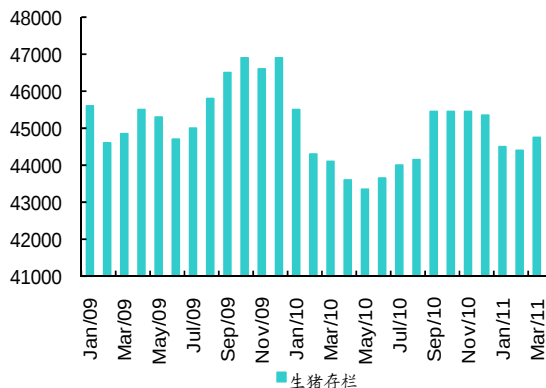
图表 3：肉鸡皮肤价格维持在 12 元/公斤高位



来源：齐鲁证券研究

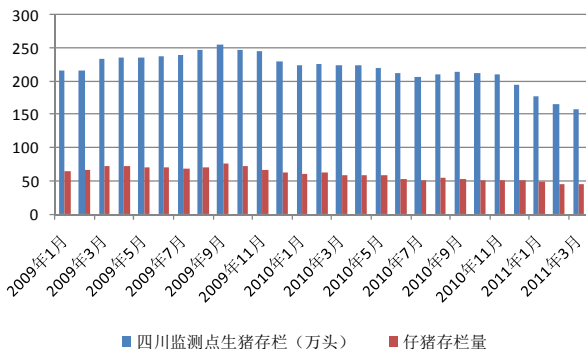
- 3 月全国母猪存栏量环比下降 0.42%。全国存栏数据显示，3 月份全国母猪存栏 4710 万头，环比下降 0.42%，连续 3 个月环比下滑；全国生猪存栏 44750 万头，环比增长 0.77%，在连续 3 个月下滑后首度出现环比提升。养猪第一大省四川的数据显示，3 月底生猪和母猪存栏同比下降 29.73% 和 25.28%。
- 我们从能繁母猪存栏量、生猪/仔猪存栏等视角，重点解剖生猪中期和短期的供给和需求水平，对本轮生猪价格波动周期和生猪养殖盈利周期进行了量化分析，提炼出如下结论：（详细分析参见 4 月 29 日畜禽养殖专题报告《养殖高景气有望贯穿 2011 全年》）
 - 对猪价高点出现时点的判断：2011 年 5-6 月将是本轮猪价上涨中的阶段性高点，但不同于往年冲高回落的是猪价无论涨跌幅度都会非常有限，全年保持高位运行的概率最大；
 - 对 2011 年猪价的量化判断：短期（6-8 月份）猪价有调整压力，但进入 9-10 月份的猪肉传统消费旺季后，猪价预计还有小幅上升空间，维持全年猪价高点在 15-16 元/公斤观点不变，同比增长 30%；
 - 生猪价格向下拐点的预判：新一波生猪补栏自 2011 年 3 月开始，但由于养殖周期的滞后性，我们预计整个 2011 年生猪市场都将处于供需偏紧的状态，直到 2012 年春节中国生猪供给才会激增，春节后猪价下跌风险加大，这意味着猪价向下的拐点比传统理论推测的要滞后 3-6 个月；
 - 生猪盈利水平的量化测算：预计 2011 年生猪自繁自养头均盈利水平预计在 300-350 元左右，大大超过 2010 年的 50-100 元，高盈利得以持续有望催化养殖股反复活跃甚至贯穿 2011 年全年。

图表 4：3 月生猪存栏环比增长 0.77%



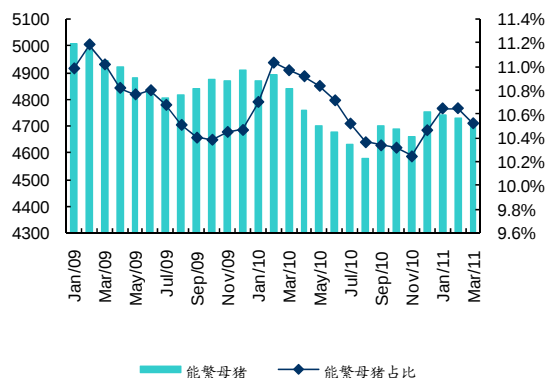
来源：农业部畜牧业司、齐鲁证券研究所

图表 6：四川监测点存栏同比下降 29.73%



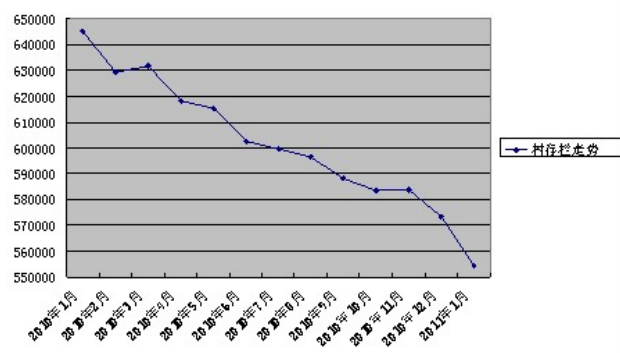
来源：齐鲁证券研究所

图表 5：3 月母猪存栏环比下降 0.42%



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：湖南监测点生猪存栏下降 12.91%(头)



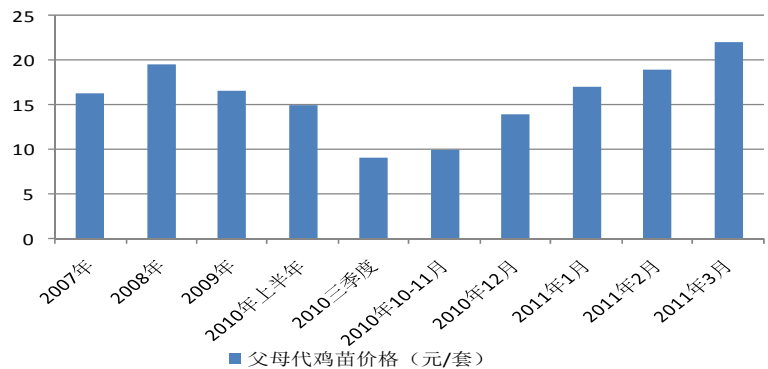
来源：齐鲁证券研究所

- 2011 年养殖行业有望全年维持高景气，将使养殖企业的利润大幅提升，我们推荐弹性最大、盈利稳定性最好的中上游种苗业与养殖业，同时推荐饲料行业渐行渐近的中期机会；短期来看，圣农发展、雏鹰农业、益生股份等养殖企业一季报将出现 50%-100%甚至更高的增长，这可能成为推动畜禽养殖板块二季度股价表现的催化剂。

出栏遭遇麦收期，鸡鸭苗价格大幅下跌

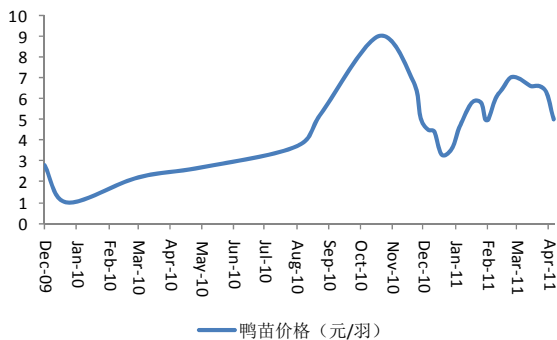
- 本周山东地区商品代鸡苗价格大幅下跌。鸭苗价格跌至 5 元/羽上周为 6.3 元/羽；鸡苗的价格由上周的 3.85 元/羽跌至 3.15 元/羽。
- 本周下跌主要原因是季节性补栏清淡导致，目前补栏则出栏时正处于麦收农忙，农户通常会避开这一时点补栏。考虑到目前猪鸡鸭价格仍维持高位，养殖利润较好，在短期季节性因素消散，补栏回复正常后苗价将出现回升。

图表 8：父母代鸡苗价格持续上涨（元/套）



来源：齐鲁证券研究所

图表 9：山东鸭苗价格本周跌至 5 元/羽



来源：中国畜牧兽医信息网、鸡病专业网、齐鲁证券研究所

图表 10：山东商品鸡苗价格本周跌至 3.15 元/羽



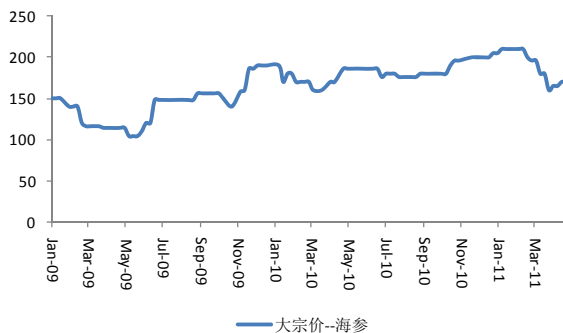
来源：齐鲁证券研究所

海参开捕后价格维持高位

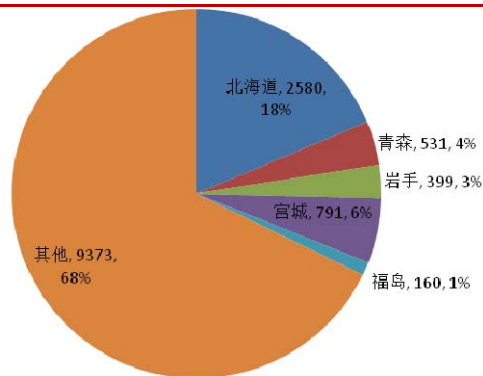
- 目前海参捕捞已经开始，威海海参价格连续两周反弹后维持在 170-180 元/公斤，与去年同期价格基本持平。海参价格旺季上涨，反映海参消费并没有受到严重影响，我们前期在山东地区调研的情况也证实了这一点。
- 一方面随着媒体和公众对日本核泄漏关注度不断衰减（正如大连漏油事件），国际原子能机构委托法国图卢姆大学测量也证实目前水域污染集中于日本沿海 100 公里内，国内消费者信心得到恢复，水产品公司利空出尽；另一方面，水产品公司受到日本出口替代、山东半岛蓝色海洋经济区规划、海域资源扩张、再融资等利好因素刺激，建议积极关注东方海洋、獐子岛、好当家、壹桥苗业被错杀大幅下跌后的反弹机会。

图表 11：海参价格连续两周上涨后维稳（元/公斤）

图表 12：日本 1/3 远洋渔业资源被污染（亿日元）



来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所



来源：日本农林水产省《2010年日本渔业产值》、齐鲁证券研究所

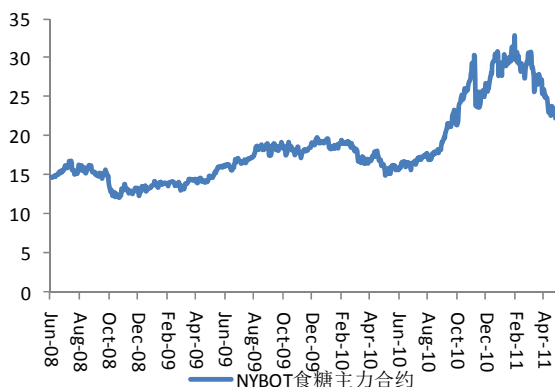
食糖内强外弱格局有望持续

国际原糖价格跌 4.9%，广西现货价格涨 30 元至 7230 元/吨

■ 本周食糖食糖呈现内强外弱的格局。

- ICE 原糖主力合约本周收于 22.25 美分/磅，较上周下跌 4.9%；
- 广西南宁糖现货价较上周涨 30 元/吨至 7230 元/吨。
- 进口糖加工成本在 6600-6700 元/吨左右，进口配额内原糖有 1000 元/吨利润。

图表 13：NY 原糖价格跌 4.9% 至 23.8 美分/磅



来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

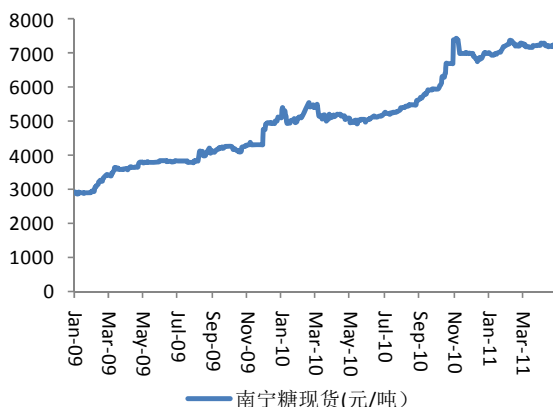
图表 14：郑州白糖主力合约跌 1.5% 至 6820 元/吨



来源：齐鲁证券研究所

图表 15：南宁现货糖价涨 30 元至 7230 元/吨

图表 16：进口配额内原糖有 1000 元/吨利润



来源：齐鲁证券研究所

产地	近月合约价格	升水	进口成本(配额内15%关税)	进口成本(配额外50%关税)
巴西	23.38美分/磅	0.4美分/磅	6302元/吨	8059元/吨
泰国	22.25美分/磅	0.5美分/磅	5813元/吨	7422元/吨
国内现货	柳州(产区)	南宁(产区)	上海(销区)	青岛(销区)
单位: 元/吨	7220	7230	7400	7420

来源：齐鲁证券研究所

11/12 榨季甘蔗苗情整体较好，广西因前期低温寡照略差

- **广西苗情不太乐观：**由于前段时间冷空气侵袭，阴天寡照天气较多，气温偏低，部分地区管理不及时的片区，宿根蔗发株少，少部分地区甚至有断垄现象，新植蔗的出苗情况也不是很理想，出苗略有迟滞，发根、萌芽、出苗时间相对推迟。不过，最近气温有所升高，谷雨过后，降水增多，出苗情况可望得到好转。
- **云南多数蔗区已经完成预定目标：**今年3-4月份，云南全省出现几次大范围的降雨过程，对缓解主要蔗区从1月份持续的旱情有一定程度的帮助，尤其是清明和谷雨前后的降雨对甘蔗生长来说珍贵异常，仅诸如红河州等极少数地区仍有些偏干，整体形势良好，目前种植工作仍在进行。粗略了解，今年云南的甘蔗种植形势好于去年，大部分蔗区基本完成预定目标，少部分蔗区甚至超额完成了任务。
- **广东甘蔗种植面积增幅明显：**得益于近两年食糖价格高位运行，甘蔗种植也多有受益，特别是像广东不少地区糖料价格持续走高（去年甘蔗价格在410元/吨，本榨季均价增至520-530元/吨），在很大程度上激发了农民的种蔗积极性，初步预计，今年湛江甘蔗种植面积将增长约30万亩，总面积近200万亩，增幅达17%。
- **海南甘蔗已经基本种植完毕：**由于海南制糖企业狠抓“第一车间”，不惜成本反哺蔗农，大大地调动了广大蔗农发展甘蔗生产的积极性，加上目前多数产糖市县政府对发展蔗糖产业都已经比较重视，同时自去年入冬以来海南省多数地区都有降雨，目前甘蔗种植的形势比较乐观。初步估计全省甘蔗种植面积有望恢复至100万亩左右，并且甘蔗种植质量普遍较高、长势普遍较好，如果中后期的田间管理到位，下榨季甘蔗工业总产量有望恢复至300万吨左右，产糖量有望恢复至35万吨左右。2011/12榨季海南新植蔗占到甘蔗总面积的约60%，宿根蔗在40%左右，目前甘蔗已经基本种植完毕。

国内食糖供需形势——11/12 榨季前国内现货糖价有望反复走强

- **国内供给下降：**全国10/11榨季产量为1050万吨，同比下降2.2%

- **国内需求下降:** 由于低产量和低库存导致供给不足, 以及高糖价的部分挤出, 保守预计 10/11 榨季食糖消费量 1350 万吨, 同比下降 50 万吨。
- **进口量大幅增长:** 预计 10/11 榨季进口量大幅增长至 219 万吨。2010 年 10-12 月我国共进口 49 万吨, 预计 2011 年 1-9 月可进口 180 万吨(全年进口配额为 194.5 万吨), 整个 10/11 榨季进口食糖合计 219 万吨。
- **国内食糖供需小结:** 10/11 榨季供需形势更加紧张, 库存消费比将创近几年新低
 - 10/11 榨季国内产量 1050 万吨, 结转库存 123 万吨, 而消费量下降至 1350 万吨, 产量和需求量之间存在 300 万吨的缺口。
 - 10/11 榨季进口量大幅增长至 219 万吨情况下, 10/11 榨季的期末库存仅为 55 万吨, 库存消费比降至历史最低的 4.1%, 比 09/10 榨季更加紧张。

图表 17: 中国食糖供需平衡表

中国: 万吨	02/03榨季	03/04榨季	04/05榨季	05/06榨季	06/07榨季	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季	10/11榨季
期初库存	53	174	203	158.54	68.64	146.14	356.84	312	136
食糖产量	1064	1002	917	882	1199	1484	1243	1074	1050
甘蔗糖产量	940	943	857	801	1075	1368	1153	1014	1038
甜菜糖产量	124	59	60	81	125	116	90	60	94.0
国内总供给	1117	1176	1120	1040.54	1267.64	1630.14	1599.96	1386	1186
进口	80	118	129	119	140	92	102	150	219
总供给	1197	1294	1249	1159.54	1407.64	1722.14	1702	1536	1405
国内消费量	1012	1085	1058	1070	1250	1360	1390	1404	1418
出口	12	6	32	21	12	5	7	9	5
国内总需求	1023	1091	1090.46	1090.9	1261.5	1365.3	1390	1400	1350
期末库存	174	203	159	69	146	357	312	136	55
库存消费比	17.0%	18.6%	14.5%	6.3%	11.6%	26.1%	18.1%	9.7%	4.1%

来源: 齐鲁证券研究所

- 中期来看, 超过 300 万吨的产需缺口和历史最低的库存消费比表明了本榨季严峻的食糖供需形势, 10 月新榨季开始前国内现货糖价有望反复走强。
- 我们认为, 国内制糖行业的景气度有望在供需缺口的刺激下进一步提升。按照我们看好的程度排序: 现货糖价 > 期货糖价 > 糖厂盈利。糖厂盈利受到各个糖厂不同的销售节奏和套保价格的影响, 不确定性较大。

泰国增产幅度超预期, 供给增加国际糖价创 8 个月新低

- 在印度、泰国等北半球国家 10/11 产量同比大幅增长, 南半球巴西业已开榨, 全球食糖价格在供给面改善的压力下创下 8 个月新低。
- **印度预计 11/12 榨季种植面积增长 5%。** 印度全国联营糖厂协会总经理维奈-库马尔表示, 由于过去两年甘蔗收购价上涨极大地刺激了农民种植甘蔗的积极性, 估计今年印度的甘蔗种植面积在去年 481 万公顷的基础上将增长 5%, 如此一来, 拟于今年 10 月份开始的 11-12 制糖年印度的食糖产量较本制糖年的 2,500 万吨(白糖值, 预估)至少将增长 5%。

图表 18：印度 11/12 榨季糖产量有望达到 2730 万吨

印度制糖业	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E
种植面积（百万公顷）	3.94	3.66	4.20	5.15	5.06	4.40	4.20	4.81	5.2
种植面积增长（百万公顷）	(0.58)	(0.28)	0.54	0.95	(0.09)	(0.66)	(0.20)	0.61	0.39
甘蔗单产（吨/公顷）	59.39	64.74	66.93	69.03	68.81	64.77	66.14	68.19	67.31
甘蔗产量（百万吨）	234.0	236.9	281.1	355.5	348.2	285.0	277.8	340.5	350.0
出糖率（%）	6.5%	6.0%	7.5%	8.7%	8.2%	5.6%	7.4%	7.6%	7.8%
单位面积出糖率（吨/公顷）	3.85	3.87	5.03	5.98	5.66	3.63	4.89	5.20	5.25
糖产量（百万吨）	15.2	14.2	21.1	30.8	28.6	16.0	20.5	25.0	27.3
糖产量yoy	-31.6%	-6.5%	49.2%	45.6%	-7.0%	-44.3%	28.8%	21.7%	9.2%

来源：齐鲁证券研究所

- 泰国 10/11 榨季食糖产量将达到 947 万吨,远高于榨季开始时预计的 687 万吨。泰国蔗糖管理委员会(TCSB)负责人 Prasert Tapaneeyangkul 表示,由于雨水充沛提高了单产,估计本制糖年泰国的食糖产量有望创历史新高,达到 947 万吨,估计食糖出口量将增加到 667 万吨。由于雨水充沛提高了单产,加上 2010 年下半年糖价上涨刺激了农民种植甘蔗的积极性,10-11 制糖年泰国的食糖产量将创下历史新高。
- 我们对巴西制糖和乙醇行业的分析显示,预计综合来看,预计 11/12 榨季巴西甘蔗产量小幅增长 0.7%至 6.22 亿吨,食糖产量 3800 万吨,同比下降 0.3%;乙醇产量 278 亿升,同比增长 1.8%。
 - 收割面积小幅增长。预计收获面积增长 4.7%至 889 万公顷。
 - 甘蔗单产因“老化”而下降。巴西 09、10 两年平均甘蔗翻新率仅有 8%,低于正常的 15%。今年割四次以上的宿根蔗占比高达 60%（正常为 40%）,“老化”的结构预计使甘蔗单产下降至 70 吨/公顷。
 - 出糖率小幅回升。去年巴西的重旱使吨甘蔗出糖率下降至 134 公斤,而且对今年宿根蔗有所影响。今年假定天气正常,出糖率回升至 136 公斤,但仍低于平均值 138 公斤。
 - 由于近期巴西乙醇价格暴涨,预计制乙醇甘蔗比例上升 1%。

图表 19：巴西制糖、乙醇预测模型——11/12 榨季产量与上榨季基本持平

巴西制糖	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12E	UNICA规划目标	15/16E	20/21E
种植面积（万公顷）	719.0	805.0	870.0	895.0	965.0	种植面积（万公顷）		
收割面积（万公顷）	650.0	860.0	805.0	849.0	889.0	收割面积（万公顷）	1105.3	1384.0
单产水平（吨/公顷）	75.6	66.3	74.9	72.8	70.0	单产水平（吨/公顷）	75.0	75.0
甘蔗产量（百万吨）	491.1	570.0	603.0	618.0	622.3	甘蔗产量（百万吨）	829.00	1038.00
制糖用蔗比例	45.5%	40.4%	43.5%	46.0%	45.0%	制糖用蔗比例	36.1%	31.4%
乙醇用蔗比例	54.5%	59.6%	56.5%	54.0%	55.0%	乙醇用蔗比例	63.9%	68.6%
制糖用蔗（百万吨）	223.5	230.0	262.3	284.0	279.8	制糖用蔗（百万吨）	299.3	326.1
乙醇用蔗（百万吨）	267.7	340.0	340.7	334.0	342.5	乙醇用蔗（百万吨）	529.7	711.9
吨甘蔗出糖（公斤）	138.7	138.5	138.8	134.0	136.0	吨甘蔗出糖（公斤）	138.0	138.0
吨甘蔗出乙醇（升）	76.0	73.8	79.0	81.6	81.0	吨甘蔗出乙醇（升）	80.0	80.0
糖产量（百万吨）	31.0	31.9	36.4	38.2	38.0	糖产量（百万吨）	41.3	45.0
甘蔗增产		16.1%	5.8%	2.5%	0.7%	甘蔗增产	33.2%	25.2%
糖增产		2.7%	14.3%	4.8%	-0.3%	糖增产	8.6%	9.0%
乙醇产量（十亿升）	20.35	25.10	26.90	27.26	27.75	乙醇产量（十亿升）	42.38	56.95
乙醇增产		23.4%	7.2%	1.3%	1.8%	乙醇增产	52.7%	34.4%

来源：齐鲁证券研究所

日天胶跌 1.3%，布伦特原油涨 0.8%

- 本周日天胶跌 1.3% 至 439 日元/kg, 布伦特原油涨 0.8% 至 125 美元/桶。
- 3 月 28 日天胶生产国协会称, 泰国 2011 年橡胶产量有望达到 343 万吨, 同比增加 5.5%。第二大产胶国印尼橡胶协日前预计 2011 年产量将大幅提高 6%—8%, 达到 300 万吨的历史新高。全球范围来看, 受播种面积增加及单产提高推动, 2011 年天然橡胶产量预期将达到 1006 万吨, 高于之前预估的 970 万吨。总体而言, 橡胶供应量将呈现稳步增加的趋势, 尤其是 2005 年前后新植的大面积胶园将在 2011 年后产胶, 橡胶供求压力将逐渐缓解。
- 但全球油价仍处高位, 泰国近期的洪水影响了橡胶生产和发运, 日本汽车和轮胎公司的制造工厂也宣布部分恢复生产, 因此, 天胶价格大幅下跌空间也不大。

图表 20: 天胶价格跌 1.3% 至 439 日元/kg


来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 布伦特原油涨 0.8% 至 125 美元/桶

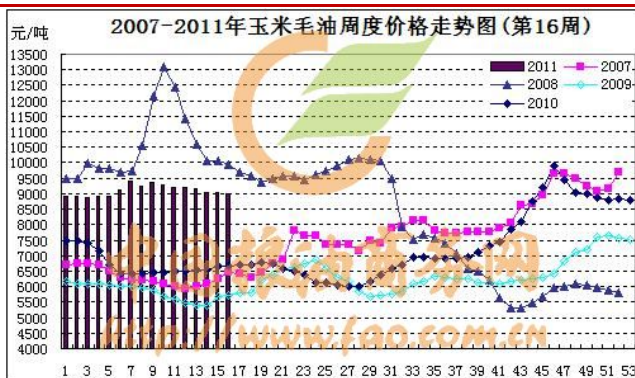

来源: 齐鲁证券研究所

豆油和玉米油价格本周保持稳定

- 豆油和玉米油价格持稳。本周豆油现货价格 9900 元/吨, 与上周持平。截止到 26 日, 山东主要厂家玉米毛油报价在 9000-9100 元/吨, 与上周末持平。
- 玉米油是国内增速最快的食用油细分品类, 近期山东地区调研显示主要企业精炼油生产线全部满产, 一季度小包装玉米油销量接近或超过去年上半年的销量, 继续推荐从行业快速增长中受益的行业龙头西王食品和中国玉米油。

图表 22: 连豆油现货 9900 元/吨与上周持平


来源: 齐鲁证券研究所

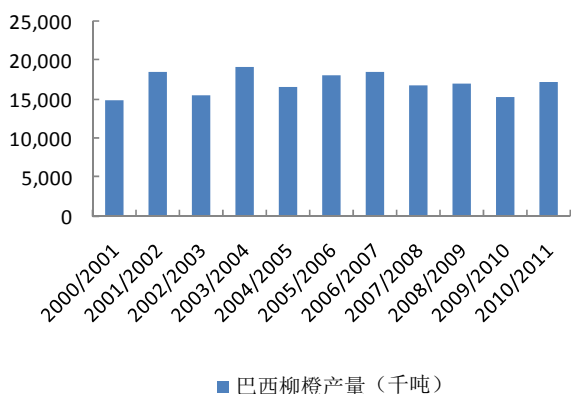
图表 23: 玉米油价格本周持平


来源: 粮油商务网、齐鲁证券研究所

橙汁价格本周跌 1%

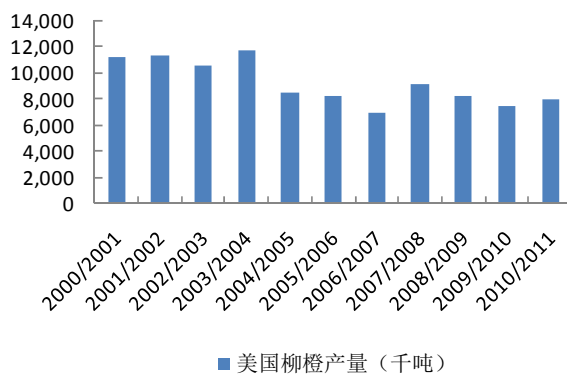
- ICE 橙汁本周收于 166.2 分/磅，较上周跌 1%。
- 美巴两大主产国 2011 年柳橙预计会恢复性增长 12% 和 7%。
 - 目前，世界橙汁产量的 90% 以上来自巴西和美国两个主产国，分别占橙汁产量的 55.8% 和 34.8%。
 - 预计 2011 年，巴西和美国柳橙的产量将分别增长 12% 和 7.2%，拉动全球橙汁的产量增长 12.7%。
- 但由于近年来全球橙汁减产幅度较大，消费量稳定增长，导致橙汁库存消费比由十年前近 60% 下降至目前的 21%，因此我们对未来橙汁中长期价格仍持乐观预期。
- 橙汁价格的大幅上涨也将对替代品果汁的价格有一定提升作用，前期苹果汁报价已经涨至 2100-2200 美金/吨，但需要观察日本地震对相关企业业务带来的短期冲击。

图表 24：巴西柳橙产量同比增长 12%



■ 巴西柳橙产量 (千吨)

图表 25：美国柳橙产量同比增长 7.2%

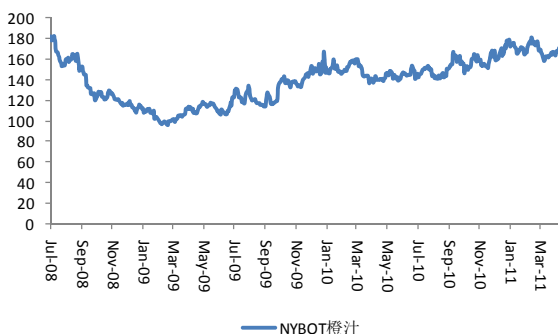


■ 美国柳橙产量 (千吨)

来源：USDA、齐鲁证券研究所

来源：齐鲁证券研究所

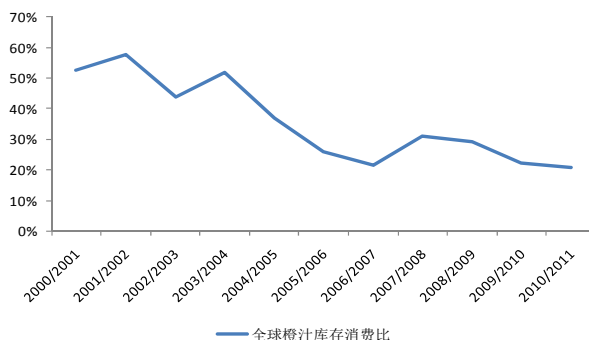
图表 26：橙汁价格跌 1% 至 166.2 美分/磅



— NYBOT 橙汁

来源：齐鲁证券研究所

图表 27：全球橙汁库存消费比连续下滑



— 全球橙汁库存消费比

来源：齐鲁证券研究所

国际原粮：美中南部作物生产条件因降雨改善

- 受美国降雨导致中部和南部作物生产条件改善，本周国际原料大幅下

挫。本周 CBOT 小麦、玉米、大豆主力合约的价格较上周分别变动-6.5%、-1.5%、-2.1%。

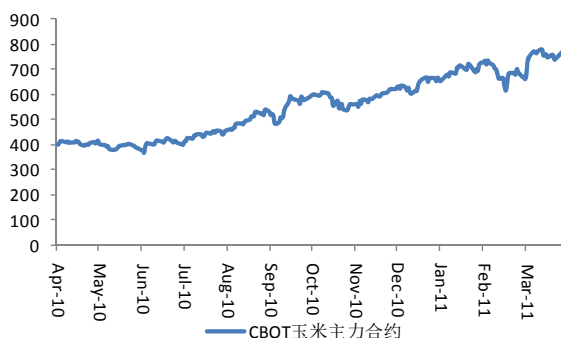
- 加拿大统计局最新数据显示,根据 3 月 24 日到 31 日期间对一万两千多名农户进行的调查结果是,2011 年加拿大所有小麦播种面积有望达到 2472.38 万英亩。远远高于 2010 年所有小麦播种规模,当时为 2106.48 万英亩。
- 近日的降雨可能会帮助改善美国中部和南部平原冬小麦作物的生长条件,尤其是在南部的堪萨斯州。

图表 28: 美小麦跌 6.5%至 780.75 美分/蒲式耳



来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 29: 美玉米跌 1.5%至 733.25 美分/蒲式耳



来源: 齐鲁证券研究所

图表 30: CBOT 大豆跌 2.1%至 1361 美分/蒲式耳



来源: BLOOMBERG、齐鲁证券研究所

图表 31: 美豆粕现货价跌 2.7%至 333 美元/短吨



来源: 齐鲁证券研究所

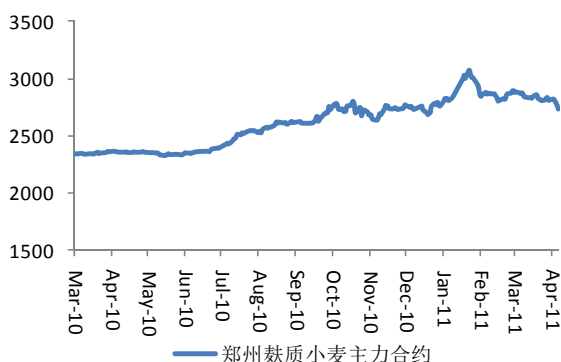
国内原粮：紧缩传闻下价格回落

- 受货币进一步紧缩预期的影响,市场本周国内农产品期货价格出现普跌,大豆、早籼稻、玉米、小麦期货价格分别变动-2.2%、-2.3%、-1.7%、-2.8%。

图表 32: 2011 年我国稻谷最低收购价格上调幅度较大

元/斤	2006	2007	2008	2009	2010	2011	09年涨幅	10年涨幅	11年涨幅
白小麦	0.72	0.72	0.77	0.87	0.9	0.95	12.99%	3.45%	5.56%
红小麦	0.69	0.69	0.72	0.83	0.86	0.93	15.28%	3.61%	8.14%
混合麦		0.69	0.72	0.83	0.86	0.93	15.28%	3.61%	8.14%
粳稻	0.75	0.75	0.82	0.95	1.05	1.28	15.85%	10.53%	21.90%
早籼稻	0.7	0.7	0.77	0.90	0.93	1.02	16.88%	3.33%	9.68%
中晚籼稻	0.72	0.72	0.79	0.92	0.97	1.07	16.46%	5.43%	10.31%

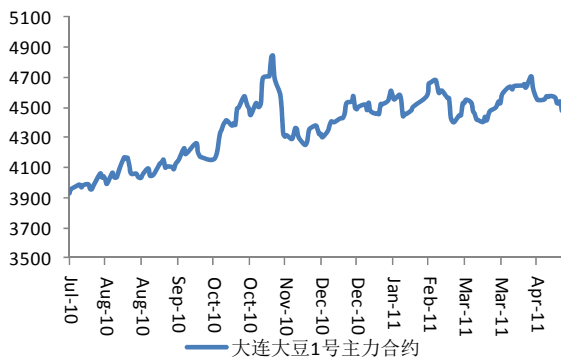
来源：齐鲁证券研究所

图表 33：郑州麸麦跌 2.8% 至 2739 元/吨


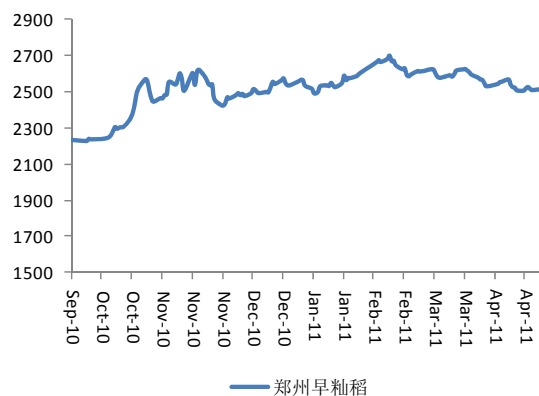
来源：BLOOMBERG，齐鲁证券研究所

图表 34：大连玉米本周跌 1.7% 至 2365 元/吨


来源：齐鲁证券研究所

图表 35：连豆主力合约跌 2.2% 至 4475 元/吨


来源：齐鲁证券研究所

— 郑州早籼稻主力合约（元）


来源：齐鲁证券研究所

本周农业股投资策略

- 受节日美元反弹、原油下跌及美国主产区降雨等影响，国内外农产品期货价格普跌。国内大豆、早籼稻、玉米、小麦、糖期货价格较上周分别变动-2.2%、-2.3%、-1.7%、-2.8%、-1.5%；CBOT 小麦、玉米、大豆、白糖、天胶、橙汁主力合约的价格较上周分别变动-6.5%、-1.5%、-2.1%、-4.9%、-1.3%、-1.0%。
- 本周生猪价格维持高位，仔猪母猪价格持续走高。全国生猪均价 15.10

元/公斤，连续 9 周维持在 15 元/公斤以上的高位；仔猪价格环比大幅上涨 2.1%至 28.56 元/公斤，二元母猪价格涨至 1673 元/头，均涨至 08 年以来的次高值。我们在 4 月 29 日推出《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿 2011 全年》，核心观点为：短期（6-8 月份）猪价有调整压力，但 3-4 季度需求拉动和供给紧张仍推高猪价，预计全年猪价高点在 15-16 元/公斤，同比增长 30%；我们推荐养殖业中（重点公司：圣农发展、雏鹰农牧、益生股份，建议 4 季度增持饲料业（重点公司：新希望、海大集团、大北农、唐人神等），我们认为屠宰流通、深加工和品牌猪肉制品企业的系统性机会尚未到来。

- **食糖内强外弱格局持续，本周 ICE 原糖跌 4.9%至 22.25 美分/磅，国内现货价格微涨 30 元至 7230 元/吨。**印度、泰国等北半球国家 10/11 产量同比大幅增长 22%和 32%，南半球巴西也已开榨，全球食糖价格在供给面改善的压力下创下 8 个月新低。而 10/11 榨季预计国内产量下降 2.2%至 1050 万吨，而消费量为 1350 万吨，产量和需求量之间存在 300 万吨的缺口。考虑到 10/11 榨季进口量大幅增长至 219 万吨情况下，10/11 榨季的期末库存仅为 55 万吨，库存消费比降至历史最低的 4.1%，今年以来现货价格一直稳定在 7000 元/吨以上，预计新榨季开始前国内糖价仍将维持高位。
- **目前海参捕捞已经开始，威海海参价格连续两周反弹后维持在 170-180 元/公斤，与去年同期价格基本持平。**海参价格旺季上涨，反映海参消费并没有受到严重影响，我们前期在山东地区调研的情况也证实了这一点。国内消费者信心恢复，水产品公司利空出尽；同时水产品公司受到日本出口替代、山东半岛蓝色海洋经济区规划、海域资源扩张等多重利好因素刺激，建议积极关注东方海洋、獐子岛、好当家、壹桥苗业被错杀大幅下跌后的估值恢复和基本面双升之机会。
- **尽管国际国内农产品价格近期普跌，但进入 2011 年以来，农业股的系统性机会较为缺乏，其中很重要的一点就是农产品价格上涨驱动的力度在淡化，我们更多关注销量增长对企业盈利的驱动，也就是关注自下而上的个股盈利超预期的机会。**前期，农业股系统性调整后估值得到一定恢复修复，水产品、玉米油、畜禽养殖、饲料等子行业的盈利稳定增长可期，因此，我们对优质农业股 2011 年估值回落到 30 倍以下的公司仍建议积极增持。
- **公司推荐：獐子岛、东方海洋、好当家、西王食品、圣农发展、新希望、顺鑫农业、益生股份、雏鹰农牧、华英农业、隆平高科、壹桥苗业、南宁糖业；**同时提示养殖高景气下饲料业的机会渐行渐近，正邦科技、大北农、海大集团等公司可逐步布局。

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机:13641659577

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308