

深度报告

农业

农业行业 2010 年中期投资策略

谨慎推荐

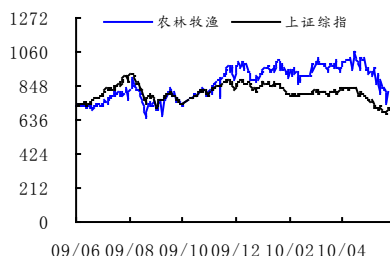
(下调评级)

2010 年 6 月 11 日

本报告的独到之处

- 对农业行业及各级子行业的盈利能力进行分别解析,以寻找低估值、高成长的子行业进行投资。
- 剖析食品 CPI 权重因子的下半年走势,指出 10 年 Q4 将面临食品 CPI 大幅上涨的压力。

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源:国信证券经济研究所

相关研究报告:

分析师:黄茂

电话:0755-82130646

E-mail:huangmao@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080407

联系人:张如

电话:021-60933151

E-mail:zhangru@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

行业投资策略

梦想照进现实

● 板块估值再创新高,但缺基本面支持

年初的政策高峰期过后,农业板块反季节上涨,相对估值进入近 10 年来的第三阶段,但板块 09 年整体经营情况并不乐观,收入、盈利出现滞增,在原粮价格大幅上涨的背景下,未来整体改善空间有限。

● 四季度通胀压力大,加工企业/养殖企业冰火两重天

2010 年 Q4 将出现大宗粮食、猪肉价格同时大幅上涨的情况,食品 CPI 面临很大的上涨压力。这种上涨将伤害板块内实质权重较大的粮油加工企业的盈利能力。饲料加工、软商品加工业盈利面临很大压力。但是,生猪养殖企业、渔业将有盈利能力大幅改善的机遇。同时,种业在政策扶植、粮价上涨的背景下,盈利反转具备持续性。

● 提升防御性,优选商业模式好的养殖企业长期持有

虽然渔业、种业景气仍好,但估值已创历史新高,在板块整体系统性风险偏高的环境下进一步提升估值的空间不大。建议关注商业模式佳、低估值的养殖行业。优选能够提升毛利率,并快速完成规模复制以实现高收入增速的企业。推荐海大集团、圣农发展、正邦科技。

● 防估值修正,下调行业评级至“谨慎推荐”

当前农业板块整体估值过高,未来有深度修正的可能,下调行业评级至“谨慎推荐”。建议选择高增长、低估值的行业——养殖业、动物疫苗业进行合理配置。推荐的投资组合依次为:海大集团、正邦科技、圣农发展、新希望、通威股份、中牧股份

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	收盘价(元) 2009-11-25	EPS		PE 2009E	投资评级
				2009E	2010E		
002311.SZ	海大集团	73.92	33.00	0.69	0.94	47.83	推荐
002299.SZ	圣农发展	132.27	32.26	0.49	0.70	65.84	谨慎推荐
002157.SZ	正邦科技	42.59	15.81	0.24	0.40	65.88	谨慎推荐
600438.SH	通威股份	55.21	8.03	0.21	0.37	38.24	谨慎推荐
000876.SZ	新希望	71.66	9.47	0.54	0.59	17.54	谨慎推荐
002385.SZ	大北农	152.91	38.15	0.82	0.83	46.52	谨慎推荐
600195.SH	中牧股份	92.98	23.84	0.58	0.77	41.10	谨慎推荐
600257.SH	大湖股份	27.67	6.48	0.05	0.31	140.87	谨慎推荐
600467.SH	好当家	59.69	9.42	0.12	0.23	78.50	中性
000713.SZ	丰乐种业	30.78	11.40	0.30	0.48	38.03	谨慎推荐

资料来源:公司资料和国信证券预测

投资摘要

关键结论与投资建议

我们判断，2010年Q4将出现大宗粮食价格、猪肉价格同时大幅上涨的情况，食品CPI面临很大的上涨压力。这种上涨将伤害板块内实质权重较大的粮油加工企业的盈利能力，饲料加工、软商品加工业盈利面临很大压力。但是，生猪养殖企业、渔业将有盈利能力大幅改善的机遇。同时，种业在政策扶植、粮价上涨的背景下，盈利反转具备持续性。但是，虽然渔业、种业景气仍好，但估值已创历史新高，在板块整体系统性风险偏高的环境下进一步提升估值的空间不大。建议关注商业模式佳、低估值的养殖行业，优选能够提升毛利率，并快速完成规模复制以实现高收入增速的企业。

同时，我们判断农业板块整体估值过高，未来有深度修正的可能，下调行业评级至“谨慎推荐”。建议选择高增长、低估值的行业——养殖业、动物疫苗业进行合理配置。优先推荐海大集团、圣农发展、正邦科技。

核心假设或逻辑

我们做出上述判断的假设有二：一是2010年国内粮食价格10~12%的涨幅在政府调控的范围内；二是国内二、三线城乡的城市化进程仍在持续推进的过程中，规模化养殖的浪潮仍在推进中。

与市场预期的不同之处

市场认为通胀背景下配置渔业、种业的股票将会获得超额收益。但是，我们认为：这两大板块虽然景气仍在，但估值已创历史新高，在板块整体系统性风险偏高的环境下进一步提升估值的空间不大。

市场认为，在通胀预期的背景下，农业板块有足够上涨的理由。但是，我们认为当前的市场环境中，无论是市场对经济预期的乐观程度、资本市场的流动性充裕程度、通胀的压力、企业盈利改善的前景、还是政府政策的扶植力度，均未超越07/08年牛市的巅峰。因此，农业板块的高估值更像是市场“疯潮”的“一时之勇”。

股价变化的催化因素

我们认为如果CPI指数同比持续回升，并且A股市场仍在稳定的上涨通道中，那么养殖业则有望在2010年度Q3-Q4有超越预期的表现。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、下半年国内粮食市场涨幅过大，政府出台严厉的政策调控，大量抛售储备粮食、进口粮食平抑国内市场价格。
- 2、下半年国内生猪市场受到严厉的政策调控，大量抛售储备猪肉平抑市场价格。

内容目录

梦想——通胀预期下的估值重心上移	5
通胀之忧——飞涨菜价引发的焦虑.....	5
估值之殇——业绩增长低于预期	5
现实——退潮之后，谁将“裸泳”？	7
天灾——粮食进入减产周期，担忧将成真.....	7
企业盈利——滞增后能否好转？	8
勇气——行业投资评级及策略建议	11
一时之勇——板块整体估值过高	11
谋略之勇——择行业选模式，避免“裸泳”	12
行业投资评级与策略建议	13

图表目录

图 1: 国内 CPI 走势 (%)	5
图 2: 近一年国内部分菜价比较 (元/公斤)	5
图 3: 国信农业板块相对 A 股估值趋势三阶段	6
图 4: 2010 年农业板块相对走势 (%)	6
图 5: 国信农业板块与 A 股市场营业收入增速比较 (%)	6
图 6: 国信农业板块与 A 股市场毛利率比较 (%)	6
图 7: 国信农业板块与 A 股市场净利润增速比较 (%)	6
图 8: 国信农业板块与 A 股市场净资产收益率比较 (%)	6
图 9: 近三年 1-4 月中国粮食进出口数量统计 (万吨)	7
图 10: 国内部分大宗饲料粮食价格 (元/吨)	8
图 11: 国内生猪、母猪存栏量及猪肉价格 (万头, 元/千克)	8
图 12: 国内生猪、母猪存栏量及猪肉价格 (万头, 元/千克)	8
表 1: 2009 年农业板块二级子行业主要财务指标增速对比 (%)	8
图 13: 威海刺参价格走势 (元/千克)	9
图 14: 种子行业业绩环比一览 (元/股)	9
图 15: 国内动物疫苗公司盈利能力一览 (%)	10
图 16: 动物疫苗板块相对 PE 走势	10
图 17: 国内番茄酱出口价格、出口量 (美元/吨、万吨)	10
图 18: 国内苹果汁出口价格、出口量 (美元/吨、万吨)	10
图 19: 国信农业板块相对 PE、PB 历史走势	11
图 20: CPI、经济周期与相对走势 (10 年 5 月 25 日更新)	11
图 21: 二级子行业相对 PE 走势	12
图 22: 二级子行业相对 PB 走势	12
表 2: 养殖类公司商业模式比较	13
表 3: 重点公司盈利预测 (股价截止 5 月 25 日)	14

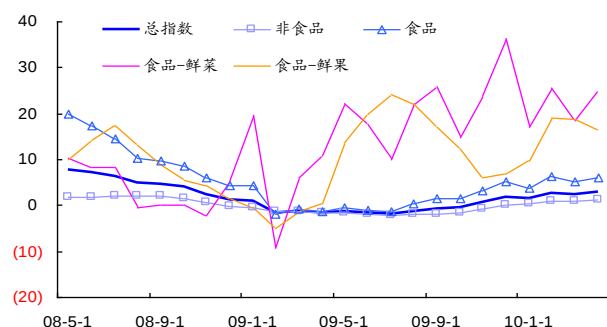
梦想——通胀预期下的估值重心上移

通胀之忧——飞涨菜价引发的焦虑

2010年5月11日，国家统计局公布4月经济运行数据，其中，CPI同比上涨2.8%，环比上涨0.2%，涨幅创自2008年11月以来的18个月新高；PPI同比上涨6.8%，涨幅创出自2008年10月以来的19个月新高。数据显示，4月CPI数据中，食品价格同比上涨5.9%，非食品价格同比上涨1.3%；居住价格同比上涨4.5%；消费品价格同比上涨3.2%。从结构上看，食品价格上涨对CPI拉动1.9个百分点，居住价格拉动0.7个百分点，两个因素共拉动2.6个百分点，占总涨幅(2.8%)的93%。根据官方披露的数据进而细分，4月鲜菜价格上涨24.9%，鲜果价格上涨16.4%，这两项对带动食品价格上涨起到了重要推动作用。主要是不利的天气和生产资料价格上涨等因素造成的。

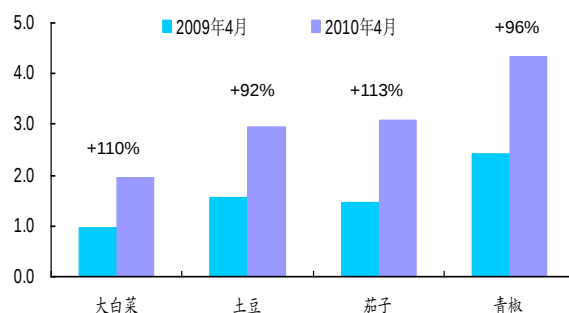
蔬菜价飞涨是引发市场对于通胀的心理预期的重要原因之一。根据商务部的数据显示，截至4月底，绝大部分蔬菜类品种的价格，都较去年有大幅度增长。市场担心宽裕的流动性已经传导至终端农、食产品行业。农业板块再次承担了“通胀预期”的重任。

图 1：国内 CPI 走势 (%)



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：近一年国内部分菜价比较 (元/公斤)



资料来源：商务部，国信证券经济研究所

估值之殇——业绩增长低于预期

随着年初的政策高峰期度过之后，2010年Q2的农业板块并未如出现明显的季节性调整，而是在市场对通胀的担忧下继续“演绎”高估值。观察近8年的相对估值数据，我们发现，2010年可能是农业板块的相对估值趋势第三阶段的起点：

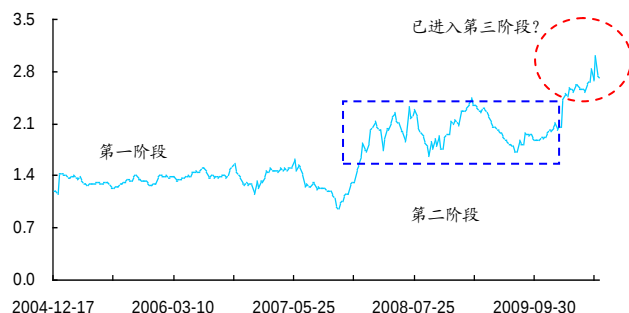
在2008年之前，农业板块的相对估值（相对A股）一直处于稳定的阶段；进入08年之后，农业板块的相对估值重心上移，幅度约50%左右。主要是因为自07、08年开始，市场对于政策扶持和农产品价格上涨的趋势看的已经较为清楚。农业板块是投资农业政策和农产品的直接收益者，市场愿意给予更多的溢价以分享未来农产品涨价带来的企业盈利改善。

如何看待2010年至今表现出的第三次“重心上移”呢？政策扶植力度一如既往不超预期，唯一的解释也许就是农产品价格的超预期“上涨”。那么其背后隐藏的的逻辑是：农产品价格超预期上涨将会进一步改善企业的盈利能力，市场愿意给予

补充：今年第一季度，我国主产区稻谷、小麦、玉米三种粮食的平均收购价格比去年同期上升12.6%。中国社科院专家预测，2010年我国粮食生产价格同比涨幅很可能超过10%，而此前市场的平均预期仅为6-8%

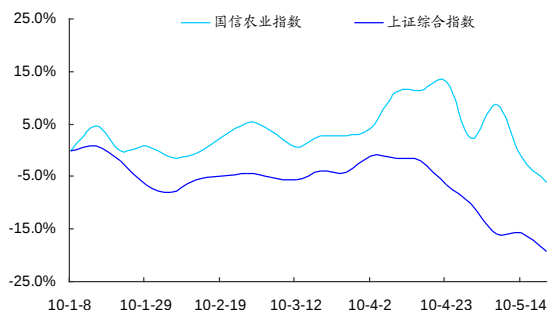
比“更多”更多的溢价。

图 3：国信农业板块相对 A 股估值趋势三阶段



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 4：2010 年农业板块相对走势（%）

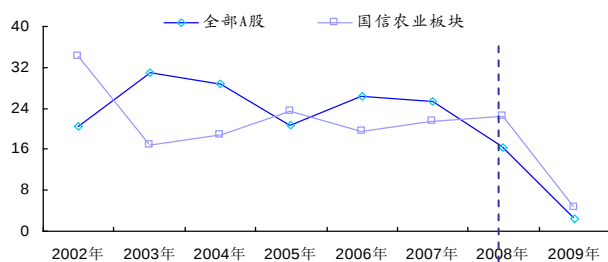


资料来源：商务部，国信证券经济研究所

但是，如果回顾农业板块的上市公司 09 年整体经营情况，情况并未如我们之前预期的乐观：营业收入增长陷于 7 年来最低水平，毛利率进一步下滑。唯一的亮点是：净利润增速似乎出现回升迹象。只是在收入增速和毛利率双下降的轨迹中，净利润增速回升的持续性值得关注。

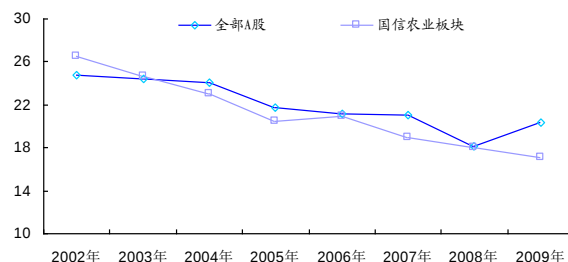
在去年年度策略中，我们曾分析农业板块毛利率下降的原因正是农产品价格过快上涨（见 2009.12.15《成长性与估值，一个不能少》），胜在行业容量增速快。但是，如果今年作为原料的农产品价格如果进一步大幅上涨，那么行业的毛利率下滑速度将更惊人。进一步，如果行业收入增速不再回复高速增长，农业板块将出现估值之殇。

图 5：国信农业板块与 A 股市场营业收入增速比较（%）



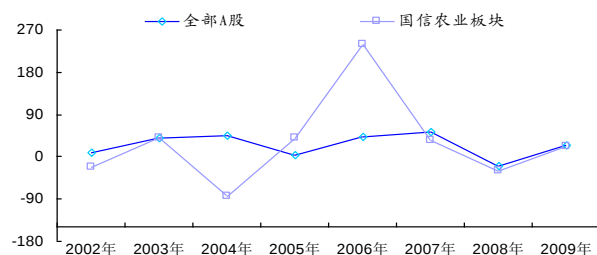
资料来源：国信证券经济研究所

图 6：国信农业板块与 A 股市场毛利率比较（%）



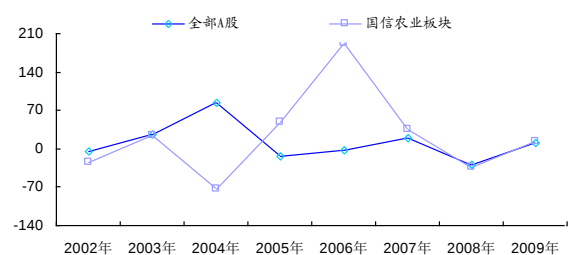
资料来源：国信证券经济研究所

图 7：国信农业板块与 A 股市场净利润增速比较（%）



资料来源：国信证券经济研究所

图 8：国信农业板块与 A 股市场净资产收益率比较（%）



资料来源：国信证券经济研究所

现实——退潮之后，谁将“裸泳”？

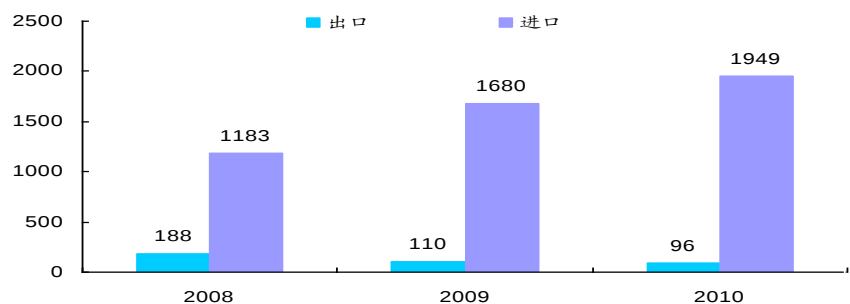
天灾——粮食进入减产周期，担忧将成真

如前述，菜价、粮价在前 2 季度的飞涨是市场担心宽裕的流动性已经传导至下游农、食产品行业的导火线。那么，下半年食品类 CPI 指数是否将会面临进一步上涨的压力呢？我们有如下两大判断：

- 今年将明确的进入粮食减产周期，下半年粮食价格将进一步上涨，修正全年涨幅至 10~12%（之前我们的预测为 8~10%）。
- 下半年食品 CPI 的压力将着重体现在生猪价格快速上涨之上，Q4 或将出现猪肉价格大幅上涨的局面。

我们的核心观点是：2010 年下半年，在肉制品价格快速上涨的过程中，食品 CPI 上涨的幅度将加速。虽然根据国家统计局数据显示 2009 年我国粮食仍然丰产，但是从 2010 年度上半年国内粮食市场的供求来看，其实际的供求平衡情况可能偏悲观，不少大宗粮食都出现了阶段性、局部性紧缺的情况。供求情况出现悲观的原因很多，比如消费情况高于预期、粮农、粮商囤积居奇、去年部分地区产量不实等。但无论是何种原因，都将继续支撑粮食价格在 2010 年下半年进一步上涨。由于天灾(干旱、暴雨等)不断，目前国内产区的秋粮种植情况不十分乐观，不少机构已开始下调/平调今年的粮食产量，连续大丰收的基调将在 2010 年结束。届时：市场新增供应将减少，需求刚性→存粮者心理预期继续上调，低迷的国际粮价重心在“中国因素”下缓步上移→国内粮价持续上涨……而借鉴上半年的粮价走势，我们认为 10~12% 的涨幅仍在政府政策可承受的范围之内。

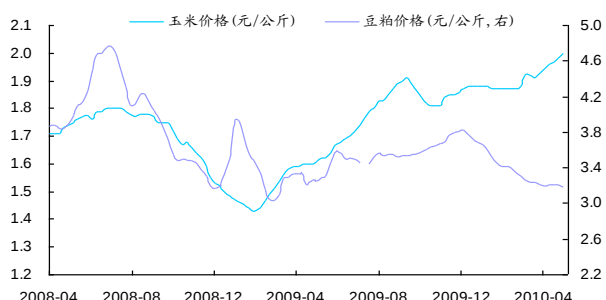
图 9：近三年 1~4 月中国粮食进出口数量统计（万吨）



资料来源：中国海关，国信证券经济研究所

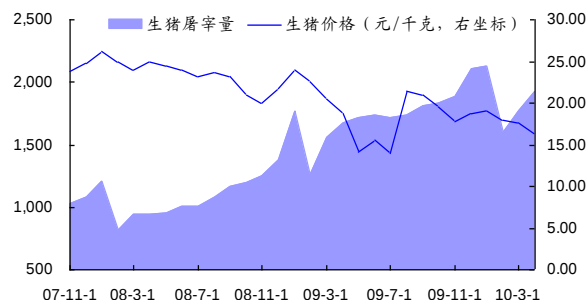
而猪肉价格将成为下半年食品 CPI 上涨的最大压力，高点将在 Q4 出现。10 年 4 月，政府以不到 2%（年产量）的收储止住了猪肉的周期性下跌趋势，生猪存栏量下降较快，但是生母猪存栏量仍在相对高位，生猪屠宰量也很大，进一步消化存栏猪仍需数月。同时，猪肉的消费渐入淡季，将会延缓这一消化过程，因此我们判断 9 月之前猪肉价格涨幅不会过大。拐点将可能出现在 9~10 月：猪肉消费进入周期性的消费旺季，市场需求开始大量恢复，行业再度景气。而届时出栏的猪的养殖成本是基于 Q2 的粮价计算而得——同比、环比都将大幅增加，在行业景气上升的过程中，产品成本上涨的转嫁能力往往大于 1。如果我们对于 Q2、Q3 粮食价格的走势判断正确，那么这种涨价效应将在 Q4 放大传导至猪肉价格之上。

图 10: 国内部分大宗饲料粮食价格 (元/吨)



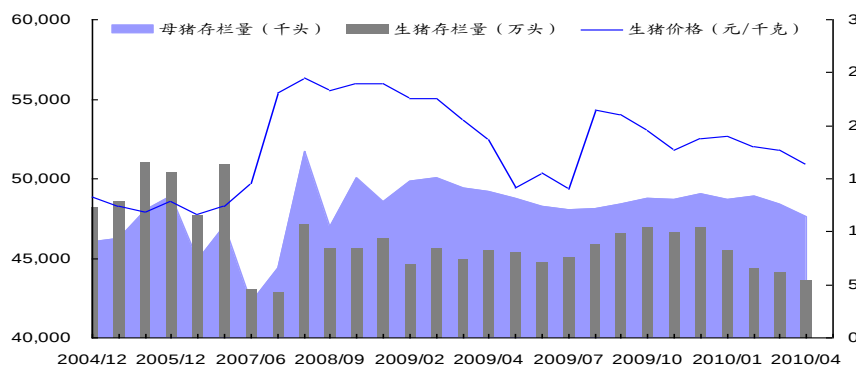
资料来源: 国家发改委, 国信证券经济研究所

图 11: 国内生猪、母猪存栏量及猪肉价格 (万头, 元/千克)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 12: 国内生猪、母猪存栏量及猪肉价格 (万头, 元/千克)



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

综合上述,我们认为 2010 年 Q4 将出现大宗粮食价格、猪肉价格两大食品 CPI 权重因子同时大幅上涨的情况。即使不考虑蔬果、油脂等其他因素,2010 年 Q4 的食品 CPI 也将面临很大的上涨压力。

企业盈利——滞增后能否好转?

虽然我们预测 10 年下半年食品 CPI 将有较大涨幅,但是对于企业而言,这样的环境,是否有利于改善企业营收滞增的局面?我们的判断是,增收难度不大,增利难有空间。但是环比情况将会好转。

表 1: 2009 年农业板块二级子行业主要财务指标增速对比 (%)

	营业收入增速	归属母公司净利润增速	毛利率增速	净资产收益率增速
全部 A 股	2.56	25.02	20.39	11.66
农业板块	4.73	22.86	17.13	13.02
畜牧	3.46	5.92	11.8	-1.58
动物疫苗	31.06	32.46	30.3	14.98
种植	19.26	-4.19	25.11	-0.12
渔业	17.54	64.42	15.43	28.17
软商品	-8.9	38.26	15.49	40.44

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

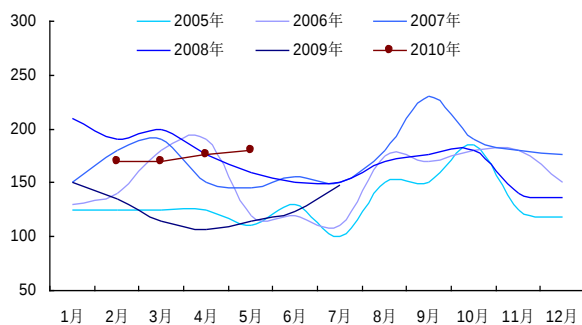
从收入增速来看,畜牧业(最大权重)和软商品业收入增速放缓是拖累农业板

块增收的原因。

目前的畜牧业以饲料加工业为主，属于微利行业，销售单价与粮食价格有莫大的联系。09 年粮食价格较 08 年有所下挫，在销量小幅增长的背景下，畜牧业 09 年收入增速大幅下滑。而 10 年上半年粮价涨幅超预期，只要饲料行业需求整体没有发生萎缩，收入增速恢复应该不成问题。但是，尴尬的情况在于：身为中游的粮食加工产业，在成本上涨的通道中，毛利率总是最先受到伤害的。因此，单纯经营饲料加工行业的饲料加工行业在 2010 年的业绩增长性将依然不容乐观。但是，**如果结合我们对于猪肉价格的判断，畜牧行业中也有子行业将出现很好的投资机会——养殖业。**10 年上半年，猪肉价格大幅下跌，养殖成本上涨，预计养殖业公司业绩将受到影响。但是下半年将出现转机，如果猪肉价格在双重因素推动下大幅上涨，则养殖公司的业绩将会环比大幅提升。同时，由于国内养殖行业正处于行业的景气上升周期，市场容量增长快。行业内的龙头公司有条件在短期内实现大规模扩张。因此，无论是从下半年的业绩增长性考虑，还是未来 2~3 年的盈利成长性，具有养殖环节的企业都将在猪肉涨价和规模扩张中获取很好的成绩。

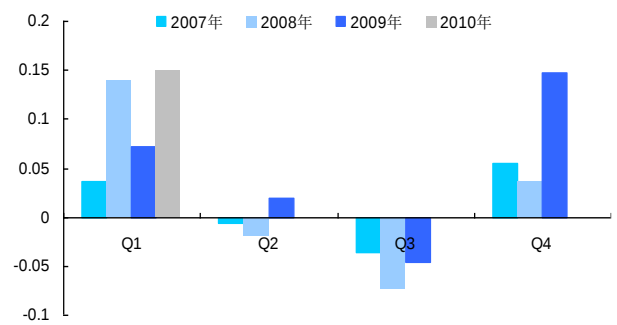
渔业和种植业（包括种业）在 09 年体现出很强的盈利能力。渔业在经历了 08 年的消费低潮后，消费需求自 09 年开始复苏，同时，上半年的寒潮天灾在客观上又减少了行业总体供应量，从生长周期判断，未来 1~2 年内海珍渔业都将进入高度景气的周期，海珍渔业的公司业绩能够持续保持较快的增长。种业是近几年政府长期高度关注、高度扶植的行业，随着行业结构的治理整顿，大量小企业被淘汰，有好品种的龙头种子市场占有率进一步提升的空间仍然巨大，未来盈利能力有进一步改善的希望。

图 13: 威海刺参价格走势（元/千克）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

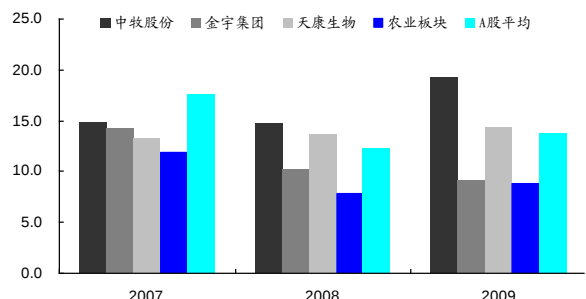
图 14: 种子行业业绩环比一览（元/股）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

动物疫苗行业由于样本容量偏小，财务数据对行业的代表性不强。从已有的三家上市公司的经营情况分析，行业特性更类似于医药行业。行业容量在过去 5 年一直保持高速增长，ROE 也较为稳定。作为畜牧行业的相关子行业，在中国畜牧养殖规模化进程的快速推进中，动物保健品的消费量必然跟随一起快速发展。规范化的养殖企业市场占比越大，规范、科技养殖占比越高，对各类动物保健品的需求就越大。因此，动物疫苗行业是稳定性强的高增长行业，虽然行业出现超预期拐点的概率不大，但是业绩的成长性好，值得长期关注。

图 15: 国内动物疫苗公司盈利能力一览 (%)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

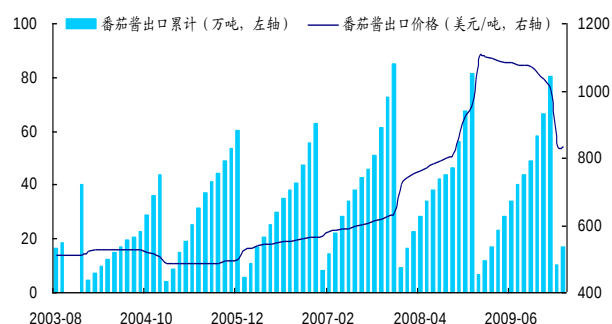
图 16: 动物疫苗板块相对 PE 走势



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

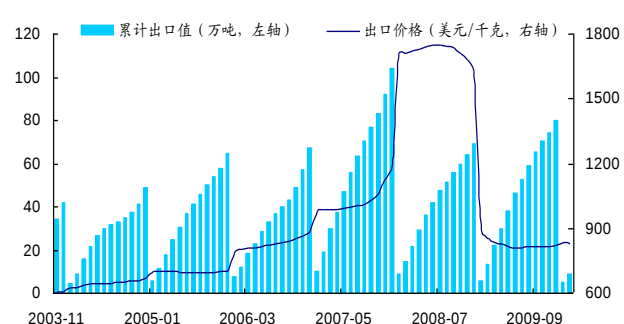
软商品和饲料行业有类似的情况: 制糖业景气高峰已过, 未来 1~2 年盈利能力将开始向下修正。苹果汁、番茄酱的景气程度虽然在恢复中, 但是出口市场需求低迷, 价格反弹幅度难以有效抵补成本的上涨, 下半年盈利能力难以明显好转, 业绩释放潜力不足。

图 17: 国内番茄酱出口价格、出口量 (美元/吨、万吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

图 18: 国内苹果汁出口价格、出口量 (美元/吨、万吨)



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

根据历史经验看, 当市场进入估值重心不断上移的周期时, 企业的业绩成长性可能并不是唯一的参考标注。但是, 从宏观经济出发, 结合我们策略小组对下半年 A 股市场的走势判断, 我们很难乐观认为企业的业绩成长性不重要。只有趋势, 没有明确业绩增长动力的企业, 将可能成为估值“疯潮”褪去后首先“裸泳”的那一群。

勇气——行业投资评级及策略建议

一时之勇——板块整体估值过高

在我们之前的研究中，曾经做过历史统计，发现“通胀预期”与“配置农业股获得超额收益”两个条件并非有完全的必然联系，这种由通胀预期带来的农业股强势往往只出现在“牛市”中，当市场趋势是明显下跌的时候，农业板块相对 A 股市场也表现不出任何相对优势。因此，即使市场对通胀形成一定的预期，还需要判断当时 A 股市场的趋势方向。在下半年经济形势并未见明朗之前，农业股要维持很高的估值的背景条件显然并不成熟。

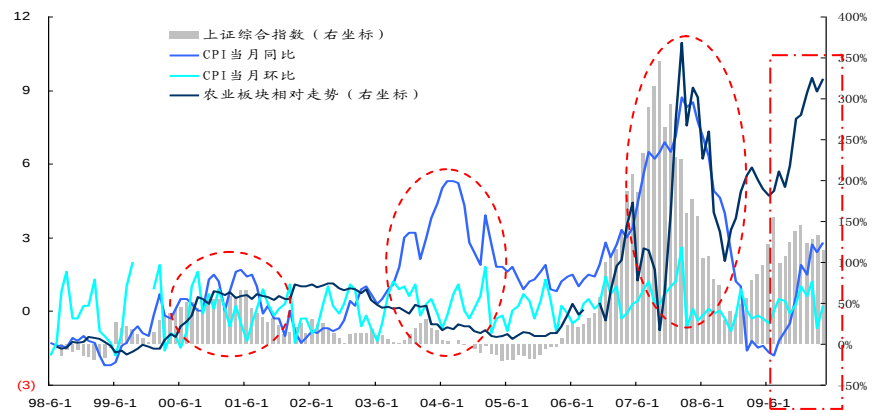
我们的判断是：农业板块目前的整体估值是并无安全边际的“第三阶段”：板块里部分子行业的景气程度确实是在向好，但是无论是市场对经济预期的乐观程度、资本市场的流动性充裕程度、通胀的压力、企业盈利改善的前景、还是政府政策的扶植力度，均未超越 07/08 年牛市的巅峰。因此，农业板块的“第三阶段”更像是市场估值“疯潮”的“一时之勇”。

图 19：国信农业板块相对 PE、PB 历史走势



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 20：CPI、经济周期与相对走势（10 年 5 月 25 日更新）

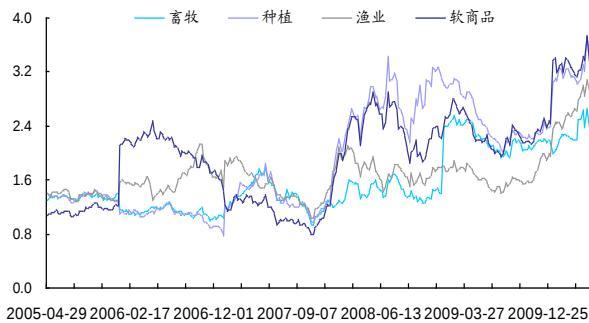


资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

谋略之勇——择行业选模式，避免“裸泳”

在分析各个子行业的行业基本面之后，我们认为：养殖、种植、渔业、动物疫苗这四个子行业的行业景气情况最为良好，在 2010 年下半年的“通胀”背景下业绩仍然能够维持不错的增长。但是，考虑当前农业板块整体估值已经处于无安全边际的“第三阶段”，我们判断下半年行业可能面临较深的估值修正。高估值的“裸泳”行业将首先面临压力是毋庸置疑的。但是，处于景气高峰的高估值“潜水”行业同样也存有风险：如果从历史估值来看，种业、渔业两大子行业的平均估值均在历史最高位置，隐含的判断是，未来 1~2 年他们的业绩将必须保持超越 09/10 年增势的高增长，仔细分析这两大子行业的重点公司的业绩后，我们认为：继续增长可持续，匹配估值的超高增长缺乏现实基础，如果以此为依据，我们判断这两大子行业虽然景气依然向上，但是估值进一步抬升的空间有限。

图 21：二级子行业相对 PE 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 22：二级子行业相对 PB 走势



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

同为业绩高成长行业，养殖行业和动物疫苗行业的相对低估值是一道可守的“安全边际”。动物疫苗公司数量少，相对可选择范围明确。而养殖类公司数量众多，各家经营模式差异很大。短期内，“通胀预期”将给予行业带来整体性的机会。从长期来看，业绩成长的持续性将是股票内在的核心。对于一个毛利率普遍不高，提升盈利能力很困难的行业中，我们建议关注商业模式有别于行业一般普遍模式的企业，成功的商业模式将决定企业未来 2~3 年内能否在规模化的浪潮中崛起。我们关注的点有两个：能否提升毛利率，能否快速完成规模复制以实现高收入增速。我们对养殖类公司大致进行分类、打分，选取产业链环节、科研实力、产品结构、资产模式等四个项目作为衡量标准，前三个标准主要考量未来企业提升毛利率的潜力——通常我们认为科研实力强、产品结构丰富、产业链长的企业未来更能提升毛利率；最后一个标准主要用来衡量企业成功的模式能否快速复制，一般而言，轻资产模式的企业更容易进行扩张，规模小的企业更容易扩张（所以我们在进行资产模式衡量的时候也将企业规模纳入考虑）。

经过简略的打分后，我们根据结果将公司大致分为三类

- 3 分——优商业模式： 圣农发展、海大集团、正邦科技
- 2 分——次优模式： 大北农、新希望、通威股份、华英农业、新五丰
- 0~1 分——普通模式： 民和股份、正虹科技、福成五丰

表 2：养殖类公司商业模式比较

	科研实力		产品结构		产业链		资产模式		总计
	弱	强	单一	复合	单一产业环节	全产业链	重	轻	
圣农发展				+1		+1		+1	3
海大集团		+1		+1				+1	3
大北农		+1		+1					2
正邦科技				+1		+1		+1	3
民和股份								+1	1
正虹科技									
新希望				+1		+1			2
通威股份		+1		+1					2
新五丰		+1				+1			2
福成五丰									
华英农业				+1		+1			2

资料来源：WIND，国信证券经济研究所

显然，根据客观标准衡量，优商业模式的企业在未来的盈利成长性更佳。如果进行长期投资，这一类的企业将应该被优先考虑。分析这一列的三个公司中我们也发现，他们的共同特点是专注，虽然规模都不是最大的，但是无论是全产业链还是单一产业环节的企业，都专注本产业，在优势基础上进行深入挖掘、延展新产品、新环节。

分析几个次优模式的企业，我们发现这些企业规模普遍偏大，企业产品线复杂，资产模式开始偏向于重资本开支型的发展。企业发展到成熟阶段后，面临提升瓶颈，一旦新的产业投资项目达不到预期，企业盈利的成长性将受到影响，投资价值也不如锐气的中小企业更大。

行业投资评级与策略建议

分析国内粮食、猪肉市场供应，我们认为 2010 年 Q4 将出现大宗粮食价格、猪肉价格两大食品 CPI 权重因子同时大幅上涨的情况。即使不考虑蔬果、油脂等其他因素，2010 年 Q4 的食品 CPI 也将面临很大的上涨压力。这种上涨对于粮油加工企业的盈利能力而言是一种伤害，但是对于生猪养殖企业、动物疫苗企业而言，下半年面临盈利能力大幅改善的机遇。

综合农业行业以及各级子行业下半年的基本面情况，我们认为养殖业、种业、渔业、动物疫苗行业的盈利成长性具有可持续性的潜力。但是，因时制宜，进一步考虑估值与 A 股市场的系统性风险，我们认为当前农业板块整体估值过高，未来有深度修正的可能，因此下调了行业评级至“谨慎推荐”。同时，我们认为一些高估值的股票存在“裸泳”风险，建议选择高增长、低估值的行业——养殖业、动物疫苗业进行合理配置。给予养殖行业“推荐”的投资评级、动物疫苗行业“谨慎推荐”的投资评级，推荐的投资组合依次为：海大集团、正邦科技、圣农发展、新希望、通威股份、中牧股份。

表 3：重点公司盈利预测（股价截止 5 月 25 日）

代码	名称	二级行业	市值 (亿元)	EPS			P/E			BPS	P/B	评级
				09A	10E	11E	09A	10E	11E			
002311.SZ	海大集团	畜牧	73.92	0.69	0.94	1.40	48	35	24	9.09	3.6	推荐
002299.SZ	圣农发展	畜牧	132.27	0.49	0.70	0.99	66	46	33	3.85	8.4	谨慎推荐
002157.SZ	正邦科技	畜牧	42.59	0.24	0.40	0.63	66	40	25	1.86	8.5	谨慎推荐
600438.SH	通威股份	畜牧	55.21	0.21	0.37	0.48	38	22	17	1.78	4.5	谨慎推荐
000876.SZ	新希望	畜牧	71.66	0.54	0.59	0.66	17.54	16.05	14.35	4.58	2.07	谨慎推荐
002385.SZ	大北农	畜牧	152.91	0.82	0.83	1.12	46.52	45.96	34.06	2.47	15.46	谨慎推荐
600195.SH	中牧股份	动物疫苗	92.98	0.58	0.77	1.01	41.10	30.96	23.60	3.25	7.34	谨慎推荐
600257.SH	大湖股份	渔业	27.67	0.05	0.31	0.42	140.87	20.90	15.43	1.20	5.40	谨慎推荐
600467.SH	好当家	渔业	59.69	0.12	0.23	0.35	78.50	40.96	26.91	2.03	4.64	中性
000713.SZ	丰乐种业	种植	30.78	0.30	0.48	0.68	38.03	23.75	16.76	2.51	4.55	谨慎推荐
600354.SH	敦煌种业	种植	36.13	0.16	0.45	0.88	120.68	43.18	22.08	3.25	5.98	中性
600598.SH	北大荒	种植	227.01	0.21	0.32	0.36	60.81	39.91	35.47	2.89	4.42	中性
600737.SH	中粮屯河	软商品加工	121.38	0.27	0.31	0.38	44.70	38.94	31.76	2.97	4.06	中性
600962.SH	国投中鲁	软商品加工	21.58	0.04	0.28	0.37	305.71	38.21	28.92	4.98	2.15	谨慎推荐
000911.SZ	南宁糖业	软商品加工	40.82	0.43	0.93	0.42	33.12	15.31	33.90	4.65	3.06	中性
300087.SZ	荃银高科	种植	/	0.88	0.80	0.92	/	/	/	2.21	0.00	无评级

资料来源：WIND；国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	崔 嵘	021-60933159	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	廖 喆	021-60933162	陈建生	0755- 82133766
		黄学军	021-60933142	岳 鑫	0755- 82133766
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66022025	李遵庆	0755-82130532	高 宇	0755- 82130876
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	戴 军	0755-82133129
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	黄志文	0755-82133928
周 琦	0755-82133568			秦国文	0755-82133528
赵学昂	0755-66025232			林晓明	021-60933154
				赵斯尘	021-60875174
				程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn