

[2010.08.06]

农林牧渔行业

农业发展的本质是产业链

——农业行业深度研究报告

子行业评级

种业	买入
饲料行业	买入
渔业	买入
养殖业	买入
农产品加工行业	买入

✍	闫亚磊, CFA	吴立
☎	86-22-2845 1975	86-10-5836 2792
SAC 执业证书编号	S1150209100148	
✉	yanyl@bhqz.com	wuli@bhqz.com

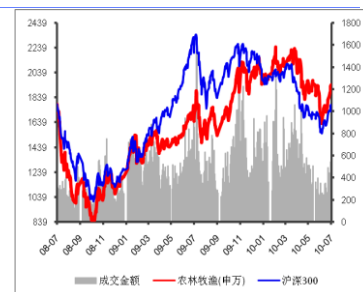
- 核心观点:
- 农业在国民经济中处于基础性地位
 - 国家惠农政策将长期利好农业板块
 - 产业链概念增添农业板块投资新逻辑

投资要点:

- 农林牧渔行业上市公司赢利能力普遍较弱,这可从历年来行业内的市盈率一直大幅高于大盘平均水平的事实中有所体现,大农业板块的投资逻辑主要包括:农产品价格上涨预期、国家惠农政策支持、个股经营业绩超预期。目前我国农业正由传统农业向现代化农业转型中,农业产业化是现代农业的重要标志,产业链概念已成农业板块投资的重要逻辑。
- 农业在国民经济中处于基础地位,关系国计民生,属于弱周期行业;农业占 GDP 比重逐年下降,从业人员不断减少;农产品具有周期性特征,易受到自然灾害的冲击;农产品长期供给富有弹性,短期供给弹性较小,需求价格弹性和需求收入弹性均较小。
- 农业发展影响因素主要包括:人口因素、自然资源、自然灾害、国家政策、国际竞争。解决我国人口的吃饭问题一直是农业面临的第一要务;自然资源(土地资源、气候资源、水资源)是农业生产的重要生产要素;农产品价格支持和农业补贴政策长期利好农业。
- 种植行业运行特征:农产品总量平衡,农产品价格稳步提高,我国人多地少的特点决定了我国必须提高单产,种子行业将受到国家重点政策扶持,登海种业业绩提升及政策利好应受重点关注。
- 林业运行特征:林业产业属基础原材料型产业,生长周期长,林木资源匮乏,木材供求紧张的格局将进一步推高木材价格,林权制度改革为林业注入活力。
- 畜牧业运行特征:畜牧业生产周期长、存在时间进入壁垒和高成本退出壁垒,容易造成行业的大幅波动;饲料行业竞争激烈、行业集中度低、毛利率低;养殖业规模化水平低;重点关注进行产业链一体化经营的上市公司,如正邦科技、圣农发展、华英农业等。
- 渔业行业运行特征:我国水产品产量全球第一。海洋捕捞量近乎饱和,海产品稀缺性对价格有支撑;水产品产量增长主要依赖人工养殖。獐子岛打造海珍品产业链受关注。
- 农产品加工业运行特征:大部分农产品加工企业普遍规模偏小、设备工艺落后,没有形成高附加值的农产品加工产业链。重点关注向上下游行业延展,并具有高附加值加工能力的上市公司,如中粮屯河、高金食品。

推荐公司

通威股份	买入
新希望	买入
正邦科技	买入
中粮屯河	买入
獐子岛	买入
圣农发展	买入
华英农业	买入



相关报告

《2010 年下半年农产品投资策略报告》

目 录

1. 农业行业概述	7
1.1. 行业分类	7
1.2. 上下游行业关系	8
1.3. 农业行业生命周期分析	8
1.4. 农业在国民经济中的地位	9
1.4.1. 农业在国民经济中处于基础地位	9
1.4.2. 农业占 GDP 比重下降趋势难改	10
1.4.3. 农业从业人员持续下降	10
1.5. 农业与经济周期的关系	11
2. 农业行业特征	12
2.1. 自然垄断性	12
2.2. 与生俱来的基础性	12
2.3. 周期性	13
2.4. 弱质性	14
2.5. 农产品供求弹性分析	15
2.5.1. 供给弹性	15
2.5.2. 需求价格弹性较小	16
2.5.3. 需求收入弹性较小	17
3. 农业发展影响因素分析	18
3.1. 人口因素	18
3.1.1. 民以食为天	18
3.1.2. 农业解决了农村大多数人口就业	20
3.1.3. 从业人数下降的趋势难以改变	20
3.2. 自然资源	21
3.2.1. 土地资源	21
3.2.2. 水资源	22
3.2.3. 气候资源	23
3.3. 自然灾害	24
3.3.1. 气象灾害越来越频繁	24
3.3.2. 生态灾害令水土流失严重	25
3.3.3. 生物灾害	25
3.4. 国家政策	26
3.5. 国际竞争	30
3.6. 行业发展趋势 - 产业链经营	31
4. 各子行业分析	32

4.1. 种植业分析.....	32
4.1.1. 种植业现状	32
4.1.2. 种植业发展趋势	35
4.1.3. 种植业投入产出分析	36
4.1.4. 行业上市公司分析	36
4.2. 林业	40
4.2.1. 行业特征及发展现状	41
4.2.2. 行业发展趋势	42
4.2.3. 产品分析	42
4.2.4. 投入产出分析	45
4.2.5. 行业上市公司分析	45
4.3. 畜牧业	47
4.3.1. 行业特征及发展现状	47
4.3.2. 行业未来发展趋势	49
4.3.3. 产品分析	50
4.3.4. 成本收益分析	52
4.3.5. 行业内上市公司	54
4.4. 渔业分析	56
4.4.1. 行业特征与发展现状	56
4.4.2. 渔业发展趋势	58
4.4.3. 产品分析	59
4.4.4. 成本收益分析	61
4.4.5. 行业内上市公司分析	62
4.5. 农产品加工行业	65
4.5.1. 行业发展现状	65
4.5.2. 行业发展趋势	66
4.5.3. 行业内上市公司分析	66
4.6. 农业综合	68
4.6.1. 行业简介	68
4.6.2. 行业上市公司分析	69
5. 行业投资策略	71

图 目 录

图 1: 近 20 年来农业增长速度一直落后于 GDP 增速	8
图 2: 农林牧渔产值增速渐缓	9
图 3: 我国粮食、农副产品人均占有量	9
图 4: 三大产业在 GDP 中的比重情况	10
图 5: 农业从业人数逐步下降	11
图 6: 农业增加值增长率与 GDP 增长率相关性较小	11
图 7: 近几年我国农作物播种面积逐年增加	12
图 8: 我国粮食产量稳定增长	13
图 9: 我国肉蛋奶及水产品产量稳步增加	13
图 10: 近 30 年我国受灾面积情况	14
图 11: 近 30 年我国受灾面积情况	14
图 12: 以美国大豆价格波动为例	15
图 13: 城镇居民农产品需求价格弹性情况	16
图 14: 农村居民农产品需求价格弹性情况	16
图 15: 城镇居民粮食、蔬菜人均消费下降, 鲜蛋、食用油需求相对稳定	17
图 16: 农村粮食、蔬菜人均消费逐年下降, 肉、蛋、油需求稳定	17
图 17: 近年来粮食需求收入弹性在 -0.5 - 0 之间徘徊	18
图 18: 肉、蛋、食用油需求收入弹性波动较大	18
图 19: 我国粮食产量已连续 6 年增产	20
图 20: 我国农业从业人数比重仍居首位	20
图 21: 近 10 年来我国耕地面积下降明显	21
图 22: 我国森林覆盖率有所提升	22
图 23: 我国活立木总蓄积量稳定增加	22
图 24: 我国水资源量情况	23
图 25: 我国历年水灾、旱灾受灾情况	24
图 26: 近年来我国对农业投资力度加大	28
图 27: 我国农田水利建设情况	28
图 28: 我国防护林、用材林建设情况	28
图 29: 我国主要农产品进口数量情况	30
图 30: 我国主要农产品出口数量情况	30
图 31: 农业产业链示意图	31
图 32: 近几年国内食品安全事件	32
图 33: 主要农产品供求情况	32
图 34: 我国主要农产品产量及人均占有量情况	33
图 35: 主要农产品价格情况	34
图 36: 我国主要农用机械拥有量情况	34
图 37: 2006 年我国粮食区域布局情况	35
图 38: 种植行业市盈率情况	38
图 39: 近年来我国林业总产值快速增长	42
图 40: 我国主要林产品数量增长情况	43
图 41: 我国进口林木产品数量情况	43

图 42: 我国木材供求及需求结构情况.....	44
图 43: 我国林产品价格情况	44
图 44: 近几年国际木材价格走势情况.....	44
图 45: 近年来畜牧业发展情况	48
图 46: 我国畜产品结构情况	48
图 47: 农业产业链封闭循环图	49
图 48: 我国畜产品产量情况	50
图 49: 我国主要畜产品人均占有量情况.....	51
图 50: 我国肉类消费情况.....	51
图 51: 我国肉类消费增长潜力巨大.....	52
图 52: 我国畜产品价格波动情况.....	52
图 53: 近几年畜产品养殖成本利润率.....	53
图 54: 近几年我国渔业产值增速放缓.....	57
图 55: 我国水产品分结构情况	58
图 56: 近 10 年来渔业产值增速逐年回落.....	58
图 57: 我国水产品产量及人均占有量情况	59
图 58: 我国水产品消费情况	60
图 59: 2006 年以来我国水产品出口量逐年下降	60
图 60: 近几年水产品价格涨幅高于 CPI 涨幅	61
图 61: 海产品价格大幅高于淡水产品.....	61
图 62: 2010 年年初以来农业板块表现优于大盘.....	71
图 63: 年初以来登海种业股价突飞猛进.....	71
图 64: 农业各环节风险揭示	72
图 65: 美国三大粮商产业链经营情况.....	72

表 目 录

表 1: 渤海证券农业行业分类.....	7
表 2: 2009 年末我国人口情况.....	19
表 3: 我国自然灾害造成经济损失情况.....	25
表 4: 历年来我国小麦最低收购价变化 (单位: 元/50 公斤)	26
表 5: 历年来我国稻谷最低收购价格 (单位: 元/50 公斤)	26
表 6: 我国农业补贴力度逐步加大	27
表 7: 2008 年种植业成本收益情况	36
表 8: 种植业上市公司偿债能力及资产运营能力情况.....	37
表 9: 种植业上市公司盈利能力与成长性情况.....	38
表 10: 林业类上市公司成本收益情况	45
表 11: 林业上市公司偿债及营运情况	46
表 12: 林业上市公司盈利及成长性分析.....	46
表 13: 养殖业成本收益情况.....	53
表 14: 上市公司饲料业务毛利率情况	54
表 15: 饲料行业上市公司偿债能力与营运能力分析.....	54

表 16: 饲料行业上市公司盈利能力与成长性分析	55
表 17: 淡水鱼养殖成本收益情况.....	62
表 18: 海洋捕捞、养殖收益情况.....	62
表 19: 渔业类上市公司偿债能力与营运能力情况	63
表 20: 渔业行业盈利能力与成长性情况.....	63
表 21: 农产品加工行业上市公司基本情况.....	67
表 22: 农产品加工行业上市公司偿债能力与营运情况.....	67
表 23: 农业综合类上市公司基本情况	68
表 24: 农业综合类上市公司偿债能力与营运情况	69
表 25: 农业综合类上市公司盈利能力与成长性情况.....	70
表 26: 产业链概念相关上市公司.....	73

1. 农业行业概述

1.1. 行业分类

一般农业行业分为大农业与小农业之分，大农业即包括农林牧渔业，属于三大产业之一的第一产业；小农业为种植业。本文所述之农业即为大农业，具体分类借鉴申银万国研究所行业分类标准，主要包括种植业、渔业、林业、畜牧业、农产品加工业、农业综合等子行业。

表 1：渤海证券农业行业分类

子行业	细分子行业	上市公司
林业	林木加工	永安林业、景谷林业、吉林森工
	苗木生产	绿大地
种植业	种子行业	丰乐种业、隆平高科、登海种业、荃银高科、*ST 中农、敦煌种业、万向德农
	棉花种植业	新农开发、新赛股份
	其他种植业	北大荒
	果蔬生产	*ST 香梨
渔业	海洋捕捞	中水渔业、开创国际
	水产养殖	东方海洋、獐子岛、ST 华龙、大湖股份、ST 昌鱼、好当家
畜牧业	饲料行业	正虹科技、罗牛山、天邦股份、正邦科技、海大集团、大北农、通威股份、大江股份、民和股份
农业综合		ST 康达尔、农产品、顺鑫农业、新希望、山下湖、圣农发展、大禹节水、禾嘉股份、亚盛集团、福成五丰、新五丰
农产品加工	粮油加工	东凌粮油、丰原生化、金健米业、荣华实业
	畜禽加工	华英农业、高金食品
	果蔬加工	中粮屯河、如意集团、新中基、*ST 九发

资料来源：WIND，渤海证券研究所

农业各子行业之间是紧密相联的，种植业是农业的基础，为农产品加工业、饲料行业提供种植产品（如玉米、大豆、小麦），而饲料为渔业提供养殖原料。饲料业、农产品加工业中的禽肉加工是同属于养殖产业链条。

1.2. 上下游行业关系

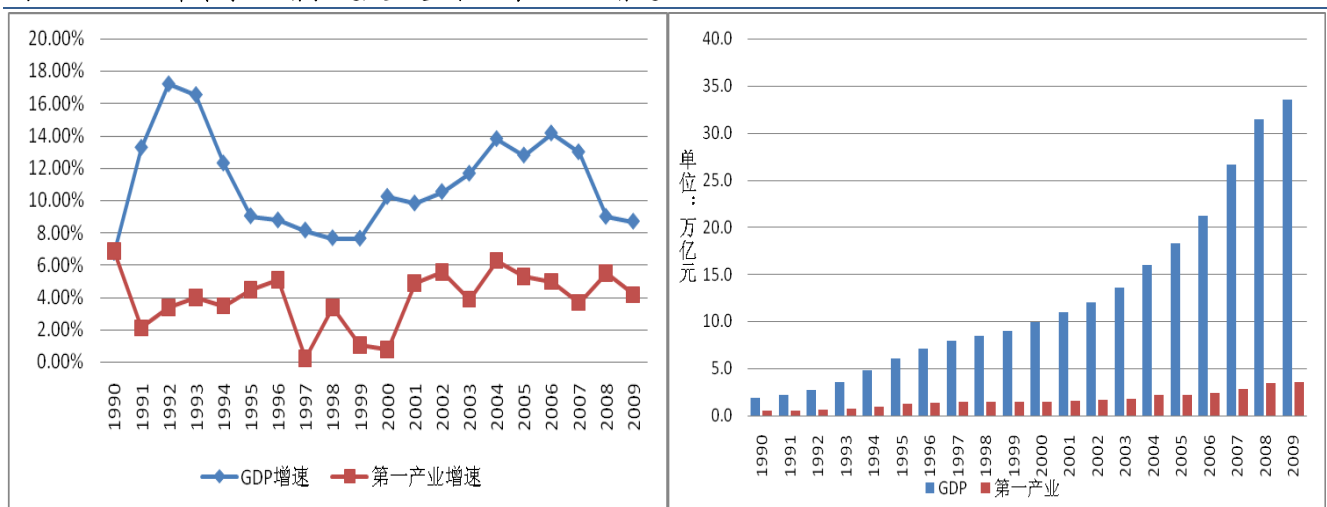
农业的上游行业主要包括农药、化肥、农业机械等农资行业，这些行业主要为农业提供生产资料，是农业生产成本的重要组成部分。农业的下游行业主要包括农产品物流、食品加工、饮料（酒、茶、果汁等）、造纸、纺织、建材等行业。农业为这些行业提供原料。而下游行业，尤其是农产品物流、食品饮料行业的快速发展为农业发展提供了动力。

1.3. 农业行业生命周期分析

行业的生命周期指行业从出现到完全退出社会经济活动所经历的时间。主要包括四个发展阶段：幼稚期，成长期，成熟期，衰退期。改革开放以来，我国农业增加值增速一直在 3% - 6% 区间徘徊，并长期落后于 GDP 增速，其占国内生产总值比重也一直处于下降趋势中，从理论上来说，我国农业处于成熟稳定期。

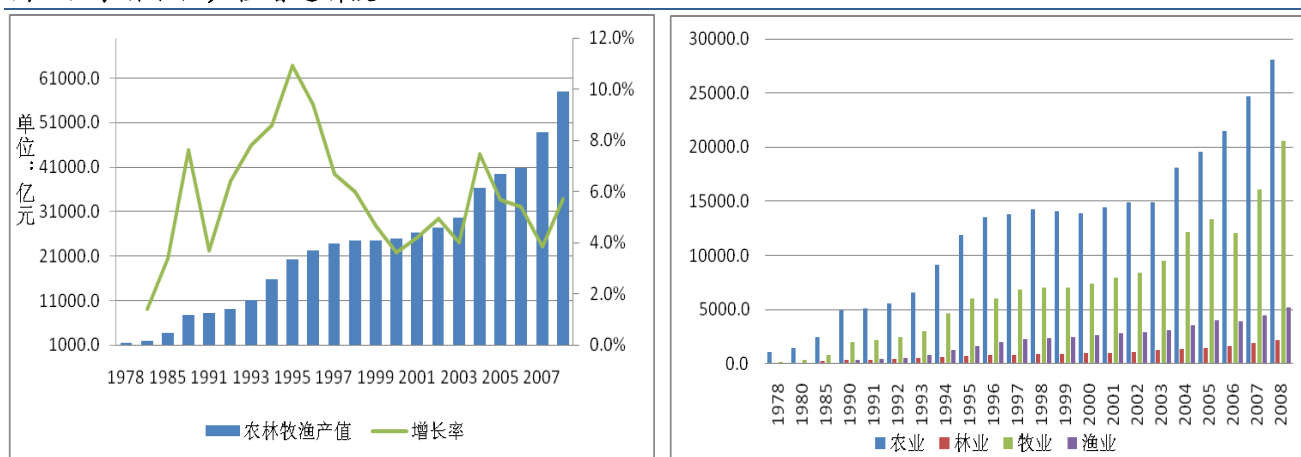
中国是个农业大国，农业在中国的经济发展中占有举足轻重的地位与作用。用各种指标所衡量的农业在国民经济中的产业地位在不断下降，这是符合经济发展规律的。由于农业人口仍然是中国人口的主体，中国依然是农业大国，农业仍然是中国国民经济和社会发展的基础，农业的各种贡献依然存在并发挥着重要的作用。

图 1：近 20 年来农业增长速度一直落后于 GDP 增速



数据来源：中国统计年鉴，渤海证券研究所

图 2：农林牧渔产值增速渐缓



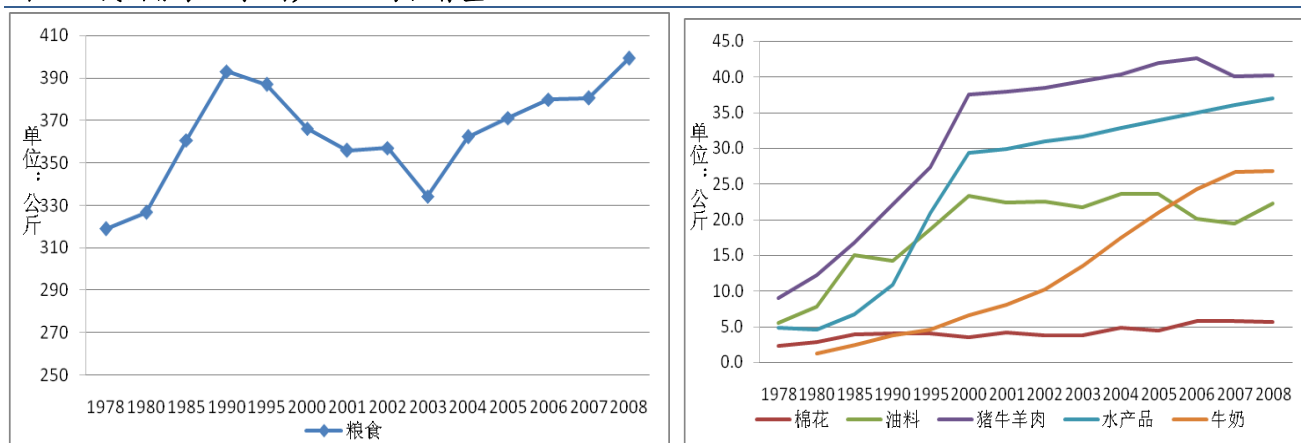
数据来源：中国统计年鉴，渤海证券研究所

1.4. 农业在国民经济中的地位

1.4.1. 农业在国民经济中处于基础地位

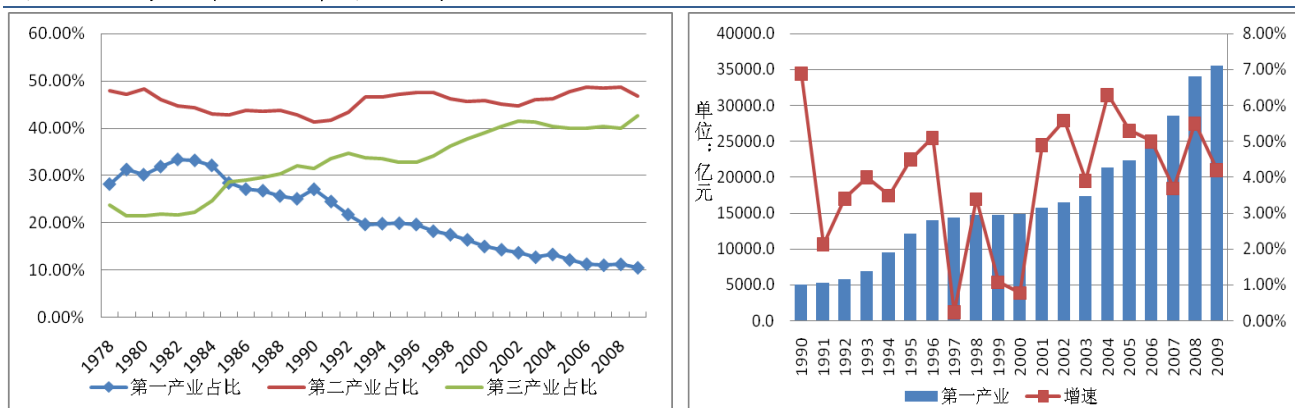
农业作为解决人们基本生活需求的基础产业，在国民经济发展中具有不可替代的基础地位。尽管农业增加值在国内生产总值和农业劳动力在社会劳动力总量中的比重呈现出逐步下降的趋势。这种情况并不能说明农业在国民经济中的基础地位在下降。应当明确，农业在国民经济中的基础地位是与生俱来的，是由农业的产业功能决定的。农业的最大功能是解决人们的吃饭等基本生活问题，这是任何其它产业都无法替代的。现代化水平的提高必然导致人们生活质量的不断提高，进而导致对农业的多种需求越来越高，从而要求农业的基础地位不断得到巩固和加强。

图 3：我国粮食、农副产品人均占有量



数据来源：中国统计年鉴，渤海证券研究所

图 4: 三大产业在 GDP 中的比重情况



数据来源: 中国统计年鉴, 渤海证券研究所

1.4.2. 农业占 GDP 比重下降趋势难改

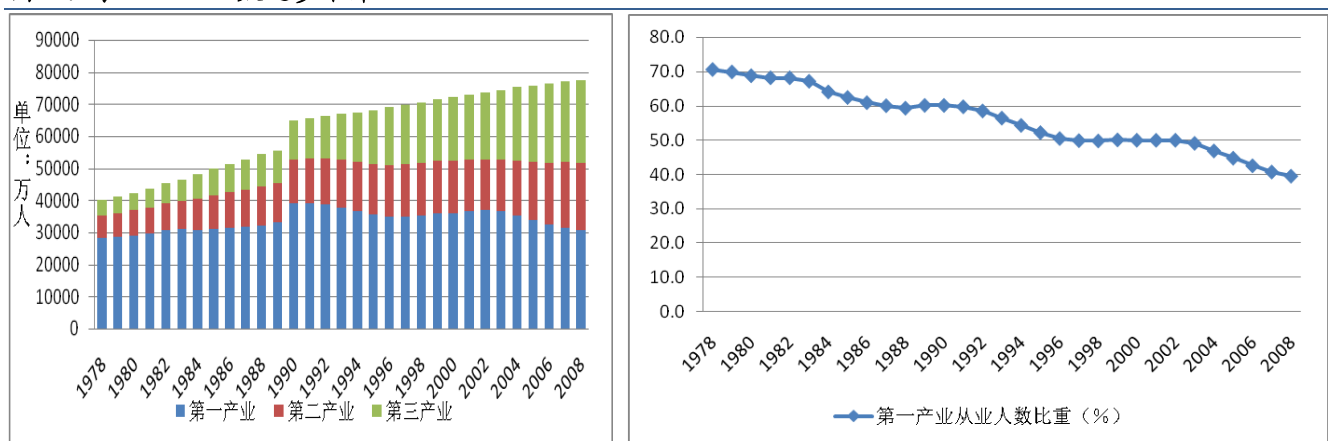
2009年, 全年国内生产总值335353亿元, 比上年增长8.7%。第一产业增加值35477亿元, 增长4.2%; 占国内生产总值的比重为10.58%, 同比去年下降了0.73个百分点。从近30年来第一产业增加值占国内生产总值的比重走势可以看出, 第一产业的比重一直处于下降趋势过程中, 在从改革开放初期曾略有上升, 1978年第一产业占比为27.94%, 到1983年达到最高点32.88%, 主要原因是1978年的家庭联产承包责任制极大地调动了农民的生产热情, 第一产业的产值迅速增长, 在GDP中的比重有所提高。

但随着改革开放的逐渐深入, 经济建设的重点缓慢向工业部门倾斜, 国家对工业的投入不断加大, 第一产业增加值在GDP的比重开始持续下降, 随着服务业等新兴产业的不断兴起, 产值不断增加, 第一产业增加值在国民经济中的比重也进一步下降, 并且基本保持每10年下降10个百分点的速度。

1.4.3. 农业从业人员持续下降

2008年末, 全国就业人员77480万人, 其中, 第一产业30654万人, 占全国就业人员的39.6%; 第二产业21109万人, 占27.2%; 第三产业25717万人, 占33.2%。年末全国农民工总量为22542万人, 其中外出农民工数量14041万人。农业从业人数稳步下降, 但从业人数占比仍居三大产业之首, 为我国解决就业问题做出突出贡献。

图 5: 农业从业人数逐步下降

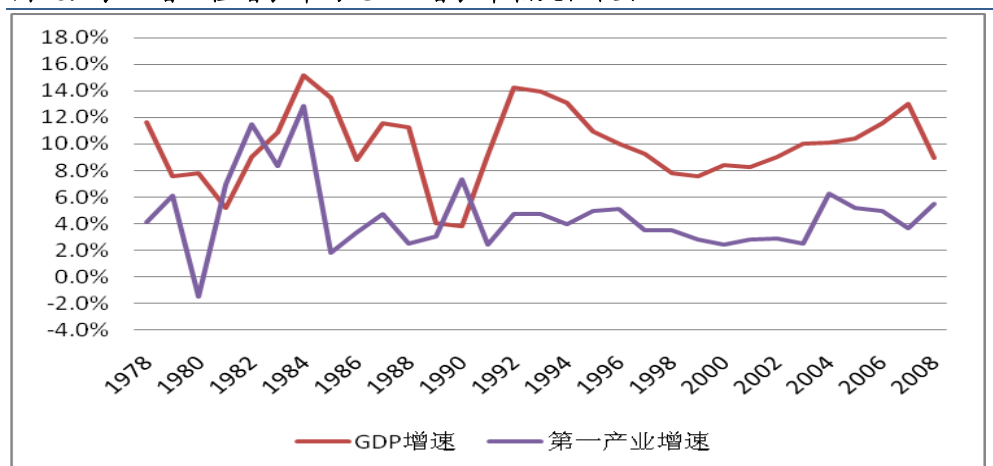


数据来源: 中国统计年鉴, 渤海证券研究所

1.5. 农业与经济周期的关系

我国农业第一要务是解决人们的吃饭问题, 主要为老百姓提供粮食、农副产品等, 产品类型属于生活必需品。从农业增加值增长率与GDP增长率的相关性分析来看, 两者之间相关性较小, 在1978年-1990年这一区间, 农业增加值与GDP增长的相关系数为0.1611, 说明存在较小的正相关关系; 但在1990年-2008年这一区间, 农业增加值与GDP增长之间相关系数仅为-0.0433, 可见农业与经济增长之间几乎没有相关性。农业并不会随经济周期的起落而相应变动, 多年来农业保持稳定增长态势, 增幅一直徘徊在3%-6%之间。

图 6: 农业增加值增长率与 GDP 增长率相关性较小



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

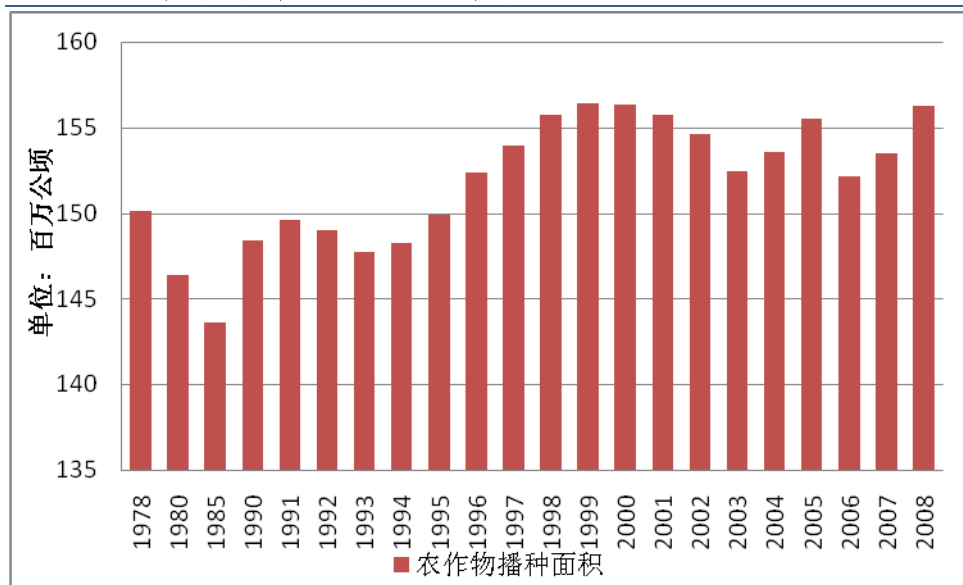
2. 农业行业特征

2.1. 自然垄断性

农业特殊的生产资料决定了其具有自然垄断的性质。土地是农业最基本的生产资料，五谷丰登，始于土地，没有土地为依托，农业及其内部各产业的兴起与发展就失去了最基本的物质条件。

农业特殊的产出决定了其具有垄断的条件。农业是一切生产和人类生存的起点和先决条件，各种粮食作物、经济作物等是人类和其他产业生存与发展不可或缺的物质因素。无论科技如何进步，非农产业如何发展，都离不开农业为其提供必需的农产品满足其基本消费。

图 7：近几年我国农作物播种面积逐年增加



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

2.2. 与生俱来的基础性

农业在国民经济中的基础地位是与生俱来的，是由农业的产业功能决定的。

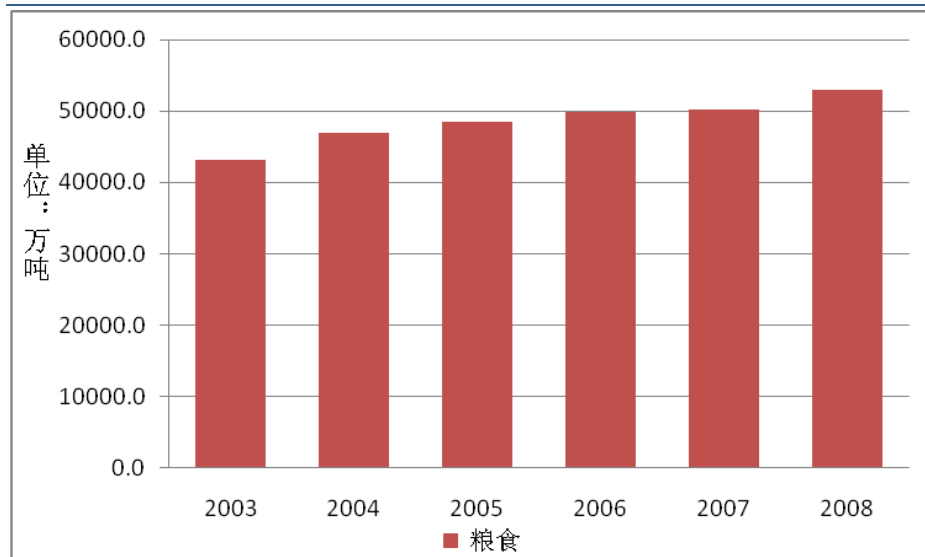
(1) 农业的最大功能是解决人们的吃饭等基本生活问题，为人们提供生活必需品，这是任何其它产业都无法替代的。

(2) 农业为其他产业如食品饮料、造纸、木材加工、纺织行业提供原材料，是这

些相关产业链条的第一环。

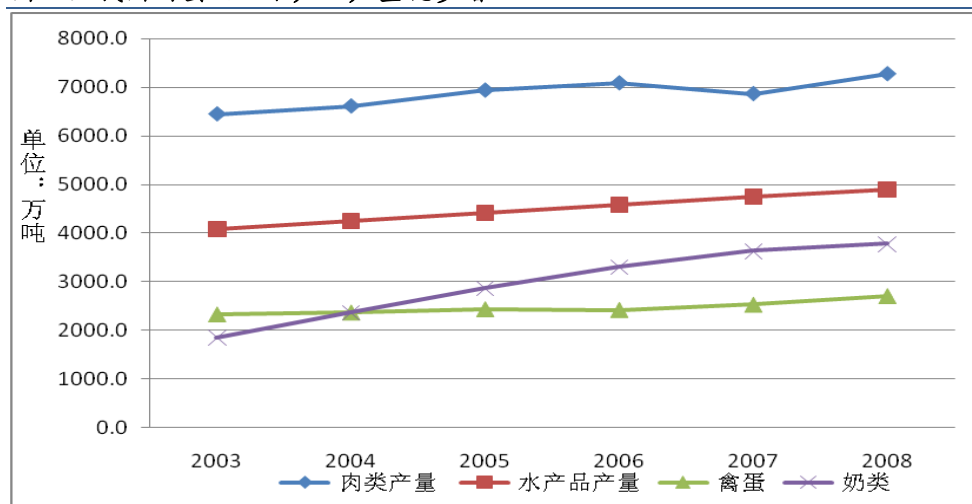
(3) 农业是地球上最大的生态系统, 种植业、林业生产绿色植物, 进行光合作用, 净化空气, 对自然环境的保护非常重要, 是人类生存的基础。

图 8: 我国粮食产量稳定增长



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

图 9: 我国肉蛋奶及水产品产量稳步增加



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

2.3. 周期性

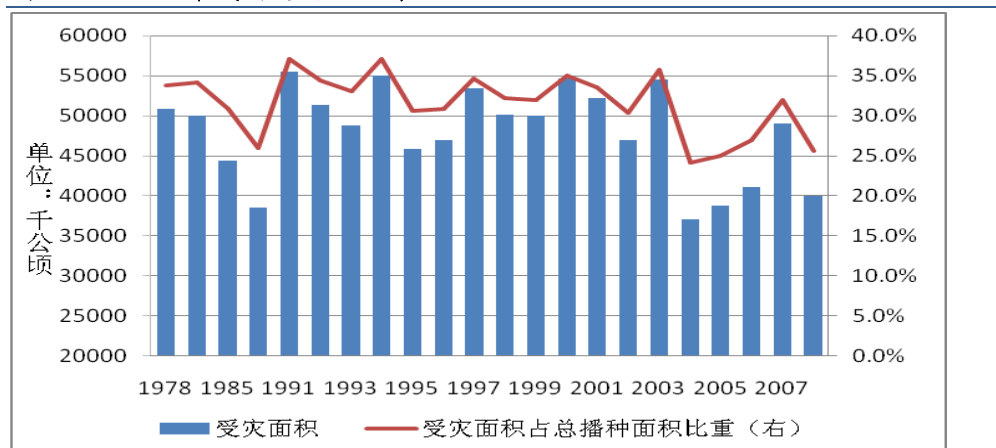
农业产品具有周期性特征。无论是农作物耕种、畜牧养殖还是水产品养殖和捕捞, 都有一定的生产周期, 其产品不能在短期内收获, 例农作物有一年一熟制、一年两熟制、两年三熟制等; 林木产品生产周期较长, 最快的人造经济适用林也需要6年

以上的时间才可以砍伐；而畜牧产品如生猪养殖周期为5个月左右；水产品养殖如海胆养殖周期一般在3年左右、黄鱼生长周期一般经过二年左右；渔业捕捞有休渔期。

2.4. 弱质性

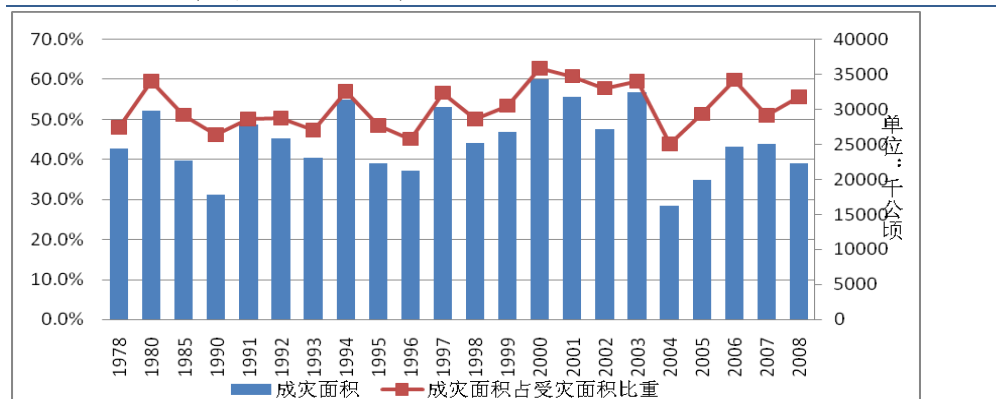
首先，农业最易受到自然灾害的冲击。自然界不仅为农业提供基本的生产资料，而且自然条件、尤其是气候条件的变化直接决定了农业经营结果的利与失，风调雨顺，则五谷丰登；若有“天灾”，则农业歉收。即使是科技发达的美国、日本，一旦出现人为力量难以抵御的自然破坏力，一样会出现农业歉收的状况。我国是一个多自然灾害的国家，南涝北旱、台风、地震以及沙尘暴等多种自然灾害给人民生活和社会经济发展带来了巨大的损失。例2008年，我国受灾面积为3999万公顷，占农作物总播种面积的25%，成灾面积为2228万公顷，占受灾面积的55%。

图 10: 近 30 年我国受灾面积情况



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 11: 近 30 年我国受灾面积情况



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

局部性的。随着疾病得到控制，这种影响会慢慢消失。2004年初爆发高致病性禽流感疫情，疫区活鸡、鸭、鹅等畜产品全被宰杀，人们对家禽产品消费锐减，出口受阻。2005年，全国先后有13个省份共发生H5N1型高致病性禽流感疫情，发病16.31万只，死亡15.46万只，扑杀2257.1万只。其中，青海省发生一起候鸟疫情。内地共发生9起亚洲I型口蹄疫疫情，发病牛612头，扑杀4232头。给养殖户带来非常大的经济损失。

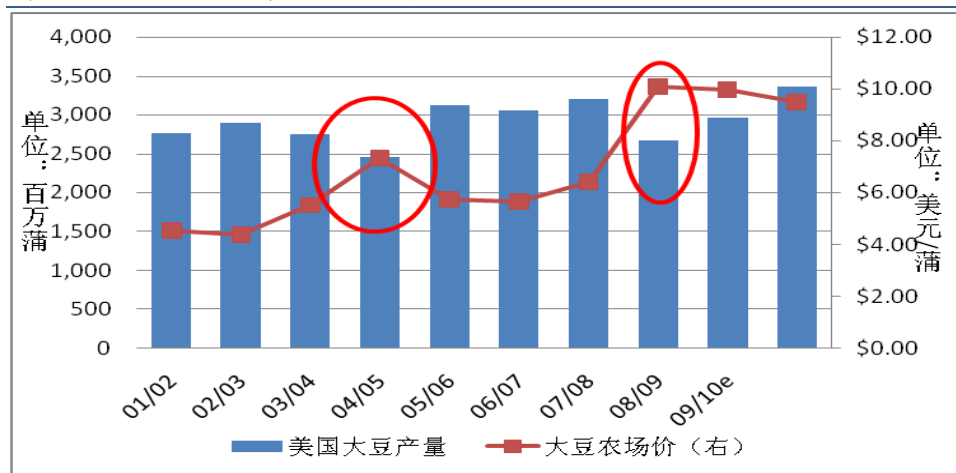
2.5. 农产品供求弹性分析

2.5.1. 供给弹性

2.5.1.1. 农产品长期供给富有弹性

供给价格弹性是指供给量相对价格变化作出的反应程度。但从较长的时间周期来看，农产品长期供给是富有弹性的，农民往往根据当年的农产品价格来决定下一年度的种植面积，从而引起农产品产量的周期性波动，由于农产品往往是缺乏需求价格弹性的商品，农产品价格变动主要取决于供给产量的变动，供求的不平衡又导致价格也呈现周期性波动。

图 12: 以美国大豆价格波动为例



数据来源: USDA, 渤海证券研究所

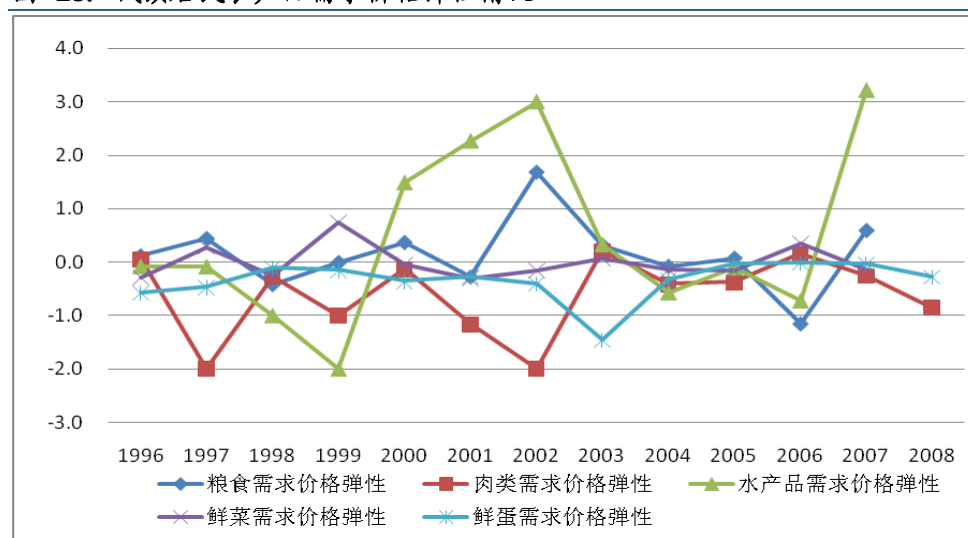
2.5.1.2. 农产品短期供给弹性较小

在一个生产周期内，农产品产量对价格的变动反应不敏感，产量难以增加或减少，所以说农产品的短期供给某种程度上具有刚性，短期供给价格弹性较小是农业生产不同于其它产业的一大特点。一旦供求关系失衡，调整需要一个较长周期。

2.5.2. 需求价格弹性较小

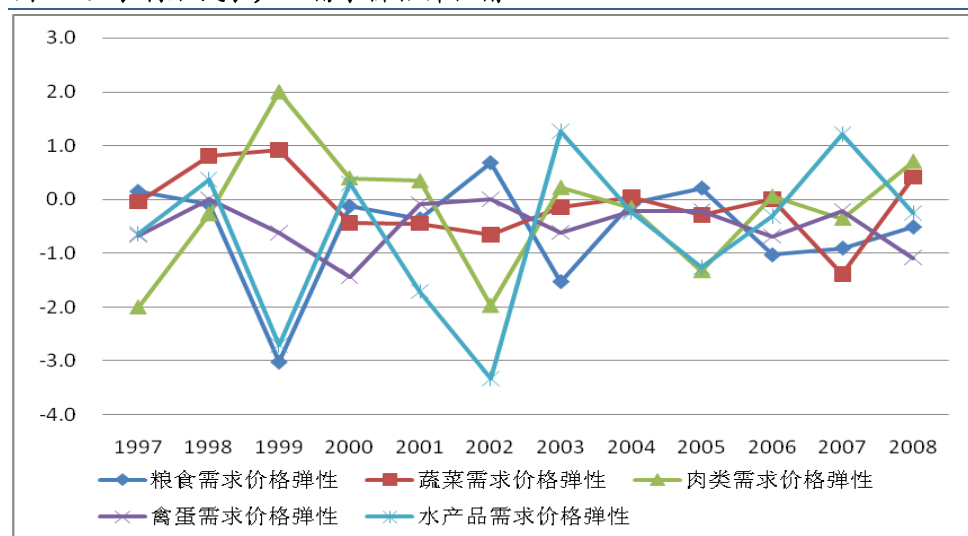
经济学理论上讲，生活必需品的需求价格弹性较小，表现为随着价格的上涨，需求量下降幅度较小。而奢侈品的需求价格弹性较大，表现为随价格的上涨，需求量下降幅度较大。农产品大多属于生活必需品和低档消费品。其需求价格弹性较小，且基本为负值或接近于零。我国粮食、蔬菜人均需求量连年下降，肉、蛋、水产品人均消费基本稳定。其中城镇居民人均消费粮食、蔬菜、鲜蛋、肉类需求价格弹性较稳定，水产品需求价格弹性波动较大。农村居民人均消费粮食、禽蛋、蔬菜的需求价格弹性较稳定，而肉类、水产品的需求价格弹性波动较大。

图 13: 城镇居民农产品需求价格弹性情况



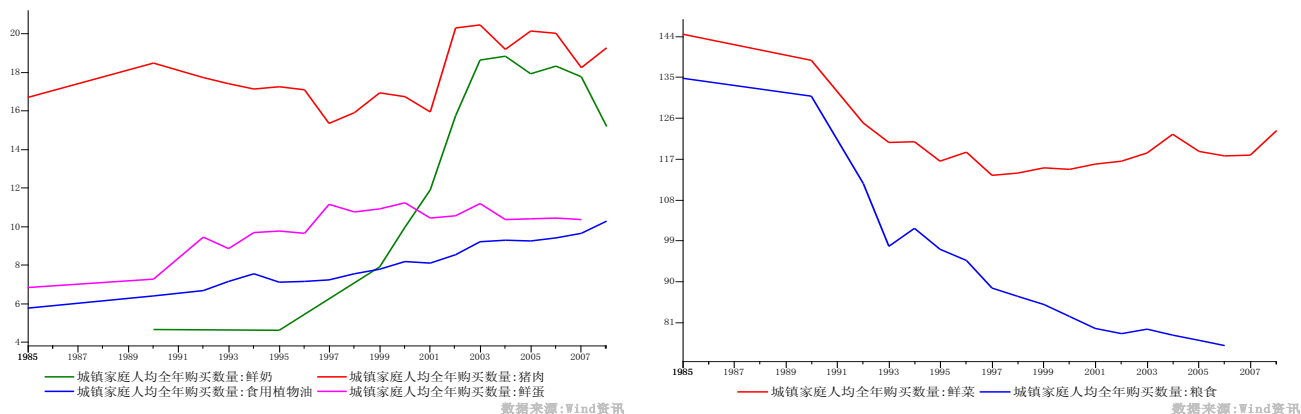
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 14: 农村居民农产品需求价格弹性情况



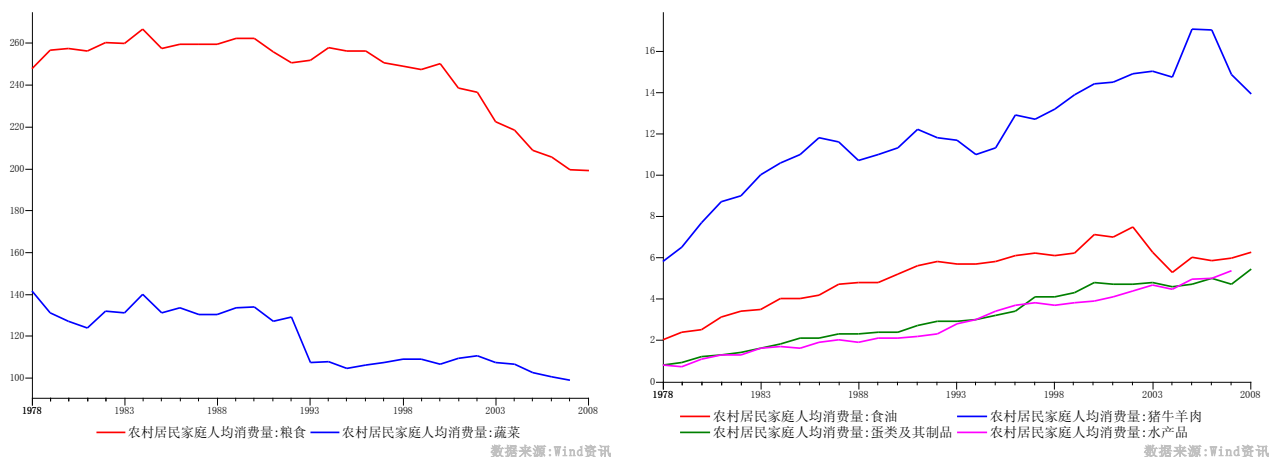
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 15: 城镇居民粮食、蔬菜人均消费下降, 鲜蛋、食用油需求相对稳定



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 16: 农村粮食、蔬菜人均消费逐年下降, 肉、蛋、油需求稳定

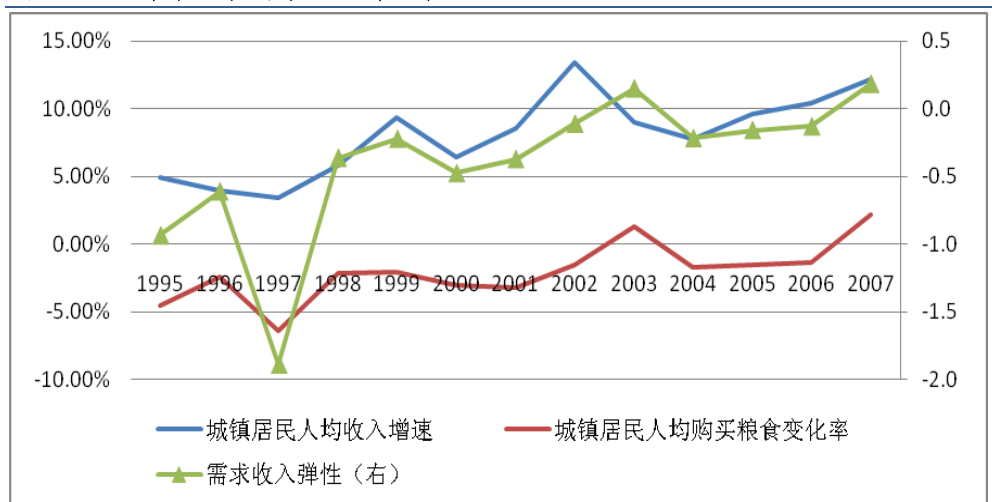


数据来源: WIND, 渤海证券研究所

2.5.3. 需求收入弹性较小

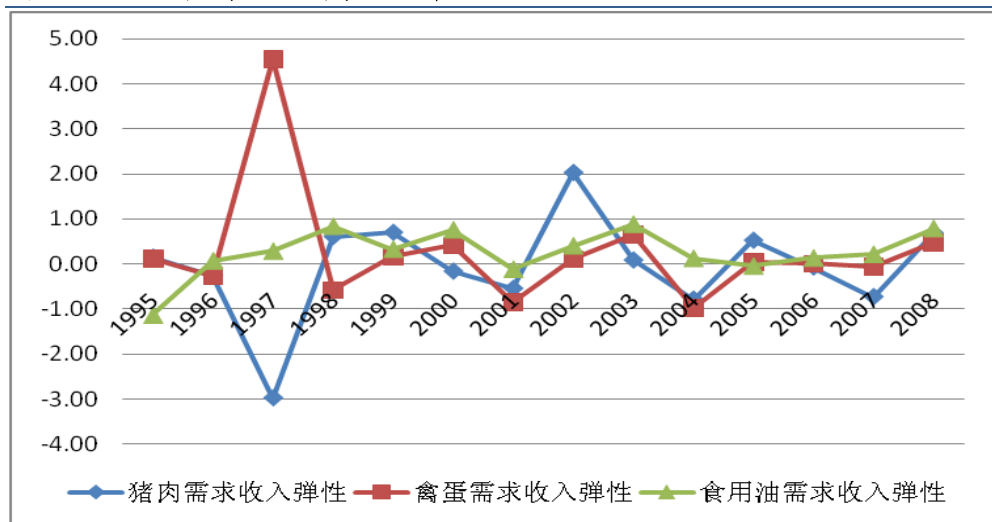
理论上讲, 一般商品的需求收入弹性为正, 体现出随着收入水平的提高消费量也随之提高。但人们随收入不断增长对农产品的消费需求缓慢甚至下降, 农产品需求收入弹性较小。粮食的需求收入弹性大多情况下为负值, 粮食需求收入弹性在-0.5-0之间徘徊。肉、蛋、奶、食用油等农产品的需求收入弹性波动较大。

图 17: 近年来粮食需求收入弹性在-0.5 - 0 之间徘徊



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

图 18: 肉、蛋、食用油需求收入弹性波动较大



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

3. 农业发展影响因素分析

3.1. 人口因素

3.1.1. 民以食为天

我国是人口第一大国, 占世界总人口的近五分之一。据国家统计局数据显示, 2009 年末我国总人口为 13.3 亿人, 世界总人口为 67.7 亿人, 我国人口占世界总人口的 19.6%。解决我国人口的吃饭问题, 维护国家粮食安全一直是农业面临的第一要务。

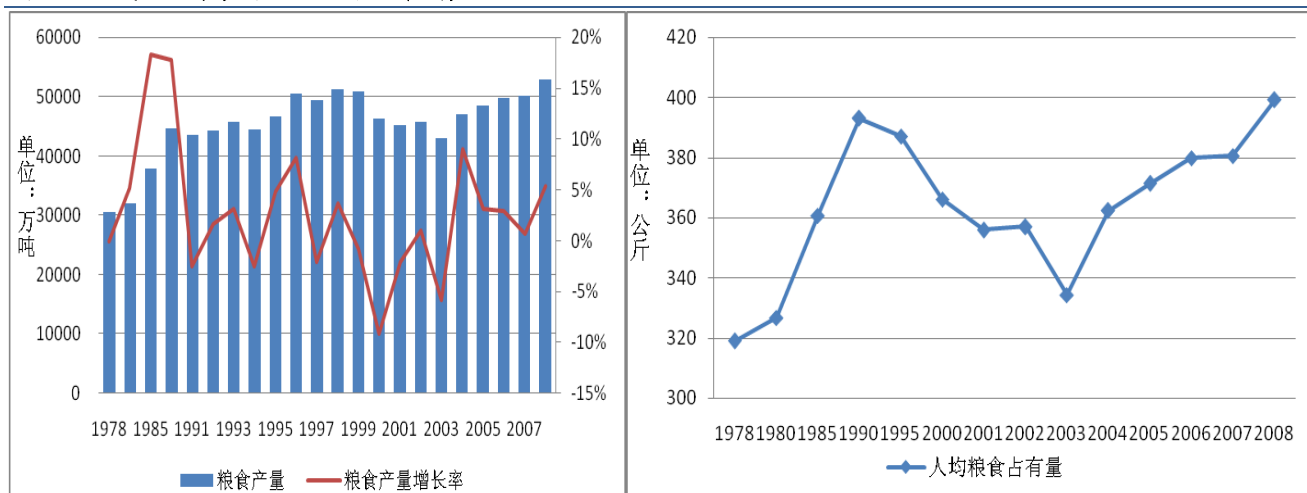
表 2：2009 年末我国人口情况

单位：万人	2009 年年末数	比重%
全国总人口	133474	100.0
其中：城镇	62186	46.6
乡村	71288	53.4
其中：男性	68652	51.4
女性	64822	48.6
其中：0-14 岁	24663	18.5
15-59 岁	92097	69.0
60 岁及以上	16714	12.5
其中：65 岁及以上	11309	8.5

资料来源：国家统计局，渤海证券研究所

面对粮食安全问题，中共中央、国务院于2004 年实施新粮食政策，2005 年中共中央、国务院提出了除继续坚持并加强原有的政策外，重点在于增加投入，加强农业综合生产能力建设的粮食政策；2006 年、2007 年又出台了一系列发展粮食生产的措施。通过这近几年“三农”政策的正确引导，我国粮食供给已经连续6年增产，2003年我国粮食产量为43070万吨，2008年粮食产量增至52871万吨，增幅达22.7%。人均粮食占有量由334公斤/人增至399公斤/人，增幅为19.4%。 尽管近年来粮食产量不断增加，但粮食安全这根弦丝毫不能放松。一方面我国的土地流失比较严重，耕地面积不断减少；一方面人们虽然对粮食数量直接需求相对稳定，但人们对肉类、蛋、奶等需求不断增加，进而间接导致对原粮需求大幅增加。具体品种上对外依存度较高，如大豆消费对外依存度达70%，棉花、白糖进口量占国内消费比重越来越大，作为饲料主要原料的玉米供求非常紧张导致今年价格大幅飙升。长期来看，我们粮食供求将处于紧平衡状态，粮食安全问题将一直是农业面临的重要课题。

图 19: 我国粮食产量已连续 6 年增产

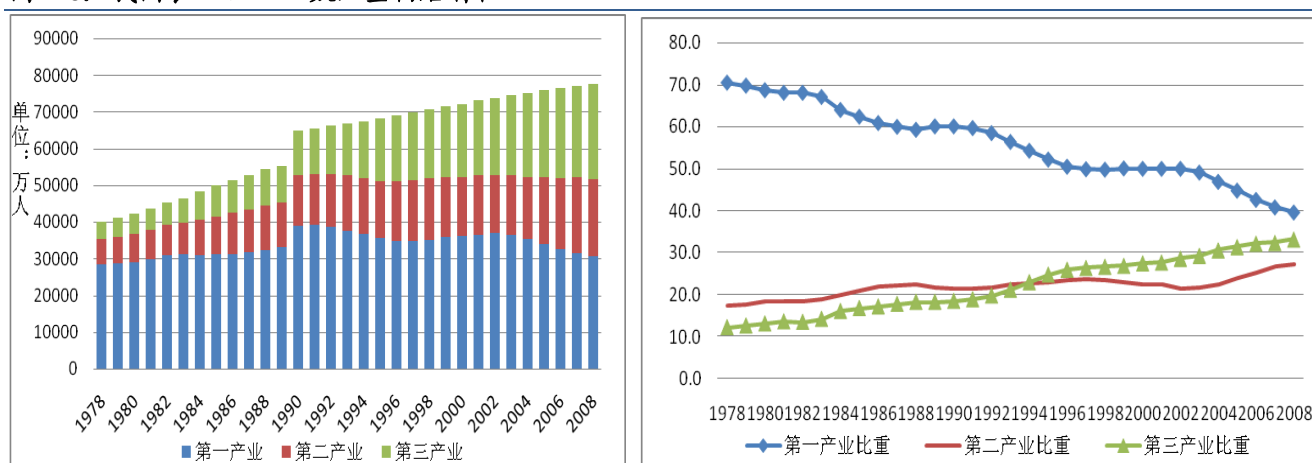


数据来源: WIND, 渤海证券研究所

3.1.2. 农业解决了农村大多数人口就业

我国人口众多, 其中农村人口 7.1 亿, 占全国人口的一半以上, 这就为农业的发展提供了丰富的劳动力资源, 农业为解决这么多的就业问题做出了突出贡献。截止 2008 年末, 我国就业人口总数为 7.75 亿, 第一产业 (包括农林牧渔产业) 就业人数为 3.06 亿, 占就业总人数的 39.6%, 占农村总人口的 43%, 居三大产业就业人数及比重之首。

图 20: 我国农业从业人数比重仍居首位



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

3.1.3. 从业人数下降的趋势难以改变

从发达国家的农业发展历史来看, 农业从业人数下降符合经济社会发展的规律。随着农业生产效率、机械化水平的提高, 粮食生产中劳动力使用的密集程度下降, 大

量农业人口从农业领域解放出来，逐渐转移至工业领域和服务业领域，1978 年我国农业从业人口比重为 70%，2008 年比重已下降至 39.6%，降幅达 43%；服务业比重从 1978 年的 12.2% 上升至 2008 年的 33.2%，上涨了 2.7 倍。

3.2. 自然资源

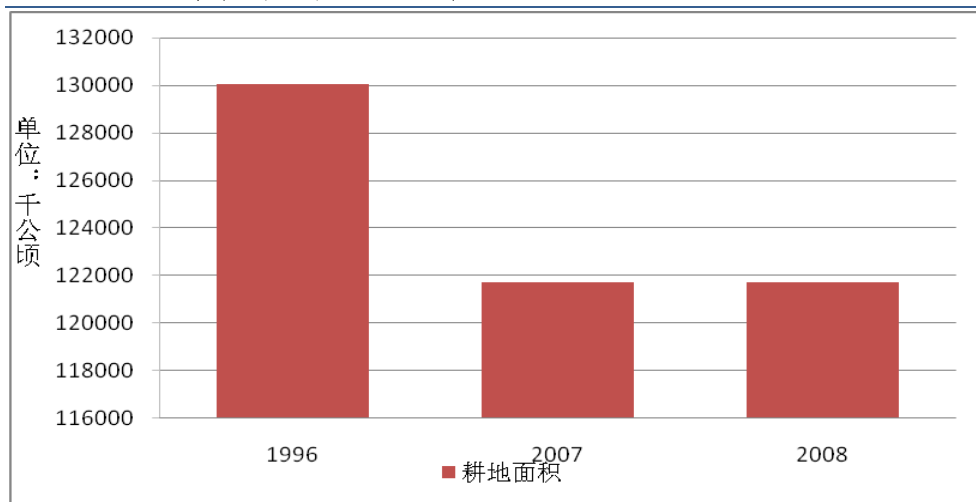
自然资源作为一种重要的生产要素，是农业生产的基础。与农业相关的自然资源主要包括土地资源、气候资源、水资源。

3.2.1. 土地资源

耕地资源

耕地资源是不可代替的农业生产资料，据统计，2008 年末我国耕地面积为 18.25 亿亩，仅占国土面积的 12.7% 左右，而人均可耕地面积仅为 1.4 亩，相当于世界人均耕地面积的 1/3 左右，相当于美国人均耕地面积的 1/8。近年来随着我国工业化、城市化进程的加快，国家、集体和个人每年要占用 900 万亩左右公顷的土地（主要是耕地）。另外，由于乱砍森林、草原过牧、盲目开垦等原因，我国水土流失问题十分严重，而由于投入不足，土壤肥力下降又影响了耕地质量。我国耕地资源面临问题非常严重。

图 21：近 10 年来我国耕地面积下降明显



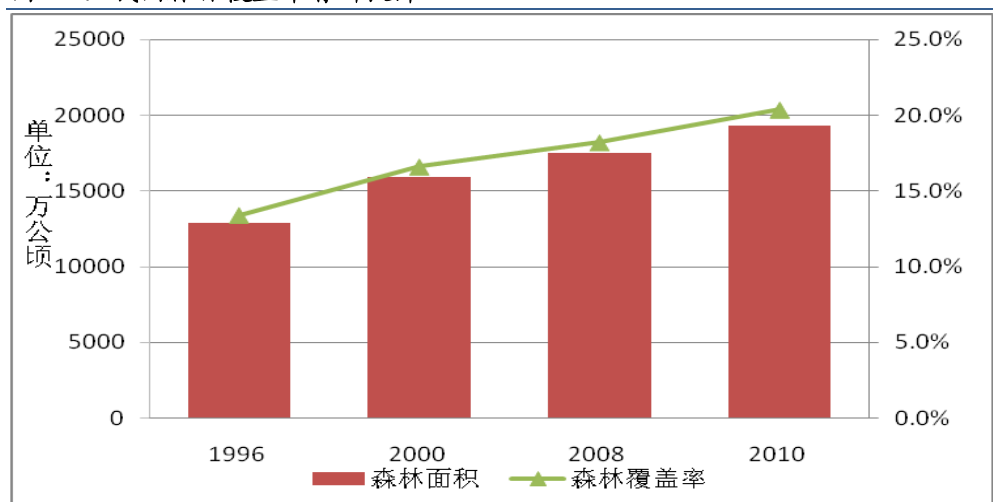
数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

林木资源

据全国第七次森林资源清查结果显示，除港、澳、台地区外，全国林地面积 30378.19

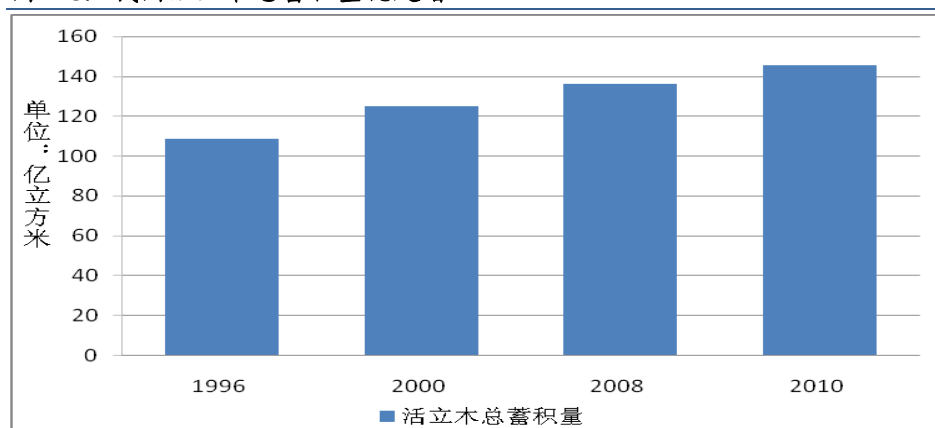
万公顷，森林面积 19333 万公顷，森林覆盖率由 2006 年 18.21% 提高到 20.36%，上升了 2.15 个百分点；活立木总蓄积 145.54 亿立方米，比上一次清查结果净增 11.28 亿立方米，森林蓄积 133.63 亿立方米，比上一次清查净增 11.23 亿立方米。天然林面积 11969.25 万公顷，天然林蓄积 114.02 亿立方米；人工林保存面积 6168.84 万公顷，人工林蓄积 19.61 亿立方米，人工林面积居世界首位。但我国森林覆盖率只有全球平均水平的 2/3，排在世界第 139 位；人均森林面积 0.145 公顷，不足世界人均占有量的 1/4；人均森林蓄积 10.151 立方米，只有世界人均占有量的 1/7。全国乔木林生态功能指数 0.54，生态功能好的仅占 11.31%，生态脆弱状况没有根本扭转。生态问题依然是制约我国可持续发展最突出的问题之一，生态差距依然是我国与发达国家之间最主要的差距之一。

图 22：我国森林覆盖率有所提升



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 23：我国活立木总蓄积量稳定增加

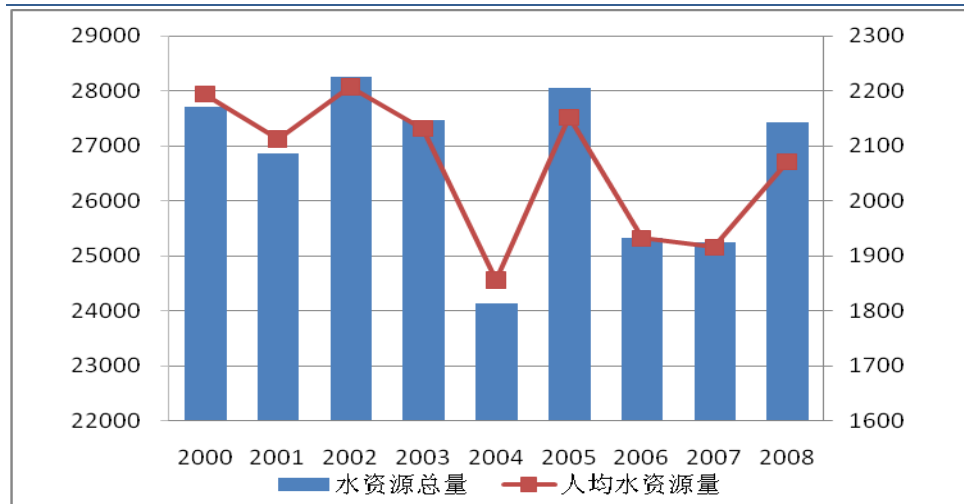


数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

3.2.2. 水资源

我国水资源比较丰富。2008 年末，我国水资源总量为 27434 亿立方米，人均水资源量为 2071 立方米/人。我国的水资源总量居世界第六位，但人均水资源量只有世界人均量的 26% ，居世界第 109 位，中国属于人均水资源最少的 13 个贫水国家之一。

图 24：我国水资源量情况



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

我国淡水有长江、黄河、淮河、海河、钱塘江等五大水系和众多的河流、湖泊，内陆水域总面积 1747 万公顷；海水有渤海、黄海、东海、南海等四大海域，海域总面积 47300 万公顷，海岸线总长 32647 公里。

我国淡水资源中可用于人工养殖的面积 675 万公顷，到 2008 年底已养殖面积 467 万公顷，利用比例已经达到 70%，利用程度较高；我国海岸带面积宽阔，有 2882 万公顷，其中可养殖面积 260.01 万公顷，已养殖面积 109.49 万公顷，利用程度已达 42%。近几年，海水资源人工养殖利用程度增长很快，不过绝对值仍很低，海水养殖仍有很大的发展前景。

3.2.3. 气候资源

光能资源丰富

农作物生长需要光能才能完成光合作用，昼夜长短影响着植物开花、结实、落叶、休眠以及地下块根、块茎等营养器官的形成。从全国来看，我国是太阳能资源相当丰富的国家，绝大多数地区年平均日辐射量在 4kWh /m² 天以上，西藏最高达 7kWh /m² 天。全国太阳年总辐射量在 (33—83) × 10³ 焦 /平方米 之间，除川、黔地区外，太阳能资源大都相当或超过国外同纬度地区。东部主要农业区，作物生长

期的光合有效辐射量相当丰富,具有较高的光合生产潜力。

热能资源丰富多样

热量资源是农业生物生存和生长发育所需的外界环境因子和能量。大多数农作物在日平均温度 10℃以上才能活跃生长,故日平均温度稳定在 10℃以上的持续期,称为农作物生长活跃期。我国生长活跃期,从东北吉林、黑龙江两省向西包括内蒙古、宁夏、陇东到川西,向南到云南、西藏交界处以西,除塔里木盆地起始于 4 月 1 日前外,其余均始于 5 月 1 日以后,终于 10 月 1 日以前,长约 5 个月。

我国热量资源丰富多样,夏季温度比世界同纬度地区偏高,高温和雨季基本同时出现的特点为农、林、牧各业的发展和各种农作物的生长发育提供了适宜的热量条件,形成了中国农业类型、种植制度和作物分布的多样性。东部地区雨热同季,有利于农业气候生产潜力的发挥,获得较多生物量。但是,由于冬、夏季风年际间进退时间、强度和影响范围的不同,导致中国温度、降水年际变化较大,热量资源不稳定,冬季寒冷,各地不同程度地存在着低温冷害、霜冻、寒害等农业气象灾害,水热组合有时也不够协调,这些都限制了热量资源的利用,对农业的持续稳定发展不利。

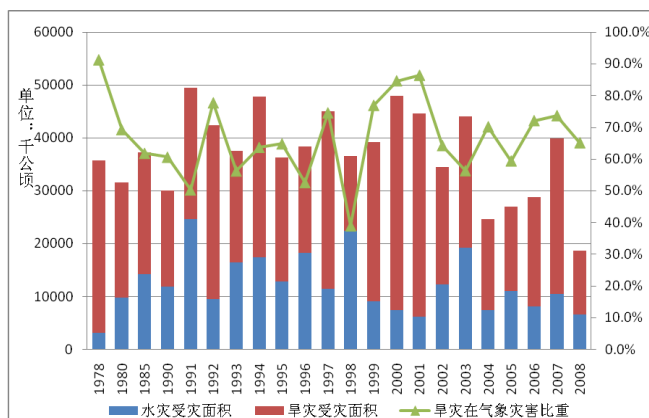
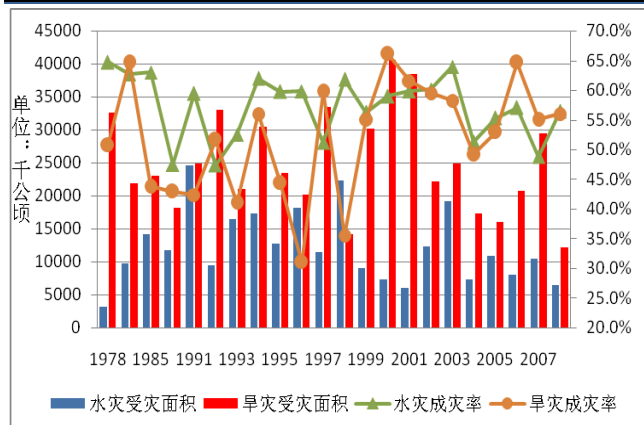
3.3. 自然灾害

农业具有周期性特征,一般来说,农业从投入到生产整个生产过程要比工业生产时间长,必须经历一个连续的生长周期。这使得农业生产受自然环境的影响及自然灾害的威胁较大。与农业相关的自然灾害主要包括三大类:气象灾害、生态灾害和生物灾害。

3.3.1. 气象灾害越来越频繁

气候始终是影响农业生产的重要决定因素,到目前为止,农业还没有改变靠天吃饭的局面。我国的气象灾害包括洪涝、干旱、低温冷害、冰雹、沙尘暴等。在下图中我们发现,气象灾害中发生旱灾的比例相对较大,2008 年我国因旱灾受灾面积达 1213.7 万公顷,占气象灾害受面积的 73.7%;无论旱灾还是水灾的成灾率都比较高,水灾成灾率一直稳定在 50%以上,2008 年水灾成灾率为 55%,旱灾成灾率波动较大且有趋升的趋势,1997 年旱灾成灾率为 35%,2008 年旱灾成灾率为 56%。

图 25: 我国历年水灾、旱灾受灾情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

受全球气候变暖趋势影响，近年来极端天气气候事件时有发生，使全球和中国农业生产尤其是种植业的不稳定性增大。例如 2009 年 11 月份太平洋地区厄尔尼诺现象开始出现，导致马来西亚、印尼等东南亚国家发生严重干旱，造成国内棕榈油大幅减产，同时我国云南、贵州、广西、重庆、四川等地出现历史罕见的干旱，受旱面积达 6567 万亩，923 万头大牲畜因旱饮水困难，造成农业直接经济损失达 120 亿元以上。

表 3：我国自然灾害造成经济损失情况

年份	1995	1997	1998	2000	2001	2002
直接经济损失	1863	1975	3007	2031	1942	1717
年份	2003	2004	2005	2007	2008	2009
直接经济损失	1884	1602	2042	2363	11752	2524

注：单位：亿元，根据各年度民政事业发展报告总结所得

3.3.2. 生态灾害令水土流失严重

生态灾害显见于北方干旱、半干旱地区及南方丘陵山地,这些地区生态条件比较恶劣,易受自然变化及人类活动的影响。据了解,黄土丘陵地区的灾害性水土流失面积达 5 万平方千米,我国现有的水土流失总面积约 150 万平方千米,且水土流失面积和速度居世界各国之首。仅肥力损失每年就多达 70 多亿元。石漠化则以我国的云、贵、桂三省区最为严重。其中以贵州省的面积最大。此外,海洋带发生的赤潮、海岸侵蚀也是我国不可忽视的几大生态问题。在我国,造成生态灾害有自然原因,如气象、地质和地貌等因素,但更主要的是不合理的人为活动,表现在四个方面:过量放牧、滥樵、滥挖、滥采、滥垦、滥用水资源等。

3.3.3. 生物灾害

生物灾害主要包括病虫害、动物流行性疾病等，病虫害主要令种植业深受其害，不过随着国家政府农业部门的重视及优良种子普遍采用，病虫害的危害越来越小。动物流行性疾病主要对畜牧业有影响，不过这种影响是暂时性的或是局部性的。随着疾病得到控制，这种影响会慢慢消失。2005 年，全国先后有 13 个省份共发生 H5N1 型高致病性禽流感疫情，发病 16.31 万只，死亡 15.46 万只，扑杀 2257.1 万只。其中，青海省发生一起候鸟疫情。内地共发生 9 起亚洲 I 型口蹄疫疫情，发病牛 612 头，扑杀 4232 头。给养殖户带来非常大的经济损失。另林业和渔业生产也会受到不同病虫害的影响。

3.4. 国家政策

农业在国民经济中的基础性作用使得各国政府都对农业予以了极大的关注。对农业实行保护政策是世界发达国家（地区）的通行做法。如农产品价格支持和农业补贴政策是美国长期坚持的农业政策。我国从 2004 年开始，已经连续 6 年以中共中央文件一号文件的形式专门发一个关于“三农”问题的文件，出台一系列促进农业发展、农民增收的相关政策。我国的主要农业政策分为以下几种：

（1）对主要农产品实施最低收购价制度

为提高农民种粮积极性和维护国家粮食安全，从 2004 年开始，我国开始实施对稻谷、小麦实施最低收购价制度，并每年保持一定增长幅度，2010 我国继续实施最低收购价制度，其中白小麦最低收购价为 0.9 元/斤，同比增长 3%，红小麦、混合麦为 0.86 元/斤，同比增长 4%；早籼稻、中晚籼、粳稻分别为 0.93 元/斤、0.97 元/斤和 1.05 元/斤，同比增长 3%、5% 和 11%。另我国还对大豆、玉米、油菜籽等农产品实施临时收储制度，以保护农民种植收益，促进农产品价格稳定运行。

表 4：历年来我国小麦最低收购价变化（单位：元/50 公斤）

品种	2006	2007	2008	2009	同比变化	2010	同比变化
白小麦	72	72	77	87	13%	90	3%
红小麦、混合麦	69	69	72	83	15%	86	4%

数据来源：国家农业部，渤海证券研究所

表 5：历年来我国稻谷最低收购价格（单位：元/50 公斤）

品种	2004	2005	2006	2007	2008	2009	同比变化	2010	同比变化
早籼稻	70	70	70	70	77	90	17%	93	3%
中晚籼稻	72	72	72	72	79	92	16%	97	5%

粳稻	75	75	75	75	82	95	16%	105	11%
----	----	----	----	----	----	----	-----	-----	-----

数据来源：国家农业部，渤海证券研究所

（2）加大对农业财政补贴力度

我国从 2004 年开始，加大对农业财政补贴力度，主要补贴类型分为农机具购置补贴、粮食种植直接补贴、良种补贴、农资综合补贴等。2004 年合计补贴数额为 148.5 亿元，单位面积补贴为 9.7 元/亩；2009 年财政补贴为 1230 亿元，平均面积补贴为 87.5 元/亩，分别比 2004 年增长了 7.28 倍和 7.98 倍。

表 6：我国农业补贴力度逐步加大

单位：亿元	农机补贴	粮食直补	良种补贴	农资综合补贴	合计	粮食播种面积（千公顷）	单位面积补贴（元/亩）
2004		120	28.5		148.5	101606	9.74
2005	3	132	38.7		173.7	104278	11.10
2006	6	142	40.7	125	313.7	104958	19.93
2007	20	151	66.6	276	513.6	105638	32.41
2008	40	151	116.6	638	1030	106792	64.30
2009	130				1230	108970	75.25
2010E	155	151		716	1430	108970	87.49

资料来源：渤海证券研究所，注：2004 - 2009 数据根据农业部公布数据整理所得，2010 年为预测数据

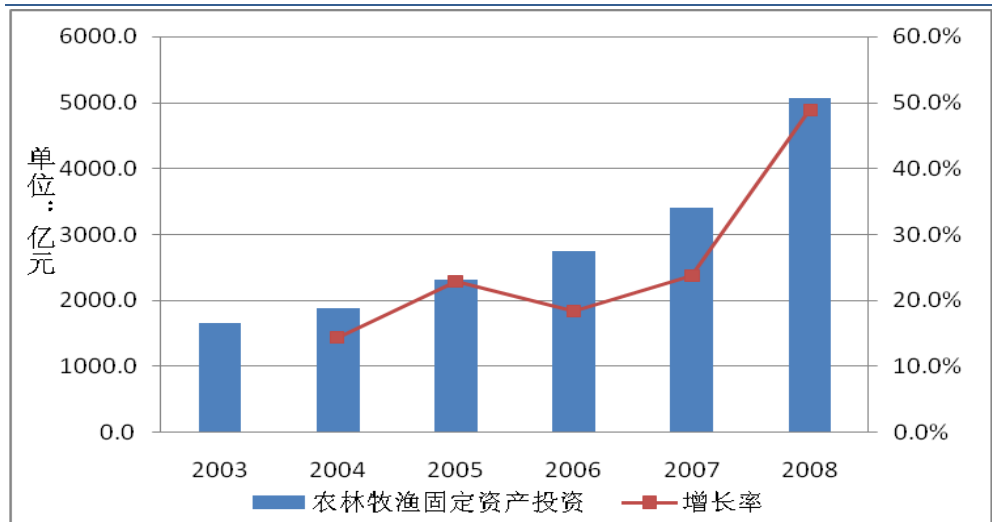
（3）增加对农业基础设施投入

农业基础设施建设一般包括：农田水利建设，农产品流通重点设施建设，商品粮棉生产基地、用材林生产基础和防护林建设，农业教育、科研、技术推广和气象基础设施等。强化农业基础设施建设，是推动农村经济发展、促进农业和农村现代化的重要措施。近年来我国加大对农业固定资产投资力度，2003 年，农业固定资产投资额为 1652 亿元，2008 年增至 5064 亿元，为 2003 年的 3 倍。农田水利建设方面也取得很大进展，截止 2008 年，灌区数有 6414 处，比 2007 年增加 545 处；灌区有效灌溉面积为 2944 万公顷，同比增加 4%；全国水库有 86353 座，同比增加 941 座；水库库容量 6924 亿立方米，同比增加 9%；节水灌溉面积为 2443.6 万公顷，同比增加 94.7 万公顷。

我国用材林及防护林建设成果显著，截止 2008 年，我国防护林面积为 369.8 万公顷，比 2005 年增加了 38%，用材林总面积为 78.2 万公顷，比 2005 年增加了 29%。2009 年全年落实预算内中央水利投资 637 亿元，落实省级地方水利投资 790 亿元，年度水利投资规模达 1427 亿元。2010 年中央财政拟安排“三农”投入

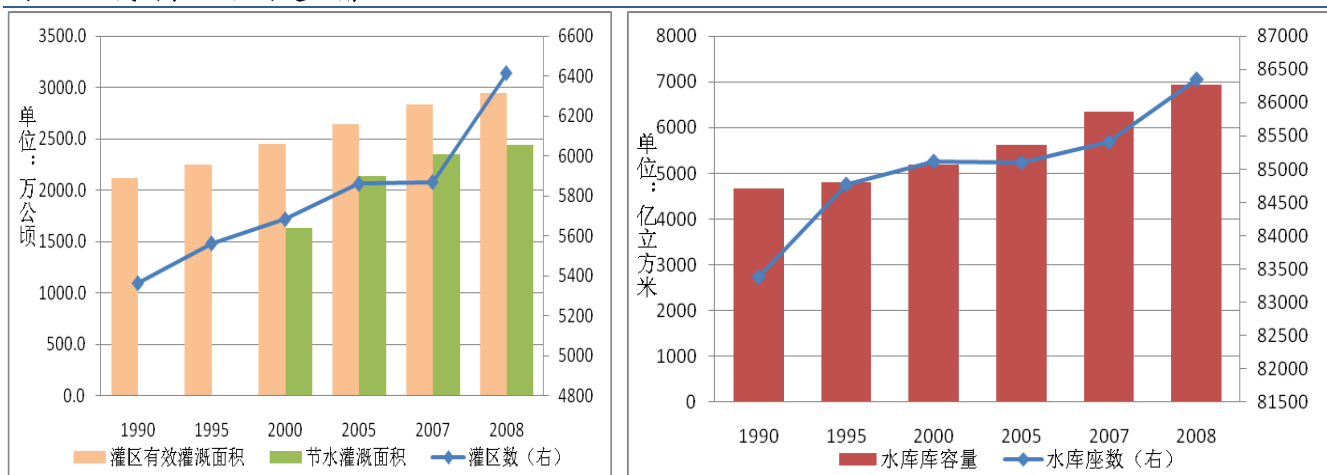
8183 亿元，比上年增加 930 亿元，主要以农田水利为重点，加强农业基础设施建设，加快大中型灌区的配套改造，扩大节水灌溉面积，建设高标准农田，完成大中型和重点小型病险水库除险加固任务。

图 26: 近年来我国对农业投资力度加大



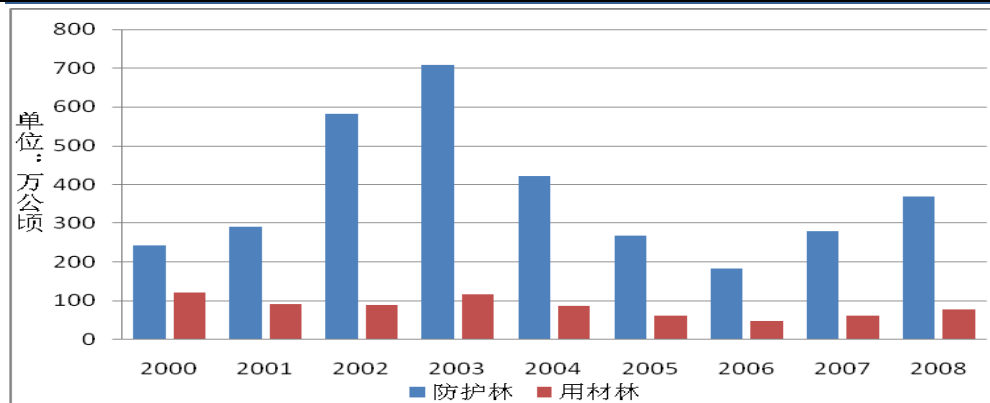
数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 27: 我国农田水利建设情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

图 28: 我国防护林、用材林建设情况



数据来源: WIND, 渤海证券研究所

(4) 深化经营体制改革

20 世纪 70 年代末确立的家庭联产承包责任制,实现了农村土地所有权与使用权的分离:所有权归属农村集体,使用权归属农户。家庭联产承包责任增加了农民生产的积极性、解放了农村生产力,对我国农业生产起到显著的激励作用,但随着激励作用逐渐释放,家庭联产承包责任制在现代化农业规模化、专业化的特点下弊端已经显现,以农户家庭为生产单位,基本上是分散经营,生产效率比较低,且由于农业比较效益相对低下,越来越多的农民选择外出务工、经商等,许多地区出现了土地撂荒或半撂荒的现象。提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率,提高农业综合生产能力,通过土地流转进行土地的适度集中,进而实现适度的规模化经营,是未来的改革的方向。

2008 年 6 月,中共中央、国务院发布《关于全面推进集体林权制度改革意见》,我国林权制度开始进行改革,经过 2 年多实践,现代林业产权制度正在逐步形成,政策体系初步建立。但由于存在地方与中央、林农与地方、生态与经济等多方面的利益纠葛,林权改革目前仍处于探索阶段。

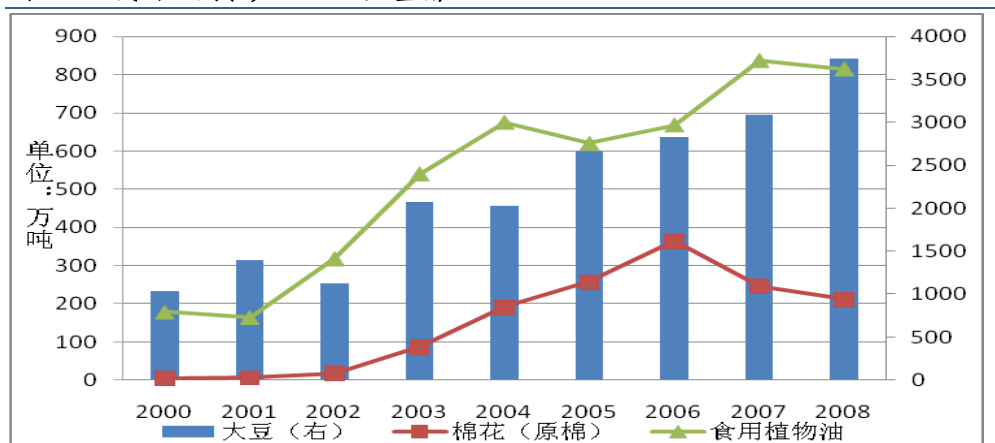
(5) 税收优惠

国家为促进农业发展,对从事农业的个人和企业实施一系列税收优惠政策。例如对从事农业机耕、排灌、病虫害防治、植物保护等相关技术培训业务,家禽、牲畜、水生动物的配种和疾病防治的单位免征营业税;个人或个体工商户从事种植业、养殖业、饲养业和捕捞业且经营项目属于农业税(包括农林特产税)、牧业税征税范围的,其取得的上述“四业”所得暂不征收个人所得税。对从事农作物种植、农作物新品种的选育、牲畜及家禽饲养、林产品的采集、远洋捕捞的企业免征企业所得税。

3.5. 国际竞争

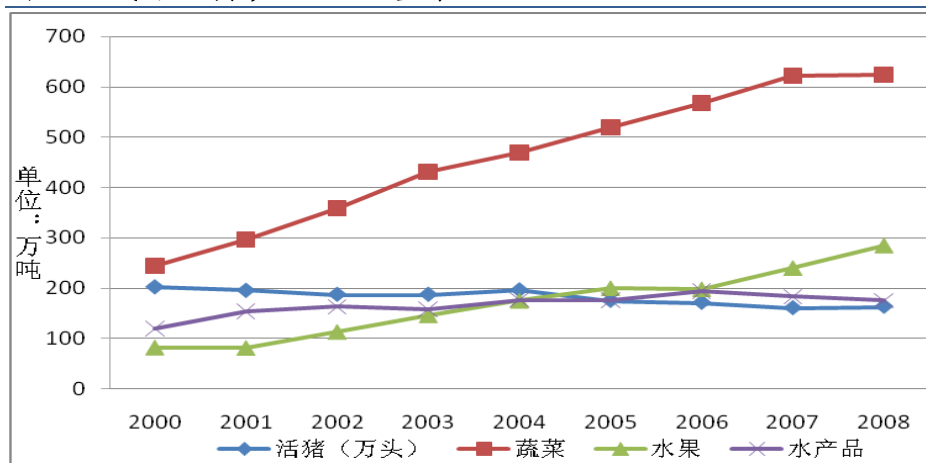
2001 年我国加入世界贸易组织后，农业进入全面对外开放阶段。目前我国农产品平均关税水平只有 15.2%，仅为世贸所有成员平均水平的 1/4；取消了农产品出口补贴。我国农产品贸易总额由 1978 年的 61 亿美元增加到 2008 年的 991.6 亿美元，年均增长 9.74%；2008 年我国农产品出口额 405.0 亿美元，增长 9.4%；进口额 586.6 亿美元，增长 42.8%。我国农产品贸易占世界农产品贸易总额的 3.4%，是世界第五大农产品贸易国。从品种来看，由于我国人多地少，我国在土地密集型农产品如豆类产品、棉花上没有竞争力，主要以进口为主。但在劳动力密集型上如蔬菜、禽肉产品、水产品上，我国在国际市场有一定竞争力。另为维护国家粮食安全，主要原粮品种如小麦、稻谷、玉米进出口受政策影响，进出口波动较大。

图 29: 我国主要农产品进口数量情况



数据来源：国研网，渤海证券研究所

图 30: 我国主要农产品出口数量情况



数据来源：国研网，渤海证券研究所

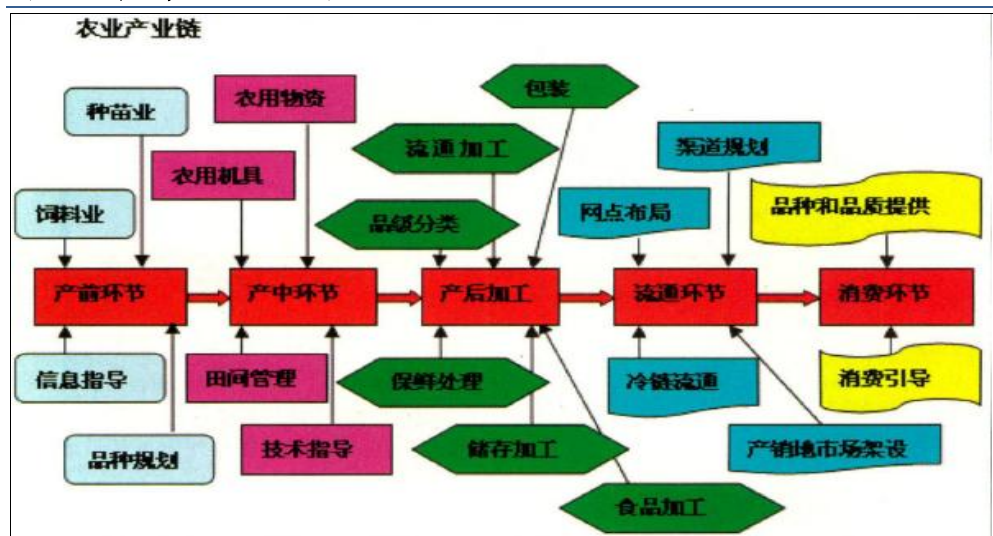
3.6. 行业发展趋势 - 产业链经营

当前我国的粮食生产问题解决得比较好,实现了总量平衡、丰年有余的根本转变,解决了我国人民的吃饭问题。农业发展进入一个新阶段,我国农业正由传统农业向现代农业转变。农业产业化经营既是世界农业历史发展的规律,也是我国实现现代化的农业的重要途径。

纵观世界农业的发展历史, 农业产业链最早产生于 19 世纪 50 年代的美国, 然后迅速传入西欧、日本、加拿大等发达国家, 充分显示了农业产业链给农业乃至整个国民经济带来的积极作用。就目前我国而言, 一、农业链条单个环节的利润率较低, 且容易受到农产品价格周期性波动的影响经营风险较大; 二、近年来我国食品安全事件频频暴发, 食品安全问题时时困扰着人们的生活, 一个很重要的原因便是现阶段农业分散经营方式比较落后, 不能有效地形成完整可追溯的农业产业链, 质量无从保障。

目前国际上几乎所有农业类跨国公司都实现或准备实现产业链经营, 从而可以规避经营风险、获取整个链上的利润。国际四大粮商 A (ADM)、B(邦吉)C (嘉吉)、D (路易达孚) 在全球范围内配置其生产、流通、加工、销售等资源; 国内中粮集团于 2009 年提出打造全产业链食品企业; 益海集团在食用油领域, 尤其是棕榈油产业链上从种植到加工, 再到渠道和品牌实现了对所有环节的控制。新希望意欲从“饲料大王”、“养猪大王” 转变成肉蛋奶产业服务商, 提供从种源、技术、金融到市场的养殖体系产业链的服务亦是产业链经营的典型代表。

图 31: 农业产业链示意图



数据来源: 清科数据库, 渤海证券研究所

图 32：近几年国内食品安全事件

2008	2007	2006
- 三聚氰胺奶粉 - 日本毒饺子事件 - 人造“新鲜红枣”	- 龙凤与思念问题速冻食品深圳撤柜 - 上海星巴克售过期苹果汁 - 面粉中加过氧化苯甲酰作为面粉增白剂 - 五粮液幸运星糖精超标 - 北京王致和豆腐乳被指保质期内发霉 - 味全食品旗下奶粉被查出致病菌 - 台湾婴儿配方奶粉检出致病菌 - 香港的Godiva朱古力遭停售 - 乐事薯片等23种进口食品抽查不合格	- 福寿螺致病 - 人造蜂蜜事件 - 毒猪油事件 “口水油”沸腾鱼 - 瘦肉精中毒 - 大闸蟹致癌 “苏丹红”鸭蛋 “嗑药”的多宝鱼 - 有毒的桂花鱼 - 陈化粮事件

数据来源：渤海证券研究所

4. 各子行业分析

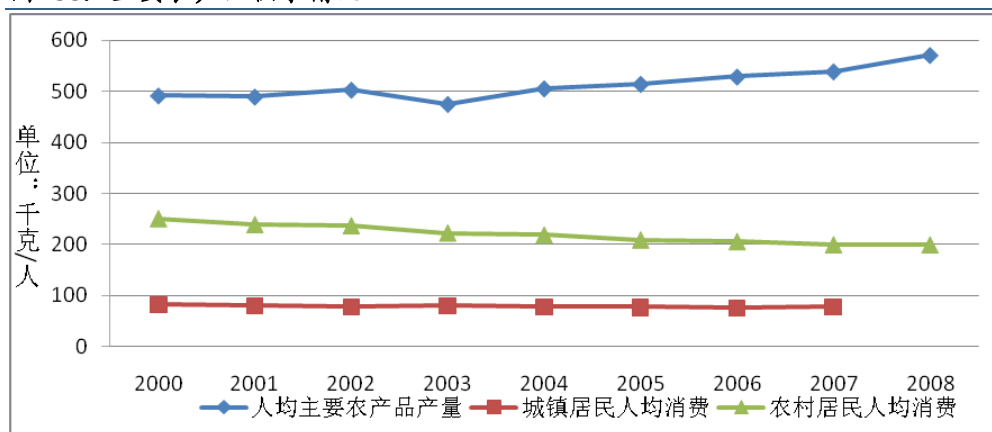
4.1. 种植业分析

4.1.1. 种植业现状

(1) 农产品总量平衡

种植业的主要任务是维护国家粮食安全。近年来，我国粮食产量不断增加，我国已经连续 6 年增产。截止 2008 年，我国粮食产量为 5.28 亿吨，比 2000 年增加 6653 万吨，增幅达 14.4%；人均粮食产量为 399 公斤，比 2000 年增加了 9%。主要农产品人均占有量为 570 公斤，城镇及农村人均主要农产品消费量分别为 76 公斤和 199 公斤。农产品总量供给相对宽裕。

图 33：主要农产品供求情况

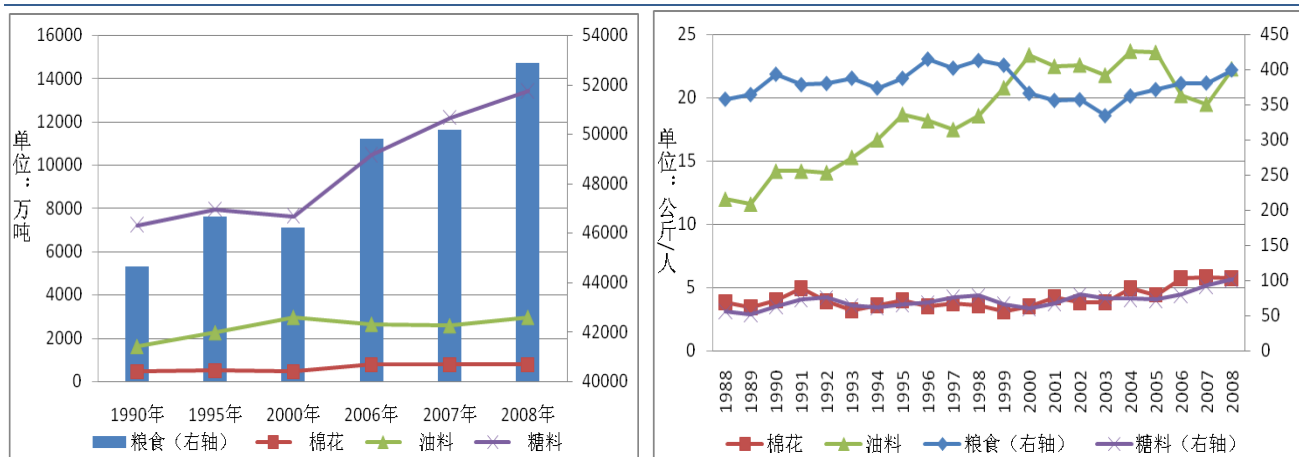


数据来源：国研网，渤海证券研究所 注：主要农产品包括粮、棉、油料、糖料产量。因报表制度改革，2008 年城镇居民人均消费量无数。

(2) 品种结构仍待完善

我国种植品种结构上不尽合理。我国小麦、稻谷作为主粮供给非常充足；但随着人民生活品质的提高，对肉蛋奶的需求增幅较大，饲料需求迅速发展大幅增加了玉米的需求量，玉米供给停滞不前导致玉米供给偏紧；在进口转基因大豆冲击下国产大豆产量每况愈下，国内大豆消费对外依存度已达 70%；棉花种植面积增长缓慢，而近年来国内纺织行业发展迅速，对棉花的需求日益增加，棉花供需缺口不断扩大；糖料作物产量波动较大，近 10 年来食品饮料行业产能扩张迅猛，对食糖的需求越来越大，食糖供不应求已是不争事实。在保证粮食稳定生产基础上，调整种植结构将是种植业未来发展面临的主要问题。

图 34：我国主要农产品产量及人均占有量情况

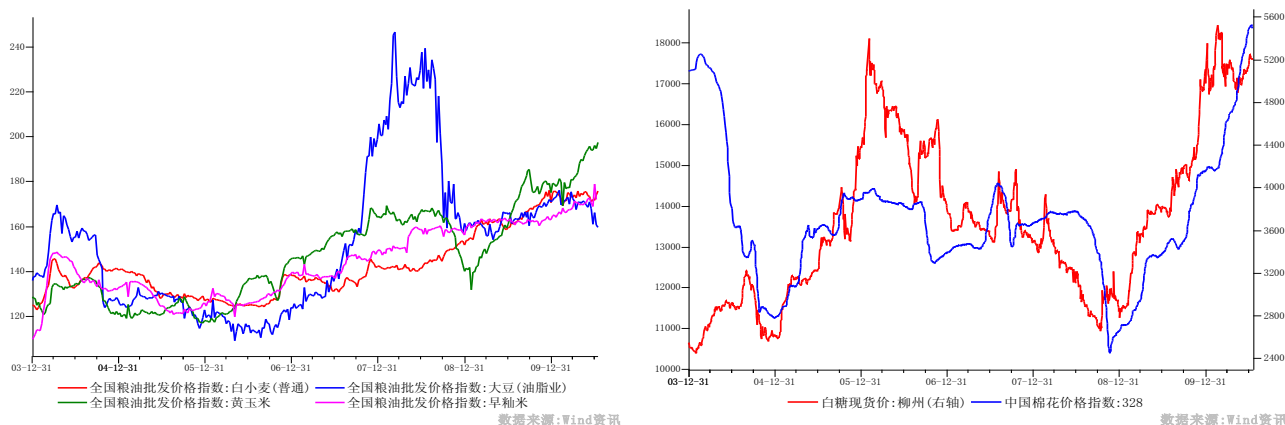


数据来源：国研网，渤海证券研究所

(3) 农产品价格稳步提高

从 2004 年开始，我国开始对稻谷、小麦实施最低收购价制度，并每年保持一定增长幅度，另我国还对大豆、玉米、油菜籽等农产品实施临时收储制度，以保护农民种植收益，促进农产品价格稳定运行。近年来小麦、稻谷、玉米价格稳步上行，大豆价格受国外进口大豆价格影响波动较大；棉花、白糖价格受产量大小年影响而振荡加剧。2009 年以来，受国内极端天气影响，粮食作物生产受灾比较严重，而下游需求一直延续稳定增长态势，玉米、棉花、糖料作物出现供求偏紧的态势，价格涨幅较大。

图 35: 主要农产品价格情况



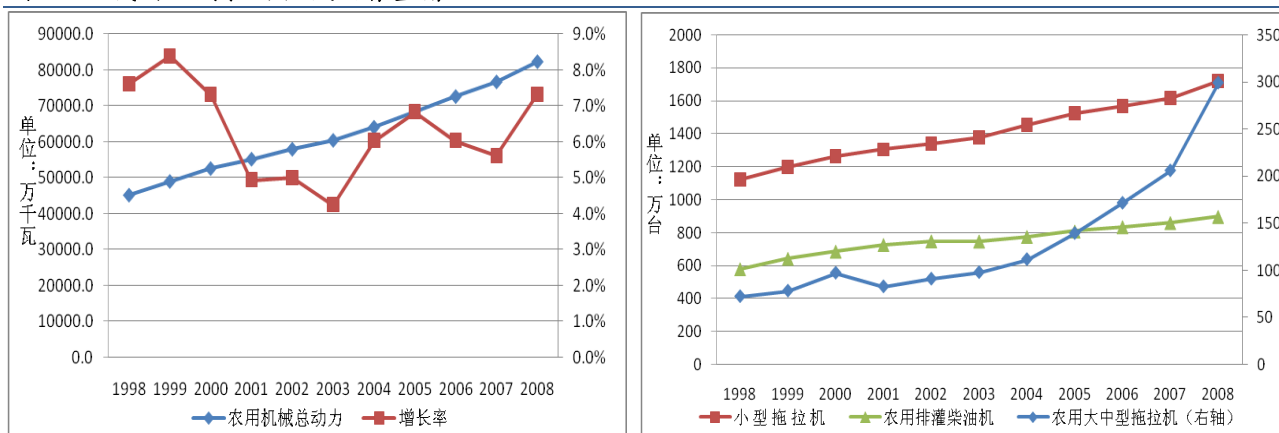
数据来源: WIND, 渤海证券研究所

(4) 农业物质装备和科技水平不断提高

农业现代化的一个重要标志是机械化程度情况, 近 10 年来, 我国农用机械拥有量大幅增加, 2008 年主要农用机械总动力为 82190 万千瓦, 比 1998 年增加了 82%; 年度增长率保持在 6% 左右。我国耕种收综合机械化水平可达 48.8%, 水稻种植、水稻收获、玉米收获等薄弱环节机械化作业水平分别达到 16%、56%、17.6%。

农业科技创新能力不断增强, 一大批先进适用农业技术推广应用于农业生产, 转化为现实生产力, 为农业发展提供了强有力的技术支撑。改革 30 年来, 我国培育出主要农作物新品种 1500 多个, 主要农作物品种实现了 2~3 次大规模更新换代, 超级稻、矮秆小麦等新品种的培育成功, 为提高粮食单产发挥了不可替代的重要作用, 超级稻实现了亩产 800 公斤的跨越, 另奶牛良种覆盖率提高到 44%。

图 36: 我国主要农用机械拥有量情况



数据来源: 国研网, 渤海证券研究所

(3) 种植区域化格局已然形成

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、粮食主产区基本形成。粮食生产中水稻主要集中在长江中游、西南和东南地区，北方粳稻则主要集中于东北地区，小麦主要集中于黄淮海的冀鲁豫三省和西北地区，玉米主要集中于东北和冀鲁豫三省区。

二、经济作物产区初步形成。棉花形成三大产区，新疆棉花主产区、冀鲁豫棉花主产区和长江中下游棉花主产区。花生、油菜和大豆为主的三大植物油料生产带已经形成并基本稳定，冀鲁豫三省花生区域生产格局基本稳定；长江中下游油菜籽生产稳步上升；内蒙古和东北大豆生产基本稳定。北方甜菜产区、南方甘蔗生产区。蔬菜产区基本稳定，南方产区地位提高。苹果形成西北、黄淮海鲜食与加工兼用和东北加工专用型二大苹果生产带。

图 37：2006 年我国粮食区域布局情况

全国粮食区域布局情况								
项目		全国总量	区域布局情况 (%)					
			东北	冀鲁豫	长江	西北	西南	其他
粮食总量	面积 (万公顷)	10 548.9	15.6	21.1	17.9	15.2	15.8	14.4
	产量 (万吨)	49 747.9	15.7	23.6	19.4	12.0	13.2	16.1
水稻	面积 (万公顷)	2929.5	11.0	2.8	38.5	1.3	15.7	30.7
	产量 (万吨)	18 257	11.6	3.2	37.9	1.6	15.4	30.3
小麦	面积 (万公顷)	2296.1	1.2	47.0	13.0	19.1	10.9	8.8
	产量 (万吨)	10 447	1.0	56.1	11.7	15.2	6.9	9.1
玉米	面积 (万公顷)	2697.1	26.6	29.6	5.3	20.0	13.2	5.3
	产量 (万吨)	14 548	29.9	30.8	4.5	19.9	10.4	4.5

数据来源：《中国统计年鉴 2007》，渤海证券研究所

4.1.2. 种植业发展趋势

一、种植经营规模化、专业化、商品化。我国以家庭为单位的土地经营体制不利于发挥规模经济效益，现在国家允许土地流转利于土地向农业种植能手集中，也利于农业科技推广，从而实现连片种植、专业化管理、发挥适度规模经济效益。

二、延伸产业链，提高农业产业化程度。引导各类农业产业化龙头企业将基地建设和加工项目向优势区域转移，不仅可以引导种植业合理布局，也可以解决农民工就业、提高农民收入；另外加工企业延伸至种植环节，可以抵御原材料价格波动风险。农业产业化是解决“三农”问题的一个非常重要的途径，也是未来农业发展方向。目前在全国范围内初步形成了一批特色鲜明的农产品加工带（区），延伸了种植业产业链条，提高了产业带建设水平和质量。如河南、河北的小麦加工，吉林的玉

米加工，湖南的水稻加工，在全国均居于领先地位，发挥了重要作用

4.1.3. 种植业投入产出分析

下表列示了我国种植业农产品成本与收益情况。我们分析发现，从成本利润率来看，油料作物（大豆、油菜籽）、苹果成本利润率最高，在 50% 以上；粮食作物成本利润率一般在 30% 左右；糖料作物中，甜菜优于甘蔗；棉花由于价格波动性较大，2008 年出现种植亏损的情况。从每亩纯收益来看，种植苹果的收益最高，近 2000 元/亩；其次是油菜籽、甜菜，在 300 - 400 元/亩之间；再其次是稻谷，近 300 元/亩；再次是大豆、玉米、小麦，在 200 元左右波动。

尽管大多农产品成本利润率在 30% 以上，但由于规模较小，农民总体收益较小，若以全国每户农民 2 亩地，作物种植季为一年两熟制，以每亩平均种植收益在 300 元/亩来计算，那么一年的总收益也不过 1200 元。这与农民外出打工收益相比实在少的可怜。近年来，种粮生产成本不断上升，种子、农药、化肥价格越来越高。进一步吞噬了农民种植收益。

表 7：2008 年种植业成本收益情况

每亩	单位	稻谷	小麦	玉米	大豆	油菜籽	棉花	甘蔗	甜菜	苹果
主产品产量	千克	464.2	388.3	457.2	139.7	134.9	83.3	4928.1	3318.3	1966.1
产值合计	元	900.7	663.1	682.7	526.4	702.1	1063.3	1307.3	1102.1	4203.1
总成本	元	665.1	498.6	523.5	348.0	393.6	1080.0	1111.5	738.9	2257.6
净利润	元	235.6	164.5	159.2	178.5	308.5	-16.7	195.8	363.2	1945.5
成本利润率	%	35.4	33.0	30.4	51.3	78.4	-1.5	17.6	49.2	86.2
每亩补贴收入	元	56.9	47.7	43.0	46.1	28.3	21.8	20.2	31.9	6.5
每亩成本外支出	元	1.6	1.7	0.6	0.1	2.1	2.8	0.1	0.2	0.0
总收益	元	290.9	210.5	201.6	224.5	334.7	2.3	215.9	394.8	1952.1

数据来源：国研网，渤海证券研究所

4.1.4. 行业上市公司分析

4.1.4.1. 行业内上市公司比较

根据申万研究的行业分类，种植业领域共 10 家上市公司，其中丰乐种业、登海种业、敦煌种业、隆平高科、荃银高科从事种子的研制及销售；*ST 香梨从事果蔬生产；新农开发、新赛股份从事棉花种植及相关业务；北大荒从事粮食作物生产。*ST 中农目前暂停上市且资产重组可能性较大，我们将其剔除。

从股本规模来看，种植业上市公司股本规模偏小，平均股本 38235 万股，其中北大荒规模最大，为 17.7 亿股，大多数公司股本规模在 2-3 亿之间。

从偿债能力来看，流动比率及速动比率加权平均值分别为 1.6 和 1.0，登海种业、荃银高科、隆平高科好于行业内平均水平；产权比率行业平均为 1.16，说明长期偿债能力较弱，登海种业、荃银高科、*ST 香梨产权比率较低，长期偿债能力较强。从公司营运能力来看，种植业上市公司资产周转能力均较差，这与种植业的生长周期有关。

表 8：种植业上市公司偿债能力及资产运营能力情况

证券代码	证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	流动 比率	速动 比率	产权 比率	存货 周转 率	应收账 款周转 率	总资产 周转率
000713.SZ	丰乐种业	27000.0	26999.7	1.16	0.48	1.34	0.35	4.18	0.20
000998.SZ	隆平高科	27720.0	27719.9	1.64	0.92	1.03	0.41	3.05	0.18
002041.SZ	登海种业	17600.0	16354.4	3.22	2.80	0.41	0.61	57.42	0.22
300087.SZ	荃银高科	5280.0	1060.0	2.15	1.12	0.62	0.31	2.22	0.20
600354.SH	敦煌种业	18596.6	18596.6	1.14	0.84	2.30	0.47	1.64	0.18
600359.SH	新农开发	32100.0	32100.0	1.23	0.69	2.01	0.39	4.35	0.11
600506.SH	*ST 香梨	14770.7	14770.7	0.95	0.84	0.26	0.22	0.24	0.01
600540.SH	新赛股份	23285.3	23285.3	1.51	0.61	0.97	0.58	11.72	0.26
600598.SH	北大荒	177768.0	177768.0	1.22	0.70	1.47	0.31	1.61	0.12
行业平均值		38235.6	37628.3	1.6	1.00	1.16	0.41	9.60	0.16

数据来源：WIND，渤海证券研究所 注：总股本及流通股数据截止 2010 年 7 月 13 日，财务指标取自 2010 年第一季报，产权比率为负债合计 / 归属母公司股东的权益。

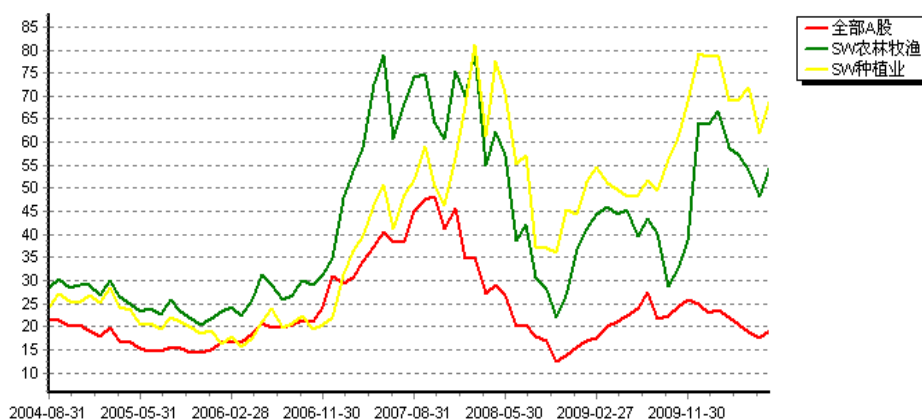
从盈利能力指标来看，种植业上市公司平均毛利率在 28.6%，净利润率在 10% 左右，其中登海种业、荃银高科的毛利率及销售净利均明显高于行业内其他公司，表明盈利能力较强；从成长性指标来看，2009 年报显示营业收入及净利润增长率均出现大幅回升。主要原因一是 2008 年基数较低，有些公司出现亏损。二是 2009 年农产品价格普遍出现较大幅度上涨带动行业景气回升，行业内上市公司业绩大幅增长。荃银高科为 2010 年才上市，其成长性指标低于行业平均水平并不表明其成长性较差。从市盈率来看，以 2009 年年报数据种植行业平均市盈率为 93，若以 TTM 数据来计算，目前种植业行业市盈率为 66 倍，高于农林牧渔行业平均值 54 倍和全部 A 股的 19 倍。

表 9：种植业上市公司盈利能力与成长性情况

证券代码	证券简称	盈利能力			成长能力			投资收益分析		
		销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 ROE (%)	营业总收入增长率 (%)	营业利润增长率 (%)	归属母公司股东的净利润增长率 (%)	每股收益 (元)	每股经营活动产生的现金流量净额 (元)	市盈率
000713.SZ	丰乐种业	26.0	6.4	12.3	11.2	104.6	156.9	0.2	0.5	49.6
000998.SZ	隆平高科	26.1	7.7	5.2	-2.5	18.7	10.7	0.2	0.6	106.5
002041.SZ	登海种业	57.1	31.9	13.2	38.9	260.1	3498.1	0.5	2.9	85.5
300087.SZ	荃银高科	42.9	20.9	48.3	33.8	27.8	38.0	0.6	0.3	49.3
600354.SH	敦煌种业	29.6	9.3	5.0	36.3	172.3	118.4	0.2	2.3	119.1
600359.SH	新农开发	13.7	4.4	6.1	93.9	140.8	173.7	0.2	0.6	67.3
600540.SH	新赛股份	7.9	1.3	1.3	-8.7	-34.4	28.9	0.1	-0.4	213.8
600598.SH	北大荒	26.6	5.0	7.3	16.3	-42.7	-39.0	0.2	-0.6	57.5
行业平均值		28.7	10.8	12.3	27.4	80.9	498.2	0.3	0.8	93.6

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：(1)以上相关财务数据取自 2009 年年报 (2) PE 为截止 2010 年 7 月 16 日股价对应 2009 年年报数据。

图 38：种植行业市盈率情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

4.1.4.2. 重点上市公司分析

(1) 登海种业

山东登海种业股份有限公司（002041.SZ）是由莱州市登海种业(集团)有限公司整体变更设立的，其控股股东为莱州市农业科学院，李登海先生持有莱州市农业科学院 82.99%股权，持有本公司 7.28%股权，是本公司的实际控制人。本公司主营业务：公司以“登海”、“西白”等自育玉米杂交种、大白菜杂交种为主，主要产品包括登海 1 号、登海 3 号、登海 6 号、登海 9 号、登海 11 号等品种的玉米种子和西白三号、西白四号等品种的蔬菜种子，其中玉米种子销售收入占其总营业收入的 90% 以上。

2009 年公司实现营业收入 57,911.73 万元，同比增长 38.90%，实现营业利润 18,887.47 万元，同比增长 260.12%，实现净利润 9,362.06 万元，同比增长 3498.09%。全年销售玉米种实现营业收入 54,363.67 万元，同比增长 39.31%；销售蔬菜种实现营业收入 1,478.17 万元，与上年持平。

公司发展战略：登海先锋子公司其主销品种先玉 335 产能、市场逐步扩大和“卖粒模式”所带来的高利润空间进一步显现。2009 年公司主打品种先玉 335 销售收入 31,843 万元，占全部营业收入的 56%，贡献了绝大部分利润。另公司超试玉米新品种登海 661、登海 662、登海 701 先后通过省级和国家级审定，新的利润增长点业已形成，2009 年超级玉米新品种实现销售收入 2,024.74 万元，实现销售利润 1,079.46 万元。这标志着公司进入了超级玉米的新时代。

（2）北大荒

黑龙江北大荒农业股份有限公司是我国目前规模最大、现代化水平最高的农业类上市公司和优质商品粮生产基地，具有明显的规模、资源、技术、管理、绿色产品等优势。公司拥有耕地 62 万多公顷，另有可垦荒地约 24 万多公顷，主要分布在世界上土质最肥沃的三大黑土带之一的三江平原上，是一个举世闻名的“天然粮仓”。公司作为国家农业产业化的标志性企业，目前主业仍以粮食作物为主，主营产品包括水稻、大豆、小麦、玉米等粮食作物和辅业产品尿素、造纸等。

2009 年公司实现营业收入 65.22 亿元，比上年增长 16%、营业利润 2.78 亿元，比上年减少 43%、净利润 3.59 亿元，比上年减少 39%；基本每股收益 0.21 元，比上年降低 41.7%；加权平均净资产收益率 7.3%，比上年降低 6.23 个百分点。

公司未来发展战略：公司将牢牢把握当前重要的发展战略期，借助国家惠农政策，构建起紧密衔接、高效整合、核心竞争力凸显的现代化大农业产业体系，建成全国重要的现代农业经济区和高效生态经济区。并将充分利用自身的优势，突出北大荒绿色产品优势，大力拓展以水稻为主的农产品精深加工，使公司成为国内最大、国际有影响的农业高新技术示范基地、农产品精深加工基地、绿色(有机)产品生产基地。

(3) 隆平高科：

袁隆平农业高科技股份有限公司是农业产业化国家重点龙头企业和湖南省农业产业化龙头企业，也是全国科技创新型星火龙头企业，2003 年被农业部评为中国种业五十强。主要从事于杂交水稻、杂交辣椒、杂交棉花、杂交玉米、杂交油菜和优质西甜瓜、蔬菜新品种（组合）的选育创新、快速扩繁和推广销售。目前公司控股股东为长沙新大新威迈农业有限公司，持股比例 21.21%，公司实际控制人为伍跃时先生。

2009 年公司实现营业收入 10.55 亿元，较去年同期基本持平；但是营业利润完成了 7676 万元，较去年同期增长 18.72%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润为 981 万元，较去年同期-1393 万元增加 2374 万元。其中杂交水稻种子销售收入 5.14 亿元，销售利润 1.79 亿元，毛利率为 34.97%，营业利润和毛利率较 2008 年、2007 年均大幅增长。公司主导产业产品结构的调整，以及产业利润率的提升，增强了公司的市场竞争力和赢利能力，使公司在保持适度规模和提升竞争力方面得到平衡发展。

公司发展战略：公司仍将提高杂交水稻种子核心产业竞争力，并积极发展玉米种子、蔬菜种子产业，从而提升公司盈利增长能力。2009 年隆平高科与山西屯玉种业科技股份有限公司达成了战略合作协议，借助于山西屯玉在玉米种子行业良好的基础，将公司的种子市场延伸到北方地区。公司的蔬菜产业以辣椒种子产业为核心，目前公司在国内辣椒种子市场的占有率和辣椒色素在全国市场占有率都名列前茅；公司的辣椒产业完成了辣椒种子—干椒—辣椒初级加工制品—辣椒深加工制品的产业价值链打造，并积极开拓国内外两个市场。

4.2. 林业

4.2.1. 行业特征及发展现状

(1) 在国民经济发展中的地位

林业产业属基础原材料型产业，其主导产品，如建材、人造板、纸浆和纸制品、家具、松香等都是国民经济发展和人民生活不可缺少的重要物资。林业产业同时具有生态效益、社会效益和经济效益，在国民经济发展、改善生态环境、促进区域经济发展和解决农民就业中有着特殊地位。林业加工业，特别是人造板行业属于劳动密集型产业，它的兴起解决了大量的就业问题。据估计，林业产业每年提供了将近 800~1000 万的就业岗位。

(2) 生长周期长

“十年树木、百年树人”。新造的林木至少也要 8~10 年才能采伐，所以林业产品需要较长的生产周期。森林资源是不可再生资源，其增长必须依靠限制采伐和增加人工造林。

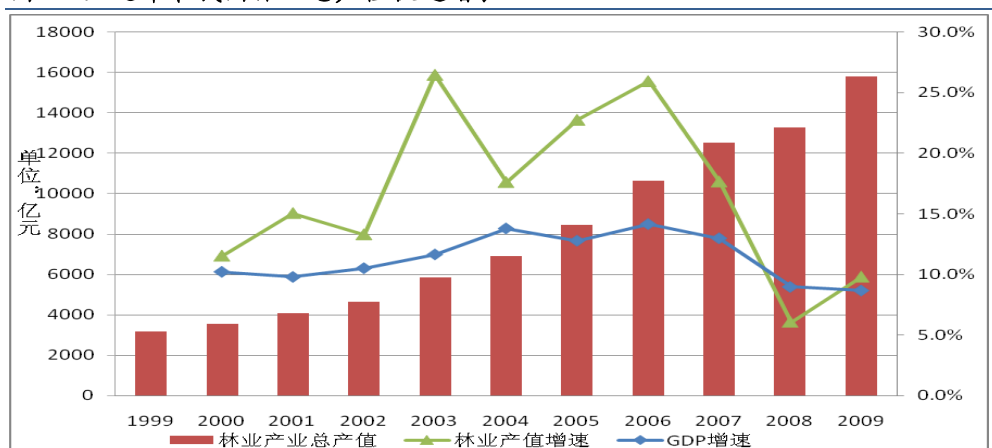
(3) 我国林木资源匮乏

我国是世界上森林资源最短缺的国家之一，森林覆盖率低，人均占有量少，据国家林业局第七次全国森林资源清查结果显示，我国森林面积为 1.95 亿公顷，覆盖率仅为 20.36%，为世界平均水平的 2/3；人均森林面积 0.145 公顷，不足世界人均占有量的 1/4；人均森林蓄积 10.151 立方米，只有世界人均占有量的 1/7。

(4) 近几年林业产值增长迅速

进入 21 世纪以来，我国林业产业总产值增速一直比 GDP 增速高 7 个百分点左右。2009 年我国林业产业总产值已在 1.58 万亿，是 2000 年的 4.4 倍。据林业局统计，2008 年全国木材产量达到 7894.3 万立方米，人造板产量达到 8171.41 万立方米，主要林产品供应能力不断增强。松香、竹材、竹制品、人造板、家具等产品产量均居世界首位，经济林、花卉等产品产量已位居世界前列。

图 39: 近年来我国林业总产值快速增长



数据来源: 国研网, 国家林业局, 渤海证券研究所

4.2.2. 行业发展趋势

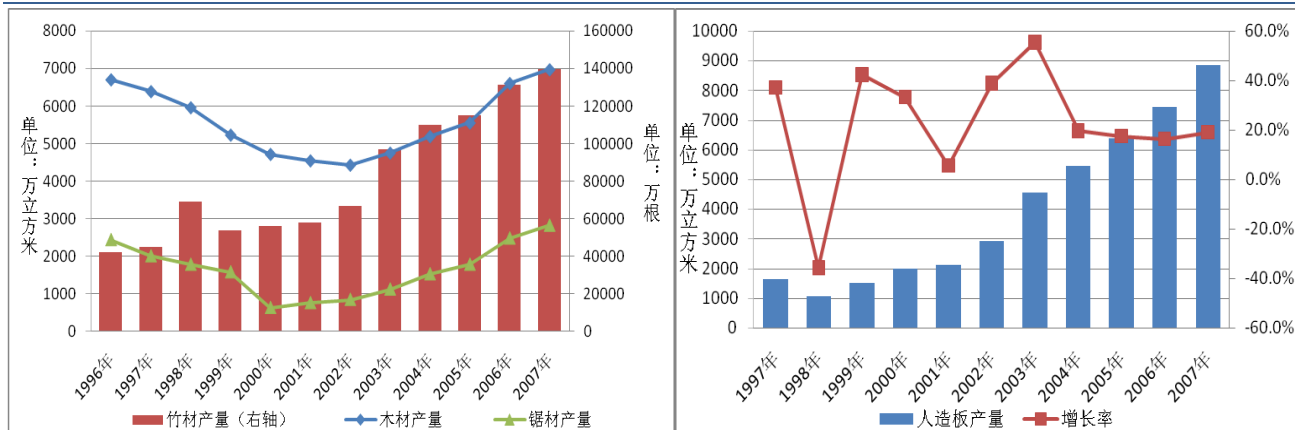
2001 年以来, 我国一直加强对林业的政策支持, 尤其是 2009 年 11 月份国家出台了《林业产业振兴规划(2010~2012 年)》, 要求加强对林业产业的扶持, 明确了对林业龙头企业的扶持政策, 提出了将在 3 年内重点扶持 100 家国家级林业重点龙头企业和 10 大特色产业集群, 使林业产业总产值每年保持 12% 左右的增速。这将我国林业产业的发展将由原来的缓步增长趋势向快速增长趋势演变。目前木材加工、造纸等下游行业向上游延展进行产业链整合, 未来林业类企业的竞争将更多地体现在产业链的竞争上。

4.2.3. 产品分析

(1) 供给情况

20 世纪 90 年代后期, 我国林产品数量曾连续大幅下滑, 进入新世纪以来, 我国木材、锯材、竹材产量稳步增加, 2007 年, 全国木材产量为 6976.65 万立方米, 达到历史最高水平, 比 2000 年增长 47%; 2007 年锯材产量达到 2829.10 万立方米, 比 2000 年增长 148%。竹材产量为 139761 万根, 比 2000 年增长了 345%; 近 10 年来, 人造板产量年均增速保持两位数, 2007 年达到 8838.58 万立方米, 比 2000 年增长 341%, 由于国家加强对森林资源保护, 以后人造板的产量仍将在国家各种优惠政策的扶持下继续增加。

图 40: 我国主要林产品数量增长情况

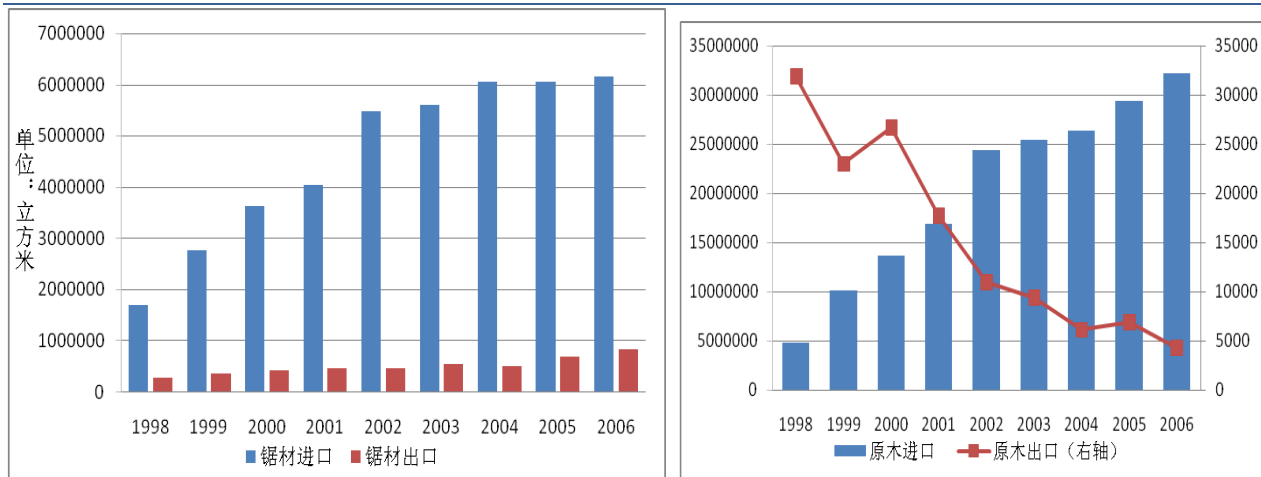


数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

(2) 进出口情况

随着我国经济的发展及本国造纸、建筑建材等林业下游行业的迅速发展,我国林木的需求量急剧增加,但由于我国林木供给不足,对林木的进口需求逐年加大。不论是原木还是锯材,进口量逐年递增,出口数量极少,并呈现下降趋势。

图 41: 我国进口林木产品数量情况



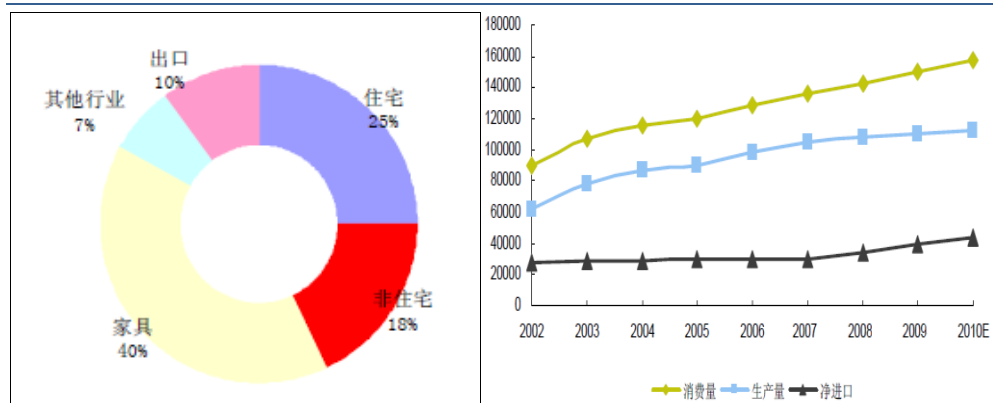
数据来源: 国研网, WIND, 渤海证券研究所

(3) 需求情况

随着国民经济的快速发展,对木材和林产品需求急剧增长,中国目前已成为世界上第三大木材消费国。中国年均木材及木制品消费需求总量约为 3.3 亿立方米,其中中国产木材仅能提供 6000 万立方米,每年进口木材类产品折合原木 1.2 亿立方米,供需缺口高达 1.5 亿立方米。据估计,到 2010 年底,国内木材供需缺口将达到 1.6 亿~1.8 亿立方米,2015 年将增大到 3 亿立方米左右。中国进口木材占到自身产

量的 40%左右，对外依存度较高。从需求结构上看，按照木材最终需求分类主要是家具、住宅、造纸和其他方面。其中住宅用材和家具用材占到木材需求的 65%。

图 42： 我国木材供求及需求结构情况

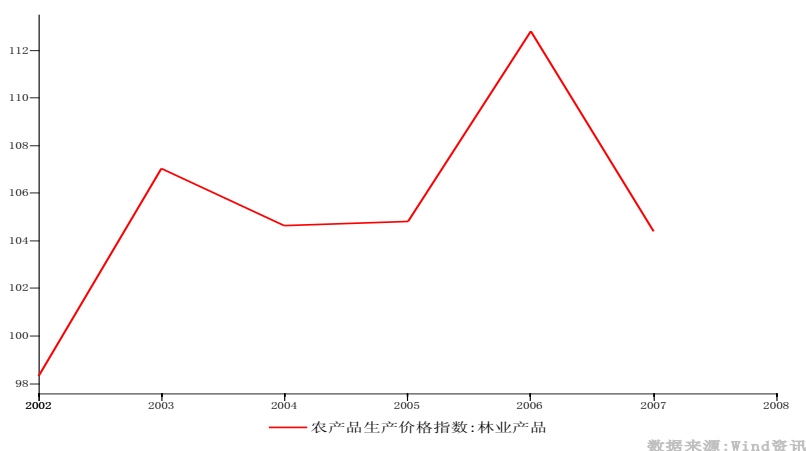


数据来源：国家林业局，ITTO，渤海证券研究所 注：右图中木材包括（原木、锯木、木片及胶合板）

(4) 价格分析

我国是木材消费大国，中国年均木材及木制品消费需求总量约为 3.3 亿立方米，其中国产木材仅能提供 6000 万立方米，每年进口木材类产品折合原木 1.2 亿立方米，供需缺口高达 1.5 亿立方米。目前中国进口木材量占到自身产量的 40%左右，主要来自俄罗斯、新西兰、巴布亚新几内亚三个国家。随着各出口国对碳减排及保护森林资源的重视，国际供给也将逐渐下降。中国木材供求紧张的格局将进一步推高木材价格。

图 43： 我国林产品价格情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

图 44： 近几年国际木材价格走势情况



数据来源：国家林业局，渤海证券研究所 注：木材价格为新西兰出口报价

4.2.4. 投入产出分析

相对于种植业来说，我国林业盈利水平要稍微高一些。种植业毛利率在 30% 以下，而根据上市公司公布的 2009 年年报情况，林业行业平均毛利率在 40% 左右。对林木采伐来说，主要成本项目包括人工工资、机械设备折旧、运输费用和育林基金等。如果是林木加工，这些成本构成原材料，还要在加上加工费用等。

表 10：林业类上市公司成本收益情况

上市公司	营业收入（元）	营业成本（元）	木材业务毛利率
中福实业	80,315,284	40,623,288	50.58%
永安林业	96,964,772	51,998,581	46.37%
吉林森工	251,840,049	154,902,885	38.49%
升达林业	558,979,500	397,266,600	28.93%
平均值	247,024,901	161,197,838	41.09%

资料来源：数据来自各家公司 2009 年年报，渤海证券研究所

4.2.5. 行业上市公司分析

（1）行业内上市公司比较分析

据申万研究的行业分类，林业领域共 4 家上市公司，其中景谷林业、吉林森工、永安林业从事林木生产；绿大地从事苗木生产。

从股本规模来看，林业类相关上市公司规模较小，吉林森工的股本规模最大，也不过 3 亿股。平均股本规模近 2 亿股，行业流通股平均规模为 1.78 亿股，流通股占比较大。从偿债能力来看，行业内上市公司的短期偿债能力较强，但产权比率过高

显示长期债务负担较重。从营运能力来看，林业生长周期长的特性决定了资产周转率较低。

表 11：林业上市公司偿债及营运情况

证券代码	证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	流动 比率	速动 比率	产权 比率	存货周 转率	应收账款 周转率	总资产 周转率
000663.SZ	永安林业	20,276	16,689	2.14	0.81	2.22	0.60	100.46	0.29
002200.SZ	绿大地	15,109	10,555	1.29	0.97	0.87	1.52	3.97	0.51
600189.SH	吉林森工	31,050	31,050	0.93	0.49	0.69	2.60	33.25	0.60
600265.SH	景谷林业	12,980	12,980	1.31	0.47	1.46	0.78	12.86	0.30
行业平均值		19,854	17,819	1.42	0.68	1.31	1.37	37.64	0.43

数据来源：WIND，渤海证券研究所 注：总股本及流通股数据截止 2010 年 7 月 13 日，财务指标取自 2010 年第一季报，产权比率为负债合计 / 归属母公司股东的权益。

从盈利能力来看，2009 年年报数据显示，上市公司毛利率普遍较低，净利率为负，盈利能力较差；从成长性指标来看，无论营业总收入还是营业利润增长率都出现了大幅下降，显示行业景气下降，成长性不足。

表 12：林业上市公司盈利及成长性分析

证券代码	证券简称	盈利能力			成长能力			投资收益分析		
		销售毛 利率 (%)	销售净 利率 (%)	净资产 收益率 ROE (%)	营业总 收入增 长率 (%)	营业利润 增长率 (%)	归属母公 司股东的 净利润增 长率 (%)	每股收 益 (元)	每股经 营活动 产生的 现金流 量净额 (元)	市盈率
600265.SH	景谷林业	0.06	-46.87	-33.28	-22.98	-1179.84	-1154.59	-0.71	-0.03	-13.44
000663.SZ	永安林业	19.40	-1.28	-1.62	-18.37	-32.79	-408.70	-0.04	0.27	-228.27
002200.SZ	绿大地	27.15	-30.67	-26.95	54.96	-94.23	-301.03	-1.00	-0.05	-20.20
600189.SH	吉林森工	20.96	0.75	0.91	-22.71	-1210.78	-73.05	0.04	0.69	203.39
行业平均值		16.89	-19.52	-15.24	-2.27	-629.41	-484.34	-0.43	0.22	—

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：(1)以上相关财务数据取自 2009 年年报 (2) PE 为截止 2010 年 7 月 16 日股价对应 2009 年年报数据。

(2) 重点上市公司分析

吉林森工：

吉林森林工业股份有限公司以森林培育和林木采伐为基础，以林产加工为主导、以

科技开发为动力，林工贸结合，产加销一体的现代化大型森工企业。主营业务为森林培育和采伐、木材、木制品、人造板、林化产品加工和销售。其中最具特色的是绿色人造板为主的“露水河”牌刨花板系列产品，连续多年被评为省、部优产品，已成为国内知名品牌。

2009 年公司实现营业收入 127,384.7 万元，人造板产品 91,774.5 万元，毛利率为 17%；木材产品 25,184 万元，毛利率为 38%。归属于母公司股东的净利润实现 1,158.70 万元，每股净资产 4.11 元，每股收益 0.04 元。

公司竞争优势：公司主导产业属资源节约型综合项目，受国家产业政策扶持，具有税收优惠优势。公司的主营品种是刨花板，并有少量木材产品业务。公司刨花板产能约 50 万立方米，中密度板 8.2 万立方米。此外有 20.2 万立方米木材的年伐量及销量。这都会公司可持续发展提供动力。

4.3. 畜牧业

4.3.1. 行业特征及发展现状

(1) 畜牧业在国民经济中的地位

随着畜牧业的不断发展，目前畜牧业已不仅仅是提供初级动物产品的简单饲养部门，而是逐步发展其他部门不可替代的重要产业部门，是国民经济的重要基础之一。畜牧业不仅为人们提供肉、蛋、奶等动物性食品，而且还为食品加工、毛纺、皮革、油脂、生物制药等轻工业提供原料。另外畜牧业是劳动密集型行业，可以解决大量农民就业，为提高农民收入作贡献，目前畜牧业是农民现金收入的重要来源之一。

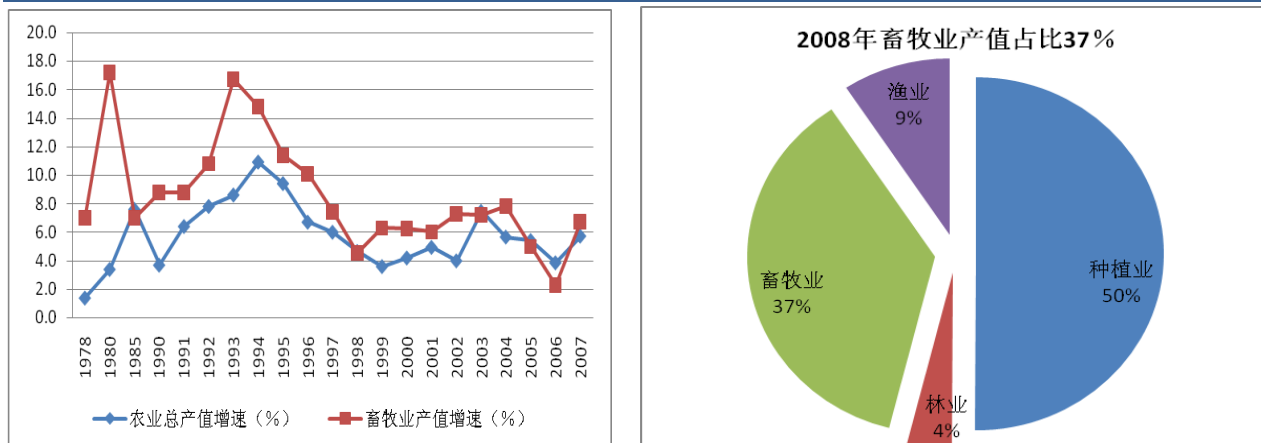
(2) 畜牧业生长周期长，行业波动大

畜牧业生产周期长、存在时间进入壁垒和高成本退出壁垒，容易造成价格的大幅波动。一般来说畜禽的繁殖、生长、生产周期都要超过一年以上的的时间。在现阶段生产技术条件下，畜禽从曾祖代到祖代，从祖代到父母代，从父母代到商品代的扩大生产需要更长的周期。随着人民生活水平的提高，畜禽产品已成为人们日常生活中的必需品，其需求弹性越来越小，是一类典型的需求弹性小于供给弹性的产品。这种经济特性符合典型的蛛网不稳定模型，价格与产量波动越来越大，离市场均衡点越来越远，结果导致产品价格的巨大波动。

(3) 畜牧业增长迅速，畜产品产量居世界第一

改革开放以来，我国畜牧业保持了较高的增长速度，畜牧业产值占农业总产值的比重不断提高，1978年畜牧业占农业总产值比例为15%，2008年占比已达到37%。2008年我国肉类产量达7278.7万吨、禽蛋2702万吨，均居世界第一位，成了名副其实的畜牧业大国。

图 45：近年来畜牧业发展情况

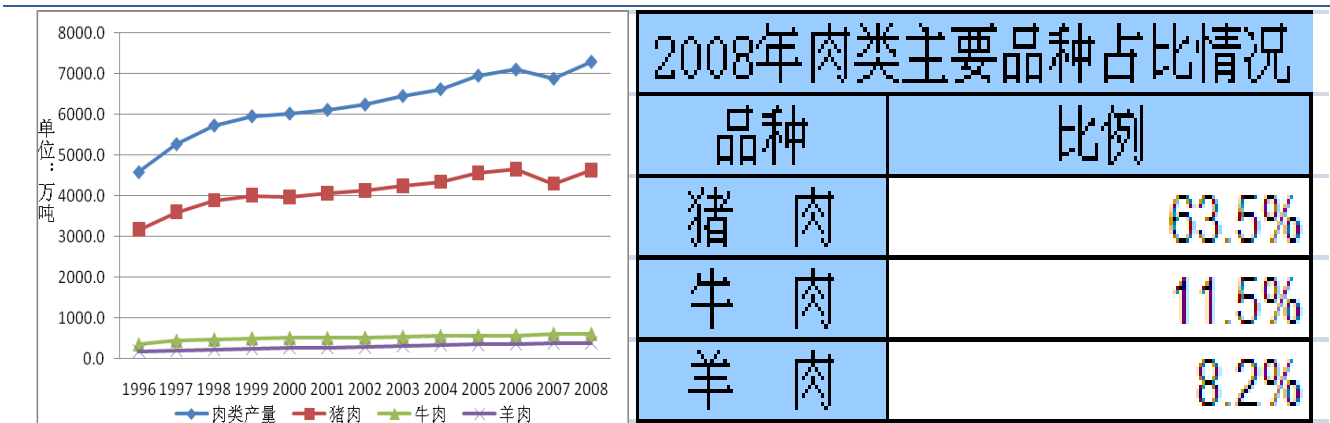


数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

(4) 猪肉在畜种结构中比重最大

在畜牧业肉类产品中，中国的畜种结构与世界畜种结构基本一致，按照比重从高到低排序都是猪肉、禽肉、牛肉、羊肉。但是，在中国肉类总产量中猪肉产量占有63.5%的比重，远高于其他畜种的比重。世界食草家畜牛肉和羊肉产量的比重为29%，而中国的比重仅为19.7%。

图 46：我国畜产品结构情况



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

(5) 畜产品区域化格局已形成

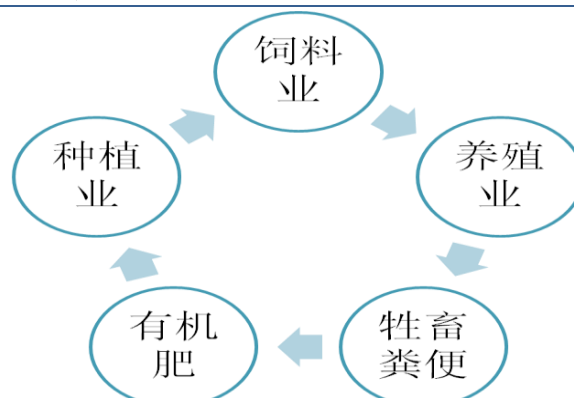
我国各畜种主产区已基本形成。生猪产业带主要集中在长江中下游和华北地区，长江中下游地区的猪肉产量占全国总产量的 40% 左右；肉牛产业带主要是在以黄海、淮海平原为中心，河南、山东、河北和安徽 4 省的肉牛产量占全国的一半左右；肉羊产业带主要在新疆和内蒙古，两省产量占全国肉羊产量的四分之一；奶牛产业带主要集中在东北、华北和大中城市郊区。家禽产业带主要集中在东部省份，其中山东、广东为最大，两省产量占比 20% 左右。禽蛋集中在长江以北，山东、河北、河南为最多，3 省产量占全国的 44%。

4.3.2. 行业未来发展趋势

(1) 产业链经营

畜牧业主要包括两个子行业，饲料业和养殖业。饲料行业是联结种植业与养殖业的重要桥梁，近年来饲料行业发展迅猛，产能急剧扩张，目前已处于同质化竞争激烈的成熟阶段，行业利润非常低，而且易受饲料业受上游种植业和下游养殖业的波动影响。饲料企业向下游养殖业的整合，不但可以降低经营风险，而且可以通过建立起自身的品牌和提高终端产品的差异性来获取更高的产业链收益。国内目前比较典型的一体化模式有：六合、温氏、正大的鸡产业链；新希望、唐人神的“猪”产业链；通威、海大的“鱼”产业链。另外，饲料行业向上游种植业的整合，不仅可以保证原材料产品安全，还可以形成农业封闭产业链循环，从而实现降低种植成本、减少养殖业对环境的污染、生产有机绿色食品等多种益处。

图 47： 农业产业链封闭循环图



数据来源：渤海证券研究所

(2) 养殖适度规模化、标准化是大方向

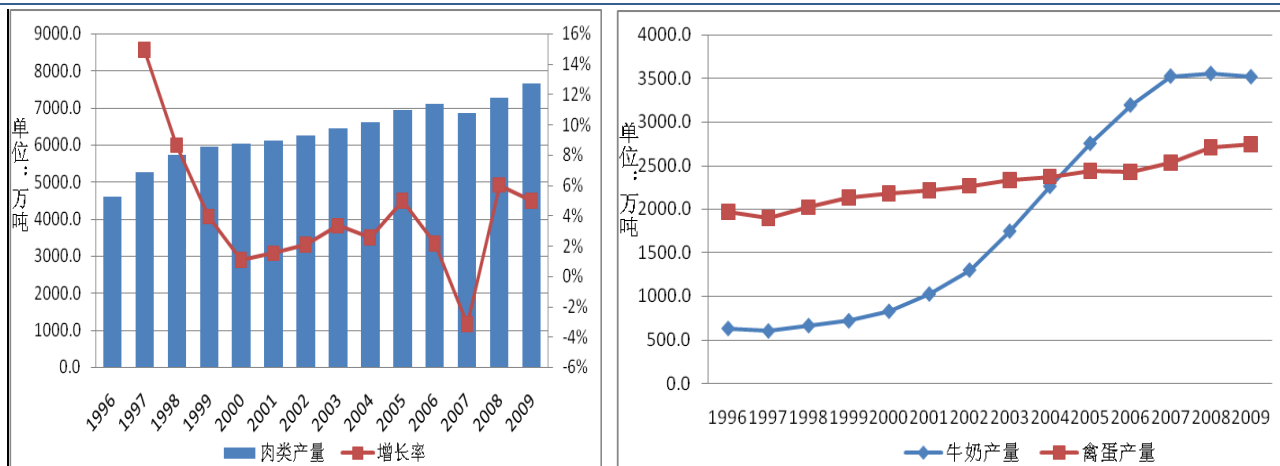
目前我国畜牧业养殖方式仍比较落后,散养所占比例较大,规模化养殖程度不高。2008 年生猪、肉牛规模养殖还不到 50%,奶牛为 54%,规模化程度最高的肉鸡和蛋鸡也只有 70%。标准化建设规模型养殖场可以有以优势: 占地规模少、设备利用率高,生产成本低、经济效益好,易于推广养殖、防疫等科技技术。国家出台大量财政支持、税收优惠等政策鼓励农民和企业进行规模化养殖。

4.3.3. 产品分析

(1) 供给情况

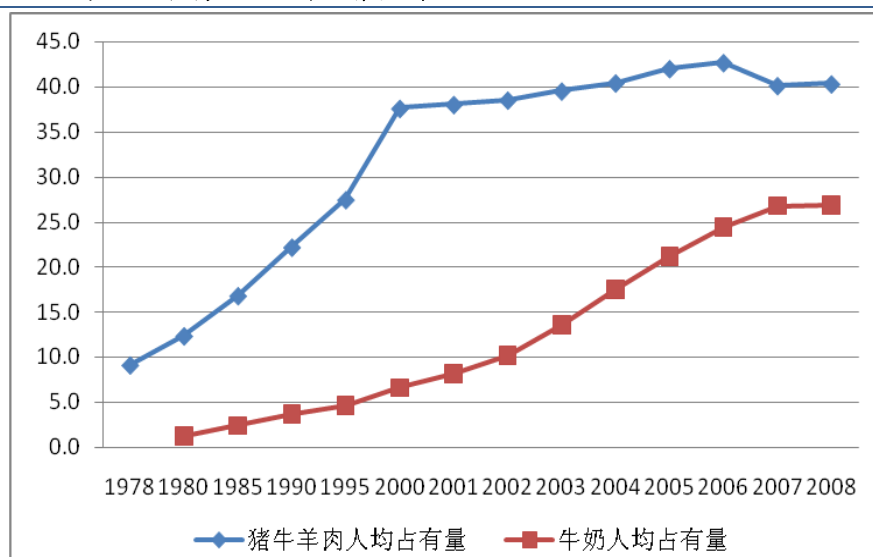
近几年我国肉类总产量保持逐年增长势头,但是近 10 年来肉类总产量增长率有所放缓,维持在 5% 的水平。2009 年肉类总产量达到 7642 万吨,我国肉类总产量已连续多年位于世界第一位。经过近 10 年连续高增长后,我国牛奶产量增速放缓,2009 年牛奶产量 3518 万吨,同比略有下降。我国禽蛋产量一直处于稳定增长态势,2009 年产量达 2741 万吨,连续多年居世界第一位。

图 48: 我国畜产品产量情况



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

图 49: 我国主要畜产品人均占有量情况

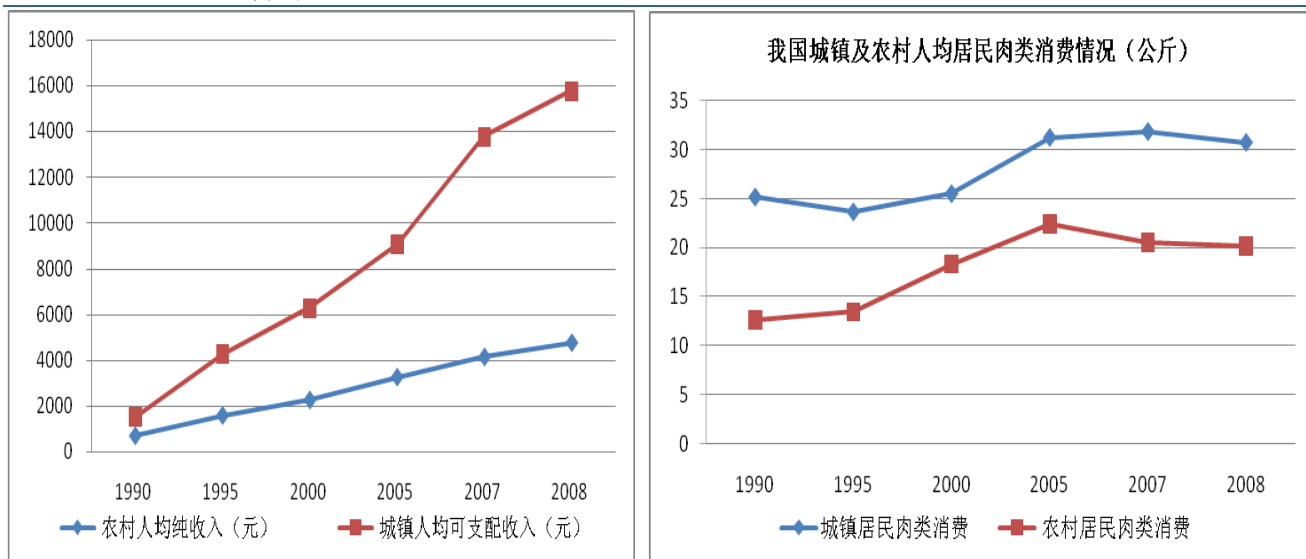


数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

(2) 需求情况

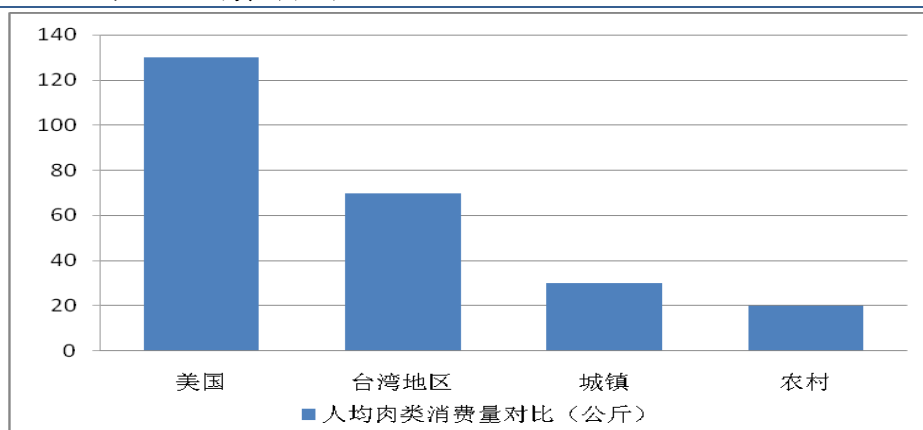
随着人们收入水平不断提高, 畜产品消费越来越成为生活必需品。对肉类、奶类、禽蛋的消费需求将呈稳定增长态势。但与其他发达国家相比, 我国人均肉类消费仍较低。美国人均肉类消费 130 公斤, 台湾地区人均肉类消费已达 70 公斤, 我国境内城镇居民人均肉类消费 30 公斤, 农村仅 20 公斤; 按与大陆居民生活消费习惯类似台湾消费量来计算, 我国境内肉类消费仍有一倍的增长空间。

图 50: 我国肉类消费情况



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

图 51: 我国肉类消费增长潜力巨大

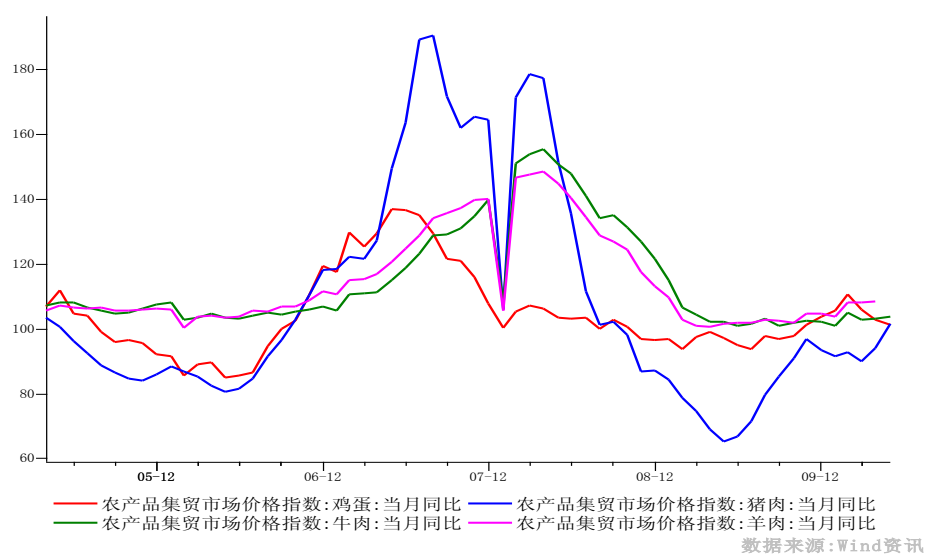


数据来源：中国畜牧业信息网，渤海证券研究所，注：美国人均肉类消费数据为 2007 年数据，国内城镇、农村及台湾为 2008 年数据。

(3) 价格情况

畜牧业生产周期长、存在时间进入壁垒和高成本退出壁垒，容易造成价格的大幅波动。而且畜禽产品已成为人们日常生活中的必需品，是一类典型的需求弹性小于供给弹性的产品，这种经济特性符合典型的蛛网不稳定模型。畜产品价格波动较大，尤其是我国的主要消费品种猪肉波动幅度最为明显。牛羊肉、鸡蛋价格相对波幅较小。另外动物性疫病近年来一直困扰着畜牧业，疫病风险影响越来越大，如蓝耳病、禽流感、链球菌等都会影响到畜产品的产量与消费情况，从而加剧价格的波动。

图 52: 我国畜产品价格波动情况



数据来源：WIND，渤海证券研究所

4.3.4. 成本收益分析

请务必阅读正文之后的免责条款部分

畜牧业主要包括两个子行业，即饲料行业和养殖业。我国饲料行业目前已进入成熟阶段，市场属于完全竞争类型。产品同质化严重，价格竞争激烈导致行业利润率较低，畜牧业内上市公司的饲料业务毛利率平均在 10% 左右。

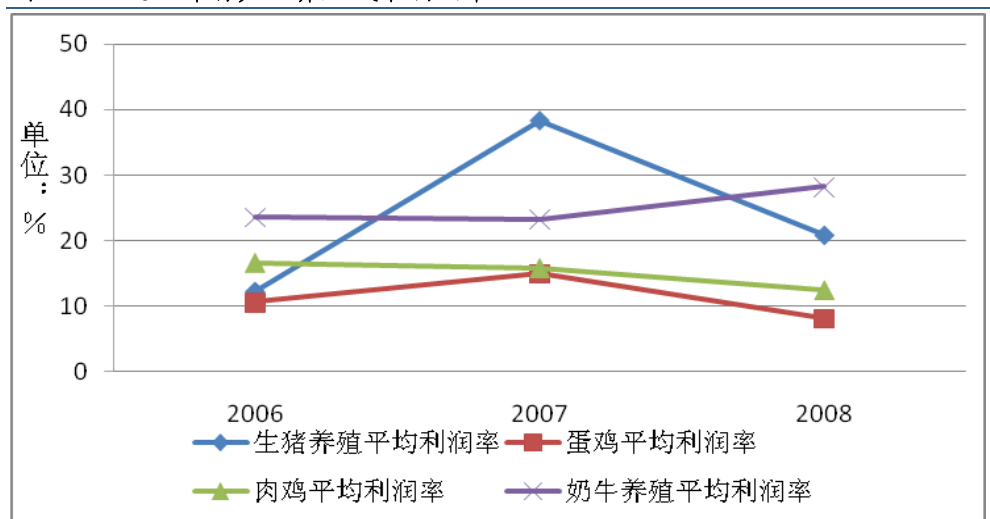
养殖业的总体毛利率略高于饲料行业，但波动较大。2008 年，蛋鸡养殖毛利率最低，为 8%；生猪和肉鸡养殖毛利率分别为 21% 和 12.5%，奶牛养殖毛利率最高，为 28%。生猪毛利率波动较大，奶牛毛利率波动近年来相对稳定。养殖业虽是劳动密集型行业，但人力成本占比较小，主要成本为饲料、防疫投入。

表 13：养殖业成本收益情况

指标	单位	生猪养殖平均 2008 年	规模养殖蛋鸡平均 2008 年	规模养殖肉鸡平均 2008 年	奶牛养殖平均 2008 年
单位：每头(百只)					
产品产量	千克	110.5	1670.4	211.7	5413.5
总收入	元	1559.57	11816.95	2112.31	14638.08
总成本	元	1290.18	10927.51	1877.2	11413.84
其中：物质与服务费用	元	1160.45	10430.88	1770.65	10120.36
其中：人工成本	元	128.59	474.75	102.26	1260.45
净利润	元	269.39	889.44	235.11	3224.24
成本利润率	%	20.88	8.14	12.52	28.25

资料来源：国研网，渤海证券研究所 注：生猪、奶牛单位为每头，蛋鸡和肉鸡单位为百只。

图 53：近几年畜产品养殖成本利润率



数据来源：国研网，渤海证券研究所

表 14：上市公司饲料业务毛利率情况

单位：万元	饲料营业收入	饲料营业成本	毛利率
正邦科技	406125.1	379605.7	6.5%
罗牛山	11859.7	10285.3	13.3%
海大集团	484393.4	443027.2	8.5%
正虹科技	130544.7	117063.3	10.3%
天邦科技	15314.0	13412.4	12.4%
通威股份	841321.2	762842.0	9.3%
大江股份	19385.9	18040.0	7.5%
平均值：			9.7%

资料来源：以上数据来自各家公司 2009 年年报，渤海证券研究所整理

4.3.5. 行业内上市公司

（1）行业内上市公司比较

行业内上市公司大多数主营业务以饲料生产与销售为主，养殖业务比例相对较小，但在企业发展战略上均采取产业链整合，进行产业链经营。

从股本规模上来看，畜牧业上市公司平均股本规模为 4.6 亿，流通股占比近 70%。罗牛山股本最大，为 8.8 亿股；天邦股份、正邦科技股本规模较小；从偿债能力来看，行业内短期偿债能力较强，但产权比率平均值为 1.59 说明行业内上市公司普遍长期负债压力较大，尤其是正邦科技和通威股份负债率过大；从营运能力来看，正邦科技、大北农、海大集团的营运水平好于其他公司，天邦股份、大江股份、罗牛山的营运能力较差。

表 15：饲料行业上市公司偿债能力与营运能力分析

证券代码	证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	流动 比率	速动 比率	产权 比率	存货周 转率	应收账款 周转率	总资产 周转率
002124.SZ	天邦股份	20550.0	12805.7	1.26	0.86	0.86	7.77	13.27	1.23
000702.SZ	正虹科技	26663.5	26662.5	0.90	0.50	0.98	10.95	69.12	2.01
002157.SZ	正邦科技	26941.0	9530.4	1.32	0.63	2.79	10.73	127.76	3.24
002311.SZ	海大集团	29120.0	7280.0	3.09	2.67	0.42	18.25	58.16	2.54
002385.SZ	大北农	40080.0	6080.0	1.24	0.53	1.22	4.83	105.64	2.28
600695.SH	大江股份	67630.6	32957.3	0.76	0.42	2.65	4.12	9.37	0.98
600438.SH	通威股份	68752.0	68752.0	0.74	0.39	3.26	12.20	24.22	1.93
000735.SZ	罗牛山	88013.2	87988.0	1.64	1.28	0.52	4.62	30.81	0.36
平均值		45968.8	31507.0	1.37	0.91	1.59	9.18	54.79	1.82

数据来源：Wind，渤海证券研究所 注：总股本及流通股数据截止 2010 年 7 月 13 日，财务指标取自各家公司 2009 年年报，产权比率为负债合计 / 归属母公司股东的权益。

从盈利能力来看，行业内毛利率与净利率均较低，这与 2009 年原材料大幅上涨及肉类消费低靡有关，整个行业景气度下降，天邦股份、罗牛山的毛利率略好于行业内其他公司；从成长性来看，正邦科技成长性最好，这并非公司业务内生性增长所致，而主要来自于对行业内其他公司的并购整合，公司的经营现金流为负可证明这一点；海大集团、通威股份业务成长性较好。

表 16：饲料行业上市公司盈利能力与成长性分析

证券代码	证券简称	盈利能力			成长能力			投资收益分析		
		销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 ROE (%)	营业总收入增长率 (%)	营业利润增长率 (%)	归属母公司股东的净利润增长率 (%)	每股收益 (元)	每股经营活动产生的现金流量净额 (元)	市盈率
000735.SZ	罗牛山	13.34	8.05	3.92	2.07	-98.97	-24.81	0.07	0.16	108.16
002385.SZ	大北农	24.09	7.07		10.21	89.24	93.64	0.70	0.80	53.63
002124.SZ	天邦股份	17.04	5.78	13.77	-7.84	1134.19	-40.52	0.26	1.07	35.11
002311.SZ	海大集团	8.31	3.09	7.60	15.90	12.80	18.76	0.53	0.17	45.70
002157.SZ	正邦科技	7.27	1.40	12.78	65.35	24.66	62.00	0.20	-0.99	72.66
600438.SH	通威股份	9.25	1.37	11.96	0.73	-4.92	41.29	0.21	0.38	37.19
000702.SZ	正虹科技	9.48	0.89	2.31	4.12	-25.80	-18.22	0.03	0.04	160.84
600695.SH	大江股份	10.46	-6.76	-26.05	-14.02	-106.01	-1300.04	-0.07	-0.14	-77.37
行业平均值		12.40	2.61	3.76	9.57	128.15	-145.99	0.24	0.19	73.33

资料来源：WIND 渤海证券研究所 注：(1)以上相关财务数据取自 2009 年年报 (2) PE 为截止 2010 年 7 月 16 日股价对应 2009 年年报数据。

(2) 重点上市公司分析

正邦科技 (002157):

江西正邦科技股份有限公司是一家以农业为基础、在农业领域产业链一体化经营的农牧企业。主营业务是饲料的生产和销售及养殖、良种繁育。饲料以猪禽饲料为主，水产饲料为补充；养殖、良种繁育包括畜禽及水产品育种、养殖。公司的销售方式以经销为主，直销为辅，销售网络遍布全国，在饲料行业已形成“正邦”系列品牌。

2009 年全年饲料业务克服了粮食价格向上波动的影响，实现销售收入 40.61 亿元，较上年增长 60.27%；公司养猪业务实现出栏商品猪 16.78 万头；， 全年肉食品业

务实现销售收入 8,411.15 万元。

公司发展战略：公司谋求控制从田头到餐桌全过程的一系列生产环节和流通环节，打造从农田到餐桌的产业一体化运营企业。饲料方面在东北建立玉米收储基地，保证原材料供应；生猪业务通过全面推行养猪业务的专业化、标准化、集约化和规模化的管理方式，稳步提升了畜禽的育种水平，通过进一步完善“公司+农户”的商品猪、禽养殖模式，大幅度地降低饲养成本。肉食品业务方面以公司现有可溯源的生猪养殖产业基地为依托，以“自养猪、可溯源，放心肉、保健康”为诉求点，为市场提供正邦放心猪肉及猪肉制品业务。在企业规模扩张方面继续实施轻资产发展战略，在收购、兼并、合资发展过程中，坚持投资人才为主的轻资产模式的快速发展。

大北农（002385）：

北京大北农科技集团股份有限公司是国内规模最大的预混合饲料企业，主营饲料产品和种子业务，生产各种规格的预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料，为畜、禽以及水产养殖提供营养物质和能量，并生产销售动物保健产品，提高养殖动物的健康水平。

2009 年度，公司饲料业务收入达 39.25 亿元，较 2008 年增加了 4.3 亿元，上升幅度为 14.62%，公司饲料业务收入保持稳定增长态势。近两年公司集中力量增加猪饲料中高档乳猪料和哺乳母猪料的产量和推广力度。上述两个产品的销售量占整个猪饲料的比重达 29.57%，较 2008 年 20.61% 的占比上升了 9 个百分点。上述两个产品中均是猪饲料中的高端产品、技术含量高、并对保证乳猪及哺乳母猪健康成长起到关键作用。

核心竞争优势：在科研队伍方面，公司人才队伍结构合理，已经形成了“开放性研发与成果中试熟化相结合、农民科技知识普及与企业公益微利相结合”的“2+2”大北农自主技术创新模式；在销售渠道方面，公司根据饲料和种子产品营销的特点建立了覆盖全国重点养殖和种植区域的营销网络；在企业文化方面，公司拥有一支能够独挡一面的创业型管理团队，并打造了一支庞大专业化的服务营销队伍。

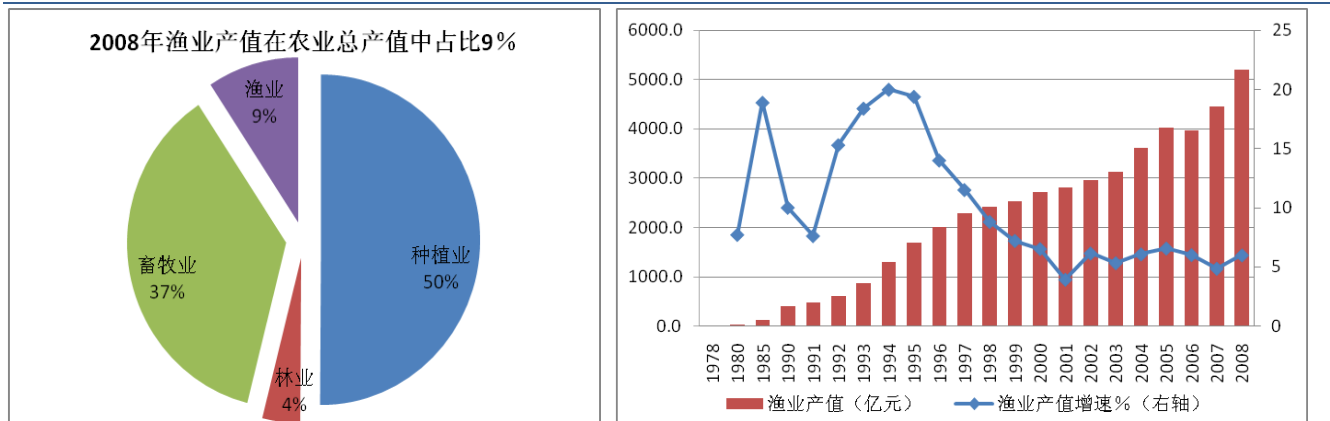
4.4. 渔业分析

4.4.1. 行业特征与发展现状

（1） 渔业在农业总产值中比重较小

渔业是指捕捞、养殖和加工水域生物资源的产业,它包括从事水产品的培育、繁殖、捕捞和生产等的各种事业。1978年我国渔业产值在农业总产值仅占2%,但到2008年渔业产值比重提高至9%。我国渔业在20世纪90年代经历了大幅增长后,发展速度逐年回落,自从进入新世纪后渔业产值增速每年在5%左右水平。

图 54: 近几年我国渔业产值增速放缓



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

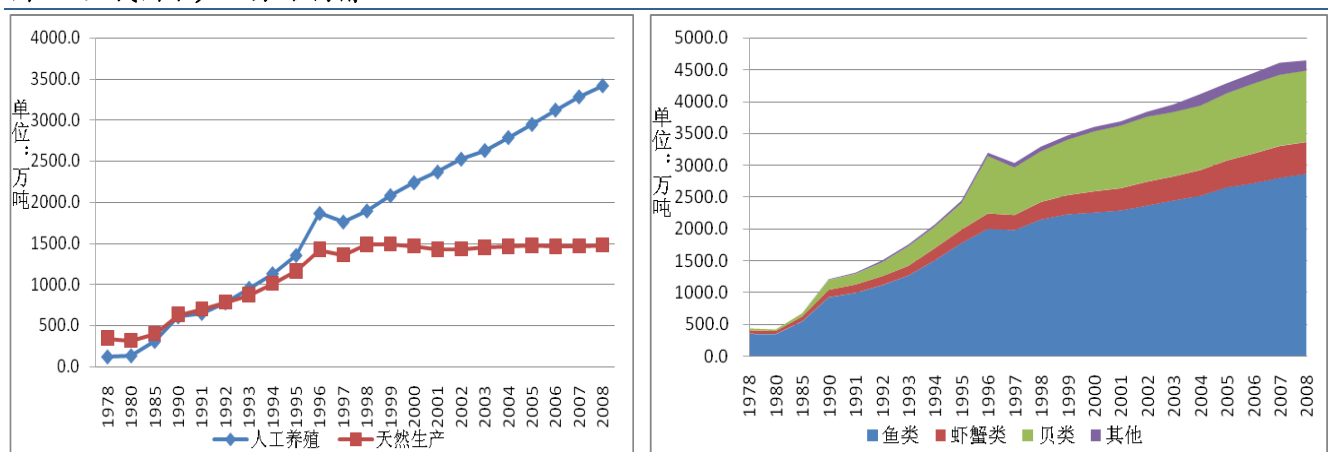
(2) 水产品生产周期性

水产品属于自然资源产品类,水产品生产有很强的季节性特征。一般都是在春夏季节繁殖,秋冬季节捕捞。因此,国家规定每年有一段很长时间的休渔期。在休渔期间,禁止捕捞天然水产品,以保障渔业资源可持续发展。

(3) 渔业产业结构情况

近十几年来,我国渔业产业发展迅速,产量大幅度提高,产品鲜度和质量也有了明显的改善。2008年我国水产品产量已达4895万吨,为改革开放初期的10倍左右。水产品人均占有量由1978年的4.9公斤/人增长到39公斤/人。随着我国经济发展与人民生活水平的提高,对水产品的消费需求也越来越大,增长缓慢的天然生产量已难以满足市场需求。20世纪80年代以来我国人工养殖量逐年稳步增长,2008年人工养殖量为3412万吨,占水产品总量的70%,而1978年人工养殖仅占26%。从品种结构来看,我国水产品主要以鱼类为主,比重为58%;其次是贝类,占比为23%;虾蟹类占比相对较小,占比为10%。

图 55: 我国水产品分结构情况

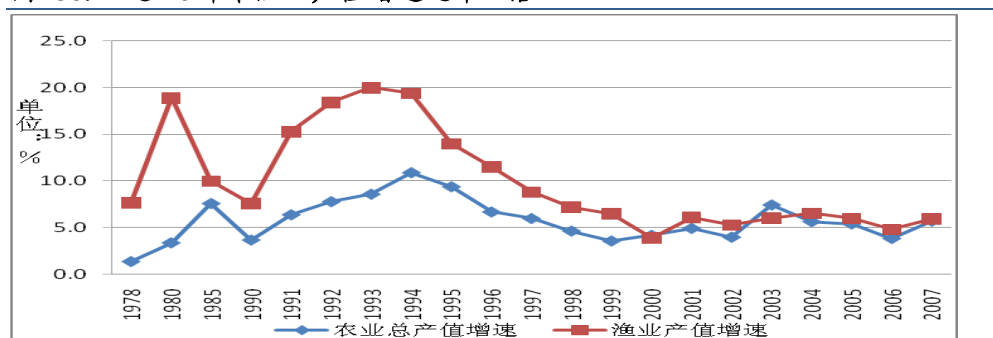


数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

(4) 渔业产值增速放缓

我国渔业在 20 世纪 90 年代经历了大幅增长后, 发展速度逐年回落, 自从进入新世纪后渔业产值增速每年在 5% 左右, 与农业总产值增速保持在同一水平上。

图 56: 近 10 年来渔业产值增速逐年回落



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

4.4.2. 渔业发展趋势

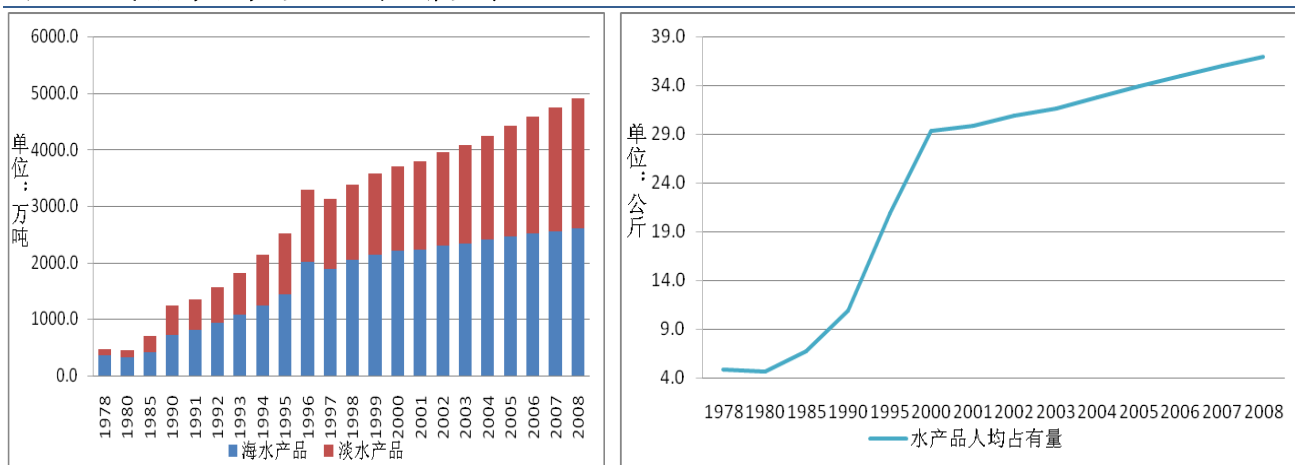
随着国际社会通过国际间的合作进一步强化对环境和渔业资源, 尤其是对公海渔业资源的保护, 海洋捕捞产量增长受限, 据联合国粮农组织报告称, 目前海洋主要鱼类已充分捕捞, 未来水产品数量的增长主要靠人工养殖为主。为此国家确定海洋渔业发展的战略重点为海水养殖和水产品精深加工, 制订了"压缩近海捕捞, 大力发展养殖, 拓展水产加工"的渔业产业结构调整思路。《全国海洋经济发展规划纲要》确立的海洋渔业发展方向为: 积极推进渔业和渔区经济结构的战略性调整, 推动传统渔业向现代渔业转变, 实现数量型渔业向质量型渔业转变。

4.4.3. 产品分析

(1) 产量情况

近十几年来,我国渔业产业发展迅速,产量大幅度提高,产品鲜度和质量也有了明显的改善。2008 年我国水产品产量已达 4895 万吨,为改革开放初期的 10 倍左右。水产品人均占有量由 1978 年的 4.9 公斤/人增长到 39 公斤/人。近年来过度捕捞导致天然生产量趋于饱和,水产品增量主要来自人工养殖。从品种结构来看,我国水产品主要以鱼类为主,比重为 58%;其次是贝类,占比为 23%;虾蟹类占比相对较小,占比为 10%。

图 57: 我国水产品产量及人均占有量情况



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

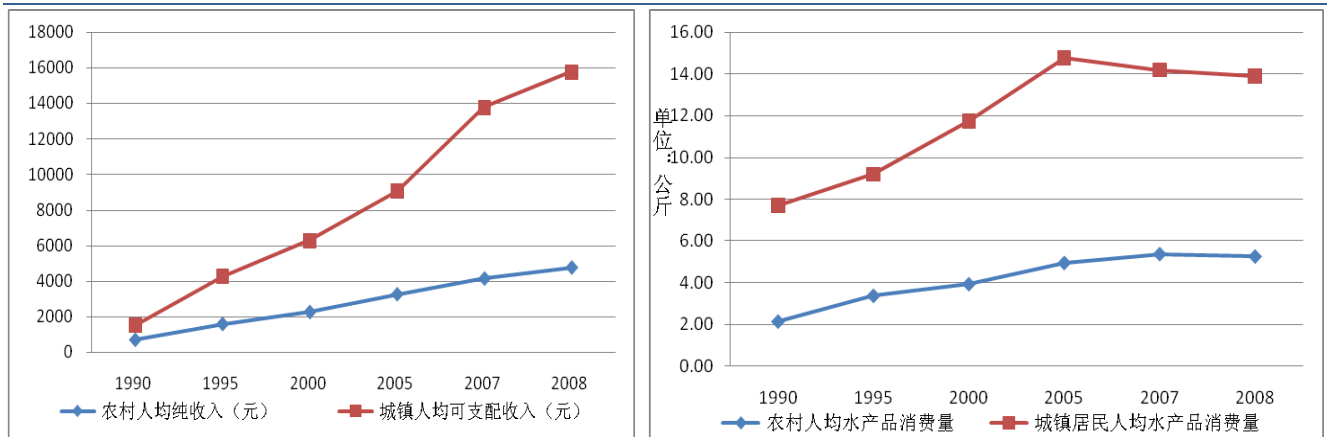
(2) 需求情况

水产品作为人类食物的重要组成部分,越来越受到普遍的关注和重视,联合国营养组织在 2001 年初将鱼肉确定为人类 21 世纪最佳动物蛋白质来源。全世界有 10 多亿人将鱼类作为主要动物蛋白质来源,FAO 称世界 56% 的人口摄入动物蛋白质中至少有 20% 取自鱼类,预测未来全球鱼类消费量仍将持续增长。

我国自 2000 年以来,水产品人均消费量增速不断加快,2001 年~2006 年的年均复合增长率为 7.6%,而同期水产品的人均占有量增速为 2.2%,人均消费量增速超过人均占有量增速 5.4 个百分点。从消费结构来看,城镇居民是水产品消费的主力军,2008 年我国城镇居民人均水产品消费量为 13.9 公斤/人,而农村居民人均水产品消费量为 5.25 公斤/人,相当于城镇居民消费量的 38%。出口方面,中国水产养殖量占世界市场 70% 以上,中国水产加工量占全球贸易出口量的 10% 以上,已连续多年居全球第一,已具备较强的国际竞争实力。上世纪 90 年代

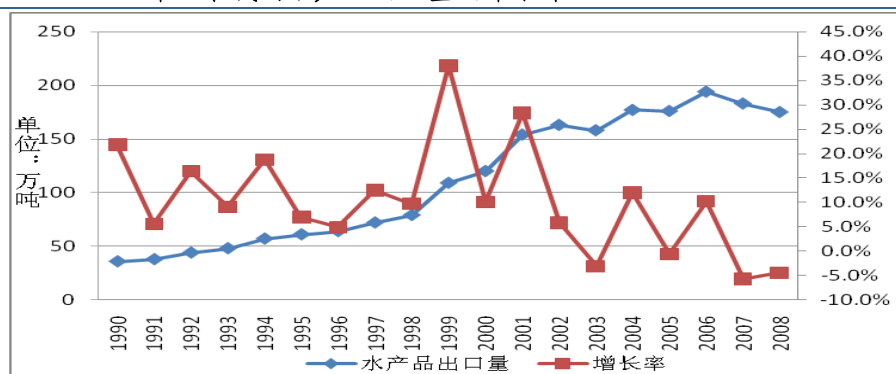
以来我国水产品出口量一直稳定增加，但于 2005 年见顶后逐年下降趋势。

图 58: 我国水产品消费情况



数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

图 59: 2006 年以来我国水产品出口量逐年下降

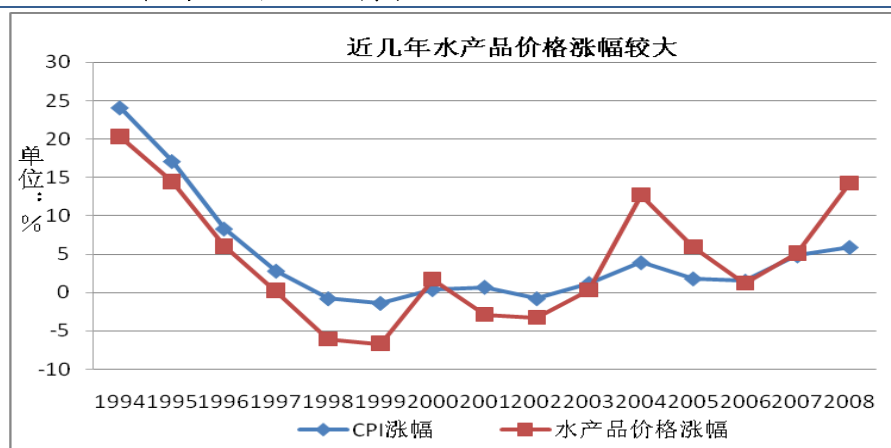


数据来源：国家统计局，渤海证券研究所

(3) 价格情况

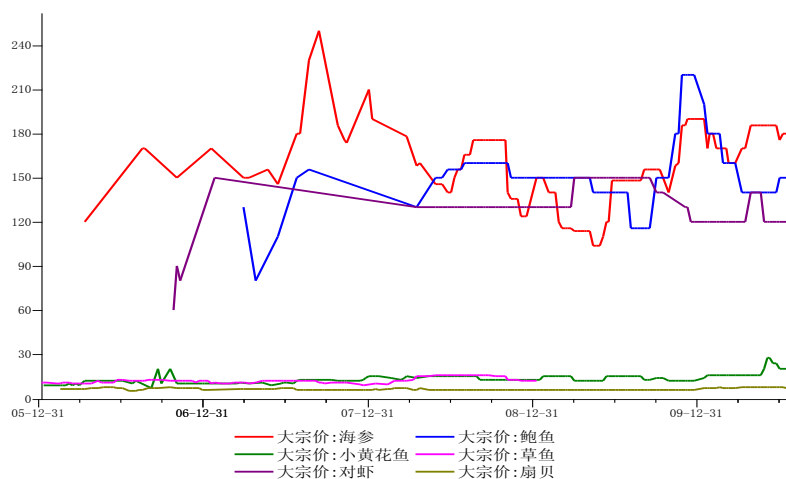
在上个世纪 90 年代，我国水产品价格涨幅一直长期低于 CPI 涨幅，自 2003 年以来，水产品价格指数一直高于 CPI 增速，主要原因是随着海洋捕捞量近乎饱和，供给量停滞不前，而需求一直稳步增加，供求趋紧支撑水产品价格涨幅较大。在品种上，由于海产品生长周期长、营养价值高、物种稀缺性等特点，价格一直大幅高于淡水产品价格，我国国内渔业行业内大多数上市公司主营品种便是海产品养殖及加工。

图 60: 近几年水产品价格涨幅高于 CPI 涨幅



数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

图 61: 海产品价格大幅高于淡水产品



数据来源: Wind资讯

数据来源: 国家统计局, 渤海证券研究所

4.4.4. 成本收益分析

渔业行业主要分三个子行业, 即淡水养殖、海水养殖、海洋捕捞。其中近 3 年淡水养殖成本利润率在 20% - 30% 之间徘徊, 物质与服务费占比 80% 左右, 主要是、种苗、饲料投入, 人力成本虽逐年增长, 但占比较小, 故对利润影响不大。据主营业务为海水养殖的上市公司 2009 年年报数据显示, 海洋养殖毛利率在 50% - 60%, 在渔业中毛利率最高, 其养殖成本要素主要包括种苗、饲料、人工、水资源租赁费等。其中, 饲料成本是主要成本因素。据主营业务为海洋捕捞业务的上市公司中水渔业、开创国际 2009 年年报数据显示, 海洋捕捞业毛利率在 30% - 40% 之间, 主要成本是远洋捕捞船的折旧、航运燃油成本, 船员人力成本占比较小。

表 17：淡水鱼养殖成本收益情况

指标	单位	淡水鱼农户精养		
		2006 年	2007 年	2008 年
每亩				
产品产量	千克	884.8	5709.2	5686
总收入	元	7636.32	13563.82	15690.83
总成本	元	5763.96	11322.68	12539.85
其中：				
生产成本	元	5478.47	11286.43	12501.39
物质与服务费用	元	4402.23	10151.85	11258.82
占总成本比重		76.38%	89.66%	89.78%
人工成本	元	1076.24	1134.58	1242.57
土地成本	元	285.49	36.25	38.46
净利润	元	1872.36	2241.14	3150.98
成本利润率	%	32.48	19.79	25.13

资料来源：国研网，渤海证券研究所

表 18：海洋捕捞、养殖收益情况

海洋捕捞收益情况：			
单位：万元	捕捞收入	捕捞成本	毛利率
中水渔业	23,701.35	16,671.11	29.66%
好当家	9,417.08	8,511.15	9.62%
开创国际	80,616.01	50,433.45	37.44%
海水养殖收益情况：			
单位：万元	养殖收入	养殖成本	毛利率
好当家	21,956	10,044	54.25%
东方海洋	11,240.27	4,252.46	62.17%
獐子岛	62,393.37	28,618.94	54.13%

资料来源：以上资料来自各家公司 2009 年年报，渤海证券研究所

4.4.5. 行业内上市公司分析

（1）行业内上市公司比较分析

根据申万研究行业分类，渔业行业主要包括 10 家上市公司，ST 华龙、ST 昌鱼两家将进入资产重组，故将其剔除。剩余 8 家中，其中开创国际、中水渔业主要从事海洋捕捞业务；好当家、东方海洋、獐子岛主要从事海产品养殖及加工业务；大湖股份主要从事淡水产品养殖业务，2010 年新上市的壹桥苗业、国联水产主要从事水产品种苗业务。

从股本规模来看，渔业类上市公司股本平均值为 3.3 亿，好当家、獐子岛股本规模较大，壹桥苗业股本最小。从偿债能力来看，行业内普遍偿债能力较好，产权比率较低显示长期债务压力较小，中水渔业的偿债能力业内最强，大湖股份较差。从营运能力来看，行业内存货周转率较低，这与水产品的生产周期较长有关，壹桥苗业存货周转情况相对较好；应收账款周转情况好于其他农业类子行业反映水产品销售比较流畅，开创国际应收账款周转业内最好，这主要与捕捞海产品销售紧俏有关。

表 19：渔业类上市公司偿债能力与营运能力情况

证券代码	证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	流动 比率	速动 比率	产权 比率	存货周 转率	应收账款 周转率	总资产 周转率
002447.SZ	壹桥苗业	6700.00	1360.00	1.20	0.96	0.56	7.30	52.40	0.61
600097.SH	开创国际	20259.79	11544.99	1.01	0.61	0.89	4.17	120.68	0.84
002086.SZ	东方海洋	24385.00	23108.96	1.39	0.67	0.48	1.27	6.20	0.29
000798.SZ	中水渔业	31945.50	31943.51	7.96	5.86	0.09	2.21	16.31	0.36
300094.SZ	国联水产	32000.00	6400.00	1.76	0.94	1.14	2.95	4.43	1.18
600257.SH	大湖股份	42705.00	42705.00	0.74	0.27	0.97	1.28	20.89	0.40
002069.SZ	獐子岛	45240.00	42686.52	1.94	0.58	0.65	1.01	24.36	0.74
600467.SH	好当家	63360.00	63360.00	1.44	0.24	0.34	0.98	46.57	0.32
平均值		33324.41	27888.62	2.18	1.27	0.64	2.65	36.48	0.59

数据来源：WIND，渤海证券研究所 注：总股本及流通股数据截止 2010 年 7 月 16 日，财务指标取自各家公司 2009 年年报，产权比率为负债合计 / 归属母公司股东的权益。

从盈利能力来看，壹桥苗业从事水产品种苗业务，技术含量好，行业内市场占有率高，盈利能力较强；近几年海产品需求稳定增长且价格涨幅较大令开创国际盈利能力增强。从市盈率来看，行业平均市盈率为 64 倍，低于整个农业类上市公司平均市盈率 105 倍，但高于同期大盘整体估值水平，大湖股份、好当家市盈率业内较高。

表 20：渔业行业盈利能力与成长性情况

证券代码	证券简称	盈利能力			成长能力			投资收益分析		
		销售毛利 率 (%)	销售净 利率 (%)	净资产 收益率 ROE (%)	营业总 收入增 长率 (%)	营业利润 增长率 (%)	归属母公 司股东的 净利润增 长率 (%)	每股收 益 (元)	每股经 营活动 产生的 现金流 量净额 (元)	市盈率
000798.SZ	中水渔业	27.02	6.53	4.05	-8.45	122.23	243.73	0.11	0.22	69.86
002069.SZ	獐子岛	28.01	12.95	15.00	50.20	46.45	64.98	0.62	0.11	49.75

002086.SZ	东方海洋	22.71	11.98	5.09	-15.46	12.38	20.54	0.23	0.08	52.00
002447.SZ	壹桥苗业	44.63	28.16		14.65	3.95	11.12	0.69	0.92	64.67
300094.SZ	国联水产	15.22	8.73	20.61	15.14	21.84	25.96	0.29	0.14	46.00
600097.SH	开创国际	37.17	18.75	25.32	-21.40	-19.75	-3.13	0.75	0.70	18.80
600257.SH	大湖股份	26.63	4.97	3.85	20.32	113.96	114.82	0.05	0.05	140.44
600467.SH	好当家	25.37	14.10	5.86	11.23	-39.37	-39.51	0.13	0.07	75.30
平均值		28.35	13.27	11.39	8.28	32.71	54.81	0.36	0.29	64.60

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：(1)以上相关财务数据取自 2009 年年报 (2) PE 为截止 2010 年 7 月 16 日股价对应 2009 年年报数据。

(2) 重点上市公司分析

獐子岛 (002069)

大连獐子岛渔业集团股份有限公司主要从事虾夷扇贝、海参、鲍鱼等海珍品育苗、养殖、加工、销售等业务。目前公司主要产品的品种包括虾夷扇贝、刺参、皱纹盘鲍和海胆等。主导产品目前已取得了'无公害食品'、'AA 级绿色食品'等国内食品安全方面的三大主要认证，獐子岛商标在国内水产品中率先成为“中国驰名商标”。

2009 年公司主产业海珍品养殖业产能迅猛增长，销量实现大幅增长，海参、鲍鱼等产品价格前低后高，养殖业总体毛利率水平同比、环比均显著改善。公司全年实现营业收入 15.13 亿元，较上年同期增长 50.2%，其中水产养殖业和加工业营业收入分别为 6.24 亿元和 5.97 亿元，同比分别增长 21.3%和 45.59%，归属于母公司净利润 2.07 亿元，较上年同期增长 64.98%。

核心竞争优势：海域资源方面，公司坚定推行海域资源扩张战略，加大对优质海产品资源控制，目前公司生态海洋牧场突破 1,000 平方公里，海水养殖业持续发展的资源优势非常明显；销售网络建设方面，公司构筑“国际、活品、冻品、海珍品和即食品”五张销售网络，公司活品已进入全国近 30 个省、自治区、直辖市，60 余个重点城市，加工品进入沃尔玛、家乐福、麦德隆、易初莲花、欧尚等 160 多个销售终端网点；海珍品与即食品已经覆盖全国 70 多个城市，开设了 400 多家优质网点。品牌建设方面公司大力推行“珍贵、稀缺、生态”和“圈层论”理念，牢固树立公司国内海珍品最有价值、最高端的品牌地位。

好当家 (600467)

山东好当家海洋发展股份有限公司为全国最大海珍品养殖基地，主营中高档海产品的养殖、加工与销售。主导产品有鲍鱼、海参、牙鲆鱼等。好当家品牌荣获了“中

国驰名商标”的美誉。

报告期内实现营业收入 5.28 亿元，同比增长 11.23%；其中海水养殖业务 2.20 亿元，同比下降 11%；冷冻食品加工业务 2.07 亿元，同比增加 33%；捕捞业务 9417 万元，同比下降 11%。实现营业利润 7290 万元，同比下降 39.37%；实现归属于母公司所有者净利润 7528 万元，同比下降 39.51%。净利润下降主要原因是养殖产量及捕捞产量均出现同比下降，且销售价格也低于同年水平。

核心竞争优势：海域资源方面，公司附近拥有中国北方最大的渔港石岛港，拥有 7.6 万平方米的工厂化养殖车间，3 万多亩的浅海滩涂及深水养殖面积。产业链条上，公司已形成了育苗、养成一体化，繁育着鲍鱼、海参、扇贝等苗种，实现了公司养殖业苗种的自给自足。地理位置方面，公司生产基地交通便利，距威海、烟台机场分别仅有 30 公里和 120 公里，距威海火车站 50 公里，周围与青威、烟威高速相连接，同时公司临近石岛港和龙眼港两个国家级一类开放港，利于对日韩出口。技术上，公司已形成苗种培育、苗种杂交与改良、底播、立体、混养、不投饵技术等产学研结合的生态型养殖模式。

4.5. 农产品加工行业

4.5.1. 行业发展现状

(1) 行业在国民经济中的地位

改革开放以来，我国的农产品加工业取得了长足发展。截止到 2007 年底，我国规模以上农产品加工企业 7 万多家，完成产值达到 4 万多亿元。全国共有农业产业化龙头企业 61 万家，其中国家级龙头企业 580 多家，省级重点龙头企业 3750 多家，带动农户 8726 万户，占全国农户总户的 35% 左右。农产品加工行业在优化农业经济结构，推动农业产业升级，丰富农产品供给，满足多样化需求，扩大农民就业，增加农民收入等方面发挥了重要作用。

(2) 行业与上下游的关系

农产品加工行业的上游是种植业，下游行业是主要是零售商超。种植业主要为提供农产品加工业提供原材料如大豆、玉米、小麦、番茄、蔬菜等。农产品加工业将制成品通过批发、零售等方式送达最终消费者。

(3) 市场竞争格局

从波特竞争五力模型来分析,上游行业种植业由于农产品种植户规模小、分散众多,议价能力差,但由于种植业“靠天吃饭”的特性,农产品价格波动性较大,因此农产品加工的原材料成本变动较大。农产品加工行业内部,农产品加工企业普遍规模偏小、设备工艺落后,没有形成高附加值的农产品加工产业链,规模效益显现不出来,行业内竞争激烈,厂商以价格战为主。下游零售商超以其广泛分布的销售网络为依托,拥有较强谈判能力。

4.5.2. 行业发展趋势

我国农产品加工企业的加工转化和增值能力不强,大部分的农产品加工企业普遍规模偏小、设备工艺落后,没有形成高附加值的农产品加工产业链,规模效益显现不出来,竞争力无法大幅提升。未来行业内发展方向上主要有以下三个方面:一是进行产业链经营,向上游种植业延展,以控制原料波动性与保证质量与安全,例中粮屯河自种番茄原料 18.5 万亩,生产番茄 76 万吨,占公司番茄原料收购总量的 22%;二是提供加工技术,向精深加工方向发展,增加产品的高附加值;三是进入产业整合,提高产业集中度,发挥规模经济效益。

4.5.3. 行业内上市公司分析

(1) 行业内上市公司比较分析

据申万研究行业分类标准,农产品加工行业主要包括 11 家上市公司,其中如意集团主业更改为进出口贸易业务,ST 铜城、ST 九发进行资产重组,荣华实业主营业务收入黄金销售收入占比第一,故将以上 4 家剔除。剩余 7 家中,中粮屯河和新中基主要从事番茄加工业务;东凌粮油从事大豆压榨加工业务,丰原生化从事玉米深加工业务;金健米业从事大米加工业务;高金食品和华英农业主要从事禽肉制品业务。

从股本规模来看,中粮屯河总股本 10 亿,股本规模业内最大,其次是丰原生化与新中基,分别 9.64 亿和 4.82 亿;2010 年新上市的华英农业股本规模较小。从盈利能力来看,农产品加工行业普遍盈利能力较差,销售净利率在 10% 以下。反映整体行业竞争压力大。期间费用率都普遍高于销售净利率。

表 21：农产品加工行业上市公司基本情况

证券代码	证券简称	总股本 (万股)	流通 A 股 (万股)	主营产品类型	销售 毛利率 (%)	销售 净利率 (%)	销售期 间费用 率 (%)
000972.SZ	新中基	48205.33	41906.66	番茄制品、蔬菜加工制品	20.82	0.79	22.47
600737.SH	中粮屯河	100560.42	80560.42	番茄制品、糖类	29.89	9.80	21.63
000893.SZ	东凌粮油	22200.00	10988.13	豆制品、食用油	6.71	3.12	3.30
000930.SZ	丰原生化	96441.11	96441.11	燃料乙醇、柠檬酸、氨基酸	5.16	5.59	12.75
600127.SH	金健米业	54445.96	54445.96	稻米、粮油产品	16.53	0.44	16.16
002143.SZ	高金食品	16050.00	7082.55	禽畜养殖、肉制品	7.67	0.37	7.20
002321.SZ	华英农业	14700.00	3700.00	禽畜养殖、肉制品、饲料	12.83	4.33	9.73

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：股本截止日期为 2010 年 7 月 13 日，财务数据来自 2009 年年报。

从偿债能力来看，业内上市公司流动比率为 0.88 说明短期内偿债能力较强，但由于公司产权比率过高，反映业内公司普遍采用高杠杆运营，蕴藏潜在较大财务风险。从营运水平看，存货周转率和总资产周转率高于农业内其他子行业，这与农产品加工特性有关。

表 22：农产品加工行业上市公司偿债能力与营运情况

证券代码	证券简称	流动比率	速动比率	产权比率	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
000972.SZ	新中基	0.94	0.53	3.77	1.20	1.77	0.29
600737.SH	中粮屯河	0.83	0.22	1.32	1.01	5.45	0.44
000893.SZ	东凌粮油	0.96	0.34	6.43	9.29	67.27	3.96
000930.SZ	丰原生化	0.44	0.27	2.04	6.47	23.66	0.72
600127.SH	金健米业	0.87	0.31	1.84	2.10	23.15	0.80
002143.SZ	高金食品	0.86	0.57	1.75	12.15	29.51	1.38
002321.SZ	华英农业	1.28	0.96	1.11	3.64	11.08	0.59
平均值		0.88	0.46	2.61	5.12	23.13	1.17

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：以上数据来自各家公司 2009 年年报。

（2）重点上市公司

中粮屯河

中粮屯河股份有限公司是以番茄加工为主业，涉及制糖、果品加工的农副产品深加工企业。公司是世界最大的番茄制品生产企业，拥有年产番茄酱及其系列产品 38 万吨的产能，产品包括番茄大桶酱、番茄沙司、小包装番茄酱、番茄红素、番茄汁、番茄粉等。公司还拥有林果产品 3.3 万吨、食糖 18 万吨的生产能力。

2009 年公司实现营业收入 28.8 亿元，较上年下降 16.06%；实现营业利润 2.64 亿元，较上年下降 3.66%；实现净利润 2.68 亿元，较上年下降 13.9%。

核心竞争优势：公司实施全产业链发展战略。原材料方面，实施原料战略转型进入种植业，目前自种番茄原料 76 万吨，占公司番茄原料收购总量的 22%，以达到控制原材料成本与质量的目的。品牌建设方面，针对消费品的特点进行组织结构调整，加大了对品牌业务的投入，加强与中粮集团其他公司的协同合作，大力推进国内加工番茄制品消费。

4.6. 农业综合

4.6.1. 行业简介

农业综合子行业主要是包括主营业务包括以上几种或者与农业生产相关的行业的公司。如新上市的公司大禹节水主要做农田灌溉节水设施，属于种植业密切相关；农产品主要经营农产品流通市场；而一些公司经营某一产品的全产业链经营，这是农业上市公司的发展方向。如圣农发展经营鸡肉产业链、新五丰经营生猪产业链、福成五丰经营活牛产业链、新希望以饲料为支点进行农业相关多元化经营。

表 23：农业综合类上市公司基本情况

证券代码	证券简称	主营业务	销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	销售期间费用率 (%)
000061.SZ	农产品	农产品批发市场运营、农业生产养殖加工业务	50.16	12.56	40.41
600371.SH	万向德农	玉米种业、化肥业务	33.64	7.07	18.99
600093.SH	禾嘉股份	汽车配件、种业	30.99	1.76	27.65
002173.SZ	山下湖	珍珠产品、饰品	23.96	4.46	16.55
300021.SZ	大禹节水	节水材料、节水工程	23.29	9.26	13.02
002299.SZ	圣农发展	肉鸡饲养和肉鸡屠宰加工	20.91	13.94	7.08
000860.SZ	顺鑫农业	白酒业务、屠宰业、房地产、种畜养殖	20.61	3.01	12.93
600108.SH	亚盛集团	农业、工业业务比较混乱	18.90	8.48	11.27
000048.SZ	ST康达尔	饲料生产、自来水供应、房地产开发	15.17	3.56	7.93
000876.SZ	新希望	饲料生产、屠宰及肉制品、乳制品、金融	10.44	7.81	11.82

		投资			
600975.SH	新五丰	生猪养殖贸易、饲料、冷鲜肉生猪产业链	9.93	3.79	11.37
600965.SH	福成五丰	活牛养殖、牛肉及肉制品等活牛产业链	9.72	0.92	8.31
002234.SZ	民和股份	鸡饲料、民和鸡苗、民和鸡肉	3.17	-5.90	8.86

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：以上数据来自各家公司 2009 年年报。

4.6.2. 行业上市公司分析

(1) 行业内上市公司比较分析

从股本规模来看，亚盛集团与新希望的股本规模较大，大多数公司股本在 2 亿左右，从偿债能力来看，业内短期偿债能力较强，长期偿债能力各异。从营运能力来看，存货周转率普遍较低与农畜产品的生产周期有关，应收账款周转情况较好，总资产周转率普遍较低。

表 24：农业综合类上市公司偿债能力与营运情况

证券代码	证券简称	总股本(万股)	流通 A 股(万股)	流动比率	速动比率	产权比率	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
002173.SZ	山下湖	10050.00	2550.00	1.85	0.58	1.01	0.51	2.94	0.40
002234.SZ	民和股份	10750.00	5034.50	1.07	0.72	0.79	4.49	32.76	0.71
300021.SZ	大禹节水	13930.00	3600.00	2.60	2.03	0.53	2.16	5.13	0.59
600371.SH	万向德农	17050.00	17050.00	1.11	0.28	1.25	1.29	1057.15	0.81
600975.SH	新五丰	18027.70	18027.70	1.70	1.04	0.59	3.89	36.82	0.86
600965.SH	福成五丰	27940.32	27940.32	2.63	0.95	0.29	2.60	8.33	0.78
600093.SH	禾嘉股份	32244.75	32244.75	0.84	0.67	1.02	1.82	5.18	0.39
000048.SZ	ST 康达尔	39076.87	37984.74	0.43	0.22		4.02	59.57	1.37
002299.SZ	圣农发展	41000.00	4100.00	1.64	1.12	0.38	5.42	20.39	0.79
000860.SZ	顺鑫农业	43854.00	23240.83	1.04	0.52	2.29	2.10	27.26	0.83
000061.SZ	农产品	76850.79	64506.92	1.05	1.02	1.23	8.12	24.07	0.19
000876.SZ	新希望	83237.15	81491.77	0.93	0.53	1.11	8.85	62.49	0.88
600108.SH	亚盛集团	173699.12	144119.06	0.96	0.68	0.75	2.52	4.38	0.35
平均值		45208.52	35530.05	1.37	0.80	0.94	3.68	103.57	0.69

数据来源：WIND，渤海证券研究所 注：总股本及流通股数据截止 2010 年 7 月 16 日，财务指标取自各家公司 2009 年年报，产权比率为负债合计 / 归属母公司股东的权益。

从盈利能力来看，进行产业链或进行农业相关多元化的公司如圣农发展、新希望、

盈利能力较强，从成长性来看，在 2009 年中由于金融危机的影响，大多数公司营

业收入出现下降，山下湖、新五丰、福成五丰、民和股份降幅较大。

表 25：农业综合类上市公司盈利能力与成长性情况

证券代码	证券简称	盈利能力			成长能力			投资收益分析		
		销售毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益率 ROE (%)	营业总收入增长率 (%)	营业利润增长率 (%)	归属母公司股东的净利润增长率 (%)	每股收益 (元)	每股经营活动产生的现金流量净额 (元)	市盈率
600371.SH	万向德农	34.10	7.21	11.97	1.79	34.88	32.82	0.24	0.64	43.82
600093.SH	禾嘉股份	29.79	1.66	0.84	20.71	88.79	104.77	0.01	0.33	671.79
300021.SZ	大禹节水		9.23	6.56	27.39	31.09	27.22	0.18	-0.23	104.31
002299.SZ	圣农发展	17.05	11.06	12.68	10.99	9.10	10.50	0.46	0.34	63.06
002234.SZ	民和股份	1.38	-7.70	-7.41	-10.63	-171.33	-182.37	-0.52	0.03	0.00
002173.SZ	山下湖	27.40	6.94	3.21	-17.41	-70.27	-68.46	0.19	-0.41	83.72
600108.SH	亚盛集团	19.16	8.96	4.81	-11.57	18.96	-17.20	0.08	0.08	59.59
000876.SZ	新希望	10.08	8.44	11.80	-6.41	72.79	78.74	0.53	-0.01	16.06
000860.SZ	顺鑫农业	23.19	3.94	6.70	17.61	-19.62	-27.34	0.55	3.16	34.57
000061.SZ	农产品	47.99	11.71	2.95	1.14	329.43	60.53	0.12	0.87	146.15
000048.SZ	ST 康达尔	15.13	3.55		20.36	324.28	-32.99	0.12	0.24	36.83
600975.SH	新五丰	8.14	3.52	4.66	-25.66	496.35	166.57	0.10	-0.32	90.89
600965.SH	福成五丰	9.79	0.98	0.94	-14.40	-59.22	-74.92	0.02	0.18	350.81

资料来源：WIND，渤海证券研究所 注：(1)以上相关财务数据取自 2009 年年报 (2) PE 为截止 2010 年 7

月 16 日股价对应 2009 年年报数据。

(2) 重点上市公司

新希望 (000876)

四川新希望农业股份有限公司是全国性大型民营企业和中国中西部最大的饲料生产商之一。公司立足农业、稳步发展，业已形成以农业产业为主、适度多元化经营的产业格局。目前，公司主营业务涉及饲料、乳制品、化工行业及金融投资。

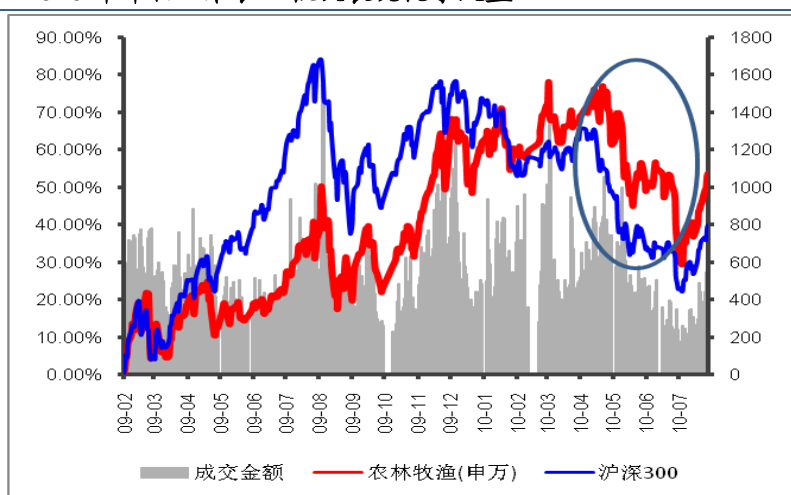
2009 年公司共销售各类饲料产品 125.2 万吨，同比增长 15.50%；销售各类乳品 28.59 万吨，同比增长 15.10%；生猪屠宰 173.17 万头，同比下降 4.85%，销售冷鲜肉 16.24 万吨，同比下降 5.86%。实现营业收入 679,746.92 万元，比上年同期下降 6.41%；实现利润总额 53,764.11 万元、净利润 40,860.90 万元。

5. 行业投资策略

(1) 三大投资逻辑支撑农业板块

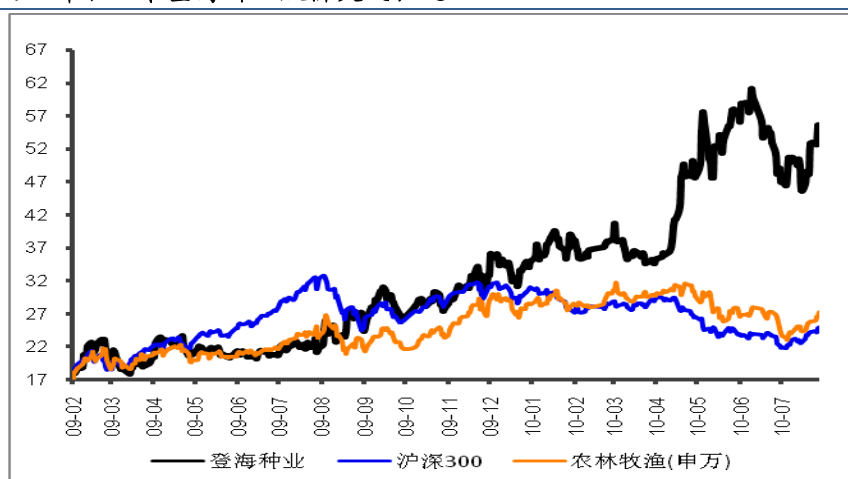
农林牧渔行业上市公司赢利能力普遍较弱，这可从行业内的高市盈率可见一斑，大农业板块的投资逻辑主要包括：**农产品价格上涨所致的通胀预期、国家惠农政策支持、个股经营业绩超预期**。例从今年年初以来农业板块表现优于大盘，便是“通胀”主题投资的经典阐释；自 2004 年以来，我国“三农”问题都是每年中央一号文件的主题，几乎每年的第四季度和次年一季度国家会出台一系列惠农政策，从而在资本市场引起一波农业板块热情；在农业板块中也不乏盈利超预期的个股，如登海种业 09 年销售收入和利润大幅上涨，2010 上半年公司预计净利润同比增长 116%，因此年初以来登海股价大幅上涨，截止当前比年初已上涨 62%。

图 62: 2010 年年初以来农业板块表现优于大盘



数据来源：WIND，渤海证券研究所

图 63: 年初以来登海种业股价突飞猛进

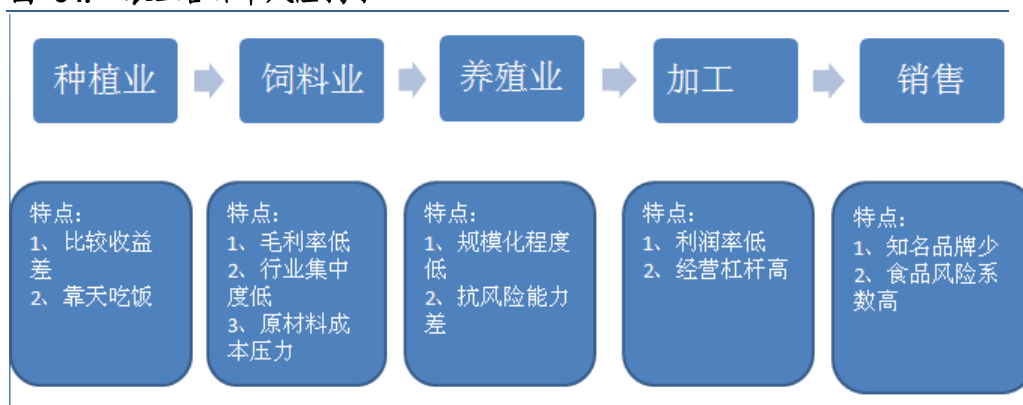


数据来源：WIND，渤海证券研究所

(2) 产业链概念已成农业板块新的投资逻辑

农业发展的本质是产业链。在大农业的每一个链条环节上几乎都存着利润低、高风险的特点，这也是农业的特性使然。如在种植环节，一、由于我国人多地少，人均分配土地较少，经营土地流转难以实施，因此难以形成规模种植经济效益；二、与农户打工收入相比，种植比较收益非常低；三、受天气影响因素较大，潜在风险高。饲料行业，一、行业进入门槛低，竞争无序，产业集中度低，行业毛利率低；二是原材料价格稳定上涨，且上涨幅度波动性较强。养殖环节，一、生猪养殖仍以散养为主，规模化养殖程度较低，抗风险能力差；二是受疫情影响较大，市场需求波动性较强；三、饲料价格波动性较大。屠宰及肉制品加工业，一、高负债率、利润率低；二、食品安全风险系数高。农产品加工业，一、加工利润率低；二、原材料价格风险难以控制，三、知名品牌少、行业集中度低。

图 64： 农业各环节风险揭示



数据来源：渤海证券研究所

图 65： 美国三大粮商产业链经营情况

美国粮食流通、加工和进出口行业集中度				巴西大豆加工和出口行业集中度	
仓储	物流	加工	出口	加工	出口
仓储能力： CR4=19% •Cargill/Continental •ADM •ConAgra •Bunge	驳船装卸： CR4=65% •Cargill/Continental •ADM •Bunge •Consolidated Grain and Barge 远洋船装卸： CR4=72% •Cargill/Continental •ADM •ConAgra •Bunge	大豆压榨： CR4=80% •Bunge:25.5% •ADM:21.4% •Cargill:21.2% •Ag Processing Inc.:11.7% 面粉加工： CR3=55% •Cargill/CHS(Horizon Milling) •ADM •ConAgra	大豆： CR3=65% •Cargill/Continental •ADM •Zen Noh 小麦： CR4=47% •Cargill •Columbia Grain •Peavery •United Grain 玉米： CR3=81% •Cargill/Continental •ADM •Zen Noh	大豆压榨： CR4=57% •Bunge:25.5% •Cargill •Cargill-Dreyfus •ADM 大豆精炼： CR3=68% •Bunge •Cargill •ADM	大豆： CR3=60% •Bunge •Cargill •ADM

数据来源：www.econ.iastate.edu，渤海证券研究所

农业类企业进行产业链经营有以下优势：

一、将市场交易风险内部化，提高抗风险能力。如饲料类企业、农产品加工收购农产品达一定规模，可通过农产品期货市场实现套期保值。

二、确保食品安全可追溯，控制原材料资源与保证食品安全。

三、规模种植有利于发挥规模经济效益和农业科技推广。

四、以终端消费引领产业链，可以形成产业领导力和产业优势。

五、企业进行产业内并购整合有利于提高产业集中度，推动产业升级。

六、有利于形成品牌优势，提高影响力。

鉴于产业链投资逻辑，建议重点关注以下上市公司：

表 26：产业链概念相关上市公司

上市公司	证券代码	发展战略	产业链类型	销售收入（万元）
通威股份	600438	打造集水产种苗、养殖、饲料、加工一体的水产“全产业链”	鱼类产品产业链	1,037,817.69
新希望	876	从饲料企业发展成农业产业服务提供商	以猪肉产业链为主	679,746.92
正邦科技	2157	打造从农田到餐桌的产业一体化运营企业	以猪肉为主的产业链	445,853.07
中粮屯河	600737	打造从田间到餐桌的全产业链经营企业	番茄产业链	287,948.67
獐子岛	2069	海珍品产业化经营企业	海产品产业链	151,254.29
圣农发展	2299	一体化自养自宰产业链经营模式	鸡肉产业链	141,194.82
华英农业	2321	全国规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制品生产销售一体化企业	鸭肉产业链	93238.46

民和股份	2234	已形成了以肉鸡养殖、屠宰加工与肉鸡苗生产相结合的经营模式。	鸡苗为核心的产业链	72,572.92
新五丰	600975	生猪养殖出口贸易、饲料、冷鲜肉生猪产业链（外向型）	猪肉产业链	57,473.69
福成五丰	600965	活牛养殖、牛肉及肉制品等活牛产业链	牛业产业链	52,687.27

资料来源：渤海证券研究所 注：销售收入为上市公司 2009 年年报

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋

022-28451131
13512060965

loyalbright@yahoo.com.cn

谢晓冬

022-28451849
13820872805

actionfish@live.cn

渤海证券研究所

天津

天津市河西区宾水道三号

邮政编码: 300061

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 1107

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362157

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn