

2011-07-26

行业研究 / 跟踪报告

农林牧渔

压榨利润由负转正带来业绩拐点

增持/维持评级

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

- **压榨利润 7 月将由负转正，油脂行业迎来拐点。**据测算大豆压榨企业的现货压榨利润（即不考虑套保因素，进口大豆成本倒推两个月）已由 1 月份的 200-300 元/吨最低降至 4、5 月份的-500 元/吨，而到 7 月中下旬已回升至盈亏平衡点附近，年初至今平均值为-216 元/吨。我们认为上半年压榨利润大幅下滑的主要原因在于（1）国内小包装食用油限价措施的实施；（2）国际供需基本面（南美大豆、棕榈油超预期增产）对油脂价格造成短期利空；（3）生猪存栏处于低位导致国内豆粕价格表现疲弱。
- **压榨利润回升因素：三季度靠粕价，四季度靠油价。**生猪存栏从 4 月份开始已经逐月回升，养殖业高利润对补栏的刺激将在下半年持续体现，从而拉动饲料业对豆粕的需求，以及拉动粕价上涨。三季度压榨利润回升的主要因素将是粕价的上涨。而食用油的大面积提价预计在 9 月份出现，从而成为拉动压榨利润在四季度继续上升的动力（详见 7 月 12 日报告《油脂业基本面改善从三季度开始》）。
- **农产品加工企业增值税负下调利好加工企业。**近日国税总局拟将农产品进项税额扣除率由现行的 13%修改为纳税人再销售时货物的适用税率（一般为 17%），这将大大降低农产品加工企业的增值税负担。对于东凌粮油、西王食品这样的农产品加工企业而言将形成直接利好。
- **下半年压榨行业获得超额利润的概率较大。**由于大豆压榨行业的合理利润在 100 元/吨左右，而上半年整个行业由于外来因素的扰动（而非价格波动）使得整个行业平均亏损幅度达到 100-200 元/吨，因此基于合理利润诉求，下半年获得超额利润。我们预计下半年平均压榨利润落在 200-300 元/吨区间是比较合理的，而高利润的状况将至少持续至 2012 上半年。
- **投资建议：**压榨利润进入拐点期，业绩的逐季释放将带动股价波段上扬。建议关注东凌粮油，西王食品。东凌粮油上半年亏损 7500 万元，套保后吨压榨利润为-100 元/吨左右，好于行业平均水平。预计下半年公司压榨量在 80-90 万吨左右，全年压榨量为 165 万吨；2012 年随着南沙二期的投产压榨量将达到 230 万吨左右，在利润上涨期有良好弹性。西王食品下半年小包装放量，且毛利率将显著回升带动公司业绩增长。
- **风险因素：**压榨利润的回升力度低于预期

最近 52 周行业表现

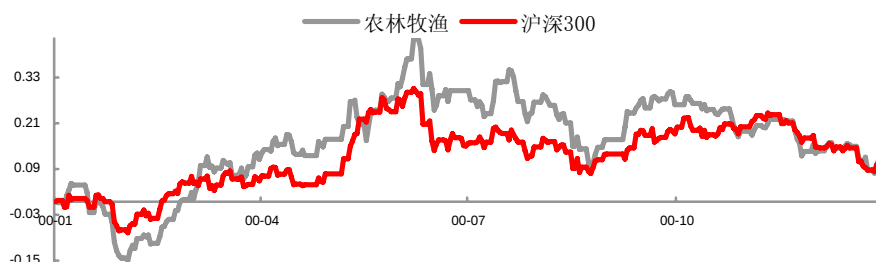
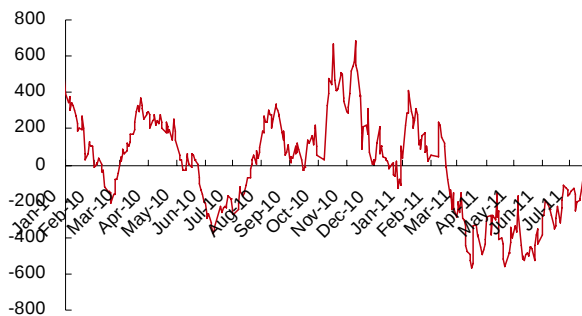
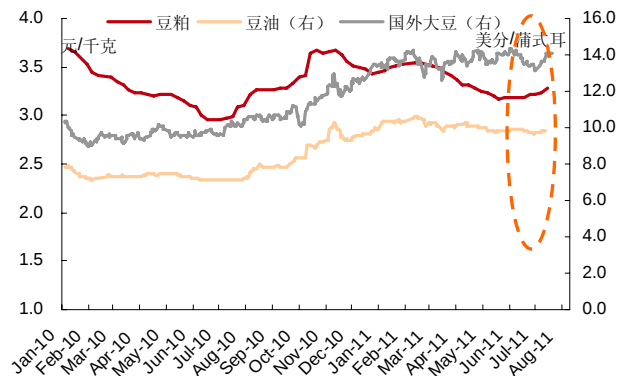


图 1：2011 年初至今平均现货压榨利润-216 元/吨



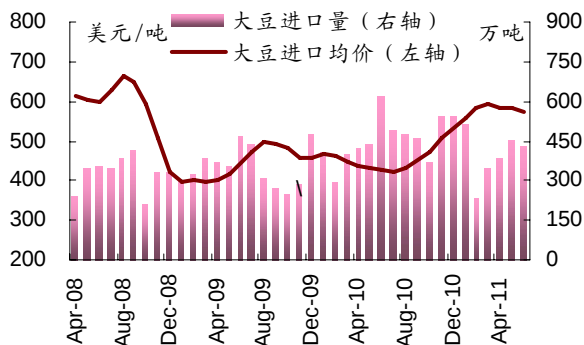
数据来源：WIND, 郑州粮食批发市场, 华泰联合证券研究所

图 2：自 5 月下旬以来豆粕价格上涨 3.5%，超涨大豆



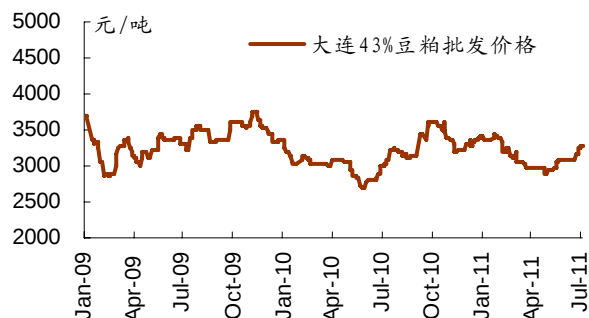
数据来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 3：4 月份以来进口大豆价格逐月下降



数据来源：中国海关, 华泰联合证券研究所

图 4：大连豆粕价格自 5 月中旬以来上涨 12.8%



数据来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 5：豆油价格自 5 月下旬低点以来上涨 0.5%



数据来源：WIND, 郑州粮食批发市场, 华泰联合证券研究所

图 6：大豆价格自 5 月下旬低点以来上涨 2.4%



数据来源：WIND, 郑州粮食批发市场, 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com