

农林牧渔业

行业评级：看好

2009 年 10 月 12 日

分析师

张旭

0351-8686835

zx113@126.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfb@i618.com.cn

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

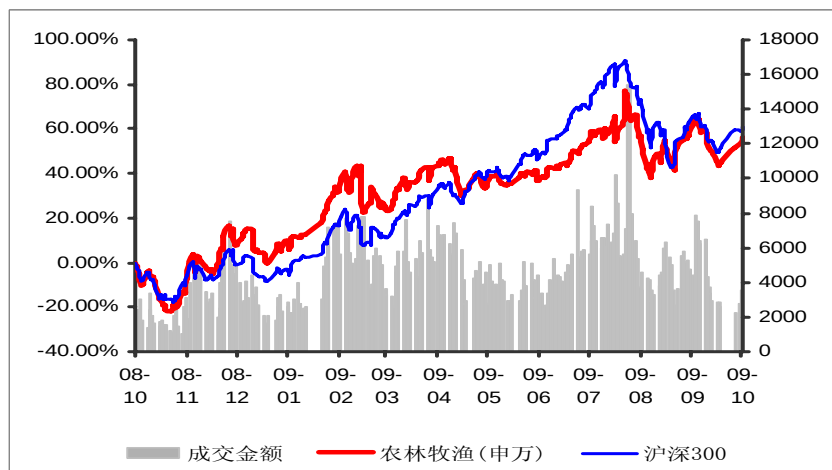
通胀预期下再现投资机会

——2009 年四季度农业板块投资策略

行业研究/行业深度研究

投资要点：

- 在 8 月份以前，农业板块的涨幅明显落后于 A 股的平均水平，但从 8 月开始的涨幅则强于 A 股的平均水平。我们认为通货膨胀预期效应从地产、资源类板块向外的扩散加上农业板块的补涨行情以及对年底农业政策的期待，使得农业板块开始由弱转强。
- 通胀预期将主导市场资金选择行业和个股。通胀预期下，资金会选择避险品种，而农业板块具有弱周期性，是一个比较好的投资板块。在股市风险加大的情况下，农业板块将再一次获得资金的青睐。
- 在四季度至明年年初，中央农村工作会议、中央经济工作会议，以及 2010 年中央 1 号文件的出台将会带来又一个惠农政策的密集推出期，给投资者又一次带来对于相关政策的憧憬，从而再次引发对于农业板块的投资热情。
- 在经过年初的下跌后，自 3 月份国际农产品价格出现上升的行情，国际农产品价格反弹明显强于国内。国际农产品价格震荡较大，国内农产品价格平稳上涨，棉花、白糖两个小品种涨幅较大。
- 在通胀预期之下，应重点关注能够明确受益的农业板块子行业。农业里的一些子行业，如制糖、种子加工、水产养殖、果蔬加工等，可以从大宗农产品的上涨中获益，是值得价值投资者来挖掘的。对于行业总体给与“看好”评级。



1. 农业板块走势从 8 月开始由弱转强

08 年下半年以来，全球经济进入增速放缓周期，粮食等大宗基础农产品 08/09 年度的增产预期明确宣告了这轮国际农产品价格牛市的结束。各商品间的相关性和投机者不计成本地出清多头部位更是让国际农产品价格雪上加霜。我国证券市场农业板块表现之所以还能优于大盘，是由于中央和地方政府围绕确保国家粮食安全和切实提高农民收入这两个主题相继出台一系列政策，特别是《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，使得种植主体未来将摆脱无法获得更多耕地和种粮不赚钱的困境，让投资者对农业上市公司经营环境的改善增添了许多期待。

09 年以来，08 年下半年热炒的政策题材未能再次推动农业板块跑赢大盘，市场对政策题材失去热情显而易见。究其原因，我们认为有三点：首先，国家为了促使经济走出低谷，09 年以来各行业政策出台密集，使得涉农政策不再是市场“政策追捧者”的唯一选择；第二，09 年出台的农业政策更多的是前期惠农政策的兑现，市场对这些政策的前期期待已经在投资中予以释放；第三，对于农业上市公司来说，由于大多处于产业链中、下游，市场格局又多是完全竞争的，因此议价能力弱，难以主动提价，完全暴露在市场风险中，整体盈利能力不理想。

从今年以来农业板块的走势来看，在 8 月份以前，农业板块的涨幅明显落后于 A 股的平均水平，但从 8 月开始的涨幅则强于 A 股的平均水平。我们的解释是，去年底的下行行情中农业板块的跌幅小于 A 股，且农业板块的估值水平一直高于 A 股，加上作为防御板块的农业板块其经营业绩也同样受到经济下滑的影响，前期持续跑赢大盘使得农业板块的估值水平远远高于其他行业，如此之高的估值水平却法通过可预期未来的业绩增长来消化的，因此市场有补跌的需要。但是，从今年 8 月开始，农业板块的涨幅开始强于 A 股的平均水平，究其原因，我们认为一是通货膨胀预期效应从地产、资源类板块向外的扩散加上农业板块的补涨行情以及对年底农业政策的期待，使得农业板块开始由弱转强。我们认为，由于该板块平均盈利水平偏低、估值偏高，今年余下的时间主要还是主题性投资机会。

图 1：2009 年 8 月农林牧渔板块相对沪深 300 走势

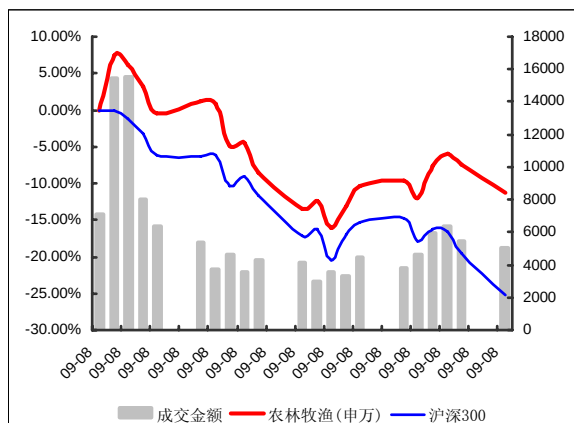


图 2：最近一年农林牧渔板块相对沪深 300 走势

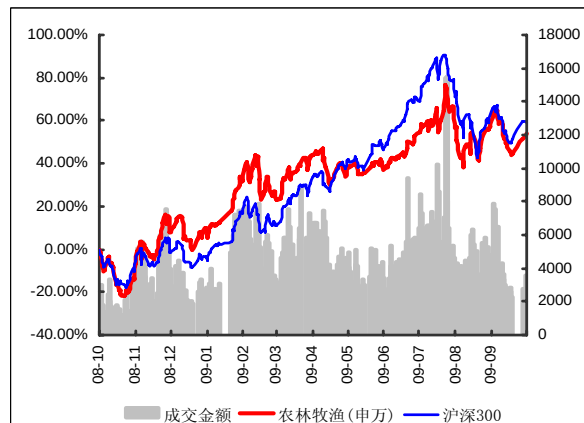
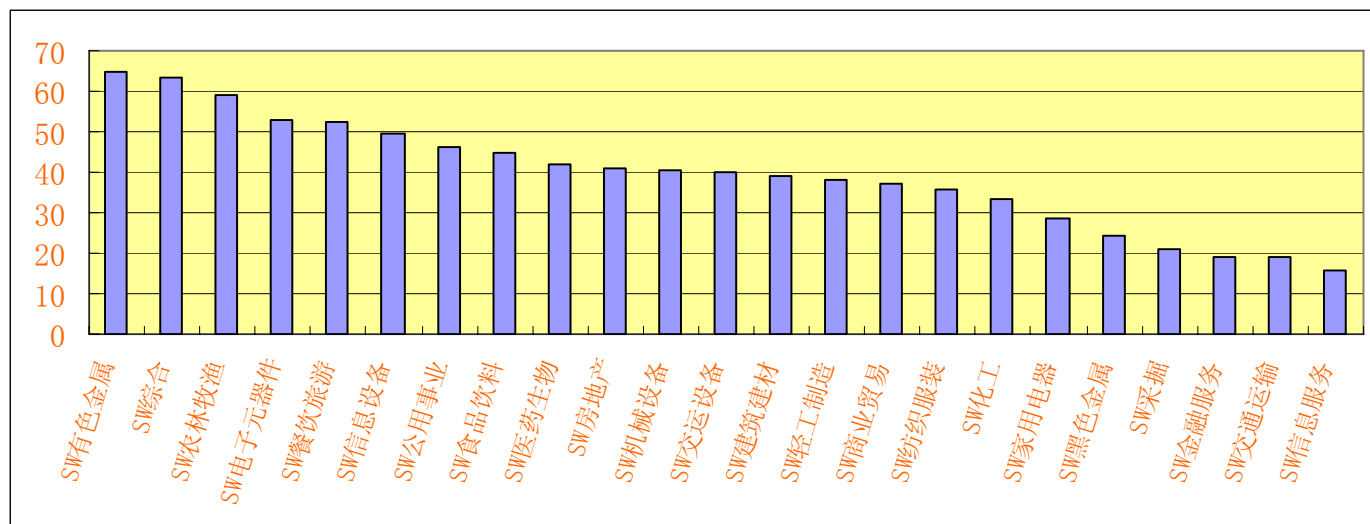


图 3：各板块市盈率（剔除后）



资料来源：WIND 山西证券研究所

2. 蕴含板块投资机会的诱因分析

2.1 通胀预期

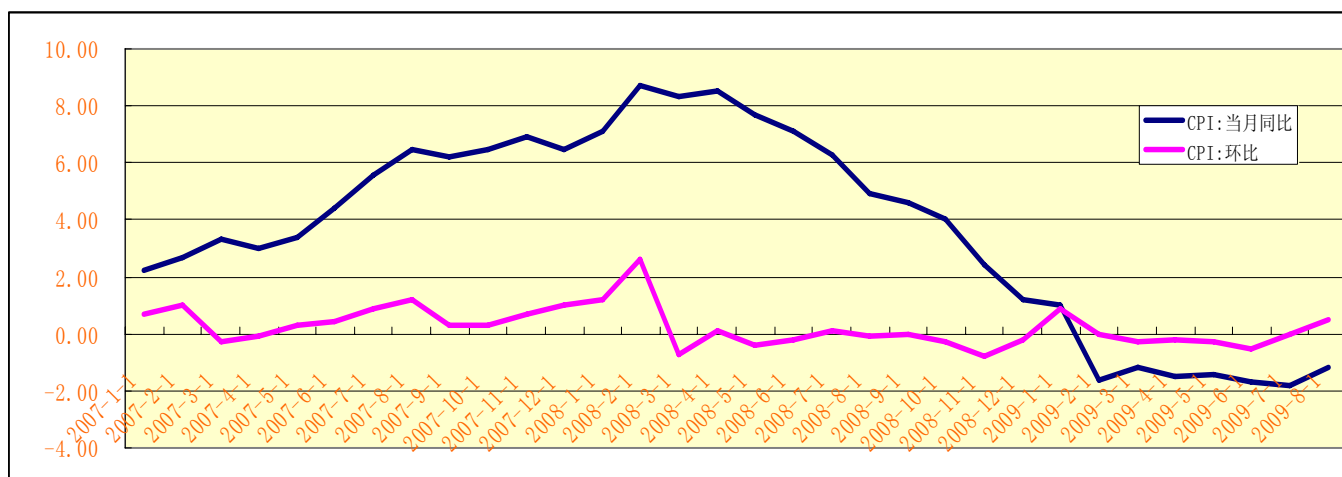
市场上的资金过多一定会造成通货膨胀，只是一个时机问题。通货膨胀的出现受很多因素影响，对中国来讲，国外的市场影响比较大，比如大宗商品价格，像油价、黄金价格，这种影响比较直接，但是我们不能控制。从长期来看，商品的供求变化也是影响的因素之一。经济本身转好，需求强劲，就会引起供求关系的变化，这会直接影响到通胀的产生。中国将保持宏观经济政策的稳定

性和连续性，加快经济结构调整，着力扩大国内需求特别是居民消费；另一方面，中国也将警惕和防范包括通胀在内的各种潜在风险，推动经济平稳较快可持续发展。我们认为国内经济温和的通胀状态会持续不少于 1 年的时间。

通胀预期将主导市场资金选择行业和个股。通胀预期下，资金会选择避险品种，而农业板块具有弱周期性，是一个比较好的投资板块。在股市风险加大的情况下，农业板块将再一次获得资金的青睐。之所以这样，是因为土地、水域和草场和林地资源是农业类公司最核心的生产要素和稀缺资源，当宏观经济进入通胀时期，那些拥有这些资源的上市公司将会受益于大宗农产品价格的上涨，从而拥有在市场竞争中的话语权和定价权。

由于产业化水平低，农业上市公司的业绩表现总体并不理想，但所属行业不可动摇的基础地位又决定了其能够享受相对于大盘的估值溢价，农业板块是通胀背景下的优质投资标的。07 年 11 月-08 年 3 月，由于国际大宗商品价格和国内猪价飙涨，CPI 一路上升到 8% 以上。作为通胀背景下的优质投资标的，农业板块在大盘下跌 24.25% 的情况下，逆市上扬 19.33%。特别是今年以来，农业板块的表现和 CPI 的走势较为一致，特别是在通胀严重的情况下，农业板块表现格外抢眼，其中种植和农产品初加工行业的表现最为突出。

图 4：我国 CPI 走势



资料来源：WIND 山西证券研究所

2.2 惠农政策

国家惠农政策的不断出台是驱动农业板块上涨的主要动力之一。可以肯定的是政府对粮食安全问题的重视程度不会减轻，由惠农政策出台带来交易性投资机会在较长时期内会一直存在。

惠农政策的不断推出，给农业板块带来了主题投资机会。08 年 10 月-09 年 2 月，由于惠农政策频出，特别是把实现城乡统筹发展上升至全局高度，以及中央政府赋予农民更加充分而有保障的土地承包经营权，投资者对农业产业化水平的提高充满了期待。在此期间，作为直接受益者，农业板块区间涨幅为 14.51%，同期大盘仅上涨 2.19%。

我们认为，在今后的几年中，惠农政策的推出，仍然会推动相关个股的良好市场表现。在今年的前三季度，中央政府在农业领域的政策主要围绕调控粮价使其保持稳定温和上涨的状态，同时国家在林业领域的林权制度改革进一步深化，使得相关个股在政策推出的前后呈现良好的市场表现。在四季度至明年年初，中央农村工作会议、中央经济工作会议，以及 2010 年中央 1 号文件的出台将会带来又一个惠农政策的密集推出期，给投资者又一次带来对于相关政策的憧憬，从而再次引发对于农业板块的投资热情。

2.3 农产品价格

2009 年影响农产品价格的几个主要因素有：

一是需求因素。全球性金融危机以及原油价格下降导致对农产品的需求锐减，几种主要口粮的价格由危机前国外价格显著高于国内价格迅速逆转为国内价格不低于甚至高于国外价格，主要口粮的出口基本停顿，同时下游农产品加工业的剧烈下滑也大幅减少了对初级农产品的需求。

二是供给因素。总的来说，由于我国连续 5 年粮食丰收，国家储备充足，所以我国目前粮食供求关系还是较为宽松的。虽然今年的干旱一定程度影响了收成，但并不能改变我国粮食供求基本平衡的格局。

三是政策因素。由于初级农产品在国民经济中具有战略意义，所以中央政府一直非常重视。如每年对粮食、棉花都实行最低保护价收购、今年还启动了

对生猪的最低保护价机制。所以目前政策因素是影响粮棉等主要农产品价格的主要因素之一。

2.3.1 国际粮价震荡前进

8 月份，国际玉米价格止跌企稳。在经过前期大幅回落后出现企稳迹象，但仍处低位：美国墨西哥湾 2 号黄玉米平均离岸价为 152 美元/吨，环比涨 0.5%，同比跌 35.2%；芝加哥期货均价为 132 美元/吨，与上月持平，同比跌 38.9%。

自今年 3 月国际小麦价格上涨，6 月开始下跌。8 月份，受欧盟、美国、乌克兰和中国等产量高于预期影响，全球小麦价格在前 2 个月下跌的基础上，继续明显下跌：墨西哥湾硬红冬麦（蛋白质含量 12%）平均离岸价 216.75 美元/吨，环比跌 8.74%，同比降 37.36%；堪萨斯期货交易所硬红冬麦平均期货价为 186.24 美元/吨，环比跌 8.27%，同比降 39.76%。

受全球大豆库存偏紧、美国霜冻对大豆生长可能产生不利影响及原油价格上涨等因素影响，8 月份国际大豆及其制品价格在 7 月回落后再度上涨。美国芝加哥期货交易所（CBOT）大豆价格指数 370.2 美元/吨，环比涨 6.4%，同比低 21.7%；豆油 825.9 美元/吨，环比涨 8.0%，同比低 30.4%；豆粕 335.3 美元/吨，环比涨 3.4%，同比低 10.8%。

8 月份，国际米价创年内新低，米价结束了前 2 个月的反弹行情，再度下跌并创出年内新低：泰国大米离岸价（25%破碎率，下同）为 447 美元/吨，环比跌 2.8%，同比跌 32.2%。

2.3.2 国内粮价平稳上涨

8 月份，国内玉米价格连续第 7 个月上涨，华北黄淮地区价格更是创历史新高。产区平均批发价格为 1703 元/吨，环比涨 4.6%，比年初涨 21.6%，同比涨 4.0%。其中，东北产区价格为 1591 元/吨，环比涨 1.7%，比年初涨 18.8%，同比涨 1.3%；华北黄淮产区价格为 1760 元/吨，环比涨 6.2%，比年初涨 24.5%，同比涨 5.1%。销区平均批发价格为 1896 元/吨，环比涨 2.6%，比年初涨 16.5%，同比跌 1.2%。

8 月份，国有企业白麦、红麦和混合麦收购价每百斤分别为 90.55 元、85.24 元和 88.89 元，环比分别上涨 1.93%，0.1%和 1.23%；同比分别上涨 11.24%，

13.43%和 4.38%。个体粮商收购的白麦、红麦和混合麦价格每百斤分别为 89.42 元、86.23 元和 86.41 元，环比分别上涨 1.93%，2.28%和 1.38%；同比分别上涨 10.7%，13%和 9.89%。

8 月份，受国际大豆价格上涨、国储拍卖价格较高等因素影响，国内大豆价格稳中有涨。黑龙江地区国产大豆油厂收购价 3577 元/吨，环比涨 1.0%，同比低 16.0%；山东地区国产大豆进厂价 3700 元/吨，环比持平，同比低 18.1%；山东地区四级豆油出厂价 7179 元/吨，环比涨 8.0%，同比低 18.3%；山东地区中等豆粕出厂价 3484 元/吨，环比涨 5.0%，同比低 11.9%。

09 年国内大米价格平稳运行，8 月份，早籼米批发价为 2749 元/吨，环比持平，同比涨 1.9%；晚籼米批发价为 2949 元/吨，环比跌 0.7%，同比涨 0.6%；粳米批发价为 3357 元/吨，环比涨 1.2%，同比涨 8.1%。

图 5：郑州小麦期货与 CBOT 小麦期货价格走势对比图

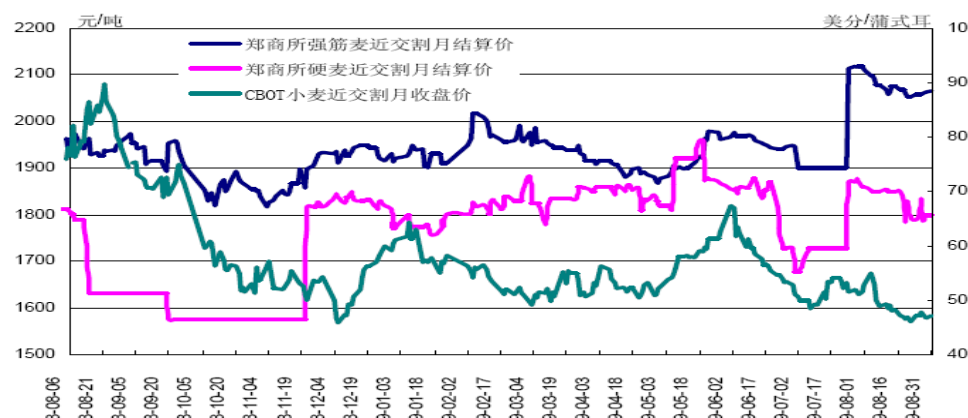
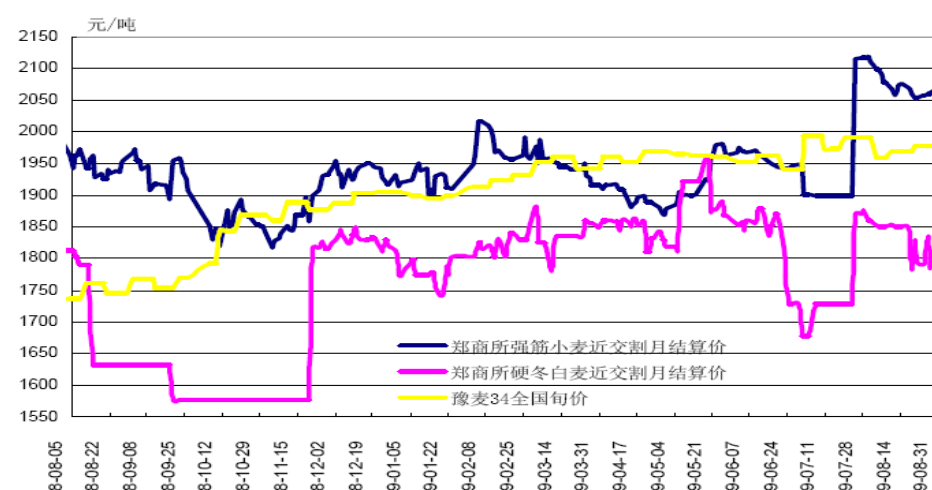
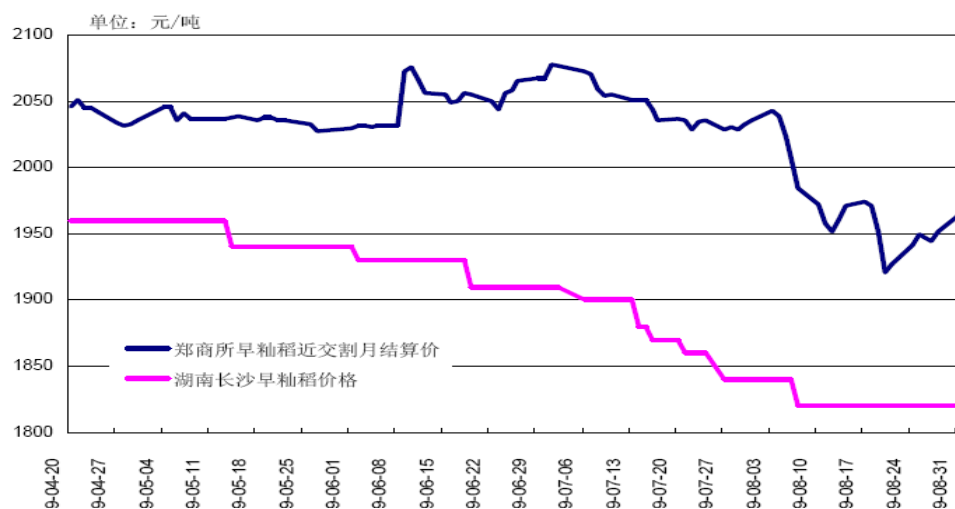


图 6：郑州小麦期货与现货价格走势对比图



资料来源：郑州商品交易所

图 7：郑州早籼稻期货与现货价格走势对比图



资料来源：郑州商品交易所

图 8：大连玉米期货与 CBOT 玉米期货价格走势对比图

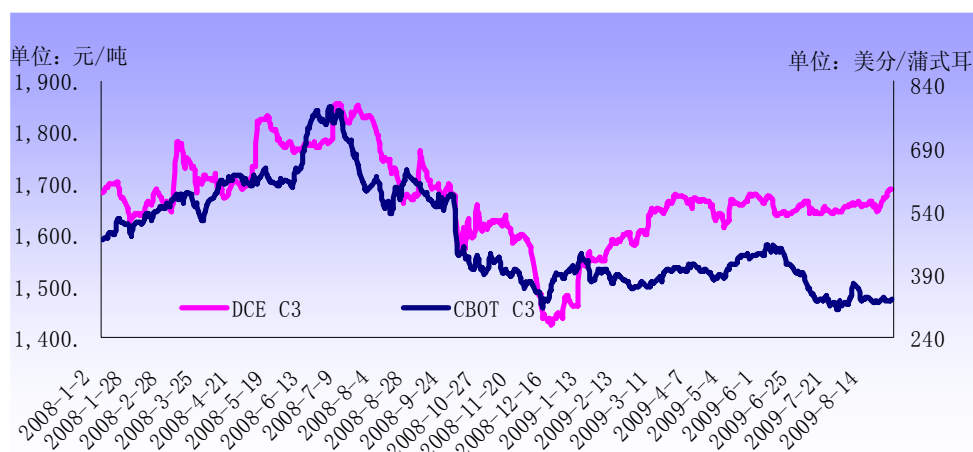
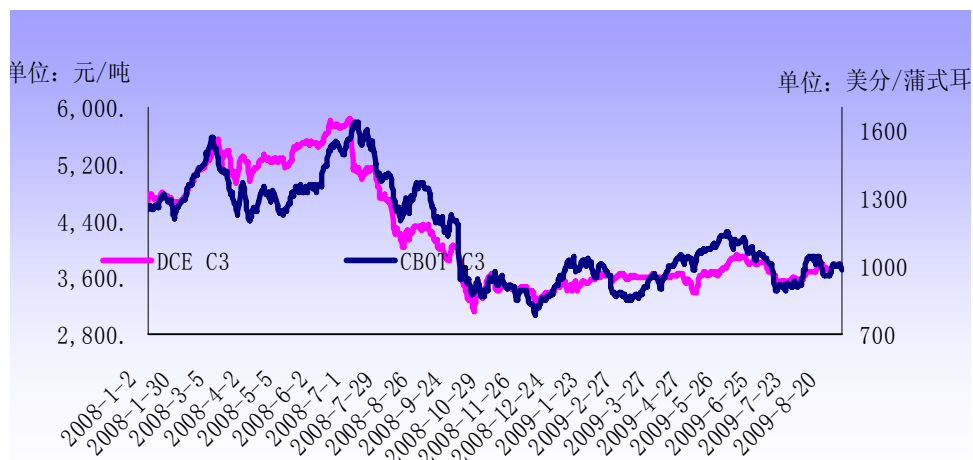


图 9：大连大豆期货与 CBOT 大豆期货价格走势对比图



资料来源：大连商品交易所



2.3.3 经济作物涨幅较大

据美国农业部 7 月份预测，受印度食糖产量骤降影响，2008/09 榨季全球食糖产量降至 1.487 亿吨，较上榨季下降 11%，供需缺口为 903 万吨，全球食糖库存量下降至历史最低点；预计 2009/10 榨季全球的食糖供给总量为 1.599 亿吨，消费量为 1.5904 亿吨，供给仍可能趋紧。

供求缺口给国际白糖期货价格带来利多支撑，8 月份纽约 11 号原糖价格大幅攀升，从月初的每磅 19 美分一路上涨到月底的 24 美分，月均价为 22 美分，环比涨 24%，同比涨 61%，为 2002/03 榨季以来最高价位。

8 月份，国内甘蔗糖平均价格每吨为 3931 元，环比涨 4.8%，同比涨 38%，为 2005/06 榨季以来的较高水平。其中，广西食糖价格从 8 月初的每吨 3800 元一路上涨到月末的 4200 元，涨 10.5%。

基于对全球经济复苏的预期，国际棉花咨询委员会（ICAC）8 月份预测，下年度全球纺织消费将会小幅回升至 2353 万吨，比上年度增 2%；贸易量 679 万吨，比上年度增 7%；产量 2356 万吨，中国以外地区的棉花期末库存消费比为 63%。

8 月份国际棉价波动较大，8 月 17 日以前，受美国经济可能触底复苏及其它商品期货市场价格普遍上涨影响，国际棉花期货价格涨幅较大。8 月 17 日以来，受原油及大宗农产品价格波动影响，棉花期货价格震荡下行。在期货市场影响下，棉花现货价格先涨后跌。本月国际棉花平均价格（Cotlook A，相当于国内 328 级棉花）为 64.26 美分/磅，环比跌 0.8%，同比降 17.7%。

为稳定棉花价格，确保纺织企业用棉需求，国家从 5 月份开始抛售国储棉，8 月 14 日，国家在前期轮出 152.3 万吨国储棉的基础上进一步轮出 60 万吨储备棉，截至 8 月 31 日，成交 152.6 万吨，成交比例为 71.9%。8 月份，国内 328 级棉花月均价为 13134 元/吨，环比增 1.2%，同比降 3.3%。

图 10：郑州白糖期货与现货价格走势对比图

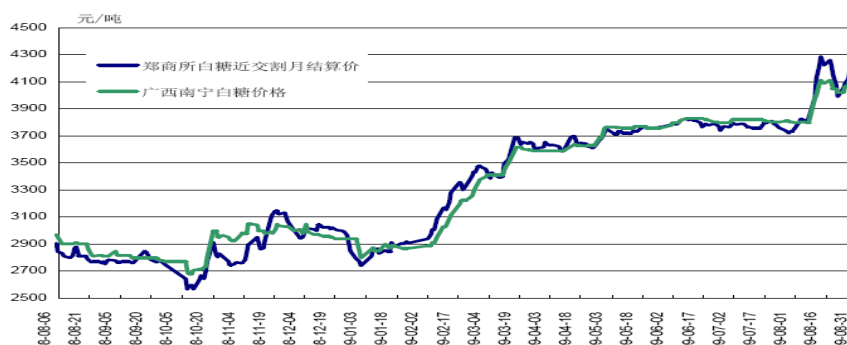


图 11：郑州白糖期货与 ICE 原糖期货价格走势对比图

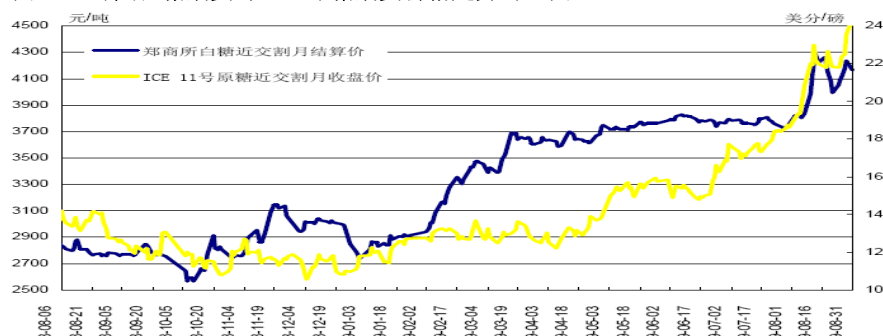


图 12：郑州棉花期货价格与中国棉花价格指数对比图

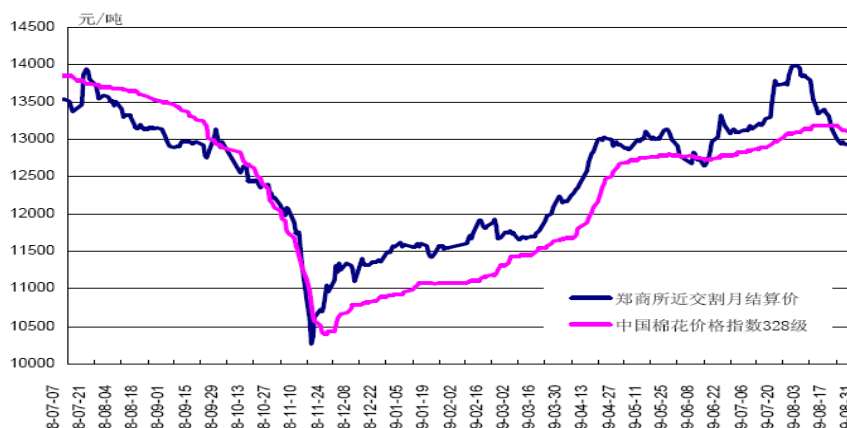
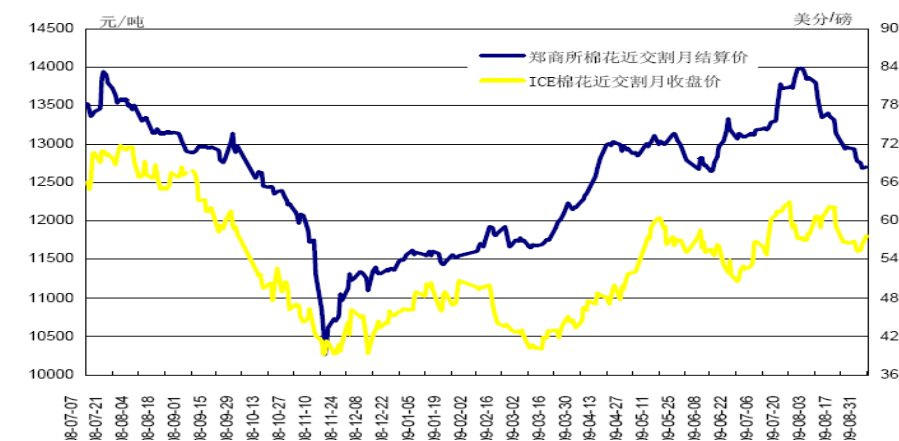


图 13：郑州棉花期货与 ICE 棉花期货价格走势对比图

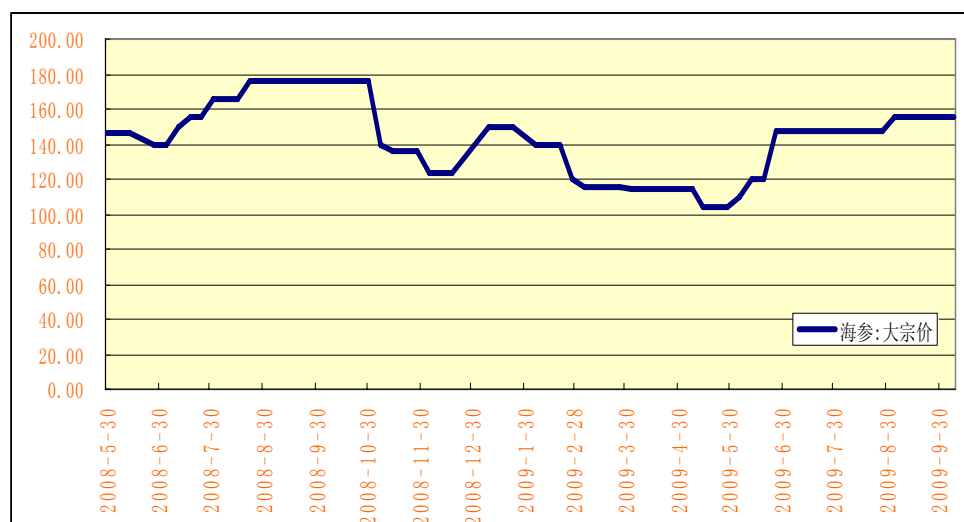


2.3.4 水产品价格上涨预期明确

从 2006 年至今，随着宏观经济由通胀转为衰退，高档海产品价格也呈现明显的暴涨暴跌。我们认为，随着经济复苏，高档海产品的景气将随之反弹，而且弹性较好。

刺参价格以 1 年为一个运行周期。由于需要冬眠和夏眠，1 年只有 2 个捕捞季：4、5 月份为第一个，11、12 月份为第二个。9、10 月份气候开始变冷，供应量缩减和冬季进补通常会拉动刺参价格攀升至全年的最高点。进入 4 季度，刺参价格必定因供应量的增加而受到打压。但由于春节临近，刺参价格很快就会止跌回升。

图 14：山东威海水产品批发市场刺参价格



3. 寻找子行业投资机会

3.1 制糖

糖是2009 年上半年涨幅最大的农产品，糖价已创3 年新高，在粮食等大宗农产品供求缓解的情况下，全球食糖由供大于求变为供应不足。受全球食糖减产利好刺激，纽约11 号原糖0910 期约价格从2009 年3 月开始由13.38 美分/磅开始持续走强。 2009 年9月期郑糖期货合约已从2009 年初的3058 元/吨上涨至2009 年6 月25 日的3829元/吨，涨幅高达25.21%。2010 年1 月期郑糖期货合约价格2009 年6 月25 日收于4214 元/吨，更是显示市场对于2010 年糖价的乐观。制糖行业投资机会出现。



世界食糖现货市场主要特点有：一是生产相对集中，且多数是第三世界国家，如巴西、印度、泰国、古巴。这些主要产糖国大量出口，而大的消费国生产不能自给，需要进口，如俄罗斯、美国。二是市场供求变化较大，价格波动剧烈。世界食糖平均生产成本超过390 美元/吨，平均价格却经常只有其一半，远低于所有生产国的生产成本。三是各国糖业政策复杂多变，均为政府主导型管理模式，表现为“三高”，即高额国内支持、高进口壁垒和高出口补贴。

从95/96 榨季开始，全球食糖消费量基本以2%的速度稳步扩大，产量同步增加，10 年多来，糖维持供过于求的状态，一直到07/08 榨季。国际糖业组织ISO 预测2007/08 制糖年全球食糖产量为1.691 亿吨，供大于求930 万吨，库存消费比高达50%以上。预测2009/10 年制糖期全球食糖供给将出现缺口。全球食糖产量预计为1.623 亿吨，较上个制糖期减少640 万吨，降幅为3.8%。食糖消费量预计为1.659 亿吨，较上一制糖期增长2.35%，全球产销缺口为360 万吨。USDA2009 年5 月最新一期《全球食糖供给和需求报告》预测，08/09 榨季全球食糖产量为1.487 亿吨，减产10.66%；消费量为1.575 亿吨，同比增长1.51%；期末库存为3197 万吨，减少909 万吨。另外，从初步的统计结果显示，2009/10 年制糖期全球食糖供需缺口有继续扩大的趋势，缺口可能会达到500 万吨左右。USDA2009 年5 月预测，09/10 榨季全球食糖产量将恢复至1.599 亿吨，但是期末库存将由3197 万吨，下降至3121 万吨，食糖供给仍然偏紧，将对2010 年糖价形成有效支撑。

国内供应也出现了偏紧。08/09 榨季广西食糖产量763 万吨，减产174 万吨。截至2009 年5 月底，全国食糖产量1243 万吨，仅有云南一家糖厂尚未结束08/09 榨季生产。预计08/09 榨季全国食糖总产量为1250 万吨，减产235 万吨。近期中糖协预计，09/10 榨季广西甘蔗种植面积为1428 万亩，减少约150 万亩，由于相关农资和人工价格上涨，预计09/10 榨季糖料产量仍难有较大恢复。今年国内白糖市场供求关系发生了变换和逆转，由过去供大于求变为供小于求，或者供略小于求。2009 年6 月25 日主产区食糖价格收于3773 元/吨，目前广西南宁地区食糖报价在3800-3830 元/吨，糖价持续向好。糖业上市公司股价表现、业绩和糖价关系密切，在国际、国内糖价上涨的刺激下，我们认为国内糖业上市公司业绩和股价将有所提振。重点关注的上市公司：南宁糖业、

中粮屯河。

3.2 种子

政府对粮食安全问题的重视给种子加工行业带来机会，登海种业和敦煌种业的先锋玉米种子由于具有不可比拟的优势，成为亮点中的亮点。

目前我国商品化率较高的种子主要为杂交玉米和杂交水稻，根据农业部全国农业技术推广服务中心发布的《2007-2008年度全国“两杂”种子供需形势》来看，08年“两杂”种子依然供过于求。种子的生产和销售是在不同时段进行的，这就导致市场价格无法调控供应量，生产中存在很大的盲目性，这是我国种子供应量过剩一个重要原因。另外，如果缩减制种面积的话，丢失的制种面积就会被其他种子加工企业占据，再收回的难度比较大，因此种子加工企业通常不会大幅缩减制种面积，这就进一步恶化了我国种子市场的供需面。

农作物需求的增加带动种业需求的增长。目前，我国种子行业市场规模约250 亿元，年均增长速度在5%左右，其中玉米约90 亿元，水稻约60 亿元。因生物能源的发展及人口增长带来的对农作物的需求的增加，推动农产品价格上涨，增强农民种植积极性，提高对种子的需求及种子价格。专家预测到2010 年我国种子市场规模将达到300 亿元，市场容量大。

我国种子相对价格较低，美国主要粮食作物种子与粮食价格比为30: 1，而我国为3: 1，相差10倍，美国种子成本占种植业产值比重为6%，而我国仅为1.5%，相差4倍，我国种子价格仍有很大提升空间。随着农产品价格的上涨，种植业对种子价格上升的承受力也不断增强，种子行业的盈利能力将有很大的提升空间。

种子生产和销售具有明显的季节性，生产和销售是在不同时段进行的，由此造成了生产中存在很大的盲目性，这是我国种子供应量过剩一个重要原因。目前我国商品化率较高的种子主要为杂交玉米和杂交水稻，根据农业部全国农业技术推广服务中心发布的《2007-2008 年度全国“两杂”种子供需形势》来看，今年“两杂”种子依然供过于求。

我国杂交玉米种子虽然供过于求，但优质的良种产品所占比重较低，存在某些品种供不应求的现象。玉米种子的研发技术正在不断进步。登海种业和敦煌种业分别与美国先锋公司合作的先玉335 夏玉米品种和先玉335 春玉米品种

成为杂交玉米种子市场的新亮点，该玉米品种具有丰产、抗病虫害能力强的特点，可以做到“一粒一穴”，当前在市场上处于供不应求的状态。

国内杂交水稻技术全球领先。目前我国杂交水稻种植面积已达1500万公顷，占国内水稻总种植面积的59%左右。中国杂交水稻技术领先于其他任何国家。国内杂交水稻平均产量为7.1 吨/公顷；全球水稻平均产量为3.9 吨/公顷；印度是全球种粮面积最大国家，平均产量仅3 吨/公顷；日本是农业发达国家，精耕细作，平均产量为6.6 吨/公顷；而目前，中国第二期超级杂交水稻已突破了12 吨/公顷。水稻种子行业景气度明年将趋好。2005 年我国人口13 亿，按人均粮食400 公斤/年计算，年粮食需求量为5.2 亿吨。而近年来我国粮食产量一直徘徊在4.5 亿~5.0 亿吨之间，粮食供需缺口较大。全球粮食储备也降至33 年最低水平。今年国际粮食价格不断上升，将有可能给中国的水稻种子产业提供新的机会。

09 年粮食最低价提高。2009 年小麦最低收购价较去年提高0.11 元，幅度为13%~15.3%；稻谷最低收购价提高0.13 元，上调幅度为16%，是2004 年中国实行粮食收购价保护政策以来最大的一次。而最低收购价的提高，将有效刺激农民种植积极性的提高，增加种子需求。

09 年良种补贴资金和范围进一步扩大。中央财政为支持春耕备耕提前预拨了149 亿元良种补贴，比2008 年增长23.45%。农业部和财政部联合下发《2009 年中央财政农作物良种补贴项目实施指导意见》，实现全覆盖的品种由08 的水稻扩大到小麦、玉米和棉花，大豆补贴范围扩大到东北三省和内蒙古自治区，补贴标准不变。从补贴方式上看，规定水稻、玉米采取现金补贴；小麦、大豆和棉花可以采取售价折扣，也可以采取现金补贴。08 年采取的折价供种方式，使部分地方的寻租现象严重，有竞争力的种子需求被挤占。而今年采取的现金补贴方式，有利于具备品种竞争力的种子企业。

在农产品价格不断上涨下，种业作为产业链的上游，以及政策的支持下，种业是长期收益的行业。从种业公司规模及科研技术方面考量，比较具有优势的种业公司是登海种业、敦煌种业。

3.3 番茄酱

番茄酱加工业是资源性行业，酱用番茄的种植对气候要求较高，全球能大面积种植酱用番茄的只有美国加州、地中海沿岸和我国新疆、内蒙和甘肃的少量地区。我国番茄酱制造行业由于受地理位置约束，行业集中度高，新中基和中粮屯河的番茄种植面积和番茄酱产量均占到全国的80%以上，市场呈现双寡头垄断局面，议价能力较强。

从历年的数据看，以番茄酱为主的番茄制品的需求增长率虽然有波动，但保持了增长的大趋势。这主要是由于番茄酱作为日常的调味品，其需求相对稳定。另外，以番茄酱为调味品的各类罐头是番茄酱的重要用途，而这类产品是欧美市场普及的廉价食品，其需求有助于缓冲经济危机对番茄酱需求的不利影响

我国番茄酱主要向欧盟出口，近年来也开始向俄罗斯、中东地区、韩国、日本等新兴市场出口。07 年，我国番茄酱出口量84.85 万吨，同比增长34.73%；平均出口价格达到638.06 美元/吨，同比增长12.73%；出口份额已从1999 年占世界出口市场的7.7%上升至30%左右。根据海关公布的数据，我国2008年全年共出口番茄酱81.59万吨，比2007年减少3.84%。出口价格逐月攀升，全年均价964.7美元/吨。2009年1-4月，我国番茄酱累计出口23万吨，比2007年减少19%，主要是由于减产导致出口量下降，出口均价1088.56美/吨，比2007年上涨43%。从2008年以来行业的整体情况来看，在全球供应偏紧的情况下，2009年、2010年，番茄酱价格将会继续维持一个较高水平。预计到2011 年，我国番茄出口量将达到110 万吨，在世界出口市场所占比重将达到40%。

从08 年数据来看，欧盟番茄酱的原料成本为1000~1100 美元/吨（包括农业补贴），美国为570 美元/吨，我国新疆地区为435 美元/吨，内蒙地区仅为380 美元/吨，加上人工成本（欧盟和美国是我国的20 倍和17 倍左右）、固定资产折旧等，成本远低于美国和欧盟。

新中基和中粮屯河作为行业的两大龙头，一个致力于向下游发展，一个致力于原有产品的产能扩张，总体来说，两家都是番茄酱牛市的直接受益者。



3.4 水产养殖

目前全球供人类消费的水产品约4800 万吨，仅45%源自水产养殖。而全球人口持续增加，至2030 年将增加20亿人口，若每年鱼类消费量水平维持不变，所需渔产品将倍增至8500万吨。鉴于传统捕捞渔业已达最大生产量水平，FAO 秘书长认为，优先考虑发展水产养殖是填补水产品缺口的唯一途径。而我国作为人口大国，渔业资源更显得匮乏，因此发展水产养殖是我国水产业的必然趋势。

我国从事海水养殖的上市公司，主营品种之一是刺参。刺参是季节性奢侈品，受捕捞季节和经济景气度影响很大。09 年刺参价格从年初一路下滑到5 月份。受经济复苏影响，刺参价格目前已经启动，从104 元/公斤回升至120 元/公斤。由于刺参属于高档消费品，从中、短期来看，价格走势与经济周期息息相关。目前，刺参酒店消费开始回暖，美国经济出现触底回暖向好迹象，带来出口企业效益提升预期。正常年景下60%的鲜活刺参是在下半年销售，这主要是跟人们的进补时季和刺参捕捞季相关。人们的进补时季集中在气温较低的4 季度和来年1 季度，而刺参的捕捞季是在2 季度和4 季度，所以，鲜活刺参盈利的实现主要在下半年。6月份，我国部分农产品出口退税率提高，也使从事海水养殖并出口的上市公司直接受益。

目前，我国以集约化养殖为代表的现代海水养殖业还处于起步阶段，发展潜力大。近年在30米~40米水深的海域的养殖技术获得突破，其开发前景广阔；生物工程技术的进步为改善海产品的质量开辟了新途径。虽然产品结构对市场反应存在滞后和产品产量的不确定，以及国人的饮食习惯短期内难以改变的事实，但在水产业长期向好的背景下，具有养殖资源优势以及注重产业链建设的优质公司发展潜力巨大，如獐子岛、好当家等。

重点公司评级：

简称	最新价格 (元)	每股收益 EPS			市盈率 PE			评级
		2007	2008	2009E	2007	2008	2009E	
绿大地	24.87	0.77	1.03	0.76	32.41	24.06	32.78	增持
敦煌种业	14.86	-0.08	0.07	0.21		198.66	71.89	买入
登海种业	29.17	0.04	0.01	0.36	678.37	1970.95	80.14	买入
獐子岛	25.80	1.48	0.55	0.64	17.40	46.60	40.53	买入
好当家	8.03	0.32	0.20	0.21	25.24	40.89	39.36	增持
中粮屯河	12.69	0.31	0.31	0.45	41.31	41.04	27.95	增持
新中基	9.33	0.23	-0.16	0.30	39.85		31.63	增持
南宁糖业	18.78	0.45	0.09	0.36	41.46	200.00	52.25	增持

5. 风险提示

- 1) 自然灾害等因素会对粮食生产带来一定的不确定性；
- 2) 农业板块当前的市盈率较高，存在一定的补跌风险。
- 3) 在短期内，农业公司的业绩很难有较大幅度的改善。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。