

农业：谨慎 ——维持
食品业：中性 ——维持
日期：2011年9月25日
行业：农业、食品业



郭昌盛
021-53519888-1924
guochangsheng@sigchina.com
执业证书编号：S0870510120009

供给逐渐增大，价格指数见顶

——2011年四季度农业、食品行业投资策略

食品类价格指数（2011年8月当期值）

消费者价格食品类指数	113.4%
食品类产品出厂价格指数	108.3%
农副产品原料购进价格指数	117.7%
农业生产资料价格指数	114.8%

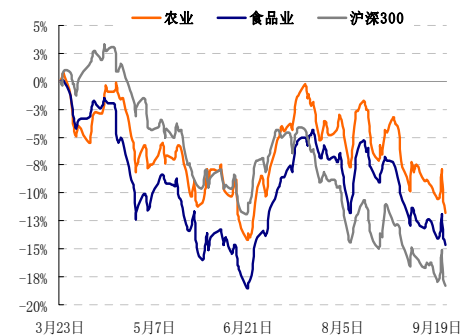
行业增加值增长率（2010年8月累计）

农副食品加工业	13.4%
食品制造业	16.9%
饮料制造业	18.6%

主要食品产量增长率（2011年1~8月累计）

精制食用油	20.7%
成品糖	3.6%
速冻米面食品	23.0%
鲜冷藏肉	21.2%
罐头	21.3%
方便面	24.8%
乳制品	14.0%
糖果	21.4%
饲料	13.9%

最近6个月行业指数与沪深300的比较



报告编号：GCS11-QIT02

相关报告：2011年中期农业策略：估值仍处劣势，局部尚可精耕

首次报告日期：2007-03-20

主要观点：

随着秋粮丰收已成定局，粮价回调压力增大。

国内粮食供给上升，加之国际大宗商品熊市来袭，价格的支撑已越来越弱，四季度将能环比回落。以生猪养殖为首的畜牧业也将因产量的加速回升而令售价、利润率显著回落。

食品名义消费增速减慢，企业效益仍遇多重不利。

食品价格指数的回落，将伴随着分类零售额增长率的回调，其结果也显示了需求的相对不足。新的障碍来自对经济前景和食品质量的担忧。但保健食品、调味品、发酵制品、乳制品等仍将表现突出。

农业板块泡沫已大为收缩，但须警惕“成长性”见顶。

相对于其真实的成长前景而言，当前市场仍给予了过高定价。这无异于题材的投机炒作。或许关注其中个别的中小盘股更有意义。

投资建议：

于未来十二个月内，维持对农业“谨慎”、食品业“中性”的评级。

关注农业、食品板块限于少数个股，如仔猪、高端食品以及转型类股，对安琪、晨光、星河、天邦、雏鹰、冠农、新农等或可重点关注。

数据预测与估值：

农业、食品行业重点公司业绩预测和股票市盈率

公司 名称	股票 代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
西王食品	000639	34.50	0.67	0.90	0.99	51.49	38.33	34.85	5.06	跑赢大市
新希望	000876	20.47	0.70	1.03	1.26	29.24	19.87	16.25	3.89	跑赢大市
东凌粮油	000893	18.93	0.86	1.05	1.31	22.01	18.03	14.45	9.99	跑赢大市
天邦股份	002124	8.15	0.19	0.15	0.42	42.89	54.33	19.40	4.63	跑赢大市
天宝股份	002220	16.81	0.53	0.61	0.71	31.72	27.56	23.68	2.93	跑赢大市
得利斯	002330	13.68	0.18	0.42	0.77	76.00	32.57	17.77	2.67	跑赢大市
雏鹰农牧	002477	30.05	0.46	1.08	1.37	65.33	27.82	21.93	4.84	跑赢大市
双塔食品	002481	24.72	0.45	0.55	0.75	54.93	44.95	32.96	3.91	跑赢大市
涪陵榨菜	002507	16.24	0.36	0.48	0.58	45.11	33.83	28.00	3.03	跑赢大市
西部牧业	300106	15.93	0.29	0.38	0.72	54.93	41.92	22.13	3.48	跑赢大市
晨光生物	300138	26.30	0.71	1.06	1.57	37.04	24.81	16.75	2.54	跑赢大市
冠农股份	600251	26.28	0.02	1.03	1.34	1314.0	25.51	19.61	10.11	跑赢大市
安琪酵母	600298	35.22	0.86	1.08	1.45	40.95	32.61	24.29	4.91	跑赢大市
新农开发	600359	10.51	0.01	0.05	0.33	1051.0	210.20	31.85	3.81	跑赢大市
光明乳业	600597	8.58	0.19	0.25	0.46	45.16	34.32	18.65	3.91	跑赢大市

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所数据库；股价以9月23日收盘价计

目 录

一、大农业：供给增大，价格承压	4
1-1、主要谷物：增产预期行将兑现，价格步入阶段顶部	4
1-2、畜产品：供给回升，肉价承压	6
1-3、农产品进口：维持同比小幅缩量	6
1-4、大农业收益：成本缓升+供给放量，利润率或现波动	7
1-5、“十二五”规划坦承产业瓶颈	8
二、食品工业：名义消费增速见顶，效益趋向不利	9
2-1、零售额增长正随着食品价格指数同步见顶	9
2-2、高通胀、质量问题更扼制了制成品需求	10
2-3、多重不利交织，企业效益稳中有降	10
2-4、“可选类”产品强势增长，升级特征依旧鲜明	11
2-5、明星行业：效益增长态势相对较好	13
三、近中期展望：丰收预期兑现，消费增速或降	14
3-1、国内农产品行情或现阶段性回落	14
3-2、名义消费或将继续滑坡，实际需求可能略放缓	14
3-3、企业效益增长将再减速	14
四、估值与定价：业绩向好，股价犹贵	15
4-1、行业平均估值泡沫有所收缩	15
4-2、行业公司业绩向好，中小板创业板贡献突出	16
4-3、平均股价尚有过之而无不及	17
五、投资策略与建议：继续有限参与，侧重小股票	18
5-1、行业评级：农业“谨慎”、食品业“中性”	18
5-2、策略建议：有限参与，侧重小股票	18
5-3、重点关注公司	19

图

图 1 国内农产品批发价格指数的八、九月份月内走势	4
图 2 国内农产品批发价格指数的近一年走势	4
图 3 芝加哥市场今年主要谷物均价的走势 (%)	5
图 4 国内期货市场今年主要谷物均价的走势 (%)	5
图 5 华北及黄淮地区玉米进厂价格走势 (元/吨)	5
图 6 江苏地区普通蛋白豆粕价格走势 (元/吨)	5
图 7 大中城市主要畜产品平均零售价 (元/千克、元/升)	6
图 8 全国生猪出栏平均价格的走势	6
图 9 全国生猪、能繁母猪存栏量的月度走势	6
图 10 全国规模以上生猪定点屠宰量的月度走势	6
图 11 国内外糖价指数走势的比较 (2009/12 ~ 2011/09)	7
图 12 国内棉花现货价格的走势 (2010/01 ~ 2011/09)	7
图 13 全国主要农资价格指数 (当期同比) 的趋势	8
图 14 农资价格指数与农产品价格指数 (当期同比)	8
图 15 全国平均猪粮比价的走势	8
图 16 全国生猪生产的平均毛利率	8
图 17 大中城市粮油食品平均零售价 (元/千克、500 毫升) ...	9
图 18 全国消费、食品类消费额的 (累计同比) 增长率	10
图 19 全国消费者信心指数	10
图 20 中国食品类消费占全部消费品的比例	10
图 21 各类食品销售额的结构比例变化	10
图 22 食品分类 PPI、CPI 与原料价格指数 (当期值)	11
图 23 食品工业的累计工业增加值增长率 (%)	11
图 24 食品工业的销售产值 (累计) 增长率走势 (%)	11
图 25 食品工业的 (累计) 销售毛利率走势 (%)	11
图 26 全国主要食品市场的增长态势	12
图 27 食品工业 37 个细分行业的销售收入增长率 (%)	13
图 28 食品工业 37 个细分行业销售利润率 (%)	13
图 29 行业指数近六个月的走势	15
图 30 行业指数九月份的走势	15
图 31 行业市盈率 (PE-TTM) 的历史走势	15
图 32 农业公司收入增长率的变异系数	17
图 33 农业公司净利润增长率的变异系数	17
图 34 行业公司中期每股收益首末 20 位的排列情况	17

表

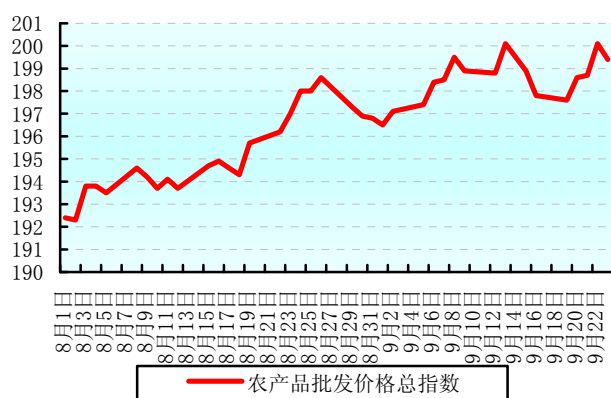
表 1 官方机构对主要作物的最新预测 (2011 年 8 月)	5
表 2 全国粮、油、糖、棉进口的最新态势	7
表 3 国内主要食品的产量增长率	13
表 4 业内上市公司中期业绩的比较分析	16
表 5 各行业指数的最新市况	18

一、大农业：供给增大，价格承压

1-1、主要谷物：增产预期行将兑现，价格步入阶段顶部

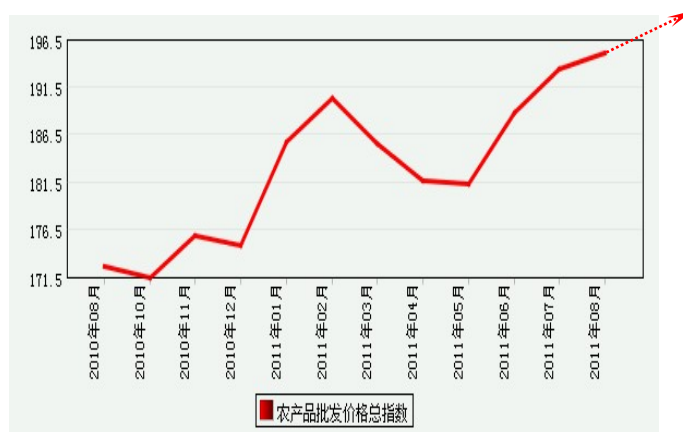
进入三季度后，随着夏粮、早稻增产的依次实现，国内食用农产品现货市场的一轮价格竞赛也有望结束冲刺阶段。然而行情并未简单地演绎冲高回落，其中除了农资成本继续上扬的支撑外，各地气象灾害因素、国际市场波动因素等等，都在刺激着看涨心理。近日，西南地区的严重干旱稍有缓解，长江中上游及黄河流域却又遭遇了历史罕见的秋汛。幸运的是：北方粮食主产区未受波及，秋粮增产丰收的喜人景象正在各地展开。

图 1 国内农产品批发价格指数的八、九月份内走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 2 国内农产品批发价格指数的近一年走势



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

作为我国居民口粮的小麦、稻谷即使已经自给、丰收，也并不表示国内粮食市场实现平衡，这是因为大宗油料、饲料用大豆以及食用植物油还一定程度地依赖进口，且近年玉米的进口也呈现放量趋势。国内粮油市场与国际市场行情的关联度正日益上升。由于夏秋以来美国谷物主产区遭遇少有的干热少雨气候，致使玉米、大豆等单产严重受损，其官方月报预期的玉米年度产量增速，由六月份报告 6.05% 下调至九月份的 0.4%；大豆更是由六月份-1.33% 调至九月份的-6.33%，这些价格利多都直接间接地冲击了国内谷物市场。

随着近期欧美金融市场的剧烈震荡，国内农产品期货也已明显回调，粮食现货市场涨幅收窄，粮食供给上升的正面效应开始显现。不

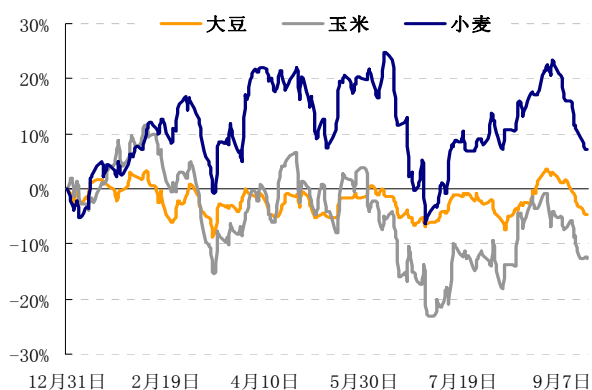
过，一直紧绷着的饲料供应链暂未松弛，权威机构对本年度国内玉米的增产预期不仅未有太多上调，且大豆的减产幅度更进一步加大。这恰恰导致了近期玉米行情狂飙以及大豆的相对抗跌。

表 1 官方机构对主要作物的最新预测（2011 年 8 月）

作物名称	播种面积		总产量	
	预测数量 (万公顷)	同比%	预测数量 (万吨)	同比%
玉米	3315	2.0	18250	2.96
小麦	2420	-0.2	11679	1.4
稻谷	3040	1.8	19930	1.81
大豆	765	-10.2	1350	-10.5
油菜籽	710	-3.7	1250	-4.45

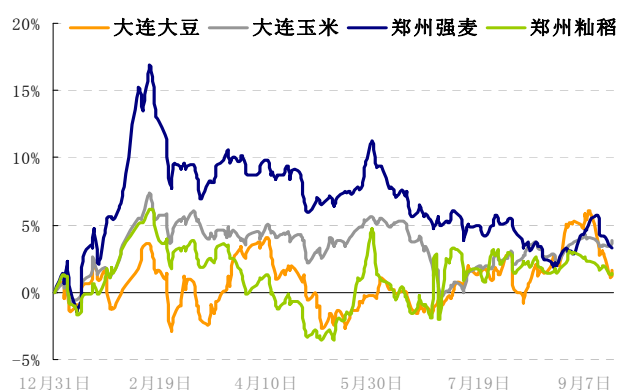
资料来源：国家粮油信息中心；上海证券研究所整理

图 3 芝加哥市场今年主要谷物均价的走势（%）



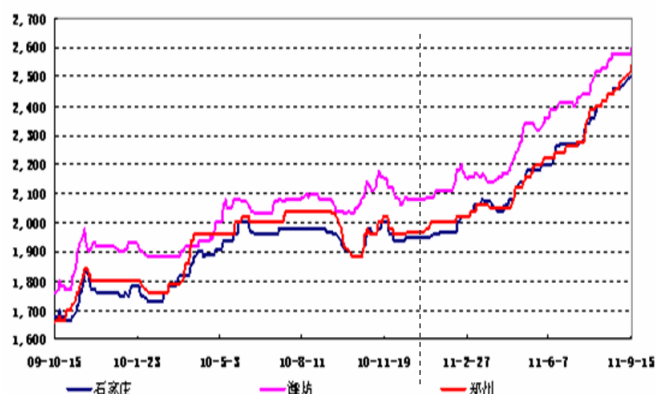
数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

图 4 国内期货市场今年主要谷物均价的走势（%）



数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

图 5 华北及黄淮地区玉米进厂价格走势（元/吨）



数据来源：国家粮油信息中心，上海证券研究所整理

图 6 江苏地区普通蛋白豆粕价格走势（元/吨）

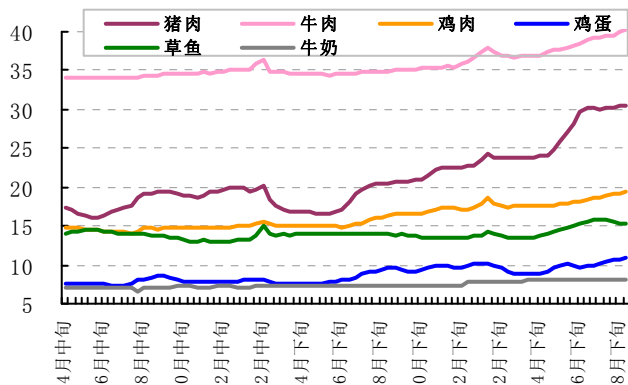


数据来源：国家粮油信息中心，上海证券研究所整理

1-2、畜产品：供给回升，肉价承压

三季度以猪肉为首的畜产品经历了十足的“尖峰时刻”，肉、蛋、奶类行情你追我赶、竞相攀高，业导致了同期 CPI 登峰造极。肉价暴涨的直接原因是生猪出栏量的不足，而祸首当属生产动态信息的不对称；饲料（玉米）、化肥及人工等成本因素也有惯性助推。现在，随着玉米、化肥等涨势趋缓，以及生猪存栏量、屠宰量的双双放大，肉价走势正承受着越来越大的回落压力。

图 7 大中城市主要畜产品平均零售价（元/千克、元/升）



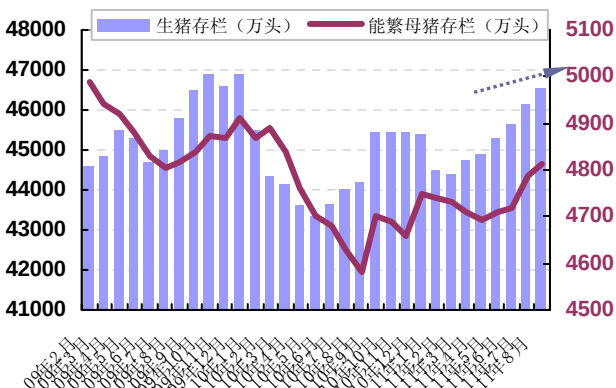
数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 8 全国生猪出栏平均价格的走势



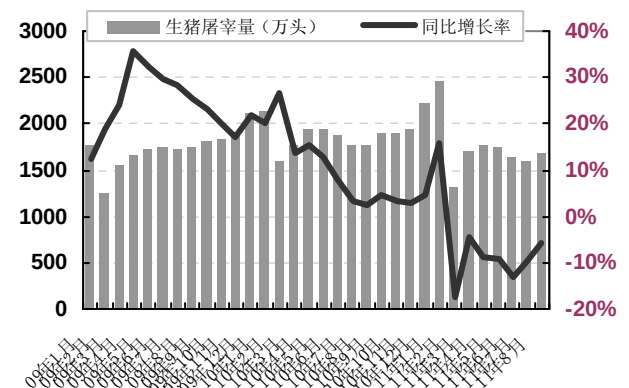
数据来源：博亚和讯，上海证券研究所整理

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

1-3、农产品进口：维持同比小幅缩量

过去几个月，大宗农产品的进口基本上波澜不惊，多数品种继续呈现同比下降。大豆进口一直是同比略缩量，可能由两方面因素导致

——为避开高价而控制采购节奏，下游需求增速的确在放缓（参见表2）。玉米、小麦及大麦前8月累计进口量分别大降37%、29%和30%，而稻谷和大米的进口也保持着加速增长，增幅达116%，这从侧面反映了国内稻米供给的偏紧。另外，豆油进口的高增长似与同期大豆进口缩量形成一定的互补，但见有减慢趋势。与原棉进口的持续缩量相反，食糖的大量进口更显激进，皆因国内供给尚不稳定。

表 2 全国粮、油、糖、棉进口的最新态势

产品名称	2011 年 1~8 月		2011 年 1~7 月		2010 年		2009 年	
	进口量 (万吨)	同比%	进口量 (万吨)	同比%	进口量 (万吨)	同比%	进口量 (万吨)	同比%
粮食	4055	-8.8	3503	-8.9	6695	28.2	5223	26.5
其中：玉米	45	-36.6	21	-26.1	157	1762	8	68.9
小麦	79	-28.8	66	-35.1	123	36.1	90	1999.7
大麦	116	-30.3	107	-22.6	237	36.2	174	61.5
稻谷和大米	48	116.3	42	103.6	39	8.8	36	8.2
大豆	3358	-5.5	2906	-5.5	5480	28.8	4255	13.7
食用植物油	409	-5.3	340	-10.4	687	-15.8	816	8.4
其中：豆油	78	31.1	64	57.7	134	-43.9	239	-7.5
食糖	120	18.5	78	8.8	177	65.9	106	36.5
原棉	169	-13.4	148	-13.3	284	85.9	153	-27.7

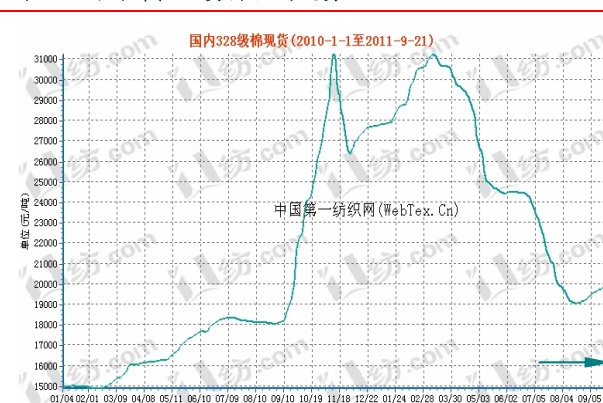
资料来源：华通数据；上海证券研究所整理

图 11 国内外糖价指数走势的比较（2009/12 ~ 2011/09）



数据来源：广西糖网，上海证券研究所整理

图 12 国内棉花现货价格的走势（2010/01 ~ 2011/09）



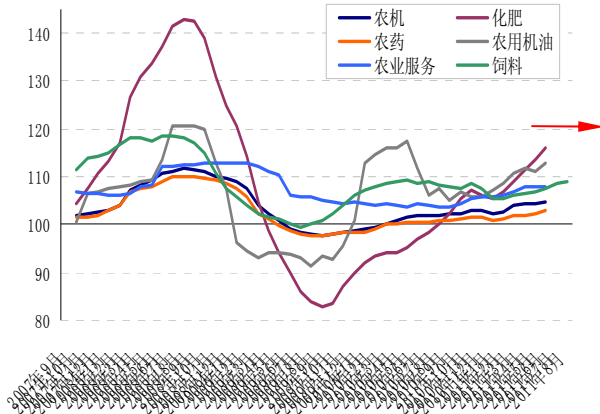
数据来源：第一纺织网，上海证券研究所整理

1-4、大农业收益：成本缓升 + 供给放量，利润率或现波动

种植业：近来，农业生产资料价格指数（同比）在快速上升之后升速趋缓，且农产品价格指数的回落趋势更强。虽然种植业饱受农资

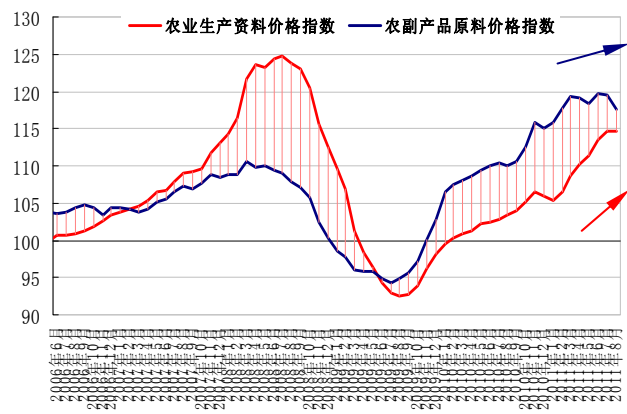
成本的挤压痛苦历程将告一段落，但因供给上升的压力导致了农产品价格在显著回调，所以种植业产品提价的阻力越来越大，提价的内在动力也越来越弱，企业利润率也更富于波动。

图 13 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 14 农资价格指数与农产品价格指数（当期同比）



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

养殖业：饲料粮价的涨势趋缓以及生猪存栏与屠宰量的放大，应导致生猪价格、生猪毛利率下跌，目前这种苗头已经出现，且高高在上的猪粮比尚存较大的合理回归空间，因此生猪养殖为首的畜牧业利润率于近期见顶回落应视为大概率事件。

图 15 全国平均猪粮比价的走势



数据来源：博亚和讯，上海证券研究所整理

图 16 全国生猪生产的平均毛利率



数据来源：博亚和讯，上海证券研究所整理

1-5、“十二五”规划坦承产业瓶颈

近日相继出台的种植业、畜牧业“十二五”规划，是对既定的“三农”政策长期化的具体体现，各自分别对区域优化布局、规模化经营

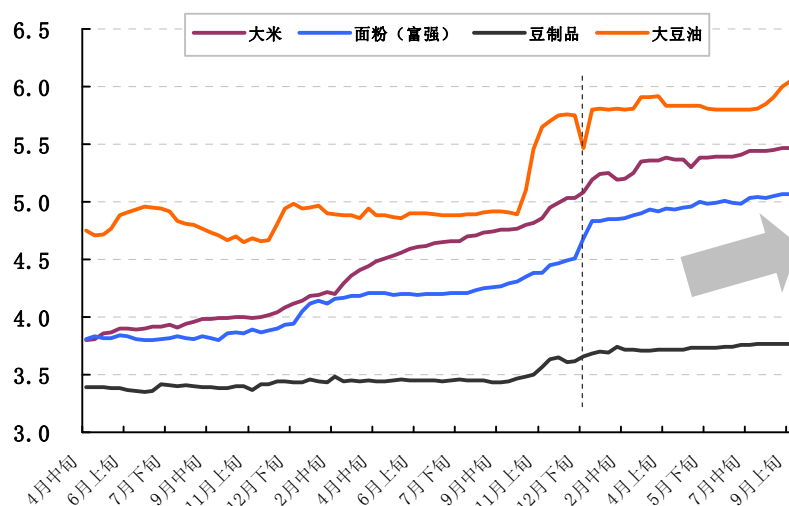
以及耕地保护等予以重点阐述。因耕地制约，“十二五”的粮食产量目标（5.5 亿吨）并不激进，且该目标在第一年 2011 年便可实现。这也说明农业未来长期的增长，将主要依赖科技进步和结构优化。而农产品价格提升或也能有所贡献，但大可不必过于乐观。畜牧业的产量规划目标空间稍大，2015 年肉、蛋、奶产量要分别达 8500 万吨、2900 万吨、5000 万吨，相当于比 2010 年分别增产 7.24%、4.97%、30.4%。但规划也明确承认：饲料原料（大豆、鱼粉等）资源紧缺、动物疫情防控形势等因素正严重制约着中国畜牧业发展。

二、食品工业：名义消费增速见顶，效益趋向不利

2-1、零售额增长正随着食品价格指数同步见顶

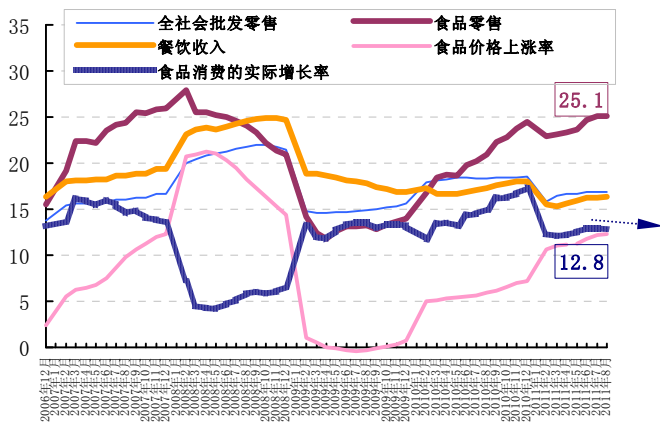
根据近几年的经验，当高通胀趋于回落时，食品市场的高增长也随之减慢。七、八月份食品分类价格指数的升势显著减缓，基本意味着：四季度对比上年同期高基数的价格指数将有所回落，八月份全国分类零售额名义增速 25.1%，很可能成其近期回落进程的起点。至于（扣除价格因素后的）实际增速 12.77%，也将会缓慢下调。当然，消费者信心的低落，将会加重需求的回调。

图 17 大中城市粮油食品平均零售价（元/千克、500 毫升）



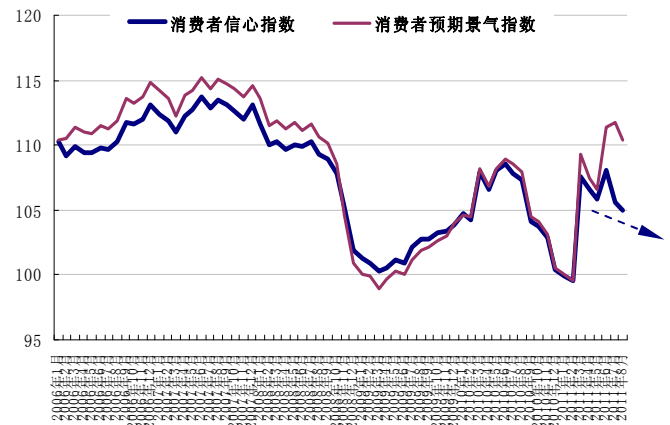
数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 18 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 19 全国消费者信心指数

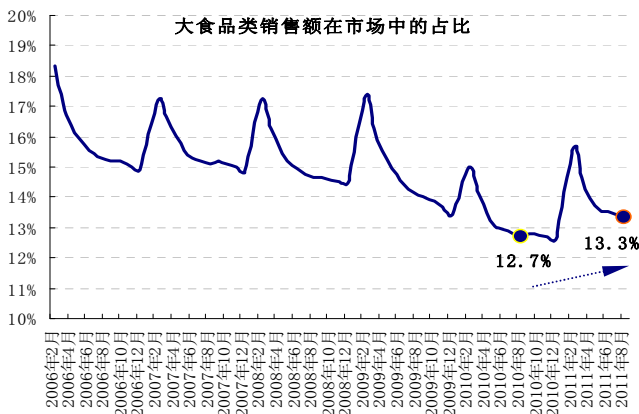


数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

2-2、高通胀、质量问题更扼制了制成品需求

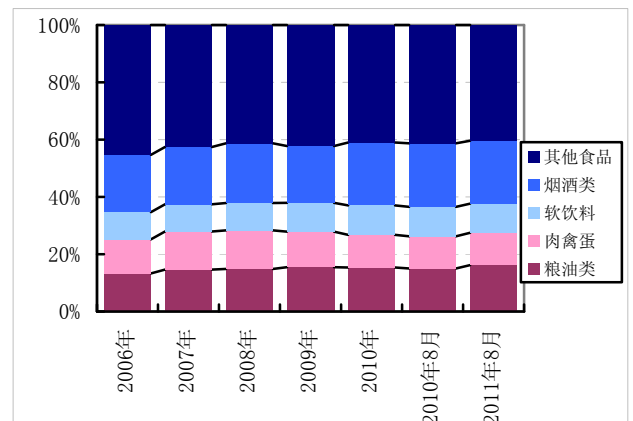
高通胀不仅引起了消费者被动性额外支出，也带来了初级粮油产品的购买增加，同时制成品的需求有所减少。当然，这其中也包含着人们对加工食品质量的忧虑。这一倾向必阻碍着食品工业的成长进程以及食品加工率的提升。

图 20 中国食品类消费占全部消费品的比例



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 21 各类食品销售额的结构比例变化



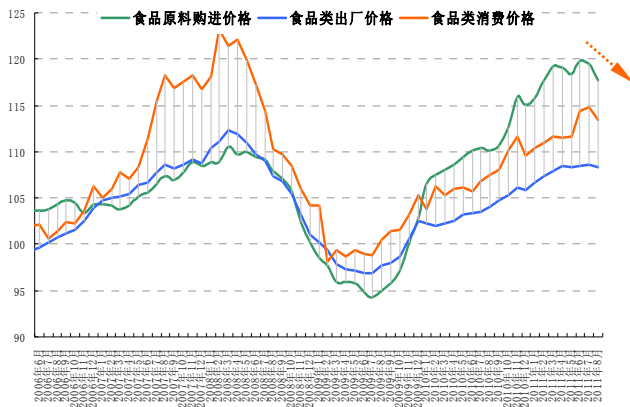
数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

2-3、多重不利交织，企业效益稳中有降

由居民收入增长减慢决定的食品自然需求减弱、政府对食品安全从严监管等等，是近期削弱食品行业效益增长、盈利能力的主要不利，而农产品购进成本的回落，并不会额外贡献企业利润，因为在弱市中企业也将力保价格优势以挤占市场。在此过程中，与上游农业及农产

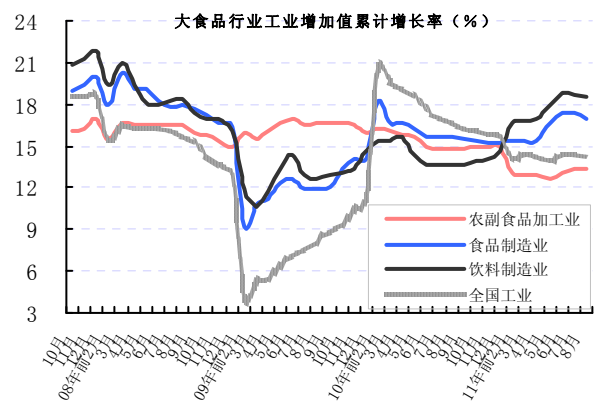
品相衔接的食品加工业效益、利润率或将相对抗跌。

图 22 食品分类 PPI、CPI 与原料价格指数（当期值）



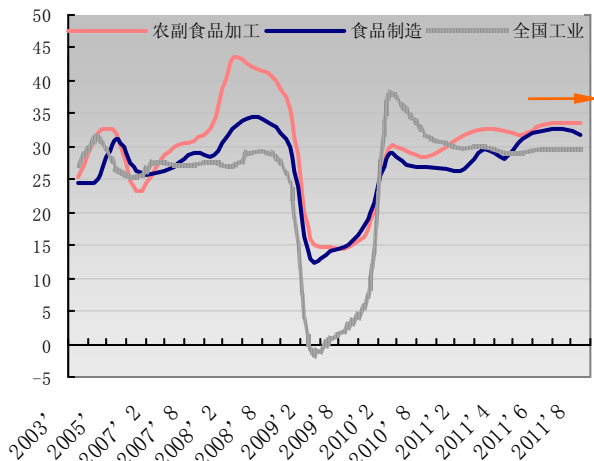
数据来源：华通网，上海证券研究所整理

图 23 食品工业的累计工业增加值增长率（%）



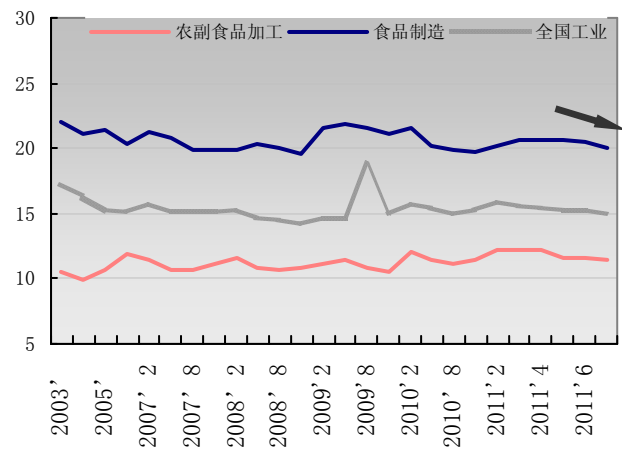
数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 24 食品工业的销售产值（累计）增长率走势（%）



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

图 25 食品工业的（累计）销售毛利率走势（%）



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

近几个月来，政府监管比以往任何时候都更趋严格和受到关注，食品消费者的安全意识之强也前所未有的，我们相信该态势还将向纵深发展。其必然结果是：企业经营管理成本上升及行业门槛的提高。

2-4、“可选类”产品强势增长，升级特征依旧鲜明

从七、八月份的主要食品分项产量数据可以看出：尽管遭遇通胀、食品安全事件等冲击，但一类反映消费升级、可选性相对较强的产品仍表现良好，且普遍呈现了加速增长的态势，说明该类食品需求之强劲态势尚可持续，其中包括：食用油、速冻食品、乳制品、糖果、糕

点、罐头等（参见表 3、图 26），这些都构成了当今中国食品工业的亮点。但也注意到，畜产品供应链上的肉类、冷冻水产品及饲料的增长仍不理想，这一方面与上游的供给相对不足有关，另一方面“瘦肉精”之类的质量风波也挫伤了消费者信心。一直陷于困境中的番茄酱行业仍无好转迹象，新一轮欧债危机或将延长其低迷阶段。

近期，全国上下掀起了一轮严打“地沟油”的浪潮，数以百万吨计的劣质食用油品行将退出，这势必为食用油市场腾出新的空间，进而令食用油生产企业相应受益。前期报告我们曾提及出厂油价已相继提高 5~10%，企业的利润率触底回升，现在再叠加上述的利好，无疑可令大豆压榨企业的中期效益有所改观。而随着进厂大豆成本的回落，企业中短期内利润率空间也将得到一定的拓展。然而一向作为压榨厂首要利润来源的豆粕，价格走势尚比较低迷，企业仍冀望于饲料业的景气稳中走高。

图 26 全国主要食品市场的增长态势

图 26-1 乳制品各期累计产量及同比增长率

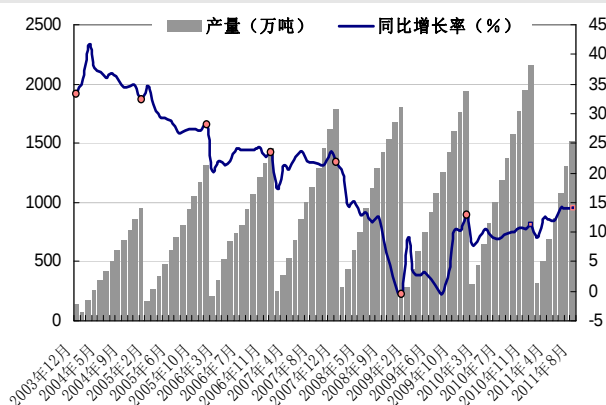


图 26-2 鲜冷藏肉各期累计产量及同比增长率

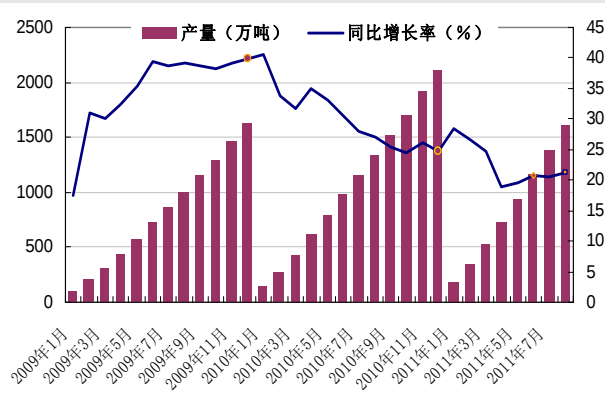


图 26-3 食用植物油各期产量及同比增长率（万吨、%）

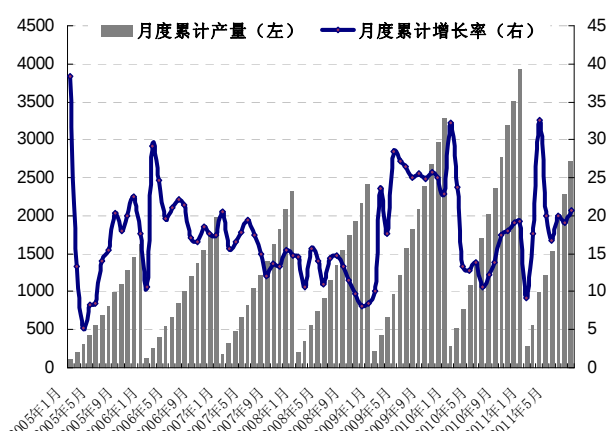
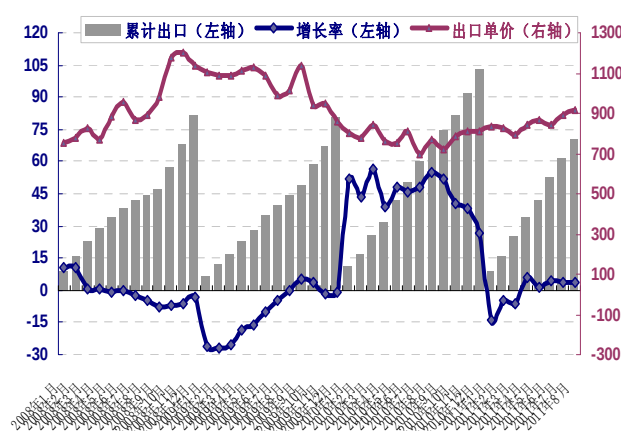


图 26-4 番茄酱出口量、均价走势（万吨、%、美元/吨）



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

表 3 国内主要食品的产量增长率

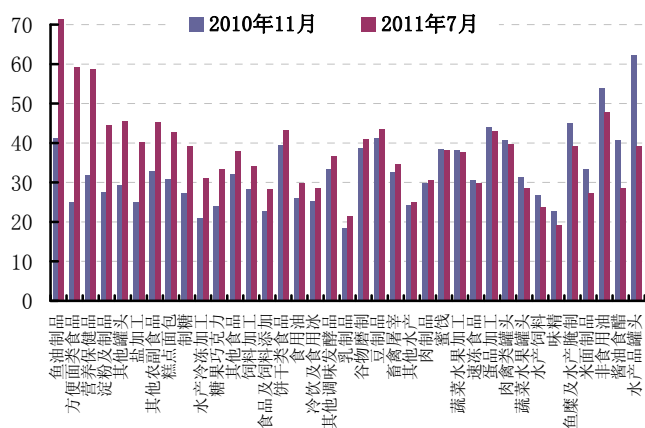
产品名称	2011 年 8 月 累计增长率	2011 年 7 月 累计增长率	2010 年	2009 年	2008 年
精制食用油	20.7	19.1	19.2	22.9	8.5
成品糖	3.6	9.2	-15.9	-8.5	14.0
鲜冷藏肉	21.2	20.6	24.7	39.9	12.1
水产冷冻品	19.0	15.2	29.6	20.8	9.1
速冻米面食品	23.0	20.4	19.1	18.8	16.0
饲料	13.9	13.1	27.0	26.6	19.6
糖果	21.4	17.4	19.1	20.0	15.8
方便面	24.8	24.6	22.9	11.5	5.3
乳制品	14.0	13.9	11.2	12.9	-0.5
其中：液体乳	13.7	14.1	11.1	13.5	-3.6
罐头	21.3	16.7	16.1	19.4	17.4
软饮料	23.6	25.3	18.3	24.3	19.1
其中：果蔬饮料类	17.8	19.0	27.5	37.7	12.2

资料来源：华通数据，上海证券研究所；鲜冷藏肉 2008 年指标含冻肉

2-5、明星行业：效益增长态势相对较好

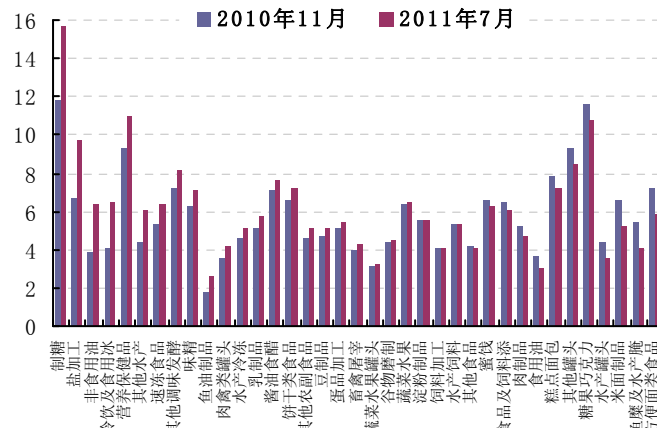
本报告继续积极评价营养保健品、其他调味品及发酵制品、糕点和面包等中高端细分领域的良好态势。前7个月这三个领域销售收入增速分别达58.68%、36.55%、42.74%，利润总额分别增长75.55%、55%、54.65%。方便面、速冻食品、乳制品领域也有不错表现（参见图27、图28），其效益增速大都快于上年。在上市公司中，如汤臣倍健、安琪酵母、晨光生物等中报业绩都有相应体现，各自的明星角色还将扮演下去，值得投资者重点关注。

图 27 食品工业 37 个细分行业的销售收入增长率 (%)



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

图 28 食品工业 37 个细分行业销售利润率 (%)



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

三、近中期展望：丰收预期兑现，消费增速或降

3-1、国内农产品行情或现阶段性回落

农作物：继夏、早稻增产后，秋粮丰收也已成定局。据农业部披露，目前作物果实丰满，截至9月21日的收获进度已达21.3%，预测单产增幅较大，全年粮食产量有望超5.5亿吨。鉴于秋粮生产的喜人形势，在此上调全年粮食产量预期至5.59亿吨，相应的同比增幅为2.25%。随着供给上升的预期逐步兑现，加之美元升值对国际行情的继续打压，国内农民既有的看涨、惜售心理将大大削弱，农产品很可能在近期经历短暂徘徊后而呈现全面系统性回落，玉米、大豆行情也不例外。同时，随着北半球糖料丰收，国际食糖价还将引导国内行情续跌；至于国内棉花市场尽管已迎来全球丰产、中国（中棉协预测）增产11%的相对过剩，但因政府已承诺19800元/吨的最低收购价且实际启动，中线行情理应运行在该平台之上。

2.畜牧水产品：作为近期食品类CPI冲顶的最大驱动者，畜产品将能很快显示出政策调控的积极效应。由于供给量全面而迅速回升，四季度行情很可能将脱离当前的巅峰区，甚至肉价将快速下跌；届时饲料成本也将有所回落。不论如何，规模化企业的效益都将更为抗跌。另外，因新一轮金融危机蔓延，导致国内市场难以独善其身，未来畜牧水产品消费的低增长很可能成为新常态。

3-2、名义消费或将继续滑坡，实际需求可能略放缓

未来数月，随着食品分类价格指数的预期回落，全国食品类批发零售额的同比增速也将减慢，而欧美经济再度探底，必将冲击中国广大的出口行业，国内居民的购买力及消费心理恐将受到削弱，于是扣除价格因素的实际消费增速难再保持稳定，届时的增速跌至11.3%左右可能性较大。同时，农民收入增长的相对刚性也决定其食品消费的增长会继续快于城镇居民。

3-3、企业效益增长将再减速

食品企业因进厂原材料成本下降对盈利的贡献，将远不及出厂价格回落、需求减弱所带来的不利，全行业平均利润率将会继续走低，预计全年销售收入平均增速将落至28%左右，利润总额增速约为33%

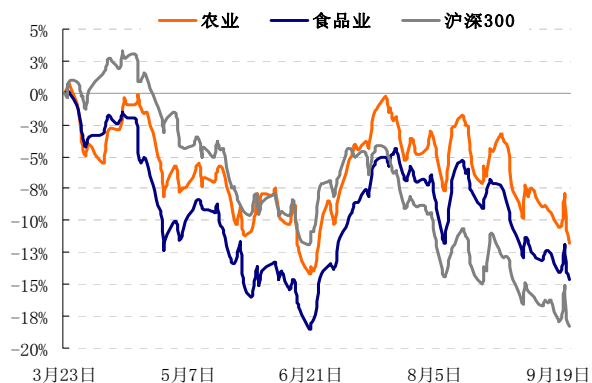
%。大农业各领域的效益增速、利润率将继续分化，且各行业指标年内都可能见顶，种业平均利润增速约 20%，养殖业则可达 50% 以上。

四、估值与定价：业绩向好，股价犹贵

4-1、行业平均估值泡沫有所收缩

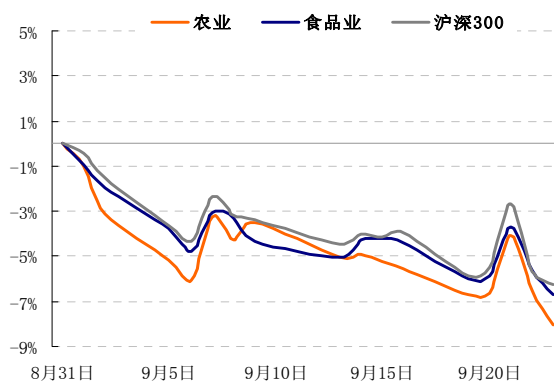
截止 9 月底，农业、食品业股票指数三季度均随大盘震荡下行，农业指数并未较市场显著超跌，而估值泡沫却已迅速收缩，者主要由公司业绩加速上升所导致。故在此采取低股价策略则不切实际。

图 29 行业指数近六个月的走势



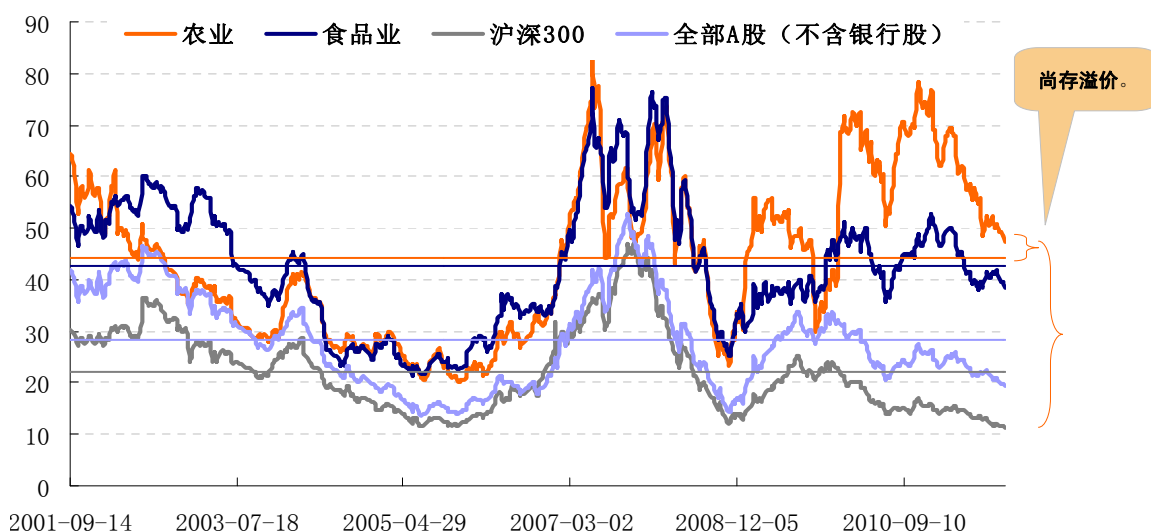
数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 30 行业指数九月份的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 31 行业市盈率（PE-TTM）的历史走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理；数据截至 2011 年 9 月 23 日

4-2、行业公司业绩向好，中小板创业板贡献突出

纵观 A 股市场的 102 家农业、食品公司上年度业绩以及 2011 年中报，可见其中 45 家农业公司表现相对突出，其整体的营业收入平均增长率为 29.15%，归属于母公司股东净利润增长 54.85%，平均每股收益达 0.14 元。虽然成长性显著强于食品业及 A 股市场水平，但每股收益及净利润率仍大幅低于市场。同时，农业板块的良好态势主要来自近一两年上市的中小板、创业板公司的贡献。我们看到：农业板块 19 家中小型公司上半年核心净利润平均增长 62.31%，每股收益也有 0.25 元，其中畜牧养殖业公司的拉动较大。但正如上文所述，畜牧业高景气度难再持续，农业公司也将面临成长减缓的压力。

表 4 业内上市公司中期业绩的比较分析

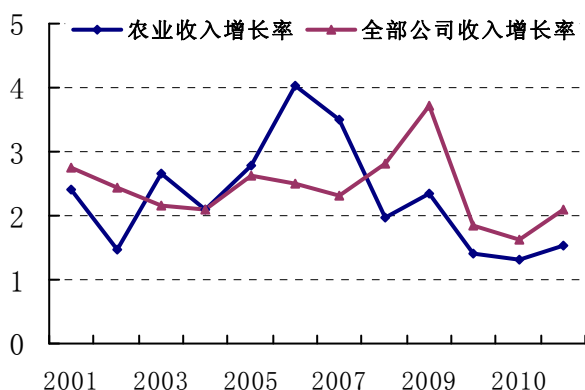
指 标	农业 全部公司	食品业 全部公司	农业 中小公司	食品业 中小公司	A 股公司
成份公司数（家）	45	57	19	28	2264
2010 年报财务指标					
营业收入同比增长率(%)	22.80	21.22	38.08	32.93	35.59
公司股东净利润同比增长率(%)	57.39	16.00	98.07	19.83	38.79
每股收益-摊薄(元)	0.22	0.29	0.39	0.46	0.47
每股经营活动净现金流(元)	-0.01	0.24	0.18	0.18	0.74
销售毛利率（%）	20.85	18.72	26.94	20.38	19.87
销售净利率（%）	7.77	3.81	14.22	5.64	10.07
2011 年中报财务指标					
营业收入同比增长率(%)	29.15	20.33	37.12	32.21	27.15
公司股东净利润同比增长率(%)	54.85	9.68	62.31	19.74	23.79
每股收益-摊薄（元）	0.14	0.15	0.25	0.25	0.28
每股经营活动净现金流（元）	0.18	0.14	-0.03	0.16	0.28
销售毛利率（%）	20.40	19.63	27.60	20.84	19.03
销售净利率（%）	7.52	3.63	14.48	5.44	10.19

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

近年来，市场对农业股一直青睐有加，对其业绩增长前景预期也格外乐观，而现实情况是：随着近期行业公司整体业绩的快速增长，板块内公司也确实表现出增长的步调趋同化（成长性的差异缩小）。这意味着该进程若能一再延续，则可关注的快速增长明星会是一大批；反之若未来行业景气下降、业绩增速放缓，真正脱颖而出者将可

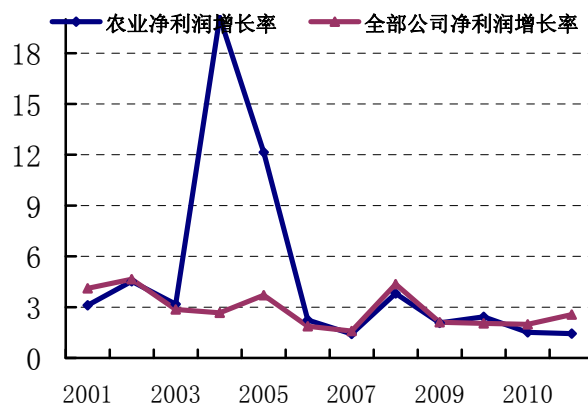
能是零星的个股（参见图 32、图 33）。本报告预期农业板块未来中期的行业景气趋势恰恰是后者的情形，整体性高速增长的机会不大，且届时个别超前增长的公司只不过显得更突出些。

图 32 农业公司收入增长率的变异系数



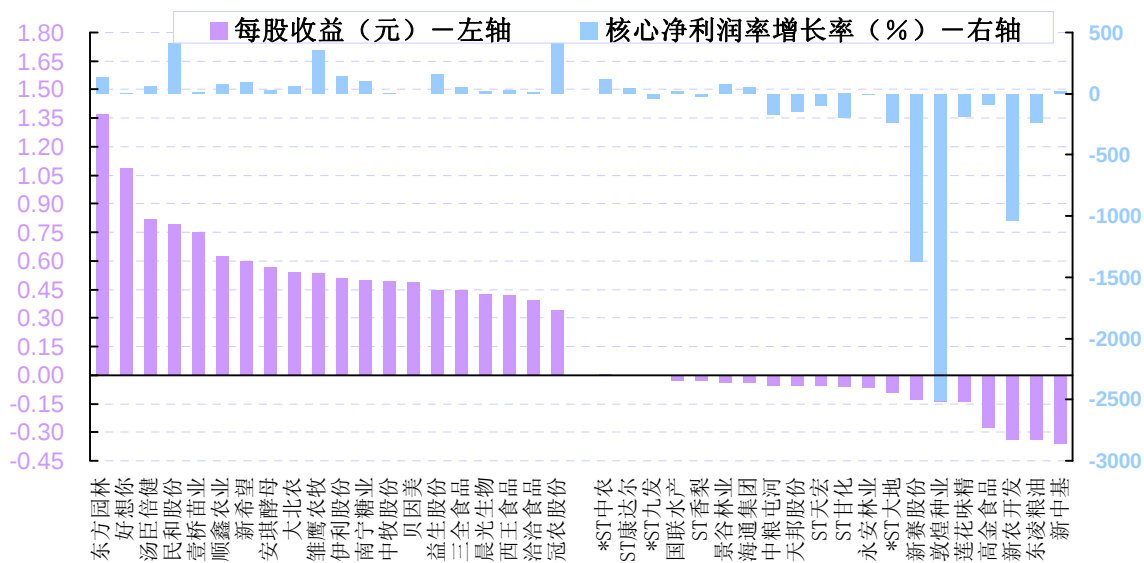
数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 33 农业公司净利润增长率的变异系数



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 34 行业公司中期每股收益首末 20 位的排列情况



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

4-3、平均股价尚有过之而无不及

来自股票市场的乐观仍主要体现在对行业公司的净利润增长预期上，其中对农业公司 2011 年平均增长率为 42.26%，尽管预期已有所调低，但仍显偏高（参见表 5），市场对食品业也存在类似情况。即使未来三年每年的成长都一如我们对 2011 年的预期，农业、食品

业市盈成长率（PEG）仍分别高出 A 股市场 70% 以上。就行业整体而言，追捧如此极端的投资对象无异于题材炒作。相比之下，中小板、创业板同类股票的估值则大抵适中，其投资机会或许更多些。

表 5 各行业指数的最新市况

指 标	农业	食品业	农业中 小公司	食品中 小公司	沪深 300	全部 A 股
成份股个数（个）	45	57	19	28	300	2264
流通 A 股数（亿股）	143.36	172.18	29.62	22.74	15751.16	21762.17
市盈率 2010'（倍）	60.07	42.79	56.47	44.89	12.72	16.03
市盈率 TTM（倍）	47.18	38.59	44.62	40.97	11.38	14.25
（市场）预测净利润增长率（%）	42.26	77.89	52.83	40.98	16.15	17.39
（市场）动态市盈率 2011'（倍）	38.36	27.01	33.71	31.84	10.40	13.18
（市场）市盈成长率 I（倍）	1.42	0.55	1.06	1.10	0.78	0.92
本报告：预测净利润增长率（%）	37.50	27.31	50.15	33.10	16.15	17.39
本报告：动态市盈率 2011'（倍）	43.69	33.61	37.61	33.73	10.40	13.18
本报告：市盈成长率 I（倍）	1.60	1.57	1.13	1.36	0.78	0.92
市净率（倍）	4.54	4.52	5.05	3.72	1.92	2.21
三季度流通股换手率（%）	107.13	80.53	154.59	145.16	17.59	35.59
三季度涨跌幅（%）	-3.25	-1.25	12.37	1.21	-11.75	-10.73
九月份涨跌幅（%）	-7.97	-6.67	-6.72	-5.16	-5.02	-5.50

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理，数据截至 2011 年 9 月 23 日

五、投资策略与建议：继续有限参与，侧重小股票

5-1、行业评级：农业“谨慎”、食品业“中性”

农业板块公司虽已呈现良好业绩增长势头，但未来近中期重新回调的风险也很大，且估值溢价远超出其作为防御型对象的合理水平，需要保持“谨慎”。食品公司业绩的刚性更强，且其中若干大型公司的业绩具有个别性触底反弹倾向，暂勉强维持“中性”评级。

5-2、策略建议：有限参与，侧重小股票

在第四季度，投资者在其股票的行业配置上应尽量规避农业股，对食品类股或可采取标准比例配置。同时，应将有限的资源和精力更多地投入到中小板、创业板同类个股中，优选那些业绩良好、成长前景明朗的中小型股票。我们建议将从事仔猪养殖、营养保健品、调味品、发酵制品以及个别的转型类公司股票优先纳入关注重点。

5-3、重点关注公司

基于以上策略，建议除对雏鹰农牧、星河生物、双塔食品、晨光生物、涪陵榨菜、安琪酵母等主业可持续高增长的一类股票加以重点关注外，亦对天邦股份、冠农股份、新农开发等“谷底”转型类股票适当留意。

冠农股份（600251）：参股 20.3% 的国投罗钾硫酸钾 120 万吨项目达产目标已接近实现，1~8 月产出 91.53 万吨，同比增长 70%，在极度短缺的国内钾肥市场中初步确立了龙头地位，并可全年为冠农贡献投资收益 3 亿元以上！参股 25% 的国电开都河水电也将锦上添花，全年带来 2500 万元以上的投资收益贡献。暂不考虑后续的金矿等资源开发项目因素，且核心的果蔬深加工业务“触底”后略有回升，预计其 2011~2013 年归属于母公司股东的净利润可依次增长 6200%、30%、25%，股票的市场估值适中，但业绩前景的确定性较强。维持对其“跑赢大市”评级。

天邦股份（002124）：公司估值的核心是传统主业饲料之外的动物疫苗——由全资子公司成都天邦生物所从事，经过几年的研发、技改升级投入，转型的成果终于姗姗来迟，业绩的长期“谷底”也已经出现。其核心能力在于自主掌握了应用悬浮培养技术于禽流感疫苗、猪流感疫苗工艺，而且还是国内首家以进口 SPF 种蛋实施企业；公司还拥有猪瘟、猪蓝耳病两个强制疫苗的生产许可。除动物疫苗业务外，国内整治“地沟油”的浪潮，也令其麾下受政府扶持的湖南金德意餐厨废弃物处理生产线的原料供应更有保障。公司今年将彻底摆脱过去那种靠非经常性损益维持盈利的尴尬局面，明后年每股收益可依次达 0.41 元、0.65 元。对其维持“跑赢大市”评级。

晨光生物（300138）：公司从事植物提取物的生产销售，其辣椒红素的产销规模更在全球市场遥遥领先，自主掌握的超临界 CO₂ 萃取技术及工艺经验为其带来了突出的竞争优势和高成长性，未来还有望在天然提取物的更广大领域复制已有的成功。现阶段陆续完成的多个棉籽蛋白/棉籽油生产线项目、精品辣椒红素项目的投产达产，将十分确定地成为其新增长点。对投资者更有吸引力的是，公司内部各级经理、技术人员普遍持股，驱动股票估值持续上升的动力较大。预计其后三年归属于母公司股东的净利润可依次增长 48%、44%、30%。股价上市后一路遭遇熊市压制，尚未反映基本面状况，存在一定程度的低估。对其“跑赢大市”的评级仍维持不变。

附表1 农业、食品业重点关注公司的业绩预测、估值与投资评级

公司 名称	股票 代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			10A	11E	12E	10A	11E	12E		
西王食品	000639	34.50	0.67	0.90	0.99	51.49	38.33	34.85	5.06	跑赢大市
丰乐种业	000713	14.80	0.32	0.32	0.39	46.25	46.25	37.95	3.88	大市同步
新希望	000876	20.47	0.70	1.03	1.26	29.24	19.87	16.25	3.89	跑赢大市
东凌粮油	000893	18.93	0.86	1.05	1.31	22.01	18.03	14.45	9.99	跑赢大市
天邦股份	002124	8.15	0.19	0.15	0.42	42.89	54.33	19.40	4.63	跑赢大市
三全食品	002216	36.40	0.61	0.79	0.89	59.67	46.08	40.90	4.70	跑赢大市
天宝股份	002220	16.81	0.53	0.61	0.71	31.72	27.56	23.68	2.93	跑赢大市
得利斯	002330	13.68	0.18	0.42	0.77	76.00	32.57	17.77	2.67	跑赢大市
雏鹰农牧	002477	30.05	0.46	1.08	1.37	65.33	27.82	21.93	4.84	跑赢大市
双塔食品	002481	24.72	0.45	0.55	0.75	54.93	44.95	32.96	3.91	跑赢大市
涪陵榨菜	002507	16.24	0.36	0.48	0.58	45.11	33.83	28.00	3.03	跑赢大市
西部牧业	300106	15.93	0.29	0.38	0.72	54.93	41.92	22.13	3.48	跑赢大市
晨光生物	300138	26.30	0.71	1.06	1.57	37.04	24.81	16.75	2.54	跑赢大市
星河生物	300143	21.82	0.29	0.44	0.62	75.24	49.59	35.19	4.26	跑赢大市
冠农股份	600251	26.28	0.02	1.03	1.34	1314.0	25.51	19.61	10.11	跑赢大市
安琪酵母	600298	35.22	0.86	1.08	1.45	40.95	32.61	24.29	4.91	跑赢大市
新农开发	600359	10.51	0.01	0.05	0.33	1051.0	210.20	31.85	3.81	跑赢大市
光明乳业	600597	8.58	0.19	0.25	0.46	45.16	34.32	18.65	3.91	跑赢大市

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所数据库; 股价以 9 月 23 日收盘价计

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。