

农林牧渔行业

把握景气节奏，与“大养殖”同行

评级：**增持** 前次 增持

分析师

联系人

谢刚

胡彦超

S0740210090003

农林牧渔行业

021-20315178

021-20315176

xiegang@qlzq.com.cn

huyc@qlzq.com.cn

2011 年 5 月 22 日

事件提醒：5/25 海大集团股东大会、6 月 2 日好当家股东大会。

- 美主产区的糟糕天气及市场对欧洲和全球其他产区天气的担忧，导致本周国际谷物价格大幅上涨，这为国内农产品价格和农业股的表现提供了良好的背景支持。CBOT 小麦、玉米、大豆、糖、橙汁、天胶本周涨幅分别为：10.8%、11.3%、3.8%、4.5%、-0.6%、0.4%；本周国内农产品期货价格波澜不惊，呈温和上涨态势，小麦、玉米、大豆、早籼稻、糖期货价格分别变化 0.0%、0.2%、0.2%、0.7%、-1.7%。尽管国内外农产品价格表现背离，影响渗透微乎其微，但国际农产品价格上涨还是为国内农产品涨价、农业股反弹提供了良好的背景支持。
- 本周生猪价格再创新高，全国生猪均价 15.81 元/公斤，周环比涨 3.8%，连续 12 周维持在 15 元/公斤以上，5 月 20 日河南郑州生猪出栏价已涨至 16 元/公斤，自繁自养头养殖利润突破 400 元。4 月全国生猪存栏环比增 0.38%，母猪存栏继续环比下滑 0.32%，决定短期供给的生猪存栏和决定中期供给的母猪存栏继续处于低位，由此我们继续维持《畜禽养殖行业专题分析报告——养殖高景气有望贯穿 2011 年全年》（2011.4.28）——继续推荐畜禽养殖股（新希望、圣农发展、雏鹰农牧、益生股份）和饲料股（新希望、大北农、海大集团、正邦科技）等。
- 上周我们组织了大连地区水产养殖行业的联合调研，进一步坚定了我们海珍品需求刚性增长的前期判断，日本核辐射造成水产品“四驾马车”的估值假摔缺乏基本面支撑；相反，我们判断獐子岛等公司将受益于日本核辐射带来的欧美市场份额替代，诸多利好数据预计将在 3 季度末、4 季度初依次绽放，因此，我们再次提醒投资者关注獐子岛等水产养殖股的中期投资机会。
- 玉米油是国内增速最快的食用油细分品类，我们从西王玉米油经销商处了解到，今年 1-4 月小包装销量达到 1.9 万吨，相对于去年同期 1.08 万吨的销量，同比增幅达到 76%。我们认为：（1）公司上半年淡季同比仍取得销量增长 76%的骄人战绩，随着优势市场如山东北京天津江浙重庆渠道开始“深耕细作”，前期布局的湖北东北湖南江西新渠道快速铺设，新市场如内蒙新疆云南广西贵州已完成初步产品导入，全年完成小包装 8-10 万吨问题不大；（2）渠道网络快速完善过程中，费用增长非常正常且已经被充分假定，预计公司销售费用和管理费用分别为 1.2 亿元和 5 千万元，我们按销售费用 1.4 亿、管理费用 7 千万来假定已经蕴含了较高的安全边际；（3）下半年销售旺季到来量价齐升，预计西王 1-4 季度单季利润逐季环比正增长，考虑到近期股价回调后动态 PE 仅有 24 倍，我们建议中长期投资者可开始布局。
- **农业投资策略：**畜禽养殖（圣农发展、新希望、雏鹰农牧）和水产养殖（獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业）仍是目前农业股中确定性最佳的机会；鉴于养殖高景气引发的补栏提升是大概率事件，在此我们提示 2011 年 3-4 季度饲料行业景气提升机会，故继续推荐饲料股（新希望、海大集团、大北农等）。

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	25.64	711.11	182.33	0.29	0.59	0.85	1.23	43.3	30.0	20.8	买入
好当家	渔业	11.79	633.60	74.70	0.12	0.23	0.34	0.54	52.3	35.0	21.7	买入
东方海洋	渔业	14.90	243.85	36.33	0.23	0.31	0.48	0.70	48.3	31.0	21.3	买入
西王食品	食品	28.46	125.55	35.73	0.56	0.67	1.17	1.65	42.5	24.3	17.2	买入
圣农发展	畜牧业	17.18	924.00	158.74	0.22	0.31	0.57	0.76	56.0	30.1	22.7	买入
海大集团	饲料业	29.80	291.20	86.78	0.53	0.71	0.90	1.06	42.2	33.2	28.0	买入
新希望	饲料业	19.42	1732.37	336.43	0.24	0.80	0.91	1.06	24.3	21.2	18.3	买入
顺鑫农业	农业综合	18.38	438.54	80.60	0.37	0.61	0.96	1.20	30.4	19.1	15.4	买入
雏鹰农牧	畜牧业	27.30	267.00	72.89	0.29	0.42	0.79	1.05	65.4	34.5	26.1	增持
登海种业	种业	22.90	176.00	40.30	0.53	1.19	1.68	2.43	19.3	13.6	9.4	增持
益生股份	畜牧业	32.17	108.00	34.74	0.75	0.44	1.24	1.48	73.2	25.9	21.8	增持
大北农	饲料业	34.35	400.80	137.67	0.70	0.78	1.13	1.40	44.2	30.3	24.6	增持
壹桥苗业	渔业	59.25	67.00	39.70	0.64	0.90	0.94	2.18	65.9	63.3	27.2	持有
南宁糖业	制糖行业	18.20	286.64	52.17	0.43	0.64	0.75	0.66	28.4	24.4	27.5	增持
国联水产	渔业	10.70	320.00	34.24	0.30	0.25	0.62	0.72	43.0	17.2	14.9	增持
大湖股份	渔业	8.98	427.05	38.35	0.05	0.17	0.26	0.35	52.8	34.5	25.7	增持
得利斯	肉制品	14.23	251.00	35.72	0.25	0.18	0.38	0.52	80.6	37.7	27.1	增持
海南椰岛	饮料行业	14.84	298.80	44.34	0.38	0.66	0.61	0.67	22.6	24.3	22.1	增持
通威股份	饲料业	8.51	687.52	58.51	0.21	0.35	0.38	0.52	24.6	22.5	16.2	增持
正邦科技	饲料业	14.16	269.41	38.15	0.20	0.22	0.57	0.71	65.7	24.8	19.9	增持
国投中鲁	饮料行业	18.48	201.70	37.27	0.04	-0.26	0.18	0.35	-71.1	105.1	52.6	增持
开创国际	渔业	16.78	202.60	34.00	0.75	0.11	0.88	0.97	149.0	19.1	17.2	增持
北大荒	种植与农产品	14.11	1777.68	250.83	0.20	0.20	0.27	0.30	70.3	52.7	47.1	增持
华英农业	畜牧业	23.51	147.00	34.56	0.27	0.38	0.54	0.74	61.1	43.4	32.0	未有评级
海升果汁	饮料行业	1.03	1368.42	14.09	0.07	0.05	0.27	0.28	22.2	3.8	3.7	买入
罗牛山	畜牧业	7.02	880.13	61.79	0.07	0.01	0.14	0.19	494.3	50.3	36.7	持有
隆平高科	种业	27.33	277.20	75.76	0.17	0.26	0.37	0.60	103.6	73.3	45.9	未有评级
荃银高科	种业	18.00	52.80	9.50	0.64	0.78	0.96	1.11	23.1	18.8	16.3	未有评级
金新农	饲料业	21.34	94.00	20.06	0.54	0.62	0.76	1.13	34.4	28.1	18.9	未有评级
朗源股份	农业综合	16.42	107.00	17.57	0.34	0.46	0.76	1.14	35.8	21.7	14.4	未有评级
中粮屯河	调味品	11.41	1005.60	114.74	0.27	0.11	0.16	0.23	105.6	70.4	50.3	未有评级

来源：齐鲁证券研究所(注：收盘价截至 2011 年 5 月 20 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)

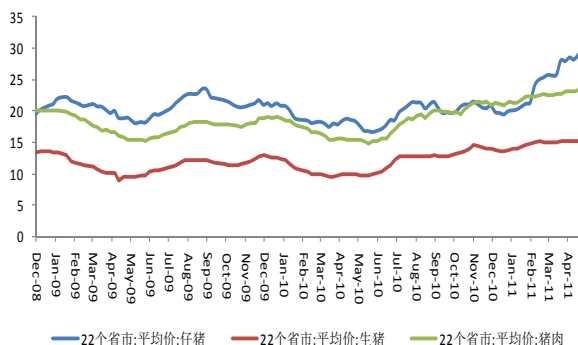
内容目录

生猪价格迭创新高，母猪存栏环比续降	- 3 -
肉种禽：鸡强苗弱、辽强鲁弱	- 4 -
海参开捕后价格维持高位，水产养殖股买入正当时	- 5 -
玉米毛油窄幅震荡，小包装销售情况良好	- 6 -
国内 300 万吨缺口支撑下现货糖价总体稳定	- 7 -
天胶基本收平，原油跌 1.2% 至 112.39 美元/桶	- 11 -
橙汁价格本周持平	- 11 -
天气因素加深供给担忧，国际原粮大幅反弹	- 12 -
国内原粮波澜不惊，部分品种温和上涨	- 13 -
本周农业股投资策略	- 14 -

生猪价格迭创新高，母猪存栏环比续降

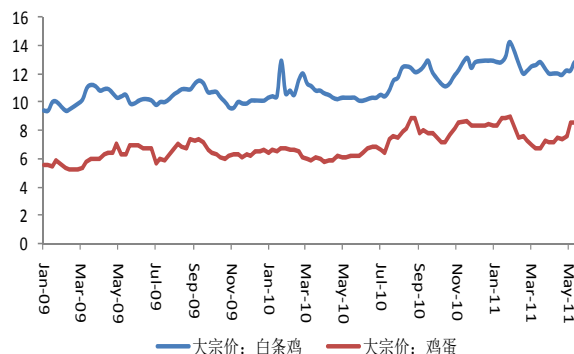
- 本周生猪价格再创新高，连续 12 周维持在 15 元/公斤以上，头养殖利润突破 400 元，5 月 20 日河南郑州生猪出栏价已涨至 16 元/公斤。全国生猪均价 15.81 元/公斤，周环比涨 3.8%，连续 12 周维持在 15 元/公斤以上，年初以来累计上涨 15%；仔猪价格周环比涨 1.7%至 29.53 元/公斤，年初以来累计上涨 52%；二元母猪价格 1648 元/头，均处于 08 年以来的次高水平，全国自繁自养头盈利突破 400 元/头。
- 4 月全国生猪存栏环比增 0.38%，母猪存栏继续环比下滑 0.32%，决定短期供给的生猪存栏和决定中期供给的母猪存栏仍处于低位，维持整个 2011 年生猪市场都将处于供需偏紧状态的观点不变。从养殖第一大省四川的情况看，4 月补栏情况仍不积极，生猪和母猪 4 月存栏环比下降 6.03%和 6.47%，同比减少 34%和 29%。
 - 4 月四川 68 县检测数据表明：肥猪存栏环比降低 6.03%，同比下降 34.36%；母猪存栏环比降低 6.47%，同比下降 28.82%。

图表 2：全国生猪价格维持在 15 元/公斤以上



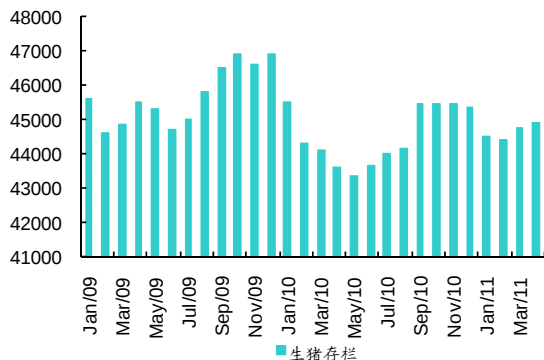
来源：齐鲁证券研究所

图表 3：鸡肉批发价格维持 12 元/公斤以上高位



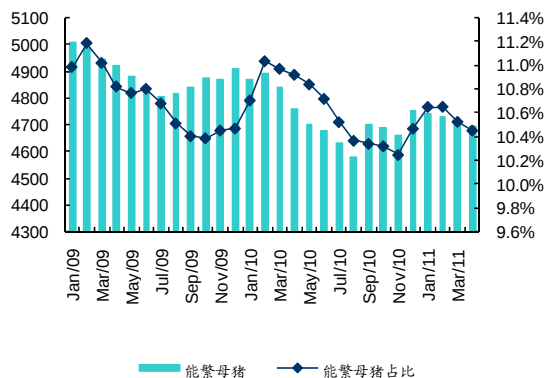
来源：齐鲁证券研究所

图表 4：4 月全国生猪存栏环比增长 0.38%



来源：农业部畜牧业司、齐鲁证券研究所

图表 5：4 月全国母猪存栏环比下降 0.32%



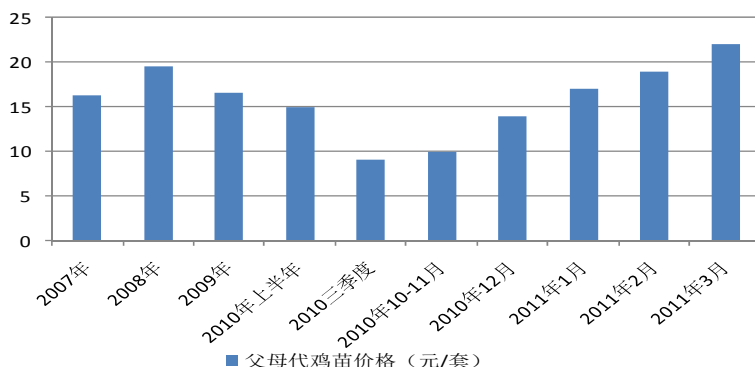
来源：齐鲁证券研究所

- 我们维持在 2011 年 4 月 29 日《畜禽养殖专题报告——养殖高景气有望贯穿 2011 全年》中的核心观点：
 - **对猪价高点出现时点的判断：**2011 年 5-6 月猪价可能出现在 15-16 元/公斤的阶段高点，同比上涨 50-60%；但不同于往年冲高回落的是本轮猪价调整幅度会很小，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；
 - **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。
 - **养殖行业投资策略：**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；
 - **公司方面，我们重点推荐受益于行业高景气的种苗及养殖行业、饲料股——圣农发展、新希望、雏鹰农牧、益生股份、海大集团、顺鑫农业、华英农业、正邦科技、大北农、民和股份、大康牧业、大湖股份、通威股份等。**

肉种禽：鸡强苗弱、辽强鲁弱

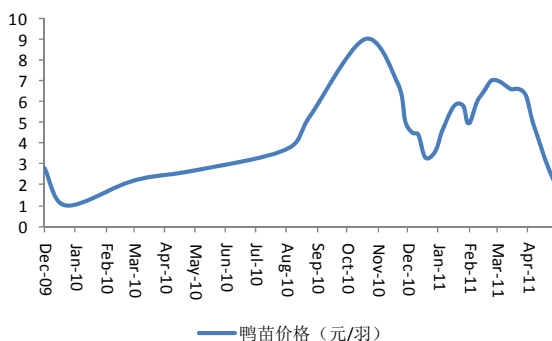
- **山东地区商品代鸡鸭苗价格连续 4 周延续弱势。**本周山东地区商品代鸡苗的价格由上周的 3 元/羽跌至 2.8 元/羽，鸭苗价格由上周的 3 元/羽跌至 2.2 元/羽。从本周后半周情况看，山东地区商品代鸡苗已经开始止跌，辽宁地区快速反弹至 3.4 元/羽。但山东地区反映目前疫情仍较为严重，养殖户补栏仍不积极，苗价大幅反弹仍需时间。
- 本周主产区肉鸡价格依旧维持高位，但鸡苗价格却处于弱势，我们分析的主要原因有两点：（一）前期补栏出栏时刚好处于麦收播玉米的农忙时期，很多养户担心麦收期间不好出鸡，阻碍了散养户补栏；（二）目前主产区疫病较为严重，主产区部分养殖户都是只养至 25-35 天就提前出栏，鸡价虽高但养殖户利润并不高。
- 我们预计在短期季节性因素和疫情扰动消散之后，肉鸡补栏会回复到正常水平，此后鸡苗价格随之会反弹。

图表 6：父母代鸡苗价格持续上涨（元/套）



来源：齐鲁证券研究所

图表 7：山东鸭苗价格本周跌至 2.2 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 8：山东商品鸡苗价格本周跌至 2.8 元/羽

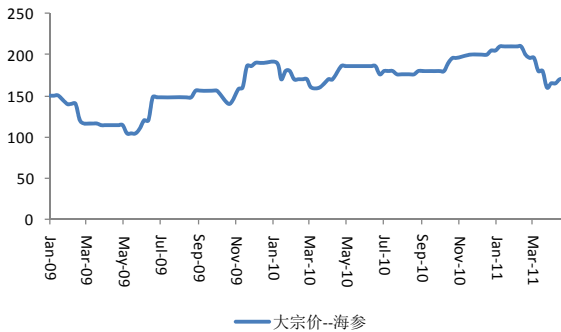


来源：齐鲁证券研究所

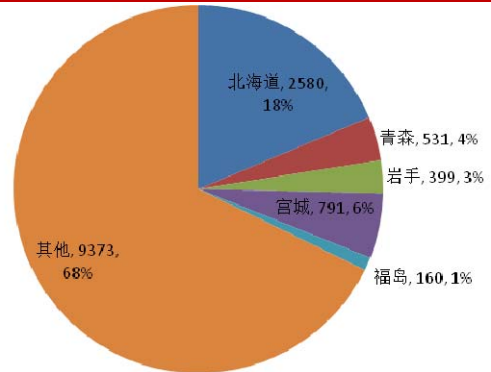
海参开捕后价格维持高位，水产养殖股买入正当时

- 目前海参捕捞已经开始，威海海参价格目前维持在 170-180 元/公斤，与去年同期价格基本持平，基于需求端增长不减速的事实，我们预计秋捕旺季到来后海参价格有望达到 200-220 元/公斤左右，我们认为水产品股买入正当其时，主要基于如下两方面的原因：
- 其一，随着媒体和公众对日本核泄漏关注度持续淡化，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，水产品公司前期股价被错杀后面临估值修复契机；
- 其二，受山东半岛蓝色海洋经济区规划、龙头公司潜在的海域资源扩张、再融资提速等因素的刺激，以及受益于日本水产品欧美市场的出口替代契机，我们认为獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业在被集体错杀之后目前处于较好的买入阶段，投资者至少可以把握第一波确定性的机会——估值修复；若等到 3 季度末、4 季度初，基本面的数据可能开始验证我们的判断，届时将迎来由经营数据推动的第二波赚钱的机会。
- 上周我们组织了大连地区水产养殖行业的联合调研，进一步坚定了我们对于海珍品需求刚性增长的前期判断，日本核辐射造成水产品“四驾马车”

的估值假摔缺乏基本面支撑；相反，我们判断獐子岛等公司将受益于日本核辐射带来的欧美市场份额替代，诸多利好数据预计将在3季度末、4季度初依次绽放，因此，我们再次提醒投资者关注獐子岛等水产养殖股的中期投资机会。

图表 9：海参价格保持稳定（元/公斤）


来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所

图表 10：日本 1/3 远洋渔业资源被污染（亿日元）


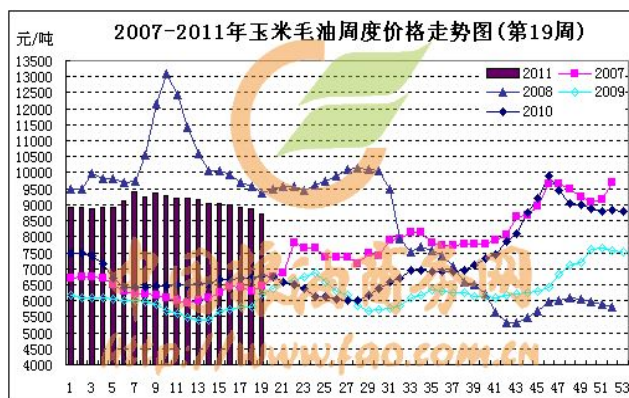
来源：日本农林水产省《2010 年日本渔业产值》，齐鲁证券研究所

玉米毛油窄幅震荡，小包装销售情况良好

- **玉米毛油窄幅震荡。**截止到 5 月 20 日，2011 年第 20 周，国内玉米油价格多数保持稳定，局部地区窄幅震荡，市场观望明显，基本无成交，精炼厂家库存压力较大，出货意愿较强；玉米毛油及四级精炼厂成本仍居高位，厂家多数停机。截止到周末，山东主要厂家玉米毛油报价在 8800 元/吨，跌 100 元/吨；东北、河北、河南等地玉米毛油报价在 8500-8600 元/吨；一级玉米油报价在 10300-10400 元/吨，跌 100 元/吨；四级玉米油报价在 9200-9250 元/吨，成交可议；18%蛋白玉米胚芽粕价格在 1150-1200 元/吨，基本稳定。
- **玉米油是国内增速最快的食用油细分品类，我们从西王玉米油经销商处了解到，今年 1-4 月小包装销量达到 1.9 万吨，相对于去年同期 1.08 万吨的销量，同比增幅达到 76%。我们认为：（1）公司上半年淡季同比仍出现 76%的销量增长，随着优势市场如山东北京天津江浙重庆渠道开始“深耕细作”，新市场如内蒙新疆云南广西贵州已完成初步产品导入，全年完成小包装 8-10 万吨问题不大；（2）渠道网络快速完善过程中费用增长已经被充分假定，公司今年计划投入销售费用 1.2 亿，管理费用 5 千万，在我们的模型中已经充分假定（销售费用 1.4 亿、管理费用 7 千万）；（3）发改委或于 7-8 月放开终端大豆油价格，玉米油届时有望顺势提价增加盈利空间。今年一季度由于豆油被限价，几家玉米油公司在和超市谈判中感觉提价难度大，玉米精炼油同比涨价 30%而小包装玉米油只涨 5%，导致小包装玉米油毛利率下滑至 23%，这一情况有望在三季度得到改善。**
- **总体来看，随着下半年销售旺季到来量价齐升，预计西王 1-4 季度单季利润逐季环比正增长，考虑到近期股价回调后动态 PE 仅有 24 倍，我们建议中长期投资者可开始布局。**

图表 11: 连豆油现货本周跌 200 元至 9650 元/吨


来源: 齐鲁证券研究所

图表 12: 玉米油价格本周小幅走低


来源: 粮油商务网、齐鲁证券研究所

国内 300 万吨缺口支撑下现货糖价总体稳定

国际原糖价格反弹 4.5%，广西现货价格跌 30 元至 7100 元/吨

■ 本周国外大幅反弹，国内糖价维持稳定

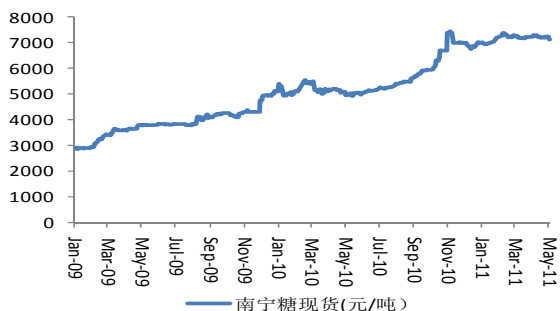
- ICE 原糖主力合约本周收于 22.41 美分/磅，较上周反弹 4.5%；
- 周五广西南宁糖现货价 7130 元/吨，与上周持平。
- 进口配额内（15%关税）原糖成本在 6100-6200 元/吨左右，进口配额外（50%关税）原糖成本 7800-7900 元/吨，进口配额外原糖价格和国内现货价格接近对国内现货价格形成压制。

图表 13: NY 原糖价格涨 4.5% 至 22.41 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 1.7% 至 6475 元/吨


来源: 齐鲁证券研究所

图表 15: 南宁现货糖价微跌至 7100 元/吨


来源: 齐鲁证券研究所

图表 16: 进口配额内原糖有 1200 元/吨利润

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	22.41美分/磅	1.0美分/磅	6214元/吨	7945元/吨
泰国	22.41美分/磅	1.8美分/磅	6129元/吨	7834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	7120	7100	7330	7350

来源: 齐鲁证券研究所

国内外食糖供需形势——外弱内强格局在 2010/11 榨季不会有根本性改变

- **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 榨季存在 300 万吨产需缺口, 但随着国际糖价回落至 22 美分/磅附近。进口 50%关税的配额外原糖成本和国内现货糖价接近, 国际糖价对国内现货糖价形成压制。
- 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

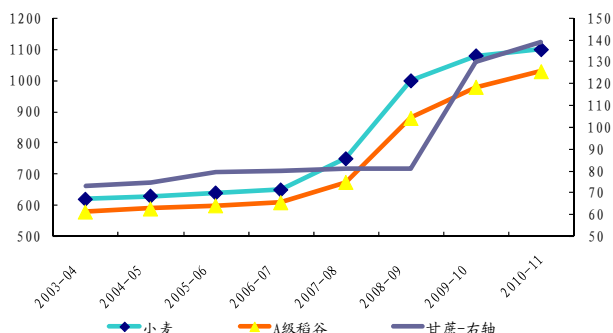
中国: 万吨	02/03榨季	03/04榨季	04/05榨季	05/06榨季	06/07榨季	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季	10/11榨季
期初库存	53	174	203	158.54	68.64	146.14	356.84	312	136
食糖产量	1064	1002	917	882	1199	1484	1243	1074	1050
甘蔗糖产量	940	943	857	801	1075	1368	1153	1014	1038
甜菜糖产量	124	59	60	81	125	116	90	60	94.0
国内总供给	1117	1176	1120	1040.54	1267.64	1630.14	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

国际糖：巴西生产滞后形成短期支撑，11/12 大幅增产中期弱势不改

- 巴西主产区降雨过多导致产量预期向下修正、并延缓新糖上市进度，对国际糖价形成短期支撑。
 - 最近 4 个月中南部甘蔗主产区的降雨量一直高于平均降雨量，雨水偏多不仅会降低甘蔗单产，同时会降低甘蔗的含糖分。
 - 巴西国内糖业咨询机构 Datagro 在其本周四发表的报告中表示，由于最近一段时间蔗产区降雨量高于平均水平影响单产，估计今年巴西中-南部地区的食糖产量有可能低于 4 月 27 日预期的 3,515 万吨，至 3,470 万吨，酒精产量也可能会从先前预期的 250 亿公升减至 241 亿公升。
 - 据巴西圣保罗州蔗产联盟（Unica）上周四公布的数据，由于降雨导致收榨缓慢，11/12 制糖年开榨初期巴西中-南部地区的食糖产量较去年同期骤降 69%。
- 受今年泰国食糖产量将达到 960 万吨的影响（泰国蔗糖管理委员会（TCSB）的预测数据），周五国际糖业组织（ISO）已经把 10-11 制糖年全球食糖市场的供给过剩量从 2 月份预期的 19.6 万吨上调至 77.9 万吨。ISO 表示，如果泰国食糖产量不出现出乎意料地大幅增长，本制糖年全球食糖市场本应有 100 余万吨的供给缺口。
- 11/12 榨季食糖增产可能性大，国际糖价中期将维持弱势。ISO 表示，因泰国、巴基斯坦、印度等国的食糖产量或继续增产，估计 11-12 制糖年全球的食糖产量将超过需求量 300 万吨，这将对国际糖市的运行形成压力。英国 Czarnikow 糖业公司也预期 11-12 制糖年全球食糖食糖市场将出现供给过剩。
- 近两年印度甘蔗收购价格涨幅远超小麦水稻，近两个榨季的高糖价刺激下，印度甘蔗的最低收购价格(MSP)上调了 71%，甘蔗最低收购价格从 08/09 榨季的 812 卢比/吨上涨至 1391 卢比/吨，而同期印度稻谷和小麦的最低收购价格仅上涨了 17%和 10%。

图表 18：过去两年印度甘蔗最低收购价涨幅 71%，远超水稻、小麦（印度卢比/100kg）



来源：印度统计局、齐鲁证券研究所

图表 19：过去两年印度甘蔗主产省收购指导价格快速上涨

印度卢比/吨	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07
MSP（最低收购价）	1391.2	1298.4	811.8	811.8	802.5
主产区指导价格					
Uttar Pradesh	2050-2100	1650-1700	1400-1450	1250-1320	1250-1300
Haryana/Punjab	1900-2200	1850-1900	1400-1500	1100-1300	1260-1320
Southern States	1750-2300	2000-2400	1200-1600	850-1050	1025-1160

来源：齐鲁证券研究所

- 预计 11/12 榨季印度种植面积增长 8.1%。受蔗价上涨后种植比价效益的刺激，印度甘蔗种植面积在 10/11 榨季大幅增长 14.5%至 481 万公顷；

USDA 预计 11/12 榨季在高蔗价的刺激下继续增长 8.1%至 520 万公顷。印度农业部次长近日表示，11/12 榨季印度种植面积至少增长 5%。

- **10/11 榨季**由于季风雨充沛，每公顷产糖量提升至 **5.2 吨**，全年产量预计达到 **2500 万吨**，同比增长 **22%**。到 4 月底，印度 10/11 榨季已累计产糖 4260 万吨。印度全国联营糖厂联盟（ISMA）主席认为，在 Maharashtra 邦及北方产区的增产下，本榨季印度产糖量有望达到 2500 万吨。
- 印度最大糖产区 Maharashtra 邦糖业主管办公室官员 4 月 28 日称，本榨季区内食糖产量将达到 910-920 万吨，大大高于上年度的 709 万吨。
- **11/12 榨季预计印度糖产量将增长 9.2%至 2730 万吨**。这一假定是基于气象部门认为今年季风雨会比较正常，出糖率提升至 7.8%。目前南亚次大陆雨季（6-9 月）尚未开始，未来产量变数仍多，我们也会继续跟踪，在对过程的跟踪中不断修正我们的观点。

图表 20：印度食糖产量预测——11/12 榨季产量增长 9.2%

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：ISMA、齐鲁证券研究所

- **泰国 10/11 榨季食糖产量将达到 960 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 960 万吨，估计食糖出口量将增加到 680 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。

图表 21：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

- 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，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%。

天胶基本收平，原油跌 1.2%至 112.39 美元/桶

- 本周日天胶收于 405 日元/公斤，与上周基本持平；布伦特原油跌 1.2%至 112.39 美元/桶。

图表 22：天胶价格跌 8.2%至 403 日元/kg



来源：齐鲁证券研究所

图表 23：布伦特原油下跌 1.2%至 112.39 美元/桶

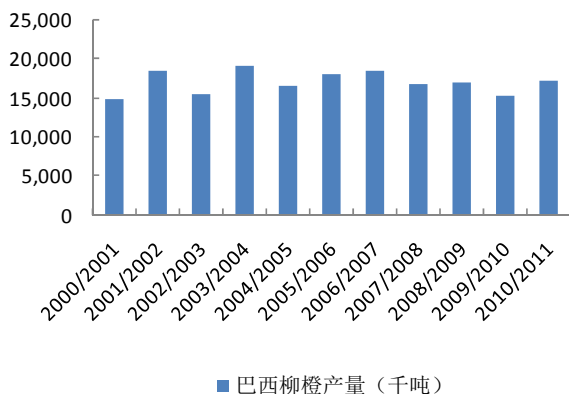


来源：齐鲁证券研究所

橙汁价格本周持平

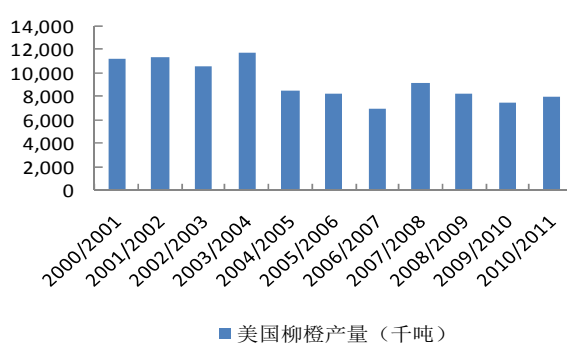
- 上周在 USDA 调低佛罗里达柳橙产量 1.4%后，橙汁价格大涨 8%，本周橙汁价格基本稳定。

图表 24：巴西柳橙产量同比增长 12%

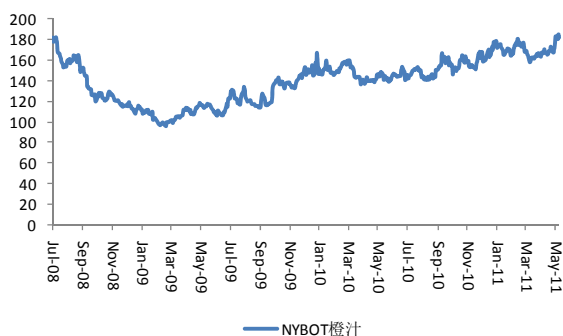


来源：USDA、齐鲁证券研究所

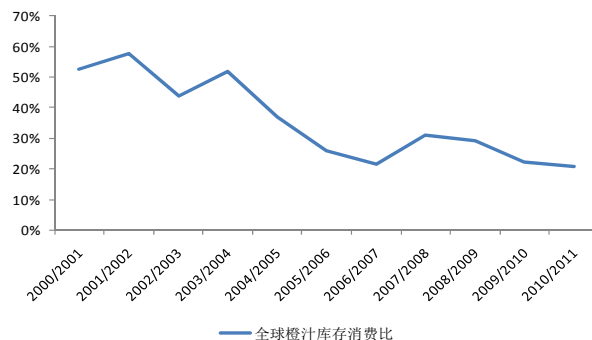
图表 25：美国柳橙产量同比增长 7.2%



来源：齐鲁证券研究所

图表 26: 橙汁价格本周持平 182 美分 (美分/磅)


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


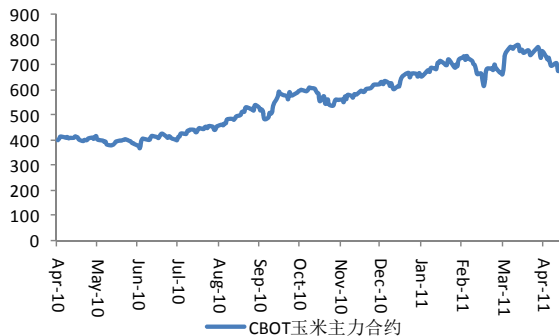
来源: 齐鲁证券研究所

天气因素加深供给担忧, 国际原粮大幅反弹

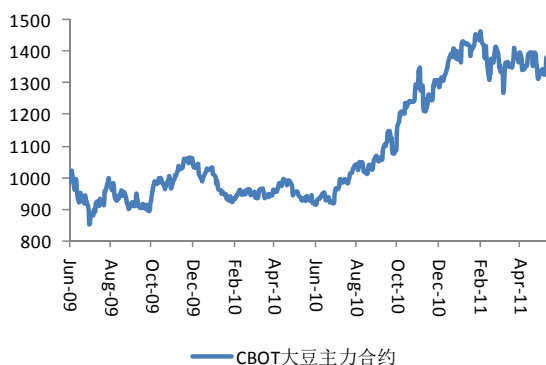
- 美产区的糟糕天气及市场对欧洲和全球其他产区天气的担忧导致本周原粮价格大幅上涨, CBOT 小麦、玉米、大豆分别大涨 10.8%、11.3% 和 3.8%。
 - 印第安纳、俄亥俄及北达科他州玉米种植落后于整体进度, 且未来 2 周天气不支持种植提速, 这可能导致新年度美玉米种植面积缩水 100 万-300 万英亩。
 - Linn 集团周三报告预测称, 2011/12 年度美玉米种植面积为 8950 万英亩, 低于美农业部 3 月 31 日种植意向报告的 9220 万英亩。
 - 市场预计今年全球小麦可能再次出现 5 亿蒲式耳的减产, 去年减产超过 10 亿蒲式耳。

图表 28: 美小麦涨 10.8% 至 807 美分/蒲式耳


来源: Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 29: 美玉米涨 11.3% 至 760 美分/蒲式耳


来源: 齐鲁证券研究所

图表 30: CBOT 大豆涨 3.8% 至 1380 美分/蒲式耳


来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

图表 31: 美豆粕现货价涨 4.6% 至 349 美元/短吨


来源: 齐鲁证券研究所

国内原粮波澜不惊，部分品种温和上涨

- 市场本周国内农产品期货价格波澜不惊，呈温和上涨态势，小麦、玉米、大豆、早籼稻期货价格分别上涨 0.0%、0.2%、0.2%、0.7%。

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: 郑州麸麦持平至 2873 元/吨

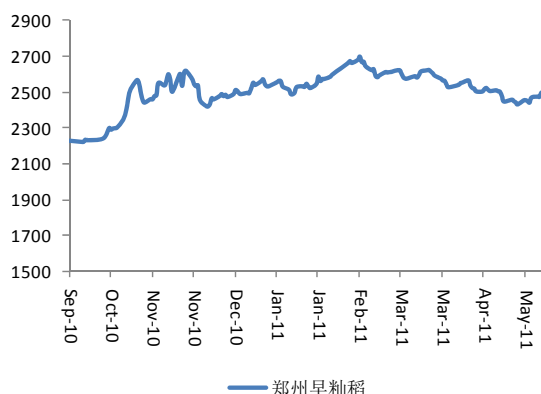

来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

图表 34: 大连玉米本周涨 0.2% 至 2389 元/吨


来源: 齐鲁证券研究所

图表 35：连豆主力合约涨 0.2% 至 4404 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

- 美主产区的糟糕天气及市场对欧洲和全球其他产区天气的担忧，导致本周国际谷物价格大幅上涨，这为国内农产品价格和农业股的表现提供了良好的背景支持。CBOT 小麦、玉米、大豆、糖、橙汁、天胶本周涨幅分别为：10.8%、11.3%、3.8%、4.5%、-0.6%、0.4%；本周国内农产品期货价格波澜不惊，呈温和上涨态势，小麦、玉米、大豆、早籼稻、糖期货价格分别变化 0.0%、0.2%、0.2%、0.7%、-1.7%。尽管国内外农产品价格表现背离，影响渗透微乎其微，但国际农产品价格上涨还是为国内农产品涨价、农业股反弹提供了良好的背景支持。
- 本周生猪价格再创新高，全国生猪均价 15.81 元/公斤，周环比涨 3.8%，连续 12 周维持在 15 元/公斤以上，5 月 20 日河南郑州生猪出栏价已涨至 16 元/公斤，自繁自养头养殖利润突破 400 元。4 月全国生猪存栏环比增 0.38%，母猪存栏继续环比下滑 0.32%，决定短期供给的生猪存栏和决定中期供给的母猪存栏继续处于低位，由此我们继续维持《畜禽养殖行业专题分析报告——养殖高景气有望贯穿 2011 年全年》（2011.4.28）——继续推荐畜禽养殖股（新希望、圣农发展、雏鹰农牧、益生股份）和饲料股（新希望、大北农、海大集团、正邦科技）等。
- 上周我们组织了大连地区水产养殖行业的联合调研，进一步坚定了我们在前期判断，日本核辐射造成水产品“四驾马车”的估值假摔缺乏基本面支撑；相反，我们判断獐子岛等公司将受益于日本核辐射带来的欧美市场份额替代，诸多利好数据预计将在 3 季度末、4 季度初依次绽放，因此，我们再次提醒投资者关注獐子岛等水产养殖股的中期投资机会。
- 玉米油是国内增速最快的食用油细分品类，我们从西王玉米油经销商处了解到，今年 1-4 月小包装销量达到 1.9 万吨，相对于去年同期 1.08 万吨的销量，同比增幅达到 76%。我们认为：（1）公司上半年淡季同比仍取得销量增长 76% 的骄人战绩，随着优势市场如山东北京天津江浙重庆渠道开始“深耕细作”，前期布局的湖北东北湖南江西新渠道快速铺设，新市场如内蒙新疆云南广西贵州已完成初步产品导入，全年完成小包装

8-10 万吨问题不大；（2）渠道网络快速完善过程中，费用增长非常正常且已经被充分假定，预计公司销售费用和管理费用分别为 1.2 亿元和 5 千万元，我们按销售费用 1.4 亿、管理费用 7 千万来假定已经蕴含了较高的安全边际；（3）下半年销售旺季到来量价齐升，预计西王 1-4 季度单季利润逐季环比正增长，考虑到近期股价回调后动态 PE 仅有 24 倍，我们建议中长期投资者可开始布局。

- **农业投资策略：**畜禽养殖（圣农发展、新希望、雏鹰农牧）和水产养殖（獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业）仍是目前农业股中确定性最佳的机会；鉴于养殖高景气引发的补栏提升是大概率事件，在此我们提示 2011 年 3-4 季度饲料行业景气提升机会，故继续推荐饲料股（新希望、海大集团、大北农等）。

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