

产业化的序曲——寻找微笑的农业股

2011年农林牧渔行业投资策略

农林牧渔

农业开始微笑——黄金十年的起点

长期被低估的农产品正由于以下原因通过涨价回归价值，进入趋势性的上涨通道。1、巨大的工、农业比较效益差的存在；2、供给缓慢增长与需求迅速且刚性上涨间的失衡；3、生产资料、劳动力和土地价格三大“基础成本”的刚性上涨。

行业拐点下的掘金路线——微笑曲线

微笑的农业企业具有能够攫取更多并且更持久的价值的价值的能力。我们提供三条路线去寻找微笑的农业公司，分别是：资源、研发和品牌。

农业重点子行业分析预测

种业生产：粮价持续上涨带来长期机会，短期机会在于行业整合带来的市场扩大与规范，这使得研发力量之于种业比以往更为重要。重点推荐隆平高科和大北农。

海水养殖：海珍品涨价是一个行业看点，但不是长期因素。具有品牌溢价能力的公司具有更持久的盈利能力。重点推荐獐子岛和东方海洋。

畜禽养殖：产品的涨价并没有带来相应的利润提高，行业将进一步调整，有品牌的公司将获得溢价，明年有可能享受到双重涨价。重点推荐益生股份、雏鹰农牧和圣农发展。

饲料行业：重压下面临变革，研发、成本控制和营销成为制胜法宝。重点推荐海大集团。

附表 行业重点上市公司业绩预测表

公司名称	投资评级	每股收益 (预测)					
		2012	2011	2010	2009	2008	2007
隆平高科	增持	0.62	0.35	0.24	0.17	0.17	0.31
大北农	增持	1.79	1.29	0.88	0.82	0.42	0.38
獐子岛	增持	1.42	1.21	0.84	0.91	0.55	1.48
东方海洋	增持	0.89	0.75	0.32	0.23	0.41	0.44
雏鹰农牧	买入	2.01	1.37	0.88	0.88	0.62	0.22
圣农发展	买入	1.34	1.03	0.68	0.53	0.49	0.45
益生股份	买入	1.31	1.08	0.63	1.00	0.88	0.56
海大集团	买入	1.26	0.98	0.71	0.9	0.78	0.64

注：表中数字为摊薄后 EPS

评级

超配

分析师：李臣燕

投资咨询执业证书编号：

S0630210110001

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

日期

分析：2010年12月15日

调研：无

行业表现



相关研究报告

农林牧渔 2010年半年度 维持超配

正文目录

一、	农业开始微笑——黄金十年的起点	4
1、	农业崛起的起点	4
2、	农业崛起的机会—美国模式VS日韩模式	7
3、	农业的拐点——从“故事”到“业绩”的转变	8
二、	行业拐点下的掘金路线——微笑曲线	8
三、	农业行业分析预测	10
1、	农业种植：行业整合与主业回归	10
2、	海水养殖：期待品牌溢价	13
3、	畜禽养殖：涨价的意义有多大	16
4、	饲料行业：重压下面临变革	22
5、	产品流通：政策有利 市场中性	25
6、	园林绿化：成长期的甜蜜	26
四、	寻找微笑的农业股——从故事到业绩的转变	29
五、	农业行业 2011 年度策略综述	30

图形目录

图 1.	近 10 年来大豆期货价格走势	4
图 2.	近 7 年来玉米期货价格走势	4
图 3.	近 2 年来早籼稻期货价格走势	5
图 4.	近 10 年来大豆期货价格走势	5
图 5.	10 年来农业净资产收益情况	6
图 6.	近年来农业成本持续增长	6
图 7.	粮食最低收购价不断提高	6
图 8.	我国 200 个主产区粮食平均价格走势	6
图 9.	国内外粮价对比之玉米	7
图 10.	国内外粮价对比之小麦	7
图 11.	国内外粮价对比之大豆	7
图 12.	制造业微笑曲线	9
图 13.	适用范围更广的微笑曲线	9
图 14.	海水产品产量分类图	13
图 15.	近年来海参与鲍鱼的价格走势	13
图 16.	獐子岛确权海域面积（左轴）与底播面积（右轴） 单位：万亩	14
图 17.	獐子岛海域	14
图 18.	虾池养殖场	14
图 19.	獐子岛海参广告	15
图 20.	獐子岛鲍鱼广告	15

图 21.	50 个城市牛羊肉平均价	16
图 22.	200 个主产区活牛、活羊与玉米比价	17
图 23.	200 个主产区活鸡价格与鸡粮比价 (单位: 元/千克)	17
图 24.	全国大中城市生猪出场价格与猪粮比价 (单位: 元/千克)	17
图 25.	22 省市仔猪平均价格	18
图 26.	2009 年以来 22 省市仔猪平均价格	18
图 27.	近两年 50 个城市平均价 牛与羊	19
图 28.	近两年 50 个城市平均价 鸭与鸡	19
图 29.	2008 年至今鸡肉价格走势	20
图 30.	1998 年以来玉米和小麦价格走势	20
图 31.	1998 年以来早籼米和晚粳米价格走势	21
图 32.	近年来饲料总产量	22
图 33.	2009-2010 年混合饲料总产量	22
图 34.	2009-2010 年配合饲料总产量	22
图 35.	1995-2006 年我国城市公共绿地发展情况	27
图 36.	1995-2006 年我国人均公共绿地面积情况	27
图 37.	2001-2007 年我国城镇竣工房屋面积和完工开发土地面积	27
图 38.	今年农业与沪深 300 走势对比	30
图 39.	近五年来农业与沪深 300 走势对比	30
图 40.	子行业种子生产与沪深 300 走势对比	30
图 41.	子行业水产养殖与沪深 300 走势对比	30
图 42.	子行业饲料生产与沪深 300 走势对比	30
图 43.	子行业畜禽加工与沪深 300 走势对比	30
图 44.	1999-2010 年农林牧渔与沪深 300 市盈率比较	31
图 45.	1999 年来农林牧渔与沪深 300 市盈率之差	31
图 46.	2010 年农业整体及四个子行业市盈率情况	32

表格目录

表 1.	2010 年国家大田作物审定情况	10
表 2.	东方海洋 2010-2012 年海参生产情况预测	15
表 3.	生猪与能繁母猪存栏情况	18
表 4.	禽业上市公司毛利率情况	19
表 5.	饲料行业上市公司毛利率情况	23
表 6.	饲料上市公司营销效率	24
表 7.	农产品流通行业竞争格局	26
表 8.	我国主要城市绿化相关数据	28
表 9.	重点关注个股基本情况	29
表 10.	重点关注个股的盈利能力预测	29
表 11.	农业板块三季度业绩情况	32

一、 农业开始微笑——黄金十年的起点

1、 农业崛起的起点

1.1 农业崛起的背景——“十二五”规划的“民生”和“内需”

“十二五”规划提出要坚持把“保障和改善民生”作为加快转变经济发展方式的根本出发点和落脚点，把民生提到了前所未有的高度。发展重点由强国变为富民，从“先生产后生活”转变为“依靠消费促进生产”。这将从需求的质和量两方面对农业发展形成巨大的拉动。

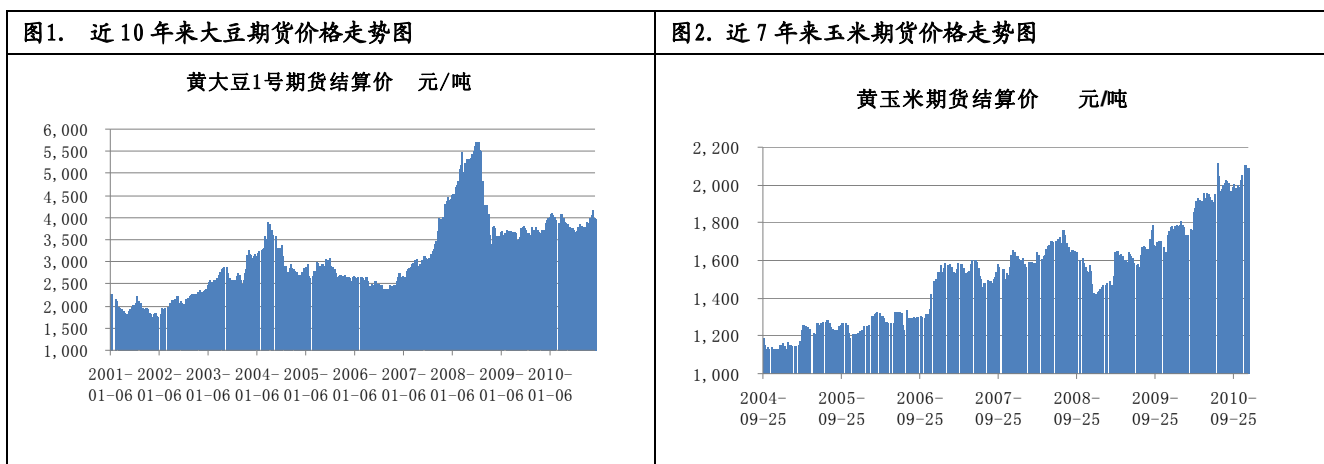
我国拉动经济增长的“三驾马车”过去传统的排序是投资、消费、出口，这次“十二五”规划“建议”把消费从第二位上升为第一位，这充分说明我国今后经济发展的主要拉动力要依靠消费，要建立国内消费主导型经济发展模式，要把扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，进一步释放城乡居民消费潜力。而释放农村消费潜力是一个重点。农村消费潜力的释放前提是切实提高广大农民的收入水平，提高农产品的价格是一个重要手段。

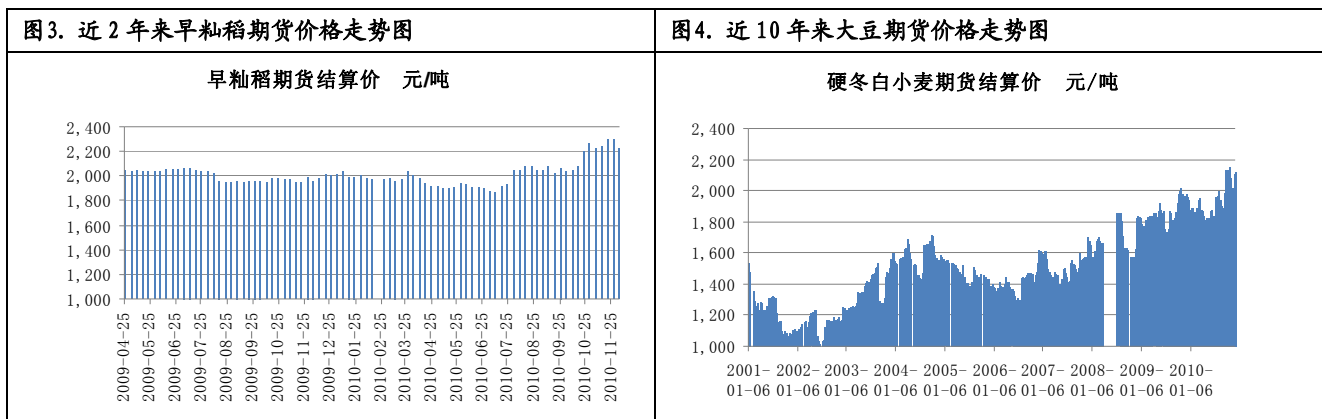
对改善民生的建设和对内需的重视都将大大推动作为我国基本消费需求的农产品需求，不仅在量上，更表现在质上。在量上，广大农民是我国巨大的潜在消费群体，增加他们的收入将转化成实际的购买力。1984年我国农民收入和城市居民收入之比是 1:1.7，2009 年这一比例达到 1:3.31，差距的扩大非常明显。增加农民收入已非常紧迫且势在必行；在质上，我国正形成更加丰富的消费层次。消费层次的更细化分级和当前正受到前所未有的关注和考验的民生方面的一个突出问题——食品安全，构成了农业企业发展的巨大机遇和推动力量。因此形成的巨大的市场也将带来农业难得的发展机遇。

1.2 农业崛起的推进器——粮价上涨

今年以来的粮价上涨很可能成为农业崛起的推进器。

谈到粮价上涨，自 2000 年以来已出现了三次明显的上涨过程：分别是 2004 年、2007 年和 2010 年。





资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

对于各次粮价上涨的原因分析，每次涨价都有自己的特色，似乎原因各不相同，但仔细分析一下，每次涨价背后都可以找到供需失衡这一根本性原因的踪迹。

2003-2004 年粮价上涨与 1999-2003 年粮食连年减产、供不足需有直接关系。2007 年的上涨是在粮食连续四年丰产、供求基本平衡的情景下出现的。2007 年粮食总产量达 50150 万吨，成为历史上第 4 个产量超过 5 亿吨的高产年；但当年粮价涨幅却进一步扩大，全年粮食生产价格同比上涨 10.26%，似乎与供需失衡没有关系。但仔细分析一下，2007 年的涨价是“内外结合”两方面的原因：内部是季节性需求增加，国内充足的流动性支持也是原因之一；外部是国际粮价的传导。2007 年受世界部分主产国减产、原油价格上涨等因素影响，国际市场粮油价格大幅上涨。1 至 11 月，国际市场小麦、玉米、大豆、豆油价格均比上年同期上升 50%左右。可以看出，内外部均有供给不足的影响。

而 2010 年的粮价上涨原因也是多因素的叠加，主要有世界范围内的减产、流动性充裕、成本推动等等。我们认为自然灾害、流通环节和国际粮价传导等都是短期和表面影响因素，虽能解释某一段时间粮价的上涨，但不能解释粮价的趋势性上涨。最主要的因素还是国内实际和预期供给不足造成。本世纪以来，我们发现隔一段时间粮价会出现一次阶段性大涨，逐渐呈现出周期性的特点。而每次大涨后回落有限，粮价便迈上了新的台阶，呈阶梯式上涨态势。我们认为这种现象背后的长期和深层次原因是工业化、城镇化加速推进过程中，粮食消费持续增加和需求结构升级引起的粮食供求失衡。粮价上涨提升了整个社会的生产成本，反过来使得农业生产成本也不断上升，再次促进粮价上涨。

从长期看，农产品价格还将进一步上扬。长期被低估的农产品正通过涨价回归价值，进入趋势性的上涨通道。

一、劳动力的自由流动使得工农业产品内在价值的明显不合理比价有了可以纠正的机制。从事农业、工业突出的比较效益差距的存在使愿意从事农业劳动的人越来越少，愿意用作耕作的土地越来越少，导致出现“农民老龄化、农村空虚化、农业副业化”的现象。这一过程的持续发展势必降低农产品供给，从而促使农产品价格提升，实现农产品价格向价值回归；

图5. 10年来农业净资产收益情况

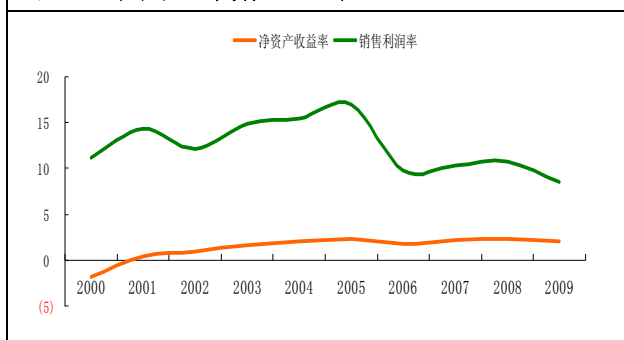
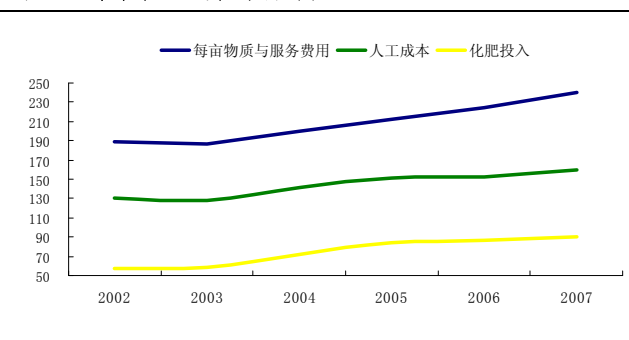


图6. 近年来农业成本持续增长



资料来源: wind 资讯, 东海证券研究所

二、一方面随着人口增加和由消费升级和农产品能源化(汽车争粮)两方面带来的农产品深加工化的持续上升,对农产品的刚性需求还将以较高的速度增长。虽然粮食产量不断增加,但事实上,1998年我国人均占有粮食412公斤,2009年是398公斤。1998年我们对粮食供需形势的判断是供求平衡、丰年有余,目前的判断是将长期处于紧平衡状态;另一方面供给量的增加受种植面积(房子争地)、单产水平、气候因素等影响,不可能出现持续大幅增加,增长相对缓慢。1978-1998年的20年间,我国粮食增长主要靠单产水平的提高,平均每年提升近3个百分点;但从2006年至2009年的四年,虽然单产水平还在提高,但播种面积贡献率高达46%,增长空间已越来越受限。供需两方面因素综合作用,势必推动粮食价格长期走强。

三、农产品生产成本逐步上升,成本推动进一步抬高价格。随着工业化、城镇化进程加速,农产品生产三大“基础成本”——生产资料、劳动力和土地价格刚性上涨不可避免。农地受到农业和工业化、城镇化对土地需求的争夺,潜在价值正日益凸显,而农资和劳动力的上涨已成为不可逆的趋势。

四、随着经济加速发展,农产品价格也会随之上涨,这是经济发展到一定程度的必然结果。即便是从2007年的数据来看,日本和韩国大米价格分别是我国的5.9倍、7.2倍;大豆分别是3.5倍、6.0倍;猪肉分别是1.5倍、1.6倍;蛋分别是1.6倍、2.0倍;奶分别是2.0倍、2.4倍。

图7. 粮食最低收购价不断提高

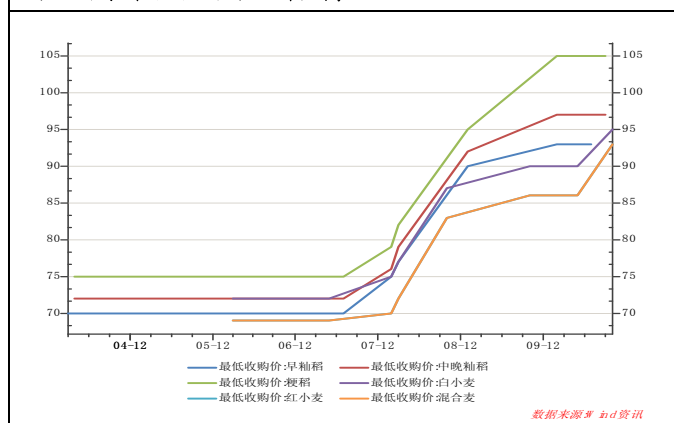
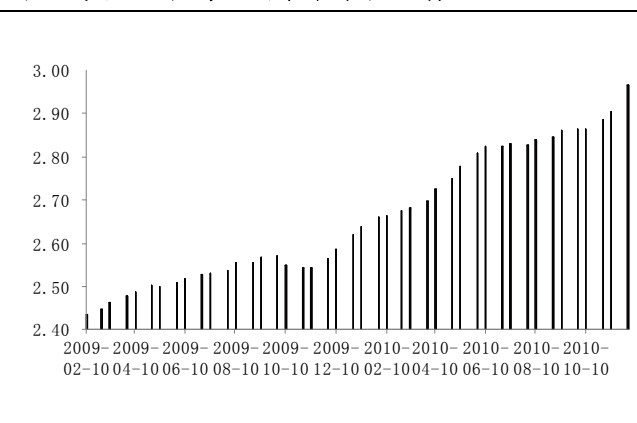


图8. 我国200个主产县粮食平均价格走势



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

当然,粮价也会受异常气候、国家政策、生物新技术、资金面、国际传导等多方面因素影响,出现短期波动。但是从长远看,不会改变粮价上涨的长期趋势。粮价停止长时期上涨要等到社会资源大量从农业中撤出,反投到第二、三产业中去才会开始。而目前,还处于社会资源开始关注、进入农业的阶段。而此阶段,正是农业生产方

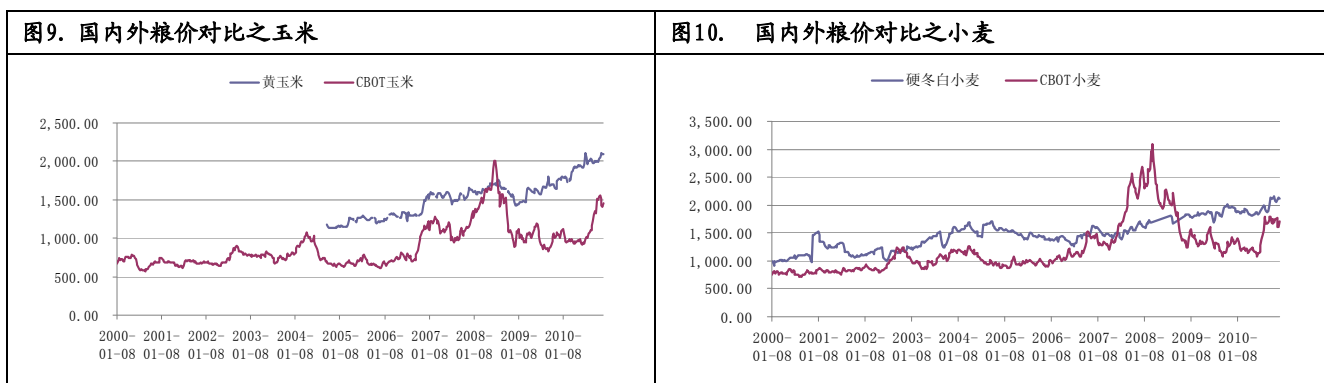
式发生变革，全面产业化的快速成长期，农业由于其特殊的资源属性和强烈的刚性需求而博得各路资金关注，我们正迎来农业发展的黄金阶段。

2、农业崛起的机会—美国模式VS日韩模式

农业，尤其是作为基础农业的粮食产业属于国家的战略产业，中国是一个大国，不可能靠进口粮食来养活十几亿人民，因此从战略上绝不会放弃对本国农业的主导权，中国粮食不能受制于人这是农业生产的基本出发点。

我国的农业发展要满足的市场是巨大的人口基础带来巨大的且日益增长的消费需求。依靠自己的力量，我们能够打出的供给牌却不尽理想：1、有限的资源（耕地减少、水资源和水利设施都欠缺）；2、日益减少的愿从事农业的劳动力（数量降低且老龄化）；3、生产成本的提高；4、生产技术（良种+良法等）的提高；5、政策变革。资源的有限性短期内无法改变，从长期来看，变数也有限；农业劳动力的转移是工业化的大势所趋；成本的提高是长期趋势；生产技术的提高虽然效果显著，但却非一朝一夕能够完成。分析下来，只有从政策上采取措施，才可能立竿见影，政策本身对其他因素也能够产生改善或拉动的作用。

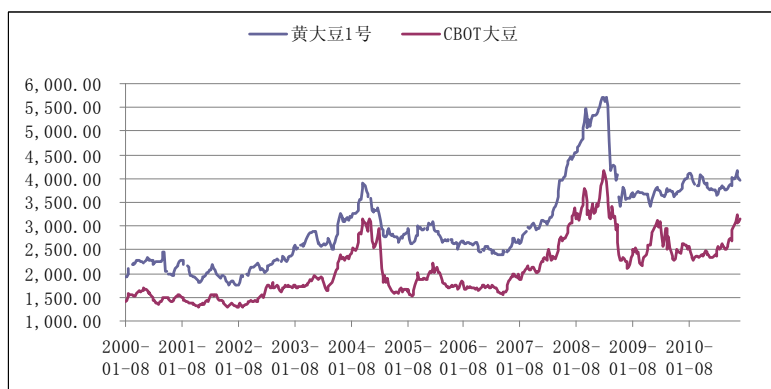
何种政策才能够有效地刺激农业生产呢？先来看一个令人费解的现象：国内已被人为压低的农产品价格实际上却长期高于国际农产品价格。



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

我国大豆 70%以上依赖进口，已丧失了定价权，大豆价格与国际市场联动性很强，波动基本一致，但整体上还一直高于国际市场价格。

图11. 国内外粮价对比之大豆



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

国内农产品价格长期高于国际水平的主要原因在于补贴。世界上大多数国家都对本国农业生产给予了程度不同的补贴。美国农产品能够走遍世界，除了其优越的自然环境和先进的农业科技之外，巨额农业补贴也是一个重要手段。农产品补贴大体有两种模式：美国的通过直接补贴保持农产品低价的模式和日韩的提高市场价格带来的高价模式。与美国平均 180 公顷规模的大农场经营不同，日本农业户均耕地 1.2 公顷左右，韩国户均耕地 1.3 公顷左右，都是以小规模家庭经营为主，与中国的情况更为类似。考虑到目前国内的补贴政策执行下去后往往效果大打折扣，农民并没有得到多少实惠，实际操作中对此多有诟病，今后国家为刺激农业生产，缩小工农业产品剪刀差而采取提高价格的可能性更大。

实际上，中国未来不论是采用高额补贴还是市场提价的模式，或者两者兼而有之，都将提高农产品的真实价格，从而在政策上为农业大发展提供良好的外部环境。新的一年，将有更多的资金投入农业，本从事农业的公司则将更多地选择回归主业，如今年的通威饲料、亚盛集团、隆平高科等，农业进入黄金投资期。

3、农业的拐点——从“故事”到“业绩”的转变

如前所述，中国未来不论是采用高额补贴还是市场提价的刺激生产模式，都将使农产品价格整体得以提升。在农产品价格整体站上一个新台阶的基础上，由于消费升级还将带来中高端市场超额的利润攫取机会，即产品品质提升将带来溢价。目前中国的农业消费特征还是量大价低，品质与安全没有保障，随着中产阶级的壮大和人们对食品安全的关注度提高，我国的农产品一定会顺应市场，转向高质高价、在安全的基础上供需实现紧平衡。相应地，中国农业企业将由分散经营、低价倾销的竞争现状走向规模化和品牌化的竞争格局。这一转型的过程目前已然开始，并在加速。

因此，不同子行业 and 不同市场定位的农业股都将从加速转型中获得发展机遇。以往由于长期的低价，农业股的机会往往在第一和第四季度惠农政策发布的集中期，实际上是一种新政策可能对当年业绩产生积极影响的预期，还属于“故事”型。未来由于实际市场价格的上涨和品质提升带来的溢价，将有助于提升上市公司业绩，从而使农业股的机会渐渐转变为“业绩”型。

二、行业拐点下的掘金路线——微笑曲线

农业的发展进入了加速转型时期，在前方繁荣的吸引下，我们如何从行业中众多的企业里挖掘出有价值的上市公司呢？根据对农业行业和上市公司的分析，循着产业链上利润空间大、价值丰厚的环节进行挖掘，我们总结出三条掘金路线，分别是：资源、研发和品牌。

寻找价值丰厚的环节的过程来自于微笑曲线的启示和农业行业自然资源属性的特点启发。

微笑曲线 (Smiling Curve)：是宏基集团创办人施振荣先生于 1992 年为“再造宏基”而提出的。微笑曲线两端朝上，它提示我们：在产业链中，附加值更多体现在两端，设计和销售，处于中间环节的制造附加值最低。如图 8 所示：

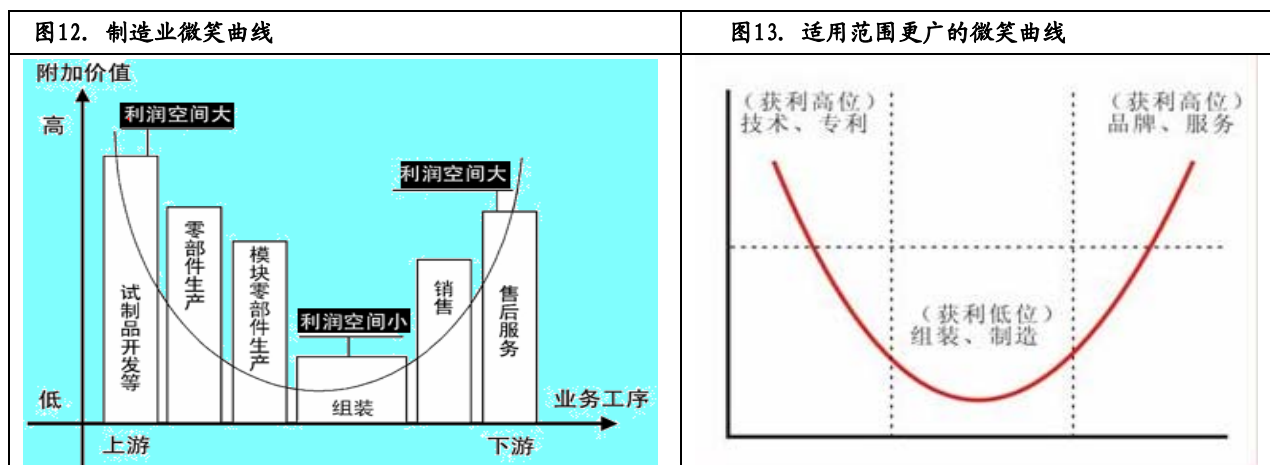


图 12 主要是针对制造企业，实际上众多行业产业链的价值分布都呈现这样的规律，即价值最丰厚的区域集中在价值链的两端—研发和市场。简而言之，如图 13。

微笑曲线可以大致揭示农业行业的附加值分布情况，这一点有些令人惊异。传统上，农业被看做技术含量低、附加值低、几乎没有准入门槛的最低端行业，很难和高科技的研发、技术拉上关系，更不要说在农业中谈论竞争发展到一定阶段产生的品牌和服务了。

但经过我们的研究，发现具有研发和营销的农业上市公司才具有较强的盈利能力和企业活力，才能够代表行业发展方向。毕竟，如前所述，农业产业化序曲已然奏响，步伐日渐强劲。

从研发来看，种业可以作为一个典型代表。几乎可以说，好的品种是企业发展的先决条件和命脉，没有具有竞争力的品种，就没有市场空间。好的品种虽然可以通过购买得来，但购买除了资金外，几乎没有门槛。购买保证不了今后长期的发展。企业有了自己一定的研发实力，才真正具有核心竞争力和发展的持续性。不仅对种业，对畜禽水产养殖、饲料等行业研发的意义在今天也至关重要。动物良种的选育与保持良种的优良特性不退化、动物养殖过程中降低发病率、提高料肉比、通过调整饲料配方降低成本、提高动物健康状况，获得更高的生产效率等都是行业发展的关键问题，也是研发的方向。

从营销来看，完全竞争的饲料行业可以作为农业行业（确切地说，是农资行业）的代表。营销是经营与销售两个过程的统一，先有经营，然后才是销售，营销的结果便是品牌。目前的许多饲料企业已通过经营策划，将客户的生产、盈利与自己的发展绑在了一起，形成一个利益共同体，在共同发展的基础上实现销售。同时这种方式使得公司更了解市场动向和客户的需求，在更长的产业链上掌握了市场，从而对市场发展方向的洞察、对市场需求的反馈和对自身产品的调整都更为迅速。最重要的是，通过客户盈利实现自我盈利的共赢的方式才具有持续性，才能积累起大量的忠实客户，迅速实现市场扩张。我们认为这是农资行业最有效的营销模式。而作为食品生产者，农业行业也有同消费品采用的方式和效果类似的市场营销，如獐子岛的“北纬 39 度”的市场策略。

农业作为主要以自然资源（植物、动物、土地、水、海域等）为生产要素的行业，其受制于自然的行业特征也十分明显：一是受制于生物的自然生长特性，如从 1 日龄祖代鸡引进至商品代鸡大量上市时间大约是 77 周，这一过程一旦开始，不能暂停也不能逆转，在一段时期内受技术发展所限也不能加快。受制于自然的另一个表现是自然气候对农业的制约。农业生产由于其生物属性，还处于“靠天也靠地”的状态，气候对于产量和产品品质的影响非常明显，这一点无需多说。

农业生产受制于自然的这一行业特征使其具有了另一个重要的行业特点——资源性，即有限性。对种植来说，

在一定的生产力条件下，一定的土地资源产出的作物产量是有限的，不可能出现爆发式增长。例如我国的粮食产量，在耕地面积不能够大幅增加的前提下，粮食产量的增长是有限的。水域养殖也类似，一定的水体能够承载的渔获量是有限的。畜禽养殖从理论上来说可以不断扩大，但归根结底受粮食产量的制约，也是有限的。

鉴于农产品的资源属性我们在微笑曲线左端增加资源，资源体现了稀缺性，研发迎合了食品安全，同时也为持续的好品质提供了保证；微笑的右端则是品牌，通过营销营造出好的品牌和多层次的服务（生产者和消费者），则迎合了对品牌的重视。

总结来说，在农业价值发现、价格回归的过程中，微笑的农业企业具有能够攫取更多并且更持久的价值的价值的能力。我们提供三条路线去寻找微笑的农业公司，分别是：资源、研发和品牌。

在此之下，我们进入各个子行业开始农业股掘金之旅。

三、 农业行业分析预测

1、 农业种植：行业整合与主业回归

在粮价上涨、政策扶植、产业提升和整合加速的大背景下，种业具备长期的利好基础，也是农业行业中近期最具有转型潜力和业绩爆发力的行业。种业的机会在于行业整合与主业回归。

近年来，外资的先锋和孟山都等公司在国内的表现让我们看到了巨大的差距，而先玉 335、迪卡 007 等的热销更是令国人不安，大呼“狼来了”，深恐关系国家粮食安全的种业被外国人控制。

反观国内种业企业，由于种种因素与国外同行比竞争力很低，主要存在以下突出问题：

1、研发力量不足。从各年度国审品种的选育单位能明显看到，我国种业研发的主体还是各科研院所。以 2010 年国家大田作物审定情况为例，当年以科研院所为选育单位的占比达 74%，见表 1。我国种业企业走的是一条低价倾销的路线，价低利薄的结果是堵了自己的研发投入，堵了对客户的服务，也堵上了产业发展的前途；

表1. 2010 年国家大田作物审定情况

大田作物品种	籼型两系 杂交稻	籼型三系 杂交稻	粳型三系 杂交稻	常规稻	玉米	棉花	大豆	马铃薯	合计
总审定数	13	25	5	12	24	9	19	6	113
科研单位选育数目	4	22	5	10	14	4	19	6	84
科研单位选育占比	31%	88%	100%	83%	58%	44%	100%	100%	74%

资料来源：东海证券研究所

2、育、繁、推脱节。大多数公司在这一完整的产业链上各执一端。种业公司主要靠买对品种发短期财，发展更多的体现机遇性而缺乏持续性。

3、营销水平非常落后，销售渠道主要靠各级经销商，很少销售策划与配套服务。

4、市场混乱、监管不力。抢购、套购行为屡禁不止，假种子坑农也时有发生。在种子企业中，有 30% 存在无证经营、仿冒种子、套牌种子等违法行为。市场对知识产权保护远远不够，没有形成激励基础研究的市场环境，更促使企业选择短期行为；风险和收益的严重不成比例导致了作为核心竞争力的研发能力低下。

5、行业集中度不高，小而散突出，企业多，强者少。国内获得生产经营许可证的种子企业现有 8700 多家，拥有知识产权的不足 100 家，具有产业化能力的不足 80 家，但在市场上从事种子经营的代理商却高达 18 万家。70% 的种子企业注册资本在 500 万元以下，99% 的种子企业没有品种研发能力，60% 是市级或县级发证企业。相比之下，美国约有 1100 多家种子公司，前 20 家种子公司几乎垄断了全美 70% 的市场，而我国种业前 10 强 2006 年销售额仅 48 亿元，仅占当年全国种业销售额的 12.6%。

1.1 2011 年行业基本面

正是在巨大的内外资竞争力的反差下，外资在市场上异军突起。蔬菜种子几乎已经是外资的天下。大田作物上，经过几年的运作推广，先玉 335 在东北地区非常受欢迎，占据了绝对优势，在山西、陕西也推广迅速。迪卡 007 在广西也是一支独大。更重要的是，我们受基础研究薄弱，研发实力所限，推出有竞争力的新品种的后续力量不足，而外资经过了国内外的多年积累，正酝酿厚积薄发，形势迫人。

管理部门受到保障粮食生产的关键环节-种子要落入外资之手的压力不断增加，出台相关政策进行行业整合已是箭在弦上。实际上今年农业部已多次对种子行业进行摸底，评定了一批骨干企业。将 2010 年定义为“种子执法年”，对市场也进行了整顿。但是效果有限，力度仍然不够，我们预期传统的农业政策集中发布期的年底和明年初应该会有更高层面和更有力度的政策出台。

来自经济观察报的报道称，《关于加快推进种业改革发展的指导意见》正酝酿出台。该《意见》事关中国种业改革的一些重大政策，例如国家将通过税收、信贷、科技项目激励等优惠政策支持种子企业发展，并“在重点培养 5-6 家大型种子公司”的基础上，通过兼并和重组等市场手段，最后实现国内大中型种子生产企业不超过 50 家的局面”。《意见》还明确，将调整国家科研单位和种子企业在国家农业技术研发体系中的分工和定位。具体是，“经过 3-5 年的过渡，国家公共财政资金将不再向公益性科研单位投入竞争性的育种科研项目”，“3 年过渡期内将彻底剥离依托于公益性农业科研单位和大学的种子公司”。

农业部准备先行以修改种业准入门槛的办法，来敦促种子企业兼并重组，并将于近期对外发布经过重新修订的《农作物种子生产经营许可管理办法》（以下简称《办法》）。《办法》大幅度提高了种子企业的准入门槛，特别将杂交水稻和玉米种子的生产和经营企业注册资本从原来规定的 500 万元提高到 3000 万元，责成由省级种子管理站负责审批；将育繁推一体化农作物种子经营企业的注册资本从原来的 3000 万元提高到 1 亿元，由农业部自身把关，并同时规定，固定资产比例都不得低于 50%。国内注册资本在 3000 万元以上的种子企业仅有 200 多家。如果按照新《办法》的规定，将有超过 97% 的中小种子企业被淘汰。

相关政策出台后，在粮价上涨、政策扶植和产业整合的大背景下，行业内种业公司的质量有望得到大幅度提升，表现在：1、对大量小企业的淘汰政策将清理出不小的市场空间；2、对大公司的扶持政策有望促进行业内的整合，使其通过兼并等迅速扩张。行业集中度将大大提高，单一种业公司的实力将因此得到加强；3、对市场的整顿有利于保护知识产权，企业将更加重视研发投入；4、行业利润率有望继续提高，并因此吸引更多的资金投入。

行业内种业公司的质量大幅度提升将大大推进新品种的推出和优势品种市场占有率的提高，种业上市公司的毛利率将出现上升的势头，具有较强研发实力和相当营销实力的大型种业公司将将在整合的大浪中强大起来，脱颖而出。外部资金的介入也将促使企业对自身进行调整，内外同时发力有助于大大改善行业公司的基本面。行

业盈利能力有望增强并具备持续性。因此，我们认为行业景气将持续。

但公司间由于品种、经营的差异、对市场和机遇的把握能力不同，盈利状况差别也会很大。

1.2 2011 年行业市场表现

行业市场表现驱动力仍然是对高增长或盈利情况改善、业绩释放的预期。行业可能在上半年表现优于下半年，主要原因在于上半年是销售集中期，也即业绩释放期，同时也是政策集中受益期。

我们先看行业微笑曲线的左端。研发是种业的生命线，对行业发展至关重要。由于杂种的明显优势和广大的播种面积，玉米和水稻两杂品种成为种业公司竞争的主战场。国内就玉米研发实力而言，登海种业无疑位列第一。从 1972 年至今，李登海先生一直进行紧凑型玉米杂交种的育种研究，先后选育出 16 个在我国玉米育种上被广泛应用的具有株型紧凑、抗病、抗倒、高配合力等突出优点的骨干自交系和 25 个“掖单”、“登海”系列玉米杂交种，在品种选育上实力雄厚。但在新品种的推出上，近年来表现较为乏力，今年推出的超试系列虽然推广很快，但市场表现却不如预期，很可能对明年的市场推广产生不良影响。

与玉米品种选育同世界先进水平还有一定差距的情况不同，在水稻杂交育种水平上，我国居于世界领先地位。如前所述，科研的投入和产出主体大都在科研机构，而非企业。但在水稻育种目前最集中的方向籼型两系杂交稻上，企业表现出了较强的竞争力，上市公司表现更为抢眼。以今年通过国审的情况来看，通过审定的 13 个品种中，来自企业的有 9 个，其中隆平高科通过了 4 家，荃银高科通过了 3 家，均表现出了较强的研发实力。

实际上，拥有较强研发实力的公司可能不如已实际拥有优良新品种的公司那么受追捧，因为研发周期长，风险也较大。例如大北农，公司主要业务收入和利润来源都是饲料业务，但研发投入最大的却是种业。虽然今年首次有自主研发的很优异的玉米新品种农华 101 通过国审，但是其水稻和玉米后续品种的研发情况具有较大的不确定性，市场对其关注始终不够。市场关注新品种推出情况，尤其是在省审或国审中表现优异的品种。

再看微笑曲线的右端，先锋公司成功运作先玉 335 的事例告诉我们，具有营销运作能力，特别是优秀的营销理念和发展战略，对一个种子企业的发展来说具有重要意义。好的品种应该是优异的性状表现和深入实际的营销结合创造出来的。种业的营销已逐步上升到消费品销售的市场程度。判断一个公司的营销实力可通过对以往品种的营销效果来检验。需要指出的是，由于我国在水稻育种上的国际领先性，稻种市场不仅在国内，国外市场也有不小的空间，这一块也需考虑。

结合以上两点，我们重点推荐隆平高科、大北农。

隆平高科的研发实力毋庸置疑。继推出了有希望成为下一代主栽品种的不育系 Y58S 及配组的 Y 两优系列品种之后，今年又将 Y 两优的销售价格提高到杂交水稻第一高价水平，有望打造中国杂交水稻未来第一品牌，在东北玉米早熟区推出的“利合 16”同样具有强大竞争力。市场销售经过多年的沉积也非常成熟。其短板在于大企业市场反应不够快，管理水平还有待提升。但我们已可以看到其短板正在补齐，不仅因为对种业营销高手刘石先生加盟后管理提升的预期，更主要的是其业绩向主业的回归和实实在在的改善。对于海外市场，隆平高科现在已经在东南亚进行试点研发，由于品种表现的地域性非常强，因此，这一举措在占领海外市场上，比起仅是出售稻种有广阔得多的前途。我们知道，先锋在中国推出有竞争力的品种前，也已在中国进行了 10 多年的育种研发。我们对隆平高科的综合看法是，虽然大船掉头更费周折，但一旦掉过头来，其速度就不是小舢板可以比拟的。

大北农是一家虽大但却颇具活力的公司，市场化程度高，员工激励比较充分。就其种业业务而言，玉米和水稻都有非常优良新品种：农华 101 和天优华占。农华 101 是可以与先玉 335 一较高下的品种，天优华占的优势也

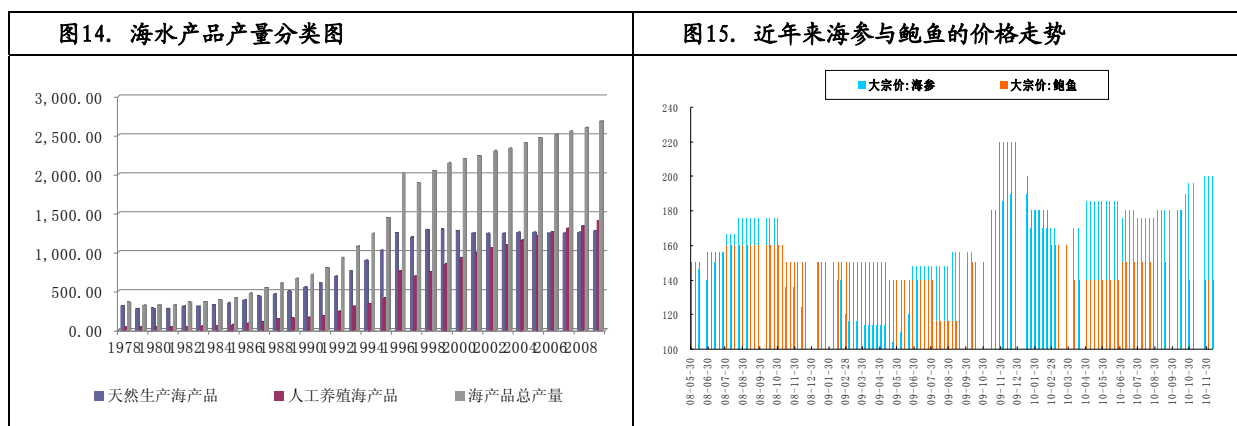
很明显，适用面积广，增产显著，米质好。大北农的营销能力更是为同业所称道，在推广农大 108 时已得到市场验证。我们认为在高的管理水平和激励机制下，新品种的持续推出和营销水平的持续提高是可以预见的。

2、海水养殖：期待品牌溢价

海珍品迎合了市场消费结构的升级并以销量证实了这种升级。考虑到消费升级的可逆性不强，在内需成为推动经济增长的最重要引擎后，消费结构的升级带来对海珍品需求的增长可能促使行业快速上涨，行业的春天已然来临。但由于受高额利润的驱使，黄、渤海适宜海域海珍品养殖近年来大量兴起，市场供给也在迅速增加，这将在一定程度上对未来行业持续高价形成制约。在供给增加的情况下，品牌方能获得更高的溢价，得到高于行业平均的超额利润。因此，看好海珍品产量与营销配合较好的公司。

2.1 2011 年行业基本面

海水养殖行业从供给来看 2011 年将大量增加，同时市场的需求也在提高。各公司在传统和新兴市场、国内和国际市场的开拓将更具力度，市场容量仍在扩张中。不会出现整体供大于求，价格迅速下跌的局面。从总体来看，海珍品消费的区域性和高端性的特点仍然很明显，还没有实现大范围的市场突破。全国大范围市场实现突破后，行业将迎来拐点，进入高速增长时代。但伴随这一过程，行业毛利率不一定能够进一步提升，两个原因：1、行业成熟度提高；2、海珍品的非刚性需求。能够继续保持高毛利的是在近几年进行了品牌建设的公司，品牌建设在未来几年能够体现出溢价，未来将进入海珍品靠品牌获利的时代。



资料来源：wind 资讯，东海证券研究所

2.2 2011 年行业市场表现

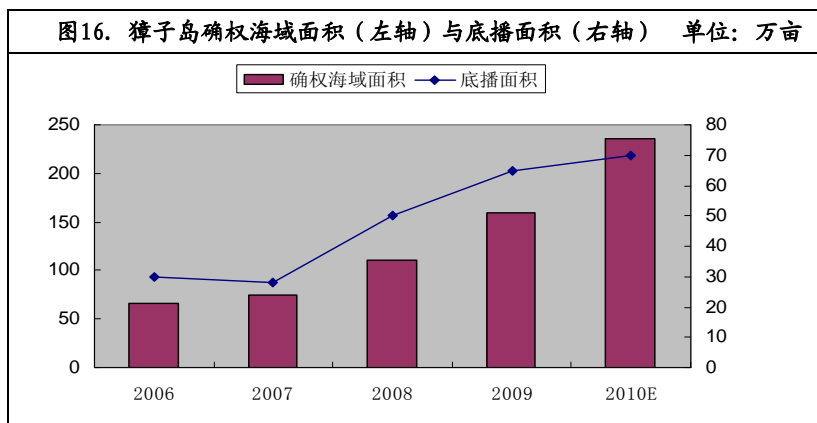
2011 年行业市场表现驱动力来自于行业的两大推动力：产量和营销。

目前市场产量上升很快（量一方面可能造成价格下跌，但另一方面有助于市场突破），价格也保持在高位运行，是行业发展壮大难得的理想环境，将进一步促进供给的增长。在我国消费升级的大背景下，辅以营销这个强大催化剂的作用，海珍品的市场可能取得从高端向中端市场扩张的重大突破。虽然突破不可能一蹴而就，但突破的过程将使得市场空间得以迅速放大。

因此行业的投资机会一在于把握量产增加促进业绩释放的公司，二在于存在品牌溢价的公司。

獐子岛在这两点上都可以做为代表。在产品产量上，獐子岛通过对有限的不可再生清洁海域不断占有扩张，

使得产能也相应不断放大。



资料来源：公司公告 东海证券研究所

在产品质量上，品质的溢价有三个方面：养殖方式、生长海域和生产过程。底播的海珍品与虾池养殖的不可同日而语：底播海珍品自由觅食，自然生长而成，成活率低，生长期长；虾池养殖的在人工环境中觅食，不乏人工饵料，生长期短，成活率高。生长海域有沿海、近海和远海之分，其清洁程度也视离海岸的远近而有明显区别。对生产过程的把握更多地体现了对食品安全的重视。

獐子岛底播产品占比大，目前市场价格对底播的质量尚未完全反映，因此其产品价格上涨空间相对较大。獐子岛养殖海域位于北纬 39 度附近的黄海深处，属寒暑交界地带，这里远离大陆，远离主航道，处于辽南沿海与近海交汇处，海流湍急，海水交换能力和自净能力都很强。海域水深平均达 35 米，属于深水岛类型，是国家级清洁海域、水产健康养殖示范区。獐子岛大力推行原良种工程，实行生态底播增殖模式，完全贯彻食品安全追溯体系，同时还与国外建立了联合品质控制实验室。因此，在产品品质溢价的三个因素上，獐子岛都占有不可比拟的优势。



好产品应该有的价格。目前獐子岛海珍品的溢价还不突出，其主要产品虾夷扇贝几乎还没有溢价。不过，产品价格的推手-营销的运作，也是獐子岛的强项。在品牌建设上，獐子岛充分利用自身优越的自然条件和良好的产品品质，进行了全方位营销，“北纬 39 度”将其产品准确定位。同时为配合产量的提升，獐子岛积极开展国内外市场的营销。11 月沃尔玛在中国的第一个海产品基地——“沃尔玛大连獐子岛海产品农超对接基地”对接成功。海外市场的有序扩展也有利于其提速释能。我们预计在不久的将来，看到獐子岛产品溢价的出现，届时公司的盈利能

力将在另一个层次上实现提升。



东方海洋在产量和品牌建设上同样可圈可点。东方海洋正开始收获由水产品加工型企业向海参养殖企业的成功转型，底播海参养殖业务的毛利率可高达 60%-70%，大大高于水产品加工不足 10% 的毛利。2010 年东方海洋底播海参开始放量，集中放量将在 2011 和 2012 年实现，其大幅度业绩增长可期。根据公司招股说明书、增发项目情况等公告，我们对东方海洋 2010-2012 年海参生产情况进行了预测，结果如下表：

表2. 东方海洋 2010-2012 年海参生产情况预测

海域名称	面积(亩)	地址	养殖能力(吨)	达产时间	2010 年收获量(吨)	2011 年收获量(吨)	2012 年收获量(吨)
海阳	836.7	辛安镇西赵家庄村南	120	2007	120	120	120
辛安	10410	辛安海区	468.45	2012	0	210.8	468.45
牟平	15000	与牟平区姜各庄镇云溪村北接壤	900	2012	90	585	900
牟平刺参养殖基地	260	牟平区姜各庄镇云溪村北	39	2009	39	39	39
莱州	10255	与莱州市过西仓北村(名贵鱼养殖场)海域毗邻	615.3	2012	153.83	369.18	615.3
担子岛	9995	烟台近海担子岛及舵罗顶岛周边(崆峒岛周边小岛)	499.75	2012	199.9	399.8	499.75
合计	46756.7				652.73	1773.78	2692.5

资料来源：公司公告 东海证券研究所

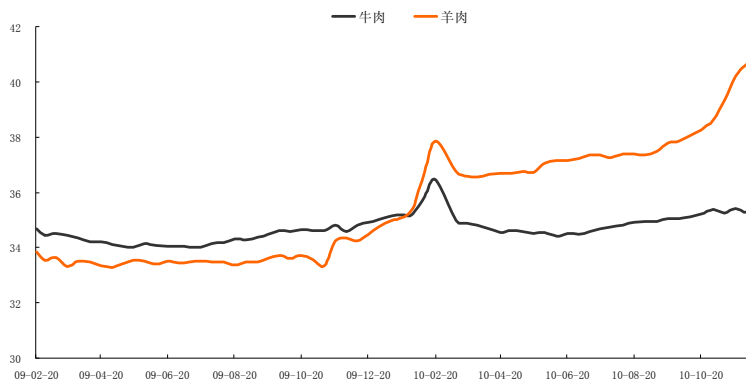
东方海洋同时是一个进取性较强的公司，一直积极探索新产品、新市场。今年以来尝试了鱼皮提取胶原蛋白、三文鱼养殖等，并取得了一定的成效，有望在 2011 年开始贡献利润。新产品和新市场尽管面临着诸多风险，但我们从中看到了公司积极探索的努力。正是不断地创新、开拓创造价值，开辟出广阔的成长空间。公司同时重视对市场的营销，通过聘请代言人、积极宣传等手段提高公司产品知名度，提升溢价空间。

3、畜禽养殖：涨价的意义有多大

我国的畜禽养殖行业是农业中产业化程度较高的子行业。在一个充分竞争的市场中，没有对上游原料的掌控和品牌的溢价难以获得高额收益。但行业中对原料的掌控使成本降低的幅度是有限的，因为行业中不要说养殖企业，就是饲料企业也少有自己拥有玉米等大宗原料基地的。品牌建设相对就更加重要。目前行业中正是树立品牌的时代，“德清源”、“咯咯哒”、“圣迪乐”、“土猪一号”、“黑六”等各品牌风起云涌。但上市公司中还没有具有高溢价的品牌，甚至有些公司还没有进行品牌建设。例如新希望的“千喜鹤”，相对市场产品，几乎没有溢价；福成五丰的产品市场上同质同类品众多，也少有溢价；西部牧业主要给下游的伊利和旺旺等公司提供原料，并没有自己的品牌；圣农发展产品质量可靠，通过销售给铭基和福喜等公司获得溢价，属渠道溢价，非自有品牌带来，所获有限。其他的如华英农业、民和股份、雏鹰农牧等提供的也是市场同质化产品，鲜有溢价。品牌建设不仅是宣传，更重要的是随经营策略制定的生产管理方案，对公司而言，是一个系统工程。能够形成品牌溢价非一日之功，行业内众多公司还有较长的路要走。

没有品牌溢价，只是同质竞争，难免会随市场涨涨跌跌，即便涨价对公司而言也没有太大的意义。例如自 7 月以来，畜禽产品价格持续上涨。但是行业的盈利并没有价格上涨的幅度那么大，有些企业甚至还在亏损。原因是高企的粮价吞噬了大部分利润。我们来看肉类价格和肉粮比价的变化关系。

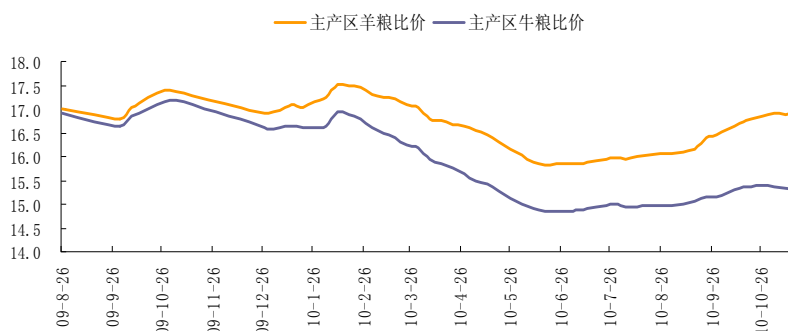
图21. 50个城市牛羊肉平均价



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

猪肉和鸡肉价格在经历春节后的持续下跌后，从今年下半年开始上涨。牛羊肉价格走势与之不同。牛肉上半年只是小幅下跌，下半年也是小幅上涨，并没有猪肉和鸡肉价格明显的大起大落。羊肉走出了最为独立的行情，今年以来一直上涨，10月以来还走出了加速上涨的行情，目前价格已比去年的平均价高出 20% 左右。因此，可以说，下半年开始，所有的肉类都在涨价。但是，行业因此回暖，盈利能力大为改善了吗？实际情况并不是如此。肉粮比价给出了很好的答案。

图22. 200个主产区活牛、活羊与玉米比价



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

从上图我们可以看到,在价格已大幅回暖后,牛粮比价还与上半年价格下跌时的5、6月份持平,羊粮比价随羊肉价格已大幅上升,但目前只与4月份的水平持平。

图23. 200个主产区活鸡价格与鸡粮比价 (单位: 元/千克)

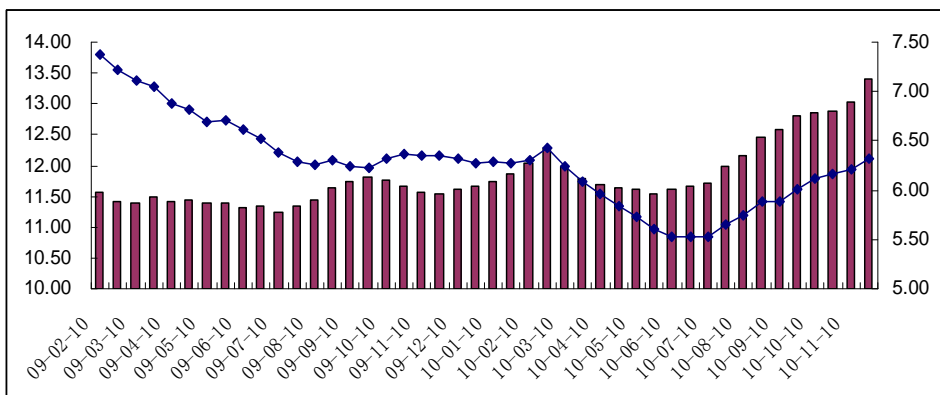
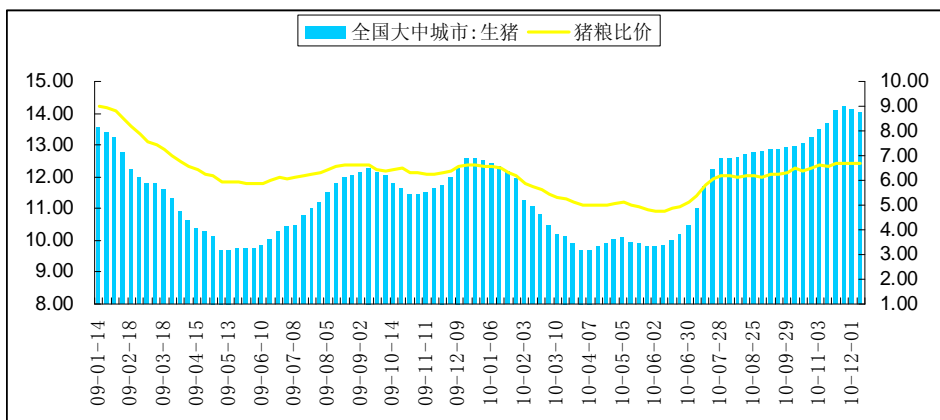


图24. 全国大中城市生猪出场价格与猪粮比价 (单位: 元/千克)



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

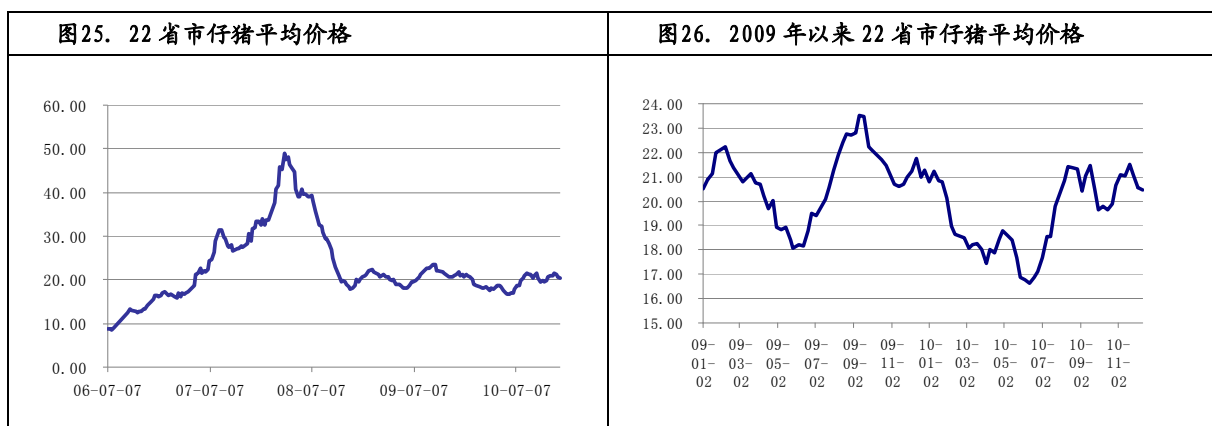
再来看猪肉和鸡肉的情况。与 2009 年年初时的价格比，猪肉和鸡肉当前的价格都有一定的涨幅，尤其是鸡肉，现在已处于两年来明显的高点。但无论是鸡粮比价还是猪粮比价，都明显低于 09 年初的水平。因此，我们可以判断，原料价格的上涨吞噬了价格提升的大部分利润。

在粮价进入趋势性上涨通道后，行业将长期面临原料价格上涨的问题。如果靠降价竞争等于堵塞了行业和企业生存空间。出路在于提升产品质量，创建自有品牌，从而通过高溢价获取发展空间。

3.1 2011 年行业基本面

今年玉米收购价同比大幅提高，畜禽养殖行业明年可能面临原料继续上涨的压力。但由于今年各肉粮比价比去年均有所降低，很可能影响到养殖户的养殖积极性，我们从仔猪价格和父母代鸡苗价格并没有随肉类价格上涨也可以做出此粗略判断。2009 年 7 月以来，生猪价格一直在涨，但同期仔猪价格涨了一波后便一直徘徊在 20 元左右，近期还有所下降。很可能说明养殖户对后期生猪养殖市场并不看好。

因此，明年的肉类有可能因供给不足导致价格上涨。但由于原料的上涨，行业获利有限，可能获取比今年略高的盈利水平。



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

我们认为 2011 年猪肉价格不会大幅上涨。从目前的情况看，生猪存栏量还是较高，并处于小幅上升中，能繁母猪除 9 月有所反弹外，基本处于稳步下降中，但目前绝对量略有偏多。因此，我们预计 2011 年上半年因节日需求增加，猪肉价格保持平稳，下半年将有所回升。

表3. 生猪与能繁母猪存栏情况

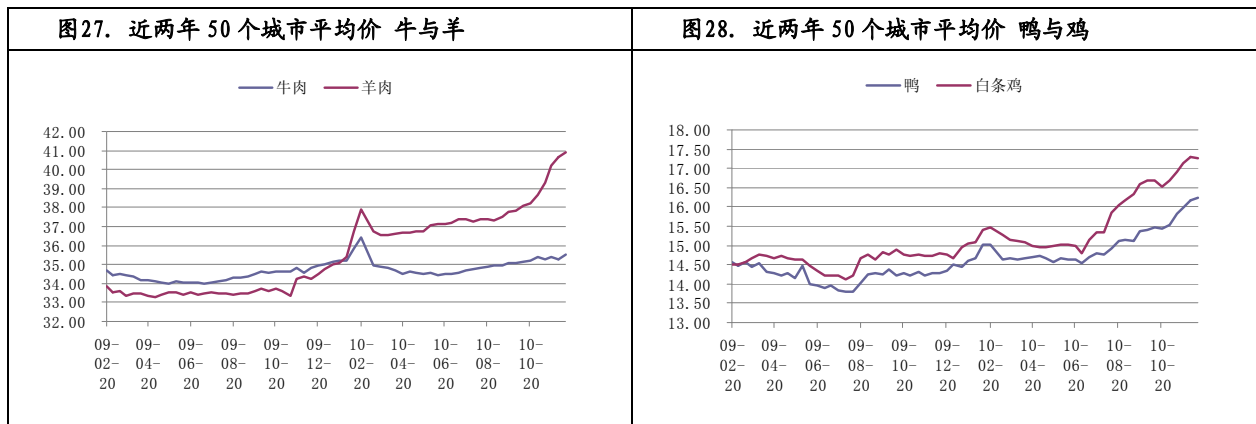
单位: 万头	生猪存栏	生猪存栏同比	能繁母猪	能繁母猪同比
2009-12	46,900.00	1.37%	4,910.00	
2010-01	45,500.00	-0.25%	4,870.00	-1.89%
2010-02	44,330.00	-0.59%	4,890.00	-1.95%
2010-03	44,130.00	-1.63%	4,840.00	-2.06%
2010-04	43,600.00	-4.15%	4,760.00	-3.29%
2010-05	43,370.00	-4.31%	4,700.00	-3.69%
2010-06	43,670.00	-2.35%	4,680.00	-3.11%

2010-07	44,000.00	-2.24%	4,630.00	-3.66%
2010-08	44,180.00	-3.57%	4,580.00	-4.90%
2010-09	45,450.00	-2.29%	4,700.00	-2.89%
2010-10	45,440.00	-3.16%	4,690.00	-3.79%
2010-11	45,470.00	-2.40%	4,660.00	-4.31%

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

在消费结构升级的大背景下,牛、羊肉因其更健康的消费理念将受益于高档消费的增加,牛羊肉价格和销量很可能同步增长。

禽类供应在今年的行情下调整后,明年的市场供应可能降低,引起价格上涨。成本的因素在改变供过于求的关系之前对市场价格的影响非常有限,但进入供不应求的市场环境后,就成为“铁底”,成本加成法得以实现。明年的肉类涨价很可能属于这种情况。从行业整体来看,受肉类比价关系和市场供应降低的双重影响,产品价格可能稳中有升,毛利率相应有所提高,但幅度有限。



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

表4. 禽业上市公司毛利率情况

公司名称	上市代码	毛利率			
		2010 三季	2009	2008	2007
雏鹰农牧	002477.SZ	23.94%	22.51%	26.15%	23.66%
圣农发展	002299.SZ	16.80%	20.91%	21.68%	27.24%
益生股份	002458.SZ	24.44%	34.43%	33.25%	23.15%
华英农业	002321.SZ	11.46%	12.82%	13.45%	17.27%
民和股份	002234.SZ	10.26%	3.17%	14.52%	24.25%
西部牧业	300106.SZ	15.10%	14.99%	13.71%	19.14%
罗牛山	000735.SZ	8.00%	13.34%	18.58%	19.63%
福成五丰	600965.SH	9.21%	9.72%	12.40%	14.03%
新五丰	600975.SH	2.97%	9.93%	8.76%	7.28%

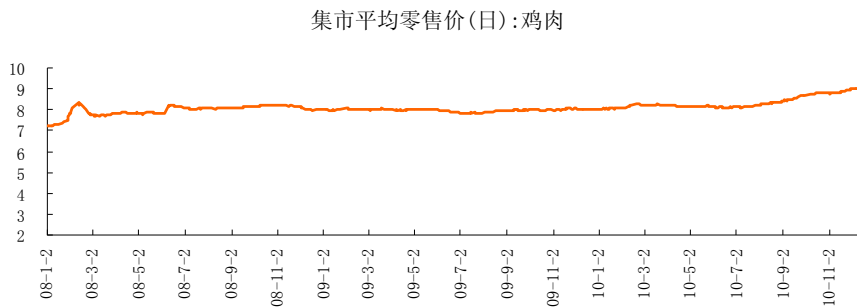
资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

3.2 2011 年行业市场表现

行业的市场表现驱动力主要是两个价格：产品价格和原料价格。

产品价格是影响公司业绩的重要因素。畜禽产品价格基本是受市场供求的影响，成本影响只有在供不应求时才能有所表现。畜禽代次越高，单价越高，价格波动也越大。从商品代产品来看，终端的价格变化并不大，以每斤鸡肉为例，2008 年至今的三年间价格几乎都在 8 元上下浮动，只在近期靠近 9 元。以三年的均价 8.1 元计，振幅只有 22%，在 2008 年 7 月至 2010 年 7 月的两年时间内振幅甚至不超过 3%。但父母代鸡苗三年来价格的波动幅度可达 80%以上。

图29. 2008 年至今鸡肉价格走势



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

从原料价格来看，如前所述，近年来粮食价格一直处于上升中，今年以来在全球减产、流通性充裕的情况下呈现加速上涨态势。玉米、稻谷、小麦价格都到达历史高位。

图30. 1998 年以来玉米和小麦价格走势

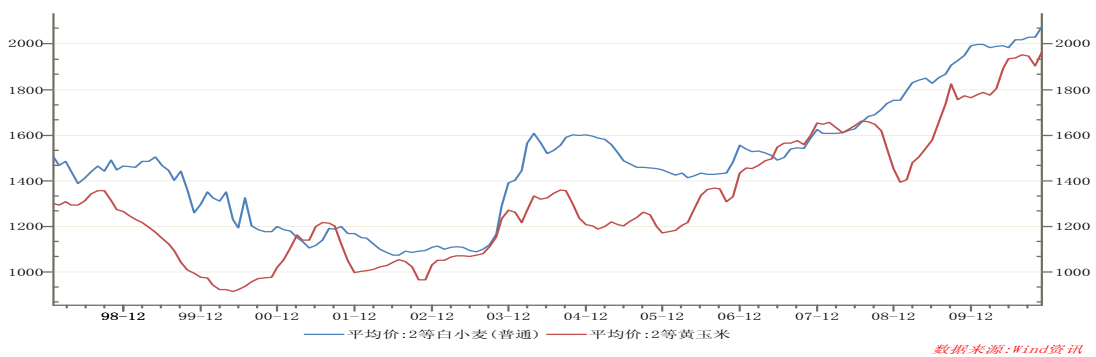
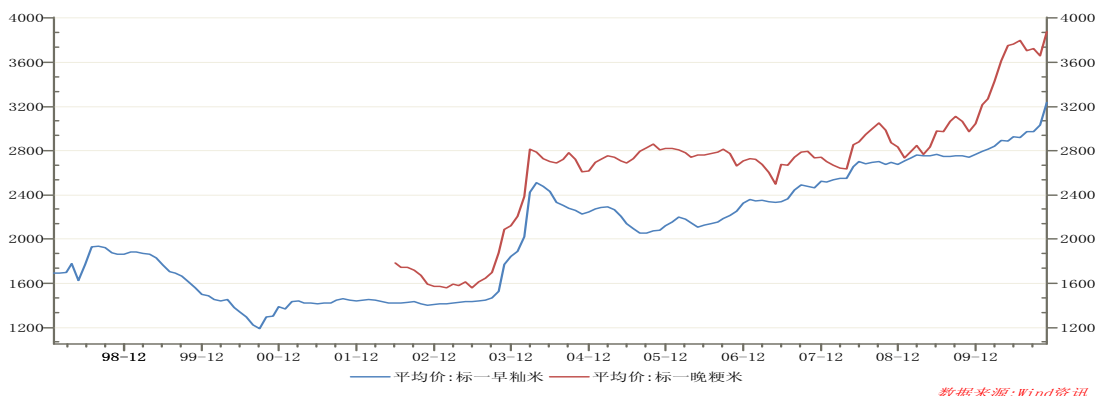


图31. 1998年以来早籼米和晚粳米价格走势



行业中尚没有能够实现原料自给的公司，而从长期看粮价还将继续走高，高企的粮价必将对本行业的盈利构成较大压力。从这个趋势来看，成本引起的畜禽产品的涨价也是必然趋势。能够在多大程度上将上涨的成本转嫁出去体现了公司的竞争能力。同样成本下高质量、有品牌的产品能够获得较高的市场定价，从而获得高于市场一般的毛利水平，对产品质量、品牌建设、渠道建设的掌控能力成为从行业胜出的关键。因此，微笑曲线的右端-对市场的掌控成为此行业的重要看点。

据此，我们建议重点关注三家公司：益生股份、雏鹰农牧、圣农发展。

益生股份有三个看点：行业毛利高、产品溢价高、价格处于上升通道。公司所处的祖代鸡养殖行业处于产业链国内顶端，毛利水平高于父母代鸡养殖行业。公司在祖代鸡行业里连续三年稳居行业第一，并且由于产品质量高和具有批量供货的能力使产品价格相对市场有一定的溢价。从长期来看，公司可能随着养鸡行业的扩大而成长。短期来看，近几个月肉鸡市场持续走强，将有力地带动对父母代鸡苗的需求，目前父母代鸡苗价格已从谷底回升，春节前仍是肉类消费高峰期，我们估计价格还将继续走强。公司作为行业龙头将大大受益。

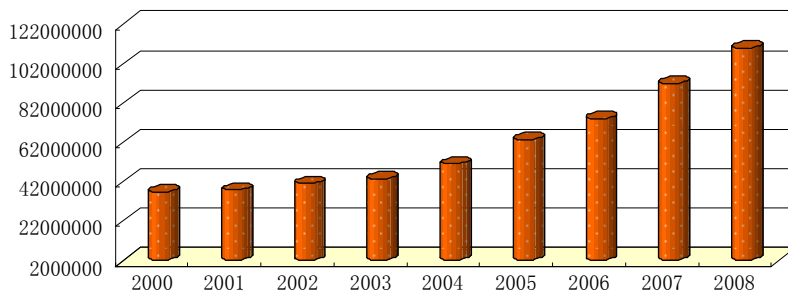
雏鹰农牧赢在低成本的生产模式和原料价格优势。虽然在形式上公司也是采用了“公司+农户”的生产模式，但与其他公司的此种模式有着本质的区别。雏鹰实质上并非“公司+农户”生产模式，而是工业化生产模式。农户是其生产线上的工人，只不过对工人采取的并非保底工资，而是与产出量密切相关的灵活的激励机制。正是这种模式使公司降低了生产成本，提高了对产品质量的掌控能力，并且通过模式复制具有异地快速扩张的潜力。公司地处黄淮海区，是我国玉米、小麦生产的大区，具有获取优质低价的原料来源的优势。

圣农发展的看点在于规模扩张和产品溢价。大规模一体化自养自宰的肉鸡经营模式使其对产品质量有强于一般企业的掌控能力，关键在于公司成功使自己的产品质量优势实现了溢价，并还在不断地强化这种溢价。公司近期进行了非公开发行，募投项目预计将在2012年达到年新增肉鸡屠宰量9,600万羽，年新增鸡肉产量19.22万吨的产能，实现产能翻番。为能够使新增产能获得更高溢价，公司近期以1.7亿元的大手笔成立福建福圣农牧发展有限公司，使其成为麦当劳指定的在中国的鸡肉一条龙原料供应商，即意在透过合资公司直接向麦当劳提供鸡肉产品，大幅提高在麦当劳鸡肉产品采购市场中的份额，优化客户结构，获取更高溢价。圣农发展还拥有地理优势带来的成本优势。公司所处的相对封闭的良好天然环境降低了疫病发生的风险，从而有利于降低成本。

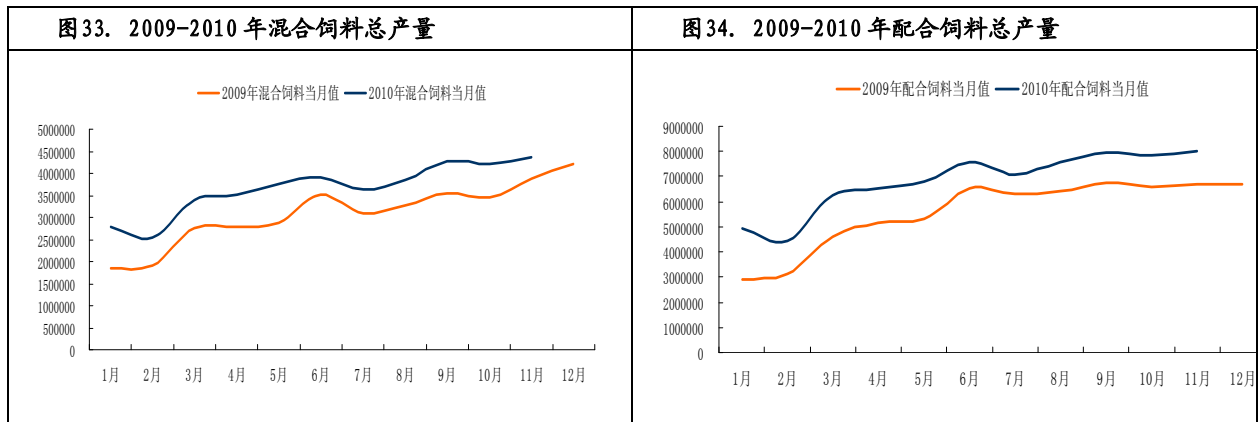
4、饲料行业：重压下面临变革

从今年饲料行业运行特点来看，一是饲料总产量增长，但增长速度减缓，其中配合饲料快速增长。今年 1-8 月饲料产量的增长主要是以配合饲料增长为主导，主要由大型企业带动。1 月份-8 月份，全国商品饲料总产量已达 9000 万吨，同比增长 5.7%。配合饲料增长较快，同比增长 9.3% 左右；浓缩饲料和添加剂预混合饲料呈下降的趋势，浓缩饲料下降幅度较大，达 9.6%；添加剂预混合饲料下降 7.1%。因为玉米价格高使得中小养殖户购买浓缩饲料、添加剂预混合饲料自配饲料失去优势。这是今年以来配合饲料产量迅速增长，而浓缩饲料、添加剂预混合饲料显著下降的主要原因。

图 32. 近年来饲料总产量



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

二是企业利润率下降，主要因为人工成本上升和原料价格上涨，特别是玉米价格今年创历史新高。随着城镇化快速发展，农村劳动力逐渐减少，各省相继上调最低工资标准，企业用工成本增加。自然灾害导致国际小麦主产区减产，加上充裕的流动性等因素，粮价上涨。受此影响，企业生产成本增加，市场竞争更加激烈，目前，猪配合饲料的利润与禽饲料已相差无几，随着竞争加剧，中小规模饲料企业生存越来越难。

三是饲料企业，特别是大型饲料集团企业推进产业化模式的速度较快。生产成本上涨，企业竞争加剧使得目前有些地区的市场竞争已到白热化程度，企业为在运费上节省成本，而进行密集建厂和密集开发。

4.1 2011 年行业基本面

企业扩张势头未减，行业整合速度加快。为拓展生存空间，降低运输成本，加快市场反应速度，大型饲料企业将通过扩建、收购，使行业整合速度进一步加快，此外还通过向养殖业等下游产业链延伸，降低企业经营风险。目前大企业通常的做法是走先有市场（创品牌，铺产品，打下市场基础），后建（多以收购合作为主）工厂（前期打下的市场与收购厂的市场嫁接），进而实现销量的快速增长。如一些大型集团，今年投资新厂十几家以上。此外，国内大型企业纷纷从饲料原料销区向吉林等产区扩张建厂。

企业经营定位越来越明确。大型集团化企业设立专业化的生产厂、专业化采购队伍、专业化的服务队伍等专业团队，进一步拓展产业链的长度、广度和深度；中型饲料企业基本定位于维持住现有市场，有针对性、有区域性地市场开发；小企业则立足于直销为主，主打周围半径 50 公里以内的某一品种，以低成本尽量维持企业运行。

饲料科技运用和人才培养渐成趋势。目前饲料企业绝大部分都已经或正在进行产品升级和设备的改造更新，在产品中尝试运用新技术，完善生产工艺和流程；同时把网罗人才，加强人才队伍培养放在突出位置，通过外部学内部培训等多种方式，建立合理的人才梯队和加强对各种类型人才的培育，为企业长远发展积蓄力量。

适应新形势，经营模式多样化。为适应规模化养殖和健康理念而出现新的技术模式和新的产品模式。目前，国内出现的“温氏的市场服务模式”，“海大的平台服务雏形”，新希望、六和、通威的养殖担保、养殖合作社，一条龙企业终端产品品牌的努力等模式创新在 2011 年仍将得到进一步发展。

当前市场环境下，饲料行业承受了来自上下游的压力。上游玉米、豆粕涨势凶凶，下游的养殖效益下滑，即使价格回升也上升有限。夹在中间的饲料业本身充分竞争，毛利率较低。行业价格转嫁能力有限，消化部分涨价进一步降低毛利，利润空间一再被压缩。在 2011 年，这种情况难以改善，对行业谨慎看好。

表5. 饲料行业上市公司毛利率情况

序号	公司名称	上市代码	毛利率			
			2010 三	2009	2008	2007
1	大北农	002385.SZ	22.51%	24.09%	20.50%	21.32%
2	海大集团	002311.SZ	9.01%	8.31%	7.80%	9.07%
3	正邦科技	002157.SZ	7.47%	7.27%	7.01%	8.61%
4	天邦股份	002124.SZ	14.73%	17.04%	13.46%	17.56%
5	天康生物	002100.SZ	14.86%	16.88%	21.71%	22.57%
6	通威股份	600438.SH	9.45%	9.25%	8.73%	8.37%
7	正虹科技	000702.SZ	8.04%	9.48%	9.71%	7.94%

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

传统的竞争战略难有出路，只有寻找新产品和服务下的生存空间，出路在于产品的差异化竞争和营销策略，也是微笑曲线指示的研发和销售。我们在此思想指导下发掘行业黑马。

产品的差异化一是避开大众化的产品，寻找高利润的新产品；二是开发满足市场的新产品。也就是避开红海竞争，开辟蓝海战略。但这需要公司对市场有敏捷、清晰并快速的反应。

在营销策略上，饲料行业与农资行业有了一个共同点：营销的目的要达到让客户盈利。建立在客户收益基础上的盈利才具有持久性和扩张性。由于面对的客户是生产者，购买商品的目的是生产并期望销售盈利，因此广告宣传的作用没有消费品那么大，正所谓“不看广告看疗效”。客户看中的是此生产资料的购买有助于盈利，因此，后期服务尤为重要，通过服务实现产品溢价。在这一判断基础上，我们尤为看重公司的营销（包括服务）能力。

4.2 2011年行业市场表现

正如前述分析，对于饲料这样的成熟市场行业，看点有以下三个：

1、新品种推出。这是体现公司市场敏锐度和研发实力的，能够发现市场中的蓝海并具有开辟进入的能力。如去年兴起的保育料、教槽料等，新产品由于填补市场空白，市场竞争性还不强，往往具有较高的毛利率。

2、营销能力。对产品的营销能力也是企业重要的核心竞争力之一，这是农资行业的特点决定的。以产品和服务实现客户的盈利，在此基础上实现的销售才具有持续性。这是农资企业发展的必经之路。我们用营销效率这一指标来检验公司的营销能力。营销效率是指每一个营销投入（销售费用）能够带来的销售收入的增加情况。

3、海外扩张。此战略也是寻找空白市场。鉴于东南亚等国的饲料行业还处于起步阶段，毛利率较高，目前行业上市公司中已有多家公司实施而海外扩张的战略，新希望的海外市场已成为其主要的利润增长点。但其他公司还处于刚刚起步的阶段。

表6. 饲料上市公司营销效率

公司名称	销售人员 占比(%)	营销效率			
		2009	2008	2007	三年综合
海大集团	31.37	23.46	113.75	59.88	55.95
通威股份	16	1.94	74.37	91.9	51.27
正邦科技	20.72	31.13	92.26	123.23	46.2
天邦股份	20.51	-26.08	27.47	20.38	19.75
天康生物	23.88	19.67	15.66	17.8	18.26
大北农	54.75	7.03	19.17	16.34	14.55
正虹科技	30.36	14.16	-17.08	8.36	-0.24

资料来源：公司公告 东海证券研究所

因此，行业投资机会在于与此三点相关的方面。我们建议重点关注大北农和海大集团。大北农在饲料业务上重点推进市场上毛利较高的新品种，并且产能随着上市资金实力的大增而迅速扩大，同时其营销实力强大，管理机制灵活，有着较好的发展前景。近年来由于处于营销建设期，销售人员扩招较多，销售费用较高，影响了营销效率，我们认为这些人力投入在后期将有较好的效益实现。从长期来看，营销队伍的进一步成熟配合产能释放将有营业收入快速增长的表现，公司同时具有较强的新产品开发能力，有望保持较高的获利能力。因此，我们预计公司未来将获取超过行业平均业绩的增长速度与盈利能力。

海大集团的市场定位和营销建设均十分突出。上半年整个市场持续低迷，上游原料价格大幅上涨，下游养殖

受疫情、天气和价格低迷影响，养殖效益差，进而导致饲料成本转嫁能力低、需求少。公司所处的主要市场华南因为前期水温低，鱼的生长速度慢，排塘比率大，存塘鱼的规格同比小 20%，水产饲料消费随之减小。在这样的市场情况下，大多数公司都陷入亏损。但是海大集团仍然交出了一份业绩斐然的作业：1-9 月实现销售收入 57.89 亿元，同比增长 43.34%，同成本 43.39% 的增幅基本匹配，实现净利润 1.96 亿元，同比增长 27.04%。充分显示了公司良好的市场扩张能力和成本管理水平。随着首发项目的陆续建成投产，海大集团 2011-2012 两年将进入产能快速增长阶段。由于公司采取的是“先进行市场开发铺垫，后建厂”的市场开发模式，各项目均已进行了充分的市场调研，因此产能扩张后进入市场的速度更快。同时公司实施了股权激励计划，授予公司核心管理、技术和业务人员 1665 万份股票期权，行权价为与当前市价非常接近的 32.15 元，行权条件为以 2009 年净利润为基数，2010-2013 年的净利润分别不低于 2009 年净利润的 120%、144%、180% 和 225%，2010-2013 年的饲料销量分别不低于 2009 年饲料销量的 125%、156%、195% 和 244%，显示了管理层对公司的良好信心。

5、产品流通：政策有利 市场中性

我国地域辽阔，地区间地形、土壤、气候差异大，导致了农产品生产的高度分散性和品种多样性。农产品大多是鲜活生物，从生产到消费具有很强的时效性。这一生产和消费特点决定了物流过程需要一个集中的环节，以降低采购成本。这是批发市场依靠“集散”货物的功能在物流日益发达的市场下仍然具有生存和发展空间的原因，使得批发市场能够在农产业链上分割不小的一部分价值。但行业处于发展初期，对农产品资源和市场终端的全局性掌控力度尚有限，具有“区域寡头垄断”的特征，除农产品外，还没有全国性的企业。

为便利地实时获取更能反映大范围市场的产品价格信息，并有利于管理、加强调控效果，国家势必要扶持一批大型的批发市场。因此，今年以来粮价和物价的明显上涨成为了行业发展催化剂，受益于此，流通环节得到了政策面的高度关注与支持。9 月，发展改革委、商务部、农业部三部委联合发文，提出要进一步加大支持力度，继续实施农产品批发市场升级改造工程和“双百”市场工程，加快产地农产品批发市场建设，在产销衔接和市场调控的重要地区，升级改造一批带动能力强、辐射大城市销区的大型蔬菜批发市场。推进标准化菜市场示范工程建设，支持城市菜市场的建设改造。

流通成本增加是支撑蔬菜价格高企的长期因素，中国蔬菜在流通环节的成本是世界平均水平的 2-3 倍。随着城市化、工业化进程的加快，近郊区的许多农用地已用作商业用途，更多的人进入城市，从蔬菜生产者变成消费者，城市农产品自给能力大大降低，农产品流通日益成为全国范围的流通，必然要加大流通成本。在整个蔬菜价格里，流通成本目前占到三分之二到二分之一。这是一个长期因素。因此，为降低流通环节的成本，抑制通货膨胀，政策对产销直供同样进行扶持，这成就了行业发展的第一个不利因素。5 月，商务部提出要侧重于在体系扶持和管道建设上，探索一条产销关系稳定、流通渠道畅通、质量安全可靠的现代农产品流通的新模式。推进现代流通体系建设，打造稳定的产销链条。整合农产品流通资源，依靠大型企业，建立起产销一条龙，向上下游延伸，建立稳定的供应链与合作关系。行业发展的第二个不利因素是政府限制相关收费有可能成为常态。11 月，发改委紧急通知，保障重要商品生产和市场供应，降低农产品流通成本，立即着手开展规范和降低集贸市场摊位费、超市进场费等相关收费。

与农超对接类似的产销直供模式是农产品流通的另一重要模式，在美国这一模式已成为主流。产销直供模式不需要中间的集散功能，也就没有农批市场的生存空间，这是农批市场行业发展的最不利因素。这一模式的最适宜生存环境是集中大批量的生产供给，如美国明显的作物生产带。但这一条件在我国并不具备，我国的情况更类似于日本与韩国，农产品供给以小规模家庭经营为主，生产非常分散。产销直供则需多处采购，多家检测，采购

成本较高，还容易造成采购价格和品质不统一。但要看到的是，我国农业产业化程度正在提高，土地流转制度的改进更助推了产业化发展，这就为产销直供提供了更广阔的空间。事实上，近年来我国的农超对接程度正不断提高，永辉超市的迅速扩展就是一个很好的例证。对此，我们的判断是，农批市场与农超对接在国内都有自己生存的土壤，都处于发展的前期，目前还没有发展到互相蚕食市场的阶段。在很多时候，超市采购还需依赖农批市场，二者相辅相生。因此，今后都将得到较快的发展。

在农批市场上，当前的竞争正是跑马圈地的时刻，积极占领有限的市场和政策资源，充分利用先入者的市场影响力和知名度对后来者形成壁垒，采取的是“先布局，后耕耘”的策略。随着竞争的发展，行业整合开始上演，市场集中度有所提高，行业的管理水平也逐步提升。

表7. 农产品流通行业竞争格局

参与主体	资源争夺	行业整合	竞争升级	地区发展
越来越多的企业参与竞争，且利用资本市场快速提升体量，甚至引进国际资本	企业对布点的争夺愈演愈烈	地方龙头多，地方政府引领地方整合；行业整合开始，行业逐渐呈集中趋势	从规模、硬件的竞争上升到包括软件及管理能力提升在内的全方位竞争	各地发展不平衡，但规模在不断扩大。规模市场不断出现，单个市场成交额、占地面积呈逐年上升趋势

资料来源：公司公告 东海证券研究所

国家支持农业发展和农民增收、对食品安全日益重视，以及加快推进城镇化，将扩大行业发展空间，并催生整合机会，这是未来五年农产品批发市场行业发展的基本逻辑。农产品批发市场行业未来将获得中央及地方政府更大的政策支持力度。

建议关注此行业唯一的上市公司农产品。公司有两大看点：1、争夺资源快速扩张。公司2009年以来，抢占资源，迅速扩张明显提速，稳步拓展公司批发市场网络体系；2、由“租金”向“佣金”的转型将大大提高公司的盈利能力，分享到经济增长和规模扩大的好处，同时有力规避通货膨胀的风险。公司正全力以赴推进“网络化”战略，加快电子交易平台建设进度，实现网络化经营能力的实质性提升，为盈利模式的转型打下基础。

6、园林绿化：成长期的甜蜜

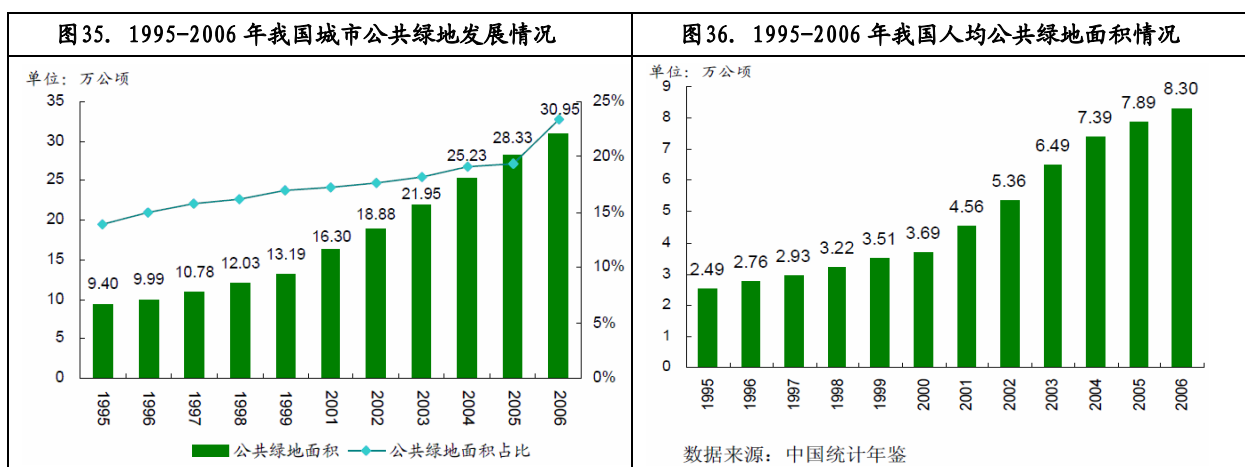
园林绿化行业的发展与国民经济发展程度直接相关，随着经济的快速发展和经济结构的优化，综合国力不断提高，生活水平不断改善，园林绿化行业相应呈现出超常规的发展态势，发展速度远超过国民经济总体增长速度。目前行业处于欣欣向荣的成长初期，市场远未满足，空间在不断增长中。行业内群雄逐鹿，尚未出现争霸的局面。但作为行业内的佼佼者，上市公司各展身手，逐步进入诸侯称雄的时期。

市政园林和地产园林都是行业内具有很大市场空间的发展方向。

目前我国的城市化率为45%左右，与发达国家平均75%的城市化率相比有着很大的发展空间。1998年至2007

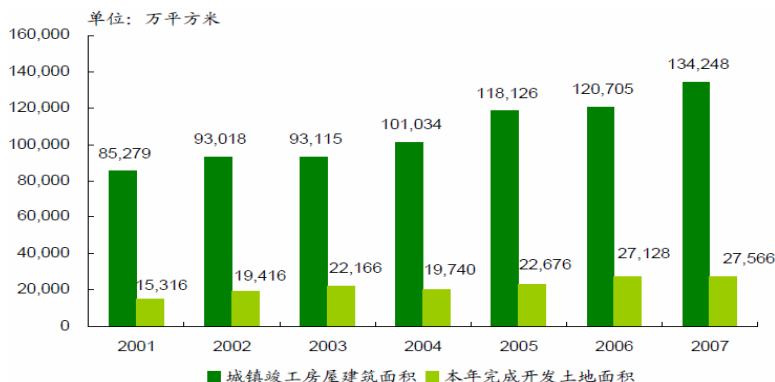
年，我国城镇人口数每年以超过 4% 的速度增长，2007 年底达到 5.94 亿（不包括港、澳、台地区），占全国人口的 45%。快速增长的城镇人口推动了我国城市基础设施建设和住宅建设，对城市园林绿化的发展产生了积极的作用。政府直接用于大型公共绿地建设的资金由 2001 年的 163.20 亿元增加到 2008 年的 649.9 亿元，2008 年的投资总额比 2001 年增长了 298.2%。根据统计数据，2007 年我国主要城市公共绿地面积为 33.3 万公顷，占建成区绿地面积的 26.64%，比 1995 年的 13.86% 有了较大幅度的增长；主要城市人均公共绿地面积为 8.98 m²，比 1995 年的 2.49 m² 增长了 260.64%。

根据国家统计局的统计数据，2006 年，我国公共绿地面积为 30.95 万公顷，占园林绿地总面积的 23.43%，比 1995 年的 13.86% 有了较大幅度的增长；人均公共绿地面积为 8.30 平方米，比 1995 年的 2.49 平方米增长了 233.33%。



随着人民生活水平的提高，居住环境越来越受到人们的重视，景观效果出色的房地产项目受到人们的欢迎。我国房地产市场近年来保持持续稳定增长，根据国家统计局的统计数据，2007 年我国各地区城镇竣工房屋面积为 134,247.50 万平方米，是 1996 年竣工房屋面积的 2.18 倍。未来随着我国居民消费结构的升级，居民对住房的需求将保持在较高的水平。房地产行业的发展是园林绿化行业发展的重要动力之一，居住区景观园林市场依托于商品住宅投资额的快速增长已成为我国园林行业发展的主要增长点。

图 37. 2001-2007 年我国城镇竣工房屋面积和完工开发土地面积



6.1 2011 年行业基本面

在中国经济发展转型过程中，对人与自然和谐相处的不断追求，成为行业持续发展不断增强的推动力。在持续快速发展的宏观环境下，房地产业的发展 and 城市化进程的不断推进、国家重点建设工程项目的陆续实施，风景园林旅游经济蓬勃兴起，都为园林行业发展提供了良好的发展空间。

园林行业尚处于成长初期，市场空间不断增长，远未满足。中国正在进行快速的城市扩张，全世界最大的城市绿地面积也需要养护。成长期的力量使得园林行业发展速度将远超过国民经济总体增长速度。因此行业在相当长一段时期内将持续景气，行业将维持高毛利。

表8. 我国主要城市绿化相关数据

年度	建成区面积 (万 K m ²)	主要城市固定资产		主要城市建成区绿化			公共绿 地面积	人均拥有 公共绿地 面积
		投资(亿元)	同比增长	覆盖面积	同比增长	覆盖率		
2000	2.24	1894	18.97%	63.18	6.40%	28.10%	14.31	3.69
2001	2.4	2352	24.18%	68.19	8.00%	28.40%	16.32	4.56
2002	2.6	3123	32.78%	77.27	13.30%	29.75%	18.88	5.36
2003	2.8	4462	42.88%	88.2	14.10%	31.15%	21.95	6.49
2004	3.3	4754	6.54%	95.98	8.90%	31.64%	25.23	7.39
2005	3.25	5602	17.83	106	10.16%	32.64%	28.38	7.89
2006	3.43	5765	2.90%	118.1	11.40%	34.38%	30.7	7.94
2007	3.54	6422	11.30%	125	5.80%	35.30%	33.3	8.98
平均	-	4296.75	19.67%	-	9.76%	-	-	-

资料来源：公司公告 东海证券研究所

6.2 2011 年行业市场表现

园林行业由于工程量大，工程耗时长，合同金额高，业务主要是订单驱动型，订单的多少和大小直接决定了业绩。园林又分为市政园林和房地产园林，行业中市政园林以东方园林为代表，房地产园林有棕榈园林为新秀。两家公司都是质地不错的投资标的。由于行业长期被看好，也一直是市场热点，两家公司估值已较高。行业投资机会与时点把握在于寻找价值的相对低估，主要是行业内的相对低估。

建议重点关注棕榈园林。公司的看点有两个：订单翻番+业务拓展。近年来园林行业发展迅速，作为地产园林龙头的棕榈园林深受其益，订单大量增加，有应接不暇之势。同时针对房地产调控和业务单一的风险，公司逐步向市政园林进军。公司上市前主要是以房地产园林业务为主，近年来逐步向市政园林业务拓展。公司拥有从园林苗木生产、园林景观设计到园林工程施工的较为完整的产业链条，并在人才、技术、市场等方面获得一定的积淀。因此，业务转型是具备一定基础的。看好其业绩的长期增长。

四、寻找微笑的农业股——从故事到业绩的转变

在对行业的分析中，我们已把行业重点关注个股进行了点评，现将具体情况列表如下。

表9. 重点关注个股基本情况

公司名称	当前股价	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率	市净率	市销率	每股收益	每股净资产
隆平高科	35.75	99.10	99.10	192.43	10.62	7.78	0.18	3.30
大北农	44.16	176.99	26.85	59.04	5.94	3.63	0.75	7.42
獐子岛	46.35	209.69	197.85	56.98	13.64	10.29	0.82	3.43
东方海洋	19.85	48.40	45.91	73.54	4.27	8.71	0.27	4.63
雏鹰农牧	56.80	75.83	19.03	77.64	5.04	12.56	0.74	11.43
圣农发展	34.85	142.89	49.17	67.34	8.55	7.69	0.51	4.04
益生股份	36.20	39.10	9.77	61.81	4.53	9.39	0.59	8.01
海大集团	32.62	94.99	23.75	48.76	4.39	1.37	0.68	7.51
农产品	18.99	145.94	123.29	57.47	4.65	22.18	0.33	4.05
棕榈园林	88.50	169.92	42.48	128.76	10.74	17.27	0.69	8.54

资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

这个行业优秀公司很可能实现从故事到业绩的转变，我们预计 2010-2012 年的盈利情况如下：

表10. 重点关注个股的盈利能力预测

公司名称	主营业务利润(百万)				扣非后的净利润(百万)				每股收益(预测)		
	2010(3)	2009	2008	2007	2010(3)	2009	2008	2007	2012	2011	2010
隆平高科	17.69	76.76	64.66	56.80	15.31	9.81	(13.93)	51.46	0.62	0.35	0.24
大北农	232.44	317.33	167.69	103.12	189.71	265.32	135.05	89.41	1.81	1.27	0.89
獐子岛	334.87	201.20	137.38	169.30	291.71	186.70	122.08	161.53	1.37	1.08	0.84
东方海洋	41.18	50.16	44.63	39.16	40.73	49.17	43.36	38.23	0.64	0.47	0.31
雏鹰农牧	68.31	76.57	59.77	30.98	68.31	76.57	59.77	20.34	2.01	1.35	0.88
圣农发展	152.63	198.72	182.14	168.74	152.65	198.69	182.56	166.85	1.33	1.02	0.68
益生股份	35.29	78.87	67.69	40.76	34.87	79.47	67.60	40.72	1.31	1.02	0.77
海大集团	241.84	188.61	167.21	127.19	194.18	151.57	129.61	98.96	1.26	0.98	0.71
农产品	394.22	195.86	45.61	199.16	22.46	(23.83)	(15.45)	13.21	0.95	0.75	0.65
棕榈园林	117.14	87.31	63.13	49.05	99.65	74.02	52.40	34.16	1.92	1.21	0.75

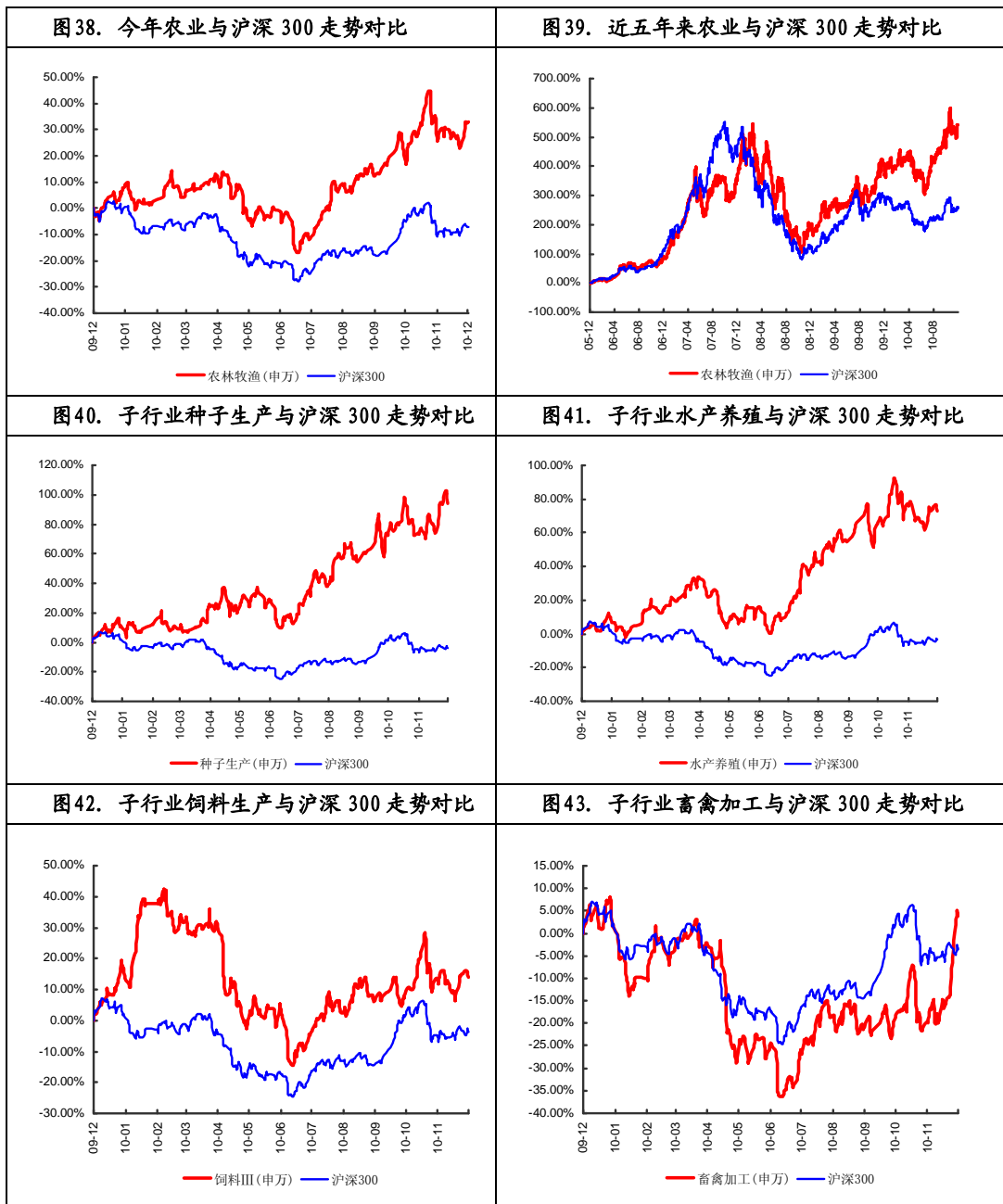
资料来源: 东海证券研究所

五、 农业行业 2011 年度策略综述

5.1 行业整体估值水平高企

好公司未必是好股票，投资时点也很重要。

2010 年农业股总体涨势良好。从 2008 年以来，农业股整体走势都是强于大盘的，2010 年这种强势更加明显，收益远远高于大盘，差距逐步拉大，目前处于历史高位。从 2010 年四个农业主要的子行业收益来看，种业生产和水产养殖是农业股中收益率最高的，饲料生产略高于大盘，畜禽养殖则负于大盘。

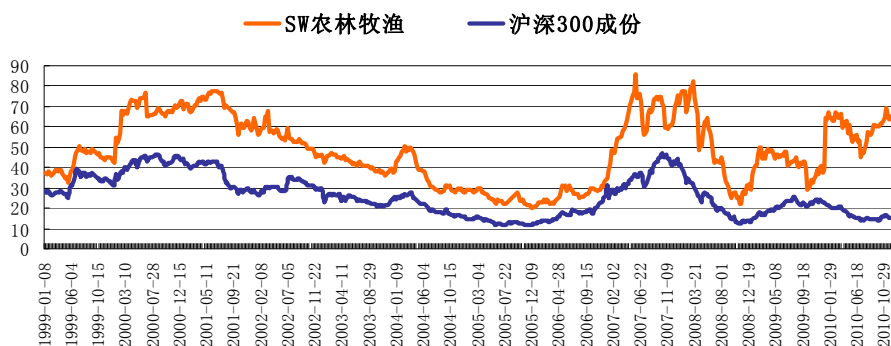


资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

从历史来看,不论是绝对值,还是相对值,当前的农业股都处于较高的估值水平。11年来农林牧渔的市盈率绝对值始终高于沪深300。基本规律是,在上涨过程中农业股的市盈率增长更快,造成缺口扩大,下跌过程中基本与沪深300一致,速度略快,缺口逐步缩小。

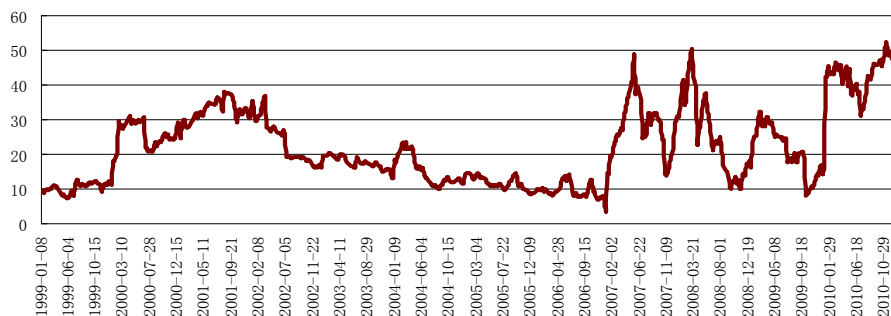
值得注意的是,今年出现的反向增长。年初至今,沪深300的市盈率趋势是微微走低,但农业股的市盈率却大幅上升,造成市盈率差距迅速放大,创下历史新高,目前在历史最高值附近徘徊。我们可以用农业因投资潜力巨大成为投资热点来解释,但是总所周知,投资前期风险更大。这样看来,积累在农业股中的风险也随反向增长逐渐增加。

图44. 1999-2010年农林牧渔与沪深300市盈率比较



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

图45. 1999年来农林牧渔与沪深300市盈率之差



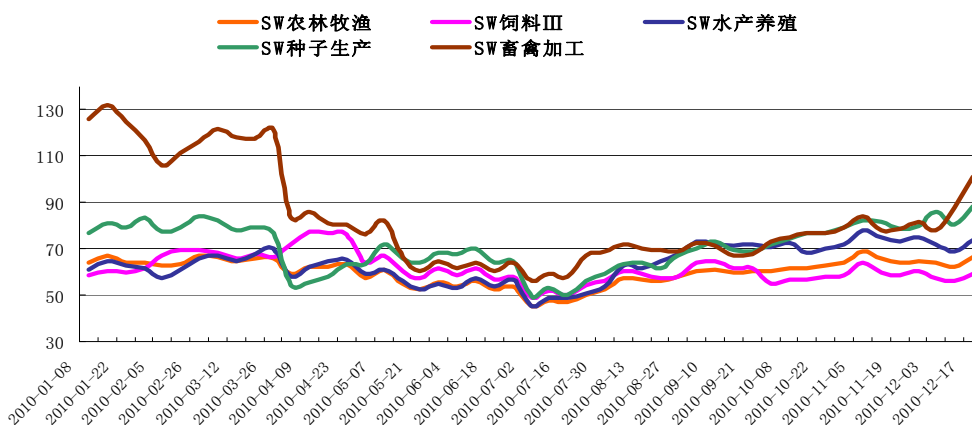
资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

5.2 行业业绩增长支持下的高市盈率

我们来分析一下农业股市盈率的高企在 2011 年能否得到足够支撑而得以持续。

先看 2010 年的上涨是否得到业绩支撑。我们发现年收益率最高的种子生产和水产养殖并不是行业中市盈率最高的板块。从一个较长时期来看，农业子行业间的市盈率差别并不是很大。这说明农业行业的收益率和行业的盈利能力是密切相关的。

图46. 2010 年农业整体及四个子行业市盈率情况



资料来源: wind 资讯 东海证券研究所

我们对农业板块公司三季度和前三季度业绩进行统计，并与 2009 年同期进行对比，发现与今年农业股股价一起上升的，还有农业股的业绩。通常来说，三季度并不是农业股的业绩集中释放期，但板块整体都取得了较好的业绩，同比增长显著。从四季度以来粮食、肉价上行的情况来看，结合通常农业股业绩释放在四季度，我们预计，上市公司 2010 年会获得更好的年度业绩增长。

表11. 农业板块三季度业绩情况

公司名 称	上市代码	最新股本 (百万)	当前股 价	2010 年每股收益				前三季 同比
				Q1	Q2	Q3	Q3 同比	
种业及农业种植								
隆平高科	000998.SZ	277.20	31.65	0.10	-0.03	-0.04	245%	136%
荃银高科	300087.SZ	52.80	61.56	0.14	0.15	-0.10	60%	86%
大北农	002385.SZ	400.80	51.61	0.23	0.14	0.14	100%	98%
登海种业	002041.SZ	176.00	75.70	0.63	0.22	-0.15	79%	279%
敦煌种业	600354.SH	185.97	37.64	0.12	-0.11	-0.13	106%	41%
万向德农	600371.SH	170.50	15.84	0.08	0.08	-0.02	80%	91%

丰乐种业	000713.SZ	270.00	21.15	0.14	0.17	0.02	254%	167%
北大荒	600598.SH	1,777.68	16.81	0.06	0.07	0.04	183%	70%
亚盛集团	600108.SH	1,736.99	6.34	0.01	0.01	0.00	195%	133%
冠农股份	600251.SH	362.10	34.28	0.02	0.04	0.00	-879%	-164%
新农开发	600359.SH	321.00	20.15	0.03	0.01	0.01	550%	71%
新赛股份	600540.SH	232.85	19.51	0.03	-0.04	-0.03	-55%	-134%
禾嘉股份	600093.SH	322.45	7.79	0.01	0.04	0.01	-14%	108%
*ST 九发	600180.SH	250.99	8.78	0.00	0.00	0.00	-14%	1100%
*ST 香梨	600506.SH	147.71	12.40	-0.01	-0.02	0.00	914%	42%
水产养殖								
獐子岛	002069.SZ	452.40	51.68	0.21	0.16	0.27	137%	116%
东方海洋	002086.SZ	243.85	22.51	0.02	0.08	0.07	69%	134%
壹桥苗业	002447.SZ	67.00	90.35	-0.07	0.97	0.01	-200%	123%
好当家	600467.SH	633.60	15.94	0.04	0.06	0.02	100%	109%
国联水产	300094.SZ	320.00	16.57	-0.06	0.00	0.24	121%	75%
开创国际	600097.SH	202.60	16.07	0.00	0.13	0.02	1274%	30%
中水渔业	000798.SZ	319.46	11.87	0.03	0.01	0.02	83%	136%
天宝股份	002220.SZ	196.00	24.63	0.21	0.03	0.11	109%	103%
大湖股份	600257.SH	427.05	10.75	0.02	0.02	0.00	1255%	84%
ST 昌鱼	600275.SH	508.84	5.81	-0.01	-0.02	-0.01	35%	110%
山下湖	002173.SZ	100.50	23.05	0.08	0.10	0.07	100%	192%
畜禽养殖								
新希望	000876.SZ	832.37	19.83	0.15	0.19	0.16	106%	96%
雏鹰农牧	002477.SZ	133.50	65.11	0.00	0.32	0.42	162%	109%
圣农发展	002299.SZ	410.00	31.92	0.06	0.11	0.20	81%	96%
益生股份	002458.SZ	108.00	32.92	0.00	0.31	0.14	207%	64%
华英农业	002321.SZ	147.00	23.22	0.06	0.08	0.09	156%	72%
西部牧业	300106.SZ	117.00	25.20	0.00	0.16	0.14	79%	120%
民和股份	002234.SZ	107.50	23.65	-0.14	-0.11	0.47	32%	-177%
罗牛山	000735.SZ	880.13	9.22	0.00	0.00	0.00	-1200%	32%
福成五丰	600965.SH	279.40	7.94	0.00	-0.02	0.01	103%	78%
新五丰	600975.SH	180.28	12.02	0.00	0.02	-0.02	-280%	7%
顺鑫农业	000860.SZ	438.54	27.80	0.23	0.13	0.17	72%	177%
饲料行业								
正邦科技	002157.SZ	269.41	20.82	0.06	0.07	0.07	114%	95%
海大集团	002311.SZ	291.20	33.47	-0.02	0.24	0.45	136%	73%
大北农	002385.SZ	400.80	51.61	0.23	0.14	0.14	100%	98%
通威股份	600438.SH	687.52	10.86	-0.05	0.08	0.29	59%	110%
天邦股份	002124.SZ	205.50	11.72	0.01	0.11	0.05	683%	59%

正虹科技	000702.SZ	266.63	6.98	0.01	-0.03	0.00	-	-67%
天康生物	002100.SZ	226.74	24.81	0.14	0.12	0.12	217%	75%
农副食品								
新中基	000972.SZ	482.05	14.46	-0.06	-0.43	-0.06	67%	-1354%
中粮屯河	600737.SH	1,005.60	18.45	0.04	0.04	0.09	83%	73%
东凌粮油	000893.SZ	222.00	31.65	0.12	0.13	0.19	16%	44000%
荣华实业	600311.SH	665.60	20.65	0.00	0.00	0.01	-315%	-10%
哈高科	600095.SH	361.26	16.80	-0.03	-0.03	-0.01	484%	70%
农产品流通								
农产品	000061.SZ	768.51	23.53	0.04	0.36	0.02	100%	210%
林业园林								
绿大地	002200.SZ	151.09	42.06	0.10	-0.04	0.06	300%	20%
东方园林	002310.SZ	150.24	118.36	0.11	1.08	-0.03	-2767%	64%
棕榈园林	002431.SZ	192.00	86.63	0.20	0.58	0.25	59%	194%
永安林业	000663.SZ	202.76	12.68	0.00	-0.06	0.07	-4%	79%
吉林森工	600189.SH	310.50	12.38	0.02	0.07	0.01	400%	-250%
升达林业	002259.SZ	301.00	8.45	0.02	0.03	0.05	87%	495%
科冕木业	002354.SZ	93.50	21.58	0.04	0.06	0.07	143%	81%
景谷林业	600265.SH	129.80	12.60	-0.07	-0.09	-0.03	467%	70%
中福实业	000592.SZ	579.05	9.94	0.00	0.02	0.03	189%	56%

资料来源：Wind 资讯，东海证券研究所

在上表 58 家农林牧渔上市公司中，前三季度业绩除了 7 家公司出现负增长外，其余的公司（占 88%）均获得了正增长，其中增长幅度达 1 倍以上的公司有 22 家，占公司总数高达 38%，三季度业绩也显示出类似情况。可见农业行业整体盈利能力有了较大幅度改善和提升，其中种业、水产养殖和饲料的增长幅度较为突出。剔除个别公司的特殊情况后，种业平均增长达 1.2 倍，水产养殖平均增长为 1.1 倍，饲料平均增长为 0.85 倍，畜禽养殖为 0.75 倍。

再对 2011 年农业行业的业绩进行综合判断。

在全球流动性较为充沛的背景下，中期来看（2011 年北半球作物开始收获前）国际农产品价格将维持高位。在国内粮食今年丰产且库存相对充沛，国家对大宗粮食价格的调控意愿加强的背景下，国内大宗粮价短期进一步上涨的空间有限，但从年度供应来看，仍处于偏紧情况。若年景正常（不考虑大的自然灾害），我们预计 2011 年粮价小幅上涨。猪肉和禽类由于实际养殖收益率下降，明年供给可能会有所降低，导致价格上涨。牛羊肉是市场消费结构发生变化带来的长期性上涨，明年会继续上涨，并且受相关肉类价格的影响产生的波动小，行情相对独立。海珍品也因消费升级将维持高位。农业行业的盈利能力有望进一步增强，从而有利于降低整个板块高企的估值中枢，提高板块整体的投资价值。

因此，我们对农业行业的投资评级仍然是“超配”，并提请投资者对微笑个股进行重点关注。

作者简介

李臣燕：经济学硕士，曾就职世纪证券、恒泰证券，现任东海证券研究所农林牧渔行业高级分析师
重点跟踪公司——大北农、獐子岛、益生股份、雏鹰农牧、隆平高科、东方海洋等

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897