

潮水退去 关注业绩增长的确定性

——2012年农林牧渔行业中期投资策略

报告摘要：

成本推动粮食价格稳步上涨，经济作物趋冷。小麦、粳稻和玉米价格分别为较去年同期分别下跌1.42%、上涨3.67%和6.40%；经济作物棉花和白糖价格有所回落。豆类由于国内外减产影响和下游需求旺盛，价格上涨较为迅猛，且我们对于大豆、玉米和豆粕的年内价相对乐观。

海产品较年初有所回落，下半年或将回暖。山东威海海参大宗价格维持在160-170元/公斤，比年初高点回落将近20%-30%；鲍鱼从年初最高的200元/公斤，下跌到130元/公斤；扇贝从年初的9元/公斤，下跌到7元/公斤。与海产品的普跌现象不同的是，淡水鱼涨势一片，其中鲫鱼、草鱼、鲤鱼每公斤价格分别较去年同期上涨17.65%、14.29%和12.50%。我们认为下半年海参价格将回暖，除了有季节性因素外，主要原因在于：海参养殖空间扩张有限；来年南方海参养殖规模可能会出现萎缩，甚至将来大规模增长可能性也不大；海参消费在不断扩散，除了在山东、辽宁等主产区有海参消费的传统外，目前在内陆地区也悄然风行。

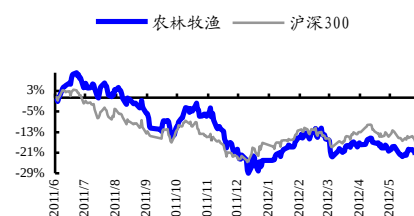
保持之前的预判，猪肉在6月初达到底部后，将会有所回升。原因在于，一是去年年末生猪存栏量到了阶段性的高位，供应量将加大；二是由于消费季节性影响。目前仔猪、生猪和猪肉价格同比分别下跌了11.97%、25.07%和17.86%，活鸭、活鸡价格有所反弹。近三个月出栏生猪养殖每百公斤成本为1327元、1347元和1379元，因此猪价难以回到两年前的低价位。

饲料和农产品加工全年景气。随着养殖业小农散养的格局正逐步变化，规模化和机械化养殖的结构近年上升明显，这些变化使得饲料产品代替原料粮饲养逐渐成为主流，带动了工业饲料的需求增长，而且上半年由于生猪存栏量处于历史高位，饲料销售业绩喜人。此外，我们判断压榨利润下半年将慢慢进入正轨，根据农业部的数据显示，最近广东进口大豆压榨利润为-171元/吨，年初以来平均压榨利润接近173元/吨。

投资策略：近年从市场表现来看，农业板块主题投资盛行，10年农作物价格上涨以及11年畜禽价格上升，都推动相关板块表现亮眼。在潮水退去后，依靠价格推动和政策扶持的投资逻辑将会改变，市场将寻找业绩增长明确的投资标的。**重点公司推荐：**壹桥苗业（002447）、海大集团（002311）、金新农（002548）、雏鹰农牧（002477）、圣农发展（002299）和东凌粮油（000893）。

风险提示：自然灾害；动物疫情；农产品价格下跌。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3.29%	-9.21%	-17.72%
相对收益	-0.39%	-6.29%	-4.08%

重点公司

投资评级

壹桥苗业	推荐
獐子岛	谨慎推荐
海大集团	推荐
大北农	谨慎推荐
金新农	推荐
西王食品	推荐
东凌粮油	推荐
圣农发展	推荐

相关报告

证券分析师：郭伟明

执业证书编号：S0550512030002

(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

目 录

1. 上半年农业股整体表现疲弱	4
2. 粮食平稳上涨 经济作物趋冷	5
3. 对子行业看法	6
3.1. 水产养殖：海参价格将回暖	6
3.2. 畜禽养殖：猪肉价格和养殖利润将回暖	8
3.3. 饲料及加工：有望全年景气	9
4. 投资策略	11
5. 重点上市公司估值	12
6. 风险提示	12

图表

图 1: A 股行业涨跌幅	4
图 2: 农业子行业涨跌幅	4
图 3: 个股涨跌幅前十	4
图 4: 小麦现货价格	5
图 5: 玉米现货价格	5
图 6: 稻谷现货价格	5
图 7: 大豆现货价格	5
图 8: 棉花现货价格	5
图 9: 白糖现货价格	5
图 10: 豆粕现货价格	6
图 11: 豆油现货价格	6
图 12: 海参大宗价	7
图 13: 鲍鱼大宗价	7
图 14: 扇贝大宗价	7
图 15: 淡水鱼大宗价	7
图 16: 09 年各省海参养殖面积占比	8
图 17: 09 年各省海参养殖产量占比	8
图 18: 猪肉价格	9
图 19: 活鸡、活鸭价格	9
图 20: 规模化生猪养殖利润	9
图 21: 规模肉鸡养殖利润	9
图 22: 生猪、母猪存栏量	10
图 23: 22 省市猪粮比	10

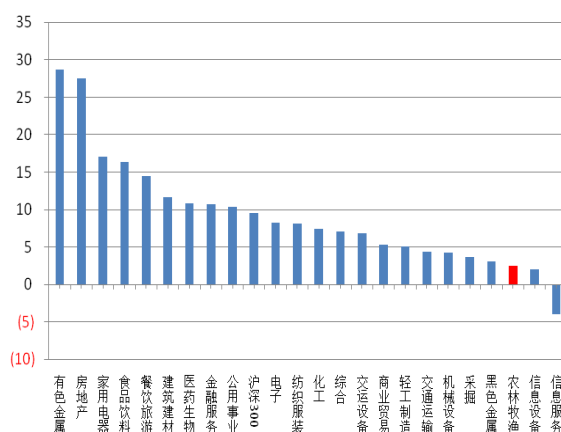
图 24：饲料价格走强.....	10
图 25：大豆压榨利润.....	11
图 26：大豆年均压榨利润.....	11
图 27：农业估值下行回归.....	11
表 1：捕捞期海参大宗价格区间.....	6
表 2：南养海参成本测算.....	8
表 3：重点公司估值表.....	12

1. 上半年农业股整体表现疲弱

上半年（截至 2012/06/18），农林牧渔（申万）行业指数上涨 2.52%，不仅落后于沪深 300 指数（涨幅 9.48%），而且在各行业涨跌幅排行中倒数第三。农业子行业中，林业上涨 21.46% 高居首位，畜禽养殖上涨 16.82%，海洋捕捞上涨 12.78%，动物保健上涨 8.35%，农业综合上涨 6.60%，饲料上涨 5.52%，种植业上涨 4.89%，果蔬加工上涨 2.98%。其余皆下跌，其中种子生产最为萎靡，跌幅为 13.65%。

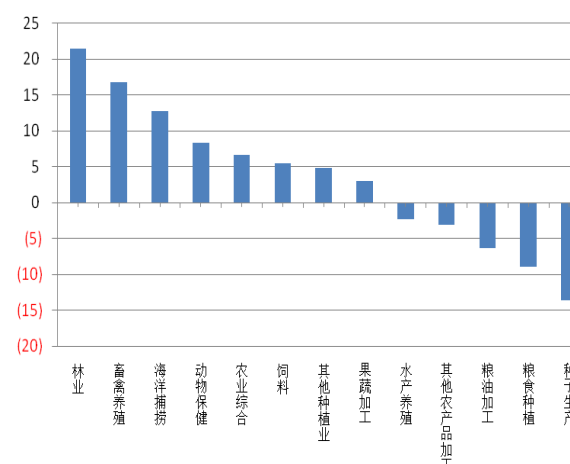
个股方面，涨幅前十的个股中，永安林业因涉矿传闻拔得头筹，其余大部分为业绩增长驱动的诸如雏鹰农牧、海大集团、壹桥苗业等；跌幅前十中，种子上市公司是重灾区，其中敦煌种业、登海种业、荃银高科、万向德农和丰乐种业在列其中。

图 1：A 股行业涨跌幅



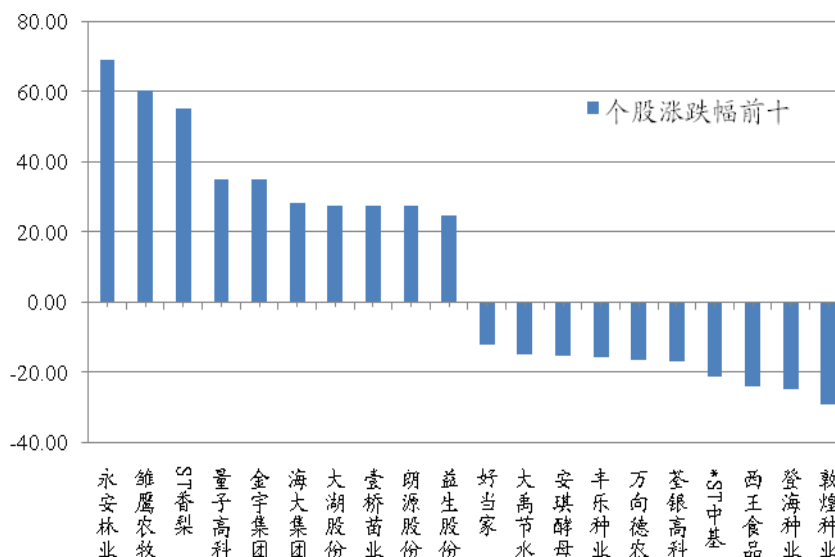
数据来源：wind 东北证券

图 2：农业子行业涨跌幅



数据来源：wind 东北证券

图 3：个股涨跌幅前十



资料来源：wind 东北证券

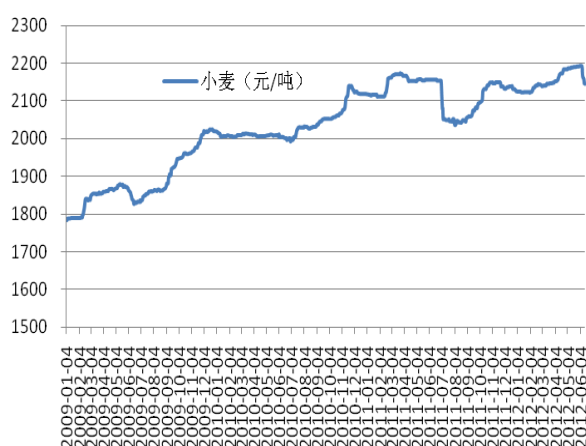
2. 粮食平稳上涨 经济作物趋冷

主要粮食供需平稳，由于成本推动价格稳步上涨。小麦、粳稻和玉米最新价格分别为 2126 元/吨、2977 元/吨和 2494 元/吨，较去年同期下跌 1.42%、上涨 3.67% 和 6.40%。

大豆由于国内外减产影响，价格上涨较为迅猛，进口二等大豆和国产三等大豆价格均为 4250 元/吨，同比上涨 6.25% 和 8.97%。豆粕价格由于下游养殖需求旺盛，上半年度价格坚挺，现货价格为 3418 元/吨，较去年同期上涨了 9.21%。由于大豆南美减产和饲料行业对于豆粕、玉米需求旺盛，我们对于饲料用粮的价格持乐观。

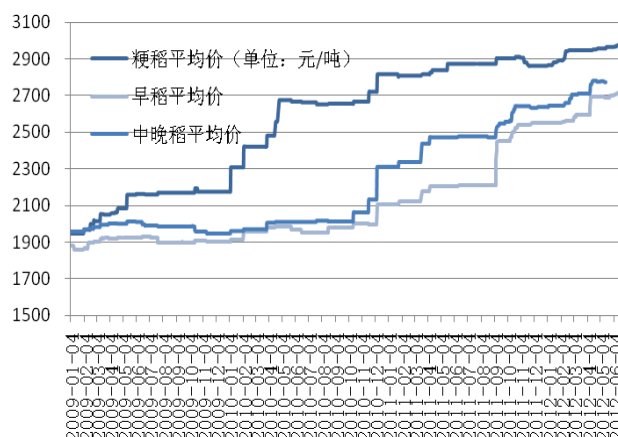
棉花和白糖价格有所回落。棉花现货价格为 18337 元/吨，白糖现货柳州报价 6230 元/吨、昆明报价 6190 元/吨，同比分别下跌 25.23%、12.25% 和 11.44%。

图 4: 小麦现货价格



数据来源：农业部

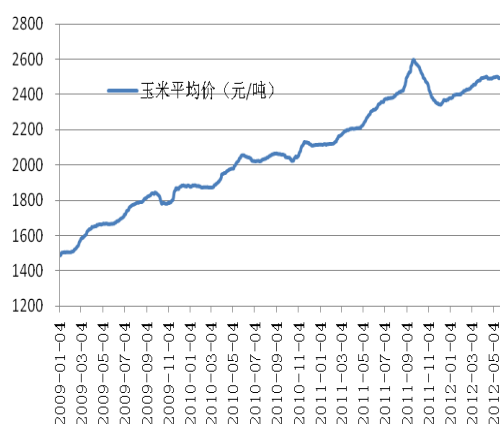
图 6: 稻谷现货价格



数据来源：农业部

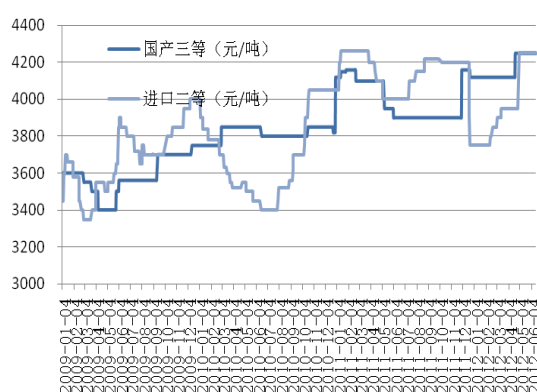
图 8: 棉花现货价格

图 5: 玉米现货价格



数据来源：农业部

图 7: 大豆现货价格



数据来源：农业部

图 9: 白糖现货价格

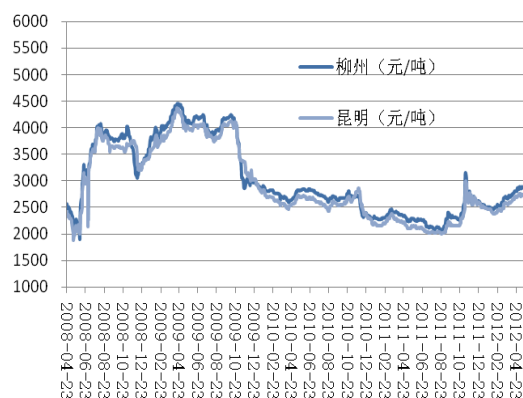


数据来源：农业部

图 10: 豆粕现货价格



数据来源：农业部



数据来源：昆明商品中心批发市场

图 11: 豆油现货价格



数据来源：农业部

3. 对子行业看法

3.1. 水产养殖：海参价格将回暖

海产品价格同比持平，但较年初有所回落。海参 2012 年春季捕捞期间，由于受“北参南养”大规模上市的冲击，价格较年初高点回落将近 20%-30%，山东威海海参大宗价格维持在 160-170 元/公斤，略低于去年同期 166-172 元/公斤；鲍鱼从年初最高的 200 元/公斤，下跌到目前的 130 元/公斤，而去年同期价格区间为 110-180 元/公斤；普通海产品如扇贝，从年初的 9 元/公斤，下跌到如今的 7 元/公斤，而去年同期价格区间为 7.6-9.6 元/公斤。

与海产品价格回落现象不同的是，淡水鱼价格涨声一片，其中鲫鱼、草鱼、鲤鱼和白鲢鱼每公斤价格分别是 20 元、16 元、18 元和 9.6 元，较去年同期分别上涨了 17.65%、14.29%、12.50%和 6.67%。

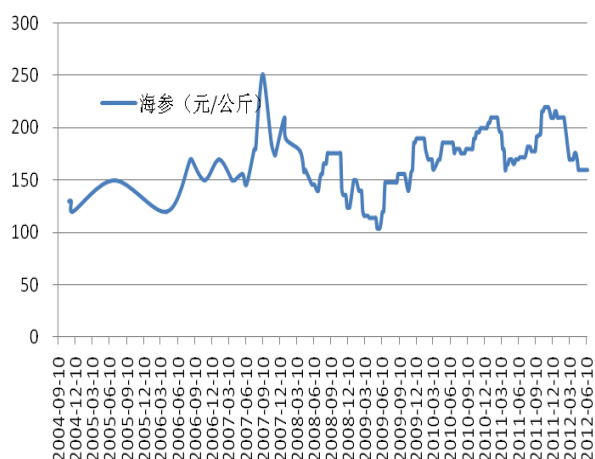
表 1: 捕捞期海参大宗价格区间

单位：元/公斤

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
春季	146-156	140-160	114-148	176-186	166-172	160-170
秋季	186-250	136-176	140-186	180-200	210-220	----

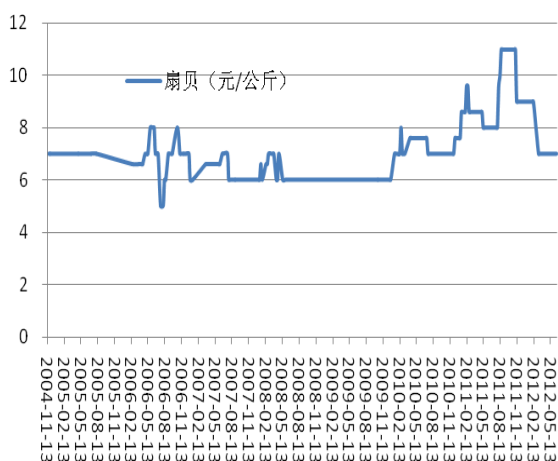
资料来源：威海水产品批发市场

图 12: 海参大宗价



数据来源: 威海水产品批发市场

图 14: 扇贝大宗价



数据来源: 威海水产品批发市场

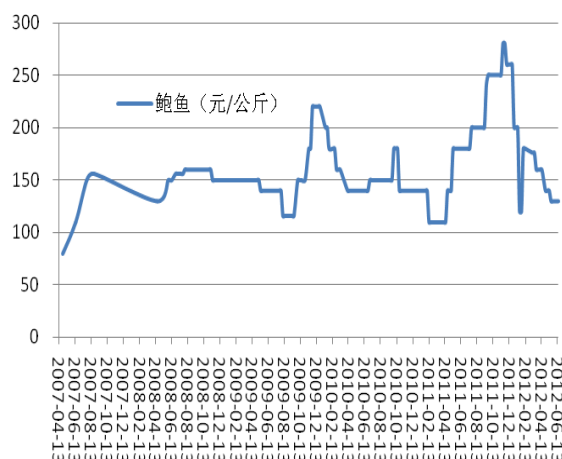
北参南养不成气候

由于刺参的代表性并与相关上市公司业绩关系密切, 此篇幅中, 我们专门探讨刺参养殖并得出结论: “北参南养” 不成气候。

刺参之前主要分布在中国黄渤海的辽宁、山东和河北沿海。自本世纪初被南方各省引进, 2009 年形成规模化养殖, 2011 年养殖规模激增。不过到目前为止, 所谓的“北参南养” 仅仅是将北方的大海参苗 (10-15 头/斤) 运到南方过冬, 来年春季集中上市, 赚取时间差价。在南参集中上市的冲击下, 北参春季价格从年初高点一路下跌, 让市场措手不及。不过我们认为, 在尚未解决海参育苗和南方度夏的前提下, “北参南养” 所造成的海参产量提升, 仅是产量在时空上的腾挪, 并不会持续增加供给。

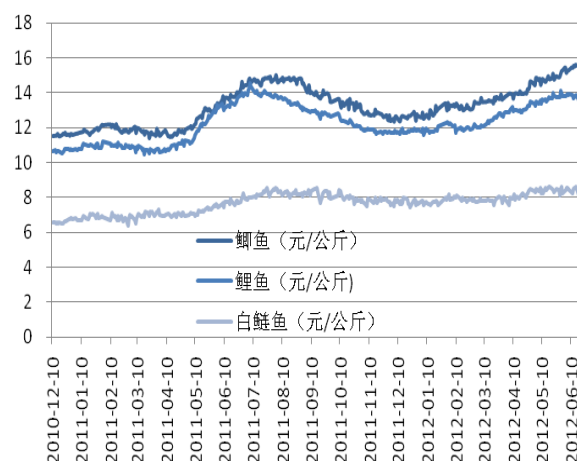
“北参南养” 本质上也只是将此部分海参提前上市, 短时期内造成集中供应而已, 而且短期规模扩张缺少利益基础。2011 年冬季由于南方养殖户对参苗需求量大, 致使北方参苗价格直线上涨。据公开资料显示, 仅福建省霞浦县去年就从北方购买了 1000 多万斤海参苗, 折合平均每斤 130 元。假设每斤参苗长成后变成 2-3 斤商品参 (2011 年实际情况普遍不到 2 斤), 则每斤成参的苗种成本 43-65 元, 我们取中位数 52 元; 再加上运费 5 元/斤和饲料成本 10 元/斤, 海域使用费和设备网具

图 13: 鲍鱼大宗价



数据来源: 威海水产品批发市场

图 15: 淡水鱼大宗价



数据来源: 商务部

折旧不计，则每斤成参的成本大约 67 元/斤，假定成活率高达 90%，则实际成本为 74 元/斤。而今年，南参每斤收购价却仅在 60 元附近波动，这表明当前南方海参养殖户普遍亏损。若同时发生病害，养殖户将血本无归。由于利润空间的消失，我们预计未来几年南方海参养殖量不会有大的增长，短时间甚至可能会出现萎缩。

此外，南参缺品牌、缺市场，这将会限制规模扩张。今年春季，南养海参集中大规模上市，造成了出现海参价格低迷，甚至在南方出现了滞销现象。我们分析其中原因，主要是南养海参品质差，当地缺少海参加工企业和品牌，以及成熟的消费市场。南养海参主要靠北方客商收购，养殖户缺少市场话语权。对于南方海参养殖户来说，需要建立产销体系，创建海参品牌以及培育当地海参消费市场，这些无法在短时期内达到，这也将中长期限制南养海参规模扩张。

图 16: 09 年各省海参养殖面积占比

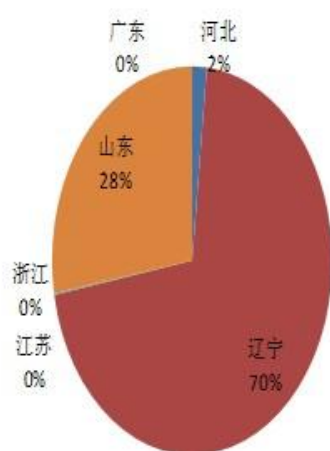
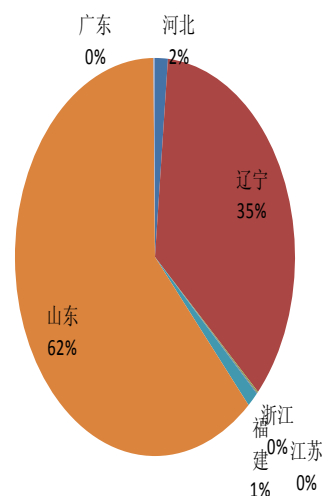


图 17: 09 年各省海参养殖产量占比



数据来源：渔业统计年鉴

数据来源：渔业统计年鉴

表 2: 南养海参成本测算

	成本 (元/斤)	占比 (%)
苗种	52	77.61
运费	5	7.46
饲料成本	10	14.93
理论成本	67	100.00
实际成本 (成活率 90%)	74	

数据来源：东北证券

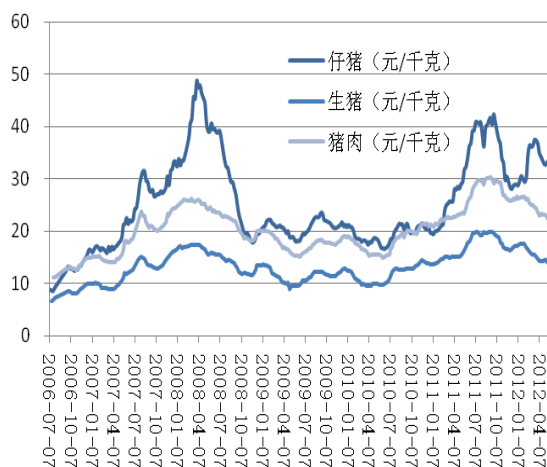
3.2. 畜禽养殖：猪肉价格和养殖利润将回暖

我们仍旧保持之前的预判，肉价在 6 月初达到底部后，将会有所回升，或将复制 2010 年走势。原因在于，一是去年年末生猪存栏量到了阶段性的高位，供应量将加大；二是由于消费季节性影响。目前仔猪、生猪和猪肉价格为每公斤 32.43 元、14.02 元和 21.94，同比分别下跌了 11.97%、25.07%和 17.86%。活鸭、活鸡价格有所反弹，每公斤分别 23.50 和 21.15 元。生猪生产成本仍处于高位，今年 5-7 月出栏生猪养殖每百公斤成本为 1327 元、1347 元和 1379 元，因此猪价难以回到两年前的低价位。

在养殖环节利润方面，和去年同期比较可谓冰火两重天。经测算，最新肉猪规模化养殖利润为 47 元/头，散养利润为-88 元/头，而去年同期规模化和散养的利润

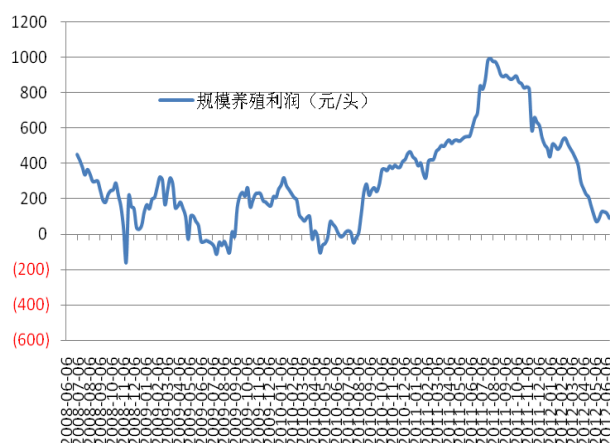
为 874 元/头和 883 元/头。

图 18: 猪肉价格



数据来源: 中国畜牧业信息网

图 20: 规模化生猪养殖利润



数据来源: 东北证券

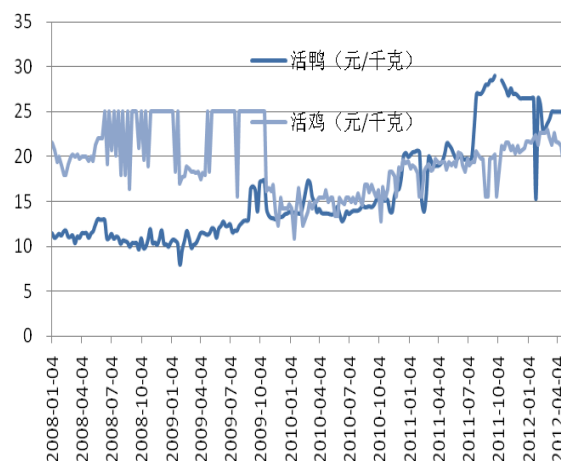
3.3. 饲料及加工: 有望全年景气

随着养殖业小农散养的格局正逐步变化, 规模化和机械化养殖的结构近年上升明显, 这些变化使得经济价值较高的饲料代替原料粮饲养逐渐成为主流, 带动了工业饲料的需求增长。而且上半年由于生猪存栏量处于历史高位, 饲料销售形势大好。据中商情报网数据显示, 2012 年第一季度, 全国饲料的产量达 3690 万吨, 同比增长 25.61%。其中, 配合饲料的产量达 2417.96 万吨, 同比增长 25.57%; 混合饲料的产量达 1272.4 万吨, 同比增长 25.67%。

大豆压榨利润下半年将回暖。根据农业部的数据显示, 最近广东进口大豆压榨利润为-171 元/吨, 年初以来平均压榨利润接近 173 元/吨。我们判断压榨利润下半年将慢慢进入正轨。

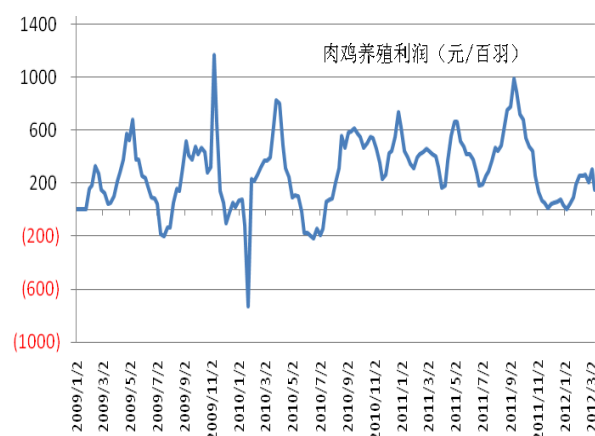
无论是短期还是长期, 由于下游需求拉动, 我国豆类消费都呈现出刚性增长。过去十年豆粕和豆油消费复合增长率保持在 10% 以上, 虽然近年增速有所减缓, 但增长态势依然确定。短期来看, 2012 年全年生猪存栏量将保持高位, 进而对豆粕需求保持旺盛。2012 年 4 月生猪存栏量 46306 万头, 同比增长 3.09%, 能繁母猪存栏 4954 万头, 同比增长 5.52%, 且两者都处于历史高位。猪肉价格在下行通道中, 但

图 19: 活鸡、活鸭价格



数据来源: 农业部

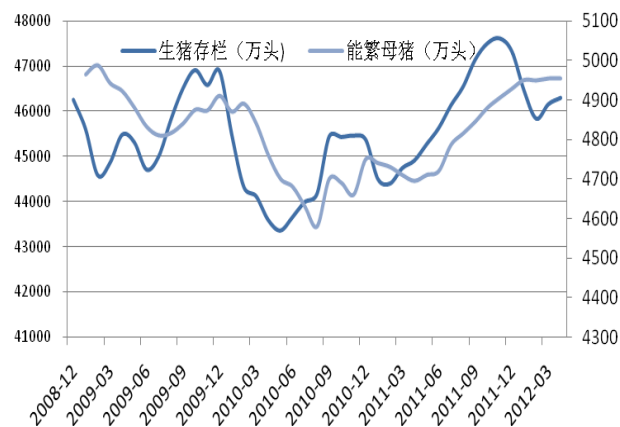
图 21: 规模肉鸡养殖利润



数据来源: 东北证券

饲料价格依旧坚挺，养殖效益不佳，不过考虑到存栏量季节性因素和下半年养殖效益回暖预期，我们认为全年养殖存栏量都将保持高位。长期来看，豆粕作为饲料重要原料，不单量和质上都具有无可比拟的优势，这将保证其会挤占其他蛋白粕的份额。此外，我国食用油与发达国家相比仍存在较大差距，需求仍将持续增长，即使考虑饮食习惯的差异，我国人均植物油消费量也存在较大的增长空间。

图 22: 生猪、母猪存栏量



数据来源：农业部

图 23: 22 省市猪粮比



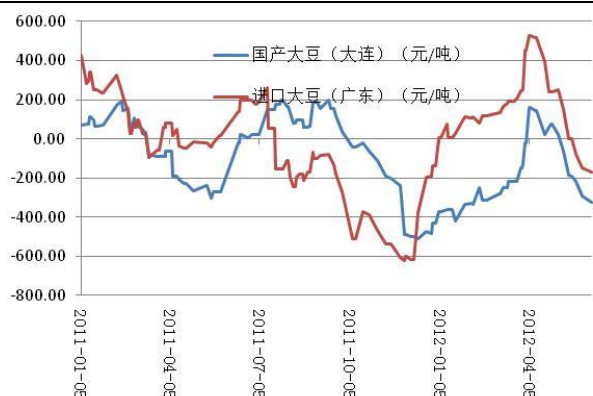
数据来源：中国畜牧业信息网

图 24: 饲料价格走强



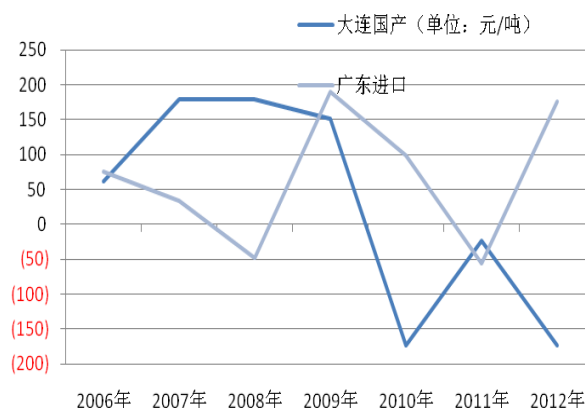
资料来源：搜猪网

图 25: 大豆压榨利润



数据来源: 农业部

图 26: 大豆年均压榨利润



数据来源: 农业部 东北证券

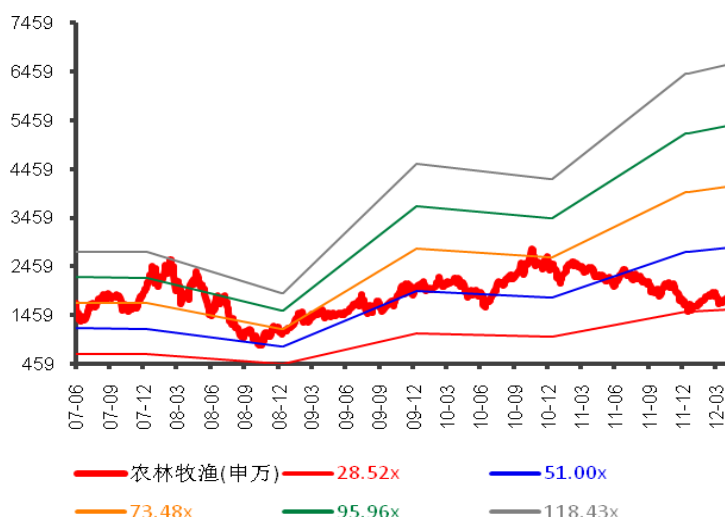
4. 投资策略

近年从市场表现来看, 农业板块主题投资盛行, 10 年农作物价格上涨以及 11 年畜禽价格上升, 都推动相关板块表现亮眼。在潮水退去后, 依靠价格推动和政策扶持的投资逻辑将会改变, 市场将寻找业绩增长明确的投资标的。

基于对于海参价格偏乐观的判断, 我们看好相关海产养殖的上市公司; 基于下半年猪肉价格将回暖, 我们谨慎看好畜禽养殖企业; 基于存栏量处高位, 饲料、豆粕等将需求旺盛, 我们看好饲料和大豆压榨企业。

重点公司推荐: 壹桥苗业 (002447)、海大集团 (002311)、金新农 (002548)、雏鹰农牧 (002477)、圣农发展 (002299) 和东凌粮油 (000893)。

图 27: 农业估值下行回归



资料来源: wind

5. 重点上市公司估值

表 3: 重点公司估值表

名称	营业总收入 (百万元)	总股本 (百万)	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS(元)			PE		
					11A	12E	13E	11A	12E	13E
壹桥苗业	153	134	37.88	5076	0.75	1.31	2.21	51	29	17
獐子岛	1513	711	21.28	15132	0.70	1.01	1.49	30	21	14
东方海洋	474	244	12.10	2951	0.39	0.59	0.77	31	21	16
好当家	528	730	8.04	5873	0.28	0.43	0.56	28	19	14
国联水产	1100	352	6.10	2147	0.03	0.11	0.22	183	56	27
大湖股份	413	427	7.92	3382	0.04	0.14	0.28	190	57	28
海大集团	5250	757	17.23	13045	0.59	0.64	0.89	29	27	19
金新农	1056	141	12.84	1810	0.61	0.59	0.77	21	22	17
大北农	3975	802	18.80	15070	1.26	0.88	1.18	15	21	16
唐人神	3748	276	12.63	3486	0.87	0.63	0.82	14	20	15
雏鹰农牧	541	534	17.99	9607	1.61	0.91	1.23	11	20	15
益生股份	365	281	15.75	4423	1.67	0.84	0.96	9	19	16
民和股份	726	302	14.07	4250	1.24	0.58	0.75	11	24	19
东凌粮油	6526	222	13.33	2959	(0.85)	0.63	0.97	-16	21	14
西王食品	70	188	14.93	2812	0.91	0.84	1.14	16	18	13

资料来源: wind 东北证券

6. 风险提示

自然灾害; 动物疫情; 农产品价格下跌。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760