

2011-08-12

证券研究报告
行业研究 / 深度研究

农林牧渔

滞涨格局下农业选股策略

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

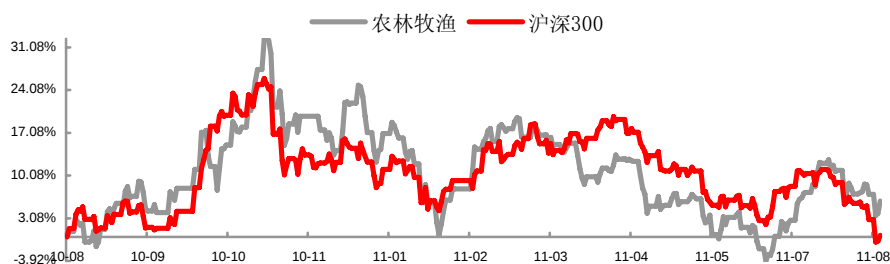
SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

wuxd@mail.htlhsc.com.cn

- 农业股是弱势市场防御策略下优选标的。最近的市场大跌中农业板块成为最抗跌的行业之一。分析上一轮农业股超额（2007.11-2008.03）收益行情宏观特征：GDP 增速下行，CPI 指数高位。我们认为未来一段时间世界各国经济增长仍将面临放缓风险；而主要货币发行国通过货币政策来挽救经济将是其不可避免的选择，货币超发因素继续推升国际大宗产品的价格将是大概率的事件。在此背景下，国内产品价格也将面临较大的上涨压力，若接下去的 8 月、9 月国内 CPI 水平没有如预期般快速回落，反而继续持平或上升创出新高，那么农业板块的投资热情将再度被点燃，走出独立上涨行情。在此背景下的选股逻辑，可以从产品价格的角度入手，寻找产品价格上涨超预期的子行业和个股。
- 农产品价格表现：国内粮食价格保持上涨格局：其中供需状况偏紧的玉米、大米品种上半年涨幅较大，分达到 15.2%和 23.2%；大豆和小麦价格涨幅较小。肉类价格涨幅较大：年初至今猪肉涨 42%，鸡肉涨 10%；油脂价格出现下跌。豆油和棕榈油这两大油种均出现较大幅度下滑，近期有所回升。水产品价格：上半年持续低迷，近期出现上涨势头。糖棉价格：糖价向上，棉价向下。橡胶：价格从高位跌落，目前处于震荡期。
- 中报情况一览：预计行业利润增速在 40%-50%。，已经披露中报的 16 家上市公司业绩同比增幅达到 89%。其中养殖板块增速最快，其次为饲料和水产板块。这几个子行业的高增速构成了农业板块的高增长的基础，预计行业中报的收入增速将达 35%以上，而整体利润增速将达到 40%-50%，将远超一季度 19%的利润增速（2010 年利润增速 38%）。我们认为中报业绩超预期将构成近期农业股行情的又一有力推动力。
- 推荐标的：在农业的几个子行业中，我们的排序是饲料-油脂-种子-水产。饲料：板块景气度将贯穿至 2012 上半年，推荐新希望、大北农、海大集团；油脂业处在盈利拐点，首推东凌，其次西王；种子：趋势向好，关注敦煌、登海、隆平、荃银；养殖：板块整体性行情处于后半段，关注产品价格表现超预期的品种；水产：下半年景气有望调头向上，但估值偏高，以配置为主。

最近 52 周行业表现



谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

农业股是弱势市场防御策略下优选标的	4
国内农产品价格表现：整体强势，将延续至下半年	5
中报情况一览：预计行业利润增速在 40%-50%	8
推荐标的：首推饲料；次种子、油脂；另把握养殖波段机会	10
风险提示	15

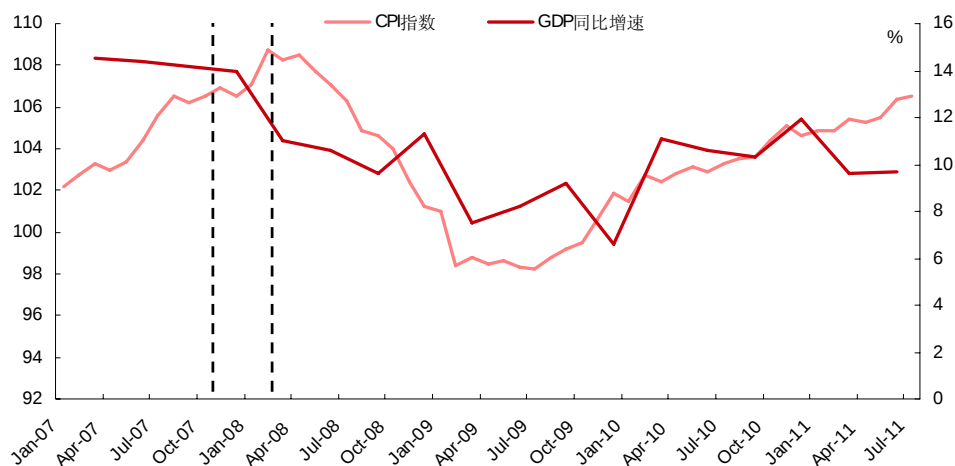
图表目录

图 1: 上轮农业股行情宏观特征: GDP 增速下行, CPI 指数高位向上突破	4
图 2: 2007.11 至 2008.03 农业股超额收益表现	5
图 3: 2010.11 至今的下跌过程中农业一度超跌大盘	5
图 4: 年初至今玉米价格持续上涨, 涨幅 15.2%	5
图 5: 年初至今小麦价格冲高回落, 跌幅 1.0%	5
图 6: 年初至今大米价格大幅上涨, 涨幅 23.2%	5
图 7: 年初至今大豆价格高位震荡, 涨幅 2.4%	5
图 8: 猪肉价格进入 3 季度后小幅回调, 年初以来涨幅 42%	6
图 9: 鸡肉价格 5 月份开始明显上涨, 年初以来涨幅 10%	6
图 10: 豆油价格上半年弱势, 近期震荡走强, 涨幅 1.3%	6
图 11: 菜油价格触底后回升, 相对年初价格涨幅 3.4%	6
图 12: 花生油价格震荡走强, 相对年初价格涨幅 15.7%	7
图 13: 马来棕榈油价格触底回升, 相对年初价格跌幅 7%	7
图 14: 海参价格上半年低位徘徊, 近期出现上涨势头	7
图 15: 扇贝价格近期从低位上涨 20%	7
图 16: 糖价高位持续攀升, 现货价达到 7700 元	8
图 17: 棉价自高位跌落, 现货价自 3 万跌至 2 万元/吨	8
图 18: 农垦 SCR5 报价相对年初下跌 4.8%	8
图 19: 泰国橡胶价格相对年初价格下跌 2.0%	8
图 20: 2011 年一季度农业板块收入上升 27.3%	9
图 21: 2011 年一季度农业板块净利润增长 18.9%	9
图 22: 农业股整体估值 (TTM 市盈率) 在历史均值以上, 随业绩增长逐步下行 ..	10
图 23: 生猪价格年初以来累计涨幅 41.6%, 7 月初以来小幅回调 2.3%	12
图 24: 鸡苗价格重新回到 5 元以上高位区间	13
图 25: 6 月份以来鸭苗价格 V 型反弹, 回到高位区间	13
图 26: 8 月初广东地区实际压榨利润已重新回到正值	14
表 1: A 股已披露中报业绩上市公司净利润增速	9

农业股是弱势市场防御策略下优选标的

在8月5日和8日的市场大跌中，农业板块成为最抗跌的行业之一。种子、水产、禽畜养殖和饲料等子板块轮番发力，成为市场的一个亮点。我们站在当前时点，需要探讨的是农业股是否有可能走出一波独立上涨行情。首先回顾一下让大家印象最为深刻的2007年11月至2008年3月农业股的超额收益行情，在沪深300指数下跌7%的情况下，农林牧渔指数逆势上涨69.8%，超额收益接近80%。我们分析当时的情况是经济增速从高位回落，导致股市的整体表现不佳；而大宗商品价格仍持续走高，CPI处在高位并不断创新高的过程中。因此，作为农产品涨价直接受益者的农业板块在该期间走出了一波70%涨幅的独立行情，水产、种子等板块中的强势股在这轮行情中涨幅都达到100%以上。

图1：上轮农业股行情宏观特征：GDP增速下行，CPI指数高位向上突破



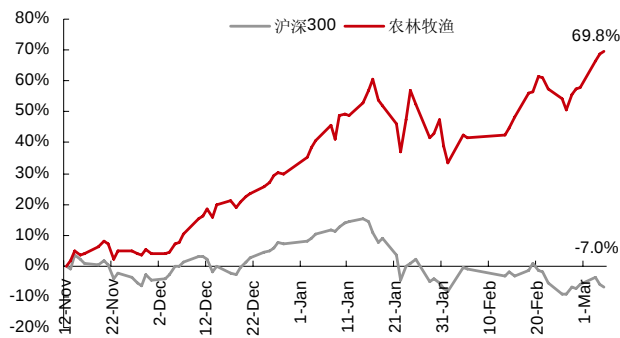
资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

我们认为目前的情况，与上一轮行情的外部环境有其相似的地方，首先经济的增速面临很大不确定性，不管是美国、欧盟还是中国，都面临经济增速放缓的担忧，因此股市的整体表现也是不好的。其次目前包括CPI指数在内的物价水平正处在6.5%的高位，并且还在不断攀高的过程中。

从农产品、食品的价格表现来看，上半年肉类、粮食、糖等产品价格上涨幅度较大，下半年食用油以及其他农产品的价格上涨压力依然很大。近期国际经济和金融体系的不稳定也为全球货币政策进一步松动提供了新的预期，一旦欧美继续注入货币必将对国际大宗商品价格产生新的推动力。

我们认为未来一段时间世界各国经济增长仍将面临较大的不确定性，从而对整体股市表现产生不利影响。而主要货币发行国通过货币政策来挽救经济将是其不可避免的选择，而货币超发因素继续推升国际大宗产品的价格将是大概率的事件。在此背景下，国内产品价格也将面临较大的上涨压力，若接下去的8月、9月国内CPI水平没有如预期般快速回落，反而继续持平或上升创出新高，那么农业板块的投资热情将再度被点燃，走出独立上涨行情。在此背景下的选股逻辑，可以从产品价格的角度入手，寻找产品价格上涨超预期的子行业和个股。

图 2：2007.11 至 2008.03 农业股超额收益表现



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

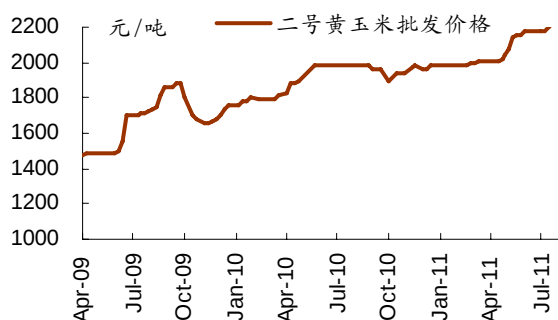
图 3：2010.11 至今的下跌过程中农业一度超跌大盘



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

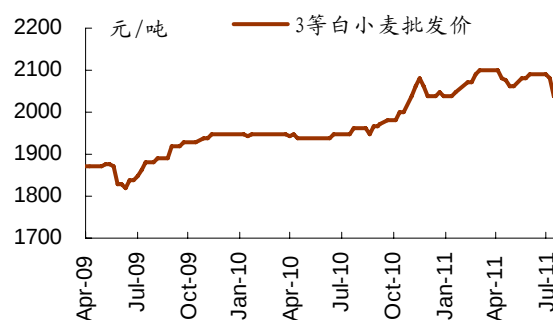
国内农产品价格表现：整体强势，将延续至下半年

图 4：年初至今玉米价格持续上涨，涨幅 15.2%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

图 5：年初至今小麦价格冲高回落，跌幅 1.0%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

图 6：年初至今大米价格大幅上涨，涨幅 23.2%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

图 7：年初至今大豆价格高位震荡，涨幅 2.4%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

国内粮食价格保持上涨格局：其中供需状况偏紧的玉米、大米品种上半年涨幅较大，分达到 15.2%和 23.2%；大豆价格则跟随外盘处于震荡格局，上半年南半球大豆丰产程度超预期成为压制大豆价格的主要因素，而进入下半年后北半球的减产因素将成为

主导因素，并且根据我们之前的分析，大豆是需求扩张最快的大宗农产品，未来价格表现值得期待；小麦价格由于受到国储退出收购市场的影响，价格从6月初开始回落，影响了其价格表现，但是随着小麦对玉米、大米等品种比价优势的体现，小麦的消费需求将大幅扩张，下半年小麦价格出现上涨将是确定性的事件。

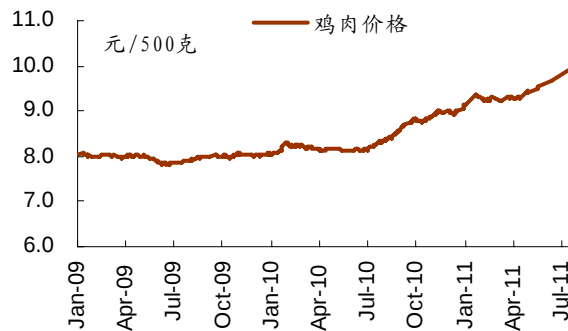
肉类价格涨幅较大：年初至今猪肉涨 42%，鸡肉涨 10%；若从均价的角度来看，年初至今的猪肉价格相对于 2010 年均价的涨幅为 35.5%，鸡肉价格涨幅为 11.3%。我们在去年四季度至今的研报中对猪价进行了持续的跟踪和分析，认为目前的猪价上涨主要是由于生猪存栏不足引起的，而生猪供需状况的根本改善要到 2012 年 3 月份才能实现，因此在今年下半年猪价仍将保持强势格局。从 7 月份开始的小幅回调是由于前期涨速过快和消费淡季因素叠加的结果，我们认为三季度末至四季度消费节日旺季的来临会重新推升猪价，猪肉和鸡肉的价格将保持强势。

图 8: 猪肉价格进入 3 季度后小幅回调, 年初以来涨幅 42%



资料来源：发改委，Wind，华泰联合证券研究所

图 9: 鸡肉价格 5 月份开始明显上涨, 年初以来涨幅 10%



资料来源：国家统计局，Wind，华泰联合证券研究所

油脂价格出现下跌。年初至今，国内豆油、棕榈油和菜籽油等主要消费油种均出现较大幅度下滑，近期有所回升。油料方面大豆价格基本维持在 4000 元/吨左右，并未出现明显上涨，大豆压榨企业成本的环比上涨压力并不大。国际大豆价格自从南美豆上市后也从 1400 美分回调至 1300-1330 美分。

图 10: 豆油价格上半年弱势, 近期震荡走强, 涨幅 1.3%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

图 11: 菜油价格触底后回升, 相对年初价格涨幅 3.4%

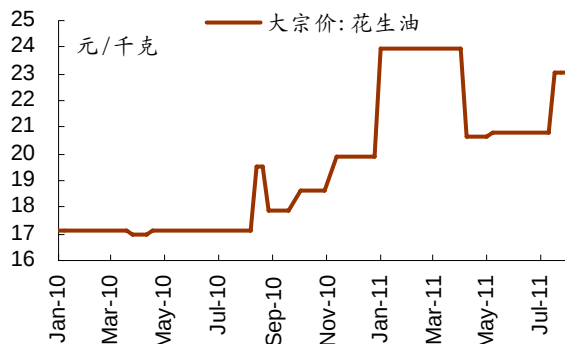


资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

我们认为这主要有几方面的原因：（1）国际大豆价格上涨的动力不足：前期南美大豆产量超预期因素对国际大豆价格形成压制；国际大豆要恢复上涨主要依赖美国的减产

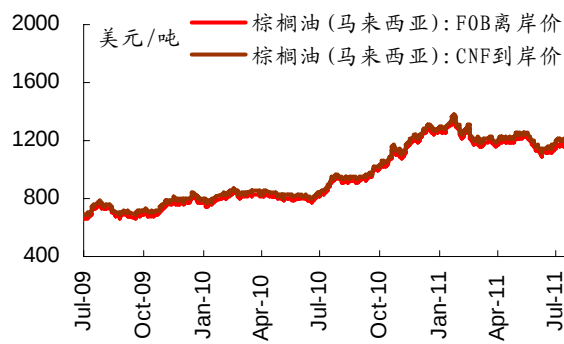
因素，而至9月底前都难有决定性的产量数据出台；（2）国际市场上的另一主要油种——棕榈油产量在5、6月大幅增加，主要源自马来西亚和印尼这两个主要出口国之前数年陆续种植的油棕树逐渐进入高产期；这将对国际棕榈油价格以及其他食用油价格形成拖累；（3）作为全球最大的食用油消费国，中国的食用油限价措施也对食用油的价格产生打压。随着国内食用油限价政策到期，预计下半年食用油价格将逐渐恢复上涨。

图 12：花生油价格震荡走强，相对年初价格涨幅 15.7%



资料来源：郑州粮食批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

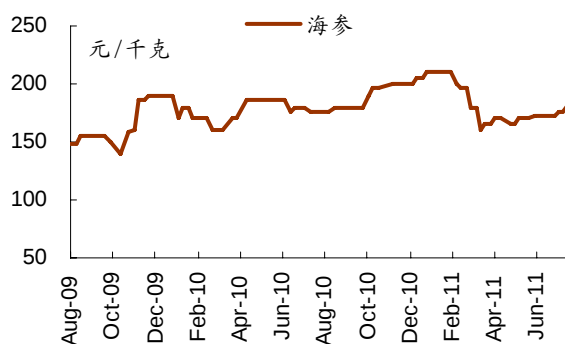
图 13：马来棕榈油价格触底回升，相对年初价格跌幅 7%



资料来源：农业部，Wind，华泰联合证券研究所

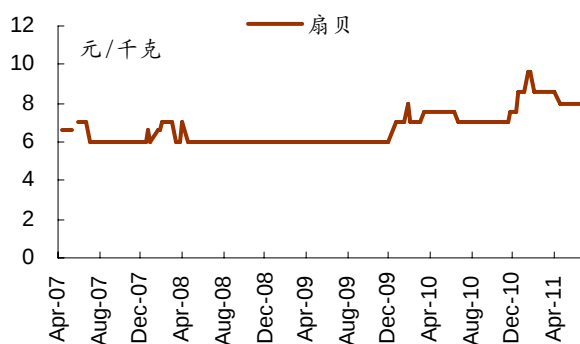
水产品价格：上半年持续低迷，近期出现上涨势头。水产品价格在上半年表现较为弱势，我们认为主要有以下几个方面的因素：（1）日本核危机对水产的消费前景构成了长期影响；（2）海上原油泄漏、台风等自然和人为事故对水产养殖业的生产前景构成威胁，并对产品质量产生潜在威胁；（3）春节后属于水产品的传统消费淡季。进入下半年后，我们认为在刚性需求和整体通胀的带动下，水产品价格有望出现明显的上涨，一般而言高端水产品具有奢侈品的属性，在物价上涨期上涨幅度会高于一般产品，在今年通胀高企的大背景下，对下半年水产品价格的表现也应有所期望。

图 14：海参价格上半年低位徘徊，近期出现上涨势头



资料来源：威海水产批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

图 15：扇贝价格近期从低位上涨 20%



资料来源：威海水产批发市场，Wind，华泰联合证券研究所

糖棉价格：糖价向上，棉价向下。糖和棉花这两个品种的共同点在于最近两年涨价逻辑都是减产导致供不应求，两者的下游需求都具有极强的刚性，即便这几年的价格大幅上涨并没有使得需求明显下降，因此价格的走势主要由供给决定。不同点在于，国内棉花将结束 08 年以来连续三年的减产，首次实现增产（根据中储棉的预测今年产

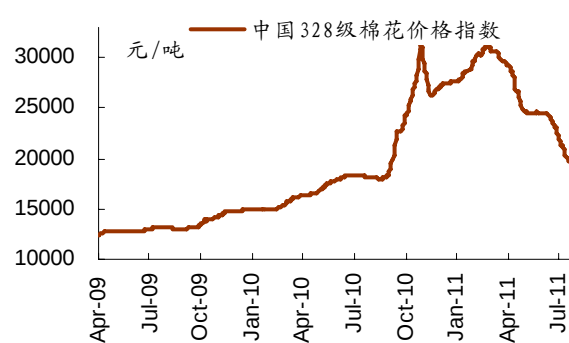
量将达 740 万吨，同比增长 19%)。而国内糖的供给依然不乐观，今年的种植面积虽然略有小幅增加，但是目前主产区广西由于天气因素长势一般，即便按照乐观预计今年的增产幅度也会非常有限，国内糖产量供不应求的情况还将持续。我们认为从目前到 11 月份新糖上市之前，国内糖价将保持强势。

图 16: 糖价高位持续攀升, 现货价达到 7700 元



资料来源: 柳糖市场, Wind, 华泰联合证券研究所

图 17: 棉价自高位跌落, 现货价自 3 万跌至 2 万元/吨



资料来源: 中国棉花信息网, Wind, 华泰联合证券研究所

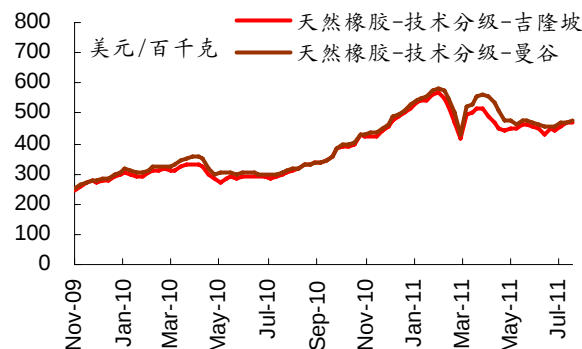
橡胶: 价格从高位跌落, 目前处于震荡期。国内橡胶消费的对外依存度达到 70%以上, 因此国内价格的走势一般都跟随外盘 (泰国、马来西亚)。由于去年橡胶价格暴涨引致主产国生产积极性提高, 因此上半年价格较为弱势。但进入 6 月份以后, 泰国受到暴雨和泥石流袭击部分种植园受损, 因此产量预期出现下调对价格形成支撑。由于下游轮胎等需求增长放缓, 预计下半年将维持震荡走弱格局。

图 18: 农垦 SCR5 报价相对年初下跌 4.8%



资料来源: 中国橡胶网, Wind, 华泰联合证券研究所

图 19: 泰国橡胶价格相对年初价格下跌 2.0%



资料来源: 天然橡胶生产国协会, Wind, 华泰联合证券研究所

中报情况一览: 预计行业利润增速在 40%-50%

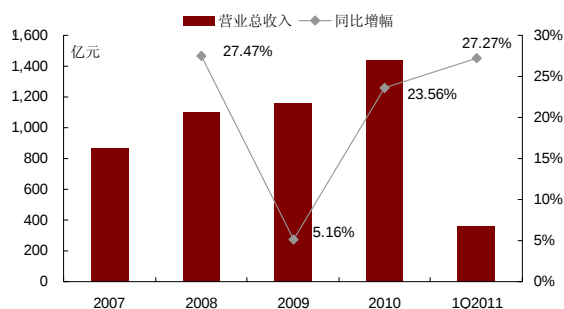
从农业上市公司的中报情况来看, 已经披露中报的 16 家上市公司业绩同比增幅达到 89%。其中养殖板块增速最快, 雏鹰农牧、圣农发展、民和股份、华英农业增速分别为 348%、83%、417%和 56%; 饲料板块的海大集团增长 68%, 已经披露业绩预告的大北农、正邦科技增速在 50%-70%; 水产板块的獐子岛、好当家、东方海洋和壹桥苗业分别增长 26%、33%、31%和 12%。

表 1: A 股已披露中报业绩上市公司净利润增速

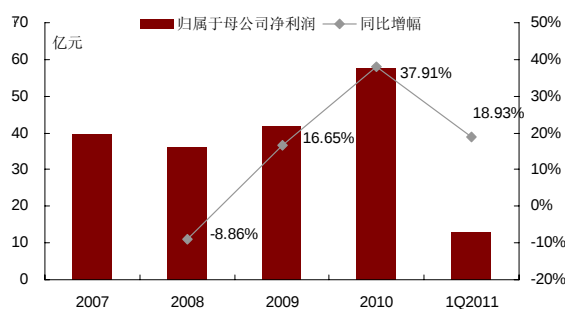
子行业	上市公司	中期报告净利润增速
水产养殖	獐子岛	26%
	好当家	33%
	东方海洋	31%
	壹桥苗业	12%
水产捕捞	开创国际	126%
	中水渔业	86%
畜牧养殖	圣农发展	83%
	雏鹰农牧	348%
	华英农业	56%
	民和股份	417%
	益生股份	153%
饲料	海大集团	68%
	大北农	50%-70%
	新希望	60%-80%
	金新农	0%-10%
	正邦科技	50%-70%
动物保护	中牧股份	3%
	金宇集团	12%

资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

这几个子行业的高增速构成了农业板块的高增速的基础, 我们预计行业中报的收入增速将达到 35% 以上, 而整体利润增速将达到 40%-50% 水平, 将远超一季度 19% 左右的利润增速 (2010 年利润增速 38%)。我们认为中报业绩超预期将构成近期农业股行情的又一有力推动。

图 20: 2011 年一季度农业板块收入上升 27.3%


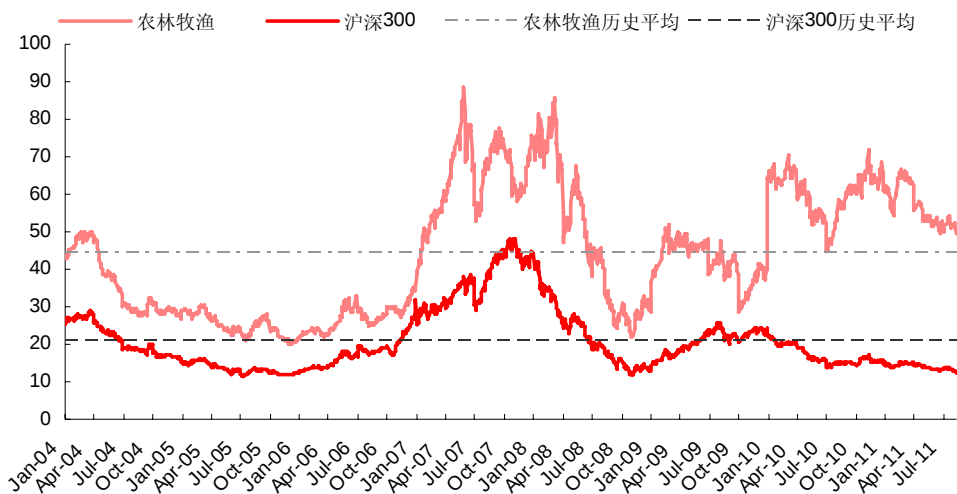
资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

图 21: 2011 年一季度农业板块净利润增长 18.9%


资料来源: Wind, 华泰联合证券研究所

从估值水平来看, 目前农业板块的 TTM 市盈率水平在 50X 左右, 高于 44X 的历史均值水平。但随着中报业绩高增长的实现, 农业股的 TTM 市盈率会降至历史均值附近的水平, 估值压力得到部分消化。预计下半年在通胀的大背景下, 农业公司的业绩高增速将会保持, 全年利润增速有望保持在 40% 以上。

图 22：农业股整体估值（TTM 市盈率）在历史均值以上，随业绩增长逐步下行



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

推荐标的：首推饲料；次种子、油脂；另把握养殖波段机会

（1）饲料：板块景气度将贯穿至 2012 上半年，推荐新希望、大北农、海大集团

饲料行业是我们下半年最为看好的子行业，看好它本质的理由在于看好禽畜养殖行业高景气度的延伸。饲料业和养殖业是紧密联系的上下游关系，并且饲料成本占到了养殖成本的 50%-60%。饲料行业以大型企业为主，行业集中度相对较高，产品定价一般采用成本加成的模式，毛利率较低但是比较稳定（配合饲料毛利率一般在 7%-10% 之间）。而养殖行业的特点是成本相对固定，但是产品价格波动区间大，进而带来盈利的波动性极大。以生猪养殖为例，最近两年的生猪价格低点和高点分别为 9.5 元/公斤和 19.8 元/公斤，养殖利润的区间为-300 元/头和 800 元/头；鸡、鸭产业链的情况也与此类似。我们认为，养殖业对饲料行业景气度的带动主要体现在以下两点：

- 1) 饲料消费量将显著增加。一般而言，养殖利润的高企会极大地带动养殖主体的补栏积极性，从而在下一阶段带来存栏的高企和饲料消费的增加（高盈利下，使用自配料的比例会降低，养殖户更倾向于购买品牌饲料以保障养殖成果）；
- 2) 饲料企业利润空间提升。另外在养殖利润高企的情况下，饲料企业的利润空间也有望加大（目前饲料企业毛利率大多在 10% 以下，即 1 吨饲料均价 3000 元，毛利在 200-300 元，而净利润则仅为 30-50 元（净利润率在 1%-1.5% 左右）。若饲料企业额外提价 10 元/吨，那么对净利润的提升幅度为 20%-30%，但是对养殖企业的利润影响微乎其微（再以生猪养殖为例，出栏重 100 公斤的生猪耗费饲料 300 公斤，即饲料价格提升 10 元/吨带来的额外成本仅为 3 元钱，相对于当年上半年 600-800 元/头的养殖利润而言可以忽略不计）。

根据目前观察到的情况，生猪补栏积极性持续高位，存栏数在持续增加过程中；而主要饲料企业上半年的利润增速均超出预期（中报业绩增速超过一季报中的预期）。我们认为今年下半年饲料行业的景气度将会继续上升，并且在高位至少维持至 2012 年

上半年。在品种选择方面，首推养殖、饲料一体化的新希望（估值优势），其次为大北农（猪料龙头，生猪补栏周期中受益最为明显）；海大集团（水产料龙头，长期远超过行业的成长性）

新希望（000876，买入）：按照重组完成后的情况进行测算（17.1 亿股本），目前 18.6 元的股价，扣除民生银行股权价值后农牧主业对应的股价在 15 元左右。而根据我们的了解，六和今年上半年的盈利已经可以媲美去年全年，预计农牧主业贡献的 EPS 会在 0.7-0.8 元，因此目前公司的估值在 20 倍左右，在饲料、养殖企业中具有绝对的估值优势，公司近期的催化剂在于重组的完成以及六和业绩的并表。

对于大家关注的成长性问题，我们认为公司重组完成后 500 亿的销售规模远未到行业的顶点，养殖和饲料是万亿规模的行业，对于新希望而言还有足够的空间。目前六和的重点市值只是在山东和河南，其他养殖大省尚未重点拓展，从这个角度而言未来的成长空间依然值得期待。若成长性的疑虑得到解决，那么公司的估值理应得到修复。

大北农（002385，买入）：公司作为国内猪料预混料和浓缩料龙头，近两年积极向下游配合料领域拓展，其中又以母猪料和乳猪料为主，根据公司的产能投放计划，2011 年将是公司募投项目产能的集中投放期，饲料产能将从 270 万吨增至 450 万吨以上，并且未来两年还将保持 40% 以上增速。而公司前期密集营销培育市场，之后设厂建立优势销售区域的发展方式也确保了公司能够充分消化新投产产能。

种子业务处于快速发展期，玉米种子优势品种农华 101 综合性能优异，2010 年度生产的玉米种子在一季度已经销售完毕，根据今年的生产计划该品种的销售将实现放量，成为种子业务的主要拉动力。水稻种子方面，天优华占、扬两优 6 号等品种市场表现均好于预期。总体而言，种子业务的成长性未来的业绩增速会在 40% 以上。

我们预计公司 2011、2012 年的 EPS 为 1.3 元和 1.7 元，业绩增速分别为 58% 和 31%，目前 PE 为 29X，相对于公司的长期增速而言估值偏低，另外下半年猪料高景气可能带动公司业绩超预期，因此给予公司买入评级。

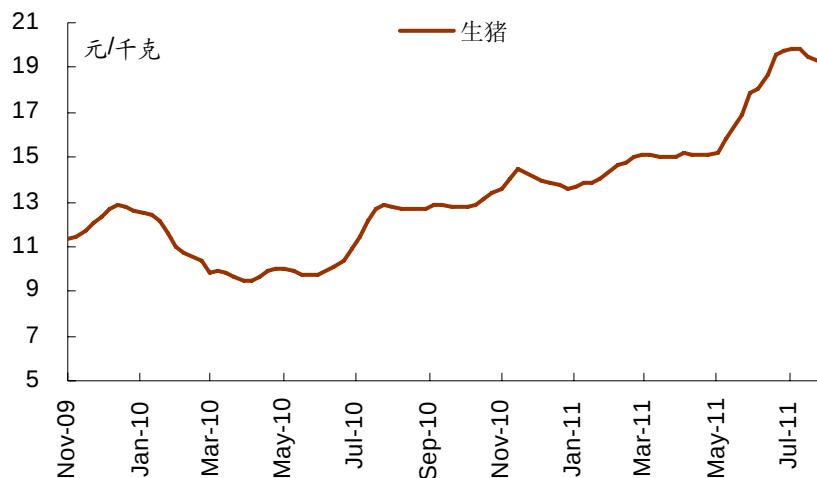
海大集团（002311，买入）：公司作为国内水产饲料的龙头企业之一，近几年销量保持稳定高速增长（即便在行业不景气下依然能够逆势扩张），综合竞争优势突出，是我们长期看好的标的。依托技术、研发、采购、产品及服务等方面一系列的优势，公司逐渐从“饲料销售商”转变为“养殖户合作伙伴”，通过养殖户效益的最大化来实现客户群的稳定和不断壮大。预计公司 2011 年饲料销量为 300 万吨，增幅 27%。

除饲料主业外，公司新业务的表现值得期待。微生态制剂、种苗、养殖技术以及服务是公司成为“养殖户合作伙伴”不可缺少的手段，今年上半年微生态制剂和种苗两项新产品都出现了爆发性增长，两者分别实现营业收入 5307 万和 7570 万，同比增幅为 298% 和 201%，毛利率分别为 47.44% 和 34.96%，合计毛利超过 5000 万元，预计全年两者毛利达 1.5 亿元，且未来仍将保持高速增长，成为公司新的业绩增长点。根据最新股本，我们调整公司 11-13 年 EPS（全面摊薄后）预测为 0.56 元、0.75 元和 0.96 元，继续维持买入评级。

（2）养殖：板块整体性行情处于后半段 关注产品价格表现超预期的品种

对于养殖板块，我们的总体观点是：猪肉价在三季度盘整、四季度冲高，明年春节后开始趋势性回落。因此从股票投资的角度，养殖类公司的上涨大行情已经过去，但是下半年还不至于趋势性回落。可以关注产品价格回落反弹带来的波段投资机会。

图 23：生猪价格年初以来累计涨幅 41.6%，7 月初以来小幅回调 2.3%



资料来源：发改委，Wind，华泰联合证券研究所

肉类：猪肉价格小幅回落，禽肉价格持续上涨。今年肉价上涨的风向标是猪肉价格，而猪价上涨主要源于生猪短缺导致的生猪价格飙升。生猪价从 7 月初的 19.8 元/公斤降至目前 19.27 元/公斤，下跌 2.3%；但是相比于 5、6 月份 11.6%和 16.1%的环比涨幅，回调幅度很小，当前价格相比年初价 13.61 元仍有 41.6%的涨幅（猪肉价格表现与生猪价格趋同）。我们认为，3 季度由于前期涨速过快、消费淡季及存栏逐渐上升的影响，将出现小幅的调整，但是生猪的供需拐点出现要到 2012 年 3 月份，而考虑到四季度面临消费旺季、生猪存栏不足的情况还不会得到根本改变，因此四季度猪价走高的概率仍然较大。

由于国内主要的肉类消费为猪肉和鸡肉（分别占比 60%和 20%），并且两者具有一定的替代性。因此猪肉价格的上涨对禽肉也产生一定的拉动作用，上半年禽肉价格的涨幅也较大。但由于鸡、鸭的生长周期较短（一般为 45-48 天），补栏周期较短，因此其供给的波动性远不如生猪那么剧烈，反映到价格上，禽肉的波动也弱于猪肉。以鸡肉为例，近几年基本随着饲料成本的上升呈现稳步上升的走势，年初以来鸡肉价格由 9 元/千克涨至 9.88 元/千克，涨幅接近 10%，特别是 7 月以来在猪价下跌的背景下，鸡肉价格依然上涨了 2%左右。预计在高猪价的市场背景下，鸡肉价格仍将高位攀升。

我们认为，猪肉、鸡肉的价格已经处于历史高位区间，禽畜养殖企业的利润非常高，以上市公司为例，雏鹰的单头利润在 500 元以上，圣农的单只利润在 5-6 元，均远高于历史平均水平（正常水平下生猪养殖的单头利润为 100-200 元，圣农的单只利润为 3 元）。正常情况下养殖利润高企将带动养殖户积极补栏，使供求关系发生变化而导致价格向合理水平回归。

下一阶段，我们认为需要关注几个可能的超预期的方面：（1）肉类价格在高位经过盘整后再续涨势，甚至创出新高，将会对相关的公司构成新的股价推动力；（2）有疫病或其他因素影响补栏恢复的进程，从而景气延长，这将增加养殖企业享受高利润的时间，也会对股价产生正面的推动；（3）饲料原料下跌或涨幅弱于肉价，也将会增加养殖企业的利润空间。

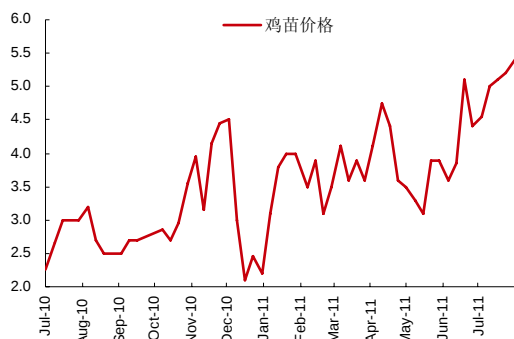
根据我们的判断，下半年猪价将在三季度小幅调整，进入四季度重拾升势，而禽肉价

格由于之前涨幅较小，因此下半年存在补涨要求。总体而言，养殖业的景气度在下半年仍将向上。对于雏鹰农牧、圣农发展，我们认为可以持逢低吸纳的策略，在肉价、股价的回调期买入股票，在四季度肉价顶点阶段性卖出。

苗价：仔猪价格有所回落 禽类苗种价格重回高位

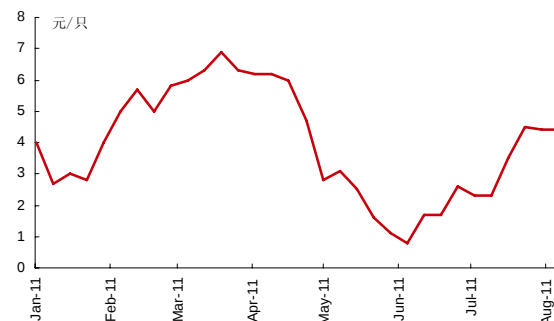
从近期的价格表现来看，受猪价小幅回落的影响，年初以来高烧不退的仔猪价格出现了一定程度的回落，未来过高的仔猪价格还将面临较大的调整压力。而禽肉相对于猪肉的价格优势使得禽类产品的需求持续上升，良好的养殖利润也使得农户补栏积极性很高，鸡苗、鸭苗等产品出现供不应求的局面，禽类苗种的价格又从低位快速弹升，重新回到高位。因此，我们在现阶段重点关注禽类苗种的生产企业，阶段性高苗价能对公司股价产生直接催化作用，重点关注益生股份、民和股份、华英农业。

图 24：鸡苗价格重新回到 5 元以上高位区间



资料来源：鸡病专业网, 华泰联合证券研究所

图 25：6 月份以来鸭苗价格 V 型反弹，回到高位区间



资料来源：鸡病专业网, 华泰联合证券研究所

商品代鸡苗：商品代鸡苗价格重新达到 5 元以上，民和股份当前的（含税）销售价格达到 5.5 元/羽。而根据我们的了解，商品代鸡苗的生产成本不到 2.5 元，因此当前的单只盈利状况非常可观。鸡苗的龙头企业**民和股份**、**益生股份**分别拥有（2 亿只和 1 万只左右产能）将因此而业绩弹性巨大，存在交易性机会。

商品代鸭苗：鸭苗价格自年初至 4 月份均保持 6 至 7 元的高位，4 月中旬起从高位跌落，至 6 月初触底，最低跌至 1 元以下；从 6 月中下旬开始强力反弹，目前重新回到 5-6 元的高位区间，而鸭苗的成本中枢在 3 元左右，因此近期的价格上涨也对**华英农业**、**新希望**（六和鸭苗）构成交易性机会。

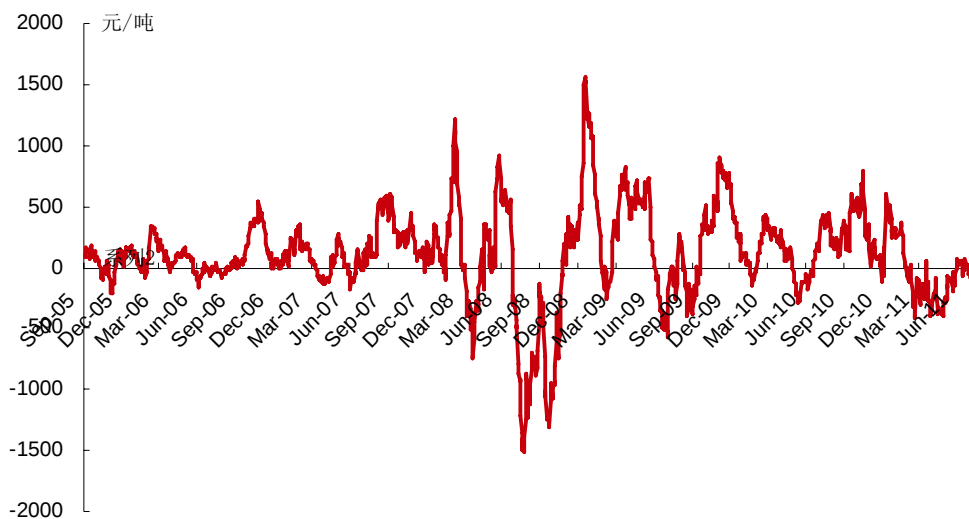
父母代鸡苗：父母代肉鸡苗价格从 2010 年 4 季度的 10 元/套以下开始大幅上涨，目前销售价格在 25 元以上，估计上半年的平均销售价格达到 20 元/套以上（2010 年售价约为 10.5 元/套）。由于公司 2010 年外销父母代肉种雏鸡 1649 万套，父母代蛋种雏鸡 547 万套，商品肉雏鸡 7081 万只。即公司父母代肉鸡苗价格每上涨 1 元钱，对公司的 EPS 贡献约为 0.12 元。在父母代鸡苗、商品鸡苗价格均大幅超预期的背景下，**益生股份**面临较好的业绩超预期投资机会。

但是值得关注的是，苗类价格的波动幅度极大，并且禽类苗价的波动周期很短，一般 3-4 个月完成一波上涨-下跌小周期，2-3 年一个大周期。在苗价高涨期投资者容易产生过高业绩预期，而在苗价低迷期，对业绩的预期又会陷入悲观过度，从而带来股价的超涨超跌，我们认为要把握苗类公司的投资机会，需要深入把握价格大周期，并在大周期的基础上对短期的超涨超跌作出判断，短期超跌可买入，并在上升期坚决持有。

（3）油脂业处在盈利大拐点，首推东凌，其次西王

油脂行业目前面临行业性盈利拐点，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，到7月中下旬已回升至盈亏平衡点附近，进入8月份后重新回正，压榨利润年初至今平均值为-200元/吨左右。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。

图 26：8 月初广东地区实际压榨利润已重新回到正值



资料来源：华泰长城期货，华泰联合证券研究所

预计下半年压榨利润持续回升，并获得超额利润的概率较大。由于长期来看，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限价等外来因素的扰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的概率较大。我们预计下半年平均压榨利润落在200-300元/吨区间比较合理，而高利润的状况将至少持续至2012上半年。

压榨利润回升因素：二、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。二、三季度压榨利润回升的主要因素将是粕价的上涨。而食用油提价在8月份已经出现，预计在9、10月份消费旺季提价将蔓延，从而成为拉动压榨利润在四季度继续上升的动力。

对油脂板块的投资建议是，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。建议首先关注业绩弹性更大的东凌粮油，其次为西王食品。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，在压榨利润上涨期有良好弹性。西王食品以小包装为主，利润率的弹性相对较小，毛利率的变化区间为20%-30%，因此相对东凌而言弹性较小，但是公司未来2-3年小包装放量比较确定，利润增速更为稳定，可以成为中长期

投资标的。

(4) 种子：趋势向好，关注敦煌、登海、隆平、荃银

种子股近期涨幅较大，尤其以登海为涨幅龙头。我们认为原因在于（1）基本面并无实质性恶化，种子销售价格、销量等都比较好，今年的种子产量也有望丰产；（2）上半年跌幅较大，板块的整体跌幅达到 30%以上；（3）政策扶植和整合预期依旧存在，近期有农业部成立种子管理局传闻。

从大的周期来看，种子股的投资时期可分为两个阶段，07-10 年是预期的 3 年，那时候是预期投资，大多数玉米种子产能已经排产，但尚未实现业绩，所以重视 4 季度和 1 季度的时点投资更为重要。10 年之后是预期实现投资，这时候业绩的完成情况和估值情况更为重要，因此时点投资在弱化，公司的跟踪和股价更为重要。

立足于 2011 年下半年的投资，我们推荐业绩相对确定性的敦煌种业、隆平高科、荃银高科，登海种业目前看起来是个弹性很大的品种，不确定性来源于登海 605 的种植收获和下一年度的收获情况。

敦煌种业业绩的确定性来自于酒泉、宁夏两个先锋基地的业绩逐渐释放；隆平在充分考虑少数股东权益之后是行业配置和内资扶植的逻辑；荃银是资产负债表没有变化，但一年利润表恶化、股价超跌带来的投资机会。

(5) 水产：下半年景气有望调头向上，但估值偏高，以配置为主

在 2011 年度策略以及今年 6 月份的 2011 年中期策略中，我们均对水产股整体持中性的观点。而今年上半年，水产股的整体下跌幅度最高达到了 30%以上，也应证了我们的判断。当时我们不看好水产板块的主要原因在于：（1）日本核危机对消费的实际影响以及对生产的潜在影响；（2）水产品价格表现不佳，海参、扇贝等主要品种均出现下跌；（3）渤海湾原油泄露、台风等不利因素对产量造成的不确定性。

但是站在目前这个时点，我们认为情况正发生积极的变化。（1）首先，已公布的 4 家水产上市公司中报，销量、收入均稳健增长，业绩增速均在 30%以上（壹桥苗业增速达 348%）；（2）其次，上半年的良好业绩表现打消了市场对水产消费的疑虑，并且随着下半年逐渐进入消费旺季，消费的增长势头仍将进一步好转。（3）近期水产价格恢复上涨。最近 2-3 周海参价格从 170 涨至 180 元/千克，已经初步出现上涨势头；扇贝价格由 8 元/千克涨至 9.6 元/千克，涨幅达到 20%；而鲍鱼价格在持续上涨过程中，4 月中旬至今价格从 110 元/千克涨至 200 元/千克；（4）从估值的角度看，目前水产公司静态 PE 普遍在 40X 以上，但是 2012 年随着业绩快速增长会迅速下降至 30X 倍以下的水平，中长期来看不贵，但是当前估值吸引力并不够，我们认为目前时点仅具备配置价值，趋势性机会要到四季度以后。关注顺序为獐子岛、东方海洋、好当家和壹桥苗业的投资者机会。

风险提示

国际农产品价格出现趋势下跌；国内高通胀预期消退。

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

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@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。