

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

2011 年熊市，农业板块相对弱势	4
上证指数和流动性一路下行	4
农业指数相对弱势，大宗农产品低迷	5
市场情绪悲观	6
投资者担忧后市，情绪悲观	6
近期 USDA 对大宗农产品价格预期较为悲观	6
悲观预期下蕴含着投资机会	8
在市场极度悲观的环境下蕴含着投资机会	8
对猪价周期的再认识	10
我们的推荐	12
首先推荐确定性较高的饲料板块	12
其次推荐前期超跌的个股	13
雏鹰农牧业绩或好于预期。	13
风险提示	14

图表目录

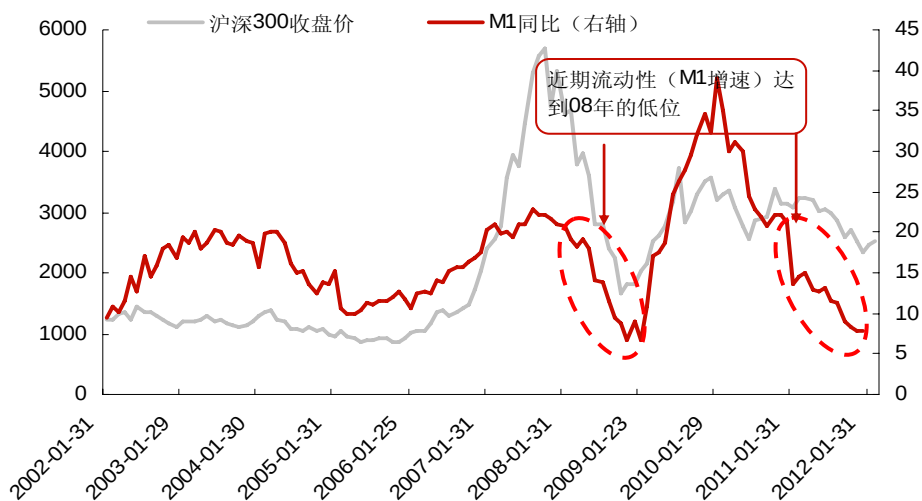
图 1:	近期流动性已经跌至谷底.....	4
图 2:	国内信贷同比增速处于低位.....	4
图 3:	9 月份后国内玉米价格出现调整.....	5
图 4:	11 年美国玉米价格低迷.....	5
图 5:	11 年国内小麦价格较为弱势.....	5
图 6:	11 年美国小麦价格低迷.....	5
图 7:	11 年国内大豆价格较为弱势.....	5
图 8:	11 年美国大豆价格低迷.....	5
图 9:	近期市场情绪悲观.....	6
图 10:	近期 USDA 对 11/12 榨季小麦产量上调幅度大于消费（百万吨）.....	7
图 11:	近期 USDA 对 11/12 榨季玉米产量上调幅度大于消费（百万吨）.....	7
图 12:	USDA 对大豆产量缺口的预测减少（百万吨）.....	7
图 13:	国际原油价格近期走强.....	8
图 14:	国际黄金价格近期走强.....	8
图 15:	国际铝价近期走强.....	8
图 16:	国际铜价近期走强.....	8
图 17:	国内玉米期货近期走强.....	9
图 18:	美国玉米期货近期走强.....	9
图 19:	国内小麦期货近期走强.....	9
图 20:	美国小麦期货近期走强.....	9
图 21:	国内大豆期货近期走强.....	9
图 22:	美国大豆期货近期走强.....	9
图 23:	近年小麦最低收购价格逐年提高.....	10
图 24:	近年水稻最低收购价格逐年提高.....	10
图 25:	猪肉价格见顶回落.....	10
图 26:	生猪、仔猪价格见顶回落.....	10
图 27:	生猪存栏处于历史高位.....	11
图 28:	最近几次猪周期的情况.....	12

2011 年熊市，农业板块相对弱势

上证指数和流动性一路下行

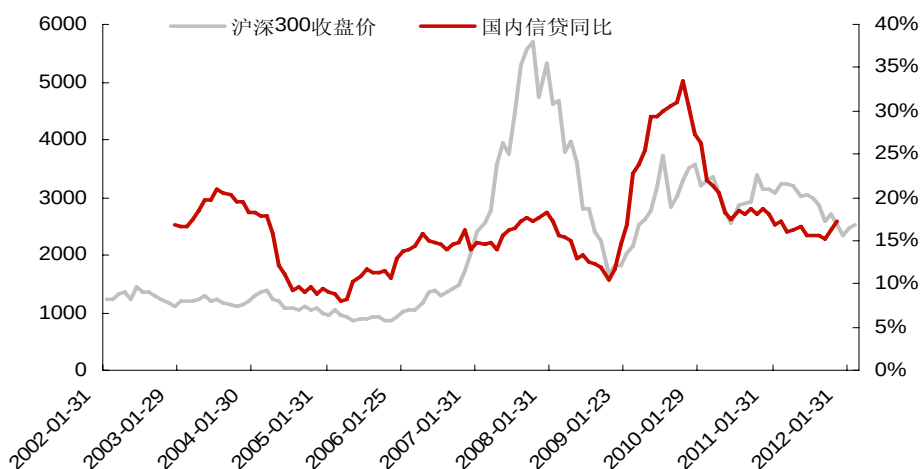
回首 2011 年，上证指数从 2011 年 4 月 18 日高点 3067 点跌至 2012 年 1 月的低点 2132 点，跌幅达 30.49%。近期大盘有所反弹，收于 2351 点，但较高点仍然跌去 23.34%。市场流动性也呈现一路下行的态势。根据 Wind 提供的最新数据，2011 年 12 月 M1 增速 7.90%，已经接近 08 年大熊市时的 6.68% 的最低水平；国内信贷同比增长 17.13%，略有反弹，但仍然处于较低水平。

图 1： 近期流动性已经跌至谷底



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 2： 国内信贷同比增速处于低位

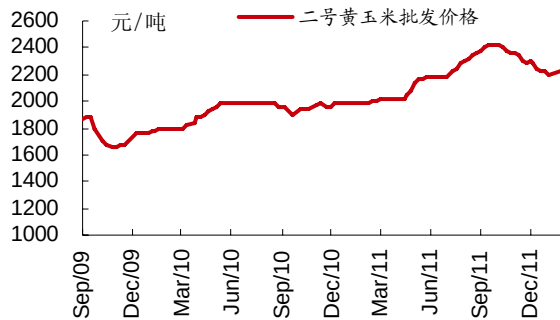


资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

农业指数相对弱势，大宗农产品低迷

2011 年 4 月 18 日至今，农业指数下跌幅度 28.78%，相对大盘较为弱势。国内外大宗农产品也较为低迷，国内小麦和大豆几乎是横盘，玉米前期涨势较好，但 9 月份丰收后出现了调整；美国的情况也是如此，玉米、小麦和大豆全年都呈现震荡下行态势。

图 3： 9 月份后国内玉米价格出现调整



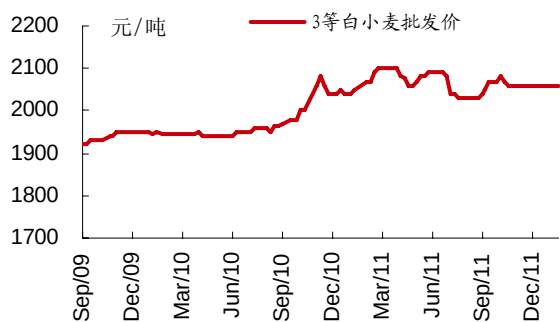
资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 4： 11 年美国玉米价格低迷



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 5： 11 年国内小麦价格较为弱势



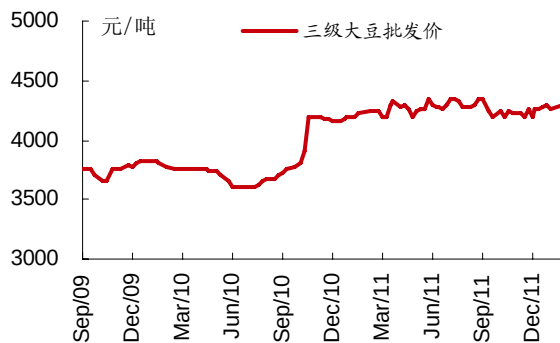
资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 6： 11 年美国小麦价格低迷



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 7： 11 年国内大豆价格较为弱势



资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

图 8： 11 年美国大豆价格低迷



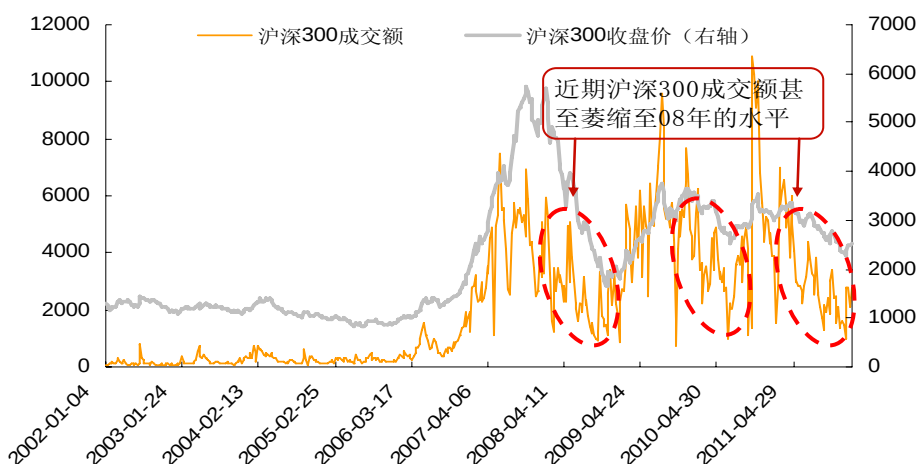
资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

市场情绪悲观

投资者担忧后市，情绪悲观

08 年次贷危机后，中国经济率先复苏，当时许多人乐观的认为全球经济会出现“V”型复苏的轨迹。而实际上金融危机造成的影响却延续至今，全球经济复苏的情况大大低于预期。现阶段欧债危机越演越烈，全球经济前景不容乐观。中国经济今后的增长点仍然不明确，投资者仍然看不到政策和流动性转好的曙光。A 股市场情绪也处于历史的低位，Wind 数据显示沪深 300 的周成交额已经萎缩至 1000-2000 多亿的水平。在 07 年的大牛市之后，历史上还有两次成交额萎缩至同等水平。一次是 10 年上半年的小熊市，一次是 08 年的大熊市。

图 9： 近期市场情绪悲观



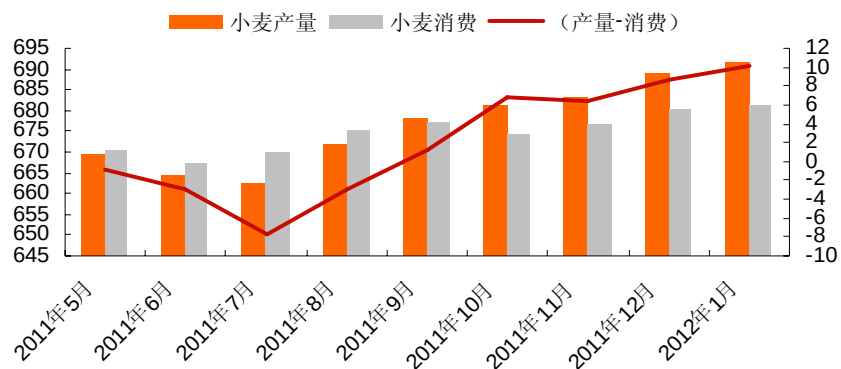
资料来源：WIND, 华泰联合证券研究所

近期 USDA 对大宗农产品价格预期较为悲观

我们观察了 11/12 产季（11 年 5 月到 12 年 4 月），USDA 每月更新的对大宗农产品（玉米、小麦和大豆）供需的预测。我们发现整体上产量上调的幅度大于消费量。这表明 USDA 对于 11/12 产季大宗农产品价格态度逐渐转为悲观。我们和国内资本市场的专家和投资者进行交流，发现市场对于国内农产品的价格也普遍持悲观态度。

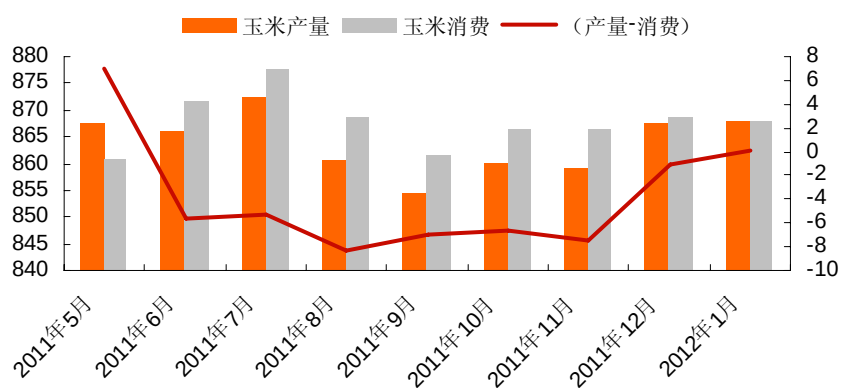
- 1) **小麦从产量缺口到产量过剩。** 11 年 7 月份开始，产量逐月上调，而消费量上调幅度较低。小麦的产量从 2011 年 5 月的 669.55 百万吨上调到 2012 年 1 月 691.50 百万吨；消费量则由 670.49 百万吨上调至 681.43 百万吨，低于产量 10 百万吨。
- 2) **玉米从产量缺口到基本平衡。** 11 年 6-11 月，USDA 预测全球玉米产量相比消费有 5-8 百万吨的缺点，而从 11 月开始，大幅上调了玉米产量。截止 2012 年 1 月，预测玉米产量 868.06 百万吨，消费量 867.98 百万吨，基本相等。
- 3) **对大豆产量缺口的预测逐渐缩小。** 从 11 年 8 月份，USDA 逐月下调大豆消费量，并上调产量。产量缺口由 8 月份的 4.85 百万吨，缩小至 12 月的 0.87 百万吨。1 月份由于南美干热天气大幅下调了产量，产量缺口调至 2.30 百万吨。

图 10： 近期 USDA 对 11/12 榨季小麦产量上调幅度大于消费（百万吨）



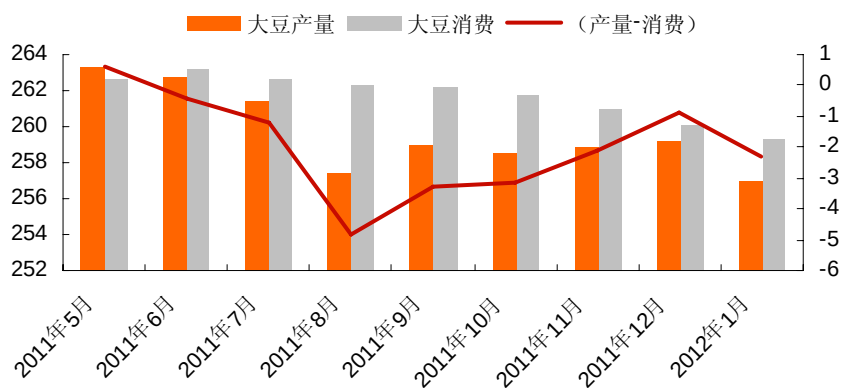
资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

图 11： 近期 USDA 对 11/12 榨季玉米产量上调幅度大于消费（百万吨）



资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

图 12： USDA 对大豆产量缺口的预测减少（百万吨）



资料来源：USDA, 华泰联合证券研究所

悲观预期下蕴含着投资机会

在市场极度悲观的环境下蕴含着投资机会

我们认为当前市场已经过度悲观，后市未必如市场预期的那样。巴菲特有句名言：“在市场贪婪的时候要恐惧，在市场恐惧的时候要贪婪”。本文要传达的核心观点就是，在市场极度悲观的环境下蕴含着投资机会。我们认为支持农业板块后市出现上涨行情的理由有三点。

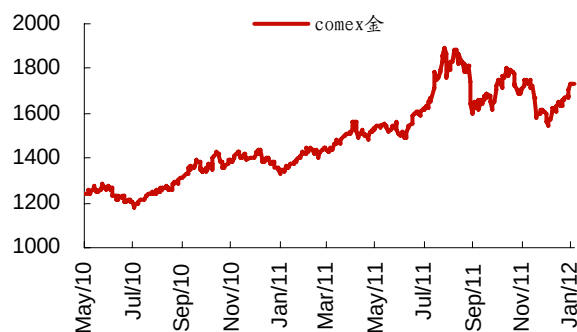
理由之一：目前，国际大宗商品市场已经明显回暖。原油价格站上 100 美元，金价、铜价和铝价等也出现了不同程度的反弹。而国内外的小麦、玉米、大豆也已经出现了上涨的迹象。

图 13： 国际原油价格近期走强



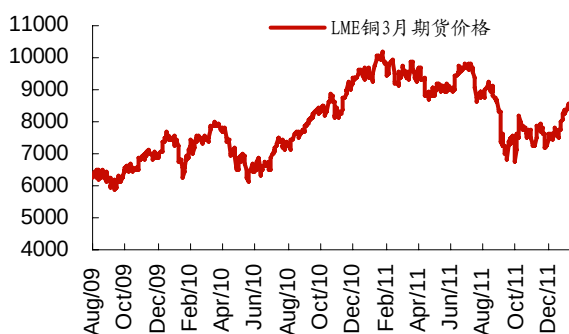
资料来源：BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 14： 国际黄金价格近期走强



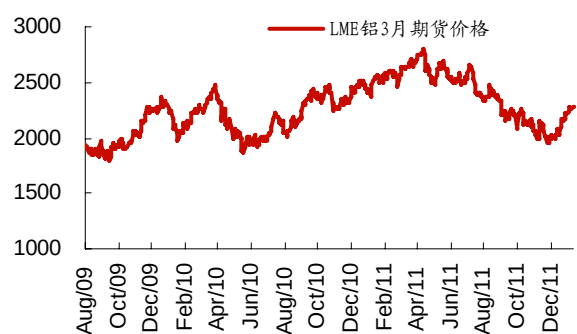
资料来源：BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 15： 国际铝价近期走强



资料来源：BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 16： 国际铜价近期走强



资料来源：BLOOMBERG, 华泰联合证券研究所

图 17: 国内玉米期货近期走强



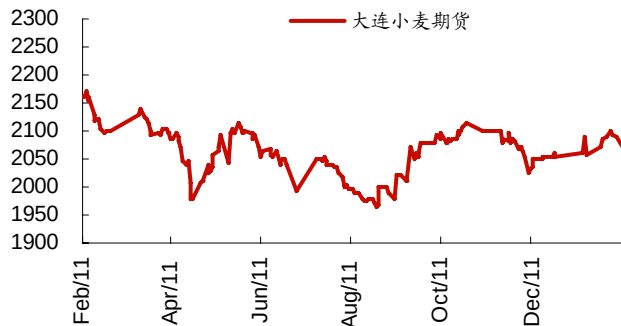
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 18: 美国玉米期货近期走强



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 19: 国内小麦期货近期走强



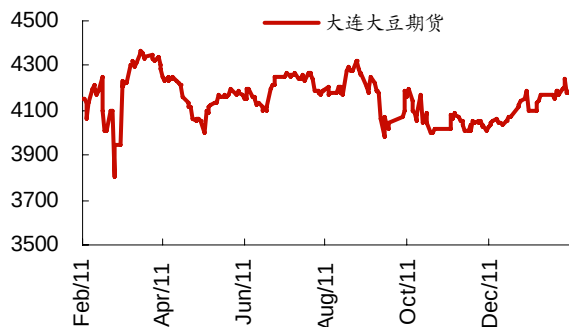
资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 20: 美国小麦期货近期走强



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 21: 国内大豆期货近期走强



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

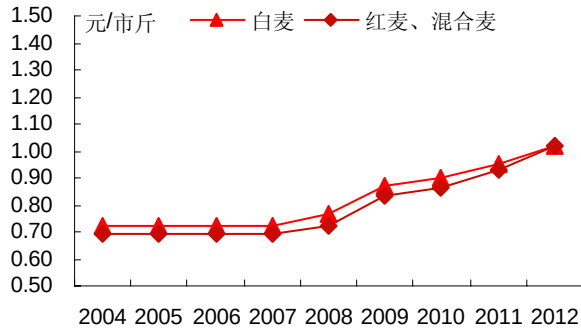
图 22: 美国大豆期货近期走强



资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

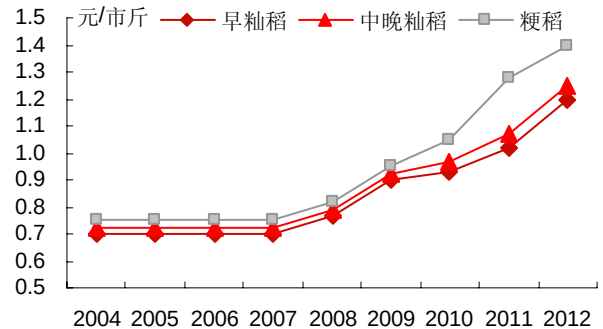
理由之二: 水稻最低收购价提价超预期带来政策暖风。2月2日, 国家宣布提高2012年生产的早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价, 提价幅度分别为18%、17%和9%。往年提价幅度10%左右, 此次提价幅度超出预期, 显示国家对于粮食生产的支持和保障粮食安全的重视。政策直接利好的是粮食生产的上游包括种子、农业机械和农业设备行业。如果把此次政策解读为后续一系列政策的序幕, 则整个农业板块都将得到提振。

图 23： 近年小麦最低收购价格逐年提高



资料来源：发改委，华泰联合证券研究所

图 24： 近年水稻最低收购价格逐年提高



资料来源：发改委，华泰联合证券研究所

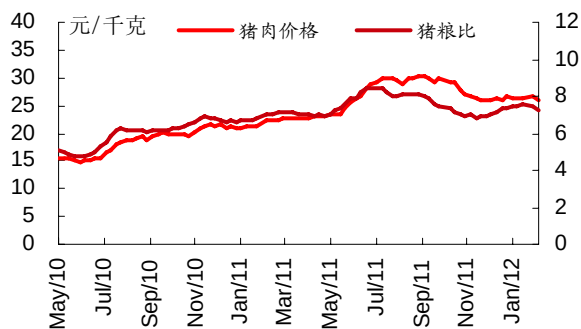
理由之三：大部分股票的估值水平处于历史低位。在大盘的上一轮下跌中，我们发现许多成长性确定的绩优股也惨遭“熊市思维”的错杀，从 PE-band 图上来看我们的主推品种（如大北农、新希望）估值水平处于历史低位。我们认为，在这些公司业绩兑现的过程中，股价将不断的回归至应有的水平。

对猪价周期的再认识

本轮猪价上行周期于 11 年 9 月份见顶。猪肉价格由 10 年 6 月份的底部 15.14 元/公斤开始上升，至 11 年 9 月份 30.41 元/公斤见顶，历经 1 年零 4 个月，涨幅 100%。1 月份由于节日需求拉动，猪肉价格出现了反弹，但没有超过前期高点。如果从猪粮比的角度看，前期高点是出现在 11 年 7 月份，上行周期持续 14 个月，10 月份起由于玉米价格下跌，猪粮比反弹幅度较大，但也没能超过前期高点。

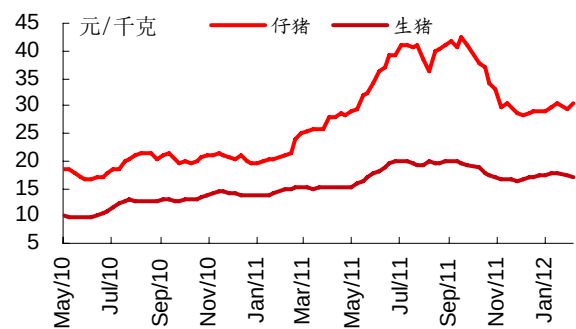
目前猪肉价格进入下行周期基本已经确定。春节后猪肉需求下降，而生猪存栏数据又处于历史高位，因此春节后猪肉的供需形势将扭转，猪肉价格进入下行周期。

图 25： 猪肉价格见顶回落



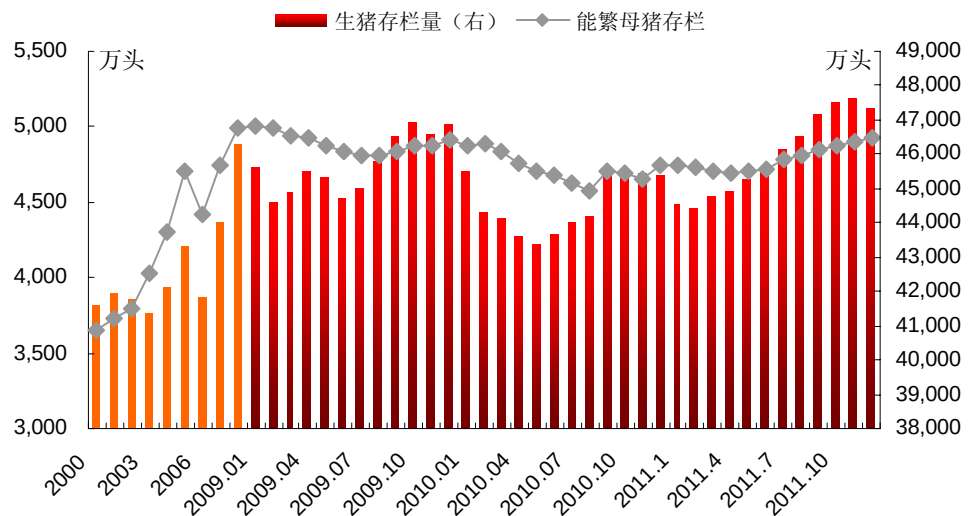
资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 26： 生猪、仔猪价格见顶回落



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

图 27： 生猪存栏处于历史高位



资料来源：wind, 华泰联合证券研究所

我们和投资者交流时发现市场对于猪肉价格普遍比较悲观，对上市公司的业绩和股价都比较担忧。但是我们认为本轮猪价下行周期还存在着许多不确定因素和好于预期的可能，市场普遍对这些不确定因素都持悲观的态度，实际上所有坏事同时发生的概率是很小的，因此我们认为市场可能过度悲观。具体如下：

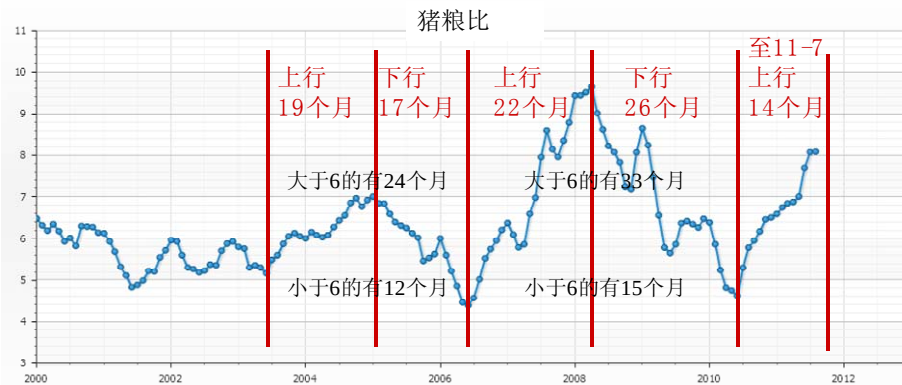
首先，下行周期有可能提前结束。从历次猪周期来看，周期持续时间虽然总体上在 3 年左右，上下行周期都在 18 个月左右，但是每次周期还会受到疫病、补栏情绪等因素的干扰，导致具体持续时间都不尽相同。例如最近 3 次的上行周期持续时间分布为 19、22 和 14 个月；而最近两次的下行周期持续时间为 17 和 26 个月。此外，猪价会受到短期因素影响出现剧烈震荡的情况，导致关于上下行周期的界定比较模糊。因此，本轮下行周期虽说在 18 个月左右，但实际上具体时间并不确定，存在提早结束的可能（例如在 13 年春节之前就触底反弹）。

其次，企业亏损时间有可能短于预期。虽然猪价下行，但是从绝对数值上还是支持企业盈利的。并且，我们从图中还可以发现最近两轮完整的猪周期企业盈利情况较之前的周期有所改善，盈利区间大于亏损区间。如果以猪粮比 6 为临界点，则前两轮猪周期的盈利周期分别为 24 和 33 个月，而亏损周期分别为 12 和 15 个月。因此，如果这种盈亏不对称现象继续出现，甚至亏损周期继续缩短，则企业的亏损将没有预期的那么坏。

第三，企业亏损程度可能好于预期。每次猪周期的高点和低点也存在不确定性，因此此次下跌幅度可能好于预期。（1）从猪粮比上看，最近两轮猪周期的高点到低点的跌幅分别为 36% 左右和 55% 左右，相差较大。本轮猪粮比高点大约为 8.48 的水平，按低点 4.7-5 计算，对应低点下跌空间还有 41-44%，比上一轮周期的情况要好，目前猪粮比 7.48，后市下跌空间较小。（2）从生猪价格上看，目前玉米价格 2.3 元/公斤，按照 5 的猪粮比对应生猪价格 11.5 元/公斤，而当前生猪 17.48 元/公斤左右，下跌空间 35%。而按上文对大宗商品的分析，玉米价格还可能再涨，则对应的猪价低点可能

比预期的高。此外，养殖业的集中趋势使得龙头企业收益，其盈利水平还要好于行业平均。

图 28： 最近几次猪周期的情况



资料来源：中国畜牧业信息网,华泰联合证券研究所

我们的推荐

首先推荐确定性较高的饲料板块

饲料板块中我们的主推品种新希望、海大集团和大北农成长性确定，在熊市的环境下遭到错杀，估值已经十分便宜，推荐买入。

新希望：公司的重点市场仅在山东和河南，山东占 50%以上，河南占比 10%多；未来凭借“六和模式”向其他养殖大省扩张的空间仍在。养殖屠宰方面，公司主要业务在禽类养殖，养猪产业链的规模较小，凭借公司平台未来增长潜力巨大。预计公司 11 年四季度农牧 EPS0.2 元，全年整体 EPS1.6 元；预计 12-14 年公司农牧主业 EPS 分别为 1.24, 1.41, 1.65 元，未来 3 年增速在 16%左右。公司目前股价 17.15 元，扣去民生银行股权价值约 3.6 元后为 13.55 元，对应 12-14 年农牧 PE11X, 9X 和 8X, 12 年 A 股饲料企业平均估值是 18X，养殖企业是 15X，公司估值优势明显，给予“买入”评级。

海大集团：公司长期成长路径明确，近几年销量保持稳定高速增长，在行业不景气下依然能逆势扩张。预计 11 年饲料销量为 300 万吨，未来 3 年将保持每年新增 150 万吨产能和 100 万吨左右产量。两项新业务微生态制剂、苗种爆发性增长，预计全年毛利加起来将超过 1.3 亿元，同比增幅 300%左右；11 年虾苗销量达到 120 亿尾，增幅约 240%。此外，公司还积极在东南亚地区开拓市场。我们预测公司 11-13 年 EPS0.6、0.85 和 1.08 元，对应 PE 分别为 29X 和 20X, 16X，维持买入评级。

大北农：公司未来产能增长明确，更有股权激励保驾护航。预计 2011 年饲料产能将从 270 万吨增至 450 万吨以上，2013 年末达到 700 万吨产能规模。公司营销能力强大，能保证销量同步增长。玉米新品种农华 101 于 09/10 产季上市，10/11 产季推广约 300 万亩，按照新种子的推广周期，目前仍处于快速成长期，预计 11/12 产季推广面积能达到 800 万亩，未来两个产季分别达到 1200 和 1500 万亩。我们预计公司 11-13 年的 EPS 为 1.38 元、1.82 元和 2.36 元，对应 11/13 年 PE 为 23X、17X

和 13X，维持买入评级。

其次推荐前期超跌的个股

獐子岛：前期公司股价从 30.60 高点跌至 21.01 元低点，跌幅接近 33%，我们认为公司基本面无重大变化。08-10 年确权海域面积稳步增至 110 万亩、165 万亩和 285 万亩，按照公司之前的育苗进度公司增长明确，11-13 年可捕捞面积达到 40 万亩、65 万亩和 125 万亩左右，复合增速 57%。即使公司确权海域近期不再扩张，10 年的 285 万亩海域充分利用后，能够提供每年滚动 95 万亩的捕捞面积，为 10 年的 3 倍。我们预计公司 12-13 年 EPS1.02 和 1.50 元，对应 PE23X 和 16X，给予买入评级。

好当家：前期公司股价从 13.80 高点跌至 7.75 低点，跌幅 44%，而公司基本面无实质利空。目前拥有 3.5 万亩围堰海参养殖海域，今年增发完成后增 1 万亩，未来海参将放量。投资项目合计将新增海参产能 1770-3090 吨，海参苗种 210 吨左右。其次，由于前期新增海蜇养殖面积释放产能，预计 11-12 年公司海蜇捕捞量将大幅增至 5900 吨和 8300 吨以上。另外，公司还拥有苏山岛 20 万亩深水海域，可以进行底播海参和扇贝的养殖，未来将成为公司新的增长点。我们预测公司 12-13 年 EPS0.5 和 0.63 元，对应 PE18X 和 14X，给予增持评级。

隆平高科：前期公司股价从 36.00 高点跌到 20.36 低点，跌幅 43%，公司的业绩和估值弹性都很大，造成近期股价波动剧烈。公司是水稻种子龙头企业，是近期一系列利好政策的受益者。旗下高附加值的 Y 两优六号、隆平 206 利合 16 等品种快速推广。公司和湖南杂交水稻研究中心的合作也将大大增强产品竞争力。未来公司还将逐步收回少数股东权益，使得上市公司投资者能够充分享有成长收益。我们预测公司 12-13 年 EPS0.78 和 1.08 元，对应 PE31X 和 23X，给予增持评级。

登海种业：前期公司股价从 35.58 高点跌到 23.02 低点，跌幅 35%，公司的业绩和估值弹性也比较大。虽说之前曾屡屡爆出种子不合格问题，但是实际大田生长情况良好，未出现不合格问题。今年丰收，公司种子单产表现位居前列，使得公司四季度种子销售情况向好。登海先锋产能逐渐达到满产，而自有品种潜在空间巨大，登海 605 等超级玉米品种在 10/11 产季推广不足 500 万亩，未来可达 2000 万亩以上。我们预计公司 12-13 年 EPS0.87 和 1.08 元，对应 PE 为 32X 和 26X，给予增持评级。

西王食品：前期公司股价从 39 元高点跌至 22 元低点，跌幅达到 44%。其原因是 2011 年度业绩不及预期。此前市场预期公司全年业绩在 1.0-1.2 元，小包装销量在 9-10 万吨，实际上公司 EPS0.88 元，小包装全年销量 8-9 万吨，并且公司费用超出预期。实际上公司股价跌幅远高于 11 年业绩不及预期的幅度，主要原因是熊市思维下的业绩和估值双杀。我们认为 11 年的业绩已经告一段落，12 年的销量仍存在超预期的可能。新项目精炼油部分已经完成，小包装油最早二季度可以投产，届时小包装产能将从 15 万吨增长到 30 万吨。经过深入的调研和了解，我们看好公司的增长潜力，但实际销售情况需要较长时间验证，建议投资者可以适时介入，静待公司业绩的兑现和市场估值水平的回升，给予公司增持评级。

雏鹰农牧业绩或好于预期。

我们再次推荐雏鹰农牧。在本轮上行周期初期，我们向市场推荐雏鹰农牧，获得了不错的收益，当前时点雏鹰农牧再次进入我们的视野，理由有三。（1）以量补价，12

年的业绩不至于太差。目前猪价下行周期较为明确，因此投资者对公司 12 年业绩有所担忧。根据上文的分析，生猪盈利周期仍然会持续一段时间，亏损周期较短。而公司出栏量将保持快速增长，11 年出栏量预计在 100 万头左右，根据公司发展战略，未来 4-5 年公司生猪出栏量将达到 50%的复合增速。(2) 股权激励提供安全边际。前期公司发布股权激励草案，行权条件是 12-14 年净利润较 11 年增长 10%、37.5% 和 71.88%，复合增速约 20%，每年加权平均 ROE 不低于 15%。12 年业绩同比增长 10%，略高于我们之前 5%的预期，也显示了公司对于下行周期盈利能力的信心。(3) 我们认为公司是国内养猪业龙头，养殖模式先进，产业链完整，值得价值投资者长期（3 年以上）持有。我们预测公司 12-13 年 EPS1.75 和 2.55 元，对应 PE15X 和 10X，给予增持评级。

风险提示

大宗农产品价格继续低迷；猪价跌幅超出我们预期；相关公司经营情况恶化。

