

2008.08.27

粮价上涨仍可期，肉价回落看明年

✍ 秦军

☎ 21-38676768

✉ qinjun@gtjas.com

本报告导读：

秋粮上市缓解通胀，成本仍将推动粮价适度上涨，明年肉价回落概率较大。行业推荐策略遵循三个原则，推荐“北大荒+绿大地”。

投资要点：

- 农业股曾为新“贵”，终现补跌。最近一个月明显跑输大盘，最近3个月农业股指数累计下跌39%，最近半年的走势与指数相当。农业股相对市场的估值溢价也从3个月前的80%下降到60%以下。
- 国际大宗商品价格到A股的短期传导机制比较有效，这也是今年以来农业股先涨后跌的主要推手，然而最近国际农产品价格回暖并未能阻止农业股的下跌。
- 基本供求并未发生明显变化，对未来供求的预期却已不同。USDA在8月调高了对全球谷物产量的预估，增量来自美国、印度、俄罗斯及乌克兰，并调低了欧盟、巴西、阿根廷的产量预估。
- 国内农产品现货价格稳定，市场静待秋粮上市。国粮中心8月也调高了几种主要粮食作物的产量预估，玉米、大豆将是今年增产的主力。预期中的秋粮丰收将缓解通胀压力，由于成本上涨过快，粮价适度上涨的趋势仍将持续。
- 猪粮比仍然高企，生猪存栏量稳定回升，值得注意的是由于国家给予了大量补贴，能繁母猪存栏数大幅增长，占比超过10%，已高于正常年份水平，明年肉价继续回落的概率非常大。
- 仍然重点推荐“北大荒+绿大地”组合，在估值水平回调的背景下，我们的推荐策略遵循以下几个原则：
 - 1、行业景气向好，业绩增长明确的公司如：绿大地；
 - 2、拥有大量“隐性”资源、资产的公司如：北大荒、农产品、新希望；
 - 3、估值低于历史水平，业绩仍有相当增长的公司如：中牧、好当家。

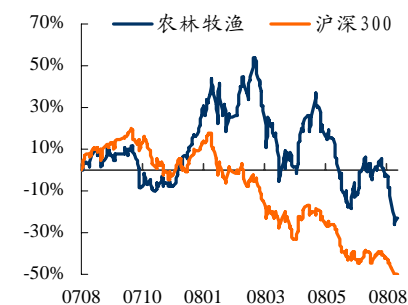
细分行业评级

| | |
|----------|----|
| 基础农业生产 | 增持 |
| 相关服务业 | 增持 |
| 农产品初、深加工 | 中性 |

重点公司评级

| | |
|-------------|------|
| 北大荒/600598 | 增持 |
| 绿大地/002200 | 增持 |
| 通威股份/600438 | 增持 |
| 农产品/000061 | 增持 |
| 中牧股份/600195 | 增持 |
| 南宁糖业/000911 | 谨慎增持 |
| 正邦科技/002157 | 谨慎增持 |
| 好当家/600467 | 谨慎增持 |
| 登海种业/002041 | 中性 |
| 獐子岛/002069 | 中性 |

行业指数走势



数据来源：Wind

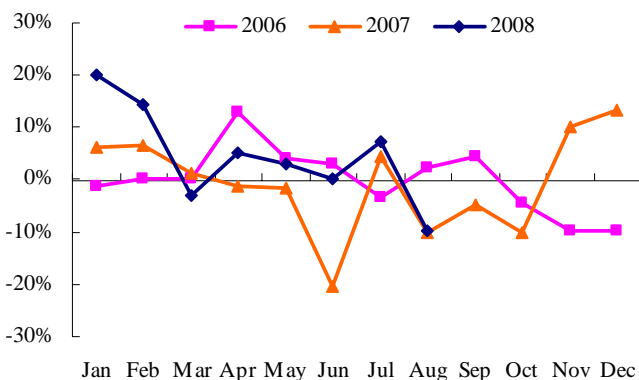
相关报告

| | |
|-----------------------|------------|
| 行业月报 林权改革长期利好资源型企业 | 2008-07-18 |
| 专题报告： 投资通胀时代的大农业 | 2008-06-18 |
| 行业月报： 历史表现印证行业策略 | 2008-05-28 |

1. 市场表现：终现补跌

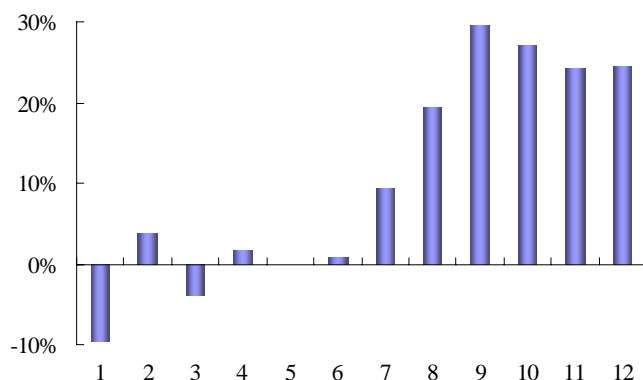
在市场持续走弱的背景下，A股新“贵”农业股终于出现集体补跌，8月份截至22日收盘落后沪深300指数9.6个百分点，最近一个月表现明显弱于指数。从更长时间里看，农业指数三个月累计下跌39%，超额收益为负；六个月累计下跌48%，超额收益甚至不到1个百分点，最近半年的走势并不明显好于指数。

图1：农业股月度超额收益情况（8月22日）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

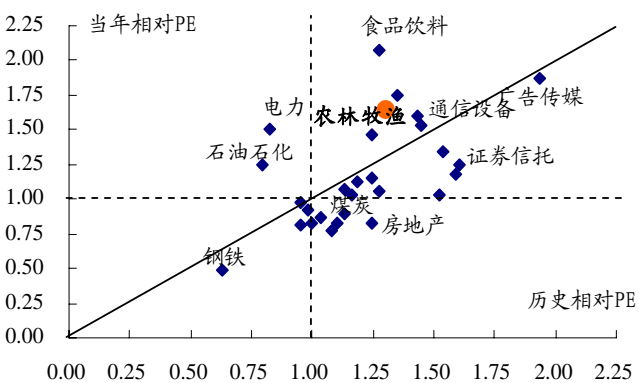
图2：农业指数累计超额收益（8月22日）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

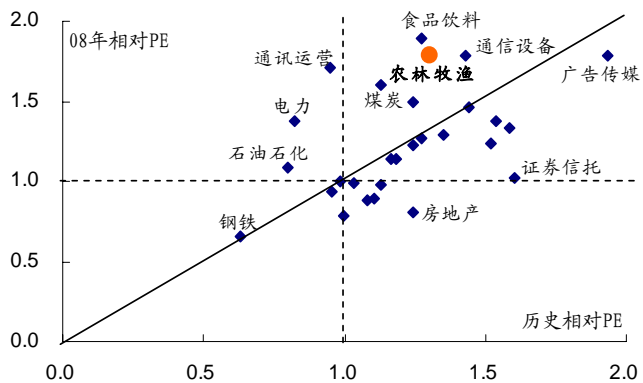
伴随股价的快速回调，农业股估值也有较为明显的下降，其相对于全市场的估值溢价从三个月前的80%下降到小于60%，尽管还属于市场中估值较贵的，已经不如3个月之前那么显眼，基本面更好的食品饮料板块成为了最后的堡垒。

图3：农业股相对估值（8月22日）



数据来源：商务部，国泰君安证券研究所

图4：大约三个月之前的相对估值



数据来源：商务部，国泰君安证券研究所

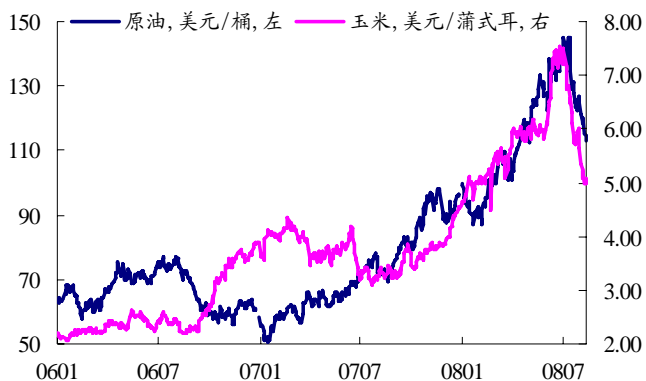
2. 农产品价格动态

今年以来，“美元→国际油价→国际农产品→国内农产品期货→农业股股价”已经成为了一个颇为有效的短期传导机制，其间甚至经常跳过国内农产品期货这个环节，国际农产品期货价格波动就可以引发农业股的股价波动。

美国是最大的农产品输出国，其国内作物生长情况对国际粮价而言举足轻重。美国

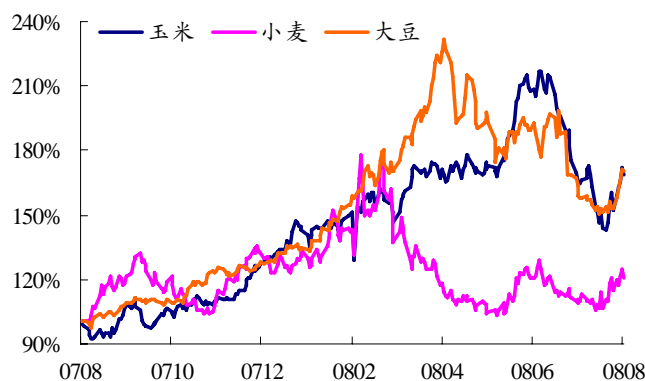
Pro Farmer 杂志经过调查发现，玉米生长面临四大挑战。首先是氮肥供应不足，其次是玉米种植带天气干燥，然后是玉米生长缓慢。最后是玉米扎根较浅，致使玉米作物无法吸取足够的氮肥和其它营养成分。这可能导致玉米、豆类作物单产低于政府预期，进而给小麦市场带来了比价支持。07年7月之后，油价从70美元开始一路走高，玉米期货价格也是亦步亦趋，并带动其他农产品期货如大豆、小麦价格的走高。由于主要出口国美国将大量玉米用于生产燃料乙醇，玉米价格与油价的关联度最高，最近一周油价触底反弹也带动农产品期货走强。

图 5: 原油与玉米期货走势



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

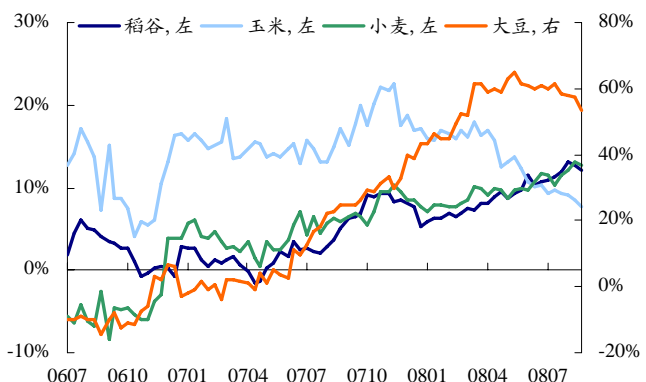
图 6: 最近一年三种农产品期货价格比较



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

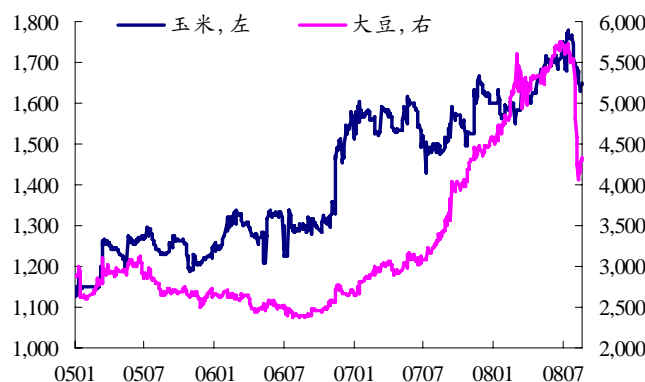
国内农产品价格近期也趋于平静，现货市场价格平稳，稻谷收购价格同比涨幅近两个月稳定在 12% 左右，期货价格则跟随国际农产品期货价格下跌。目前距离秋粮上市还有 1-2 个月时间，市场在静待秋粮的收成。

图 7: 主要粮食品种收购价涨幅



数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究所

图 8: 国内粮食期货价格 (元/吨)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

国家粮油信息中心 8 月份最新报告调高了几种主要粮食作物的产量预估，2008 年大豆产量较 7 月份预估上调 100 万吨至 1,750 万吨。2008 年玉米产量预估值上调 200 万吨至 15,600 万吨，2008 年稻谷产量预估值上调 80 万吨至 18,650 万吨。受益于生物燃料、饲料工业的增长，加之近几年种植比较收益的上升，预计 2008 年对粮食增产贡献最大的仍是玉米、大豆。预期中的秋粮丰收将使目前的通胀形势有所缓解，由于生产成本的过快上涨，我们仍然认为粮价的适度上涨趋势将持续。

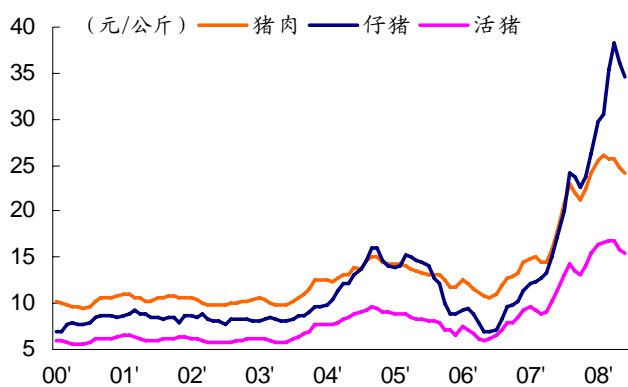
表 1: 中国主要粮油作物面积和产量预计 (单位: 千吨)

| | 2005 | 2006 | 2007 | 2008.8 预测 | YoY,% |
|-----|---------|---------|---------|-----------|-------|
| 玉米 | 139,374 | 151,601 | 151,835 | 156,000 | 2.74 |
| 小麦 | 97,451 | 108,471 | 109,860 | 112,500 | 2.40 |
| 稻谷 | 180,588 | 181,720 | 185,490 | 186,500 | 0.54 |
| 大豆 | 16,345 | 15,100 | 12,800 | 17,500 | 36.72 |
| 油菜籽 | 13,054 | 11,000 | 10,600 | 11,500 | 8.50 |

数据来源: 国家粮油信息中心, 国泰君安证券研究所

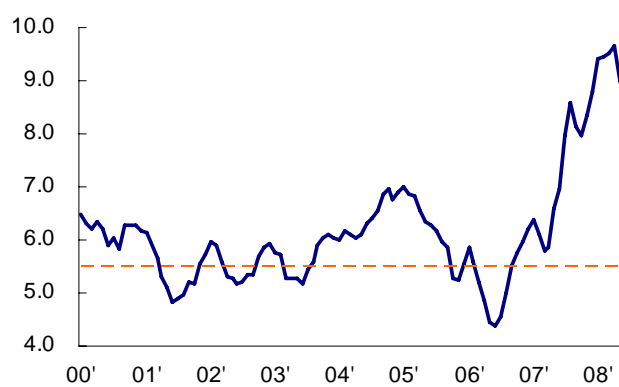
在市场供应有所恢复、消费淡季的共同作用下, 猪肉价格最近几个月连续下跌, 鲜猪肉批发价格以与去年同期相差无几, 仅上涨 5.4%, 尽管如此, 猪粮比价仍然处在非常高的位置, 最近的数据显示仍然高于 8.0。淡季即将结束, 同时生猪养殖成本不断上涨, 猪肉价格未来还有上升的可能。不过, 一些地方的数据显示, 经过不断的补栏, 能繁母猪的比例已经高于 10%, 超过正常年份的水平, 生猪存栏数量仍将继续回升, 明年猪肉价格继续回落的概率非常大。

图 9: 全国猪肉产品价格



数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究所

图 10: 猪粮比



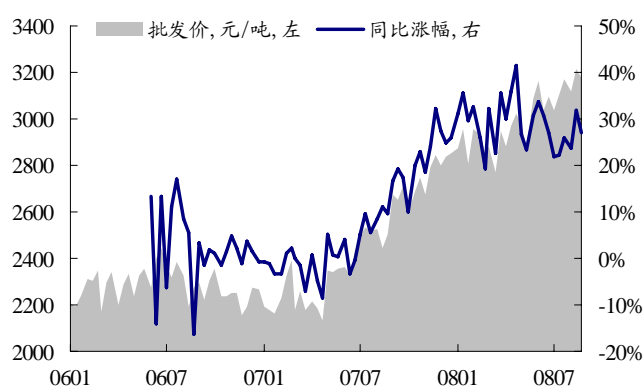
数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究所

图 11: 鲜猪肉批发价格



数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究所

图 12: 育肥猪配合饲料价格



数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究所

3. 行业动态

一、母猪存栏量明显回升

来自农业部份的数据显示，6月底生猪存栏量增长10.6%，出栏数增长4.8%，预示未来生猪出栏数量将加速。同时，能繁母猪存栏量增长超过20%，占生猪存量总量的10.8%，高于正常年份的水平。来自地方的数据则更高，6月末江苏的能繁母猪存栏量增长54.3%，占存栏量的11.2%。山东省6月末能繁母猪存栏量则增长65%。三季度结束后，猪肉将迎来消费旺季，年内肉价大跌的可能性较小，明年肉价明显下降的概率很大。

二、全球农作物展望

美国农业部8月份发布的供需报告中将全球谷物产量的预估值从21.65亿吨调高到21.91亿吨，调高的增量主要来自美国以及印度、俄罗斯、乌克兰，USDA同时调低了欧盟（27国）、阿根廷和巴西的谷物产量预估。基本供求关系并未发生明显变化，市场情绪却已转向，人们从大米短缺的恐慌中摆脱出来，米价也经历了明显的下跌。我们认为，尽管农产品期货价格经历了“过山车”式的起落，全球粮价的长期上升趋势仍未结束，高油价所导致的生物能源行业的兴旺，则是最大的原因。我们突发奇想设想了一个相反的极端情景：无论是油价的下跌，还是新技术的出现，都将改变目前“人与粮争地，车与人争粮”的状况，很多人将从中受益，但对不断加大投入的农场主而言，则无疑是一场灾难。

4. 行业推荐策略

我们从一季度就提出农业股行情将出现分化的观点，现在看来，在市场的持续下跌、估值水平系统性下降、农产品价格回落等事件的影响下，农业股最近一个月出现了整体性的调整。

鉴于业绩大幅低于预期，且未来不确定性较大，动态估值较高，本期我们下调了獐子岛评级到“中性”，同时增加了对南宁糖业的覆盖，给予“谨慎增持”评级。

仍然重点推荐“北大荒+绿大地”组合，在行业整体估值水平回调的背景下，我们对行业内公司的推荐遵循几个原则：

- 1、行业景气向好，业绩增长明确的公司，如：绿大地；
- 2、拥有大量“隐性”资源、资产的公司，如：北大荒、农产品、新希望；
- 3、估值低于历史水平，业绩仍有相当增长的公司，如：中牧股份、好当家。

重点公司盈利预测与投资评级

| 公司名称 | 收盘价 | EPS (元) | | | PE | | | PB | 流通市值 | 总市值 | 评级 |
|------|-----------|---------|------|------|-------|------|------|-----|-------|--------|------|
| | 2008-8-26 | 07 | 08 | 09 | 07 | 08 | 09 | | (百万) | (百万) | |
| 北大荒 | 9.11 | 0.33 | 0.37 | 0.44 | 27.8 | 24.4 | 20.8 | 3.7 | 5,148 | 14,897 | 增持 |
| 绿大地 | 31.05 | 0.77 | 1.05 | 1.55 | 40.5 | 29.6 | 20.1 | 3.8 | 652 | 2,606 | 增持 |
| 通威股份 | 10.09 | 0.19 | 0.35 | 0.44 | 53.3 | 28.7 | 22.8 | 6.7 | 3,465 | 6,937 | 增持 |
| 农产品 | 18.00 | 0.38 | 0.75 | 0.64 | 47.7 | 24.0 | 28.0 | 2.9 | 4,749 | 8,137 | 增持 |
| 中牧股份 | 13.80 | 0.40 | 0.60 | 0.76 | 34.3 | 23.0 | 18.1 | 4.9 | 2,505 | 5,382 | 增持 |
| 南宁糖业 | 10.05 | 0.45 | 0.52 | 0.64 | 22.2 | 19.2 | 15.6 | 2.2 | 1,529 | 2,881 | 谨慎增持 |
| 好当家 | 7.76 | 0.32 | 0.36 | 0.45 | 24.4 | 21.8 | 17.3 | 4.2 | 2,928 | 4,917 | 谨慎增持 |
| 正邦科技 | 9.22 | 0.21 | 0.35 | 0.50 | 43.9 | 26.2 | 18.4 | 3.7 | 758 | 1,388 | 谨慎增持 |
| 登海种业 | 19.10 | 0.04 | 0.32 | 0.42 | 467.7 | 59.3 | 45.7 | 4.7 | 1,680 | 3,362 | 中性 |
| 獐子岛 | 16.61 | 0.74 | 0.41 | 0.63 | 22.4 | 40.3 | 26.3 | 3.3 | 1,754 | 3,757 | 中性 |

作者简介:

秦军: 北京大学经济学硕士, 7年证券从业经历, 现为农林牧渔行业研究员。

免责声明

本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。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15% 以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为 -5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5% 以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com