

证券研究报告

农林牧渔



分析师 赵钦

021-38565914

zhaoqin@xyzq.com.cn

SAC:S0190511030001

推荐 (维持)

秋收即将结束，粮食有望连续八年增产

2011年9月26日

投资要点

事件：

农业部新闻：“据农业部农情调度，全年粮食总产有望迈上 11000 亿斤的新台阶，实现连续八年增产，单产和总产将再创历史新高”。

点评：

供给偏紧和成本上涨推动粮食价格上涨，上游农资行业将受益，推荐种子行业（隆平高科、登海种业、敦煌股份），而下游盈利承受成本压力，维持谷物磨制、饲料行业中性评级。

一、2011 年粮食增产：种植面积、单产增加

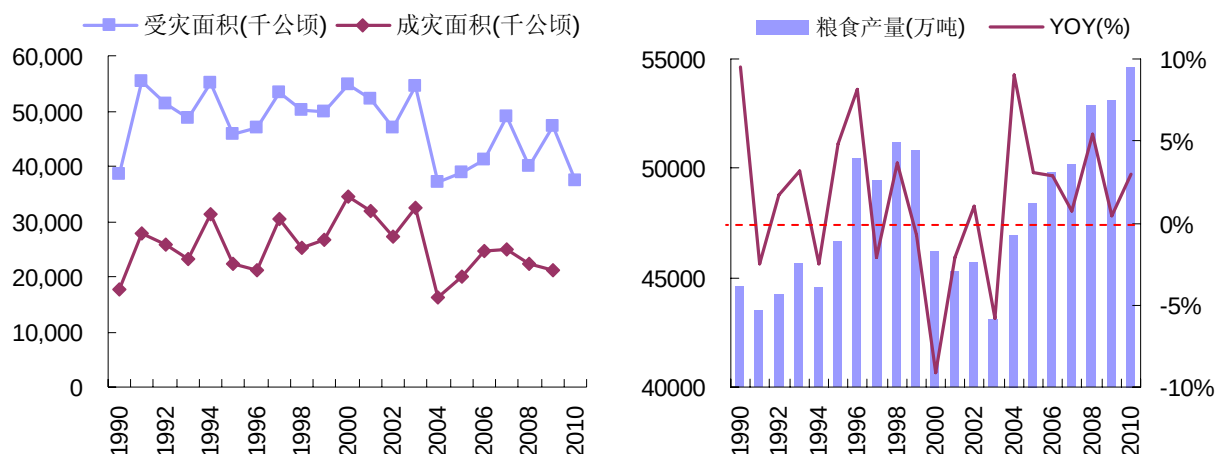
- 1、种植面积增加：预计 2011 年粮食面积达到 16.6 亿亩，比 2010 年增加 1000 万亩左右，特别是玉米、水稻等高产粮食作物面积明显扩大。
- 2、单产创历史最高水平：2011 年夏粮平均亩产 305.5 公斤，比 2010 年提高 6.3 公斤，比历史最高的 2009 年提高 4.9 公斤；2011 年早稻平均亩产 379.8 公斤，比 2010 年提高 19.3 公斤，比历史最高的 2009 年提高 1 公斤。据农业部调查分析，预计秋粮单产高于 2010 年，全年粮食单产将再创历史新高。
- 3、夏粮、早稻、秋粮均增产：2011 年夏粮增产 62.4 亿斤，早稻增产 28.5 亿斤，预计，秋粮也呈增产态势，全年粮食总产将达到 11000 亿斤以上。（注：以上数据均摘自农业部近期新闻）

二、气象灾害不等同于农业灾害

气象灾害是引发农业灾害的重要因素，但并不是充要条件。我国国土广袤，气象条件复杂，区域性旱灾、水灾频发，易造成农产品价格短期波动，但长期来看我国粮食产量受气象灾害影响并不明显。如图一所示，1990-2010 年，我国农作物受灾面积和粮食产量之间相关系数为-0.44，相关度较低。

以冬小麦为例，其生长最重要是在 3 月至 5 月，干旱条件下，冬小麦只需在拔节早期、孕穗抽穗期、灌浆早期浇三次水基本就能满足冬小麦需求。2010 年底山东大旱，旱情级别逼近 60 年一遇，但 2011 年山东省夏粮产量 2067 万吨（冬小麦为主），同比增加 7 万吨（山东省发改委）。

图 1: 农业受灾面积和粮食产量并不存在明显的相关性



数据来源: 国家统计局、WIND、兴业证券研究所整理

三、粮食价格: 需求、成本推动

供给偏紧和成本上涨推动粮食价格上涨: 粮食产量维持在高位, 需求量受饲用消费上升等因素推动而大幅上升, 产量过剩逐渐转为产量不足, 我国粮食需求出现进口依赖苗头; 农资、人工、土地成本上涨推动种植成本大幅上升。

● 1、需求大幅增长, 进口依赖上升

我国粮食产量稳定增长。 2010 年我国粮食产量 54,641 万吨, 2003-2010 年粮食产量增幅达 26.9%, 实现连续七年增产, 特别是 2008 年后, 我国粮食产量连创新高。据农业部信息。预计 2011 年粮食总产有望超过 55,000 万吨, 实现连续八年增产。

需求旺盛带来产量缺口。 以玉米、稻谷、小麦为例, 根据我国农业部农产品供需平衡表(表 1), 预计 2011 年我国三大原粮合计产量为 42,583 万吨, 同比增加 0.3%, 但同期总消费量为 46,183 万吨, 同比增加 0.9%, 产需缺口为 3,601 万吨。

库存消费比明显下降。 2011 年末库存消费比将降至 19.2%, 已低于 25% 的合理库存线 (通常认为三个月库存是合理的, 及库存消费比为 25% 是合理的)。

表 1: 三大原粮产量及库存消费比(万吨, %)

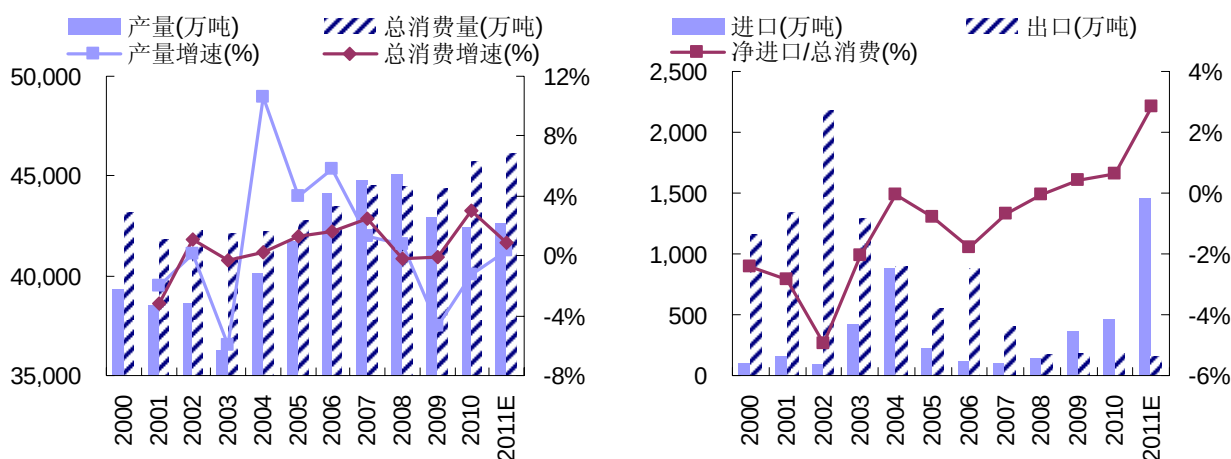
(万吨, %)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
产量	39,354	38,554	38,614	36,297	40,133	41,740	44,179	44,763	45,090	42,969	42,444	42,583
进出口净额	-1,051	-1,185	-2,082	-868	-21	-328	-768	-301	-30	177	282	1,302
总供给量	69,776	65,265	62,155	56,598	55,462	55,175	56,649	58,402	58,657	57,515	56,778	55,047
总消费量	43,218	41,820	42,278	42,146	42,246	42,817	43,512	44,579	44,475	44,423	45,779	46,183
期末库存	26,558	23,444	19,877	14,452	13,216	12,358	13,138	13,423	14,182	13,093	10,999	8,864
库存消费比	61.5%	56.1%	47.0%	34.3%	31.3%	28.9%	30.2%	30.1%	31.9%	29.5%	24.0%	19.2%

数据来源: 国家统计局、农业部、WIND、兴业证券研究所整理

进口依赖程度上升。 以“净进口/总消费量”来衡量进口依赖程度, 2000 年前后,

我国三大原粮净出口量在 1,000 万吨左右，此后由于养殖规模增加带动玉米饲料原粮需求增长等原因，我国三大原粮净出口持续下降，2009 年首次转为净进口，预计 2011 年我国三大原粮净进口 1,302 万吨“净进口/总消费量”为 2.8%，其中玉米净进 1,031 口万吨，约占 80%。

图 2：我国三大原粮产需及进口依赖程度



数据来源：国家统计局、农业部、WIND、兴业证券研究所整理

● 2、生产成本上升

种植成本上升成为推动粮食价格上涨又一因素。粮食种植各项成本包括生产成本（物质与服务费用、人工成本，而人工成本又包括家庭用工折价、雇工费用）和土地成本（流转地租金、自营地折租），2003-2009 年间，稻谷、小麦、玉米三种粮食平均种植成本由 395 元/亩上涨到 600 元/亩，涨幅高达 52%。

表 2：三种粮食平均成本（元/亩）

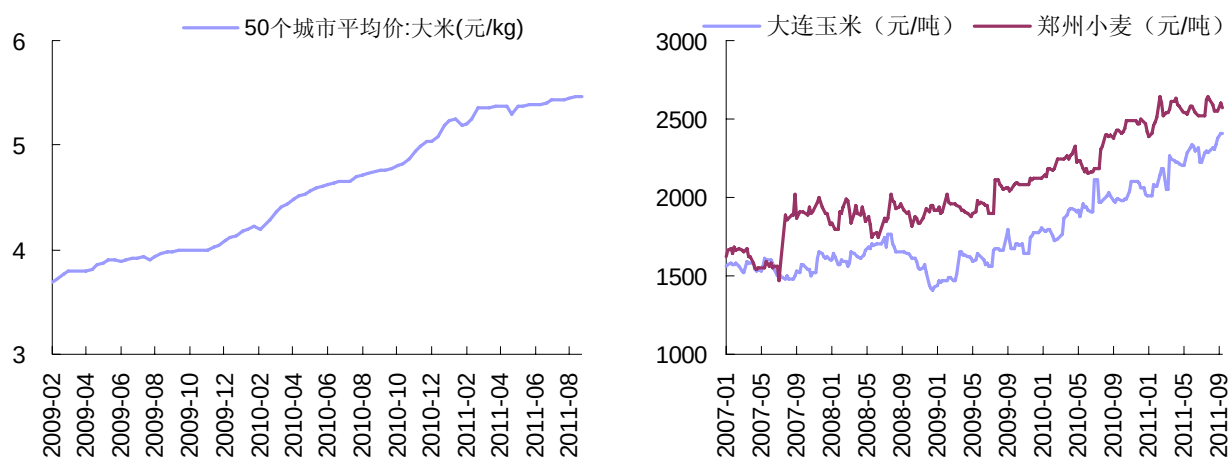
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
物质与服务费用	200	212	225	240	288	297
人工成本	141	151	152	160	175	188
—人工成本:家庭用工折价	129	140	140	146	158	171
—人工成本:雇工费用	12	11	12	14	17	17
生产成本小计	341	363	377	399	463	486
流转地租金	6	6	7	8	10	11
自营地折租	48	56	62	74	90	103
土地成本小计	54	62	68	82	100	115
总成本合计	395	425	445	481	562	600

数据来源：《全国农产品成本收益资料汇编》、兴业证券研究所整理

● 3、粮食价格：总体上涨

供给偏紧和成本上涨推动粮食价格上涨。2007 年至今，国内期货市场玉米、小麦主力合约价格累计涨幅分别为 55%、58%；2009 年 2 月中旬至今，统计局公布的 50 个城市大米平均价累计涨幅为 46%（稻谷没有代表性期货价格，采用大米现货价格代表）。

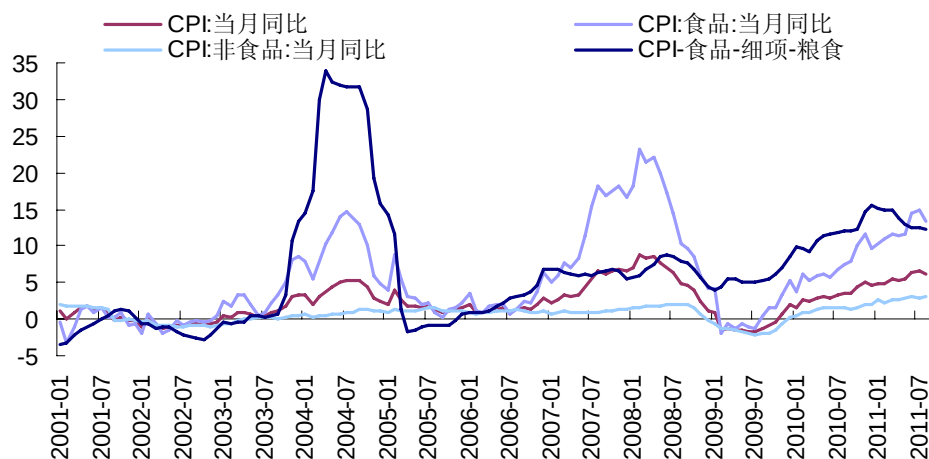
图 3: 我国粮食价格上涨



数据来源: 国家统计局、WIND、兴业证券研究所整理

粮食价格上涨将直接和间接推动 CPI。粮食一部分被直接消费，一部分作为工业原料（饲料→养殖、食用油压榨……）被间接消费，表现在物价中，粮食价格是 CPI 的一个细项，并作为原料影响油脂、肉制品等细项。

图 4: CPI 及其细项 (%)

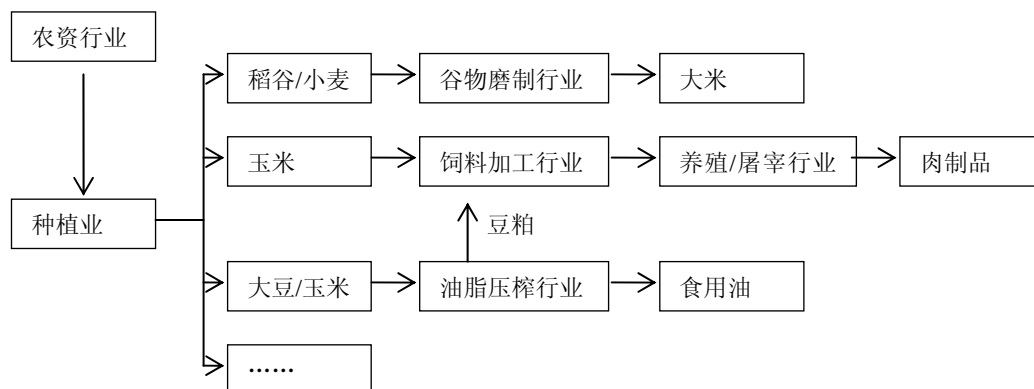


数据来源: 国家统计局、WIND、兴业证券研究所整理

四、投资分析

种植业及其上游农资行业将受益于粮食价格上涨，而中游谷物磨制、饲料加工、油脂压榨和下游养殖行业、屠宰加工行业易受到成本上涨压力，成本上涨能否顺畅向下传导将是判断行业及企业竞争力的重要指标。

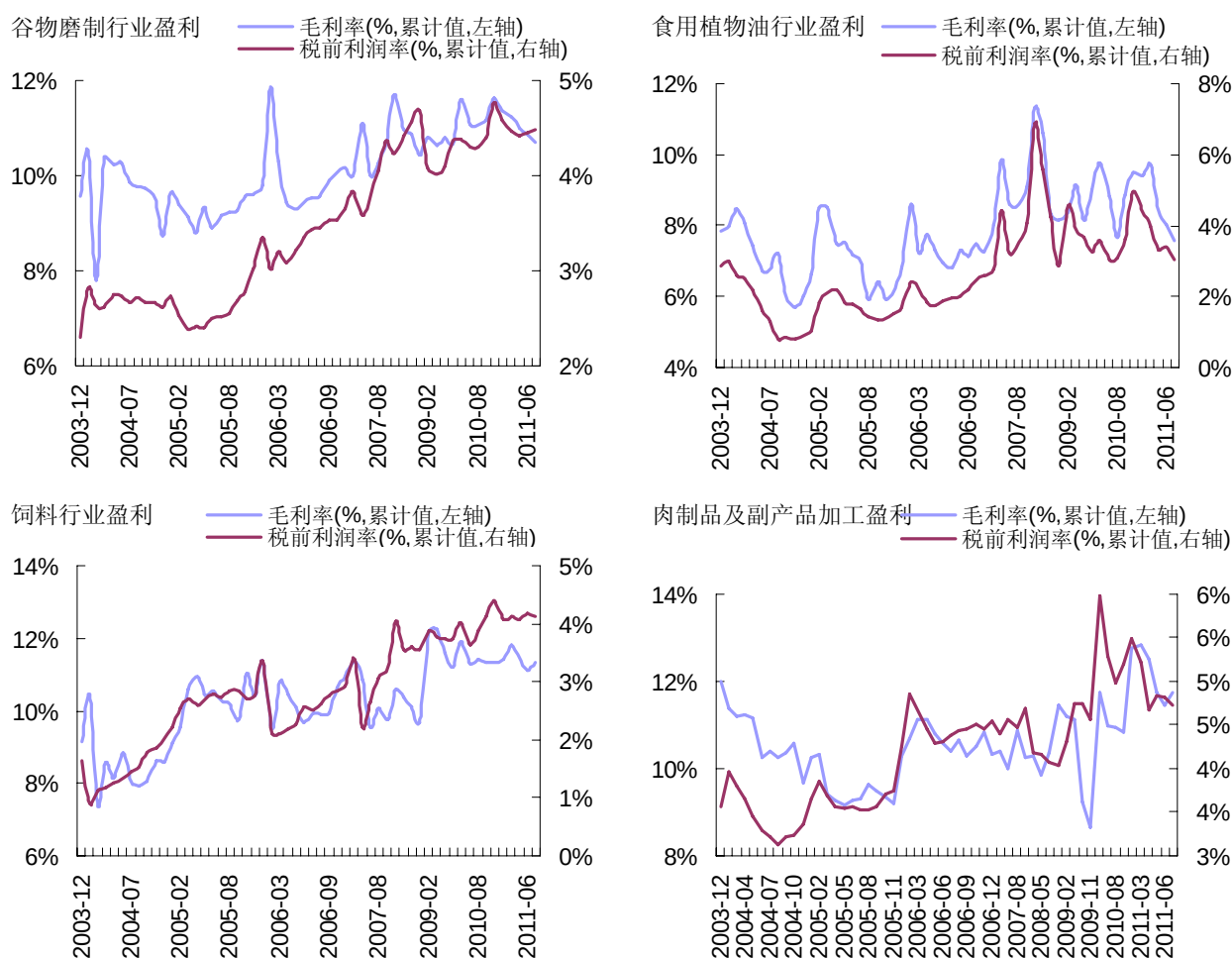
图 5：农业种植及上下游相关产业链



数据来源：兴业证券研究所整理

农资行业盈利将受益于粮食价格上涨，推荐农资行业中种子行业，其中重点推荐隆平高科、登海种业、敦煌股份；而下游盈利承受成本压力，维持谷物磨制、饲料行业中性评级；食用油限价已放开，植物油行业行业盈利将短期提升，维持其推荐评级，其中重点推荐西王食品、东陵粮油。

图 6：种植行业下游盈利



数据来源：国家统计局、WIND、兴业证券研究所整理

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。