

农业：谨慎 ——维持

食品业：中性 ——维持

日期：2011 年 7 月 14 日

行业：农业、食品业



郭昌盛

021-53519888-1924

guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号：S0870207120112

证券研究报告/行业研究/行业动态

食品价格的涨势将减弱

——对统计局有关 2011 年上半年农业、食品行业数据点评

食品类价格指数（2011 年 6 月当期值）

消费者价格食品类指数	114.4%
食品类产品出厂价格指数	108.5%
农副产品原料购进价格指数	119.8%
农业生产资料价格指数	113.5%

主要食品产量增长率（2011 年 1~6 月累计）

精制食用油	20.0%
成品糖	2.8%
速冻米面食品	22.2%
鲜冷藏肉	20.7%
罐头	21.7%
方便面	24.0%
乳制品	13.9%
糖果	15.3%
饲料	11.5%
白酒	28.0%
啤酒	11.4%
葡萄酒	16.5%

主要观点：

今年粮食增产形势渐明朗，农业增长仍将维持中低速。

夏粮增产 2.5% 超预期，在此上调全年增产幅度为 1.9%，国内粮食供求关系的新平衡状态之形成，将可能导致粮价继续小幅回调。上半年全国总体上农业并未因农产品价格大涨而获得更可观成果，而是很大程度地遭遇农资高价格的蚕食，这一状况似不会很快消失。

食品价格指数或已见顶，生猪的短缺三季度内即可消除。

上半年尤其 6 月份食品价格大幅度高企，主要由上年同期的价格偏低所导致，三季度情况会大为转变。生猪及猪肉短缺是暂时性的，待四季度供给放量之际，行情可能大跌。

食品市场仍显虚高，企业和消费者均大受蚕食。

高通胀之下，现有的居民收入低增长难以支持上年的需求成长态势，惟独酒类市场尤其白酒是个例外，成为了绝佳的抗通胀工具。

报告编号：GCS11-IIT02

相关报告：2011 年中期农业食品投资策略：估值仍处劣势，局部尚可精耕

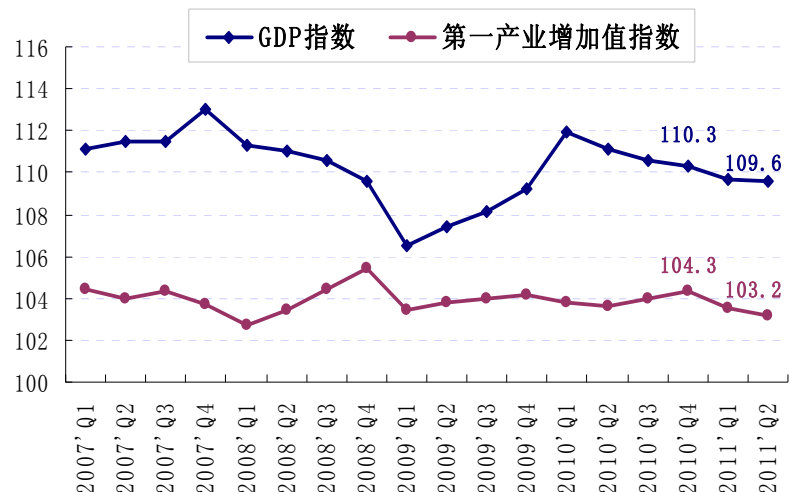
首次报告日期：

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

一、农业增长尚受制于高通胀

昨日公布的 2011 年上半年国民经济数据显示，上半年我国第一产业增加值同比增长 3.2%，而同期全国 GDP 增长 9.6%，可见大农业较国民经济整体的增速相对落差在拉大。这是该产业近三年多来的次低速度，最低速度发生在 2008 年第一季度，当时第一产业增速为 2.7%。今年与当年极其相似的是：高通胀的发生，较大程度地削弱了农业生产成果。2008 年第一、二季度，同样主要由农产品和食品导致的通胀指数依次达 108.04、107.90，且当时的通胀恰恰处于峰值。

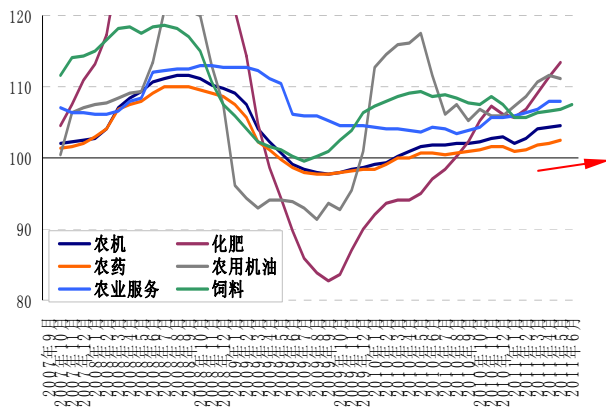
图 1 农林牧渔业的增加值（上年为 100）



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

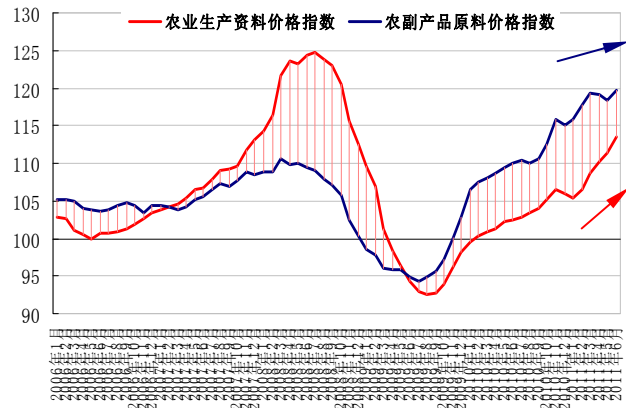
尽管农产品价格实现了快速上涨，农产品产量也保持了增长，但企业的效益却被上游的农业生产资料价格的上涨所大肆蚕食。与前一轮的通胀周期情形不同的是，这一轮农业生产资料价格的上涨，是对之前大幅度下跌的中期修复，且其势头尚弱于农产品价格的上涨（参见图 2、图 3）。我们相信：在未来几个季度，农业增加值的增速仍很可能继续下探，只有当农资的恢复性上涨结束，农业增加值的增长方才会止跌回升。由今年以来的各项农资（包括农药、化肥、农用机油、农业服务等项）价格指数走势可见，其上涨行情似乎未有结束迹象。这也再次表明：现阶段农业企业欲从高通胀——农产品价格的高涨进程中充分受益并非易简单，而且企业收益动荡不定。需求并非刺激价格上涨的主要因素，甚至我们已经看到实际需求的强度在减弱。

图 2 全国主要农资价格指数（当期同比）的趋势



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 3 农资价格指数与农产品价格指数（当期同比）的比较

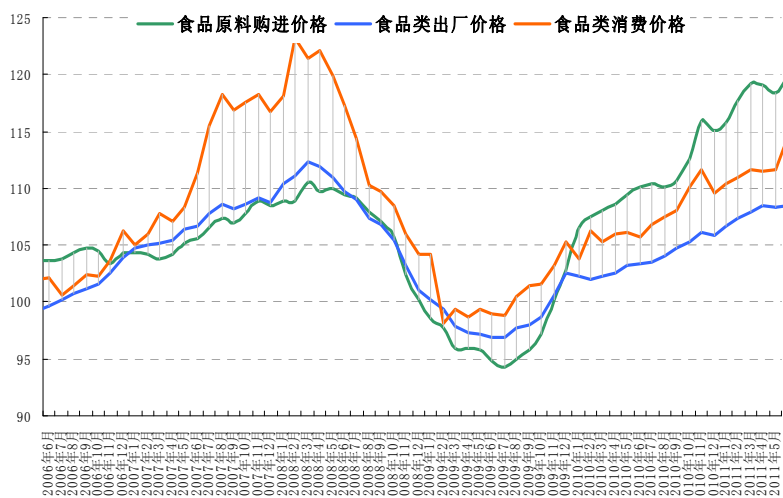


数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

二、食品价格指数或已见顶

最新数据显示：上半年国内居民消费价格同比上涨 5.4%，其中的食品分类价格上涨 11.8%，其在各项分类产品中涨幅最大，食品对全国消费品价格的助涨作用首屈一指！食品供应链的各个环节一致性价格上涨，以上游的农副产品购进价格涨势最为迅猛，6 月份当月食品企业购进价格指数高达 119.76 为近年峰值（参见图 4），也意味着农产品价格指数走势，正在主要决定着食品价格指数的运行方向。

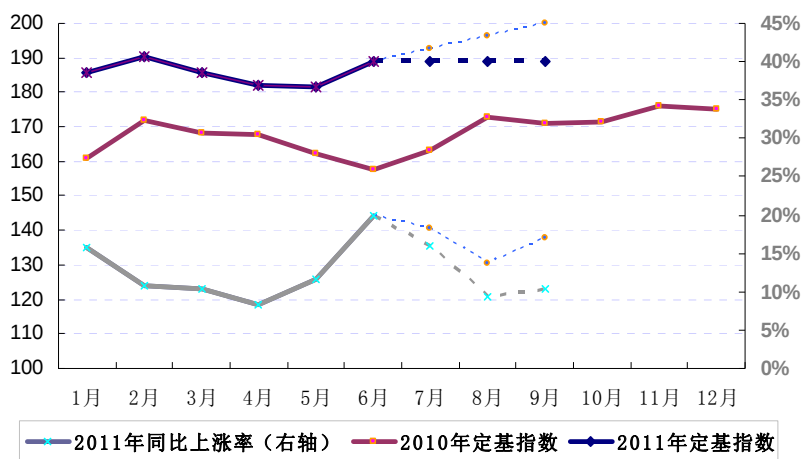
图 4 食品分类 PPI、CPI 与原料价格指数（当期值）



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

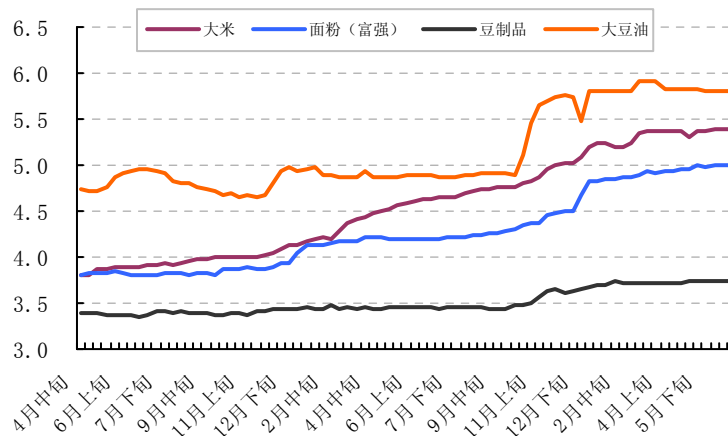
进一步解析国内农产品批发市场价格定基指数(2000年为100), 将其与上年同期水平加以比较, 我们看到今年6月份(当期)农产品批发价格指数188.9尚略低于2月份(190.5)水平, 但其同比上涨率却大幅上破达到19.86%, 这完全由其上年同期价格指数(157.6)的相对低水平所造成(参见图5)。由于随后的2010年7月、8月农产品批发价格指数迅速反弹并企稳, 故只要当前的价格指数不再像6月份那样暴涨, 则今年三季度的定基价格指数同比上涨率将趋于回落, 亦即食品分类价格指数见顶并将回落的可能性非常大! 具有代表性的国内大中城市粮油食品零售价格走势(如图6), 也表明目前主要食品零售价格已基本稳定, 尚不支持食品分类价格指数的进一步上涨。

图 5 国内农产品批发价格定基指数及对分类 CPI 的影响



数据来源: 农业部, 上海证券研究所整理

图 6 大中城市粮油食品平均零售价格 (元/千克、500 毫升)



数据来源: 商务部, 上海证券研究所整理

三、生猪市场将很快摆脱短缺

生猪及猪肉价格对 6 月份全国高通胀起到了火上浇油的作用。当前大中城市的生猪出场价格 (19.79 元/公斤) 不仅一再创出历史新高, 而且以该价格水平衡量的毛利率也突破了近年高点 (参见图 7、图 8), 猪粮比价 (8.53) 也高出了调控的警戒线水平, 最终引发了国务院的五项调控措施出台。这些措施包含对能繁母猪恢复补贴每头 100 元; 对生猪防疫扑杀每头补贴 600~800 元; 给予生猪生产以金融支持等等, 因此生猪市场的供给可望大增。然而这次政府出手的最佳时机已过, 对增加眼前的供给可谓作用不大。

图 7 全国生猪价格的走势



图. 2009 年-2011 年 (25 周) 我国生猪价格走势

数据来源: 博亚和讯, 上海证券研究所整理

图 8 我国生猪主产区的平均毛利率



图. 2009 年-2011 年 (25 周) 我国生猪利润走势图

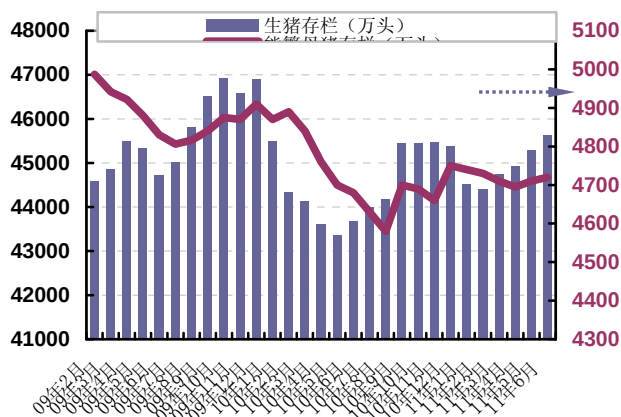
数据来源: 博亚和讯, 上海证券研究所整理

我们认为: 当前生猪及猪肉的相对短缺不会延续到第四季度, 生猪出栏量的走势将能导致未来几个月供需缺口缩小并接近市场平衡, 价格会很快见顶回落。据商务部的数据, 上半年全国上规模屠宰点的总屠宰量为 10629 万头, 同比下降 5.51% (与统计局口径的猪肉产量仅下降 0.5% 相比略大一些), 而我们测算的猪肉消费需求过去五年复合增长率也仅为 2.75%。考虑到今年以来需求受中长期刚性放缓、“瘦肉精”事件、高通胀威胁等影响, 实际增速应小于往年平均水平。若上半年总需求增长按 2% 衡量, 则供给的缺口只有 840 万头, 约占上半年总供应量的 8%。

农业部的最新数据显示: 6 月份全国生猪存栏量为 45640 万头, 已连续四个月环比上升 (参见图 9), 较上月环比上升率为 0.8%, 且同比上升了 0.52%; 能繁母猪存栏量为 4720 万头, 环比增长 0.21% 且为第二个月增加, 同比增长率为 0.85% 且呈显著的加速增长态势。

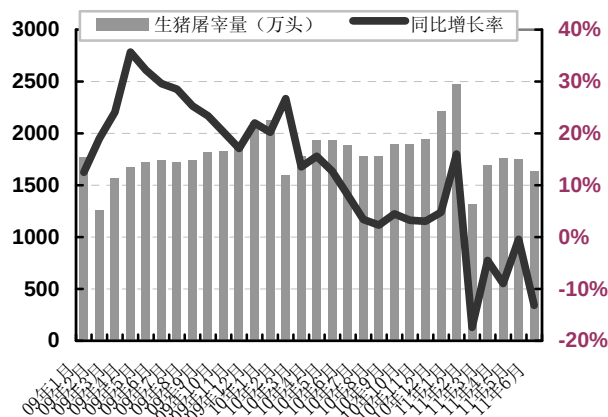
在历年罕见的暴利之下，养殖业之扩大供给已经在行动，其总势头似乎远强于补充 840 万头的缺口。未来令人担忧的是，到今年底至明年春节前，生猪及猪肉的放量上市将形成新的过剩压力，届时肉价或将重回不久前的中低水平，生猪毛利率也将很快回归至 10% 上下。

图 9 全国生猪、能繁母猪存栏量的月度走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 10 全国规模以上生猪定点屠宰量的月度走势

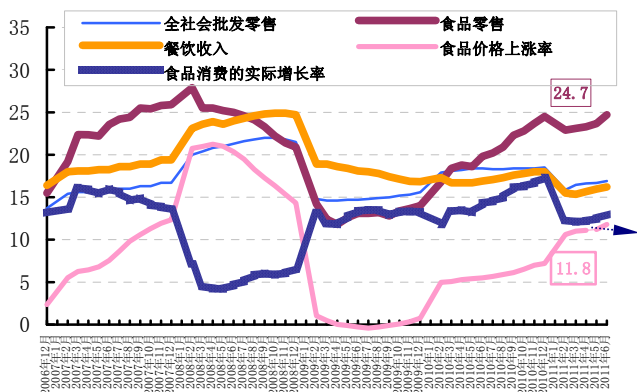


数据来源：商务部，上海证券研究所整理

四、食品市场虚火正旺，酒类消费真实而强劲

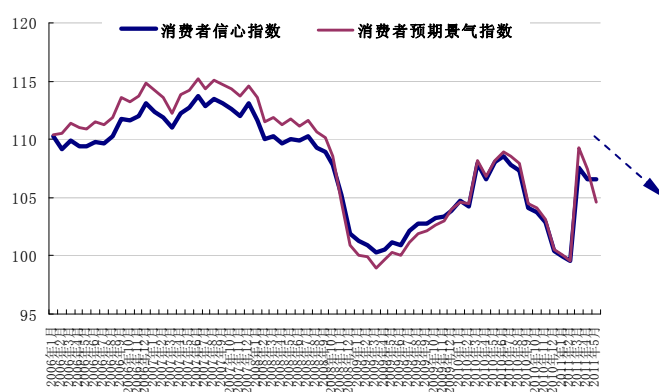
上半年，全国限额以上企业零售渠道的食品饮料烟酒分类零售额同比增长 24.7%，分别较第一季度和去年全年高 1.6 个、0.2 个百分点。扣除价格因素后，分类零售额的实际增速则约为 13.85%，与零售额增速形成了显著落差。虽然其较第一季度实际水平略升 0.85 个百分点，但较去年全年则大降 4.01 个百分点（如图 11、图 12）。可见受累于高通胀，实际需求强度在减弱，餐饮收入的增长也在放缓。

图 11 全国消费、食品类消费额的（累计同比）增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

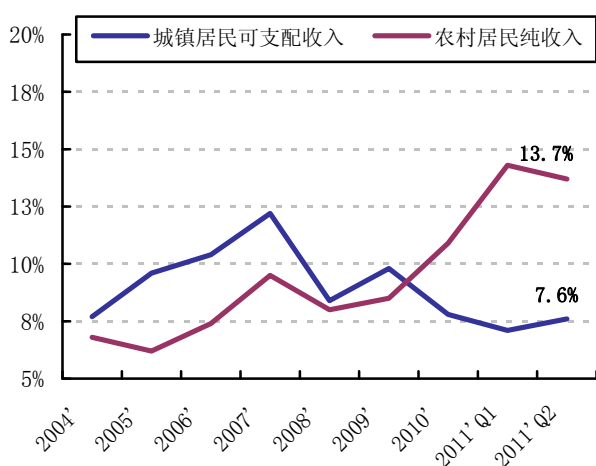
图 12 全国消费者信心指数



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

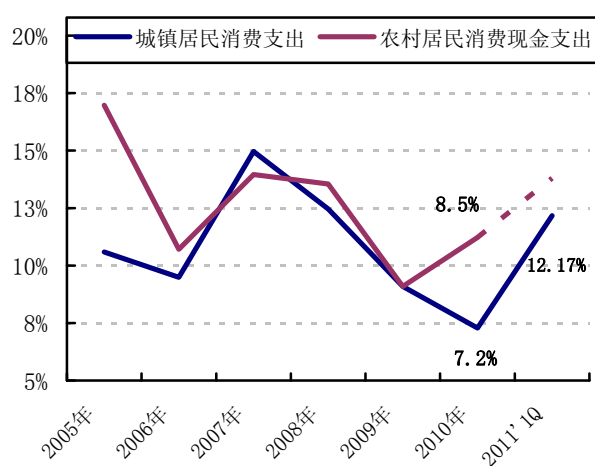
同时，占整个食品消费支出十分之一的烟酒及用品需求却十分强劲，其价格上涨率 2.3% 的低水平，也令零售额的增长率更接近实际消费增长，消费需求较少遭受侵袭。上半年全国饮料酒类产量同比增长 13.9%，作为酒类消费重心的白酒则同比增长 28%，分别呈加速增长的趋势。不仅如此，酿酒行业的毛利率也呈现稳中有升的态势，上游的粮价上涨对该领域尤其是白酒行业毫发无损。这是一个绝佳的抵御通胀之工具。

图 13 国内居民人均收入的累计增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 14 国内居民人均食品类支出的累计增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

不过，对于食品市场需求赖以依托的居民收入增长，最新的数据并非令人乐观。上半年城镇居民人均可支配收入实际增长 7.6%，农村居民人均纯收入实际增长 13.7%，占总需求 40% 的农村居民因收入较上年同期加速增长，其支出前景尚可以乐观预期；但作为第一大消费主体的城镇居民因收入仍低位徘徊，故全国消费者收入的总水平还难以克服当前的高通胀，以维持前几年的高增长。上半年，虽然表面上城乡居民的大消费支出都略呈加速增长态势（分别达 16.2%、5.9%），但如前述，其中相当的部分已被通胀吞没，国内实际消费的增速是大幅减缓的，某些消费品实际需求是负增长的。因处于必需消费品领域，食品消费支出的受损程度要相对较小。

于中期策略报告以及之前的报告中，我们曾乐观预估全国夏粮增产态势，但昨日统计局新披露的夏粮增产 312 万吨，同比增长 2.5% 的幅度仍超出之前的预期（0.75%），也超出部分专业机构此前的预期。夏粮的增产成果以及秋粮生产的大好形势，正在对国内农产品市

场上涨行情构成更强大的压制，这既是中国政府大力扶持农业发展、坚定不移地防控通胀举措的应有结果，也受益于农作物气象条件基本有利的“配合”。只要三季度不出现极端气候，全国秋粮继续实现丰收应为大概率事件，预计全年将实现“八连丰”、粮食增产 1.9% 左右，这与我们测算的粮食表观需求量增速 1.92% 的水平大致相当。新的供求平衡状况将可能引导粮价再继续小幅下移。

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。