

农业发展现阶段的投资机会

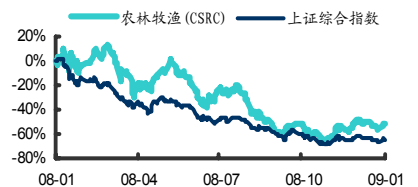
报告要点

- ◆ 现阶段的我国农业发展及农民增收面临着自然性和趋势性威胁。资源禀赋的差异带来的农业生产效率低下我们称之为**自然性因素**；更为严峻的是，我国农业生产面临着土地抛荒和农村劳动力老龄化威胁，这一**趋势性因素**将始终伴随城市化、工业化进程而存在，因此将会成为长期威胁我国粮食安全的重要因素。
- ◆ 我国历年农业政策均指向粮食安全和农民增收，在趋势性威胁长期存在的情况下，未来农业政策仍将围绕这两方面展开演绎。
- ◆ 我们目前处于工业化起飞到成熟的前期。这一阶段，工农业矛盾、要素禀赋和收入的矛盾将日益凸显，政策目标将聚焦于反哺农业、保证工业化进程的持续——这两条将成为我们考察的重点。而投资机会将从单一的保证粮食生产，向农业现代化、要素稀缺性、农村生活的改善等方面扩散，具体而言包括农资农具（系列四）、土地价值的提高与生产效率的提高、农村消费的启动（系列三）。
- ◆ 土地制度的改革是历史的必然，也是促进工业、保障民生的需要。土地改革政策的着力点在于实现耕地配置效率的提高。在此背景下土地流转也就成了提高耕地配置效率的必然。土地流转政策将至少带来两条线索的投资机会：第一即土地价值的重估；第二即农业投资带来相关行业的机会。
- ◆ 运用收益还原法，我们计算了黑龙江省耕地价值以及北大荒拥有土地的资源价值以供参考。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

《工业化视角下的农业投资逻辑——农业投资思考系列之一》 2009-1-13

分析师：

代薇 (8627) 65799773
daiwei@cjsc.com.cn
乔洋 (8627) 65799581
邵稳重 (8627) 65799539

联系人：

杨靖凤
(8621) 63217917
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

引言	4
中国农业现状：禀赋、现实与目标	5
我国自然禀赋现状——人均耕地资源数量少	5
我国自然禀赋现状——土地条件区域差异明显	6
我国农村生产现状——生产效率落后	7
我国农业生产现状——种粮收益偏低	7
我国农业生产存在威胁——劳动力脱离土地，并伴有抛荒现象	8
我国农业生产存在威胁——老龄化现象严重	9
我国农业的另一问题——城乡收入的差距在拉大	10
现时农业政策及预期农业政策下的投资机会	10
历年一号文件指向农民增收和农业发展	10
现时农业政策下的投资机会	12
政策作用框架的提出及政策预期下的投资方向	13
土地改革带来的投资机会——农业投资与资源重估	15
土地流转是历史的必然	15
加速土地流转的可能政策	16
土地流转中的投资机会	17

图表目录

图 1 现阶段我国农业生产存在天然性和趋势性威胁	5
图 2 人均耕地呈下降趋势，农村人口人均耕地小幅上升	6
图 3 我国耕地面积资源总量有可能继续减少	6
图 4 单位农业人口创造产值比较	7
图 5 二三产业发展带来大量城镇劳动力需求	8
图 6 UN 预测的我国老龄人口抚养系数变化趋势	9
图 7 城乡收入的不和谐	10
图 8 历年一号文件出台的背景	10
图 9 农业政策分析框架	13
图 10 历年一号文件作用方向	14
图 11 农业预期政策下的投资方向	14
图 12 工业化、城市化进程中土地改革、农业发展的特征	15
图 13 土地流转的逻辑分析	16
图 14 日本耕地面积、耕地价格及农产品价格指数	17
表 1 人均耕地面积国际比较	5
表 2 区域间自然禀赋差异显著	6
表 3 三种粮食平均成本收益情况	7
表 4 进城务工人员平均工资	9
表 5 2749 个村庄农村劳动力的就业构成	9
表 6 农村外出从业劳动力年龄构成（%）	10
表 7 历年一号文件围绕农民增收、农业发展	11
表 8 国家粮食安全中长期规划纲要	11
表 9: 2009 年 Q1 预期农业政策	12
表 10: 《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》部分内容	12
表 11: 2009 年将采取多种措施保障农民增收	12
表 12: 农业子行业生产销售季节性及相关时点	13
表 13 台湾二次土改的主要内容及作用	15
表 14 土改是历史的必然，是结果而不是原因	15
表 15 黑龙江耕地资源价格核算	18
表 16 上市公司拥有资源不完全统计	18
表 17 北大荒耕地资源价格的敏感性计算	18

引言

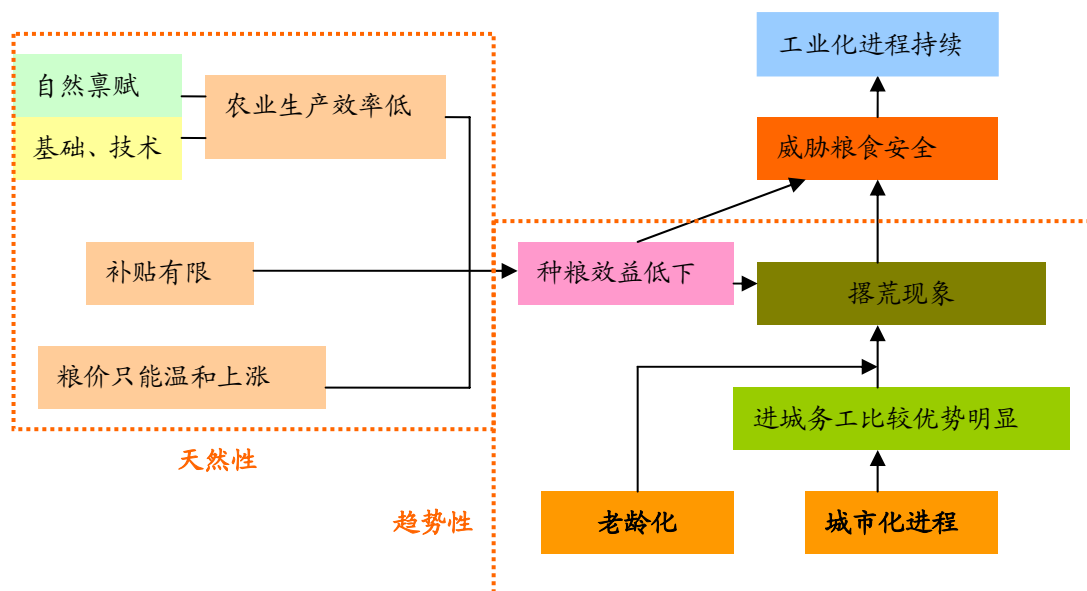
上一篇报告中我们指出，目前我国处于工业化从起飞到成熟的初期，与其相对应的农业阶段是传统农业向现代农业的过渡阶段。

本篇报告则回到现阶段，试图探讨农业发展现阶段的投资机会如何演绎。

每一阶段的农业都对应一阶段的自然禀赋和社会环境，本篇报告我们将着重分析现阶段的农业禀赋、政策环境，以及在现阶段的农业投资重点。

中国农业现状：禀赋、现实与目标

图 1：现阶段我国农业生产存在天然性和趋势性威胁



资料来源：长江证券研究部

我国自然禀赋现状——人均耕地资源数量少

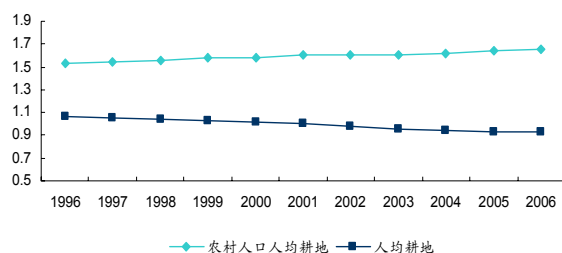
表 1：人均耕地面积国际比较

国家	人均耕地面积（亩）	农村人口人均耕地（亩）	国家	人均耕地面积（亩）	农村人口人均耕地（亩）
加拿大	22.53	112.65	世界平均	3.76	
俄罗斯	13.57		意大利	3.02	9.44
阿根廷	11.44	114.40	印度	2.69	3.79
美国	10.51	55.32	德国	2.17	8.68
巴西	5.51	34.44	英国	1.6	16.00
南非	5.38		中国	1.59(2007 年为 1.36)	3.53
法国	4.96	21.57	日本	0.53	1.56

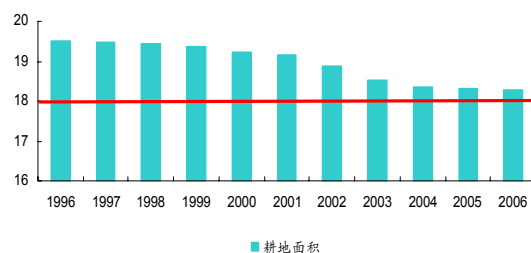
资料来源：长江证券研究部

我国人均耕地面积只有世界人均耕地面积 42%，只有澳大利亚人均耕地面积的 4%，仅比比日本人均耕地面积多将近 1.9 倍。

除了人均耕地面积少的天然缺陷外，我国耕地的分布也存在着严重的地区差异。我国人均耕地面积大于 2 亩的 12 个省区主要分布在东北和西北；人均耕地面积小于 1 亩的有 3 个直辖市和南方 4 省；全国已有 666 个县(区)人均耕地面积低于联合国粮农组织确定的 0.8 亩警戒线，其中有 463 个县(区)低于 0.5 亩。

图 2：人均耕地呈下降趋势，农村人口人均耕地小幅上升


资料来源：长江证券研究部

图 3：我国耕地面积资源总量有可能继续减少


资料来源：长江证券研究部

同时，从变化趋势看，随着工业化和城镇化进程的加快，未来我国耕地资源总量还将继续减少，宜耕后备土地资源日趋匮乏，水资源总量将基本保持不变，今后扩大粮食播种面积的空间极为有限，未来在我国人口数量持续增长（2015 年前）的情况下，我国人均耕地资源、人均水资源还将呈下降趋势。

我国自然禀赋现状——土地条件区域差异明显

我国耕地资源分布不合理，质量差，产出水平低。我国长江流域及其以南地区的耕地占全国耕地总量的 38%，而水资源却占全国水资源总量的 80% 以上；淮河流域及其以北地区，水资源量不足全国的 20%，而耕地却占全国耕地的 62%。我国优质耕地少，有水源保证及灌溉设施的耕地占耕地总量的 39%。

表 2：区域间自然禀赋差异显著

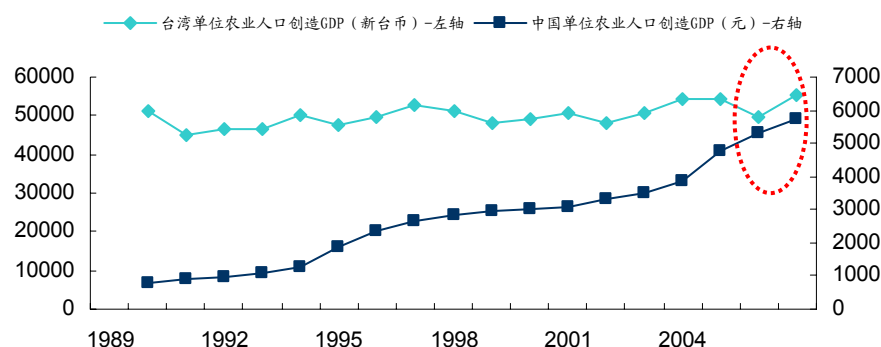
省(市)名称	不宜类耕地占比 (%)	一类耕地占比 (%)	省(市)名称	不宜类耕地占比 (%)	一类耕地占比 (%)
北京	2.53%	45.82%	河南	2.75%	43.44%
天津	12.53%	14.53%	湖北	1.04%	62.03%
河北	1.36%	14.59%	湖南	13.59%	75.99%
山西	0.76%	31.00%	广东	7.38%	32.87%
内蒙	11.66%	24.71%	海南	0.76%	18.48%
辽宁	6.96%	44.06%	广西	12.95%	27.05%
吉林	0.20%	39.19%	四川	5.81%	14.18%
黑龙江	0.24%	78.45%	贵州	20.03%	14.69%
上海	2.48%	94.00%	云南	3.28%	34.23%
江苏	7.66%	62.25%	西藏	24.21%	31.17%
浙江	0.23%	66.10%	陕西	9.01%	33.66%
安徽	18.41%	52.07%	甘肃	25.99%	24.31%
福建	4.44%	40.34%	青海	44.35%	16.86%
江西	6.11%	74.82%	宁夏	4.99%	17.59%
山东	2.02%	42.34%	新疆	59.37%	48.47%
全国	22.02%	41.33%			

资料来源：长江证券研究部

从该表中可以发现，我国地区间耕地资源自然禀赋差异很大，土壤的肥沃度不一，水资源情况各异。受自然地理条件及农业科技水平的制约，我国(尤其是我国西部地区)单位耕地面积平均产出远低于发达国家。与世界发达国家或农业发达国家相比，我国耕地粮食平均亩产相差 150—200 公斤。

我国农业生产现状——生产效率落后

图 4：单位农业人口创造产值比较



资料来源：长江证券研究部

尽管我国单位农业人口创造 GDP 增速较快，但与其他农业较发达的国家和地区相比，仍旧存在很大差距，若折合成美元，2006 年台湾单位农业人口创造产值为 1685.65 美元，我国不到其一半，仅为 735.69 美元。

我国农业生产现状——种粮收益偏低

粮食是人民生活的基本物资，庞大的低收入人群对其价格的敏感性更高。价格过快上涨，既不能抑制需求，到一定的时候也难以刺激有效供给，只会造成社会的恐慌和经济的动荡。2008 年初，国家为防止通货膨胀，加大对粮食市场的调控，公布了《关于对部分重要商品及服务实行临时价格干预措施的实施办法》，以价格干预的方式来平抑食品价格的上涨，充分例证了政府对农产品及食品价格的态度，保持温和上涨的态势，尽量保障低收入人群的利益。

一方面，农业生产效率低下，另一方面，农产品价格和补贴力度也不足以改善种粮收益，种粮收益低也就难以避免，从下表中我们可以看出，2007 年三种粮食的现金收益为 404.58 元/亩/年，以户均 10 亩计算，农村家庭从种植中得到的收益仅为 4045.8 元。

表 3：三种粮食平均成本收益情况

项 目	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
每亩						
主产品产量	358.30	344.20	404.80	393.10	403.90	410.80
产值合计	375.26	411.24	591.95	547.60	599.86	666.24
总成本	370.40	377.03	395.45	425.02	444.90	481.06
生产成本	319.37	324.30	341.38	363.00	376.65	399.42

土地成本	51.03	52.73	54.07	62.02	68.25	81.64
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

净利润	4.86	34.21	196.50	122.58	154.96	185.18
-----	------	-------	--------	--------	--------	--------

现金成本	203.56	199.78	218.01	228.80	243.19	261.66
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

现金收益	171.70	211.46	373.94	318.80	356.67	404.58
------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

成本利润率	1.31	9.07	49.69	28.84	34.83	38.49
-------	------	------	-------	-------	-------	-------

每 50 公斤主产品

净利润	0.64	4.70	23.48	15.08	18.59	21.91
-----	------	------	-------	-------	-------	-------

现金成本	26.71	27.47	26.05	28.14	29.18	30.96
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

现金收益	22.53	29.07	44.68	39.21	42.80	47.86
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

附:

每亩补贴收入	0.03	0.73	8.33	9.84	16.58	24.93
--------	------	------	------	------	-------	-------

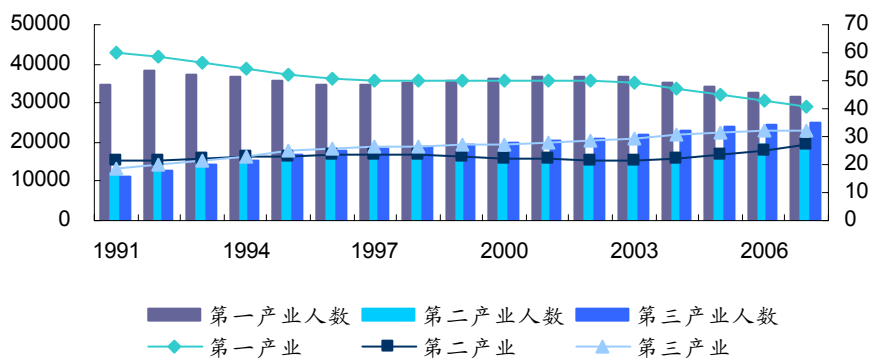
每亩成本外支出	10.09	8.44	4.68	2.76	1.87	1.42
---------	-------	------	------	------	------	------

资料来源: 长江证券研究部

资源禀赋的差异带来的农业生产效率低下我们称之为自然性因素, 更为严峻的是, 我国农业生产面临着土地抛荒和农村劳动力老龄化威胁, 同时, 这一趋势性因素伴随城市化、工业化、人口老龄化进程而存在, 因此将会成为长期威胁我国粮食安全的重要因素。

我国农业生产存在威胁——劳动力脱离土地

图 5: 二三产业发展带来大量城镇劳动力需求



资料来源: 长江证券研究部

基于理性人假设, 劳动力会选择进入工资较高的行业和地区。随着二三产业的发展, 产生了大量的劳动力需求, 跟进城务工收入相比, 留乡务农存在明显的劣势, 以 2006 年人均月工资 953 元计算, 相当于年耕作 19 亩粮食的产值, 而这一耕地规模, 显然是绝大多数种植户所不能达到的, 进城务工的比较优势明显, 这也是大量农村劳动力转移至非农产业等的根本原因, 二三产业可以低成本地吸纳农村剩余劳动力, 劳动力开始脱离土地, 城市化进程也由此展开。

表 4：进城务工人员平均工资

	2003	2004	2005	2006
农民工人均月工资（元）	781	802	855	953
YOY（%）		2.8	6.5	11.5

资料来源：长江证券研究部

表 5：2749 个村庄农村劳动力的就业构成

区域	该村劳动力人数		外出打工劳动力		本地农业劳动力		本地非农就业劳动力	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
全国	1081	55.25	260	26.51	543	52.43	278	21.06
东部	1226	56.7	246	21.97	473	43.37	507	34.66
中部	768	51.11	223	31.02	470	58.61	75	10.37
西部	1150	57.02	322	29.44	735	61.92	93	8.64

资料来源：长江证券研究部

进城务工比较优势明显导致的另一个后果是土地撂荒增多。尽管未有官方数据说明这一点，但从全国各地的报导中，还是能够证明土地撂荒现象的普遍存在。

2007 年湖南全省土地抛荒的面积占耕地面积的比例达到了 10% 以上。

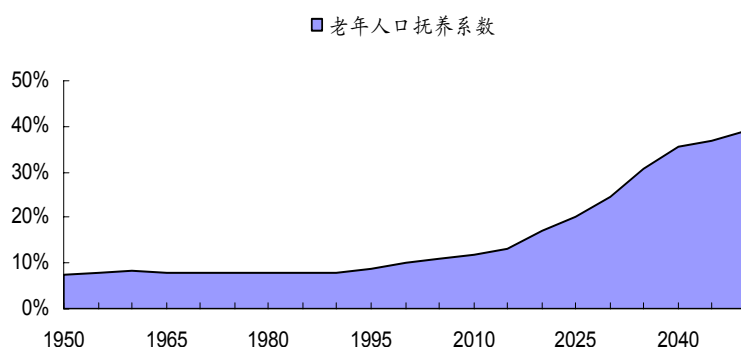
对湖南的调研显示，所调研的乡镇无一例外都存在着“双改单”的隐性抛荒现象，一些村“双改单”的比例为 20%，而一些村甚至达到了 80%。

对安徽省福渡县的调研显示，截至 2005 年抛荒田有 317.2hm²，占耕地总面积的 10.3%，其中常年抛荒占抛荒面积的 31.8%，季节性抛荒占抛荒面积的 68.2%。

对重庆的抽样调查显示，根据 24 个村抽样调查和其它各地反映，2007 年撂荒面积占耕地面积的 1.0%-7%。

我国农业生产存在威胁——老龄化现象严重

图 6：预测的我国老龄人口抚养系数变化趋势



资料来源：长江证券研究部

从联合国的人口预测我们可以看到，我国存在着明显的老龄化趋势，并且这一趋势将在 2015 年加速。

表 6: 农村外出从业劳动力年龄构成 (%)

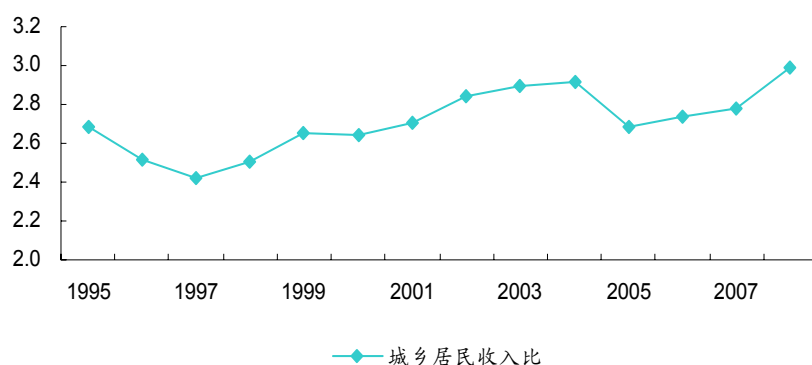
	全国	东部地区	中部地区	西部地区	东北地区
20 岁以下	16.1	14.2	17.6	16.1	16.7
21-30 岁	36.5	36.1	36.6	36.7	35.4
31-40 岁	29.5	27.3	29.3	32.2	25.4
41-50 岁	12.8	15.4	11.9	11.1	15.3
51 岁以上	5.1	7	4.6	3.9	7.2
50 岁以下	94.9	93	95.4	96.1	92.8

资料来源: 长江证券研究部

与城市老龄化趋势相比, 农村老龄化现象则更为严峻, 原因在于外出务工的多为青壮年劳动力, 而留守农村从事生产的更多是低劳动力能力的老年人。

我国农业的另一问题——城乡收入的差距在拉大

从收入上看, 占据人口绝大多数比重的农民收入并没有得到真正的提高, 同时城乡收入差距在不断扩大, 收入分化导致的中产阶层缺失使得拉动消费以促内需的做法存在限制。农民收入提升缓慢从根本上和整体上阻滞了我国总体消费能力的增长。

图 7: 城乡收入的不和谐


资料来源: 长江证券研究部

现时农业政策及预期农业政策下的投资机会

历年一号文件指向农民增收和农业发展

历年一号文件回顾

图 8: 历年一号文件出台的背景


资料来源：长江证券研究部

结合历年一号文件出台的背景以及目标所指，不难发现，之所以在 04 年起重提农业作为 1 号文件，关键还是在于逐渐扩大的城乡居民收入差距，保持粮食稳定发展。

表 7：历年一号文件围绕农民增收、农业发展

时间	文件	主要政策
2003 年	十六届三中全会	确立科学发展观，确定“多予、少取、放活”的方针
2004 年	1 号文件	减免两税，三项补贴，四项基本保障，增加农民收入
2005 年	1 号文件	提高农业综合生产能力，加大农业直接补贴力度
2006 年	1 号文件	建设社会主义新农村
2007 年	1 号文件	发展现代农业，深化新农村建设
2008 年	1 号文件	加强基础设施建设，促进农业增产农民增收
2008 年	十七届三中全会	完善土地制度，统筹城乡发展，加大农业投入

资料来源：长江证券研究部

进一步研究历年一号文件的政策倾向，发现政策根本都是保证粮食生产以及农民增收。

再结合十七届三中全会提出的目标与粮食安全中长期规划，也充分说明了，农业出台的所有政策，根本上都是要保障粮食安全。

十七届三中全会提出的目标：

全会提出，到 2020 年，农村改革发展基本目标任务是：农村经济体制更加健全，城乡经济社会发展一体化体制机制基本建立；现代农业建设取得显著进展，农业综合生产能力明显提高，国家粮食安全和主要农产品供给得到有效保障；农民人均纯收入比 2008 年翻一番，消费水平大幅提升，绝对贫困现象基本消除；农村基层组织建设进一步加强，村民自治制度更加完善，农民民主权利得到切实保障；城乡基本公共服务均等化明显推进，农村文化进一步繁荣，农民基本文化权益得到更好落实，农村人人享有接受良好教育的机会，农村基本生活保障、基本医疗卫生制度更加健全，农村社会管理体系进一步完善；资源节约型、环境友好型农业生产体系基本形成，农村人居和生态环境明显改善，可持续发展能力不断增强。

表 8：国家粮食安全中长期规划纲要

生产水平	指标	2007	2010	2020	属性
	耕地面积（亿亩）	18.26	≥18.0	≥18.0	约束性
	其中：用于种粮的耕地面积	11.2	> 11.0	> 11.0	预期性
	粮食播种面积	15.86	15.8	15.8	约束性
	其中：谷物	12.88	12.7	12.6	预期性
	粮食单产水平	316.2	325	350	预期性
	粮食综合生产能力	5016	≥5000	> 5400	约束性
	其中谷物	4563	≥4500	> 4750	约束性
	油料播种面积	1.7	1.8	1.8	预期性
	牧草地保有量	39.3	39.2	39.2	预期性

肉类总产量	6800	7140	7800	预期性
禽蛋总产量	2526	2590	2800	预期性
牛奶总产量	3509	4410	6700	预期性
供需水平	国内粮食生产与消费比例	98	≥95	预期性
	其中：谷物	106	100	预期性
物流水平	粮食物流四散化：比重	20	30	预期性
	粮食流通环节损耗率（%）	8	6	预期性

资料来源：长江证券研究部

现时农业政策下的投资机会

表 1：2009 年 Q1 预期农业政策

时间	农业政策	主要内容
2009 年 1 月	2009 年中央一号文件	促进农业稳定发展农民持续增收
2009 年 2 月-3 月	提高 2009 年农业补贴力度	2009 年农资综合直补和粮食直补标准将大幅提高。农资价格与农资价格直补的联动机制出台细则。
2009 年 2 月-3 月	提高 2009 年粮食最低收购价	水稻最低收购价上调，幅度约 15-20%。

资料来源：长江证券研究部

1) 刺激农村消费的政策。随着我国农民收入的提高，农村已经积累了巨大的消费潜能，如何激发这部分消费潜能，也就成为扩大内需政策的重点之一。

表 2：《国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见》部分内容

国务院办公厅关于搞活流通扩大消费的意见	
健全农村流通网络，拉动农村消费	继续推进“万村千乡”市场工程 加快完善农产品流通网络 完善农业生产资料流通体系 全面推进家电下乡工作

资料来源：长江证券研究部

其中，家电下乡的主要政策是：从 2009 年 2 月 1 日起，将家电下乡从 12 个省（区、市）推广到全国。同时，把摩托车、电脑、热水器（含太阳能、燃气、电力类）和空调等产品列入家电下乡政策补贴范围，由各省（区、市）根据当地需求从中选择增加部分补贴品种。

2) 农民增收农业发展的政策力度将继续提高。2009 年面临着经济减速影响农民工就业，粮价可能下跌影响种植收益进而威胁粮食安全的问题，同时城市化伴随着的粮食安全问题始终存在，在这一背景下农村工作仍旧需要着力于增产与增收，因此，可以预期的是 09 年将继续出台强农惠农政策，政策力度将进一步继续提高。

表 3：2009 年将采取多种措施保障农民增收

收入来源	比重	09 年面临的威胁	措施
工资性收入	增量的主要部分	经济减速威胁农民工就业	内外联动，多措并举，最大限度拓展就业增收空间，落实好解决农民工问题的政策措施，扩大农业产业链、农村基础设施建设以及农村二三产业的就业容量。……

经营性收入	占比最大	粮价可能下跌	继续提高粮食最低收购价格，增加主要农产品储备，改善进出口调控，搞好农产品购销和调运，努力稳住农产品市场价格。
转移性收入			加大农业补贴力度，明年粮食直补、良种补贴、农机具购置补贴、农资综合补贴都要继续增加，并逐步完善补贴办法。

资料来源：长江证券研究部

表 4：农业子行业生产销售季节性及相关关注时点

子行业	生产季节	销售季节	业绩关注时点	刺激因素	Q1
种业（玉米）	4-9 月份制种	播种前，春玉米 4 月中下旬至 5 月上旬，夏玉米 5 月下旬至 6 月中下旬	销售季节	良种补贴；种业整顿	销售旺季、可能有政策刺激
畜禽饲料	玉米、大豆等生长季节	下半年略多于上半年	销售季节		
水产饲料	3 月至 8 月	5 月至 10 月	销售季节		
棉花加工	3-4 月至 8 月	全年销售	生产、销售季节	收储情况；收购价格	可能有政策刺激
动物疫苗	全年	春防、秋防	春防、秋防	防疫体系投入；突发疫情	可能有政策刺激
海产品加工	全年	捕捞季节	销售季节	出口退税	海参销售淡季

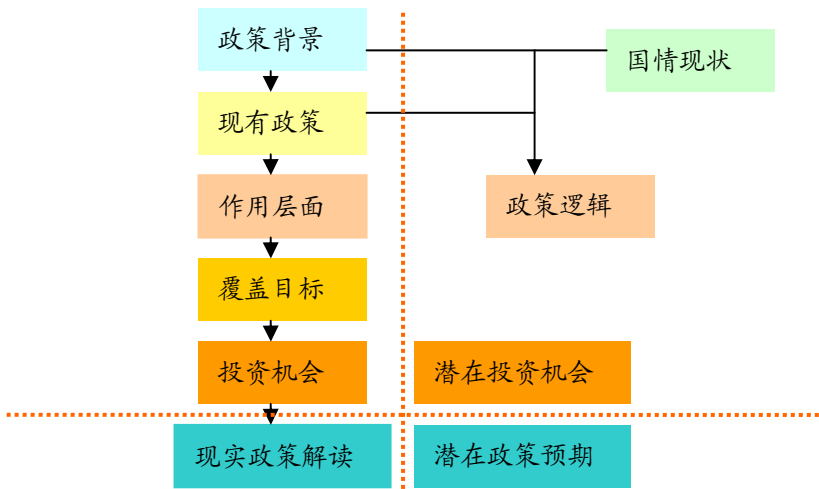
资料来源：长江证券研究部

政策作用框架的提出及政策预期下的投资方向

政策落脚点（或曰政策作用方向）决定政策的直接受益对象和后续相关政策的可能方向，在此基础上我们提出政策作用的层级分析框架。

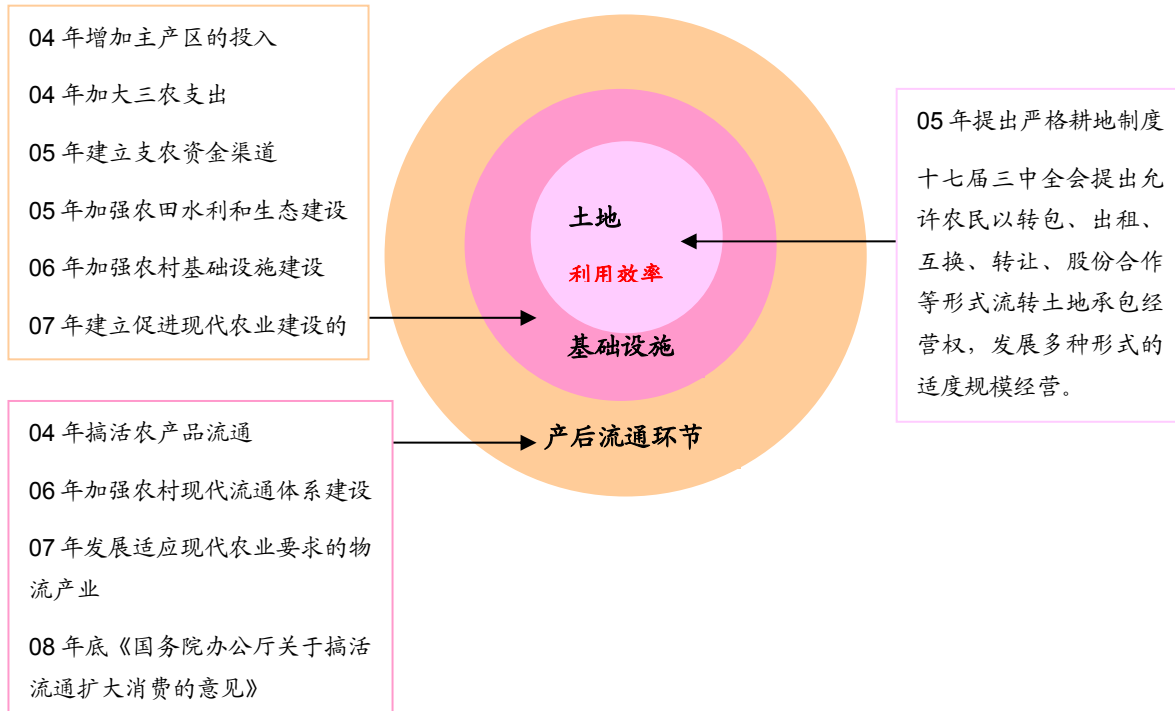
回顾历年 1 号文件不难发现，我们方向政策多作用于农业生产的外围——流通环节以及基础设施完善，而我们认为，城市化进程带来的农村劳动力老龄化及土地抛荒是威胁粮食安全的最主要因素，这样的国情与现状决定了还需要有政策作用于农业生产的根本要素——土地，关于土地制度变革带来的投资机会将在下一部分进行论证。

图 9：农业政策分析框架



资料来源：长江证券研究部

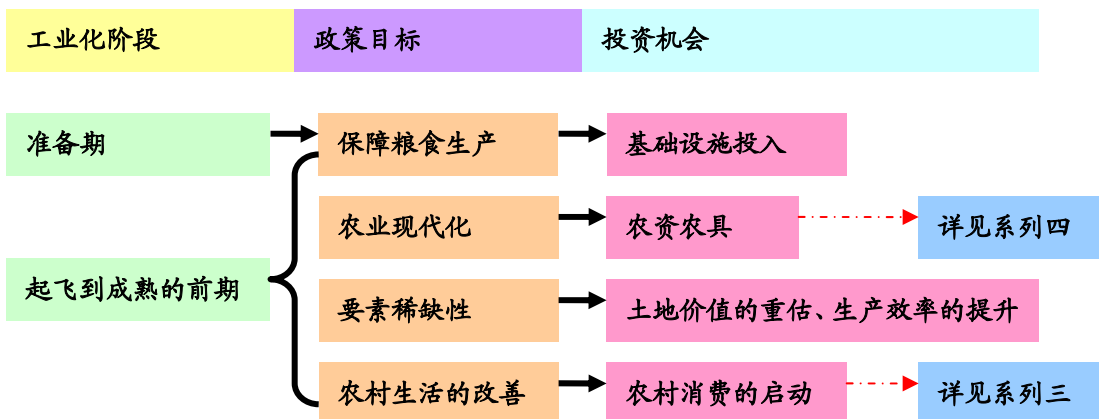
图 10：历年一号文件作用方向



资料来源：长江证券研究部

我们认为，研究农村改革所带来的投资机会首先需要理清各项政策的前因后果，因为这是进行政策解读和预测的先决条件。依据系列 1 的分析，我们目前处于工业化起飞到成熟的前期。这一阶段，工农业矛盾、要素禀赋和收入的矛盾将日益凸显，政策目标将聚焦于反哺农业、保证工业化进程的持续——这两条将成为我们考察的重点。而投资机会将从单一的保证粮食生产，向农业现代化、要素稀缺性、农村生活的改善等方面扩散。

图 11：农业预期政策下的投资方向



资料来源：长江证券研究部

土地改革带来的投资机会——农业投资与资源重估

土地流转是历史的必然

土地流转的内在动力在于劳动力要素回报的势位差

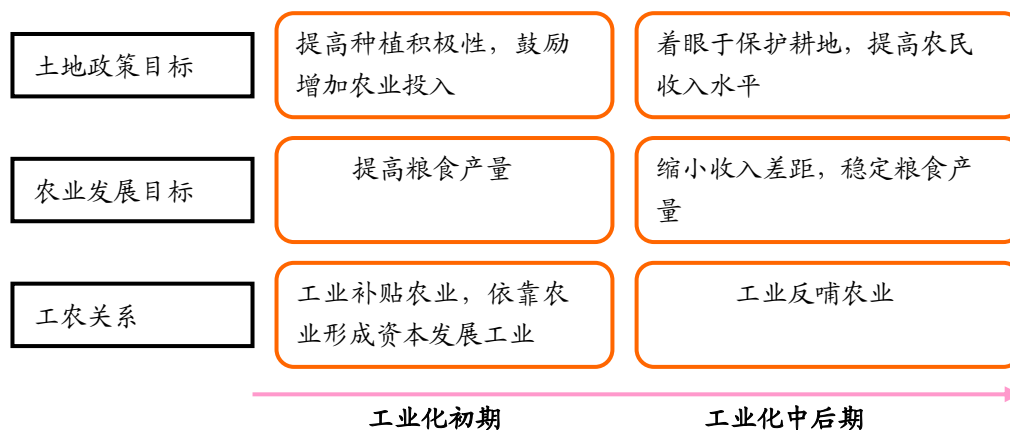
表 13：台湾二次土改的主要内容及作用

时间	土改内容	农业主体形式	作用
1949-1953	三七五减租 公地领放 耕者有其田	自耕农	提高生产积极性农民的生产劳动积极性大大提高,提高了单位生产量,促进了农业发展,农业资本为工业的发展提供了资金,促进了工业的发展。
始于 80 年代	租佃制度	小地主、大佃农	土地资源合理利用,土地资源得到保护

资料来源：长江证券研究部

回顾台湾的土改历史，我们归纳了三条工业化、城市化进程中土地改革、农业发展的特征：

图 12：工业化、城市化进程中土地改革、农业发展的特征



资料来源：长江证券研究部

我国的历次土改同样如此，土改伴随着工业化进程而演进。

表 14：土改是历史的必然，是结果而不是原因

年份	改革动因	所有制	农业及农民
1949~1953	消灭地主，还地于民	农民土地所有制阶段	粮食产量提高，农民初步实现小康
1953~1978	提倡共同富裕，走互助道路	合作和集体经营阶段 (初级社、高级社、人民公社)	
1978 年至今	提高劳动积极性	家庭联产承包责任制阶段（自耕）	
现在	由于城市化，土地抛荒带来的粮食安全担忧	家庭联产承包责任制阶段（小地主，大佃农？）	稳定粮食产量，提高农民收入和减少农业和非农业家庭差距

资料来源：长江证券研究部

回顾历史上的土改，均是由现实发展推动，具有相当的必然性。1978 年提出的家庭联产承包责任制即是以提高农民种植积极性为目的，目标指向提高粮食产量，而现在，我们所遭遇的问题是粮食安全问题，农村从事农业生产的劳动力减少，土地出现撂荒，这如同任何一个

经历工业化城市化进程的国家一样。此时，十七届三中全会决议强调提出的多种形式的流转实质上也是鼓励类似于台湾二次土改的农业租佃制度，而这种租佃制度的优点在于：

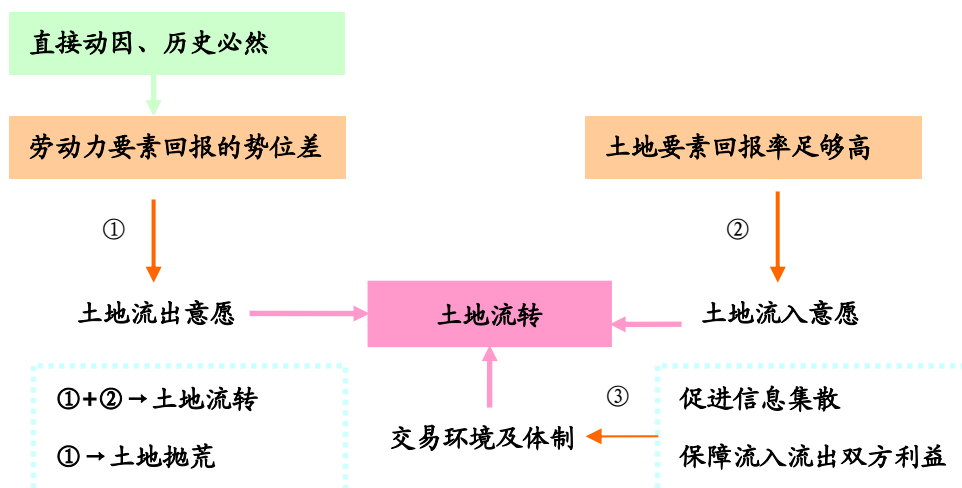
- 为有农业经营能力的农民提供经营土地的机会，由此促进土地的充分利用。
- 为受政策限制无法购地的农业加工型带来获得土地的机会，同样也是促进土地的充分利用。
- 在地权分散的情况下，租佃制度可以实现土地的集中，带来一定的规模效应，农业生产效率有可能提高。

加速土地流转的可能政策

我们认为，土地流转的改革是产业化发展要求，同时也是解决粮食安全问题的关键，而当前我国土地流转存在流转不起来以及流转不彻底的问题，基于加速土地流转三个前提条件的分析，我们预计，下一步出台的相关政策都将围绕这三个方面：

- 农民愿意流出土地。根本驱动力在于劳动力要素的比较优势。
- 农民或其他资本愿意流入土地。驱动因素在于土地要素的回报率足够高。
- 公开公正公平的交易环境及健全的体制。主要包括：土地交易所的建立；土地承包法的完善；金融支持等。

图 13：土地流转的逻辑分析



资料来源：长江证券研究部

而其中的逻辑关系在于：

- 工业化和城市化的现实带来劳动力要素的回报率不同，这引发了流出土地的需求，这也是土地流转的根本驱动力。
- 土地流入需求的出现即使得土地顺利流转，如果流入需求不足，则流转失败，农民继续务农或者土地抛荒。
- 交易环境的完善土地流转中起到桥梁作用，促进信息的集散，也保障流出流入双方的利益。
- 农村缺乏社会保障制度，进城农民真正城市化代价太高，尚不具备许多基本的生存条件，这是土地流转不彻底的重要原因。

我们认为，土地流出需求的存在取决于城市化进程，只要城市劳动力要素的比较优势存在，这一需求就不会消失，也可以说这一需求是自然演进的，政策调控作用力度较小，现在部分

地区出现的农民工返乡并不意味着农村人口转移动力的终结，仅仅城市化进程中的涟漪；而土地流转不畅，甚至出现抛荒的现象，恰恰是因为土地要素回报率低使得流入需求不足，而这一方面，则是可以通过政策去促进，以浙江为例，政府采用的是土地整理提高土地要素回报率的手段；土地流转不彻底问题的解决则依赖于社会保障制度的完善。

日本 70 年代也遭遇了城市化、产业结构调整所带来耕农老龄化、务农人口减少的问题，在此背景下同样实行了促进土地流转的措施，这些政策对我国同样具有借鉴意义。

- 采用扶植“自主经营”和“促进协作”来实现耕地流转以达到耕地高效率优化配置。
- 允许与农业相关或支持农业事业的股份企业获取农地生产法人资格。

土地流转中的投资机会

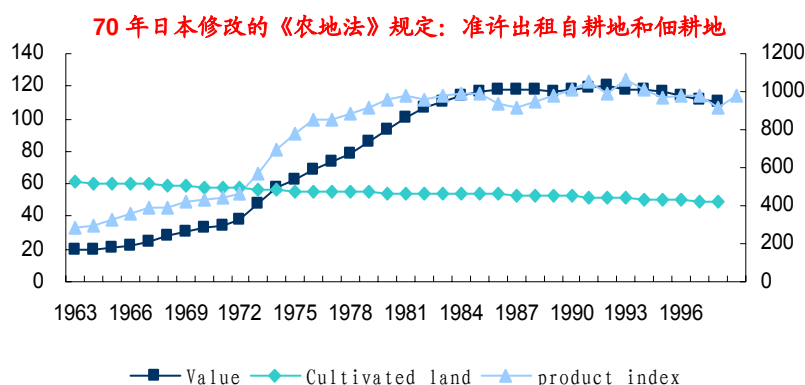
前面我们指出，解决粮食安全问题仅靠政策作用于农业生产的外围环节已经显得不足，基础设施建设、流通环节的改善解决不了城市化带来的抛荒和农村劳动力老龄化所带来粮食安全威胁，在这一背景趋势下，政策必须直指土地，以达到充分利用土地的目的。

土地改革政策的着力点也在于此——实现耕地配置效率的提高。在此背景下土地流转也就成了提高耕地配置效率的必然。土地流转政策将至少带来两条线索的投资机会：第一即土地价值的重估；第二即农业投资带来相关行业的机会。

日本 70 年代由限制流转促进流转后的变化也验证了这两点：

- 农户农业投资急剧扩大，农业生产实现了包括良种化、水利化、化学化、机械化和自动化在内的高度现代化——参见系列 1 附录。
- 耕地价值迅速升值——参见图 14。

图 1 日本耕地面积、耕地价格及农产品价格指数



资料来源：长江证券研究部

收益还原法核算的耕地资源价值

地价之产生是由于土地的稀缺性，其价值多采用收益还原法，将未来耕地资源收益贴现为现值即可还原为资源的价值，不同地块地价存在差别也是由于它们所提供的收益不同。

引用《黑龙江省耕地资源价值核算》计算黑龙江省耕地的价值以供参考。先计算出该耕地的农作物总收益，再扣除其中物质和劳动的收益份额，剩余的部分就是耕地资源收益，按各种作物的播种面积占总面积的百分比进行加权平均，求得单位耕地的经济价格，最后将其还原为现值。我们得到黑龙江耕地单位面积价格为547.87元/亩。

表 15: 黑龙江耕地资源价格核算

种类	比重	产量	产值	物质费用	人工费用	投资机会成本	生产成本	土地纯收益
大豆	30.54%	17265	29005	905	910	108.6	1963.6	936.9
玉米	22.42%	3883.9	25634	844.8	892.5	101.38	1878.7	684.68
水稻	16.76%	6444.5	6444.5	3000	1125	360	4537.5	1907
小麦	4.07%	2449.1	23021	1415.4	900	169.8	1268	1034.1
甜菜	1.93%	18121	5779.9	906.5	1300	108.78	2373.5	3406.4

资料来源：长江证券研究部

表 16: 上市公司拥有资源不完全统计

上市公司	面积（万亩）	拥有方式	所有权归属
北大荒	950	承包	无偿
新农开发	23	租赁	当地土地管理局
新赛股份	18.93	租赁	当地土地管理局
绿大地	1.63	自有	
獐子岛	65.63	每年缴纳海域使用金	
好当家	23.8	每年缴纳海域使用金	

资料来源：长江证券研究部

土地价格的本质在于收益还原，因此对于北大荒的土地价值核算，我们采用承包费收入现金流贴现计算土地价值。以 07 年的 12 亿承包费收入为基数进行一定扣除，我们考察了不同增长率及贴现率情况下土地价值的波动范围，采用谨慎的增长 3% 及 10% 的贴现率，我们得到北大荒拥有的土地价值为 131.24 亿元，相当于每股 7.95 元，北大荒的资源优势明显，具备较高的安全边际。

表 17: 北大荒耕地资源价格的敏感性计算

	1%	2%	3%	4%	5%	6%
8%	129.34	145.53	165.21	189.30	219.01	255.90
9%	116.81	130.29	146.52	166.21	190.28	219.92
10%	106.38	117.71	131.24	147.50	167.20	191.25
11%	97.61	107.23	118.61	132.17	148.47	168.18
12%	90.17	98.41	108.07	119.50	133.11	149.43

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品和软饮料行业研究。

代薇，武汉大学金融学硕士，从事农业行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
张晓君	华南区客户经理	(8621) 33130737	13501701386	zhangxj@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。