

寻找业绩确定性增长

推荐 维持评级

核心观点:

- **年初以来农业板块表现差强人意**

本年度至今(2011年1月1日-6月10日),农林牧渔行业指数下跌12.9%,表现落后于大盘7.6%,同期上证指数下跌3.7%、深证成指、沪深300分别下跌6.9%、5.3%。原因:1、大盘风格转向。2、国家打压物价政策不断。3、公司业绩不及预期,遭遇戴维斯双杀。

- **下半年农产品价格平稳略涨**

农产品批发价格指数年初以来上涨4%,同比上涨18%。2011下半年走势研判:农产品价格走势温和,继续大幅上涨概率较小,但难跌。主要原因:种植成本上升抬高农产品价格估值中枢、国家决心政策调控、农产品供求基本面趋于改善。

- **猪价保持高位**

预计2011年6月份猪价走高后季节性回落的可能性较大,9月份以后,在生猪出栏量供给低于均衡水平、需求季节性回升等影响因素共振情况下,猪价仍将保持向上态势,预计2012年春节前后将现年内高点。

- **养殖业-正处行业高景气**

当前自繁自养出栏头均盈利涨至634元/头,距离2008年4月份最高盈利仅一步之遥。生猪存栏量短期内难以恢复,补栏母猪需要12个月左右的周期,我们预计高赢利状态将持续至2012年春节。关注正邦科技、雏鹰农牧、新五丰

- **饲料行业: 养殖行业高景气已传导至饲料行业**

随补栏积极进行,猪饲料需求逐渐恢复。预计从第3季度开始饲料行业景气高涨,饲料企业销售逐渐“放量”,业绩大幅提升。而玉米难现大涨,豆粕、小麦麸现货走势平稳。关注新希望、正邦科技、金新农。

- **投资节奏把握:**

第三季度重点关注生猪产业链景气度传导路径及时点;随存栏量的增多,养殖高景气亦传导至动物疫苗行业,关注秋防招标情况;四季度关注农业政策重点倾向及水产品在校污染恐慌后的需求回升情况。

分析师

分析师: 董俊峰

☎: (8610) 6656 8876

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010002

联系人: 吴立

☎: (8610) 83571302

✉: wuli@chinastock.com.cn

相关研究

2011.6.15.《母猪补栏积极向好 静待饲料放量》

2011.6.12《饲料行业逐渐进入旺季》

2011.6.6《饲料行业: 景气回升 提前布局》

2011.5.29《养殖高景气传向饲料行业》

目 录

一、农业板块走势回顾.....	1
1、年初以来农业板块表现差强人意	1
2、农业板块估值水平从高位回落	4
3、历年农业板块季节性走势.....	4
二、主要农产品价格走势.....	5
1、总体走势	5
2、主要农产品品种	7
三、下半年投资策略.....	14
1、养殖行业－高景气正在进行时	14
2、饲料行业－景气度从 3 季度逐渐高涨.....	16
3、重点推荐标的.....	19
4、投资节奏	21
插图目录	22
表格目录	22

一、农业板块走势回顾

1、年初以来农业板块表现差强人意

本年度至今（2011 年 1 月 1 日 - 6 月 10 日），农林牧渔行业指数下跌 12.9%，表现落后于大盘 7.6%，同期上证指数下跌 3.7%、深证成指、沪深 300 分别下跌 6.9%、5.3%。

原因：1、大盘风格转向。2、国家打压物价政策不断。3、公司业绩不及预期，遭遇戴维斯双杀。这与去年的走势形成鲜明的对比，2010 年全年农业板块上涨 18%，沪深 300 下跌 12.5%，农业板块跑赢大盘 30%。

表 1：2010 年行业涨幅 TOP8

板块	涨跌幅（%）
电子元器件	65.6
医药	29.5
计算机	29.5
机械	27.6
食品饮料	21.0
国防军工	20.5
有色金属	19.8
农林牧渔	18.1
深证成份指数	-9.1
沪深 300	-12.5
上证综合指数	-14.3

数据来源：WIND，中国银河证券研究部

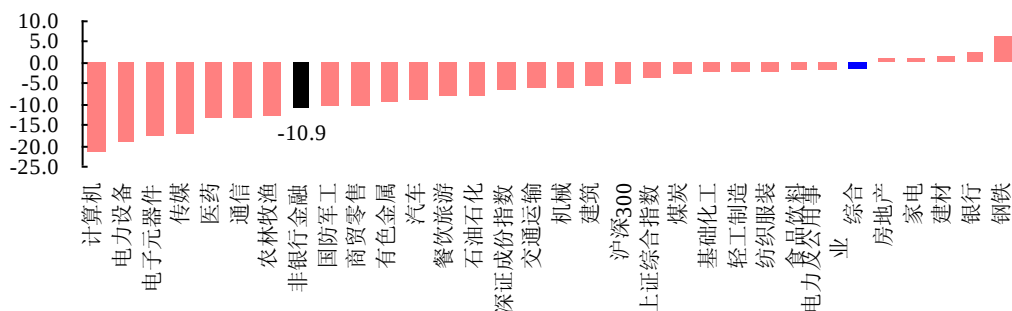
表 2：2011 年行业跌幅 TOP8

板块	涨跌幅（%）
计算机	-21.4
电力设备	-19.3
电子元器件	-17.9
传媒	-17.5
医药	-13.6
通信	-13.4
农林牧渔	-12.9
深证成份指数	-6.9
沪深 300	-5.3
上证综合指数	-3.7

数据来源：WIND，中国银河证券研究部

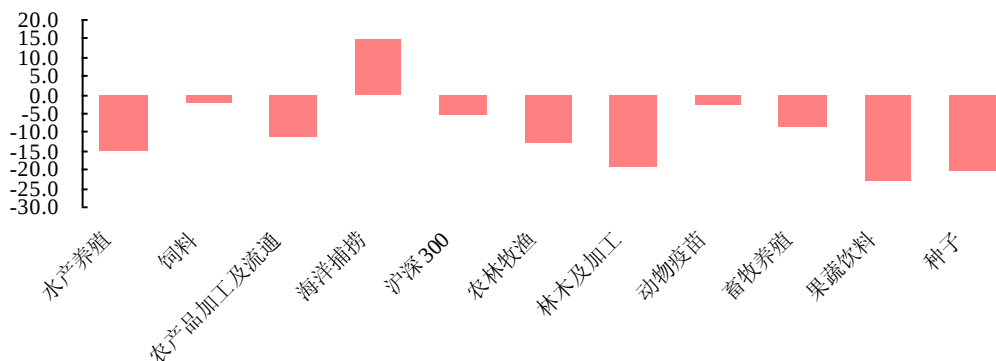
在农林牧渔细子行业中，海洋捕捞上涨 14.9% 位列首位，其次是饲料下跌 2.1%，动物疫苗下跌 2.9%，表现好于大盘及行业指数；其次是畜牧养殖、农产品加工分别下跌 8.7% 和 11.2%，表现好于行业指数，水产养殖下跌 14.9%、林木加工下跌 19.4%、种子下跌 20.5%，果蔬饮料下跌 23.3%，表现差于行业指数。

图 1：2011 年至今各行业涨跌幅对比情况



数据来源：WIND，中国银河证券研究部

图 1：本年度至今农业子行业涨跌幅对比情况



数据来源：WIND，中国银河证券研究部

涨幅榜：2011 年初以来，行业内公司涨幅前 10 名的有：大江股份上涨 61.5%、如意集团上涨 59.9%、山下湖上涨 46.2%、ST 华龙上涨 43%、国投中鲁上涨 39.5%、新五丰上涨 33.1%、正虹科技上涨 29.7%、中水渔业上涨 18.5%、威华股份上涨 14.4%、福成五丰上涨 15.5%。

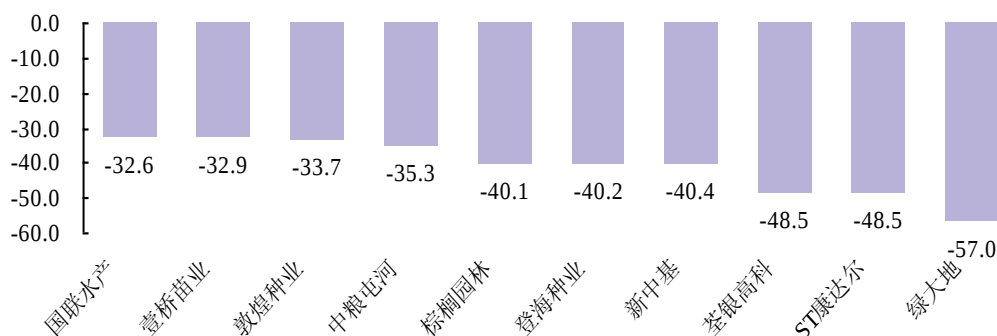
图 3：2011 年初至今行业内公司涨幅排名



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

跌幅榜: 2011 年初以来, 绿大地跌 57% 排名第一, 其次是 ST 康达尔下跌 48.5%, 荃银高科下跌 48.5%, 新中基下跌 40.4%, 登海种业 40.2%, 棕榈园林下跌 40.1%, 中粮屯河下跌 35.3%, 敦煌种业下跌 33.7%, 壹桥苗业下跌 32.9%, 国联水产下跌 32.6%。

图 4: 2011 年初至今行业内公司跌幅排名



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

表 3: 农业及子行业与大盘相对走势情况 (%)

2011-6-10	1 周	1 个月	3 个月	6 个月	1 年
沪深 300	0.2	4.4	-10.4	-5.2	6.5
农林牧渔	-0.2	-0.9	-1.8	-10.9	6.9
种子	-3.3	3.1	16.5	-14.9	8.8
果蔬饮料	-1.7	-26.4	-19.2	-12.9	-6.3
农产品加工及流通	0.7	-4.9	-6.8	-10.9	-0.6
饲料	1.2	18.7	4.3	2.2	30.6
动物疫苗	-0.3	2.1	7.3	-5.8	-2.5
畜牧养殖	-0.9	5.6	-3.1	-4.1	13.3
林木及加工	-0.2	-6.8	-19.2	-22.8	0.4
水产养殖	1.4	0.8	6.9	-14.6	11.5

海洋捕捞 0.5 8.1 8.6 12.7 23.3

数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

2、农业板块估值水平从高位回落

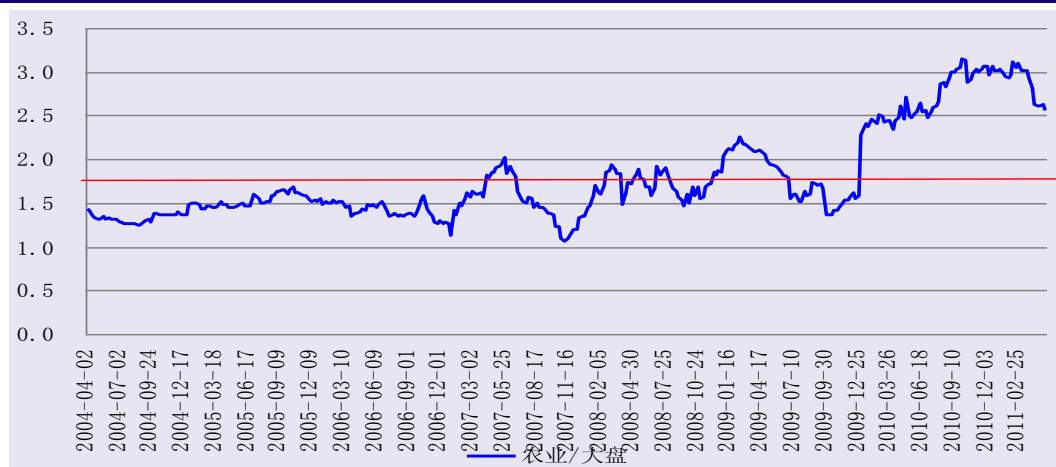
2011 年农业板块绝对估值水平与相对估值水平均出现大幅回落, 向历史均值回归。一方面, 公司业绩增长不达市场预期, 尤其是种业公司, 其次是国家不断出台政策打压物价, 市场对农业板块投资热情降低。

图 5: 农业与大盘估值水平情况



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部 注: PE 值取 WIND (TTM, 整体法) 剔除负值。

图 6: 农业相对大盘 PE 情况



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部, 注: 红线为历史均值 1.8。

3、历年农业板块季节性走势

历年农业板块季节性走势: 1、(2007 - 2009) 近 4 年历史走势显示, 农业板块跑赢大盘主

要在一、四季度。主要原因：四季度农产品季节性需求、而一季度主要炒“中央一号文件”行情。2、二、三季度比较平稳。

表 4：农业板块季节性走势情况

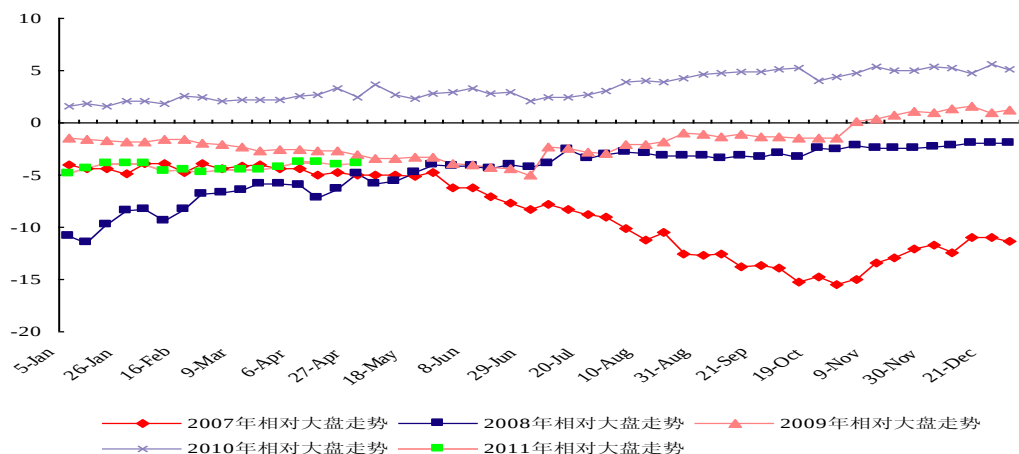
农业相对大盘涨跌幅	一季度	二季度	三季度	四季度
2007	21.46%	-24.62%	-17.05%	9.40%
2008	30.30%	5.99%	-9.64%	11.08%
2009	-0.18%	-17.54%	4.92%	14.04%
2010	10.22%	4.94%	18.10%	-1.33%
2011	-9.91%	1.68%	?	
平均涨跌幅	15.45%	-7.81%	-0.92%	8.30%

数据来源：WIND，中国银河证券研究部

2010 年不同以往季节走势：三季度跑赢大盘 18%，四季度下跌 1.3%。主要原因：2010 年下半年至年底，农产品价格集体暴涨（玉米涨 13%、食用油涨 27%、猪肉涨 41%、粳稻涨 29%、棉花涨 85%、白糖涨 35%），通胀预期严重。2010 年 11 月份开始，国务院打压物价政策不断出台 => 四季度、今年一季度表现较差。

预计今年二、三季度在国家控物价政策的打压下难有如 2010 年那样行业性大机会。需深入农业行业中去，从业绩超预期或子行业景气度超预期的角度挖掘优质个股。

图 7：农业板块相对大盘走势情况



数据来源：WIND，中国银河证券研究部

二、主要农产品价格走势

1、总体走势

2011 年上半年走势情况。农产品批发价格指数年初以来上涨 4%，同比上涨 18%。截止 6 月 10 日，其中：玉米比年初上涨 10.7%，同比上涨 14%；豆油比年初下跌 4%，同比去年上

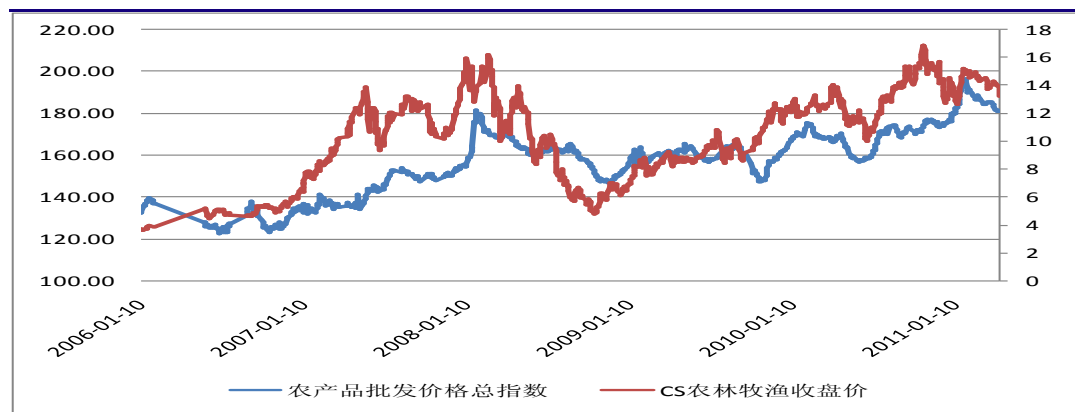
涨 35.7%；小麦比年初上涨 1.8%，同比去年 7.5%；粳稻比年初上涨 2%，同比去年 7.7%；白糖与年初持平，同比去年 41.4%；棉花比年初下跌 10.7%，同比上涨 39.6%；肉猪价格比年初上涨 32.7%，同比去年上涨 83%。

表 5：2011 年至今主要农产品价格走势

品种	豆油	玉米	小麦	粳稻	白糖	棉花	肉猪
年初以来涨幅	-4.00%	10.68%	1.84%	2.02%	0.00%	-10.75%	32.68%
同比	35.76%	14.00%	7.53%	7.69%	41.42%	39.61%	83.01%

数据来源：WIND，中国银河证券研究部

图 8：农产品批发价格指数走势情况



数据来源：WIND，中国银河证券研究部

2011 年下半年走势研判：农产品价格走势温和，继续大幅上涨概率较小，但难跌。主要原因：

1、估值中枢上移。近 10 年来，化肥价格已经翻倍，但农产品总体价格涨幅只有 70%左右。另外由于农民种植收益比较低和我国城镇化进程的加快，大量青壮年劳动力流入城镇就业，近年来，农民进城务工收入大幅提高，拉动务农用工成本迅速上升。种植成本上升抬高农产品价格估值中枢。

2、国家决心政策调控。自去年 11 月份以来，国家不断出台政策打压农产品价格。去年 11 月 20 日，国务院正式发布关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知，通知中共有 16 条具体措施，市场称之为“国 16 条”。12 月份，国务院修改《价格违法行为行政处罚规定》，不惜动用法律手段、行政手段稳定物价，今年 4 月份，国家出台限制玉米深加工政策，保住玉米饲用需求。国家出台严厉政策减缓了农民惜售心理，贸易商囤货需求，这对农产品价格进一步上涨形成压力。

表 6：国家不断出台政策打压物价

日期	出台政策	主要内容
2010-11-20	国务院正式发布关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知	通知中共有 16 条具体措施，市场称之为“国 16 条”
2010-12-10	国务院公布经修改后的《价格违法行为行政处罚规定》	加大了对操纵市场价格行为的惩罚力度，有可能追

2011-4-19

财政部、国家税务总局发布《关于暂停部分玉米深加工企业购进玉米增值税抵扣政策的通知》

究刑事责任。

自 2011 年 4 月 20 日起至 6 月 30 日，纳税人向农业生产者购进玉米深加工生产除饲料产品之外的货物，不得开具农产品收购发票并计提进项税额

数据来源：农业部，中国银河证券研究部

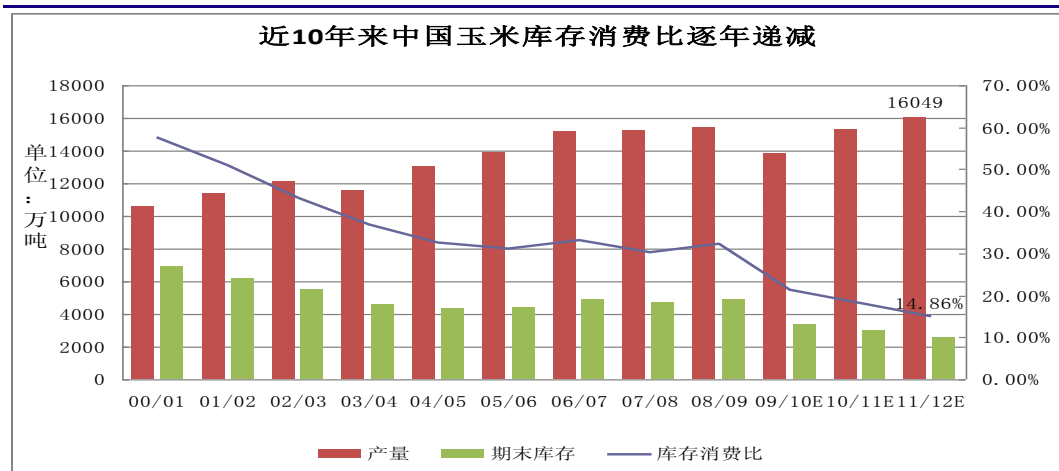
3、农产品供求基本面趋于改善。在去年农产品价格大幅上涨的吸引下，2011 年大多品种的种植面积有了不同程度的增加。令农产品供求基本面趋于改善。

2、主要农产品品种

(1) 玉米：预计下半年难现大涨

供求：供给方面，我们预计 10/11 年度我国玉米产量在 1.62 - 1.65 亿吨，而需求方面，由于人民生活水平的提高，人们对肉、蛋、奶需求增长，我们的饲料需求呈稳定增长态势，目前我们国家饲料需求近 1 亿吨，而近几年国内玉米深加工产能急剧扩张，08 年度玉米深加工需求在 3400 万吨左右，而 2010 年深加工产能已扩张至 4200 - 4400 万吨。近年来我国玉米的库存消费比逐年下降，预计 11/12 年度库存消费比下降至 14.8%，再创历史新低。我们预计玉米供需缺口在 500 - 700 万吨左右。我国今后进口玉米可能将成常态。

图 9：我国玉米库存消费比逐年下降



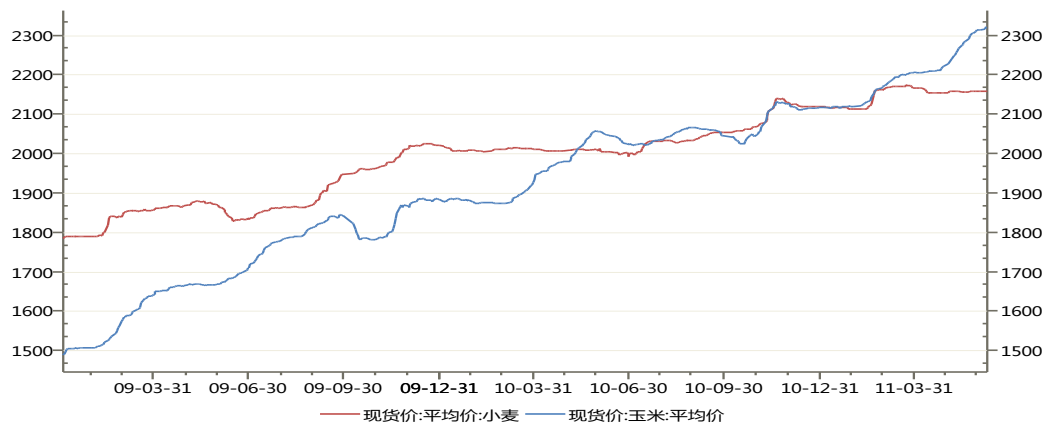
数据来源：中国银河证券研究部

国家政策打压：由于玉米所涉及的产业链较长，玉米价格的上涨会通过饲料向下游产品——老百姓的餐桌必备食品（肉类、蛋、奶）传导，会成为通胀的重要源泉。在当前通胀预期高企的情况下，国家从控制物价的角度，应限制玉米深加工需求用量。今年 4 月份，发布《关于暂停部分玉米深加工企业购进玉米增值税抵扣政策的通知》，自 2011 年 4 月 20 日起至 6 月 30 日，纳税人向农业生产者购进玉米深加工生产除饲料产品之外的货物，不得开具农产品收购发票并计提进项税额。另外，国家还通过中储粮秘密进口国外玉米充实国家粮食储备，必要时用于平抑粮价。

价格判断：预计下半年玉米价格将稳中略涨，但涨幅不会过大，玉米中枢价格在 2200 元/吨（大连港平仓价）。主要原因：一、目前不少大中型饲料企业玉米库存充足；二、当全

市场中的农民、贸易商、加工商都囤货看涨时应冷静；三、目前玉米价格比饲用小麦高 100 - 150 元/吨，饲用小麦替代玉米已出现，并不断增加。

图 10：玉米比饲用小麦贵 150 元/吨左右



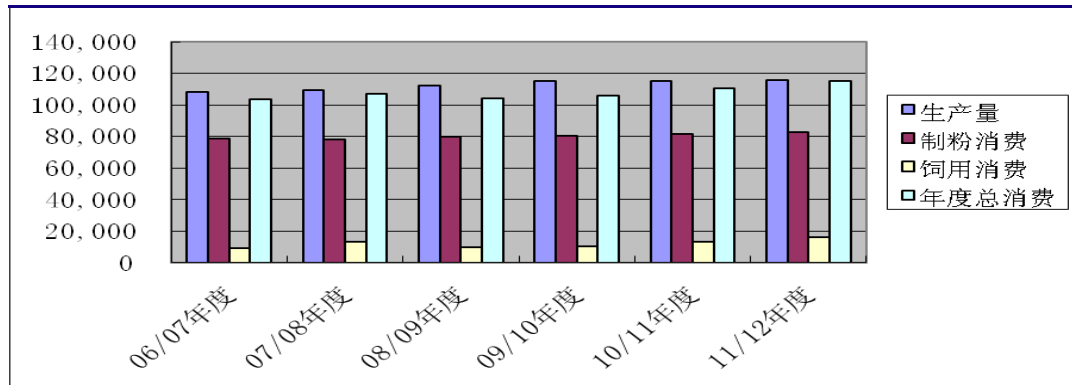
数据来源: Wind 资讯

数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(2) 小麦: 预计下半年平稳运行

供求: 国家粮油信息中心的最新预估在 1.155 亿吨, 相比上年度增幅在 0.3%。口粮稳定, 饲用需求在增加。供求不会出现实质性问题。我国在小麦上有充足的库存, 因此供求基本面难以支撑小麦价格大幅上涨。当前小麦收割已近 7 成半, 主产区接近 90%。

图 11: 我国小麦供给相对充足

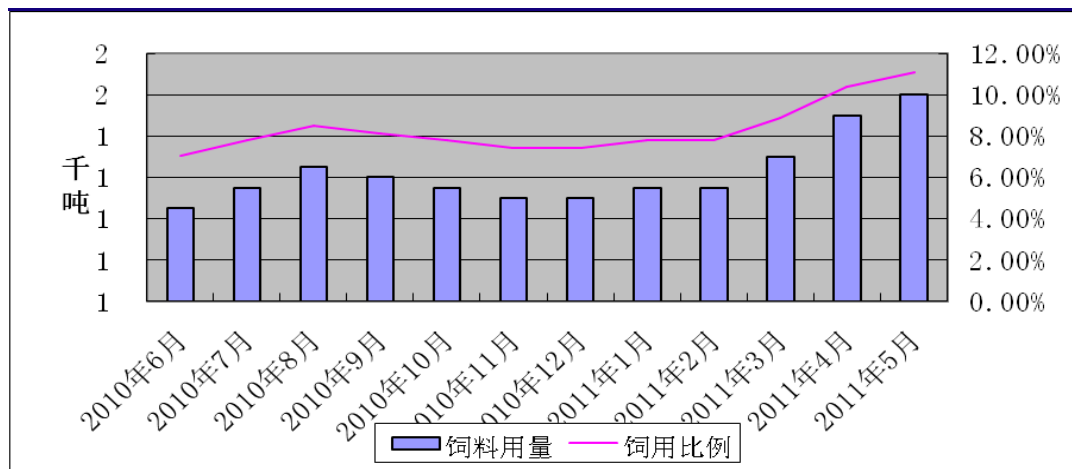


数据来源: 国粮信息中心, 中国银河证券研究部

国家政策: 小麦是我国的重要口粮, 因此国家有充足的储备, 初步预计国家储备中约 7000 万吨小麦, 可满足我国人口一年的口粮消费量, 另国家还进行定向拍卖, 以平抑小麦价格。

价格判断: 目前主产区收购价 1940 元/吨, 高于 2011 年国家最低小麦收购价 1900 元/吨, 预计小麦价格下半年将呈稳中小涨走势, 难重现 2010 年高开高走局面, 全年价格同比增加 10% 的可能性较大。后期关注: 1、市场主体的采购风格, (例贸易商、中粮、中储粮采购的方式及节奏, 是否会出现抢购)。2、饲用小麦替代玉米的情况。

图 12: 饲用小麦需求不断增加

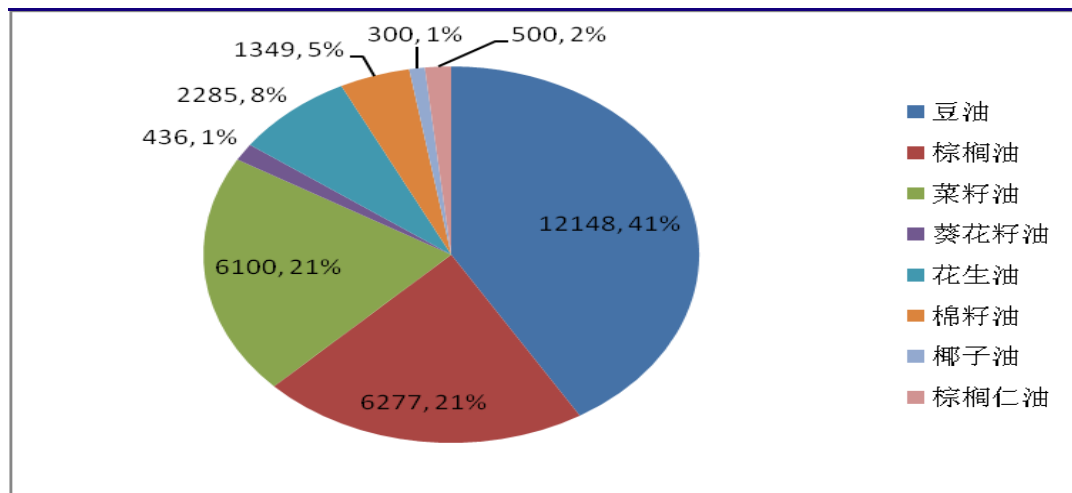


数据来源：国粮信息中心，中国银河证券研究部

（3）食用油：关注美国主产区天气

供求情况：食用油消费我国豆油消费占比 41%，棕榈油占比 21%。对外依存度超 60%。10/11 年度食用油产量 1915 万吨，进口 812 万吨，总供给近 2800 万吨，当前食用油供应相对充裕。

图 13：我国食用油消费各品种占比情况



数据来源：WIND，中国银河证券研究部

国家政策：今年 4 月上旬，国家发改委约谈大型油脂加工企业，要求其在未来两个月内不得涨价。随后市场传言，限价令将延长至中秋节附近。另国家通过中储粮进口了大量大豆，我们预计国家储备有近 1000 万吨大豆库存。若食用油出现大幅上涨，国家仍有能力进行调节。

价格判断：我们认为豆油的中枢价位在 9000 元/吨左右。未来主要关注：一、美国大豆主产区天气，二、东南亚地区的棕榈油产量情况，若天气正常，豆油有下跌 10% 左右的可能性较大。

图 14：CBOT 大豆价格走势



数据来源:Wind资讯

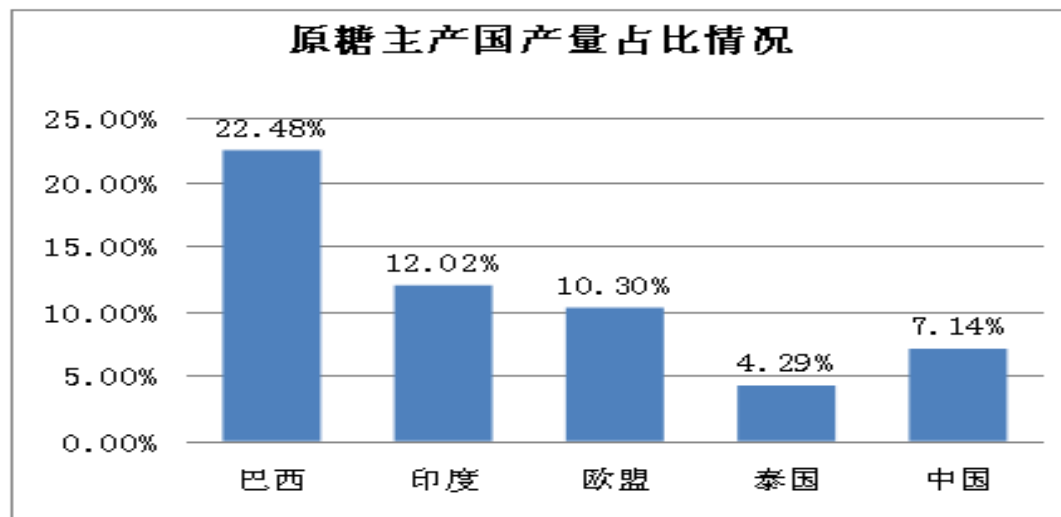
数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(4) 白糖: 平稳运行概率较大

供求: 我们预计 10/11 年度我国糖产量 1045 万吨, 国内总需求 1350 万吨, 供求缺口 300 万吨, 预计今年进口 200 万吨。国外: 2010/11 年度, 巴西产量同增 30%、印度产量同增 29%、泰国产量同增 32%。全球原糖供求由偏紧转向宽松。外糖价已进入漫漫“熊”途。

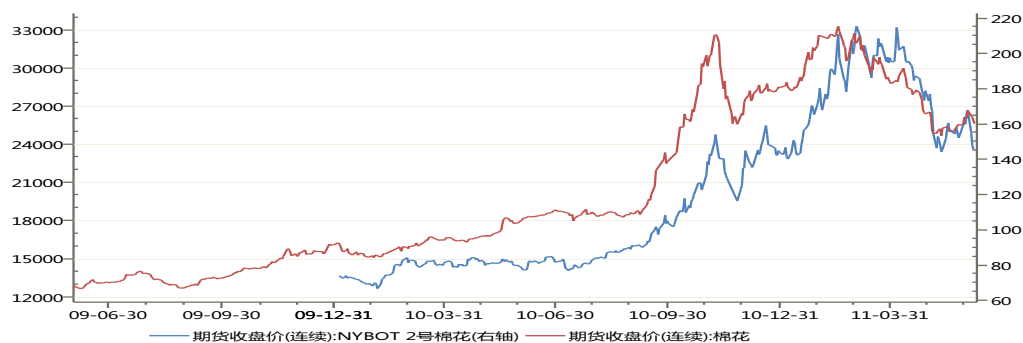
价格判断: 我们认为白糖中枢价位: 7000 元/吨。预计后市将以平稳运行。主要原因: 一、国内甘蔗收购价已升至 450 元以上(对应联动糖价 6200 元), 再加上人工成本上涨, 白糖的种植成本上升令估值中枢上移, 二、国外糖价进入调整期, 外糖调整将对国内糖价形成压制。

图 15: 世界主要产糖国



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 16: 国内外期糖价格走势



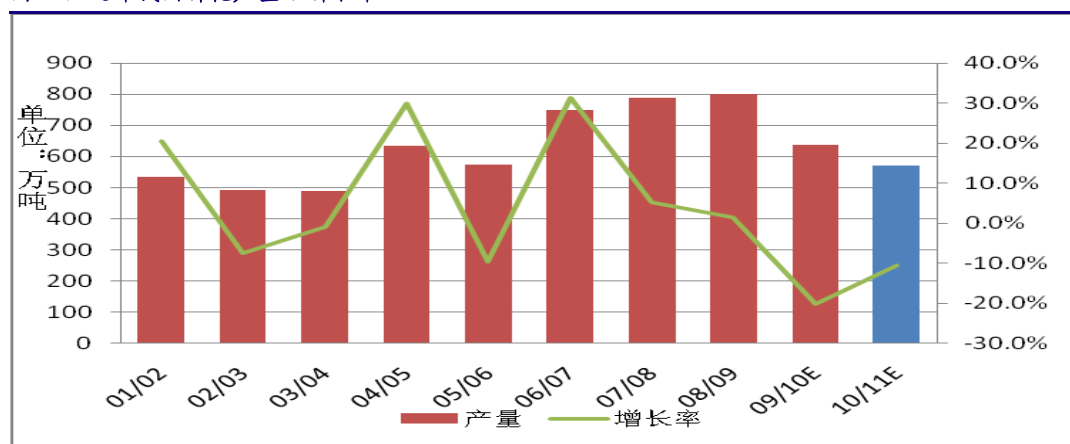
数据来源: Wind资讯

数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(5) 棉花: 预计下半年双边波动

供求: 据中国棉花协会统计, 2011 年全国植棉面积较上年增长 6.6%, 我们预计 11/12 年度棉花产量 590 万吨, 同比有所增加。国内总需求 945 万吨, 供求缺口 365 万吨, 预计今年进口 360 万吨。

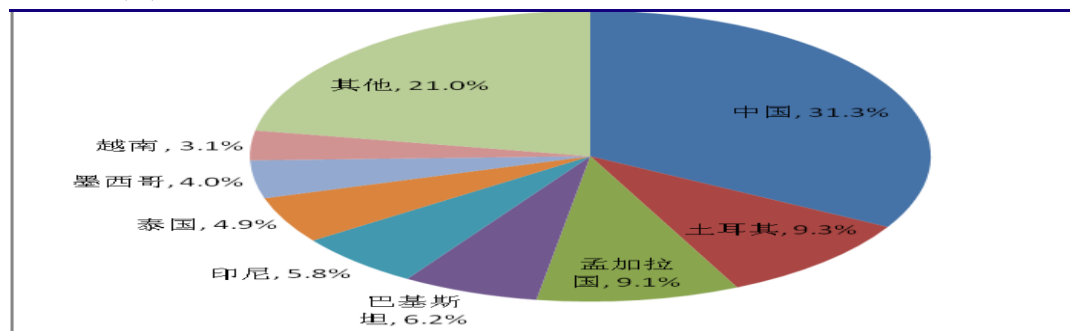
图 17: 近年我国棉花产量不断下降



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

我国已成为全球第一大棉花进口国, 占世界棉花进口的 31%。我国棉花的主要进口国为美国、印度、乌兹别克斯坦。其中美国占 33%、印度占 30%、乌兹别克斯坦占 12%。

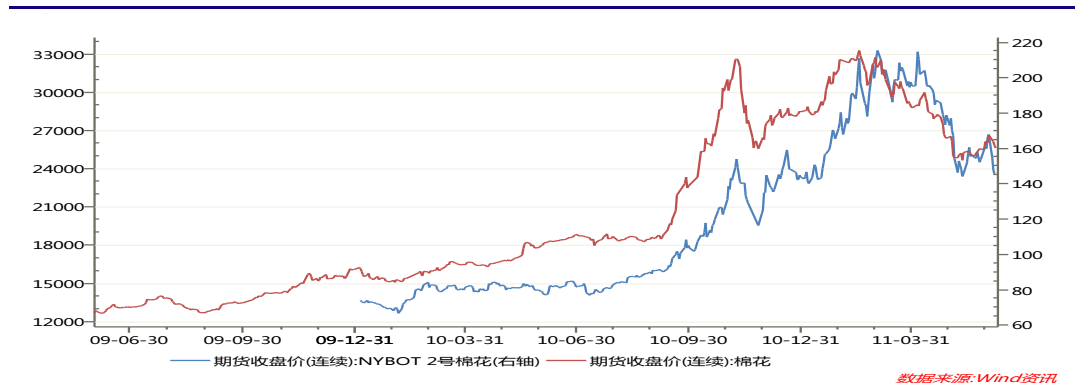
图 18: 世界棉花主要进口国



数据来源: USDA, 中国银河证券研究部

价格判断：我们认为国内棉花的中枢价位在 22000 元/吨左右。预计下半年双边波动的可能性较大。尽管美棉主产区干旱导致减产几成定局，但印度增产、巴基斯坦种植面积大增等利空因素令国外棉花价格从历史高位回落的态势难以改变，这将对国内棉花价格形成较大压力。未来主要关注：8-9 月份国内棉花产区天气、美国棉花产区的天气干旱情况。

图 19：国内外期棉价格走势

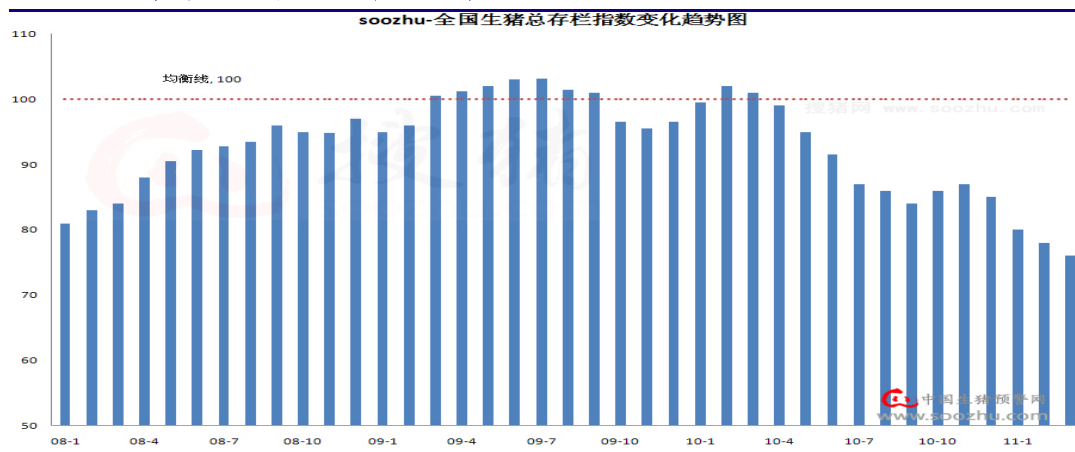


数据来源：WIND, 中国银河证券研究部

（6）猪肉价格：预计将高位运行

生猪存栏量同比下降 20%：2010 年猪病贯穿全年，加之 2010 上半年的大幅亏损，导致大量养殖户，尤其是中小养殖户在疫病风险和市场风险两大风险面前退出，而 2011 年春天又爆发了流行性腹泻导致仔猪、商品猪大量死亡，业内普遍认识当前生猪存栏量同比下降了 20% 左右，这与农业部公布的数据严重不符。但严重的瘦肉精事件没有导致猪价过度下跌，反而在 5 月过后猪价再次上涨便说明现实中生猪出栏量的供不应求。

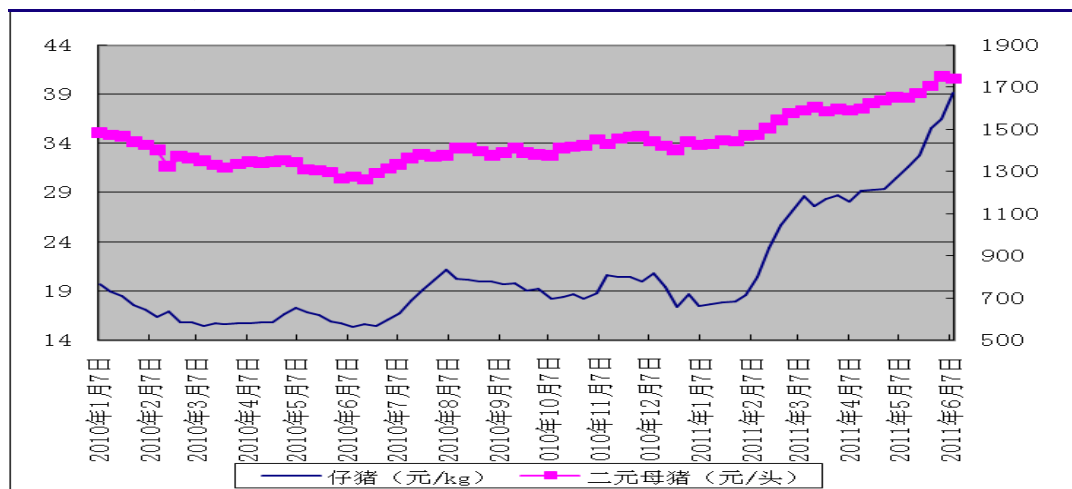
图 20：2011 年我国生猪存栏量预计同比下降近 20%



数据来源：搜猪网, 中国银河证券研究部

补栏情况：仔猪价格已达 40.29 元/头，已突破历史最高价。同比 160%。说明仔猪补栏积极性高涨。母猪价格升至 1769 元/头，同比涨 39.7%。母猪价格涨幅远低于肉猪、仔猪价格。散养户投机少了，主要是规模化养殖场在补栏。投机性养猪正在减少，规模猪场比重增加，母猪补栏趋于理性。

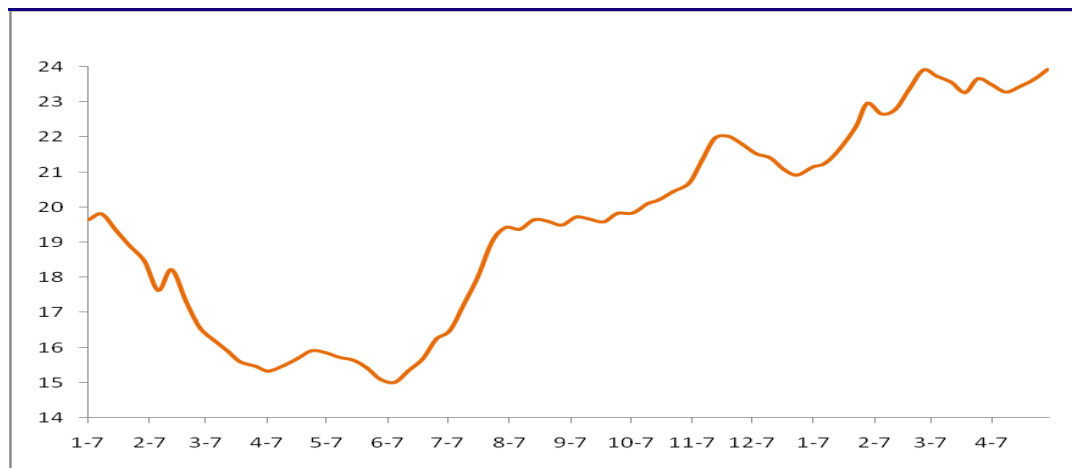
图 21: 仔猪价格暴涨



数据来源: 搜猪网, 中国银河证券研究部

价格判断: 预计受季节性需求下跌影响, 7、8 月份价格将回落态势, 9 月份以后, 猪价将在季节性需求回升影响下继续上涨, 涨幅取决于 9 月份左右生猪供应量情况。猪价拐点可能会在 2012 年春节附近。

图 22: 2010 年以来猪肉价格走势 (元/公斤)



数据来源: 搜猪网, 中国银河证券研究部

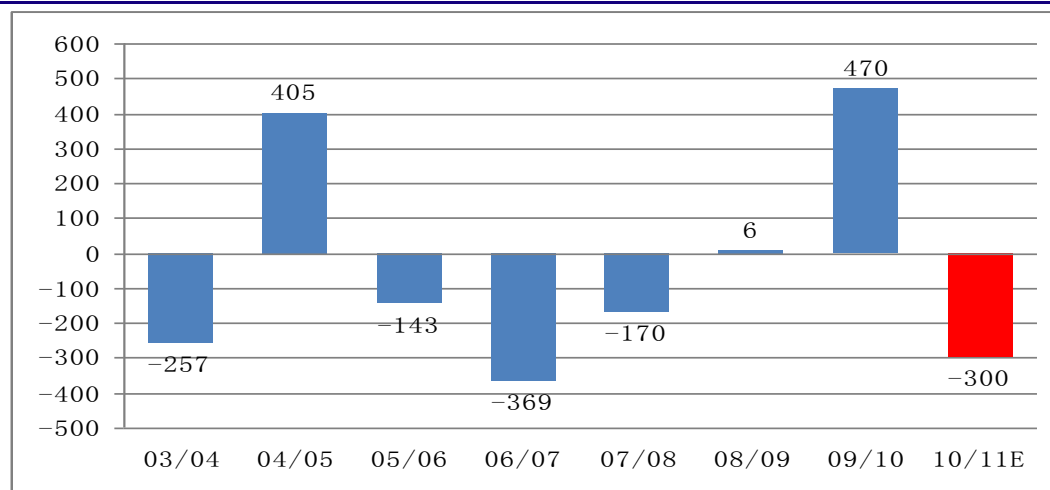
(7) 番茄酱价格: 缓慢上涨趋势不变

国际供求: WPTC 6 月份继续下调 2011 年全球产量预测值。WPTC 预计 2011 年全球加工用番茄产量 3723 万吨, 环比 4 月份数据下调 2.6%, 同比 10 年减产 0.4%。在 2010 年大幅减产 12.0%后, 2011 年全球加工用番茄产量继续下降。需求方面, 我们预计 2011 年需求量约为 4000 万吨, 与 WPTC 预测数据相比, 产需存在近 300 万吨缺口。

国内供给: 由于去年棉花、糖及小宗农产品如辣椒等价格大幅上涨, 导致番茄种植比较收益下降, 再加上番茄酱 2010 年一直跌跌不休, 经我们草根调研, 预计 2011 年中国番茄种植面积可能下降 20% 左右, 明年番茄酱供求将出现缺口。由此我们认为番茄酱价格上涨的趋势已经确认, 只是时间问题。

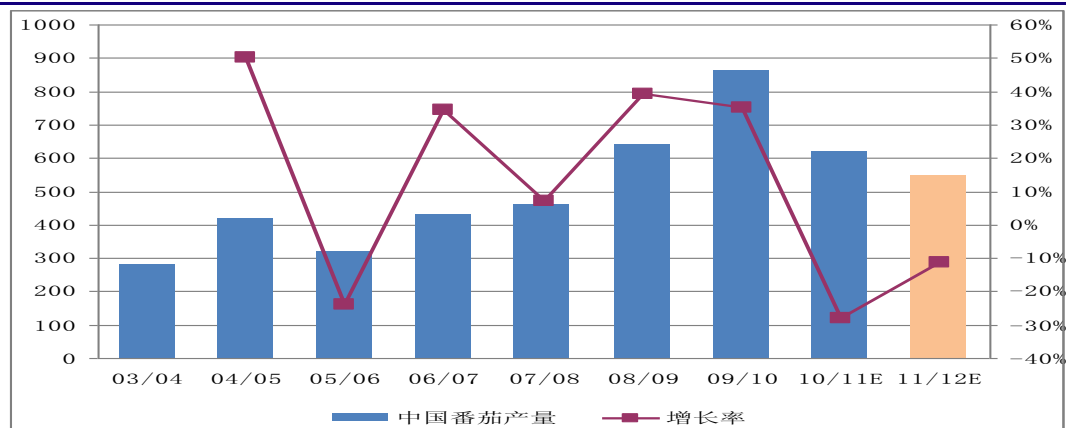
价格判断：2 月份对外报价 730-750 美元/吨，3 月份对外报价 740 美元/吨左右，新中基、中粮屯河作为行业标杆曾对外报价在 800 美元之上，但无成交。4 月份报价依旧延续在 740 美元/吨左右，目前对外报价在 840 美元/吨左右，我们预计番茄酱价格将在 7 月份逐步回升，10 月份可能会突破 1000 美元/吨。

图 23: 预计 11 年度全球番茄产需缺口近 300 万吨



数据来源: WPTC, 中国银河证券研究部

图 24: 预计 11/12 年度我国番茄种植面积将大幅下降



数据来源: 中国银河证券研究部

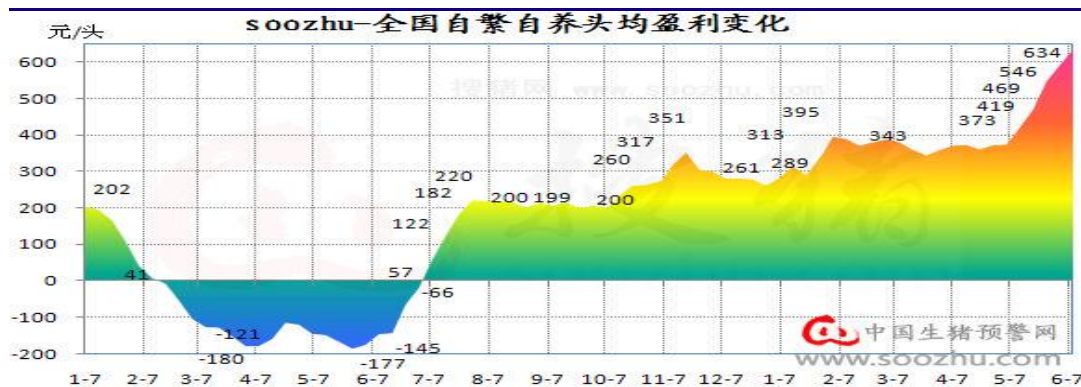
三、下半年投资策略

1、养殖行业 - 高景气正在进行时

养殖利润：截止 6 月 15 日，全国出栏肉猪平均价格涨至 17.68 元/公斤，已创历史新高，同比去年涨幅达 84.74%。猪价的强劲上涨带动了全国猪料比价的继续大幅上涨，本周从上周的 6.17: 1 涨至 6.31: 1，同比涨幅达 70.23%。。自 2010 年第 42 周以来已连续在 5: 1 以

上保持了 34 周。尽管猪价、肉价均已突破历史最高点，但由于饲料成本已率先破历史最高点，因此，当前全国平均猪料比价仍略低于 2008 年 4 月份最高点的 6.66: 1。我国自繁自养头均盈利水平涨至 634 元/头。而去年同期 2010 年第 23 周头均盈利为-147 元/头，目前距离 2008 年 4 月份最高盈利仅一步之遥。

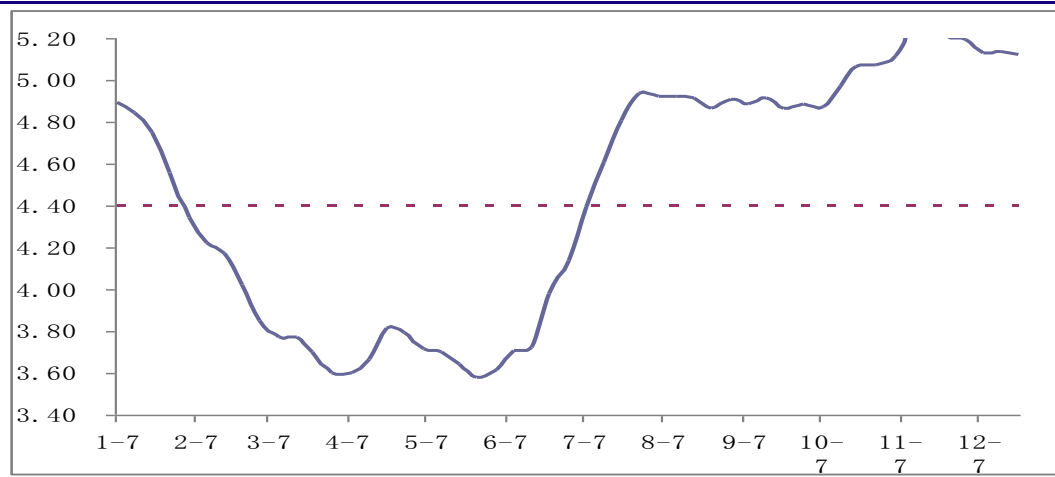
图 25: 我国自繁自养头均利润创近期高点



数据来源: 搜猪网, 中国银河证券研究部

补栏情况: 仔猪价格已达 40.29 元/头, 已突破历史最高价。同比 160%。说明仔猪补栏积极性高涨。母猪价格当前升至 1769 元/头, 同比涨 39.7%。母猪价格涨幅远低于肉猪、仔猪价格。散养户投机少了, 主要是规模化养殖场在补栏。投机性养猪正在减少, 规模猪场比重增加, 母猪补栏趋于理性。

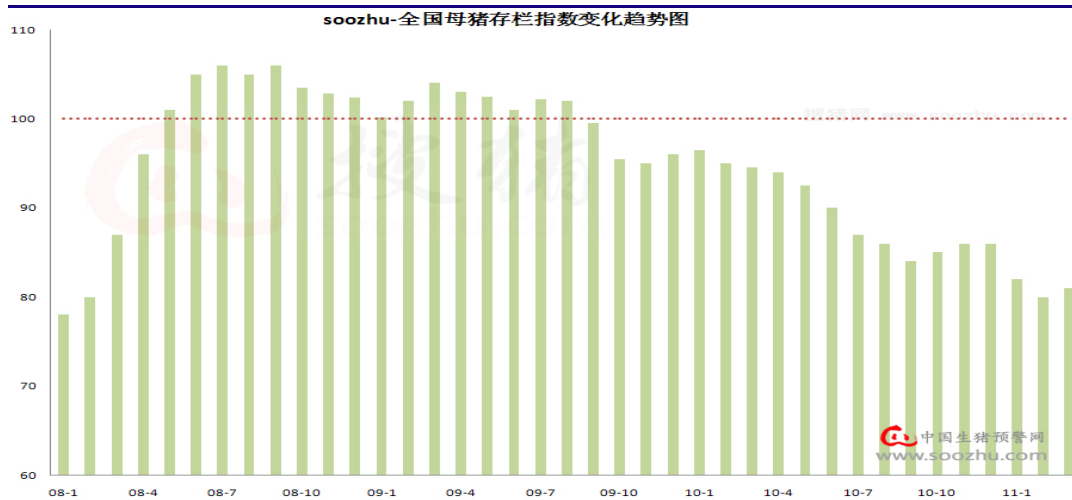
图 26: 猪料比连续 34 周保持在 5: 1 以上



数据来源: 搜猪网, 中国银河证券研究部

供给情况: 仔猪喂养 4 月便可出栏, 仔猪价格从 2011 年 3 月份发力大幅上涨, 说明仔猪的补栏情况从 3 月开始大量增加, 这一波仔猪的出栏肉猪会在 7、8 月份集中出栏。而补栏母猪到影响生猪供应和猪价需要“3 个月配种、4 个月妊娠、5 个月育肥”共 12 个月的周期, 即“三四五”周期定律。因此母猪存栏量出现拐点也就意味着一年后生猪价格将出现拐点。

图 27: 我国母猪补栏情况正积极好转



数据来源：搜猪网, 中国银河证券研究部

预计持续时间：去年母猪在 9 月份至 12 月份出现一波补栏小行情，其所生产的商品猪会在今年 9 月份左右开始集中出栏，我们认为 7 月、8 月、9 月份会生猪供给会有所缓和，今年 4 月份母猪存栏量再次出现拐点，5 月份母猪补栏积极性更好，因为 5 月母猪涨幅最大，每头上涨 100 元以上说明补栏积极性正越来越旺。说明母猪补栏导致的商品猪集中出栏会在 2012 年 3 月份左右开始集中出栏，我们认为那时猪价才有可能出现趋势性拐点。

从上市公司养殖量来看，我们预计 2011 年雏鹰农牧将出栏 90 万头，正邦科技将出现 70 万头，新五丰出现 50 万头，但从动态市销率来看，我们认为正邦科技被低估，雏鹰农牧则具有长期投资价值，决定开发国内市场的新五丰也具有潜在投资价值。我们推荐次序为：

正邦科技、雏鹰农牧、新五丰

表 7：主要上市公司肉猪出栏量与市值情况

证券代码	证券简称	预计出栏肉猪（万头）	A 股市值(亿元)	动态 PS
002157.SZ	正邦科技	70	44.70	0.42
000860.SZ	顺鑫农业	8	77.62	1.08
002567.SZ	唐人神	1	31.64	0.58
002477.SZ	雏鹰农牧	90	82.40	7.00
600975.SH	新五丰	50	22.62	2.14
000735.SZ	罗牛山	45	61.96	6.36
002505.SZ	大康牧业	35	26.28	4.21

数据来源：WIND, 中国银河证券研究部

2、饲料行业 - 景气度从 3 季度逐渐高涨

(1) 饲料需求：4 月份以来，饲料行业景气度逐渐好转。从抽调的饲料企业的产量情况来看，商品饲料总产量环比 3 月份增长 8%，配合料环比增长 10%，浓缩料和预混料的产量都有所下降，浓缩料环比下降 6%；预混料环比下降 3%。分品种来看，今年 4 月份猪饲料环比增长 1.9%，同比增长 8.8%；蛋禽饲料环比增长 7.4%，同比增长 8.8%；肉禽饲料环比增长 3.9%，同

比下降 3.1%；水产饲料环比增长 70.6%，同比增长 34.8%。

猪饲料：4 月份以来，生猪存栏量在缓慢回升。农业部畜牧业司 5 月 14 日发布 2011 年 5 月生猪及能繁母猪存栏数据，其中生猪存栏 45280 万头，较上月环比增加 0.8%。2011 年下半年生猪价格都将维持高位已成业内共识。在养猪盈利丰厚的吸引下，补栏积极性高涨，母猪存栏量回升，猪饲料的需求将会逐渐旺盛，预计从第 3 季度开始饲料行业景气高涨，饲料企业销售逐渐“放量”，业绩大幅提升。

肉禽饲料：季度肉禽饲料需求不旺，二季度将逐渐恢复。一季度，由于淘汰鸡的增加，鸡只呼吸道疫病以及天气转热，腹泻疾病较多，有提前出栏现象，导致肉鸡供应量有所增加，再加上原材料价格上涨，导致养殖利润受压缩，肉鸡价格出现下滑。3 月份以来，随着天气回暖，肉鸡养殖难度减小，补栏积极性增加，各屠宰企业将逐步恢复生产，肉鸡价格回升令养殖户转亏为赢。补栏需求升温将带动肉禽料消费增加。

图 28：饲料需求逐渐回升

时 间	猪饲料	蛋禽饲料	肉禽饲料	水产饲料
4 月环比(%)	1.9	7.4	3.9	70.6
4 月同比(%)	8.8	11.1	-3.1	34.8
1-4 月同比(%)	8.9	7.1	1.6	10.7

数据来源：WIND, 中国银河证券研究部

图 29：猪饲料均价已创历史新高



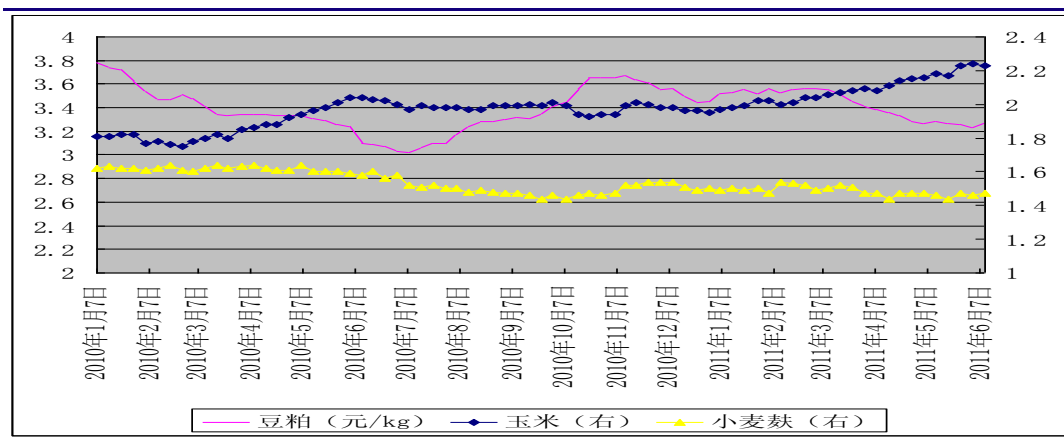
数据来源：WIND, 中国银河证券研究部

（2）饲料成本：玉米略涨 + 豆粕、小麦麸现货走势平稳

我们认为，玉米价格下半年难有大幅上涨，稳中略涨的可能性较大。不少大中型饲料企业

在 2010 年底时便大量采购了玉米；另外当全市场中的贸易商、加工商都囤积了不少玉米；还有目前玉米价格比饲用小麦高 100-150 元/吨，饲用小麦替代玉米已大量出现，4 月份以来饲用小麦比例进一步增加。豆粕虽有所回升，但同比去年增幅有限，且若下半年 CBOT 大豆出现下跌，豆粕价格也会受压。

图 30: 豆粕、小麦麸价格走势平稳



数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(3) 行业格局: 大型饲料企业扩张 (成本优势), 中小型企业退出。2010 年, 年产百万吨饲料企业共有近 20 家, 产量共 5970 万吨, 占全国总产量 37%。

图 31: 大中型饲料企业将主导市场

企业规模	同比 (%)	环比 (%)	1-4 月累计 同比 (%)
月产 10 万吨以上	8.0	10.3	9.5
月产 1~10 万吨	3.5	11.5	4.0
月产 1 万吨以下	-5.5	3.4	-3.8

数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(4) 企业盈利情况: 利润比较透明, 微利, 关键还是“销量”。

首推产业链一体化、业绩增加稳定的农牧龙头企业新希望 (000876); 其次是外延式扩张增长迅猛的正邦科技 (002157); 另外预混料细分领域冠军大北农 (002385)、乳猪料龙头金新农 (002548) 值得关注。

表 8：主要饲料企业产量与市值情况

证券简称	预计 2011 饲料产量 (万吨)	A 股市值 (亿 元)	动态 PS
新希望 (并山东六合)	1500	320.00	0.46
正邦科技	350	44.70	0.43
通威股份	310	52.32	0.45
海大集团	280	85.61	0.85
大北农	185	130.30	1.68
唐人神	165	31.64	0.58
正虹科技	90	19.57	1.09
天康生物	70	37.32	1.26
金新农	40	18.55	1.23
天邦股份	20	19.60	1.45

数据来源：WIND, 中国银河证券研究部

3、重点推荐标的

(1) 正邦科技 (002157) - 快速扩张

公司战略：公司围绕贯穿“农牧产业价值链”战略，致力于打造从种猪至品牌销售的生猪全产业链建设。

扩张速度：随着公司非公开发行募投项目的建成投产，且公司近两年来通过并购、合资设立的饲料、养殖、食品业务的迅速开展，目前公司饲料产能近 500 万吨；生猪养殖产能近 90 万头；年屠宰生猪能力 100 万头；公司在江西已设有 70 家专卖店，“正邦生鲜肉”及肉制品逐步得到市场认可。公司的全产业链模式初步形成，公司在未来 2 年仍处于产能释放期。

业绩预测：我们预计今年出栏肉猪将增加至 70 万头左右（增 80%），饲料销量近 350 万吨（增 60%）。预计未来两年业务收入仍将保持 40% 以上增长。我们测算 2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.35 和 0.55 元，给予“推荐”评级。

市值与业务规模不匹配。我们预计 2011 年公司将实现 100 亿以上销售规模，但公司市值仅 44 亿。在饲料企业中正邦科技的动态市销率最低，鉴于公司的高成长，我们认为公司市值被低估。

表 9：正邦科技动态 PS 最低

证券代码	证券简称	预计出栏肉猪 (万头)	A 股市值 (亿元)	动态 PS
002157.SZ	正邦科技	70	44.70	0.42
000860.SZ	顺鑫农业	8	77.62	1.08
002567.SZ	唐人神	1	31.64	0.58
002477.SZ	雏鹰农牧	90	82.40	7.00
600975.SH	新五丰	50	22.62	2.14

000735.SZ	罗牛山	45	61.96	6.36
002505.SZ	大康牧业	35	26.28	4.21

数据来源: WIND, 中国银河证券研究部

(2) 新希望 (000876) - 产业链完善

产业链完善农牧龙头: 新希望并购重组完成后将成为名副其实的龙头农牧企业, 届时公司将拥有饲料产能 2700 万吨, 禽类苗养殖量 2 亿多只, 生猪养殖量 20 万头, 鸡鸭屠宰能力 7.5 亿只, 生猪屠宰能力 750 万头、肉制品近 150 万吨。公司形成了覆盖禽类、生猪从“饲料 -> 养殖 -> 屠宰加工 -> 熟食肉制品”的产业链模式。从净利润贡献来看, 山东六合净利润将占到新希望农牧业务净利润的 85% 以上。因此主要重点关注山东六合集团的业绩增长情况。

六合分项业务来看, **饲料业务:** “大块头”仍保持高增长。六合饲料产能 2000 万吨, 预计 2010 年销量达 1100 万吨, 两项均行业内全国第一, 我们预计六合未来两年饲料业务仍将保持 20% 左右增长。公司网站显示, 公司饲料业务将在五年内翻一番, 即产能达到 4000 万吨, 销量达到 2000 万吨。

养殖业务: 今年保持高景气: 六合集团养殖主要以商品代禽苗为主, 其中 40% 为鸡苗, 60% 为鸭苗。鉴于肉价全年高位, 肉鸡、肉鸭补栏高景气, 我们认为商品代禽苗价格仍将保持高位。

屠宰肉食: 稳定盈利, 公司的主要大客户有双汇、麦当劳、肯德基、铭基等下游知名企业, 我们预计大客户占比 20-30%; 其余客户主要是超市 (沃尔玛、乐购、大润发、欧尚、家乐福)、及熟食店 (做鸭脖等)。

终端零售: 专门设立食品深加工与终端事业部, 以经营调理品、熟制产品为主。

盈利预测:

我们测算, 新希望并购六合后, 农牧业务贡献分别 EPS0.75 元、0.78 元, 投资收益贡献分别为 0.46 元、0.56 元, 整体来看, 公司 2011 年、12 年 EPS 分别为 1.17 元、1.33 元, 我们给予公司“推荐”评级。

表 10: 新希望盈利预测

2011 年盈利预测	乐观	保守
农牧业务 EPS	0.75	0.66
投资收益	0.42	0.42
共计	1.17	1.08

数据来源: 中国银河证券研究部

表 11: 新希望 (并购六合后) 各项业务产能统计

	饲料 (万吨)	饲料添加剂 (吨)	养殖量	屠宰量
六合集团	2000		2.16 亿鸡鸭	7.5 亿只
新希望农牧	500		10 万头猪	
枫澜科技		1100		
原上市公司农牧业务	200		10 万头猪	750 万头

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 12：新希望（并购山东六合后）盈利能力预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	726,306.15	679,746.92	5,540,940.00	6,846,835.05	8,430,390.32	10,327,501.33
主营收入增长率%		-6.41%	715.15%	23.57%	23.13%	22.50%
营业成本	663,984.45	608,753.54	5,219,929.50	6,470,670.67	7,984,137.85	9,791,773.81
毛利	62,321.70	70,993.37	321,010.50	376,164.38	446,252.47	535,727.53
综合毛利率	8.58%	10.44%	5.79%	5.49%	5.29%	5.19%
净利润	825.8	899.3	1740.9	2020.4	2324.6	2758.0
增长率		8.89%	93.59%	16.06%	15.06%	18.64%
公司 EPS			1.00	1.17	1.33	1.58
公司农牧业务 EPS			0.61	0.75	0.78	0.91
投资收益贡献 EPS			0.38	0.42	0.56	0.68

资料来源：中国银河证券研究部

4、投资节奏

（1）养殖、饲料：第三季度重点关注，生猪产业链景气度传导路径。投资标的：新希望、正邦科技、大北农、金新农。

（2）动物疫苗行业：养殖高景气亦传导至动物疫苗行业，秋防。投资标的：金宇集团（开拓市场苗）、大华农（禽流感龙头）

（3）水产品：核污染恐慌，关注真实需求的回升。投资标的：獐子岛、东方海洋、国联水产

（4）四季度：关注农业政策，一号文件。

插图目录

图 1: 2011 年至今各行业涨跌幅对比情况.....	2
图 2: 本年度至今农业子行业涨跌幅对比情况.....	2
图 3: 2011 年初至今行业内公司涨幅排名.....	2
图 4: 2011 年初至今行业内公司跌幅排名.....	3
图 5: 农业与大盘估值水平情况.....	4
图 6: 农业相对大盘 PE 情况.....	4
图 7: 农业板块相对大盘走势情况.....	5
图 8: 农产品批发价格指数走势情况.....	6
图 9: 我国玉米库存消费比逐年下降.....	7
图 10: 玉米比饲用小麦贵 150 元/吨左右.....	8
图 11: 我国小麦供给相对充足.....	8
图 12: 饲用小麦需求不断增加.....	8
图 13: 我国食用油消费各品种占比情况.....	9
图 14: CBOT 大豆价格走势.....	9
图 15: 世界主要产糖国.....	10
图 16: 国内外期糖价格走势.....	10
图 17: 近年我国棉花产量不断下降.....	11
图 18: 世界棉花主要进口国.....	11
图 19: 国内外期棉价格走势.....	12
图 20: 2011 年我国生猪存栏量预计同比下降近 20%.....	12
图 21: 仔猪价格暴涨.....	13
图 22: 2010 年以来猪肉价格走势 (元/公斤).....	13
图 23: 预计 11 年度全球番茄产需缺口近 300 万吨.....	14
图 24: 预计 11/12 年度我国番茄种植面积将大幅下降.....	14
图 25: 我国自繁自养头均利润创近期高点.....	15
图 26: 猪料比连续 34 周保持在 5: 1 以上.....	15
图 27: 我国母猪补栏情况正积极好转.....	15
图 28: 饲料需求逐渐回升.....	17
图 29: 猪饲料均价已创历史新高.....	17
图 30: 豆粕、小麦麸价格走势平稳.....	18
图 31: 大中型饲料企业将主导市场.....	18

表格目录

表 1: 2010 年行业涨幅 TOP8.....	1
表 2: 2011 年行业跌幅 TOP8.....	1
表 3: 农业及子行业与大盘相对走势情况 (%).....	3
表 4: 农业板块季节性走势情况.....	5

表 5: 2011 年至今主要农产品价格走势.....	6
表 6: 国家不断出台政策打压物价	6
表 7: 主要上市公司肉猪出栏量与市值情况	16
表 8: 主要饲料企业产量与市值情况	19
表 9: 正邦科技动态 PS 最低	19
表 10: 新希望盈利预测	20
表 11: 新希望（并购六合后）各项业务产能统计	20
表 12: 新希望（并购山东六合后）盈利能力预测	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

董俊峰具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908