

杨澍

执业证书编号: S0730511080001

021-50588666-8013

yangshu@ccnew.com

价格短期承压，成本持续上涨孕育机会

——农林牧渔行业 2012 年下半年投资策略

证券研究报告-行业策略

同步大市

发布日期: 2012 年 6 月 11 日

盈利预测和投资评级

证券简称	每股收益			投资评级
	2011A	2012E	2013E	
雏鹰农牧	1.61	0.84	1.15	增持
华英农业	0.58	0.42	0.58	增持
隆平高科	0.48	0.75	1.05	增持
新研股份	0.88	0.55	0.75	增持

农林牧渔行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

《追踪畜牧业的景气周期——农林牧渔行业 2011 年下半年投资策略》.....2011 年 5 月 31 日

《量增价稳，农业科技整装待发——农林牧渔行业 2012 年年度投资策略》.....2011 年 11 月 28 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

年内农产品价格涨幅收窄，农业板块表现不佳。基于下半年价格维持弱势的判断，预期板块整体行情不大。将视角转向中长期，人力成本上涨将推升农产品价格，价格阶段性低迷可能带来供给萎缩，而后有望重回上涨。给予农业板块“同步大市”的投资评级，短期看好受益于生猪价格反弹的畜牧养殖板块，长期看好有利于提升生产效率的种子行业、农机行业。

投资要点:

- 下半年农产品价格以稳为主。上半年农产品价格同比涨幅收窄，符合年初判断。我们认为，下半年农产品价格仍面临压力，难以大幅上涨，其中仅生猪价格有望迎来阶段性反弹。
- 通过成本判断农产品长期走向。农产品有向下游转嫁成本的能力，中长期来看，其价格由成本决定，围绕成本波动。种植业成本包括土地成本、人力成本、物质与服务费用三项。
- 人力成本推动农产品中长期上涨。过去几年中，人力成本增长最快、对总成本贡献最大。在“刘易斯拐点”背景下，农业劳动力价格将呈现快速提升态势，推动农产品价格中长期上涨。
- 静待棉花、甘蔗、蔬果等品种供应萎缩。人力成本上涨背景下，筛选出价格弹性最大的作物品种：棉花、甘蔗、蔬果，等待未来供应萎缩之后的价格上涨。
- 给予行业“同步大市”评级。农产品价格弱势无法推动农业板块行情，结合政策预期与防御属性，给予农业板块“同步大市”的投资评级。
- 投资策略: 短期关注受益于生猪价格反弹的畜牧养殖板块看好雏鹰农牧 (002477)、华英农业 (002321); 长期关注有利于提升生产效率的种子行业、农机行业，看好隆平高科 (000998)、新研股份 (300159)。
- 风险提示: 大规模病虫害或恶劣天气; 农化产品价格上涨拖累利润率; 行业低层次竞争严重; 食品安全事故。

目 录

1、上半年农产品涨幅收窄	5
2、下半年农产品将以稳为主	5
2.1 粮食作物价格保持平稳	5
2.2 经济作物价格持续震荡	7
2.3 生猪价格有望触底反弹	8
3、成本决定农产品中长期走向	9
3.1 农产品价格最终由成本决定	9
3.2 农业成本要素构成	10
3.3 种植业成本持续提升	11
3.4 农作物具备成本转嫁能力	12
4、人力成本推动农产品中长期上涨	13
4.1 人力成本影响最大	13
4.2 劳动力价格增速最快	14
4.3 人力成本长期推升农产品价格	15
5、成本上涨背景下的投资视角	17
5.1 受益于成本上涨的作物品种	17
5.2 受益于成本上涨的辅助行业	19
6、投资策略	19
6.1 给予农业板块年内“同步大市”的投资评级	19
6.2 短期关注畜牧养殖行业	20
6.3 长期关注种子行业、农机行业	20
7、重点上市公司估值比较	20
8、风险提示	20
行业投资评级	21
公司投资评级	21
重要声明	21
免责条款	21
转载条款	21

图 目 录

图 1: 国内粮食作物价格同比波动	6
图 2: 国内粮食作物产量同比波动	6
图 3: 国内玉米产量、消费情况	6
图 4: 国内小麦产量、消费情况	6
图 5: 国内稻谷产量、消费情况	7
图 6: 全球大豆、棉花播种面积	7
图 7: 国内糖料种植面积	7
图 8: 国内经济作物价格波动	8
图 9: 国内生猪、能繁母猪存栏	8
图 10: 国内猪粮比价	9
图 11: 农产品价格波动符合蛛网理论	9
图 12: 种植业是农业的基础	10
图 13: 2010 年全国粮食作物成本构成	11
图 14: 2010 年全国油料作物成本构成	11
图 15: 2010 年全国棉花成本构成	11
图 16: 2010 年全国甘蔗成本构成	11
图 17: 每亩总成本	12
图 18: 每亩土地成本	12
图 19: 每亩人工成本	12
图 20: 每亩物质与服务费用	12
图 21: 国内农作物总体处于紧平衡状态（2004 年-2011 年）	12
图 22: 各项成本增长及贡献度比较（2004-2010 年，粮食作物）	13
图 23: 不同农作物的人工成本贡献度（2004-2010 年）	14
图 24: 粮食作物每亩工时	14
图 25: 粮食作物外雇劳动力价格	14
图 26: 国内耕地面积	15
图 27: 农村居民人均工资性收入	16
图 28: 城乡居民收入差距拉大	17
图 29: 粮食作物人力成本	17
图 30: 人力成本占总成本的比重（2010 年）	18
图 31: 价格变动对成本变动的覆盖率（2004 年-2010 年）	18
图 32: 2009 年以来农业板块与 HS300 涨幅同步	19
图 33: 农业板块估值相对 HS300 溢价快速回落	19

表 目 录

表 1: 农产品价格涨幅收窄	5
表 2: 农作物成本、价格变动比较（2004-2010 年）	10
表 3: 农作物有能力向下游转嫁成本（2004 年-2010 年）	13
表 4: 各项生产要素单价比较（2004-2010 年，粮食作物）	15
表 5: 粮食作物人力成本预测	17
表 6: 上市公司估值比较	20

1、上半年农产品涨幅收窄

在 2012 年的年度策略报告中,我们明确指出农产品价格在经过 2010 年、2011 年连续两年 16%左右的上涨后,有望在 2012 年表现为涨幅收窄,预计将在 10%以下,进而对 A 股农业板块产生负面影响。

从实际情况来看,去年底至今年初,农产品价格呈现上涨趋缓态势。对比农产品价格指数的同比涨幅,2011 年全年上涨 16.5%,四季度降至 11.9%,2012 年一季度进一步回落至 9.16%。

分不同品种来看,一季度粮食涨幅回落,但仍相对平稳;经济作物涨跌不一,其中棉花大幅下跌,糖料涨幅回落明显,油料涨幅则略有扩大;此外,畜禽涨幅也快速回落。

表 1: 农产品价格涨幅收窄

单位: %

品种	2011 年涨幅	11 年四季度 同比涨幅	12 年一季度 同比涨幅	品种	2011 年涨幅	11 年四季度 同比涨幅	12 年一季度 同比涨幅
小麦	5.20	3.86	2.45	糖料	25.50	19.82	7.44
稻谷	13.30	10.02	5.38	蔬菜	3.40	-2.16	7.44
玉米	9.90	9.38	8.02	水果	6.20	4.42	-10.62
薯类	-	4.00	-8.02	畜禽	26.20	21.87	15.04
油料	12.10	6.90	8.20	鱼类	10.00	8.70	11.48
棉花	-	-22.65	-29.08	农产品综合	16.50	11.90	9.16

来源: 中原证券研究所 国家统计局

2、下半年农产品将以稳为主

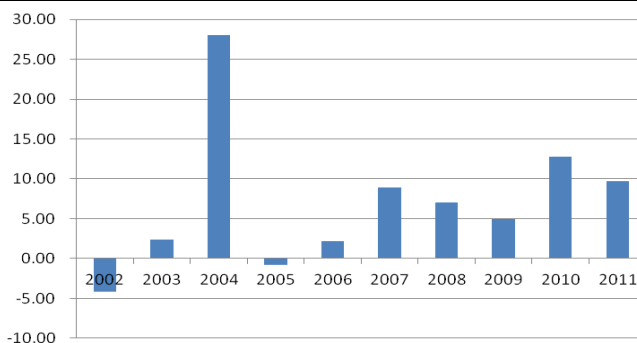
2.1 粮食作物价格保持平稳

在政策管控之下,国内粮食价格波动幅度较小,但上年粮食丰歉与次年价格仍具有明显负相关性。2011 年国内粮食大丰收,玉米、小麦、水稻三种主粮产量增幅在 4%以上,处于历年较高水平,进而年底库存也有所提升。在此基础上,2012 年粮食价格上涨力度将弱于之前两年。上半年谷物价格小幅上涨,预计下半年基本平稳,全年涨幅可能回落至 5%左右。

分品种看,2011 年国内玉米产量增长 9%,供小于求得以改善,预计 2012 年供需双双小幅增长,仍可基本平衡,价格上涨动力不强;小麦需求在 2011 年剧增是由于饲用增长所致,因而受玉米价格影响大,2012 年小麦产量有望大幅增长,供需矛盾缓解;稻谷在 2011 年存在供需缺口,具备价格上涨动力,但 2012 年供给有望提升,供需恢复平衡。

图 1: 国内粮食作物价格同比波动

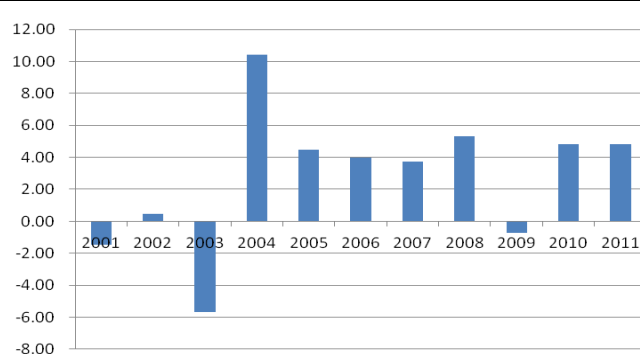
单位: %



来源: 中原证券研究所 国家统计局

图 2: 国内粮食作物产量同比波动

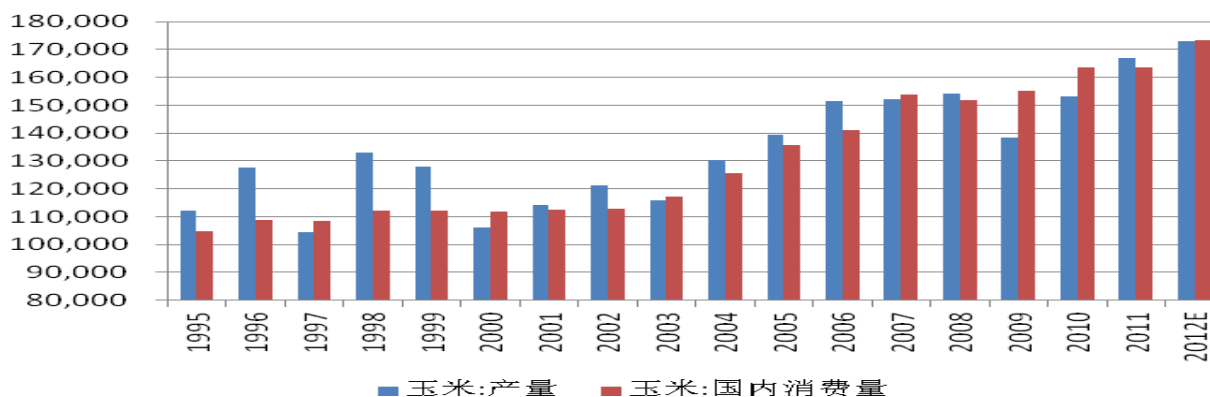
单位: %



来源: 中原证券研究所 USDA

图 3: 国内玉米产量、消费情况

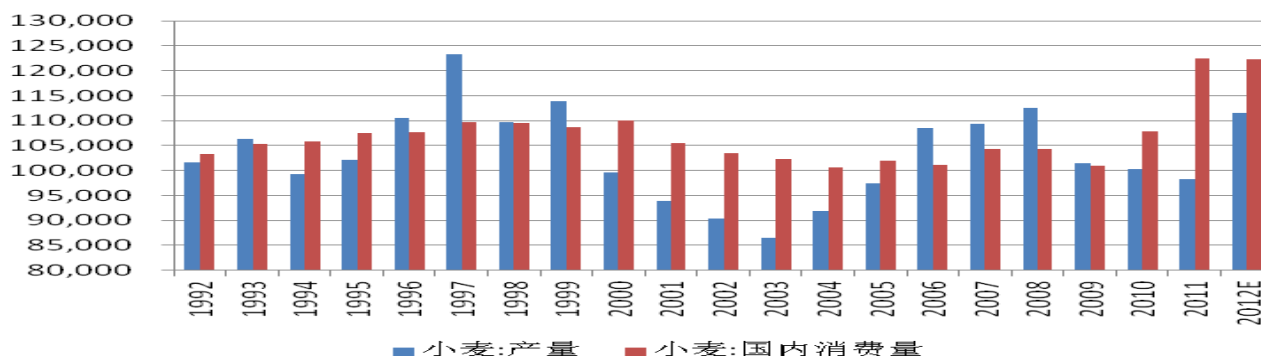
单位: 千吨



来源: 中原证券研究所 农业部

图 4: 国内小麦产量、消费情况

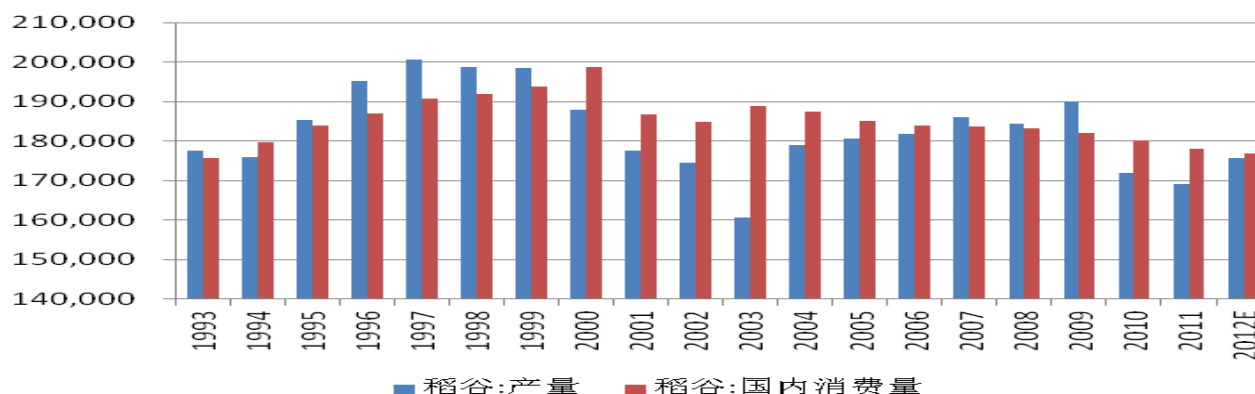
单位: 千吨



来源: 中原证券研究所 农业部

图 5: 国内稻谷产量、消费情况

单位: 千吨



来源: 中原证券研究所 农业部

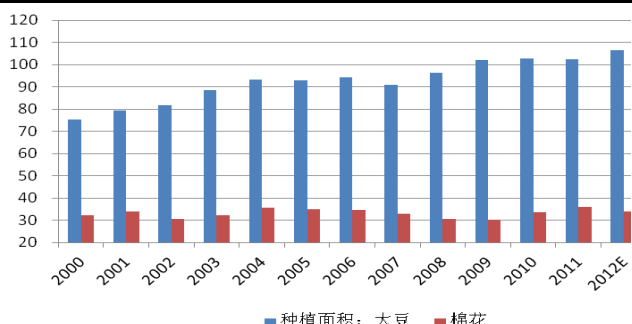
2.2 经济作物价格持续震荡

经济作物播种面积波动较大, 导致其价格走势活跃。分品种来看, 大豆、棉花对进口依赖程度较强, 更易受国际形势影响。2010 年与 2011 年, 以棉花、糖料为代表的经济作物价格呈现较大幅度的上涨, 极大提升种植意愿, 2011 年全球棉花播种面积大幅提升 7%, 全球大豆播种面积基本与之前持平, 国内甘蔗播种面积则提升 5.5%。

种植面积决定新年度供给, 市场预期 2012 年棉花与白糖供给大幅增长, 进而导致两者价格走低; 而大豆供给持平, 价格相对强势。

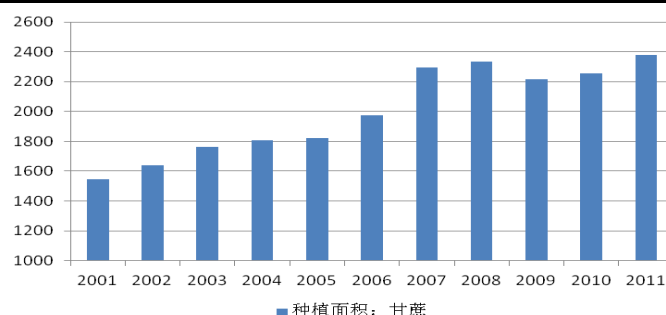
上半年各品种走势基本符合预期, 国内白糖现货价围绕 6500 元/吨低位震荡, 棉花 328 价格则在 20000 元/吨之下运行, 大豆 (3 等) 批发价由 4300 元/吨上涨至 4500 元/吨。预计下半年白糖与棉花价格仍难大幅上涨, 延续低位震荡的可能性较大, 大豆则可能由单边上涨转为震荡调整走势。

图 6: 全球大豆、棉花播种面积 单位: 百万公顷



来源: 中原证券研究所 USDA

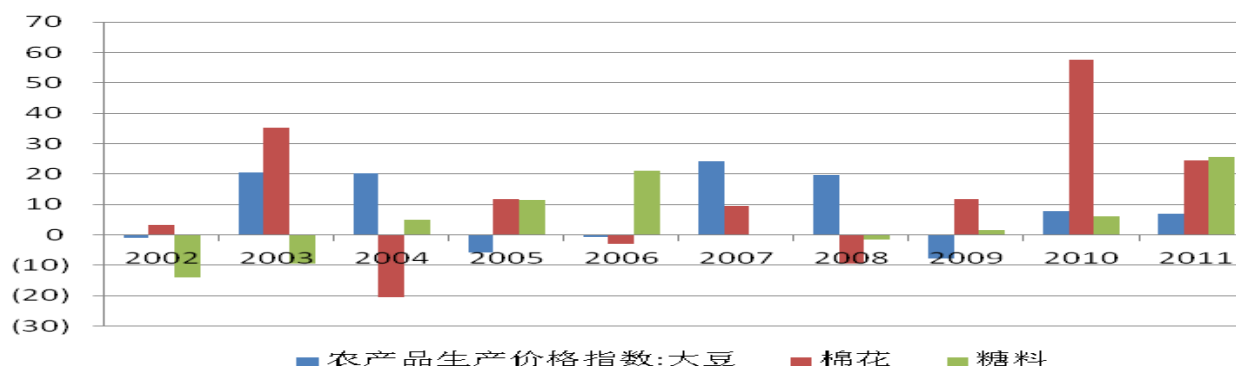
图 7: 国内糖料种植面积 单位: 万亩



来源: 中原证券研究所 中国糖业协会

图 8: 国内经济作物价格波动

单位: %



来源: 中原证券研究所 国家统计局

2.3 生猪价格有望触底反弹

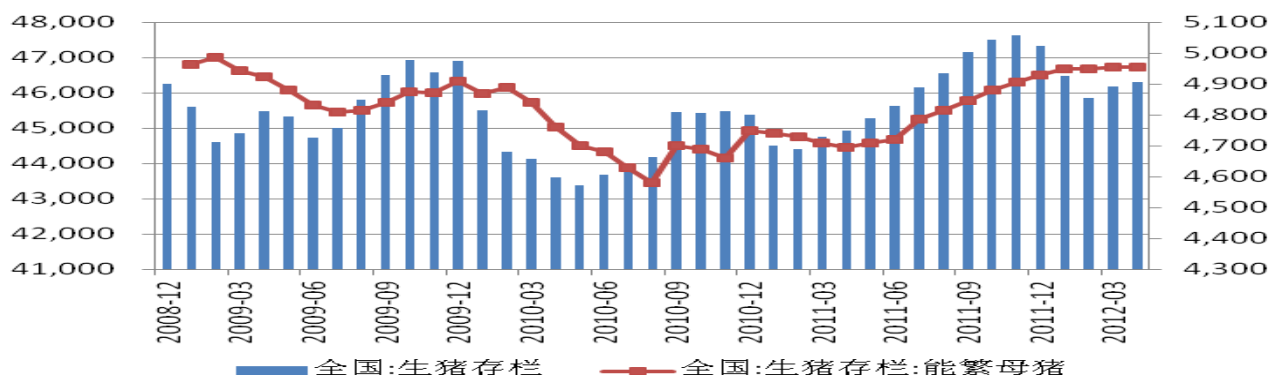
由于周期使然, 生猪价格在 2011 年 9 月触碰价格高点, 进而步入下降周期。从上半年走势来看, 生猪价格持续下跌, 由 17.5 元/公斤跌至 14 元/公斤左右, 基本符合判断。

对于下半年价格, 预期将出现一波幅度较大的反弹走势。从短期供给来看, 2012 年初中东部区域发生较为严重疫情, 导致仔猪大批死亡, 影响到 5-9 月的大猪出栏, 可能出现阶段性供不应求局面; 从养殖收益来看, 目前猪粮比价已回落至 6 以下, 农户补栏积极性受挫, 为价格反弹打下基础。

但由于目前能繁母猪存栏量仍维持高位, 因而判断生猪价格的新一轮上涨周期尚未到来, 阶段性反弹后猪价仍将回归下跌, 直至母猪存栏大幅减少为止。

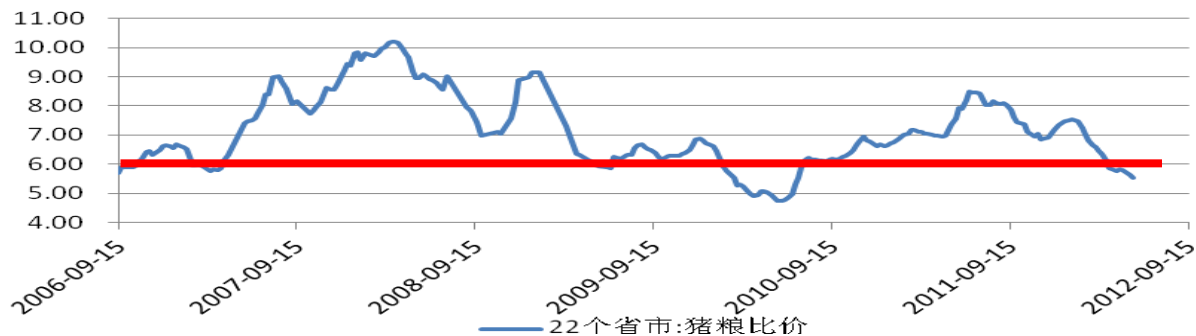
图 9: 国内生猪、能繁母猪存栏

单位: 万头



来源: 中原证券研究所 中国政府网

图 10: 国内猪粮比价



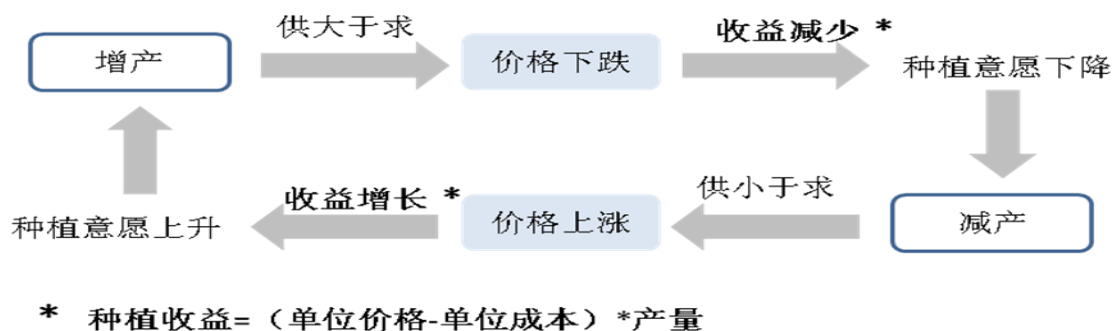
来源: 中原证券研究所 中国畜牧业信息网

3、成本决定农产品中长期走向

3.1 农产品价格最终由成本决定

短期来看, 农产品价格符合蛛网理论, 由供求关系决定。但中长期看, 价格则主要受成本的影响, 围绕成本(包含合理利润)波动。可做如下理解: 供需决定价格、收益决定供给、价格与成本共同决定收益, 因而在需求基本稳定的背景下, 成本是决定价格的唯一自变量。

图 11: 农产品价格波动符合蛛网理论



来源: 中原证券研究所

从实证来看, 过去几年中农产品价格与单位成本变动的相关性大, 可得到结论: 在推动农产品价格上涨的各种要素中, 成本的作用力最大。统计区间内, 种植成本提升推动农作物价格上涨, 且贡献度高达 54%, 即一半以上的涨价原因是由于成本引起的。

分品种来看, 粮食价格与成本相关性最大, 达到 92%, 表明其价格弹性

较弱；棉花、甘蔗、蔬菜、苹果等经济作物价格弹性大，价格变动显著快于成本变动，种植收益率得以提升；油料受进口因素影响太大，价格涨幅相对其他经济作物偏慢。

表 2：农作物成本、价格变动比较（2004-2010 年）

单位：元/50 公斤

	粮食	油	棉花	甘蔗	蔬菜	苹果	平均
成本增长	30.57	85.20	367.91	5.90	13.84	68.91	95.39
价格增长	33.05	102.36	692.92	13.20	31.61	179.79	175.49
成本增长/ 价格增长	92%	83%	53%	45%	44%	38%	54%

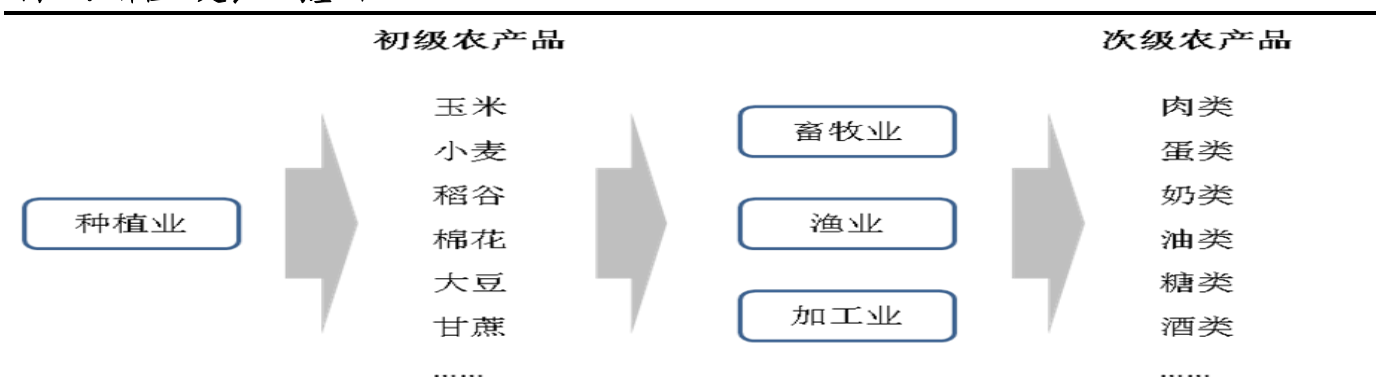
来源：中原证券研究所 国家发改委

3.2 农业成本要素构成

农业是国民经济的基础，而种植业是农业的基础。种植业生产的各种作物属于初级农产品，可直接用于消费，也可用于投入下游畜牧、渔业、食品加工等产业中，进而生产出次级农产品。

由于产业之间存在上下游关系，畜牧业、渔业、加工业等下游产业的成本构成中包含初级农产品，难以清晰划分来自外部的成本要素及比重，因此我们分析农业成本构成时主要针对种植业展开。

图 12：种植业是农业的基础

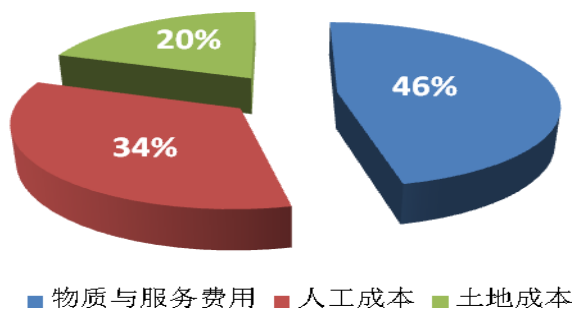


来源：中原证券研究所

种植业成本可划分为三个部分，人工成本、土地成本、物质与服务费用，其中人工成本包括家庭用工以及外部雇工两项，土地成本包括自营地折租及流转地租两项，物质与服务费用包括种子、农药、化肥、农膜、机械作业、燃料动力等费用。

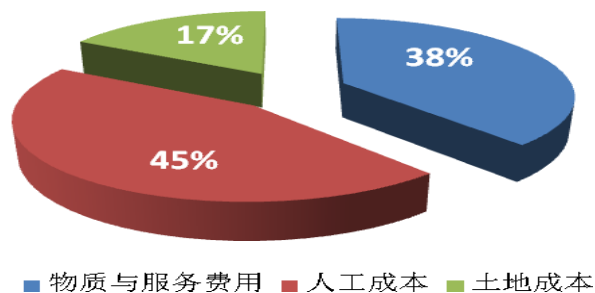
以国内情况来看，在种植业三项成本要素中，人力成本和物质与服务费用的比重较大，根据不同作物品种以及区域特点，两者合计占比约为80%-90%，其余为土地成本。

图 13: 2010 年全国粮食作物成本构成



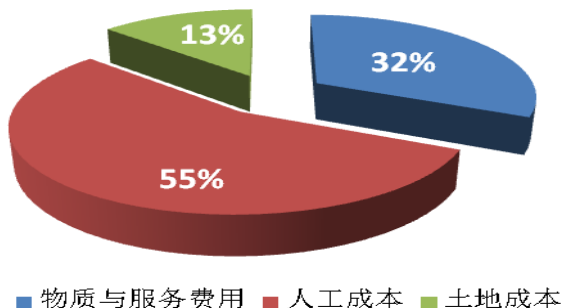
来源：中原证券研究所 国家发改委

图 14: 2010 年全国油料作物成本构成



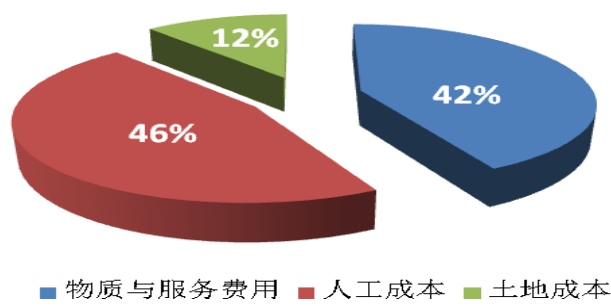
来源：中原证券研究所 国家发改委

图 15: 2010 年全国棉花成本构成



来源：中原证券研究所 国家发改委

图 16: 2010 年全国甘蔗成本构成



来源：中原证券研究所 国家发改委

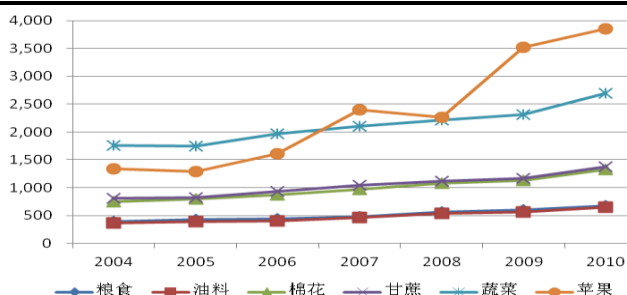
3.3 种植业成本持续提升

国内种植业成本在近些年持续提升，所统计作物（包括粮食、经济作物、蔬菜、水果等）的每亩种植成本复合增速达到 10.85%，其中土地成本增速 14.4%，人工成本增速 11.99%，物质与服务费用增速 8.52%。

对过去几年三项成本要素的增长轨迹进行分析，土地成本增速相对平稳，对各类农作物的影响较为同质；人工成本增速在 2009 年出现加速迹象，且对不同农作物的影响差别大；物质与服务费用相对平稳，个别年份出现同比下滑。

图 17: 每亩总成本

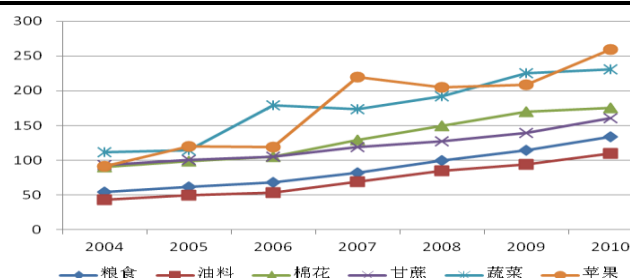
单位: 元



来源: 中原证券研究所 国家发改委

图 18: 每亩土地成本

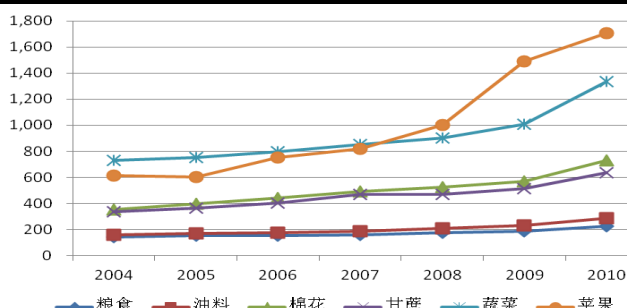
单位: 元



来源: 中原证券研究所 国家发改委

图 19: 每亩人工成本

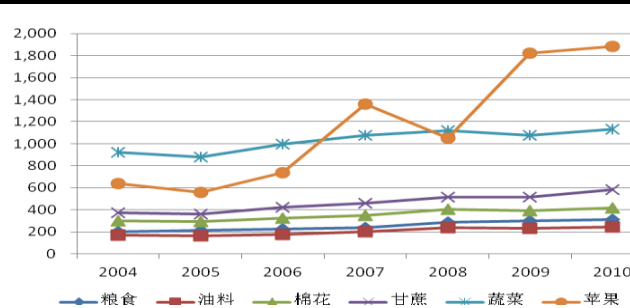
单位: 元



来源: 中原证券研究所 国家发改委

图 20: 每亩物质与服务费用

单位: 元



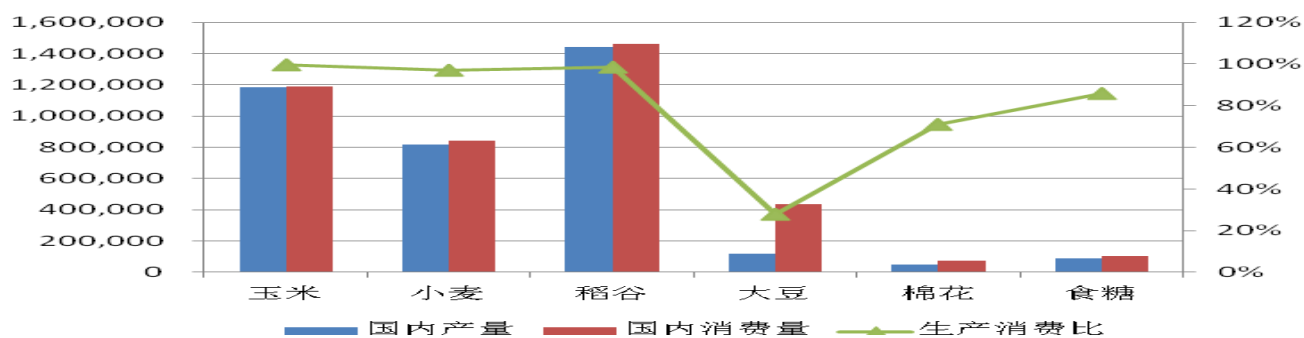
来源: 中原证券研究所 国家发改委

3.4 农作物具备成本转嫁能力

国内耕地资源稀缺, 劳动生产力低下, 农作物整体供需处于紧平衡状态: 粮食生产基本满足需求, 但经济作物难以顾及, 需要大量进口弥补。此外, 农作物属生活必需品, 价格弹性较小, 从过去十年来看, 主要农作物消费量均呈现平稳增长态势。

图 21: 国内农作物总体处于紧平衡状态 (2004 年-2011 年)

单位: 千吨



来源: 中原证券研究所 国家统计局

必需品属性加上供需紧平衡状态，导致农作物具备向下游转移成本的能力。从中长期来说，种植业并不担心成本上涨，反而可能因此受益。

从过去几年的实际情况来看，所统计农作物的价格上涨均高于成本上涨，即成本上涨可以被完全向下游传导。如果再考虑单产增长因素，农作物的亩产值提升更是跑赢亩成本，即种植收益得到提高。

表 3：农作物有能力向下游转嫁成本（2004 年-2010 年）

单位：元

	粮食	油料	棉花	甘蔗	蔬菜	苹果
每公斤成本上涨	0.61	1.70	7.36	0.12	0.28	1.38
每公斤价格上涨	0.66	2.05	13.86	0.26	0.63	3.60
每公斤利润增长	0.05	0.34	6.50	0.15	0.36	2.22
每亩成本上涨	277.19	275.79	580.75	576.57	935.50	2,509
每亩产值上涨	307.88	327.39	1341.67	1273.78	2149.46	6598.15
每亩利润增长	30.69	51.60	760.92	697.21	1,213.96	4,088.96

来源：中原证券研究所 国家发改委

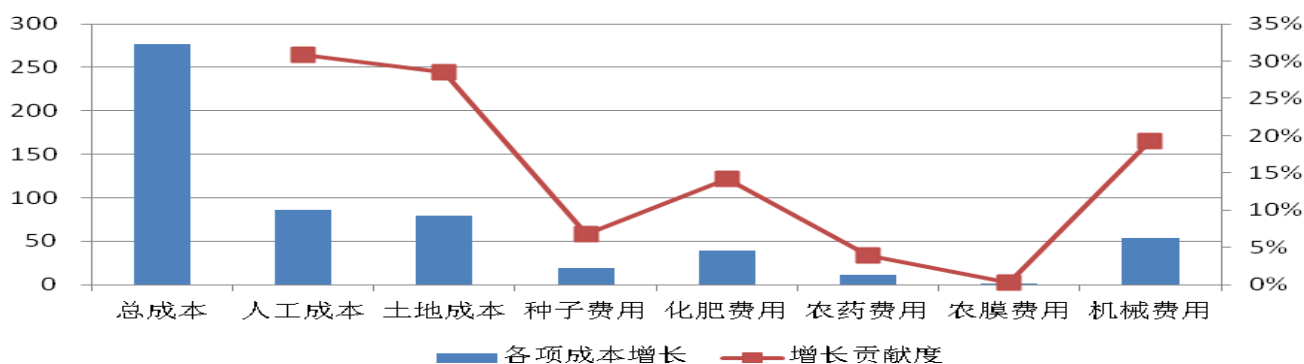
4、人力成本推动农产品中长期上涨

4.1 人力成本影响最大

以粮食作物为例，比较各项成本变动及影响，其中人力成本影响最大。2004 年至 2010 年，粮食作物每亩生产成本由 395.48 元增至 672.67 元，增长 277.19 元；其中人工成本增长 85.64 元，贡献 31%；土地成本增长 79.20 元，贡献 29%；种子、化肥、农药、农膜、机械费用分别提高 18.68 元、39.49 元、10.84 元、0.68 元、53.36 元，贡献均在 20%以下。

图 22：各项成本增长及贡献度比较（2004-2010 年，粮食作物）

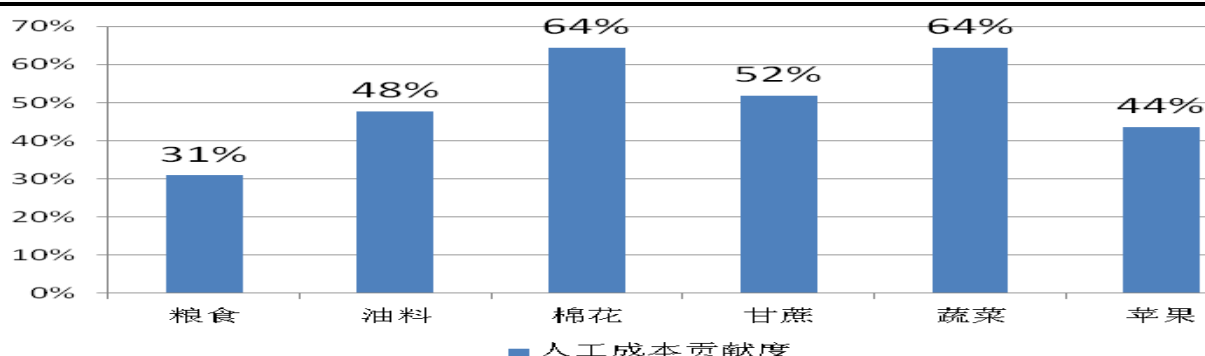
单位：元/亩



来源：中原证券研究所 国家发改委

人力成本影响最大不仅仅反映在粮食作物上，其他作物品种更是如此，如油料作物达到 48%，棉花 64%，甘蔗 52%，蔬菜 64%，苹果 44%。因此，可以得出结论：过去几年中，人工成本提升对种植成本的影响最大。

图 23：不同农作物的人工成本贡献度（2004-2010 年）



来源：中原证券研究所 国家发改委

4.2 劳动力价格增速最快

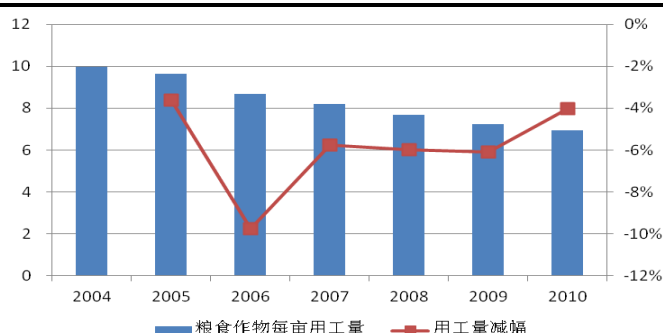
每亩人工成本由劳动力价格及每亩工时共同决定，由于作物品种改良以及机械化作业推广使每亩工时呈递减态势，在一定程度上掩盖了劳动力价格大幅提高的影响。

仍以粮食作物为例，2004 年至 2010 年，每亩人工成本由 141.26 元增至 226.90 元，增幅 60.63%；同期每亩用工量则由 9.98 人天降至 6.93 人天，降幅 30.56%；而外雇劳动力价格（不考虑家庭劳动力）由 22.52 元/人/天涨至 60.67 元/人/天，增幅 169.40%，年复合增长率达到 17.96%。

比较主要生产要素的单价变动，劳动力价格上涨 169.40%，土地价格上涨 146.45%，种子、化肥、农膜等农化物资价格分别上涨 90.41%、29.32%、148.76%。因而可知，在种植业的主要生产要素中，劳动力价格的上涨速度最快。

图 24：粮食作物每亩工时

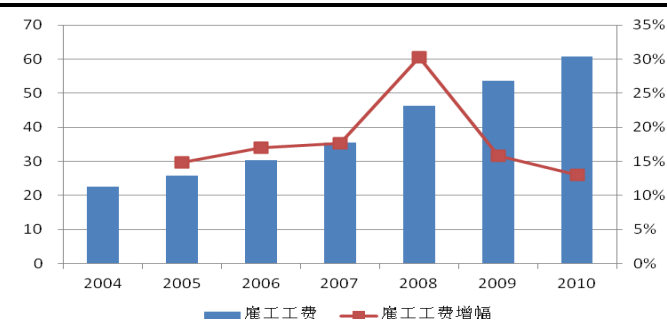
单位：人天



来源：中原证券研究所 国家发改委

图 25：粮食作物外雇劳动力价格

单位：元/人/天



来源：中原证券研究所 国家发改委

表 4: 各项生产要素单价比较 (2004-2010 年, 粮食作物)

	种子价格 (元/公斤)	化肥价格 (元/公斤)	农膜价格 (元/公斤)	土地价格 (元/亩)	劳动力价格 (元/人/天)
2004	3.16	3.73	5.53	54.08	22.52
2005	3.85	4.16	10.10	62.04	25.87
2006	4.07	4.14	11.67	68.25	30.26
2007	4.25	4.19	12.76	81.64	35.59
2008	4.72	5.57	13.94	99.62	46.36
2009	5.09	5.41	12.81	114.62	53.69
2010	6.01	4.83	13.76	133.28	60.67
涨幅	90.41%	29.32%	148.76%	146.45%	169.40%

来源: 中原证券研究所 国家发改委

4.3 人力成本长期推升农产品价格

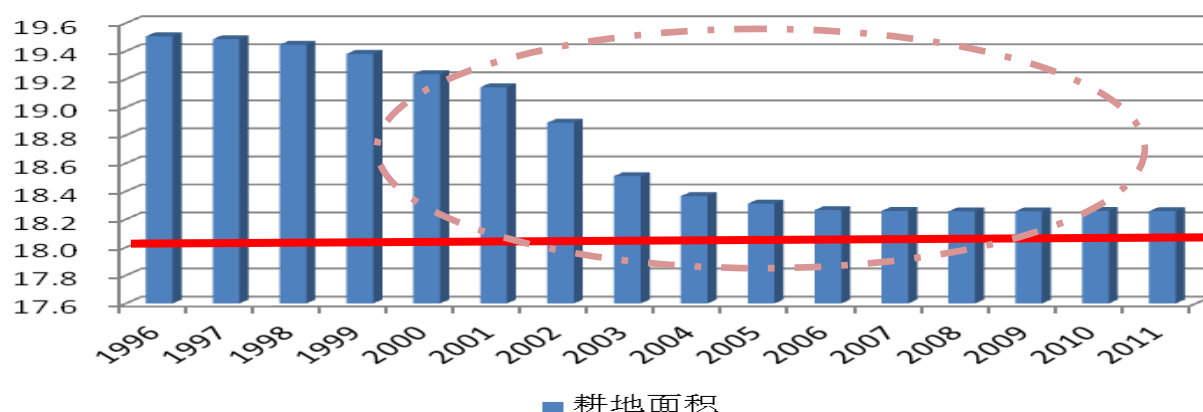
未来土地成本与农化成本增速可能出现放缓, 人力成本对种植业总成本的贡献或将更为突出。

土地成本主要受耕地面积及耕地使用效率的影响。近十年来, 城市化进程加快导致耕地面积萎缩, 下降约一亿亩, 土地成本随之提升。目前耕地面积已逼近 18 亿亩红线, 随着经济增速放缓, 未来有望保持平稳, 对价格上涨构成压力。此外, 耕地集中趋势有望带来使用效率提升, 也将有效抑制价格上涨。

对农化成本的判断则是源于原油价格中短期难以大幅上涨的预期, 因而相关生产要素的成本增速也将放缓。

图 26: 国内耕地面积

单位: 亿亩



来源: 中原证券研究所 国家统计局

与土地成本和农化成本相比，国内人力成本的上升趋势较为明显，并可能长期存在，将在推动种植成本上涨过程中发挥更大作用。

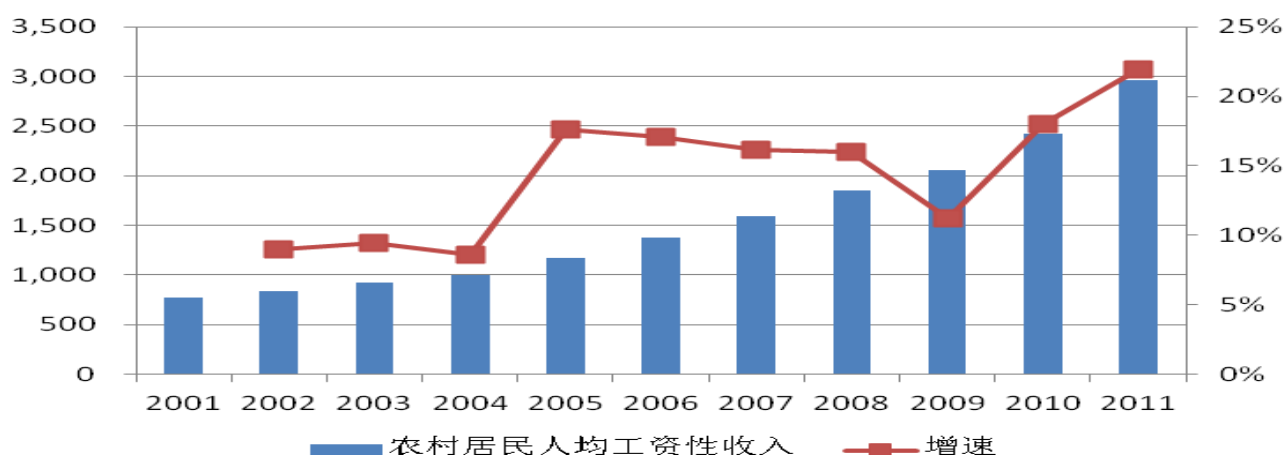
首先，农民工工资可能保持长期上涨，且增速较难回到 20% 下方。

根据经济学理论，二元经济结构下劳动力存在由农业部门向工业部门转移的趋势，且将由充足供应阶段逐渐过渡至相对紧缺阶段，两者之间的转换被称为“刘易斯拐点”。

底层劳动力工资加速上涨，反映了目前国内劳动力供应正处于拐点阶段。排除 2009 年异常年份，目前农民工资性收入增速已超越 10% 与 15% 两个平台，进入 20% 以上区间，充分说明农村劳动力不再无限供给的现实。在此基础上，工资快速上涨将是长期趋势。

图 27：农村居民人均工资性收入

单位：元



来源：中原证券研究所 国家统计局

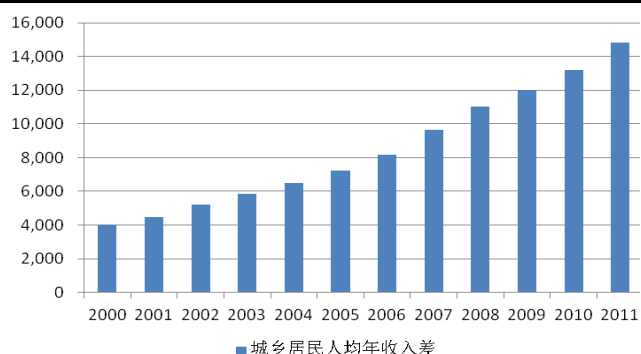
其次，农业部门收入水平与工业部门差距明显，并在逐渐扩大，为农业劳动力价格长期上涨提供了支撑。按照一年两季作物，每亩粮田可获利 800 元计算，5 亩耕地仅能获利 4000 元，不及外出打工 2 个月的净收入，二元结构的矛盾明显。

最后，国内劳动力价格由工业部门向农业部门传导不存在障碍，这是由于农民普遍兼职工业生产，角色转换顺畅。

因此，在“刘易斯拐点”的大环境之下，工业部门劳动力价格能够直接推升农村劳动力雇佣费用，并间接推升农村家庭劳动力成本，最终导致农业人力成本持续增长。通过假设每亩工时与劳动力价格的变化趋势，预计未来几年种植业人力成本上涨幅度将在 20% 以上，每亩粮食成本将因此而增加 30-40 元。

图 28: 城乡居民收入差距拉大

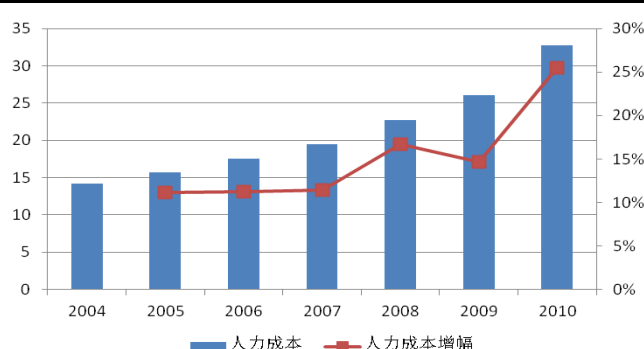
单位: 元



来源: 中原证券研究所 国家统计局

图 29: 粮食作物人力成本

单位: 元/亩



来源: 中原证券研究所 国家发改委

表 5: 粮食作物人力成本预测

单位: 天、元/天、元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
每亩工时	7.69	7.22	6.93	6.52	6.14	5.77	5.43
增幅	-5.99%	-6.11%	-4.02%	-5.90%	-5.90%	-5.90%	-5.90%
劳动力价格	22.76	26.09	32.74	39.29	47.15	56.58	67.89
增幅	16.69%	14.65%	25.48%	20%	20%	20%	20%
人力成本	175.02	188.39	226.90	256.22	289.33	326.72	368.94
增幅	9.70%	7.64%	20.44%	12.92%	12.92%	12.92%	12.92%
增长金额	15.47	13.37	38.51	29.32	33.11	37.39	42.22

来源: 中原证券研究所 国家发改委

5、成本上涨背景下的投资视角

5.1 受益于成本上涨的作物品种

根据“农作物价格受成本推动，并且有能力完全转嫁成本”的逻辑，选择价格上涨有望超越成本上涨的农作物品种。

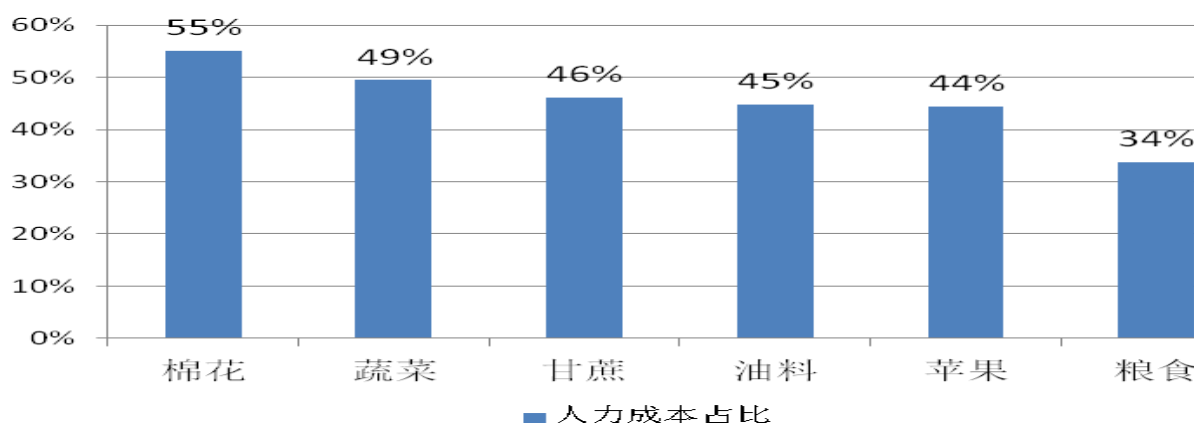
首先考虑政策影响，圈定政策作用力小的作物品种。政策可以使供求关系发生扭曲，受政策影响大小，关系到成本与价格之间能否建立通畅传导，并进而发生挤出效应，放大品种之间差别。因而排除主粮作物，选择经济作物、瓜果蔬菜等品种。

其次考虑国内自给率，圈定价格主要由国内供求关系决定的作物品种。国内农业生产效率显著低于国外，因而海外农产品出口至国内具备价格优

势，并对国内农产品价格构成压制。此项将影响作物的定价及成本转嫁能力，因而排除油料作物。

最后考虑每亩工时，圈定人力成本占比高的作物品种。每亩工时用量高，则劳动力价格上涨对其成本影响更大，如能形成短期价格压制，则之后播种面积萎缩及价格上涨的爆发力度将会更强。因而选择棉花、甘蔗、蔬果。

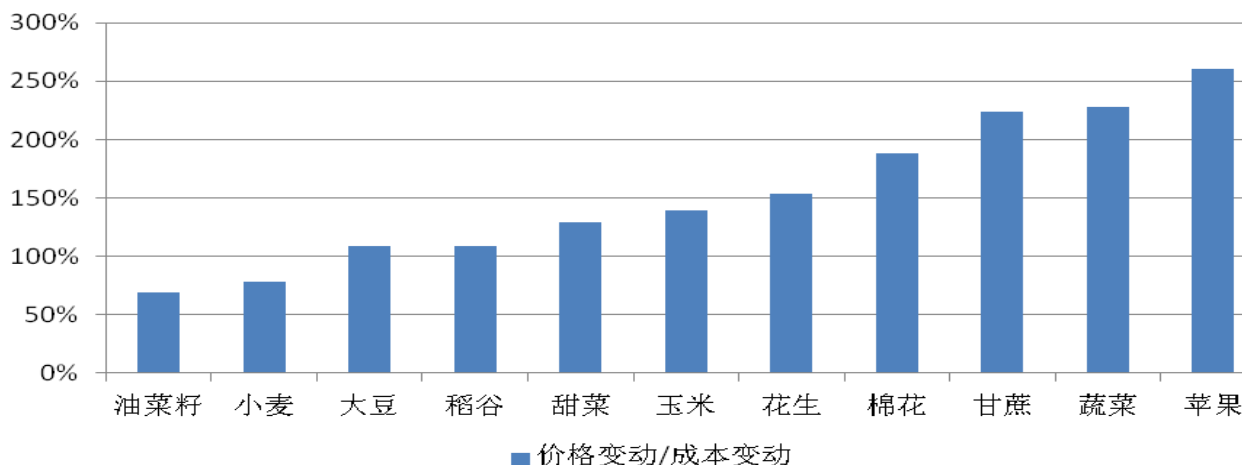
图 30：人力成本占总成本的比重（2010 年）



来源：中原证券研究所 国家发改委

从实际情况来看，2004 年至 2010 年（2010 年处于价格爆发上涨期），农作物“价格变动/成本变动”排名中，蔬果、甘蔗、棉花位居前列，表明其价格上涨远超成本上涨，单位种植收益得以提升，这一排序验证了我们的筛选结果。

图 31：价格变动对成本变动的覆盖率（2004 年-2010 年）



来源：中原证券研究所 国家发改委

5.2 受益于成本上涨的辅助行业

产品价格及经营利润上涨至一定高度，产业必然具备扩大生产规模的冲动。就农业而言，由于耕地面积限制，增加供应主要依赖于劳动生产效率的提升。从这个角度来说，有利于提升土地使用效率的行业均因此而受益，农业科技板块首当其冲，如种业、高端肥料、节水灌溉等。

值得重点强调的是农机行业，机器作业对降低农业成本意义重大，将直接受益于人力成本上涨。目前国内农业机械化水平约为 54.5%，与发达国家接近 100% 的水平差距明显，随着技术进步以及比较效益提升，未来有望长期快速发展。

6、投资策略

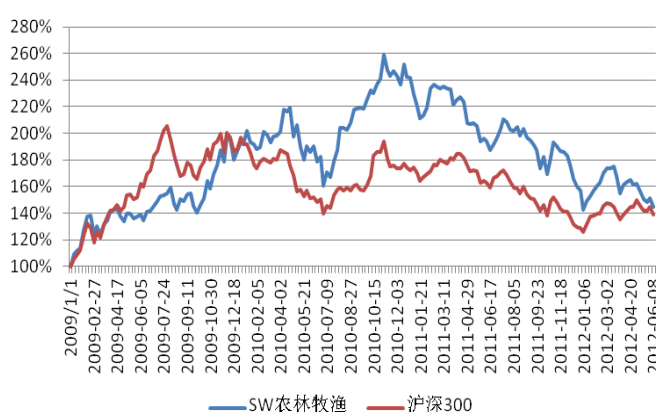
6.1 给予农业板块年内“同步大市”的投资评级

从市场表现看，2010 年以来农业板块大幅跑赢 HS300，持续了两年独立牛市。2010 年农作物价格上涨，推动以种子为代表的种植板块表现靓丽；2011 年畜禽价格上涨，推动相关养殖板块走势抢眼。2012 年，农产品价格整体回调，推动行情的动力不复存在。

从估值看，目前农业板块相对 HS300 的估值水平大幅回落，约 2.5 倍，逐步接近 2000 年以来的平均水平。但在下半年农产品价格难以趋势性上涨的背景下，板块估值仍有进一步向下回归的动力。

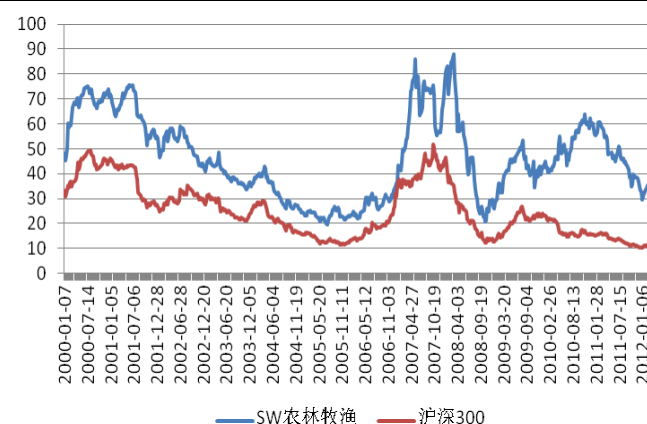
考虑经济下行背景下农业的防御特性，以及国家粮食安全战略之下的农业扶持政策，给予板块年内“同步大市”的投资评级。

图 32：2009 年以来农业板块与 HS300 涨幅同步



来源：中原证券研究所 WIND

图 33：农业板块估值相对 HS300 溢价快速回落



来源：中原证券研究所 WIND

6.2 短期关注畜牧养殖行业

基于下半年生猪价格可能出现阶段性反弹的预期，建议关注畜牧养殖行业。看好雏鹰农牧（002477）、华英农业（002321）。

6.3 长期关注种子行业、农机行业

基于提升土地生产效率、降低单位生产成本的需求长期存在，建议关注种子行业、农机行业。看好隆平高科（000998）、新研股份（300159）。

7、重点上市公司估值比较

表 6：上市公司估值比较

证券简称	每股收益			每股净资产	收盘价 (6/8)	市盈率			市净率	投资评级
	2011A	2012E	2013E			2011A	2012E	2013E		
雏鹰农牧	1.61	0.84	1.15	3.84	16.87	10.48	20.08	14.67	4.40	增持
华英农业	0.58	0.42	0.58	3.46	7.20	12.41	17.14	12.41	2.08	增持
隆平高科	0.48	0.75	1.05	2.78	24.71	51.48	32.95	23.53	8.89	增持
新研股份	0.88	0.55	0.75	4.95	12.70	14.43	23.09	16.93	2.57	增持

来源：中原证券研究所

8、风险提示

- 生产风险：大规模病虫害爆发或天气原因，造成行业大幅减产；
- 成本风险：石油价格带动农化成本大幅上涨，行业毛利率下降；
- 经营风险：行业低层次竞争严重，仿制、冒牌行为猖獗；
- 安全风险：生产事故及食品安全问题。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属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业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。