

农业：谨慎 ——维持

食品业：中性 ——维持

日期：2011 年 10 月 20 日

行业：农业、食品业



郭昌盛

021-53519888-1924

guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号：S0870510120009

证券研究报告/行业研究/行业动态

通胀风头过后，市场面临降温

——对统计局 2011 年三季度有关数据的简析

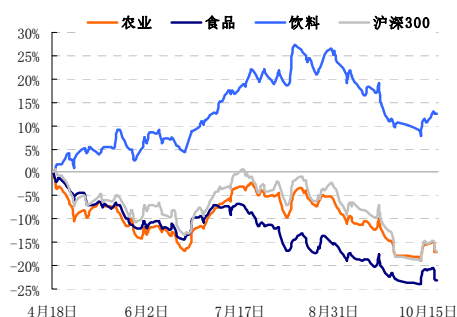
食品类价格指数（2011 年 9 月当期值）

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	116.5%
农业生产资料价格指数	115.0%

主要产品产量增长率（2011 年 1~9 月累计）

夏粮	2.5%
早稻	4.5%
猪牛羊禽肉	0.2%
精制食用油	20.2%
成品糖	3.8%
速冻米面食品	24.9%
鲜冷藏肉	21.3%
罐头	20.6%
方便面	25.2%
乳制品	13.2%
饲料	14.0%
白酒	29.2%
啤酒	8.5%
葡萄酒	18.1%

近 6 个月行业指数与沪深 300 的走势



报告编号：GCS11-IIT03

相关报告：2011 年第四季度农业食品投资策略

略：供给逐渐增大，价格指数见顶

首次报告日期：

主要观点：

供给稳增下压粮价，农资上涨带来支撑。

我国农业在宏观经济持续放缓的大背景下仍能稳定增长，以谷物为首的农产品价格走势并未失控，并逐渐远离本轮通胀的顶点而回归，皆因政府有效、积极的“三农”政策，适中的气象条件也起到辅助作用。但农业生产资料价格的上行暂未见顶，对谷物等农产品的价格尚构成一定程度的支撑，也意味着农产品及食品价格指数的回调进程不会一路坦途且不会很快结束。

生猪价格或因供应量激增而快速下跌。

曾一度阻碍食品价格回落的生猪行情终见触顶下跌的态势出现，该局面较我们的预期时点略滞后。同时注意到：促使价格止涨回落的尚主要是消费信心的过于不足，而生猪供应量却未真正增加。9 月生猪存栏量已达创记录的 4.72 亿头，但也不过环比增长 1.29%、同比增长 3.76%。第四季度及以后的生猪放量上市，必酝酿着生猪及肉价急跌的风险。届时，价格跳水或波及整个畜产品市场。

食品市场需求将因消费者收入增长放缓而收缩。

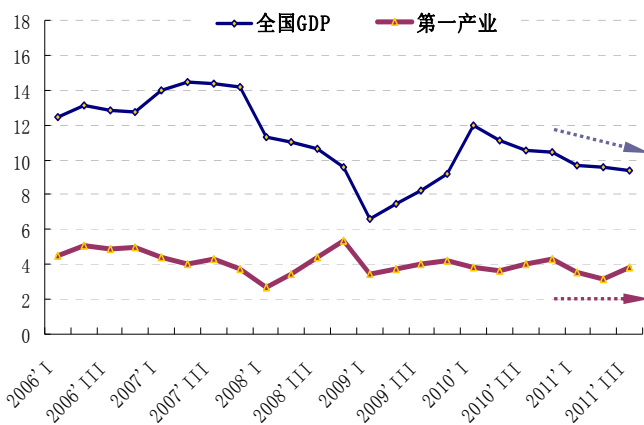
从近来全国商业批发零售渠道的销售额上看，虽然农产品及食品的终端消费名义增长率在迭创新高，前三季度已达 25.2%，但这是“虚热”，新增支出中的绝大部分都已损失在高通胀中，尤其城镇居民的实际消费完全没有增长，是消费者的被动与无奈。而随着未来经济减速的延续，消费者收入增长也将放缓，大食品市场的需求必将降温，且直接表现为名义增速及实际增速均下降。消费降温固然能松弛上游农产品供应紧张的紧绷之弦，并减轻由进口农产品、农资带来的输入通胀压力，但也会损及食品工业企业的效益和成长性。

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、受益政策呵护，农业逆势抗跌

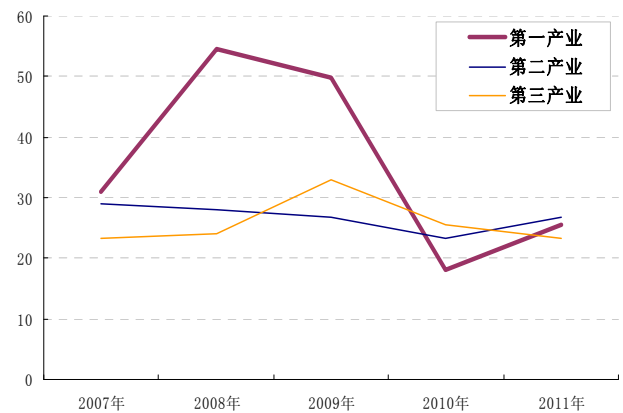
从国家统计局的 2011 年前三季度国民经济数据看，第一产业（农林牧渔业）逆势“超稳”。在全国 GDP 增速加速回落的情况下，整个大农业能成功应对自然灾害、输入性通胀高企、消费信心下降等复杂形势，实现累计增加值增速 3.8%，比上半年快 0.6 个百分点；且投资增速又重新加快。第一产业仍在长期的稳定增长通道中。

图 1 第一产业增加值的同比增长率



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

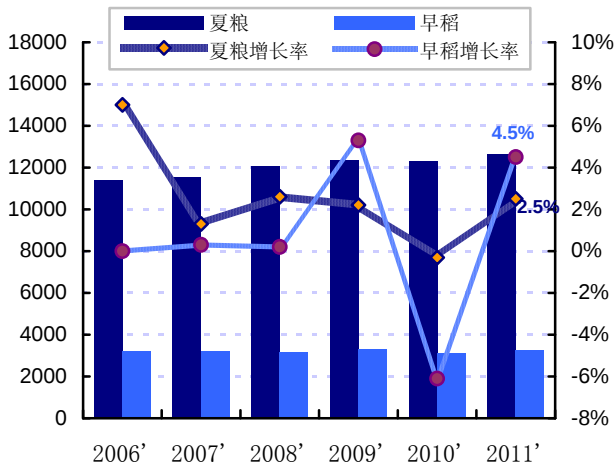
图 2 三大产业固定资产投资的同比增长率 (%)



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

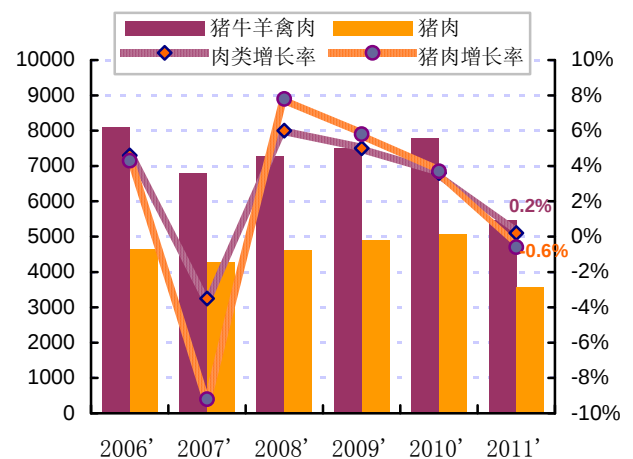
得益于各级政府强有力的支持与组织管理，全国夏粮及早稻、肉类总产量都继续实现了（不同程度的）增长，对物价的稳定起到重要作用，其业绩十分可喜，对全国经济社会生活意义重大。

图 3 全国夏粮、早稻产量的增长态势 (万吨、%)



数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

图 4 全国肉类产量的增长态势 (万吨、%)

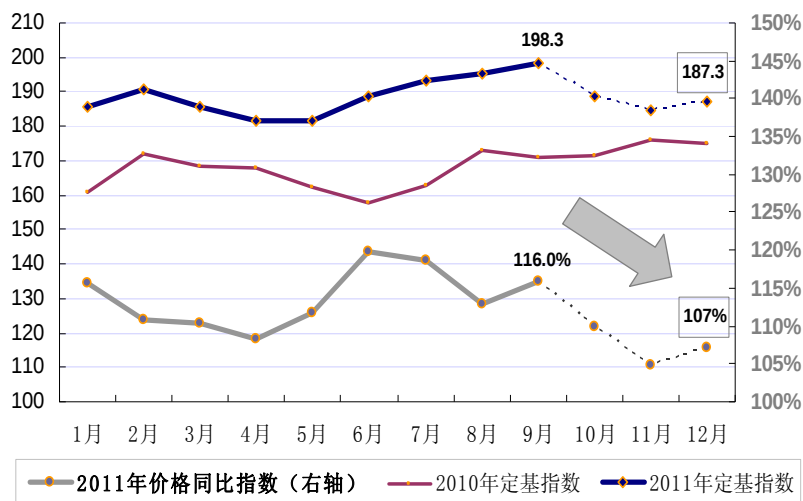


数据来源：国家统计局，上海证券研究所整理

二、农资成本有力支撑，价格回落或现曲折

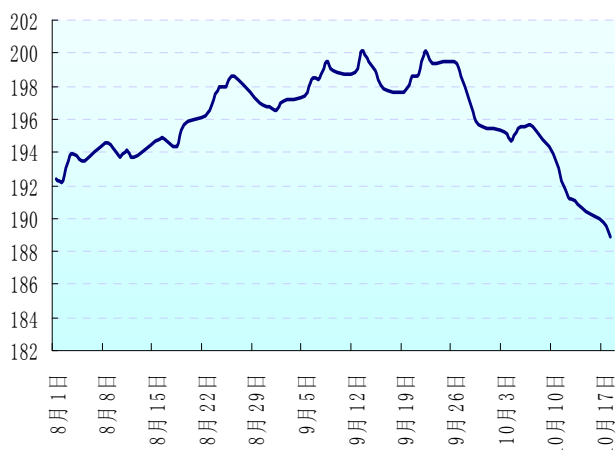
基本如前预判，6 月份国内农产品价格（同比）水平已成为现阶段高点，主导全国 CPI 走势的食品分类 CPI 也由 6 月份当期的 114.8 经过 7 月份高点 114.8 后，逐步回落到 9 月份的 113.4。如今随着秋粮增产的预期日益变成现实，农产品的价格跌势似乎在加快。这也意味着今年全国通胀已进入了下行的进程（参见相关报告）。

图 5 全国农产品批发价格定基指数及同比指数（CPI）的预测



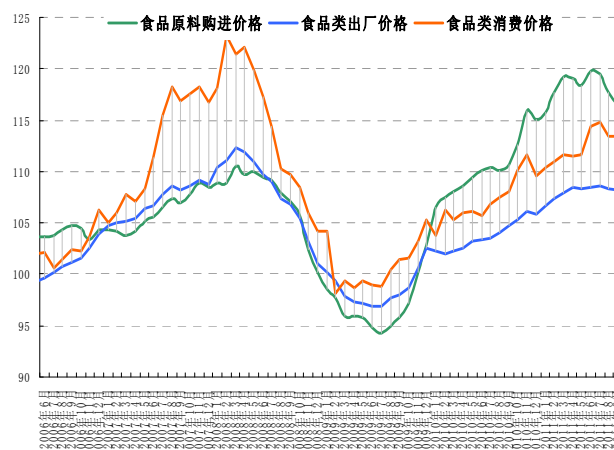
数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 6 近期农产品批发价格（定基）指数（2000 年为 100）



数据来源：农业部，上海证券研究所整理

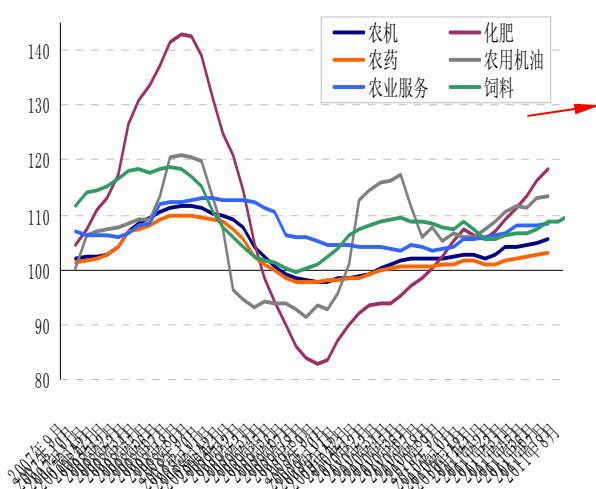
图 7 食品分类 PPI、CPI 与原料价格指数（当期值）



数据来源：华通网，上海证券研究所整理

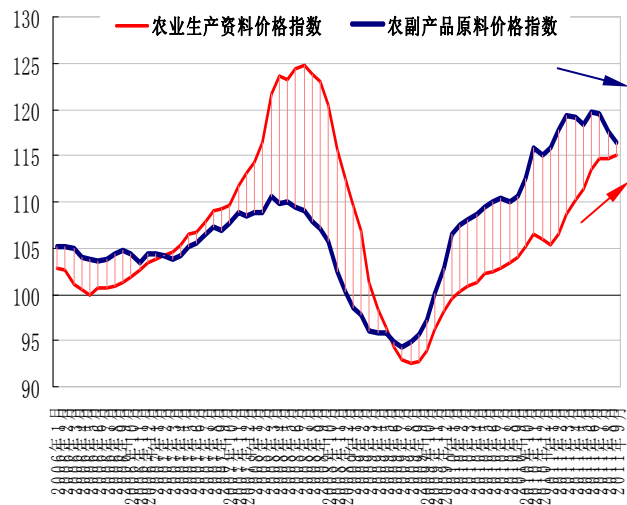
然而，农产品价格类似于触顶阶段的迂回曲折，其回落进程也恐怕不会一路坦途。至今，农业生产资料价格的上涨仍未止步，这从成本上加强了对农产品价格的支撑。统计局数字显示9月份（当期）农业生产资料价格总指数再创本轮新高至 114.98 且暂无回落迹象，诸如化肥、农用机油、饲料、农业服务等项农资都后劲十足地竞相上攻、推高农产品成本，因此在丰收之后仍见农户惜售也不足为怪了。

图 8 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 9 农资价格与农产品价格（当期同比）的比较



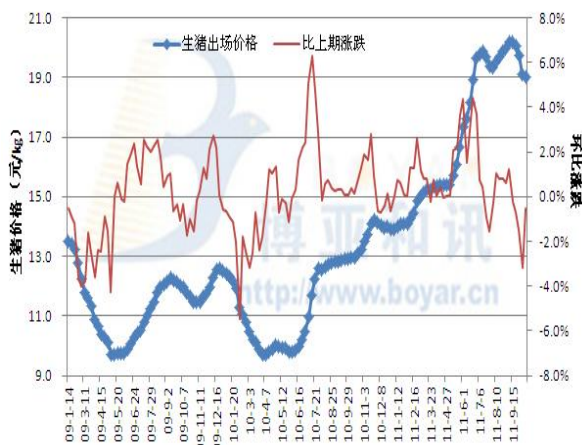
数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

三、生猪市场酝酿急跌风险

曾一度阻碍食品价格回落的生猪行情终见触顶下跌的态势出现。尽管这一局面较我们的预期有些滞后，但注意到：促使价格止涨回落的尚主要是消费信心的过于不足，而生猪供应量却未增加。

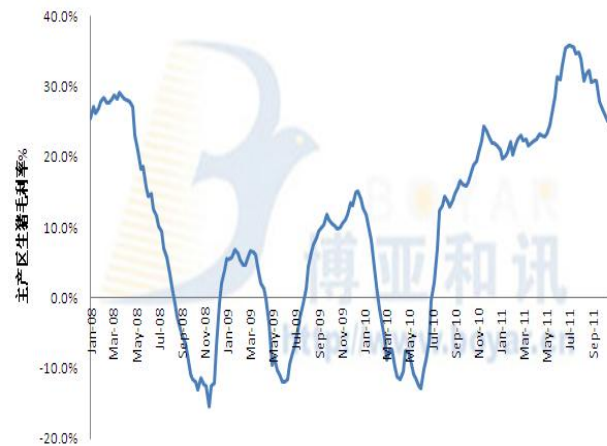
目前全国平均生猪出场价格 19 元/公斤，尚可以令主产区养殖业实现毛利率 25.2% 的高水平。问题是需要设法避免生猪价格过快下跌可能导致养猪业重新走向另一个极端——大量中小业者难以为继，甚至大中型猪场的毛利率也跌落至近年谷底，形成亏损。鉴于全国年出栏在 500 头以上的大中型猪场总出栏量比重仅为 34%，行业结构仍高度分散化，“羊群效应”突出，因此市场各方应早做准备，积极防范、应对上述风险。

图 10 全国平均生猪出场价格的走势



数据来源：博亚和讯，上海证券研究所整理

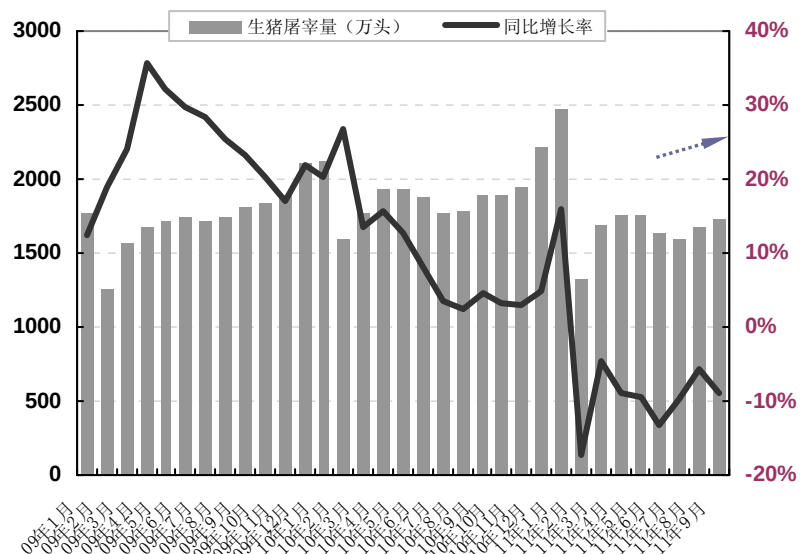
图 11 我国生猪主产区的平均毛利率



数据来源：博亚和讯，上海证券研究所整理

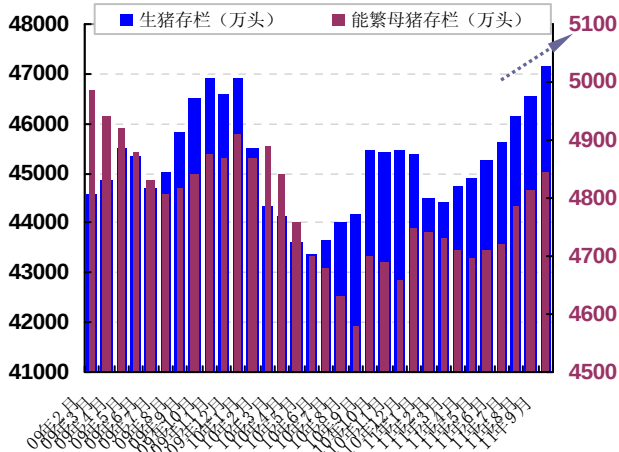
据商务部披露,全国上规模屠宰点的 9 月份单月总屠宰量为 1727 万头,仍低于 5 月份水平且同比下降 8.99%,显示了供应量并未实质性地增加。而近几个月(农业部口径的)生猪存栏量、能繁母猪存栏量却在持续地增加,9 月份生猪存栏量已达创纪录的 4.72 亿头,但增速也不过环比增长 1.29%,同比增长 3.76%。生猪市场后续供应的快速放量带来的压力可想而知。如果当前消费信心不足的状况一再延续,那么随着第四季度及明年初生猪供应的大量增加,市场过剩、价格急跌的情形恐怕在所难免。如此新一轮的大起大落对各方都将有害无利。届时,欲使市场保持稳定,就只有依赖政府再度出手了。

图 12 全国规模以上生猪定点屠宰量的月度走势



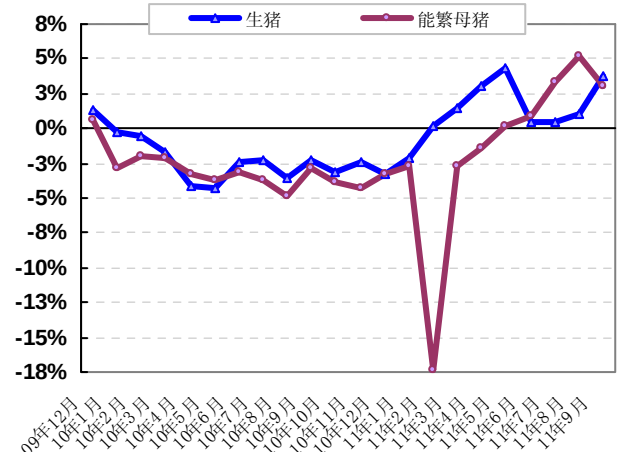
数据来源：农业部，上海证券研究所整理

图 13 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 14 全国生猪、能繁母猪的存栏量同比增长率

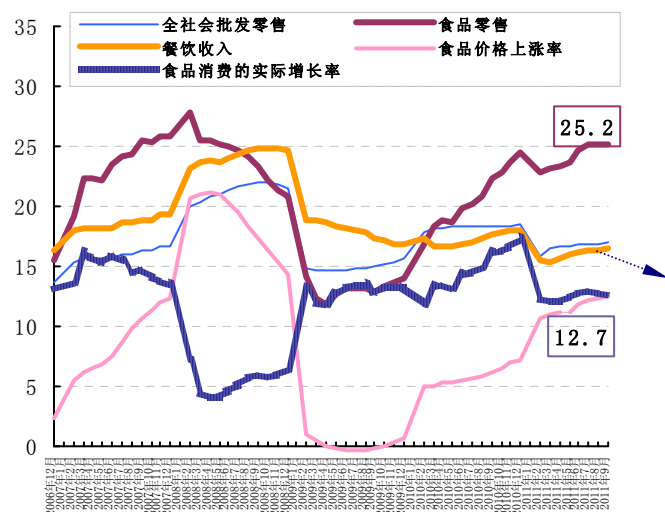


数据来源：商务部，上海证券研究所整理

四、终端需求：市场料降温，收入成制约

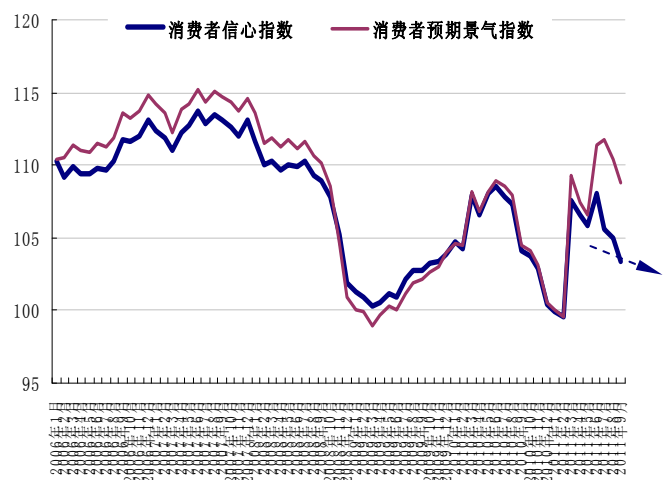
前三季度，全国食品饮料分类商品零售额的名义增速达 25.2%，再创 08 年金融危机以来的新高点，9 月单月增速亦达 24.4%，仅逊于 6 月份 27.9%、7 月份 26.6% 的水平。然而扣除价格因素后，该分类市场的（月度累计）实际增速却跌至 6 月份以来的新低，仅为 12.7%，这表明消费者的支出被额外而过多地损失于高通胀之中，消费者正变得更加谨慎，原有的实际消费增长势头已有所减弱。

图 15 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 16 全国消费者信心指数

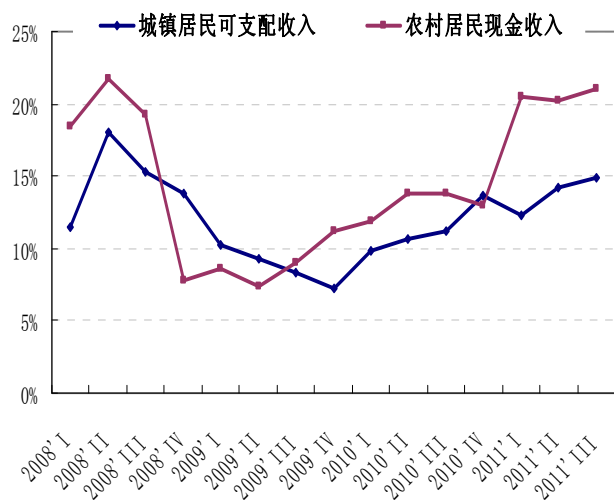


数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

如上文所述，未来数月粮价、食品价格应能回落并进入中长期缓升通道，因此农产品、食品价格（同比）指数很可能在半年乃至一年内降至相对较低的水平。而伴随着价格指数的下降，分类零售额的名义增速也将回落。令人担忧的是，除价格因素外，消费者收入状况及预期的不佳，也可以导致名义消费增速的回落过快，甚至快于价格指数的回落，最终实际消费增长可能出现急速放缓。

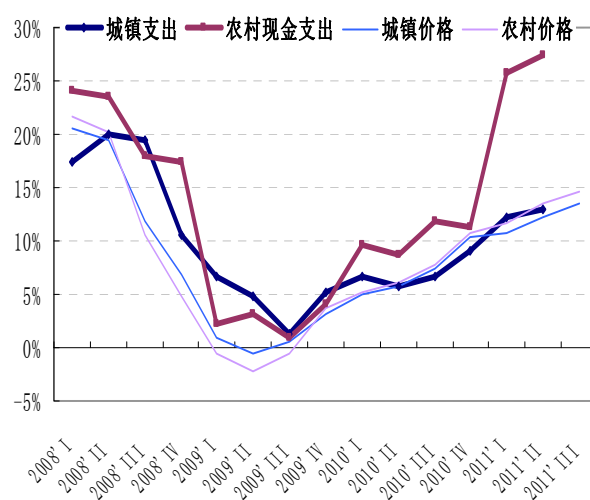
我们看到：即使在食品饮料这一所谓防御性领域，消费需求的增长也并非铁板一块或是所谓的“刚性”，它仍会随消费者收入的增速高低而起伏波动（参见图 17、图 18），两者存在着高度正相关，只是高端白酒这一特殊饮料因带有奢侈品属性而表现相对抗跌。尤其近一年来，城镇居民食品饮料类支出的增长已完全被高企的通胀所蚕食！若近期经济继续降温，则居民收入增长必然会放缓，因此实际的消费需求（增长）也将随之收缩。

图 17 国内居民收入的累计增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

图 18 国内居民食品类消费人均支出的累计增长率



数据来源：华通数据，上海证券研究所整理

未来国内食品饮料市场需求的降温，无疑将损及产业链中下游的食品饮料工业企业效益和成长性；但同时亦可松弛上游农产品的供应紧张的紧绷之弦，对减轻由进口农产品、农资带来的输入通胀压力较为有利。今年我国粮食产量预期增速 2.3% 与当前的需求增长大致相当，其中需求弹性较小的核心口粮小麦、稻谷等品种仍能完全自给，再考虑政府严密调控政策的可持续性，我们预计核心口粮市场的走势将能继续相对平稳。

然而另一些食用农产品如：油料或食用油、食糖、畜产品上游的饲料用蛋白等供给，尚存在较大程度的外部依赖，且各自的需求弹性也相对较大，其中以畜产品及饲料原料的需求弹性最大。因此，未来畜产品及饲料原料需求的减弱，将有助于生猪等畜产品价格的回落。只是投资者在目送食品类通胀继续走低的同时，还需要关注潜在的由价格急跌而引发的新一轮“短缺－涨价”（提前来临）的风险。

附表 国内主要食品的产量增长率

产品名称	2011年9月 累计增长率	2011年8月 累计增长率	2010年	2009年	2008年
精制食用油	20.2	20.7	19.2	22.9	8.5
成品糖	3.8	3.6	-15.9	-8.5	14.0
鲜冷藏肉	21.3	21.2	24.7	39.9	12.1
水产冷冻品	18.9	19.0	29.6	20.8	9.1
速冻米面食品	24.9	23.0	19.1	18.8	16.0
饲料	14.0	13.9	27.0	26.6	19.6
糖果	21.6	21.4	19.1	20.0	15.8
方便面	25.2	24.8	22.9	11.5	5.3
乳制品	13.2	14.0	11.2	12.9	-0.5
其中：液体乳	13.2	13.7	11.1	13.5	-3.6
罐头	20.6	21.3	16.1	19.4	17.4
软饮料	21.9	23.6	18.3	24.3	19.1
其中：果蔬饮料类	14.7	17.8	27.5	37.7	12.2
白酒	29.2	29.7	26.7	23.8	15.8
啤酒	8.5	9.6	6.3	6.4	5.5
葡萄酒	18.1	19.5	12.5	27.6	23.8

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

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±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±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。