

关注景气向好的子行业——农业 2009 年中期投资策略

农业

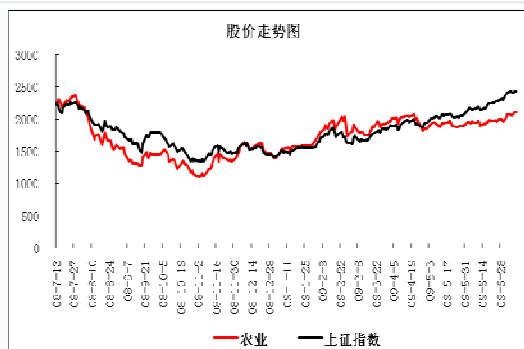
中性（维持）

报告日期：2009 年 7 月 13 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅（%）
天相行业指数	2108.8	7.29
天相流通指数	3545.04	11.55
上证指数	3113.93	10.57

行业指数近一年走势图



相关报告：

《大机遇 大成长——2009 年农业年度投资策略》 2008 年 12 月 19 日

《由攻转守 糖业或将复苏 农业行业月报》 2009 年 3 月 11 日

《悲喜交加，以守待攻 农业行业月报》 2009 年 4 月 3 日

《防御成基调 ——08 年农业年报暨 09 年一季报综述》 2009 年 5 月 6 日

天相消费品组

联系人 天相农业组

010-66045566-8180 ranli@txsec.com

021-58824282-823 yef@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

本报告关注点：

- 下半年粮食价格走势；
- 从粮价、政策、估值三方面，分析行业整体性的投资机会；
- 根据各子行业的运行趋势，选择景气向好的子行业；

投资要点：

- **下半年国内粮价上涨有限，将以平稳为主。**上半年，国内粮价在政府收购收储政策支撑下，实现了企稳回升。展望下半年，我们认为，由于国家继续提高最低收购价预期明确（但幅度将缩小），国内粮价存在上涨基础，但是，由于（1）粮食连续5年增产，09年有望继续丰产，粮食供给充裕；（2）前期大规模收储（占三种粮食产量的18.62%），在粮价大幅上扬时，国家可能通过抛储来平抑价格；（3）化肥、农药等生产资料价格回落，使粮价大幅上涨的成本推动因素减弱，下半年粮价上涨将有限。
- **整体性投资机会缺乏，维持行业“中性”评级。**通过对粮食价格、政策预期以及板块估值进行分析，我们认为，2009年下半年，农业政策难有想象空间，粮食价格上涨有限，农业高估值的压力将加大，农业板块难有超越性的表现，行业整体性的投资机会并不突出，维持行业“中性”的评级。
- **关注景气向好的制糖业、玉米种业和水产养殖业。**虽然行业整体性机会不突出，但一些运行景气向好的子行业仍不失为好的投资选择。通过分析各子行业的运行趋势，我们认为制糖业、玉米种业和水产养殖业景气向好，建议关注。其中，（1）制糖业：食糖减产幅度达16.24%，下游需求转暖，食糖消费有望增长5%，新榨季甘蔗种植面积可能下降5%，这些都会对食糖价格上涨形成有效支撑；（2）玉米种业：今年种子供过于求的压力减缓，期末库存同比将下降26.39%，以及今年玉米种子价格上涨，幅度为5%-20%，受益于上述两点，行业半年度业绩可能大幅好转。另外，良种补贴方式转变、补贴范围扩大对玉米种业形成了实质性政策利好，而新品种超级玉米的商用有望扩大行业市场规模；（3）水产养殖：海参价格6月底止跌回升，随着下半年经济回暖以及消费旺季的到来，行业有望走出低谷。
- **推荐个股及评级：南宁糖业、登海种业和好当家，维持这三家公司“增持”的评级。**

目录

1.	本文摘要和分析逻辑	4
2.	农业板块整体：中期维持“中性”评级	4
2.1	供求基本面并不支撑国际粮价大幅上扬	4
2.2	国内粮价将以平稳为主	5
2.2.1	上半年粮价在政策支撑下企稳回升	5
2.2.2	下半年粮价上涨有限	6
2.3	下半年农业政策难有想象空间	9
2.3	农业板块高估值	10
3.	投资选择：景气向好的制糖、玉米种业和水产养殖业	10
3.1	各子行业运行趋势研判	10
3.2	制糖业：减产已定，静待需求爆发	12
3.3	玉米种业：新供求、新政策、新品种	14
3.4	水产养殖业：需求回升带领行业走出低谷	16
4.	投资策略以及重点上市公司评述	18
4.1	南宁糖业	18
4.2	登海种业	18
4.3	好当家	19
5.	农业板块重点公司盈利预测与估值	20

图表目录

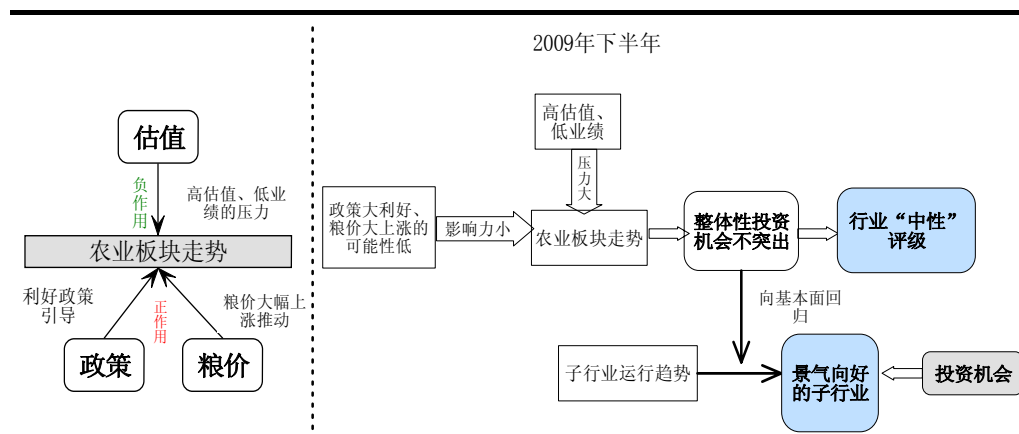
图表 1 本文分析的逻辑框架.....	4
图表 2 四种粮食今明两年的期末库存（单位：万吨）	5
图表 3 全国粮食批发指数在上半年企稳回升	5
图表 4 国家大幅提高 2009 年小麦和稻谷的最低收购价	6
图表 5 从去年 10 月开始，国家连续 6 次启动粮食临时收储政策	6
图表 6 预计国家将进一步提高粮食最低收购价，但幅度将缩小（单位：元/斤）	6
图表 7 我国粮食产量实现连续 5 年增产，09 年有望继续丰产	7
图表 8 稻谷、玉米、小麦、大豆历年产量	7
图表 9 国家收储量占三种粮食（玉米、稻谷、大豆）产量的近 20%	8
图表 10 生产资料价格较去年同期已有所回落	8
图表 11 化肥和农药价格较 08 年初大幅回落（左图：尿素，右图：草甘酸，元/吨）	8
图表 12 上半年出台的主要农业政策	9
图表 13 下半年可能出台政策的展望	9
图表 14 农业板块当前估值处于历史高位	10
图表 15 农业板块业绩水平低	10
图表 16 各子行业运行趋势判断及主要行业观点	10
图表 17 历年食糖产量情况	12
图表 18 08/09 年食糖消费与库存比模拟	12
图表 19 5 月份以及今年 3、4 月份销糖率和销糖量情况和下游含糖食品产量情况	13
图表 20 南宁白砂糖价格走势以及郑糖主力期货价格	13
图表 21 2009 年，玉米种业供过于求的压力明显减缓	14
图表 22 玉米良种补贴范围逐年扩大	14
图表 23 玉米良种补贴方式转变对行业发展形成实质性利好	15
图表 24 新旧品种更替推动种业市场规模扩大	15
图表 25 超级玉米的含义	16
图表 26 海参价格走势	17
图表 27 2009 年餐饮业营业额趋势	17
图表 28 先玉 335 种子的酒泉 4 期工程实施情况	19
图表 29 重点上市公司盈利预测和投资评级	20

1. 本文摘要和分析逻辑

我们一直认为并在报告中多次强调：农业板块整体走势具有两大驱动因素，农业政策和粮食价格，在这两大因素强烈利好预期作用下，农业股价会突破估值压力而呈现出较好的表现，如农业板块在 08 年的表现，但当这两大因素的作用变弱甚至消失时，农业指数将在低业绩、高估值的压力下向基本面回归。

我们认为，2009 年下半年，农业政策难有想象空间，粮食价格上涨有限，农业高估值的压力将加大，农业板块难有超越性的表现，维持行业“中性”的投资评级。虽然行业整体性的投资机会并不突出，但从子行业的角度，一些运行景气向好的子行业仍不失为好的投资选择，如制糖业、种业和水产养殖业。推荐公司包括：南宁糖业、登海种业、好当家、獐子岛、顺鑫农业和绿大地。

图表 1 本文分析的逻辑框架



资料来源：天相投资顾问有限公司

2. 农业板块整体：中期维持“中性”评级

2.1 供求基本面并不支撑国际粮价大幅上扬

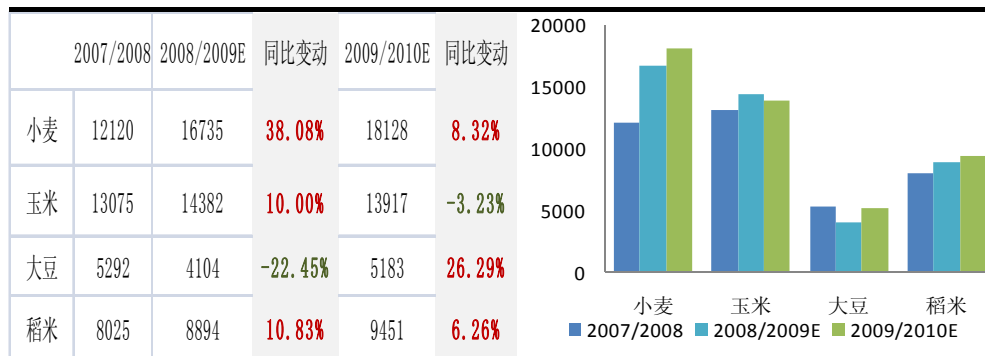
2009 年，国际粮食价格出现了反弹，特别是 3 月份以来，大豆期货价格 3 月以来的反弹幅度高达 20%。我们认为，这一轮反弹的主要驱动因素是美元贬值、流动性充裕以及主产区自然灾害两大因素的刺激，而并非粮食供求格局本身发生了变化。展望下半年，在通货膨胀、美元贬值预期下，国际粮价或将持续反弹，但我们认为，国际粮食供求基本面并不支撑国际粮价大幅上扬。

期末库存对国际粮价具有很好的参考意义，我们在之前的策略报告中也用历史数据论述过库存和粮价之间的反向关系。四种粮食中，小麦、稻米的期末库存在 2009、2010 年都呈上升状态，大豆 09 年库存有所下降，但 2010 年库存预计将增长 20%以上（这也说明了大豆上半年的反弹幅度较大的原因），玉米因播种面积下降，2010 年的期末库存将有所下降，但 USDA7 月份的预测已将玉米期末库存的下降幅度由 6 月的



9.44%下调至 3.23%。所以我们认为，国际粮食供求基本面并不支撑国际粮价大幅上扬，分品种而言，玉米基本面更支持其反弹。

图表 2 四种粮食今明两年的期末库存（单位：万吨）



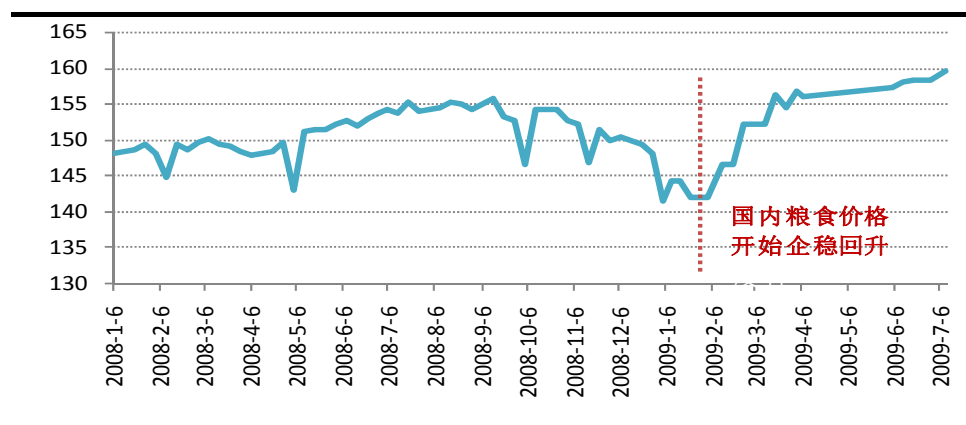
数据来源：USDA7 月预测，天相投资顾问有限公司

2.2 国内粮价将以平稳为主

2.2.1 上半年粮价在政策支撑下企稳回升

2008 年下半年，特别是 9 月以后，受宏观经济衰退和国际价格下跌的影响，在大豆回落的带动下，粮食价格逐步回落。但从 12 月份开始，国内粮食价格呈现出了企稳回升的态势，从我国粮食连续五年增收的背景看，供求基本面并不是这轮反弹的诱因，我们认为最关键的原因是政府提高最低收购价、大力启动临时收储等政策带来的价格支撑效应。

图表 3 全国粮食批发指数在上半年企稳回升



数据来源：郑州粮食批发市场，天相投资顾问有限公司（1994 年 6 月 1 日为基期）

国家于 2008 年 10 月和 2009 年 1 月分别提高了 2009 年小麦和水稻的最低收购价，提高幅度分别在 15%和 16%左右。国家还连续 6 次启动了主产区的临时粮食收储。国家提高粮食最低收购价、连续多次实施临时收储，减少了市场供给，增加了市场信心，对 2009 年上半年粮食价格企稳回升起到了不可替代的作用。

图表 4 国家大幅提高 2009 年小麦和稻谷的最低收购价

单位：每 50 公斤	小麦			水稻		
	白小麦	红小麦	混合麦	早籼稻	中晚籼稻	粳稻
2009	87	83	83	90	92	95
2008	77	72	72	77	79	82
增幅 (%)	13.0%	15.3%	15.3%	16.9%	16.5%	15.9%

资料来源：财政部网站、天相投资顾问有限公司

图表 5 从去年 10 月开始，国家连续 6 次启动粮食临时收储政策

	日期	收购品种及数量（单位：万吨）			收购价格（元/吨）
		稻谷	玉米	大豆	
第一批	2008.10.20	1000	500	150	大豆：3700 玉米：1500 东北粳稻：1840 南方稻谷：1880
第二批	2008.12.3	750	500	150	
第三批	2008.12.25		2000		
第四批	2009.1.12	500		300	
第五批	2009.1.19		1000		
第六批	2009.4.29			125	
合计		2250	4000	725	

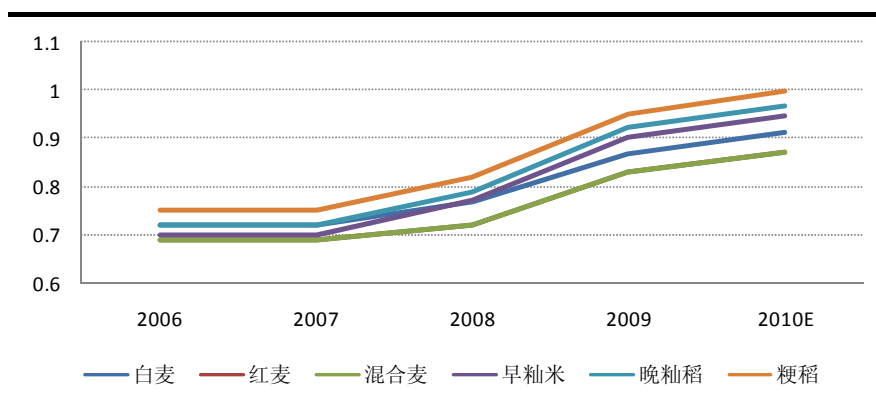
资料来源：国家粮食局、天相投资顾问有限公司

2.2.2 下半年粮价上涨有限

展望下半年粮价，我们的观点是，由于预期国家将继续提高最低收购价、国际粮价可能继续反弹，国内粮价存在上涨基础，但是，由于（1）我国粮食连续 5 年增产，09 年有望继续丰产，粮食供给充裕；（2）国家前期大幅收储，在粮价大幅上扬时，可能进行抛储来平抑价格；（3）化肥、农药等生产资料价格回落；（4）国内粮食市场相对比较封闭，国际价格传导较弱，下半年国内粮价上涨有限。

在国家粮食安全高度重要，为保障农户种粮收益，以及国家扶持粮食生产的背景下，我们认为，国家仍会在现有基础上进一步提高小麦、水稻的最低收购价，但提价幅度估计将大大小于去年，估计将在 5% 左右。

图表 6 预计国家将进一步提高粮食最低收购价，但幅度将缩小（单位：元/斤）

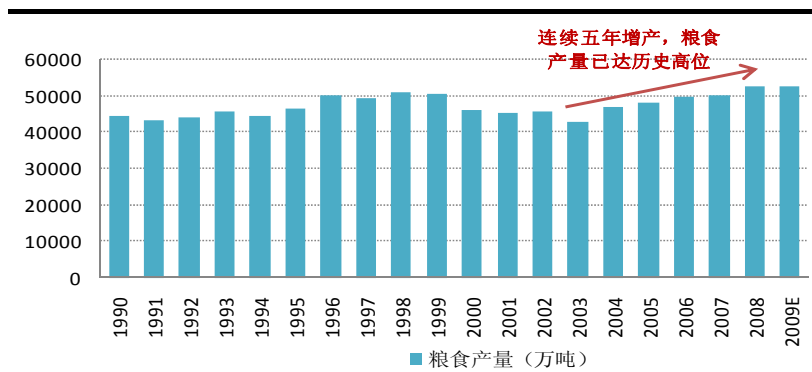




资料来源：财政部网站、天相投资顾问有限公司

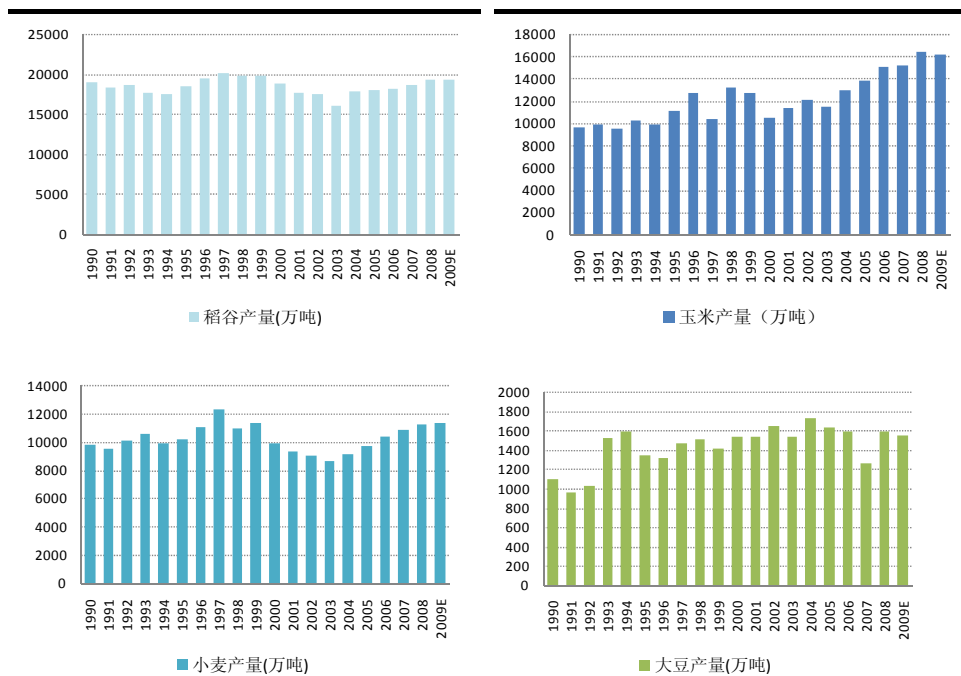
我国粮食产量自 2004 年始，连续五年实现增产。2008 年，我国粮食产量 52,850 万吨，同比增产 5.36%，粮食供给增加明显。分产品来看，小麦、稻谷、玉米均实现了连续 5 年增产。尽管受到旱灾影响，据有关部门预测，2009 年夏粮有望实现连续 6 年增产，鉴于 09 年春播面积基本平稳，我们认为今年粮食产量至少可维持 2008 年的产量水平。USDA 和中国粮油中心的预测数据也显示，2009 年稻谷、小麦的产量有望再增产，玉米和大豆因播种面积略有下滑，同比有所减产，但也基本上与 2008 年持平。

图表 7 我国粮食产量实现连续 5 年增产，09 年有望继续丰产



资料来源：农业部，USDA，天相投资顾问有限公司

图表 8 稻谷、玉米、小麦、大豆历年产量



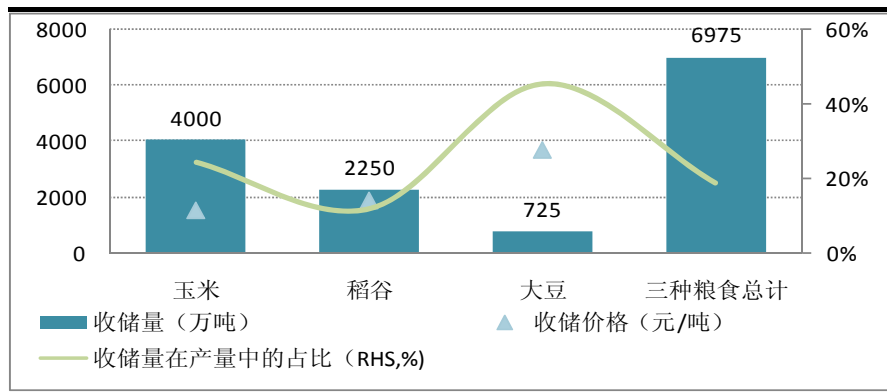
资料来源：农业部，USDA7 月预测，国家粮食局，天相投资顾问有限公司

自去年 10 月以来，国家连续 6 次启动了临时收储政策，共收储玉米、稻谷和大豆 6,975 万吨，收储规模达 2008 年三种粮食产量的 18.62%，其中，稻谷收储量占其产量的 11.66%，玉米收储量占其产量的 24.17%，大豆收储量占其产量的比例达



45.31%。大规模收储使国家对粮价的宏观调控能力加强，临时收储粮食的定调是顺价销售，当市场粮食价格上扬幅度过大时，国家将通过抛储来平抑价格。

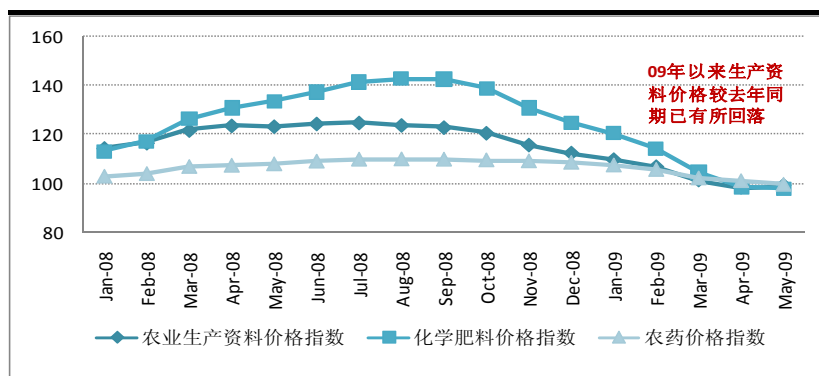
图表 9 国家收储量占三种粮食（玉米、稻谷、大豆）产量的近 20%



资料来源：国家粮食局、天相投资顾问有限公司

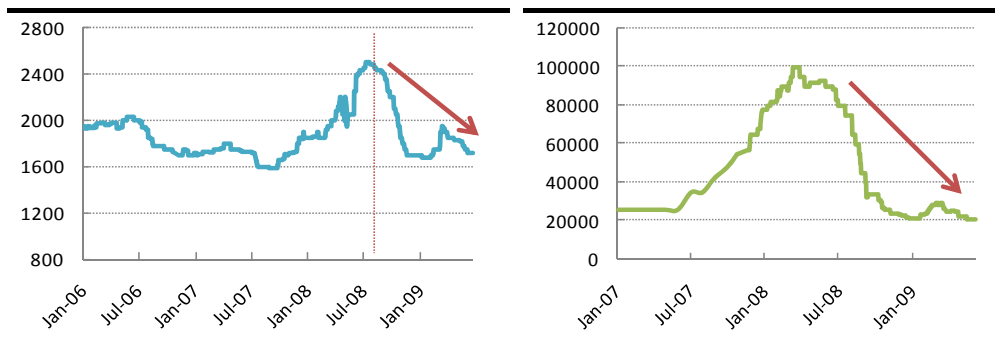
生产成本是决定粮食价格的重要因素，2008 年初粮价大涨的一个重要推动因素就是化肥等生产资料价格的大幅上扬。2009 年以来，农业生产资料价格与去年同期相比有所回落，尿素化肥价格从 08 年年底开始一直处于吨价 2000 元以下，农药草甘酸的价格也从历史高位的吨价 10 万元回落至 2 万元，生产资料价格的回落使粮价大幅上涨的成本推动因素减弱。

图表 10 生产资料价格较去年同期已有所回落



资料来源：中经网、天相投资顾问有限公司

图表 11 化肥和农药价格较 08 年初大幅回落（左图：尿素，右图：草甘酸，元/吨）



资料来源：中经网、天相投资顾问有限公司

2.2 下半年农业政策难有想象空间

2009 年 1、2 月份，农业政策出台较为密集，这以一号文件为首，3 月份后，农业政策出台频率放缓，4 月份振兴农业的“国八条”出台，它标志着农业政策的一个“转向”，即由“整个农业的宏观定调”转向“细分行业的具体指引”。我们认为，下半年农业政策出台将进一步放缓，从时间上看，3 季度将是政策的“真空期”，4 季度政策出台可能性较大，从内容上看，将局限于已出台宏观政策指导的细则或细分行业的具体政策。所以，从整体上看，**下半年农业政策难有想象空间，政策难以对农业股价形成有效引导。**

图表 12 上半年出台的主要农业政策

	时间	政策内容
整个农业的宏观定调	2009. 1. 19	16 个优势农产品区域规划出台
	2009. 2. 1	中央一号文件发布，锁定“三农”
	2009. 4. 22	农业振兴的“国八条”出台
粮食收购与收储	2009. 1. 24	提高稻谷的最低收购价，每 50 公斤早籼稻、中晚籼稻、粳稻最低收购价格分别提高到 90 元、92 元、95 元。
	2009. 1. 12	国家下达第四批国家临时存储粮食收购计划，收购国家临时存储大豆 300 万吨，稻谷 500 万吨。
	2009. 1. 19	国家下达第五批临时存储粮食收购计划，临时收储玉米 1000 万吨
	2009. 4. 29	国家下达第六批临时存储粮食收购计划，收储大豆 125 万吨
细分行业的具体指引	2009. 1. 13	发改委等部门联合制定了《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》。
	2009. 3. 23	农业部变更玉米良种补贴方式，从先确定良种目录再确定补贴额的方式转变为现金直接补贴的方式。
农产品出口政策	2009. 6. 8	从 2009 年 6 月 1 日起进一步提高部分商品的出口退税率，包含水产品、番茄酱等农产品。
	2009. 6. 23	自 2009 年 7 月 1 日起，我国对部分产品的出口关税进行调整，取消小麦、大米等粮食产品的出口暂定关税，

资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 13 下半年可能出台政策的展望

预计出台时间	内容展望
4 季度	提高粮食最低收购价，提高幅度估计在 5%左右
3、4 季度	农产品出口优惠政策
3、4 季度	土地政策细则
3、4 季度	农产品加工企业补贴政策

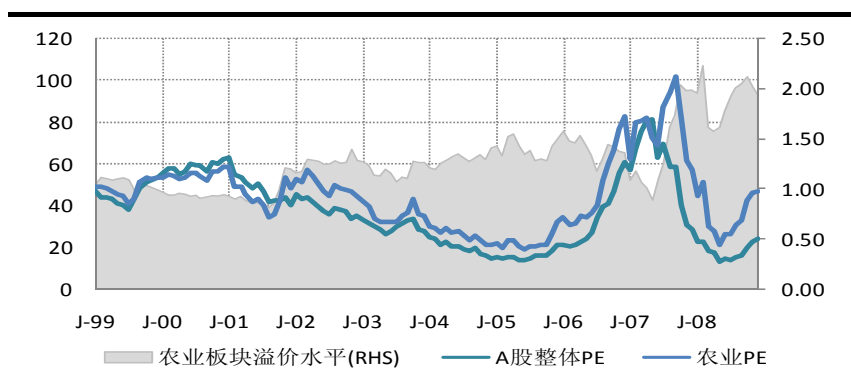
资料来源：天相投资顾问有限公司

2.3 农业板块高估值

如同我们所强调的，当农业政策和粮食价格的作用减弱时，投资者将更多地关注农业板块的高估值压力上。

从历史估值的角度看，农业股相对于大盘的估值溢价一般在 0.5-1.5 之间，2007 年下半年以来，由于粮价上扬和政策利农的双重作用，农业板块相对于大盘的溢价水平上升。当前农业股相对于大盘的溢价水平接近于 2，仍处于历史的高点。但如前所述，下半年农业政策利好频出和粮价大幅上扬的可能性较小，高估值水平将成为板块走势的压力，因为农业板块本身的低业绩并不能支撑这样的高估值。

图表 14 农业板块当前估值处于历史高位



资料来源：天相投资顾问有限公司

图表 15 农业板块业绩水平低

单位：万元	2008年	同比增长%		2009年1季度		
				数值(万元)	同比	环比
营业收入	614.35	23.17%	营业收入	1239791	-6.44%	-25.63%
净利润	19.61	-27.69%	净利润	50199	-32.33%	扭亏
毛利率%	15.66%	-0.25个百分点	毛利率	17.68%	0.99个百分点	0.18个百分点

资料来源：公司年报、一季报，天相投资顾问有限公司

3. 投资选择：景气向好的制糖、玉米种业和水产养殖业

3.1 各子行业运行趋势研判

我们对各子行业运行趋势的判断和主要行业观点请参照下表列示内容，行业运行景气向好的子行业主要有制糖业、玉米种业和水产养殖业。制糖业受益于减产带来的糖价上扬，玉米种业受益于供过于求的矛盾缓和、良种补贴政策转变以及新品种的商用化，水产养殖受益于产品价格开始底部反弹，以及需求回暖。

图表 16 各子行业运行趋势判断及主要行业观点

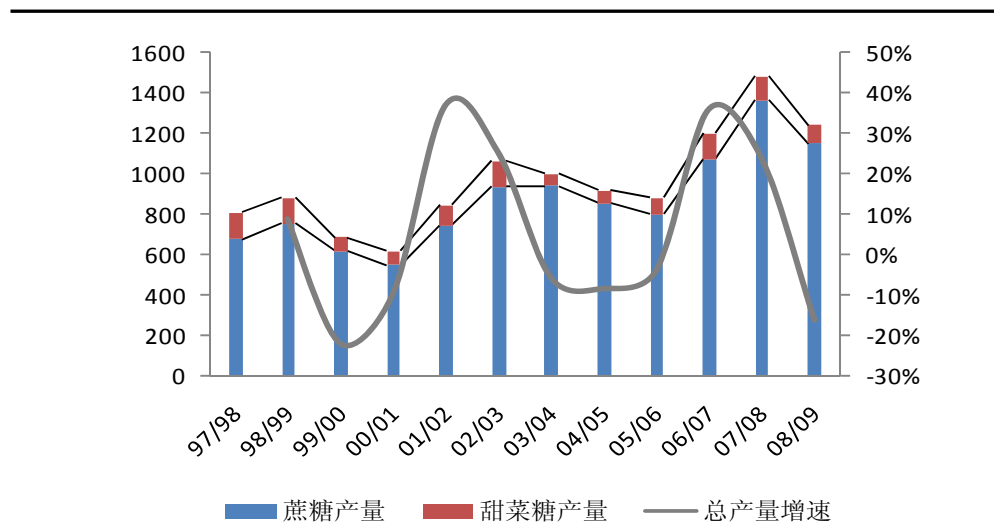
子行业	按产品进一步细分	行业运行趋势及行业观点	下半年需关注的关键词
种植业	粮食种植	长期看好，国家重点扶持领域，短期内变化不大	播种面积、收购价
	棉花种植	上半年棉花价格企稳回升，预计下半年将延续这一趋势，但行业真正回暖仍取决于下游需求的恢复	棉花价格
种业	玉米种业	供求压力减缓，良种补贴方式转变，行业景气向好	制种面积
饲料业		饲料行业周期滞后于畜牧业周期。畜牧业特别是生猪养殖业的低迷态势，给饲料行业下半年的运行带来很大的压力，我们预期下半年饲料行业将呈现下行态势。	饲料价格
畜牧业	生猪养殖	上半年生猪价格持续下跌，猪粮比已跌入 6:1 的警戒线之下，生猪养殖处于周期性的行业低谷，预计生猪价格将在第 4 季度企稳回暖，但不排除在消费回暖、国家收储等影响下，行业提前走出低谷。	国家冻肉收储、猪粮比
	活牛养殖	产品价格平稳，架子牛价格高居不下导致成本高企，屠宰量受限	活牛价格
	鸡苗生产	鸡苗价格波动性大，当前处于历史地位，鸡苗需求不足，行业处于低谷	鸡苗价格
水产业	水产养殖	经济回暖，高端海产品需求将可望大幅回升，同时下半年是海参等高端海产品的消费旺季，我们预期高端海产品行业将触底反弹。	海参等水产价格
	水产出口	上半年外贸出口的底部已经基本显现，整个出口形势正在向好，下半年随着国外经济的复苏，水产出口有望得到进一步回暖。	国外经济复苏进度
制糖业		减产符合预期，下半年食糖供需将处于紧平衡。下游乳制品等、糕点等行业需求的恢复将给糖价带来巨大刺激，而 09/10 榨季甘蔗种植面积的减少也将为糖价上涨打开空间。	糖价、甘蔗种植面积
番茄酱加工业		行业处于景气周期，但景气度有所回落，受益于国家出口扶持政策的出台。	番茄原料价格、番茄酱价格

资料来源：天相投资顾问有限公司

3.2 制糖业：减产已定，静待需求爆发

6月28日，云南省最后一家糖厂顺利收榨，标志着全国08/09榨季制糖期生产全部结束。云南省最后产糖定在223.52万吨，比上个榨季多产糖7.26万吨，全国食糖产量最终定于1243万吨，比上个榨季下降16.24%，基本与此前市场的减产预测保持一致。我们预计，大幅的减产将使国内糖业保持紧平衡状态。我们对今年食糖消费做情景分析，得到食糖消费增速在5%，今年食糖库存将在60万吨左右，回到2006/07榨季水平。

图表 17 历年食糖产量情况



资料来源：昆商糖网、天相投资顾问有限公司

图表 18 08/09 年食糖消费与库存比模拟

项目/万吨	食糖消费增速模拟				
	0%	2%	5%	8%	10%
07/08库存转结	154.27	154.27	154.27	154.27	154.27
08/09食糖产量	1243	1243	1243	1243	1243
08/09食糖净进口	80	80	80	80	80
08/09食糖消费量	1350	1377	1417.5	1458	1485
08/09库存	127.27	100.27	59.77	19.27	-7.73
08/09库存消费比	9.43%	7.28%	4.22%	1.32%	-0.52%

资料来源：昆商糖网、天相投资顾问有限公司

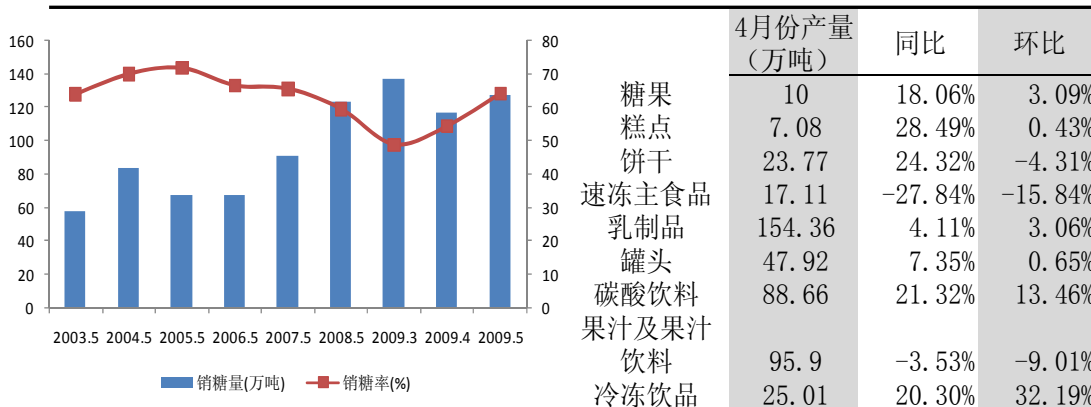
我们认为消费增长5%并不是很难到达的目标。从5月份的数据来看，食糖销量的继续上升，5月份当月食糖销量为127.46万吨，环比增长8.71%，同比增长3.1%，显现出在减产基本确定以后，食糖需求已经快速得到了恢复。受此影响，食糖的产销率也呈现快速上升的态势，5月份到达64.17%，同比提高4.59个百分点，环比上升9.7个百分点。正如我们在4、5月份月报中所提示，当减产确定以后，下游食糖经销商的囤货意愿会逐渐显现，从而刺激食糖的需求，而需求转暖将是09年下半年糖业的基调。

从下游行业来看，4月份9个含糖食品行业中，除了速冻主食品、饼干和果汁及



果汁饮料产量环比或同比有一定程度下降，其他都有不同程度的增长，其中糖果、糕点、冷冻饮品以及碳酸饮料产量的增幅在 20% 以上。我们同时注意到，与去年的凉夏不同，今年夏天有可能是个炎夏。前期我国北方地区的持续高温就是一个很好的征兆。因此，这将强力带动冷饮、雪糕等消费，从而刺激食糖的需求。

图表 19 5 月份以及今年 3、4 月份销糖率和销糖量情况和下游含糖食品产量情况

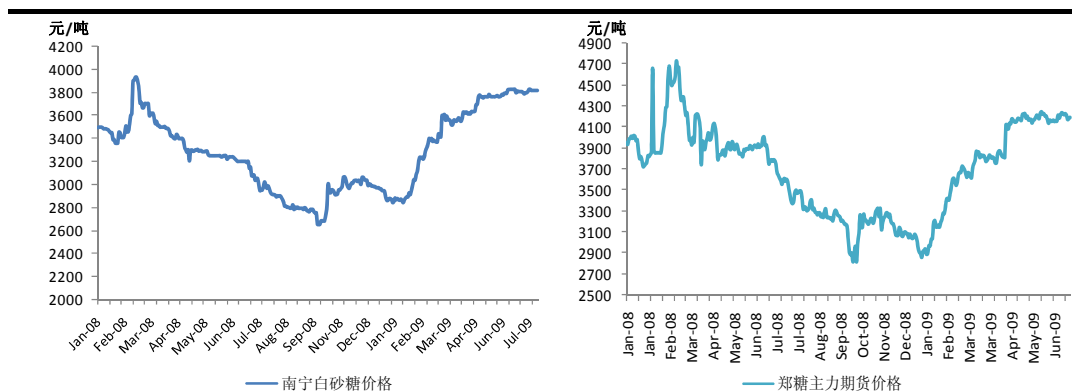


资料来源：统计局，昆商糖网，天相投资顾问有限公司

下半年另一个影响糖价的因素将是 09/10 年甘蔗种植面积情况。从目前的情况看，09/10 榨季甘蔗种植面积下降的可能性很大，而下降幅度有可能达到 5% 左右。前期广西糖协相关负责人表示，新榨季广西甘蔗种植面积将下降 150 万亩，下降幅度达到将近 10%；国家统计局云南调查总队对 3910 户农户 2009 年的播种面积调查显示：糖料作物种植面积预计减 5%。我们认为，由于受到去年下半年与年初糖价低迷的影响，一部份蔗农转向受惠国家政策更多的粮食作物以及木薯等经济作物，这导致了甘蔗种植面积的减少。从广西政府公布 09 年的甘蔗收购价来看，良种补贴一律调至 5 元（除少部分良种），对于蔗农来说也是一个不小的心理压力。从长期来看，目前广西的宜农荒地在 21 万公顷左右。也就是说，在不考虑转种的条件下，甘蔗种植面积最多只能再增加 315 万亩，占目前种植面积的 21.72%。

糖价的走势也基本反映了基本面上的因素。目前南宁一级白砂糖已经上升到 3800 元/吨，在我们的预期之内。我们之前也多次强调了糖价冲上 3800 是基本没问题的，在需求不断攀升的背景下，我们预计糖价年内到达 4000 元/吨的可能性很大。

图表 20 南宁白砂糖价格走势以及郑糖主力期货价格



资料来源：中国食糖网,天相投资顾问有限公司

3.3 玉米种业：新供求、新政策、新品种

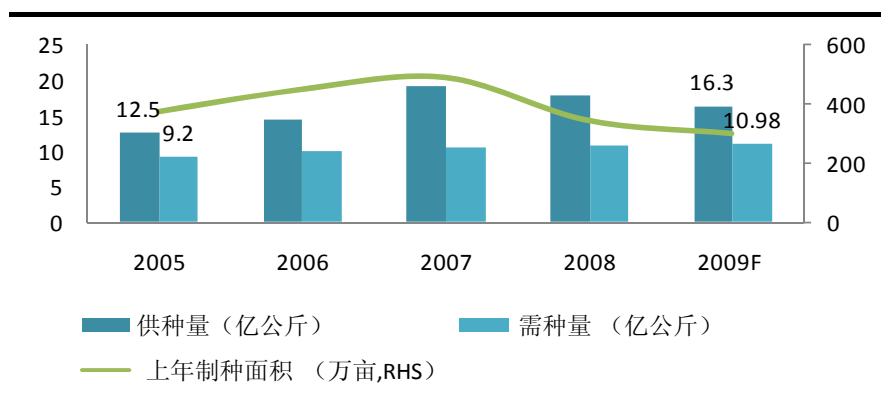
玉米种子是我国商品化率最高的种子（商品化杂交玉米的比例在 95%以上），玉米种业市场规模大约在 100-120 亿元。由于供给富有弹性，而需求缺乏弹性，玉米种子常供过于求。

2009 年，玉米种业呈现出景气向好的特征，这主要体现在玉米种子价格上涨、供过于求的压力减缓和良种补贴政策的利好支撑。另外，新品种（超级玉米）的商用化将扩大行业市场规模和改变行业内部市场格局。

09 年 1 季度玉米种子价格同比大幅上涨，根据农业部种植业司对今年全国春耕用种情况的调度情况，杂交玉米种子的涨幅在 5%~20%不等，其中，先玉 335、郑单 958 等领先品种的价格涨幅高于 20%。

2009 年，玉米种子供过于求的压力减缓。根据中国农技推广中心预测，由于 08 年制种面积同比减少 44 亿亩，今年玉米供种量约为 16.3 亿公斤，而玉米种植面积基本稳定，需种量约为 11 亿公斤，以此预计 09 年玉米种子库存量约为 5.3 亿公斤（08 年同期为 7.2 亿公斤），同比下降 26.39%。

图表 21 2009 年，玉米种业供过于求的压力明显减缓



数据来源：“两杂”会议资料，天相投资顾问有限公司

良种补贴范围扩大以及良种补贴方式转变。玉米良种补贴始于 2004 年，补贴标准为 10 元/亩。2004—2005 年，每年分别安排 1 亿元，补贴面积 1000 万亩，补贴区域为内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、河北、河南、山东和四川 8 省区。2006—2007 年，补贴规模扩大到 3 亿元，补贴面积增加到 3000 万亩，继续在原有 8 省区实施。2008 年，补贴规模扩大到 20 亿元，补贴面积 2 亿亩，占全国玉米播种面积（4.3 亿亩）的 46.5%，补贴区域扩大到河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、山东、河南、四川、贵州、云南、陕西等 13 个省区。2009 年，玉米良种补贴按全国实际种植面积实行全覆盖。

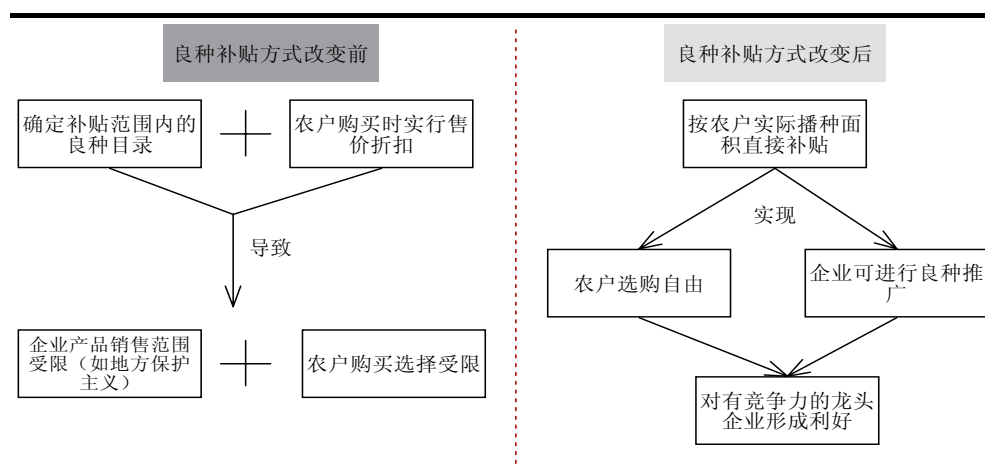
图表 22 玉米良种补贴范围逐年扩大

	补贴面积	补贴标准	补贴区域
2004-2005 年	1000 万亩	10 元/亩	内蒙古等 8 省区
2006-2007 年	3000 万亩	10 元/亩	内蒙古等 8 省区
2008 年	2 亿亩	10 元/亩	内蒙古等 13 个省区
2009 年	全国实际种植面积	10 元/亩	全国

资料来源：财政部，天相投资顾问有限公司

除实现补贴面积全覆盖之外，另一个具有实质性利好支撑的是良种补贴方式的转变。3 月份，农业部和财政部联合发文，将玉米良种补贴方式变为现金直接补贴，实行良种推介、自愿购种、直接发放（以前为先确定良种目录再实施售价折扣）。新的补贴方式将有利于良种推广，对龙头种业公司（尤其是上市公司）形成利好，对行业长期发展也构成实质性利好。

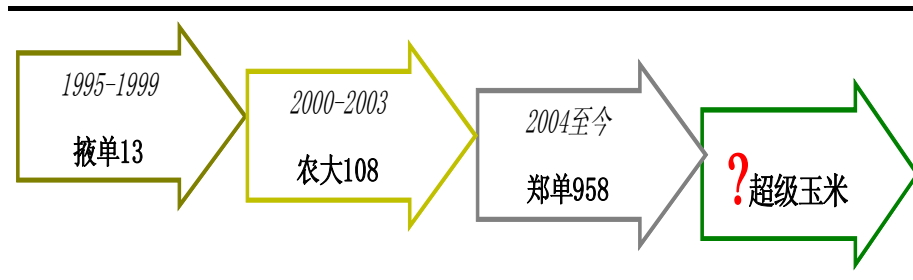
图表 23 玉米良种补贴方式转变对行业发展形成实质性利好



资料来源：财政部，天相投资顾问有限公司

新品种（超级玉米）的商用化将扩大行业市场规模和改变行业内部市场格局。超级玉米是“超级玉米新品种选育与产业化开发”项目的研究产品，该项目属于国家科技支撑计划重大研究专项，项目研究期限为 2007-2010 年。2009 年 3 月 23 日，超级玉米品种登海 661、登海 662 和登海 701 通过山东省审定。2009 年 4 月，登海 662 和登海 701 又通过了河南省的审定。通过审定意味着新品种将进入商用化，在供过于求的状态下，近些年，玉米种业市场规模的扩大主要是通过新旧品种更替来完成的。超级玉米具有高产、广适等优异特性，以及复制先玉 335 的单粒播销售模式，我们认为，其商用化将扩大行业的市场规模，并因其占有市场份额而使行业内部市场格局改变。

图表 24 新旧品种更替推动种业市场规模扩大



资料来源：农业部，公司公告，天相投资顾问有限公司

图表 25 超级玉米的含义

三个方面	五项指标
1. 关于产量：比目前生产中的品种增产15%~20%； 近期产量：北方春玉米区产量达到1000公斤/亩；黄淮海夏玉米区达到900公斤/亩； 中期产量：北方春玉米区产量达到1100公斤/亩；黄淮海夏玉米区达到1000公斤/亩； 后期产量：北方春玉米区产量达到1200公斤/亩；黄淮海夏玉米区达到1100公斤/亩；	1. 超高产单产在1000公斤/亩或增产20%。
2. 抗逆性强：特别是抗旱、抗倒伏、抗病；	2. 品质优达到国家标准二级玉米以上的指标，容重 $\geq 685\text{g/L}$ ，粗蛋白 $\geq 9.0\%$ ，水分 $\leq 14.0\%$ ，不完善粒 $\leq 5.0\%$ 。
3. 优质：达国家玉米二级以上各项指标	3. 广适性适宜地区广。适宜播种面积在3亿亩以上，实际年种植面积应在3000万亩以上。
	4. 多抗包括抗病虫和抗逆性。抗多种病虫害、抗倒及较强的抵抗或忍耐多种不利生态因子。
	5. 易制种制种产量在500公斤/亩以上。且种子发芽率易保持，衰减慢

资料来源：超级玉米发展战略研讨会，天相投资顾问有限公司

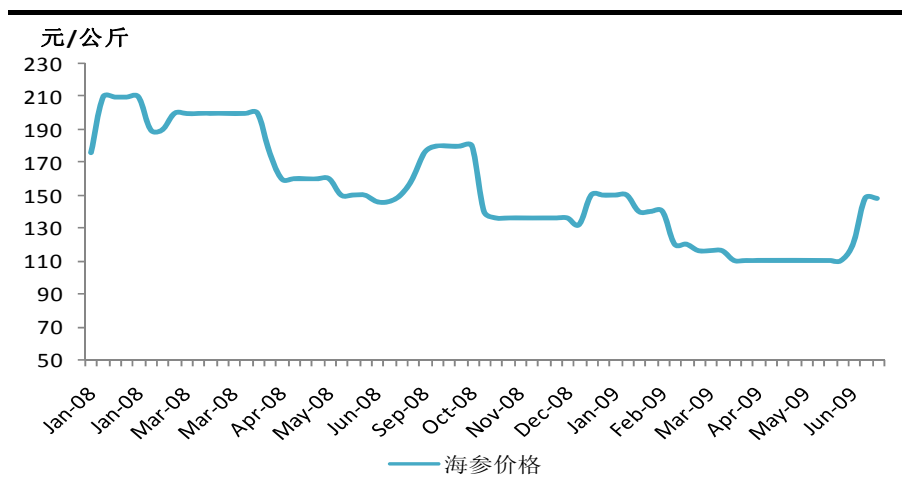
3.4 水产养殖业：需求回升带领行业走出低谷

作为可选消费品的高端海珍品，受到金融危机和经济下滑影响较大。自去年年底经济下滑势头开始显现，海参价格就呈现加速下滑态势。由于上半年消费淡季的到来，海参价格没有很好的表现。但另一方面正如我们前期月报中所指出的，我们发现海参价格已经处于自07年以来的历史低点，继续大幅下探的可能性已经不是很大，海参价格将有可能随着经济的复苏得以反弹。

6月底海参价格的回升应征了我们月报的观点。截至6月28日，海参价格回升至148元/公斤，同比上涨1.37%，环比5月份上涨了34.55%。



图表 26 海参价格走势

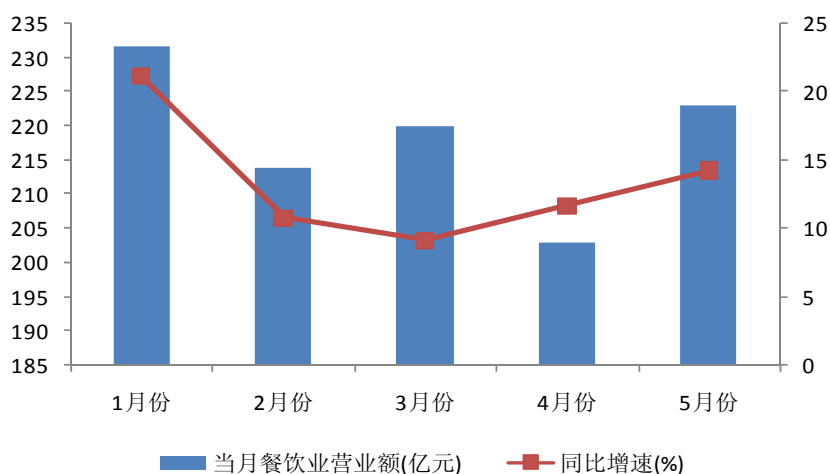


资料来源：威海水产品批发市场，天相投资顾问有限公司

下半年经济回暖的趋势已经确定，作为亲经济周期的餐饮业以及高端消费行业也将获得全面的复苏。对于海参需求来说，大部分来自于酒店、送礼等消费，因此随着经济反弹带来商务活动的重新活跃，餐饮业的恢复，海参消费也必将得到大幅提升。从数据看，5 月份餐饮业营业额同比增速为 14.2%，比 4 月份提高 2.6 个百分点，显示出海参的消费环境正在逐步改善。

另一方面，下半年是海参消费的传统旺季。具有秋冬季节进补习惯的家庭将对海参消费形成巨大的支撑，同时这部分人的消费习惯相对来说具有很强的刚性。因此下半年，海参消费可望同比大幅提升。从长期看，我们看好高端海珍品表现，在消费升级以及绿色保健营养等消费概念的驱动下，高端海珍品将会被更多人所接受，消费弹性将会大幅下降。

图表 27 2009 年餐饮业营业额趋势



资料来源：国家统计局



4. 投资策略以及重点上市公司评述

从行业整体性机会来看，通胀预期、国际粮食价格上涨等因素将给行业带来整体的交易性机会。但由于农业股的估值普遍较高，整体市盈率在 40X 以上，将近大盘市盈率的 2 倍，处于历史水平的上部区域，同时后续政策已经很难再给投资者已巨大的想象空间以及通胀预期是否能兑现，这将给农业股下半年走势带巨大的不确定性。

在此基础上，我们建议投资者换个思路，从大概率事件的角度，把握景气度回升的细分子行业的投资机会，包括糖业、种业和水产养殖业。这里我们推荐受益行业景气度回升最大的上市公司：南宁糖业、登海种业、好当家。

4.1 南宁糖业

公司是广西规模最大的糖业生产经营企业之一，是全国制糖业的龙头。2008 年公司实际生产机制糖 74.2 万吨，比去年同期增长 27.25%，占全国市场份额的 5% 左右。因此，受益于糖业景气利好最大。

目前公司生产能力为日榨原料蔗 3 万吨，年产机制纸 5 万吨、酒精 3 万吨、蔗渣浆 11 万吨，已经围绕“甘蔗”形成了良好的循环经济体系。同时公司的纸、浆等业务也有效的烫平了食糖行业周期波动给公司带来的冲击。

北部湾经济区规划将为公司的发展创造良好的环境。从内容上看，此次规划以港口合作发展为主题，这将有利于广西地区现代化食糖生产物流体系的建立和完善，从而降低公司的销售、运输等费用，有利于广西成为全国食糖的定价中心（广西糖产占全国产量的 60% 以上）。

盈利预测。我们维持公司 2009-2010 年 EPS 为 0.32 元和 0.7 元，鉴于目前制糖行业正处于景气上升周期，维持公司“增持”评级。

4.2 登海种业

登海种业主营玉米种子的研发、加工和销售。2008 年公司业绩触底（EPS 仅为 0.01 元），09 年业绩有望大幅反弹，其理由主要是：（1）去年大额计提跌价准备，库存压力减弱；（2）行业向好，种子价格上涨；（3）登海先锋供不应求，去年新增 7000 吨产能，有望在今年释放。

我们推荐公司的更深层次的理由是公司拥有两大优异品种：先玉 335 和超级玉米系列。

先玉 335 是公司控股 51% 的子公司登海先锋经营的先锋系列种子之一，该品种近两年的推广面积扩展迅速，2008 年估计已达 700 万亩左右。先玉 335 实行单粒播的销售方式，产品享有较高的溢价，毛利率高达 70%。随着酒泉第四期工厂扩建的完成（大约是 2009 年 9 月），公司的玉米加工能力将达到 2.25 万吨，按产销率 100% 计算，对应的预计明年先玉 335 的销量也有望达 2.25 万吨，这将对公司业绩形成强有力的支撑。

图表 28 先玉 335 种子的酒泉 4 期工程实施情况

阶段	实施时间	设计加工能力 (吨)	完成后总加工能力 (吨)
一期	2003	2500	2500
二期	2006	6500	9000
三期	2007. 10-2008. 9	7000	16000
四期	2008. 10-2009. 9	6500	22500

资料来源：公司年报，天相投资顾问有限公司

公司拥有的第二个优势品种是超级玉米，有关超级玉米的特征，前面已做了介绍。若超级玉米今年通过国审，2010 年有望开始放量，从 2011 年开始有望进入 3-5 年的辉煌期。

盈利预测。预计公司 2009-2010 年的 EPS 分别为 0.35 元、0.40 元，这一盈利预测中没有考虑超级玉米的业绩贡献，应该说是偏保守的。公司去库存化在 2008 年已基本收尾，08 年业绩已基本见底，酒泉第三期工程新增产能将于今年释放，公司今年的业绩有望大幅反弹。尽管公司估值偏高，但我们认为公司种子产品具有核心竞争力，未来的成长性较好，维持公司“增持”的评级。

4.3 好当家

公司是近海水产养殖行业的龙头企业，主要从事海参、鲍鱼、海蜇等海珍品养殖业务以及食品加工业务，拥有全国最大的海珍品养殖基地，产量规模 and 经济效益连续多年居山东省海水养殖行业首位。2008 年公司全年实现营业收入 4.75 亿元，其中海参收入占比在 30%左右，毛利占比在 69%左右。因此，海参价格的提升将大幅提升公司的盈利水平。

公司目前拥有 24 万亩左右的海域面积，其中还有 20 万亩海域正在开发之中，我们预期这部分业绩将会在 2010 年得到一定的释放。

由于食品安全等问题，公司食品出口一直处于亏损状态，2008 年毛利率仅为 1.5%，严重拖累了公司业绩表现。目前公司食品业务正逐步利用在全国布局的海产品专卖店向内销转型。我们认为，这不失为解决好当家食品业务困境的良好手段。同时公司在去年提及了大量与食品业务有关的固定资产减值损失，虽然这部分减值损失不能在今年得以冲回，但这对减轻食品业务的成本以及在今年的轻装上阵具有重要的意义。我们预期今年食品业务的亏损将很可能大幅收窄，明后年有望扭亏。

盈利预测。我们预计公司 09-10 年 EPS 为 0.19 元和 0.31 元。鉴于公司良好的成长性以及海参价格有望反弹，维持公司“增持”的投资评级。

5. 农业板块重点公司盈利预测与估值

图表 29 重点上市公司盈利预测和投资评级

代码	公司	净利润（万元）		EPS		PE		评级
		2009	2010	2009	2010	2009	2010	
860	顺鑫农业	17,706	28,827	0.4	0.66	30	18	增持
876	新希望	35,732	43,689	0.47	0.58	22	18	增持
972	新中基	9514	14121	0.23	0.34	32	22	增持
2041	登海种业	6,176	6,981	0.35	0.4	59	52	增持
2069	獐子岛	14,906	20,545	0.66	0.91	32	23	增持
2086	东方海洋	5,035	6,901	0.41	0.57	22	16	中性
2200	绿大地	11,011	15,061	1.31	1.79	14	10	增持
2220	天宝股份	9,484	10,940	0.97	1.12	19	17	增持
2234	民和股份	5,842	7,679	0.54	0.71	28	21	中性
600438	通威股份	15,124	26,345	0.22	0.38	45	26	增持
600467	好当家	11,934	19,427	0.19	0.31	37	23	增持
600543	莫高股份	5,566	8,033	0.31	0.45	64	44	中性
600598	北大荒	60,001	65,859	0.35	0.38	37	34	增持

数据来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路1825号嘉恒商务大厦A座1005室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100