

聚焦业绩改善或增长——2011 年农业年度投资策略

农业

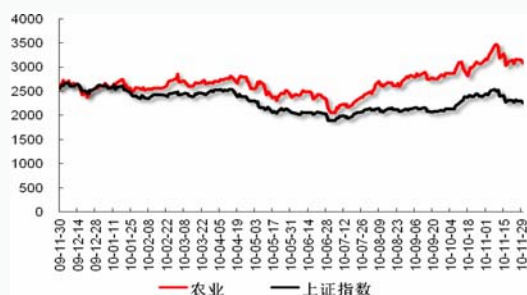
增持（维持）

报告日期：2010 年 12 月 3 日

行业指数与相关市场指数比较

	收盘	月涨幅 (%)
天相行业指数	3082.65	-0.34
天相流通指数	3737.61	-3.23
上证指数	2820.18	-5.33

行业指数近一年走势图



相关报告：

《行业估值压力大 部分子行业仍存机会 11 月刊》

2010-11-9

《畜牧与饲料景气回升 4 季度全面迎接旺季——

2010 农业 3 季报综述》 2010-11-8

《棉花白糖价格涨势强劲 10 月刊》 2010-10-8

《灾害天气影响下的涨价势头不减 9 月刊》

2010-9-10

《涨价+政策预期引景气分化走向统一 2010 年农业

中报综述》 2010-9-3

《主业盈利明显提升——农业 2009 年年报暨 2010 年

1 季报综述》 2010-5-6

联系人——天相农业食品组

021-58824282-828 yangq@txsec.com

010-66045452 zhangxq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- **农业极具潜力。**“中央一号文”文件连续7年将重点锁定在农业，国家“十二五”规划将继续加大对农业的政策扶持力度，这彰显农业在中国蕴含巨大投资机会。随着农业产值占总GDP比重逐步下滑，若下降至10%以下，不考虑总人口变化，我们预测农村人口需转移出2.5亿人口，这将引发农业劳动力成本大幅上升以及农业产业化、规模化、集约化大幅提升。
- **农业股市值与农业在国民经济中的地位极不相称。**参照农业巨大的产业容量以及国外成熟市场农业公司的发展路径，农业股未来成长性可期。
- **农业股与两个指数之间的关系。**农业股与农产品价格指数涨跌显著相关，与CPI涨跌关系较弱，但当CPI同比涨幅超过4%时，农业股有较好表现的机率较大（65%以上）。
- **农业行业估值情况。**2005年以来，农业行业相对合理估值区间为1.5-2.5，其占比达到85%，虽然农业存在价值重估，但尚需时日，就2011年而言，农业估值回调可能性较大。
- **农业子行业情况。**从2010年开始，种子行业进入整合的阶段，未来种业的集中度将逐渐提高，竞争格局将发生质的变化，预计会有更多的种业公司通过外延的方式实现扩张；畜禽养殖、饲料行业预计2011年上半年较为低迷，下半年恢复性上升；消费升级、需求增长，看好海珍品；从基本面上讲，糖价上涨存在上限，但由于农资与人工成本的上升，未来糖价的中枢将会提高至5000元/吨以上的水平。
- **2011年投资策略：聚焦业绩改善或增长。**我们认为在目前通胀预期强化的背景下，农业估值水平偏高，而随着国家强势宏观调控，农产品价格回落，通胀预期降温，农业估值水平将回归合理，鉴于我们对农业整体及子行业的分析，我们认为2011年“个股机会大于行业机会”，投资机会主要来自于公司业绩改善或增长。
- **重点关注四类上市公司的投资机会。**我们预计2011年农业整体业绩增长15-20%，其中种业、水产增速较高。建议关注估值较低且有业务整合预期的通威股份；产能扩张或并购的圣农发展、隆平高科、荃银高科；产业链完善保证盈利较为稳定的雏鹰农牧、正邦科技；具有资源优势的好当家、东方海洋、獐子岛、益生股份和产品优势的登海种业、民和股份。

目录

1. 对农业的看法	4
1.1 农业GDP的增速与国内总GDP增速	4
1.2 农业产值占GDP比重不断下滑	4
2. 对农业股的看法	6
2.1 农业股市值与农业在国民经济中的地位不相称	6
2.2 农业股与几个价格指数的关系	6
2.2.1 农业股与农产品价格指数涨跌之间关系	6
2.2.2 农业股与CPI涨跌之间的关系	7
2.3 农业股估值情况	8
3. 2010 年主要子行业回顾及 2011 年展望	8
3.1 种业：玉米供过于求进一步缓解，水稻继续供需平衡	8
3.2 畜禽养殖及屠宰：上半年较为低迷 下半年恢复上升	11
3.2.1 肉鸡：供应充裕 价格波动或加剧	11
3.2.2 生猪：市场竞争趋于激烈	13
3.3 饲料：谨慎乐观	14
3.4 海珍品：消费升级 需求增长	15
3.5 制糖业：仍将维持较高景气度	16
3.6 园林：高速成长	18
4. 投资策略：聚焦业绩改善或增长	18
4.1 2010 年回顾：农业板块表现明显强于大盘	18
4.2 2011 年投资策略：聚焦业绩改善或增长	19
5. 重点推荐公司投资价值分析及盈利预测	20
5.1 重点推荐公司	20
5.2 农业重点公司盈利预测	22

图表目录

图表 1: 农业产值（红色）增速与总GDP增速（%）	4
图表 2: 农业产值占比（%）/左，劳动日工价（元）/右	5
图表 3: 农业产业化组织数量/万/左，我国畜禽规模化养殖比重/右	5
图表 4: 农业股市值占比变化（%）	6
图表 5: 农业股（蓝色）与农产品价格指数涨跌关系/左，农业股与高盛农产品价格指数关系/右	7
图表 6: 农业股与CPI涨跌（%）关系/左，农业股月度相对收益（%）/右	7
图表 7: 农业板块以及子行业PE/左、PB/右的估值	8
图表 8: 玉米种子（左）供过于求的局面进一步缓解，水稻种子（右）供需平衡有余	9
图表 9: 农业部 2010 年拟实施种业政策	10
图表 10: 种业行业门槛将提高	11
图表 11: 近 1 年鸡苗价格走势（元/羽）/左，近 1 年肉鸡价格走势（元/羽）/右	12
图表 12: 肉鸡养殖利润（元/羽）/左，肉鸡祖代引种量（万套）/右	12
图表 13: 生猪产品价格走势（元/千克），生猪（左轴）以及能繁母猪存栏量（万头）	13
图表 14: 玉米价格（元/千克）/左，饲料价格（元/千克）/右	14
图表 15: 海参、鲍鱼批发价格（单位：元/千克）	15
图表 16: 消费增长带动海参需求	16
图表 17: 海水养殖公司海域资源情况	16
图表 18: 全国白糖现货价格	17
图表 19: 历年白糖产量（单位：万吨）	17
图表 20: 园林绿化水平/左，全国城市绿化投资情况/右	18
图表 21: 农业板块表现明显强于沪深 300 表现	19
图表 22: 重点上市公司盈利预测和投资评级	22

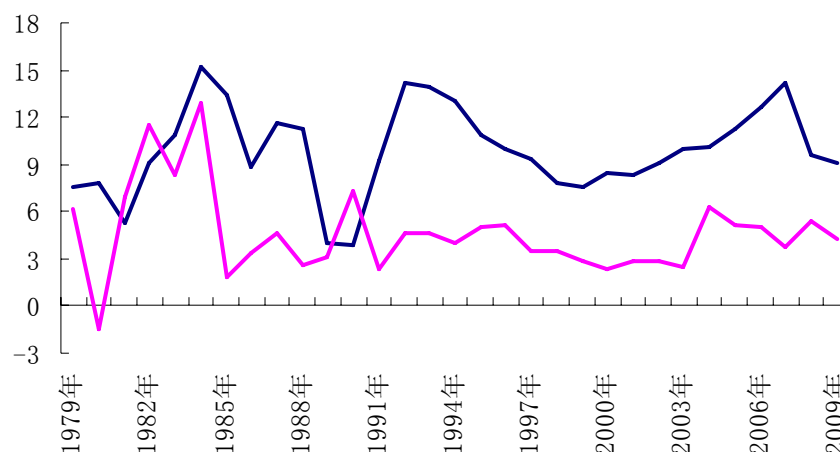
1. 对农业的看法

“十一届”三中全会以来，近 32 年间，中国农业 GDP 累计增长率为 384%，而国内总 GDP 累计增长率为 495%；32 年前，农业产值占比 28.2%，32 年后，农业产值占比 10.4%；32 年前，粮食产量 3 亿吨，32 年后，粮食产量超 5 亿吨；农业对 GDP 的贡献率由 1996 年的 9.6% 下降至 2009 年的 4.5%；农业，中国之重，正在发生着巨大的变化。

1.1 农业 GDP 的增速与国内总 GDP 增速

改革开放以来，从政策扶持力度来看，我国农业大致经历四个发展阶段，近 32 年间，“中央一号”文件共发布 11 个，其中以 2004 年农业新政策为主题的“中央一号”文件颁布为契机，宣布中国农业进入新一轮大发展。“中央一号”文件连续 7 年将重点锁定在农业，凸显农业在中国地位和作用。同时，国家“十二五”规划将继续加大对农业的政策扶持，尤其是对农业产业化企业扶持力度，这将继续彰显农业在中国蕴含的巨大投资价值。

图表 1：农业产值（红色）增速与总 GDP 增速（%）



资料来源：国家统计局 天相投顾整理

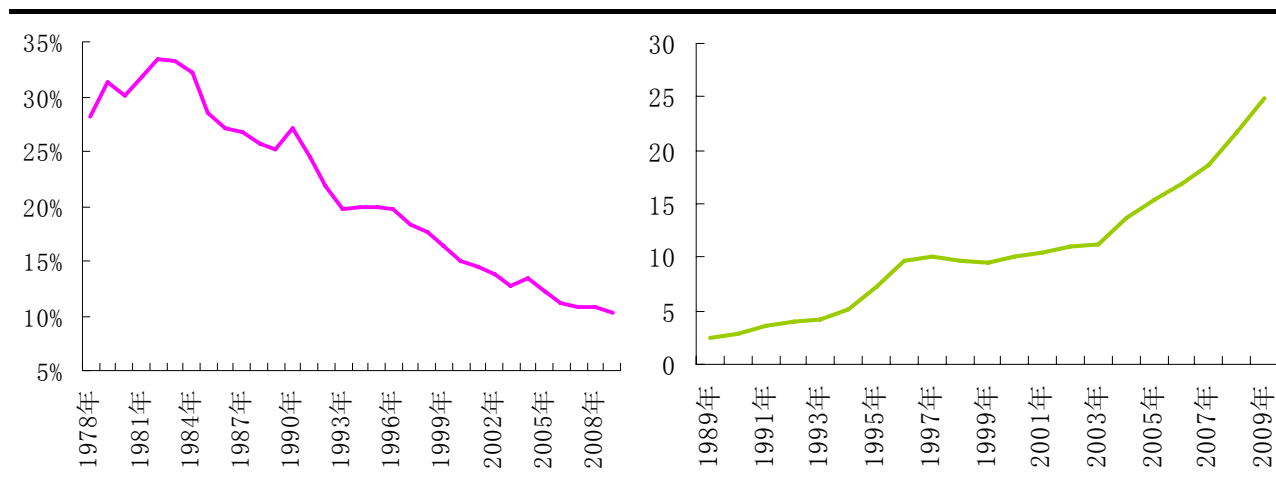
1.2 农业产值占 GDP 比重不断下滑

随着国家工业化和城市化进程加快，我国农业产值占 GDP 的比重呈逐年下滑的趋势，由 1978 年的 28.2% 下降至 2009 年的 10.4%，根据国际经验，当我国进入中等收入水平时，农业占 GDP 比重将下降至 10% 以下（发达国家一般为 2-3%）。如此，意味着依靠农业增长不仅不能缩小城乡差距，反而会拉大这一差距，这当然与“中央一号文件”背道而驰，怎么办？当然是减少农业人口，只有在农业人口快速减少的前提下，有限的农业生产总值增长，才能让数量减少后的农民人均收入获得快速增长。而如此一来，则意味着农业将会发生以下趋势：

- 农业从业人员大幅减少，劳动力成本大幅上升

若农业产值占 GDP 比重下降至 10%，不考虑总人口变化，我们预测农村人口需转出 2.5 亿人口，而随着农村人口增加，需要转移的劳动力还将增加。农业人口减少，意味着劳动力成本将大幅上升。

图表 2：农业产值占比（%）/左，劳动日工价（元）/右

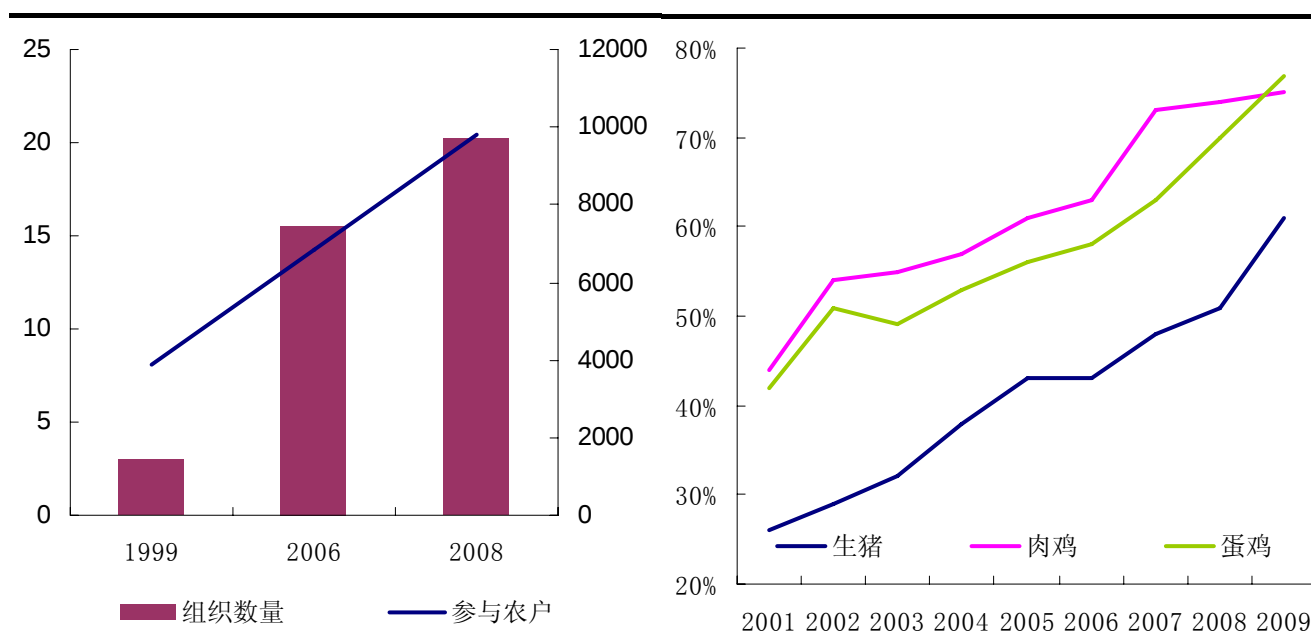


资料来源：国家统计局、天相投顾整理

● 规模化、集约化、产业化程度提升

随着农业人口的减少以及劳动力成本的提升，农业机械化将不断地推广和提高，农业工业化之势将抬头，因此，规模化、集约化、产业化程度也将不断加强。拿我国畜禽规模化养殖来讲，2001 年，我国生猪、肉鸡、蛋鸡的规模化比重分别为 26%、44%、42%，而 2009 年，则比重分别达到 61%、75%、77%，9 年间，分别提高 35、33、35 个百分点。

图表 3：农业产业化组织数量/万/左，我国畜禽规模化养殖比重/右



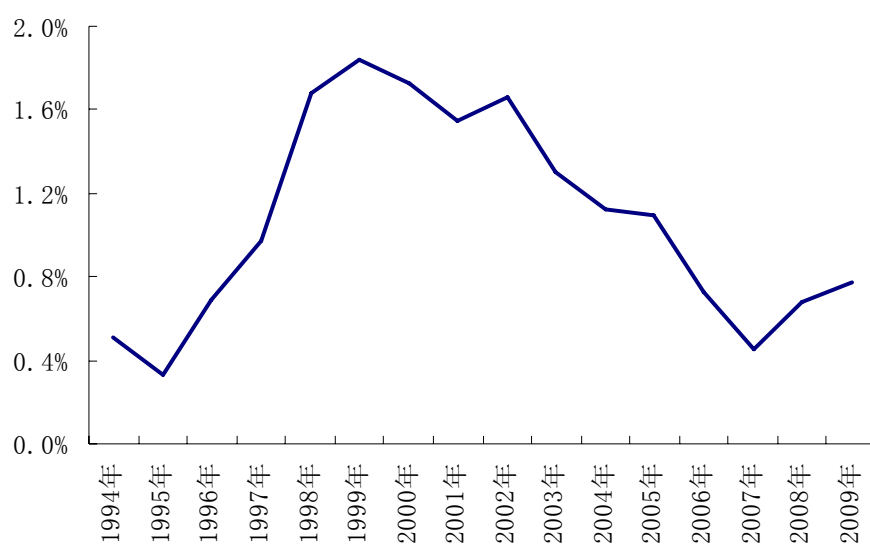
资料来源：国家统计局、天相投顾整理

2. 对农业股的看法

2.1 农业股市值与农业在国民经济中的地位不相称

2009 年，农业产值 3.5 万亿元，占国内总 GDP 的比重为 10.4%；而截至 2009 年 12 月 31 日，农业股总市值 2249 亿元，仅占全部 A 股总市值的 0.78%，而 A 股总市值占国内总 GDP 比重为 85%；比较得知，农业股与其在国民经济中的地位名不副实，参照农业巨大的产业容量以及国外成熟市场农业公司的发展路径，我们认为，农业类上市公司未来成长性可期，未来，将会有越来越多的农业类公司上市。

图表 4：农业股市值占比变化（%）



资料来源：天相投顾整理

2.2 农业股与几个价格指数的关系

目前，市场对农业股的投资较为关注的是农产品的价格。

2010 年，农产品价格高位运行，通胀预期强烈，CPI 指数不断走高，10 月 CPI 同比上涨 4.4%，创下今年以来的新高；而在此期间，农业股也不甘示弱，表现较好。那么，农业股与农产品价格指数以及 CPI 指数有什么联系呢？

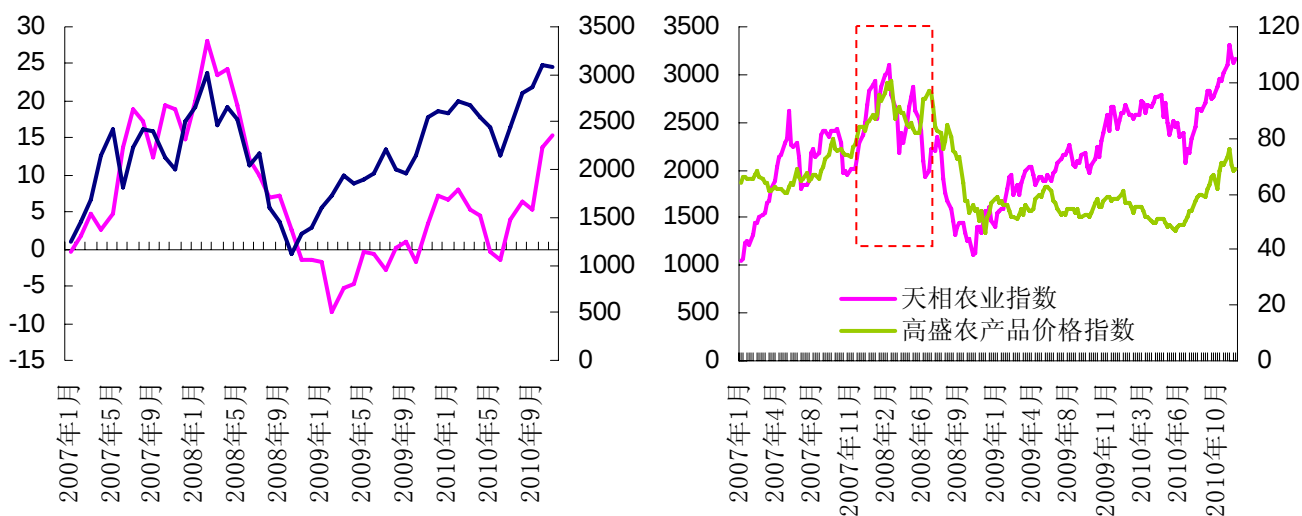
2.2.1 农业股与农产品价格指数涨跌之间关系

2007、2008 年全球农产品暴涨之时，农业股表现相当惊人，引起农业股投资者对农产品价格的极度关注。我们比较 2007 年以来，国内农业股走势与农产品价格指数涨跌的关系，发现两者显著相关 ($r > 0.5$)，因此，农产品价格的涨跌对农业股走势有着显著地影响。中长期来看，随着工业化、城镇化进程加快，农产品生产三大“基础成本”生产资料、劳动力和土地价格刚性上涨，长期被低估的农产品正通过涨价回归价值，进入趋势性的上涨通道。而具体到 2011 年来看，由于整个农产品供需基本面处于紧平衡，农产品价格有上涨的基础，但基于国家宏观调控“防通胀”的基调，



我们认为 2011 年农产品价格整体上较为平稳。

图表 5：农业股（蓝色）与农产品价格指数涨跌关系/左，农业股与高盛农产品价格指数关系/右

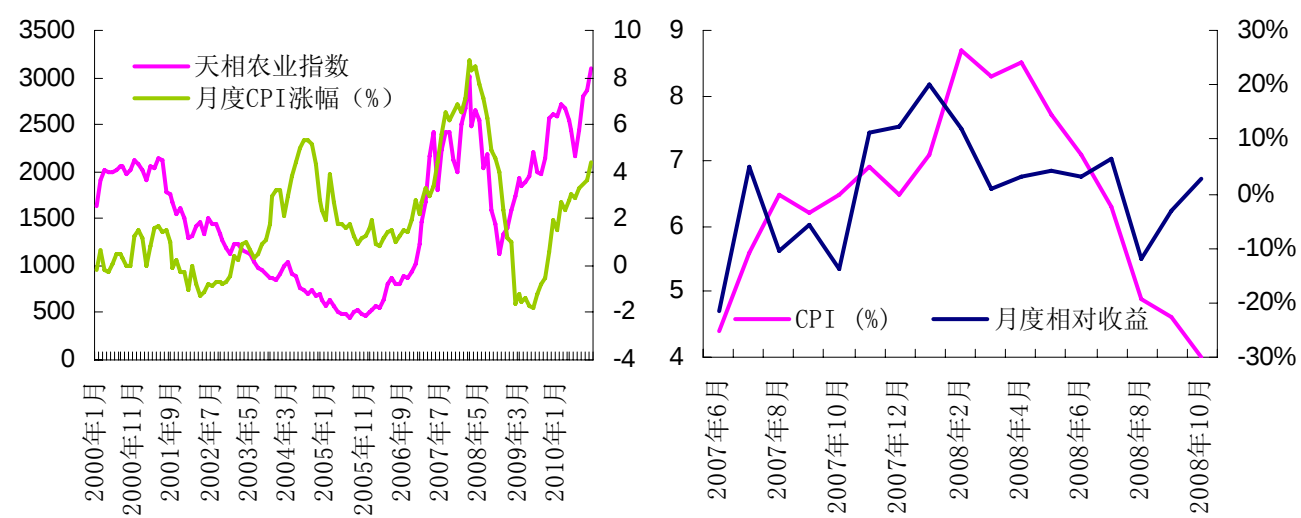


资料来源：农业部、Bloomberg、天相投顾整理

2.2.2 农业股与 CPI 涨跌之间的关系

农业股“抗通胀”历来是市场关注的焦点，有的投资者认为农业股“抗通胀”是伪命题，有的投资者认为“抗通胀”是选取农业股的重要线索，市场众说纷纭。我们比较近 10 年来，农业股指数与 CPI 指数之间的关系，发现其存在相关性，但为弱相关，这也许印证了某些人所说的农业股“抗通胀”是伪命题；但我们进而研究了 CPI 涨幅在 4% 以上时（除去 2004 年期间数据），农业股与 CPI 有着高度相关，这或许就是另外一部分所说的“抗通胀”。我们以 2007 年 6 月至 2008 年 10 月为区间研究（CPI 涨幅为 4% 以上），发现农业股的月度收益跑赢大盘的概率为 65%，因此，当 CPI 涨幅在 4% 以上时，农业股有较好表现的机率较大。

图表 6：农业股与 CPI 涨跌（%）关系/左，农业股月度相对收益（%）/右

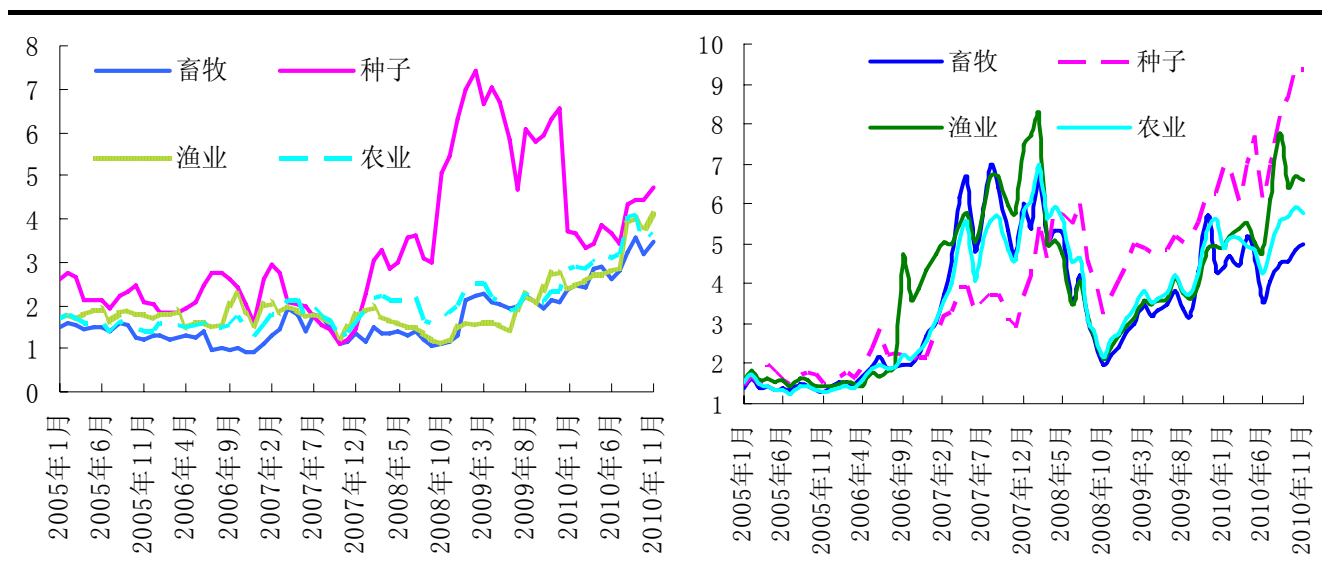


资料来源：Bloomberg、天相投顾整理

2.3 农业股估值情况

2010 年由于国家对地产严厉调控以及对银行业的监管，大盘走势疲软；而受益于通胀预期的强化以及农产品价格涨势凌厉，农业股受投资者追捧，农业行业相对估值不断创下新高点。2005 年以来，农业产业在“粮食安全”的前提下平稳运行，其相对估值也较为平稳；2009 年后，中央政策逐步向农业企业倾斜，加剧农业企业的盈利能力及相对估值提升的预期。我们以 2005 年 1 月至 2010 年 11 月为区间研究，发现农业行业的相对估值的合理区间为 1.5-2.5，其占比达到 85%。中长期来看，随着农产品价格不断地重估以及农产品价值中枢的提升，农业行业相对估值将不断上移。但具体就 2011 年来讲，我们认为鉴于国家强势的宏观调控，农业行业相对估值回调的概率大于上移的概率。

图表 7：农业板块以及子行业 PE/左、PB/右的估值



资料来源：天相投顾整理

3. 2010 年主要子行业回顾及 2011 年展望

3.1 种业：玉米供过于求进一步缓解，水稻继续供需平衡

2010 年回顾：种业市场持续向好

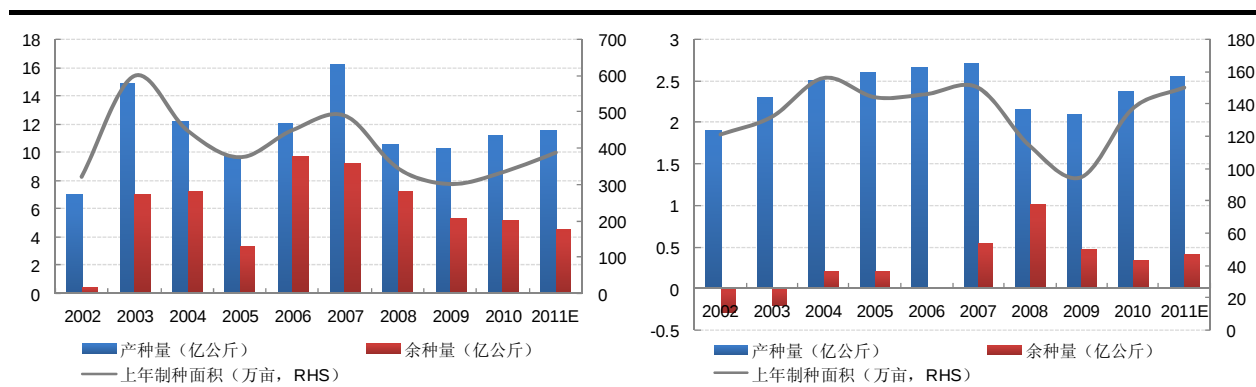
(1) 玉米种子供过于求的压力继续减弱，水稻种子供求平衡偏紧。对于杂交玉米种子来说，虽然 09 年制种面积同比增加 33 万亩，但由于库存逐年减少，今年可供种量同比减少 0.6 亿公斤，大于需求量的减少幅度，以此预计 2010 年玉米种子库存量约为 5.2 亿公斤，同比略有降低；而对于杂交水稻种子来说，由于受灾害因素影响，虽然 09 年制种面积同比增长 45%，但制种产量仅增长 13%，以此预计余种约 0.34 亿公斤，同比减少近 28%。

(2) 种子价格持续上涨。今年杂交玉米种子平均价格同比涨 15%，东北及黄淮海地区单粒播类型及其它精品类的种子明显增多（种类占比达 32%左右），价格和受

欢迎程度明显高于普通种子，先玉 335 和郑单 958 等领先品种的价格涨幅依然接近 20%，而黑龙江等部分地区玉米种子结构性供应紧张，种子价格上涨达 30%；今年杂交水稻种子平均价格同比涨 24%，其中中晚稻种子涨幅较大。

(3) 部分地区玉米种子结构性供应紧张。在黑龙江省三、四积温带中、早熟区由于库存少、制种受灾、种植面积扩大等原因，杂交玉米品种出现结构性供应紧张，市场价格涨幅较大，达 30% 左右。

图表 8：玉米种子（左）供过于求的局面进一步缓解，水稻种子（右）供需平衡有余



资料来源：历年“两杂”会议资料，天相投顾整理

2011 年展望：我们认为种业基本面将进一步向好，根据最新“两杂”会议预测，明年杂交玉米种子供大于求的局面继续得以缓解，杂交水稻种子总体供需平衡有余。

(1) 2010 年杂交玉米制种面积 388 万亩（同比增长 16%），但由于受气候异常影响，制种基地普遍出现 15%-20% 的不同程度减产，因此虽然制种面积增加，但制种总产量却基本与去年持平。由于杂交玉米种植面积逐年增加，同时单粒播种子、精品种子等市场份额逐年扩大，全国平均每亩用种量略有下降，因此用种总量没有明显增加。预计 2011 年杂交玉米余种 4.5 亿公斤（同比下降 13%），供过于求的局面进一步缓解。

(2) 2010 年杂交水稻制种面积 150 万亩（同比增长 9%），同样受异常气候影响，今年杂交稻种子出现不同程度减产。其中，四川较常年减产 15% 左右，但比去年亩产略有增加；湖南、江西、福建的春季制种普遍出现不同程度的减产；江苏、安徽等地制种减产幅度较大，平均亩产不足 100 公斤，减产近 50%。由于近两年制种面积连续增加，杂交水稻在受灾的年份制种总产得以保证，其中两系杂交稻种子供应稍紧、杂交早稻种子供需平衡、杂交中晚稻种子略有余，供需情况与 2010 年大致相同。

(3) 2011 年种子价格继续上涨。2010 年两杂种子价格上涨超过预期，杂交玉米种子价格总体上涨 10% 左右，杂交水稻种子价格总体上涨 20%-30%。杂交玉米种子中单粒播种子、杂交水稻中的部分市场主导品种的价格上涨幅度，远大于全国的平均涨幅，甚至有少数品种价格涨幅超过 50%。2011 年各类单粒播或标为“精品”的玉米种子在东北、黄淮市场会大量增多，市场价格较高，受市场欢迎程度将明显高于其他种子，亩用种量也因此会有较大幅度降低。玉米种子前高后低的市场价格走势依然存在，由于制种成本上涨、物价上涨及杂交水稻种子上涨的示范效应，2011 年杂交玉米种子价格可能有大于 2010 年的上涨幅度（目前玉米种子收购价已因减产而上涨 20%），但由于供大于求，仍可能出现前高后低的价格走势。

(4) 2010 年由于全国杂交水稻种子，尤其是市场主导品种价格均大幅上涨，农

民用种量出现不同程度减少，甚至个别地方出现杂交种子改种常规稻现象。2009 年江苏、安徽两系稻制种因受灾严重减产，2010 年两系稻种子市场供应量受较大影响，但从全国市场来看，虽然两系稻种子市场价格较高，但价格同比涨幅小于三系杂交稻种子，说明杂交水稻种子价格上涨空间已有限。2011 年杂交稻种子仍是上升的趋势，但涨幅可能会减小。

图表 9：农业部 2010 年拟实施种业政策

	事项	内容
2010 年种子执法年活动方案	清理不合格种子生产、经营企业	注册资本、设施设备、品种选育、技术人员、企业行为
	开展种子市场大检查：春秋两次	种子质量、品种真实性、种子标签、种子经营许可证和经营档案、品种审定及授权情况、转基因品种
	内容	目的
全国种子管理会议	严把种子生产许可关，严格资质管理	增加进入壁垒
	修订《生产经营许可证管理办法》、《主要农作物品种审定办法》	提高进入壁垒，提升种子企业规模
	种子市场专项检查	淘汰不合格企业、品种
	统一两级区试	选出“真正”良种
	加快落实推出机制	加快种子品种淘汰

资料来源：新华网，天相投顾整理

2010 年中央一号文件指出，要“把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系建设；继续实施转基因生物新品种培育科技重大专项，抓紧开发具有重要应用价值和自主知识产权的功能基因和生物新品种，在科学评估、依法管理基础上，推进转基因新品种产业化；推动国内种业加快企业并购和产业整合，引导种子企业与科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业”。2010 年被定位为“种子执法年”，农业部对不合格的企业与品种逐步进行了清理。同时，《生产经营许可证管理办法》也在修订的过程中，种子行业的门槛将明显提高。从 2010 年开始，种子行业进入了整合的阶段，未来种业的集中度将逐渐提高，竞争格局将发生质的变化。预计会有更多的种业公司通过外延的方式实现扩张，我们看好通过增资或并购向多元品种扩张的隆平高科与荃银高科。

研发是推动种子行业发展的根本动力。2010 年农业部通过五大类 113 个品种的国家审定，涉及的上市公司包括登海种业、大北农、隆平高科、荃银高科和万向德农，未来的竞争将逐步走向多元化，而研发实力雄厚的公司将持续受益于新品种的大规模推广以及优质品种的溢价。国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中将生物育种纳入战略性新兴产业，“着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展”。我们看好注重自主研发的登海种业、隆平高科和荃银高科。

图表 10：种业行业门槛将提高

	原规定	征求意见稿
生产许可证	生产常规种子（含原种）和杂交亲本种子的，注册资本 100 万元以上	申请其他主要农作物种子生产许可证的，注册资本 不少于 500 万元 ，其中固定资产不少于 250 万元。固定资产中直接用于种子生产的比例不低于 70%。
	生产杂交种子的，注册资本 500 万元以上	申请杂交稻、杂交玉米种子生产许可证的，注册资本 不少于 3000 万元 ，其中固定资产不少于 1500 万元。固定资产中直接用于种子生产的比例不低于 70%。
		申请转基因稻、玉米、小麦种子生产的，注册资本 不少于 1 亿元 ，其中固定资产不少于 5000 万元。申请其他农作物种子生产的，注册资本 不少于 3000 万元 ，其中固定资产不少于 1500 万元。固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%。
经营许可证	申请主要农作物杂交种子经营许可证的单位和个人，申请注册资本 500 万元以上	申请杂交玉米、杂交水稻种子经营许可证，注册资本 不少于 3000 万元 。其中固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%。
	申请主要农作物杂交种子以外的种子经营许可证的单位和个人，申请注册资本 100 万元以上	申请杂交玉米和杂交水稻种子以外其他农作物种子经营许可证，注册资本 不少于 500 万元 。其中，固定资产不少于 250 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%。
	申请从事种子进出口业务种子经营许可证，申请注册资本达到 1000 万元以上	从事种子进出口业务的公司申请种子经营许可证，注册资本 3000 万元以上 。其中，固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产经营的资产比例不低于 70%。
	实行选育、生产、经营相结合，向农业部申请种子经营许可证的种子公司，申请注册资本 3000 万元以上，自有品种的种子销售量占总经营量的 50% 以上	实行选育、生产、经营相结合，注册资本达到 1 亿元以上的公司申请种子经营许可证，向农业部申请领取种子经营许可证的，注册资本中固定资产不少于 5000 万元，直接用于种子生产的资产占固定资产的比例不低于 70%。
		申请转基因稻、玉米、小麦种子经营的，注册资本 不少于 1 亿元 ，其中固定资产不少于 5000 万元。申请其他农作物种子经营的，注册资本 不少于 3000 万元 ，其中固定资产不少于 1500 万元。固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%。

资料来源：农业部，天相投顾整理

总体来讲，我们继续看好种业明年的良好业绩表现，重点推荐上市公司：研发实力雄厚并拥有两大优势品种的登海种业。

3.2 畜禽养殖及屠宰：上半年较为低迷 下半年恢复上升

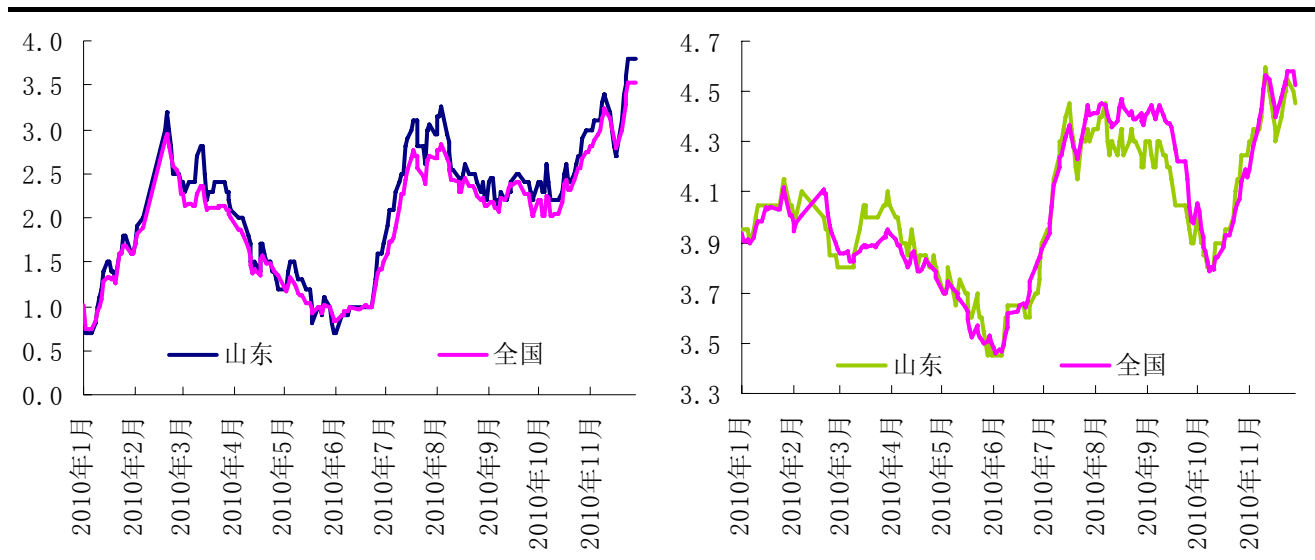
3.2.1 肉鸡：供应充裕 价格波动或加剧

2010 年回顾：受上半年生猪价格低迷以及 2008 年祖代肉种鸡引种量的加大，2010 年上半年肉鸡价格较为低迷，而下半年生猪价格回升，肉鸡价格也稳中上扬，截至 11 月 23 日，肉鸡价格达 9.02 元/千克，创下 2010 年新高；2010 年 1-11 月，肉鸡均价达 8.06 元/千克，同比上涨 7.5%；肉鸡饲料均价 2.87 元/千克，同比上涨 5.9%；



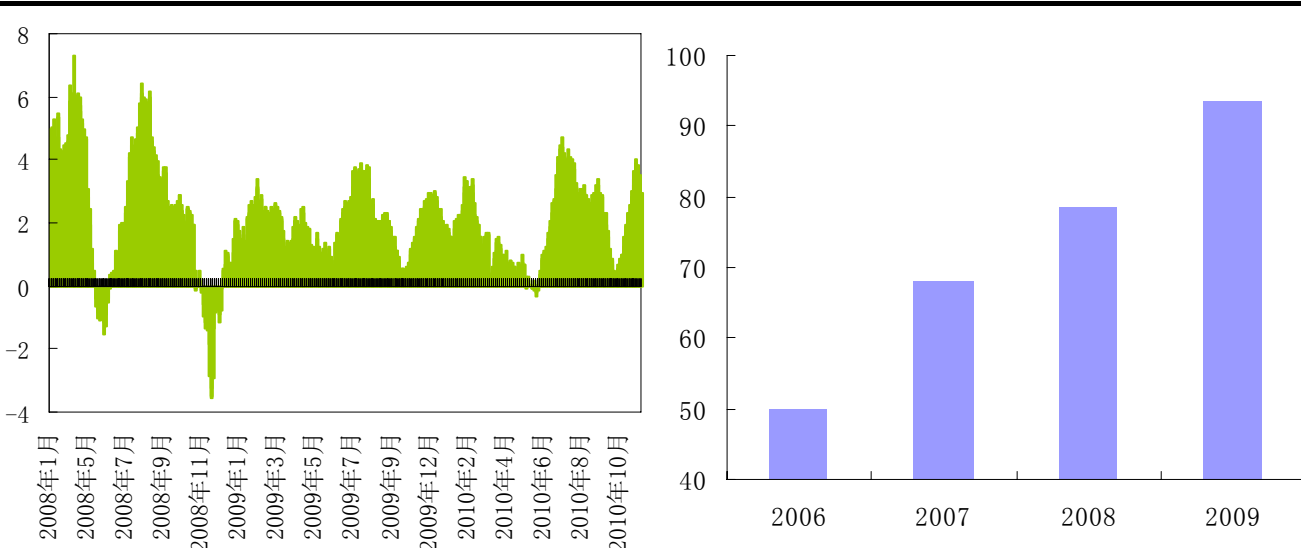
鸡苗均价 1.94 元/羽,同比上涨 10.9%;肉鸡养殖平均利润 1.95 元/羽,同比下降 2.5%,养殖成本平均利润率为 10.7%,同比下降 1.3 个百分点。总体而言,2010 年肉鸡价格虽然同比有所回升,但伴随饲料原料玉米等原料价格高位运行,肉鸡养殖利润同比有所下滑(前三季度,肉鸡类上市公司业绩已有所反映,毛利率、净利率双双下滑;毛利率为 15.7%,同比下降 3.8 个百分点;净利率为 7.7%,同比下降 1.7 个百分点)。

图表 11: 近 1 年鸡苗价格走势(元/羽)/左,近 1 年肉鸡价格走势(元/羽)/右



资料来源:农业部、天相投顾整理

图表 12: 肉鸡养殖利润(元/羽)/左,肉鸡祖代引种量(万套)/右



资料来源:农业部、天相投顾整理

2011 年展望:

价格: 由于 2009 年下半年祖代肉种鸡引种量逐月增加且激增,肉鸡祖代引种量最低月份的引种量同比仍增长 9.4%;理论上,按祖代肉鸡引种量来计算,2011 年白羽肉鸡产量将增长 19%,而白羽肉鸡消费量近 6 年的年均复合增长率仅为 4%左右,因此,2011 年肉鸡供应极为充裕,但受肉鸡生产周期短,肉鸡生产灵活性大以及肉种

鸡祖代每月存栏量的差异，我们预计 2011 年 2、3 月份或现拐点，肉鸡价格较为低迷，8 月份后将逐渐恢复上升。

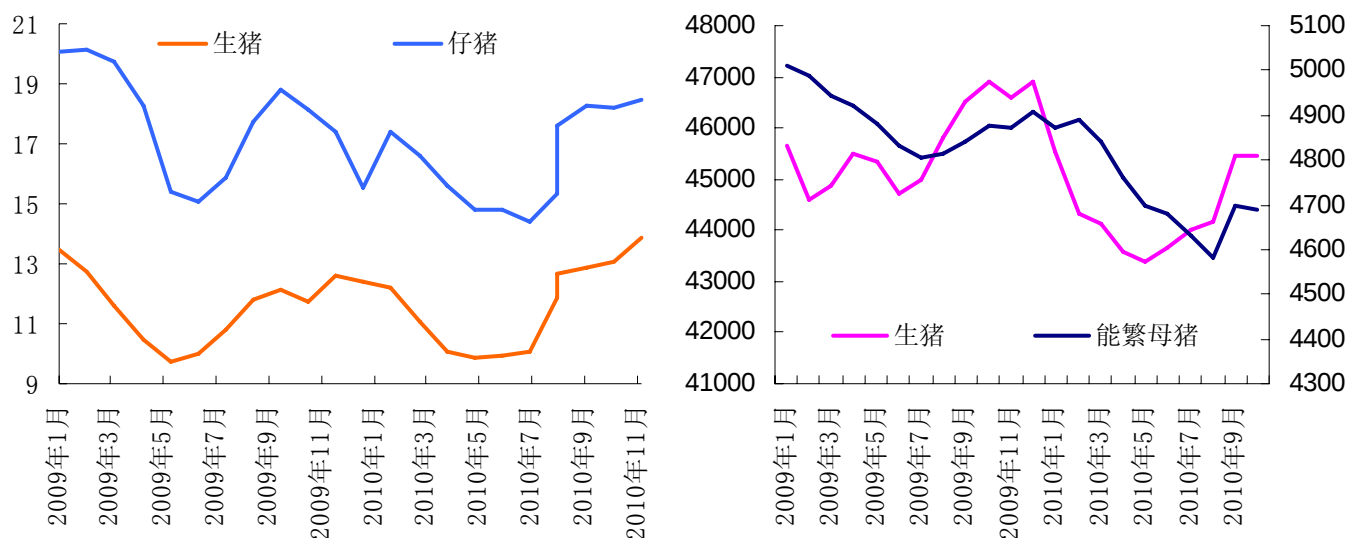
行业情况：由于肉鸡养殖目前技术壁垒比较弱，肉鸡企业必须依靠规模扩张才能有效降低边际成本，近 2 年，肉鸡企业纷纷扩大自己的产能，同时，掌控肉鸡定价链条的肉鸡屠宰加工企业如雨后春笋般地冒出，结合肉鸡祖代引种量激增，我们预计 2011 年肉鸡市场竞争将趋于激烈。

基于上述分析，我们全年看好产能继续扩张、资产注入预期且全产业链模式保证盈利较为稳定的圣农发展；2011 年下半年看好民和股份与益生股份。

3.2.2 生猪：市场竞争趋于激烈

2010 年回顾：上半年受局部地区生猪疫情的爆发以及生猪出栏量大幅增加，生猪价格跌势难挡，生猪养殖全行业亏损，但受国家连续 5 次公开竞价收储中央储备冻肉以及饲料成本推动，6 月底生猪价格反弹，截至 11 月 17 日，生猪价格达 14.09 元/千克，创下 2009 年以来新高点，猪粮比价升至 6.17，创年内新高。2010 年 1-11 月，生猪均价 11.6 元/千克，同比上涨 0.4%；生猪饲料均价 2.72 元/千克，同比上涨 7.5%；生猪养殖头均盈利 82 元，同比下降 70.7%；总体而言，2010 年生猪市场呈现“W”型走势，上半年受猪价低迷生猪养殖深幅亏损，下半年猪价回升并高位运行生猪养殖盈利有所提升，但受制于生猪饲料成本增加，盈利较 2009 年同期大幅下滑（前三季度，生猪养殖类上市公司业绩也已有所反映，毛利率、净利率双双下滑；毛利率为 12.1%，同比下降 3.4 个百分点；净利率为 7.4%，同比下降 2.2 个百分点）。

图表 13：生猪产品价格走势（元/千克），生猪（左轴）以及能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：商务部、农业部、天相投顾整理

2011 年展望：

价格：从生猪生产周期、生猪和能繁母猪每月存栏量、2010 年下半年生猪养殖利润甚为可观以及新型养殖技术的推广来看（不考虑疫情以及饲料成本大幅波动），我们预计 2011 年上半年生猪出栏量将逐渐增多，由于生猪市场供给弹性大于需求弹性，我们预计上半年猪价较为低迷，稳中下滑，而下半年猪价呈现恢复性上升态势。

行业情况:

1) 规模化养殖比重进一步提高: 年出栏 50 头以上生猪户生猪出栏比重由 2001 年 26% 提高至 2009 年 61%, “十二五”末, 畜禽规模化养殖比重将在现有的基础上提升 10-15 个百分点(农业部规划)我们以每年提高 3 个百分点来测算, 预计 2011 年规模化养殖比重将接近 70% 左右, 规模化比重提升, 将有利于规模企业份额提升, 处于行业前列规模企业将有望获得超行业平均利润水平的垄断利润。

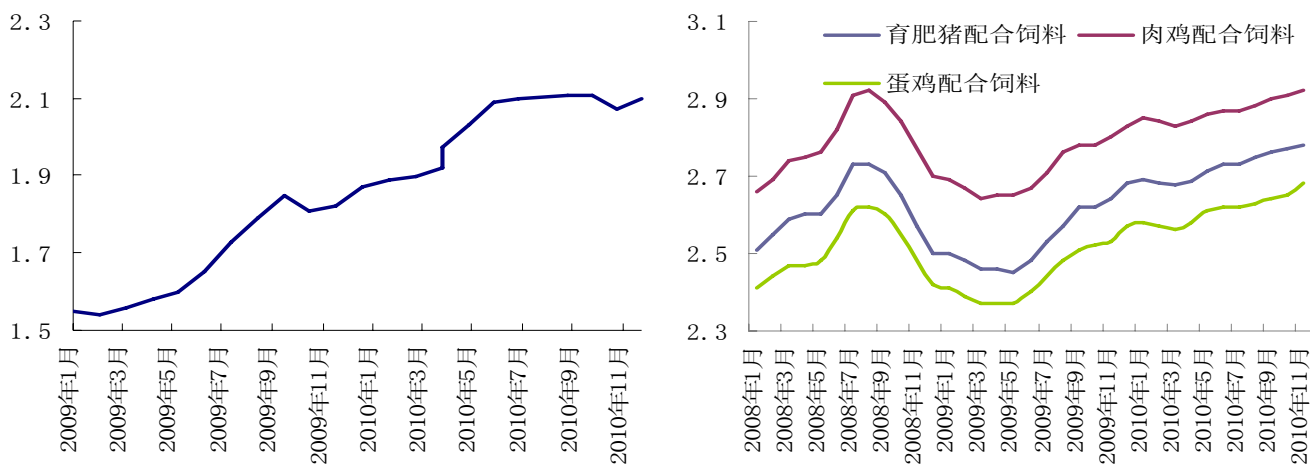
2) 生猪市场竞争将趋于激烈: 由于国家先后出台相关政策扶持和奖励生猪规模养殖企业发展, 近 2 年, 各路资本相继进入生猪行业, 正大集团、中粮集团均投资超 100 亿元大手笔投资生猪养殖, 出栏生猪总数超过 600 万头; 双汇、众品、雨润、金锣等肉制品巨头也纷纷进入上游生猪养殖行业, 出栏生猪累计超 100 万头; 我们预计 2011 年生猪养殖市场竞争将趋于激烈, 产业链相对完善的生猪养殖企业将较好地抵御市场风险。

基于上述分析, 我们看好生猪养殖和销售规模的持续扩大且产业链日趋完善的雏鹰农牧和正邦科技。

3.3 饲料: 谨慎乐观

2010 年回顾: 上半年虽然受到畜禽价格低迷、自然灾害多、饲料原料上涨等诸多不利因素影响, 但饲料生产情况依然好于 2009 年同期; 上半年, 商品饲料产量 6630 万吨, 同比增长 4.6%; 随着 6 月底畜禽价格反弹, 饲料需求的提升, 饲料产量快速增长, 其中配合饲料增长较快, 1-8 月份, 配合饲料产量同比增长 9.3%, 高于饲料总产量增速 5.7%; 年初以来, 饲料原料价格高位运行, 玉米价格更是创历史新高, 受此影响, 饲料价格步步登高, 2010 年 1-11 月, 生猪配合饲料均价 2.72 元/千克, 同比上涨 7.5%; 肉鸡配合饲料均价 2.87 元/千克, 同比上涨 5.9%; 蛋鸡配合饲料均价 2.61 元/千克, 同比上涨 7.4%; 但同期玉米均价达 2.03 元/千克, 同比上涨 20.8%, 成本涨幅大大高于产品售价的涨幅, 饲料企业利润率同比有所下滑(前三季度, 饲料类上市企业的业绩对此已有所反映, 毛利率、净利率双双下滑, 毛利率为 11.4%, 同比下降 1 个百分点; 净利率为 3.9%, 同比下降 0.6 个百分点)。

图表 14: 玉米价格(元/千克)/左, 饲料价格(元/千克)/右



资料来源: 中国畜牧业协会、天相投顾整理

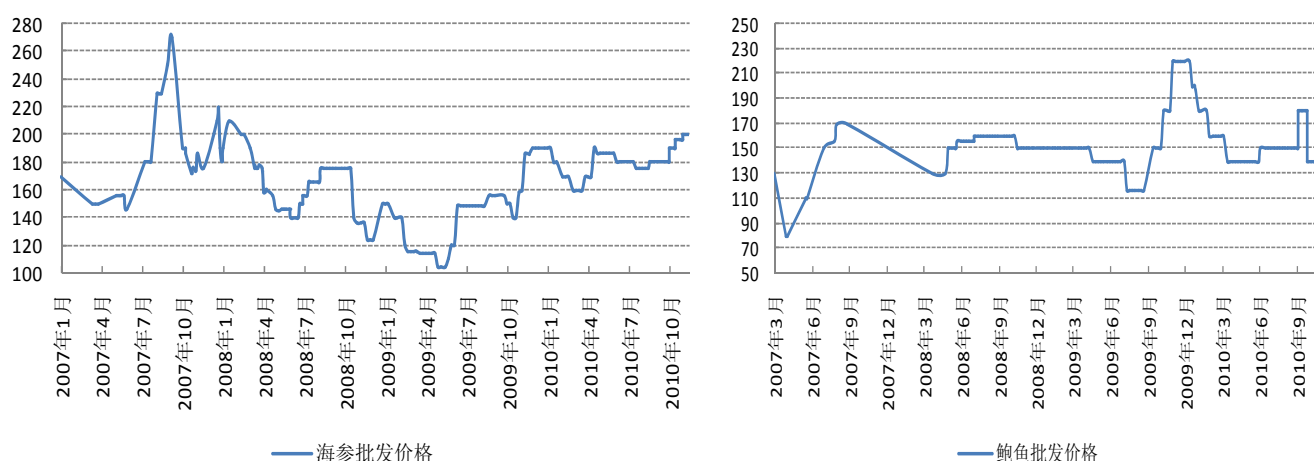
2011 年展望：2010 年 11 月中旬，随着国家密集抛储以及“国 16 条”的颁布，原粮价格有所回落，但目前的回落是基于新粮上市和国家大力度调控物价的结果，同时，种植劳动力成本上升，也将对原粮价格有一定支撑，预计 2011 年原粮价格可能继续上涨，而结合我们对畜禽价格的分析，我们对 2011 年饲料行业保持谨慎乐观。

基于上述分析，我们谨慎看好海大集团和大北农以及具有业务整合预期的通威股份。

3.4 海珍品：消费升级 需求增长

11 月底，威海水产品批发市场的鲜海参价格维持在 200-220 元 / 公斤的水平，较去年同期上涨超过 30%。造成今年海参市场价格上涨的主要原因是货源不足及天气的影响，而市场需求量却明显增加。由于去年威海冬天低温造成海水结冰，导致海参因缺氧等原因减产，同时，今年春天海水温度低，海参生长速度慢、相同时期产量少也是活海参价格走高的原因之一。

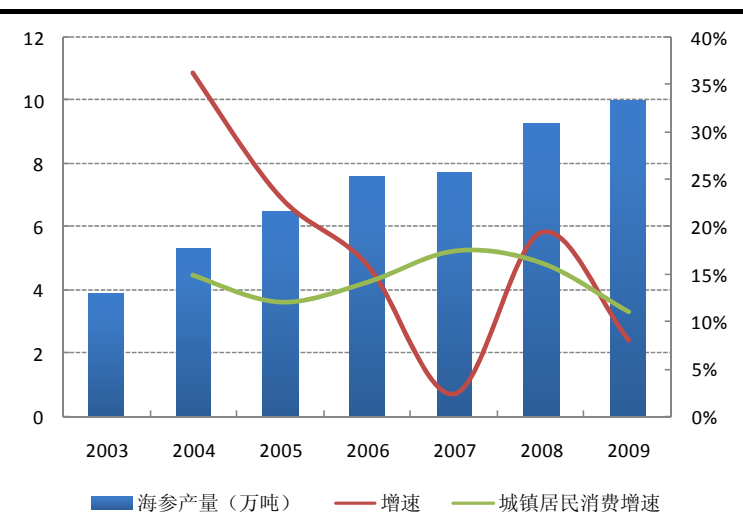
图表 15：海参、鲍鱼批发价格（单位：元/千克）



资料来源：天相投顾整理

2009 年全国海参产量达 10 万吨，较 03 年增长超过 150%。随着城镇居民消费水平的提升，代表着健康、养生的高端海珍品的消费量将有望保持年均 10% 以上的增速。目前作为可选消费品的海珍品，品牌与渠道是公司占领市场的重要利器，也是决定产品高溢价的关键因素。因此，在消费升级的带动下，我们依然长期看好高端海珍品的表现，尤其看好具有品牌优势的獐子岛和好当家。

图表 16：消费增长带动海参需求



资料来源：中国渔业年鉴，国家统计局，天相投顾整理

从供给的角度来看，由于适合海珍品养殖的区域有限，养殖海域作为一种资源很大程度上决定了产能的扩张，而单产则取决于苗种的质量和养殖方式。因此我们看好海域资源扩张的獐子岛以及目前海参产量较大的好当家和东方海洋。

图表 17：海水养殖公司海域资源情况

	獐子岛	好当家	东方海洋	壹桥苗业
确权海域面积(万亩)	230	24	4.14	4
海参养殖面积(万亩)	1.2	3.5	4.14	0.1975

资料来源：公司公告，天相投顾整理

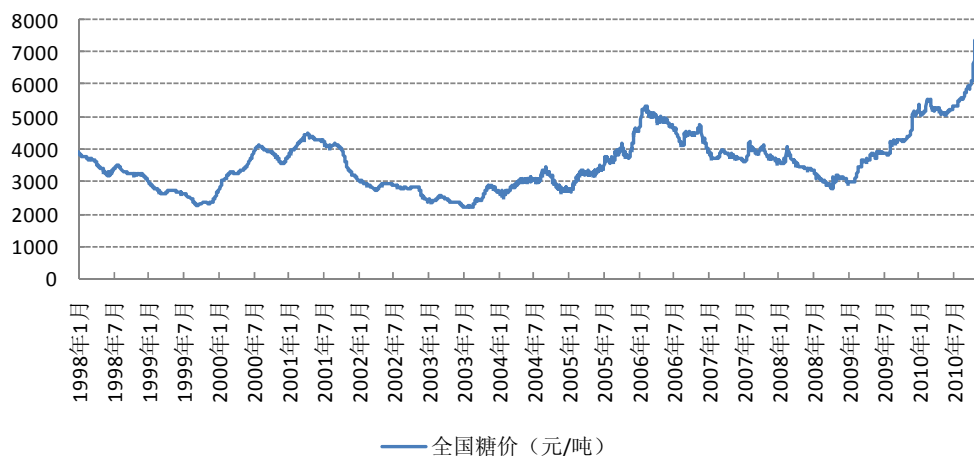
我们继续看好明年高端海产品行业，重点推荐：受益海参价格上涨，业绩弹性较大的好当家和东方海洋，以及拥有丰富海域资源且已树立品牌形象的獐子岛。

3.5 制糖业：仍将维持较高景气度

受 2009 年国内食糖减产、2010 年西南干旱以及国际糖价走高的影响，国内食糖价格一路攀升，从 2009 年 10 月份榨季初的 4126 元/吨一路上涨到 2010 年 9 月份榨季末的 5743 元/吨。整个榨季国内食糖均价为 5020 元/吨，同比上涨 48%，是近 10 个榨季以来的最高价格。



图表 18: 全国白糖现货价格

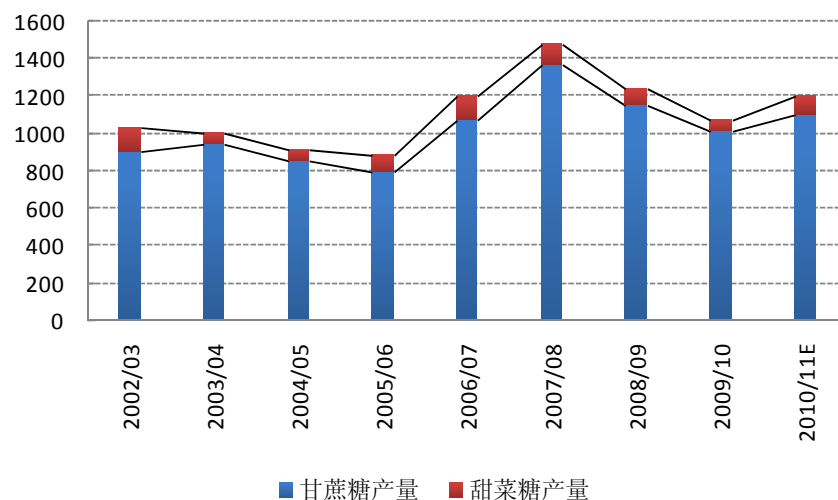


资料来源: 云南糖网, 天相投顾整理

2009/2010 榨季高企的糖价使糖料种植面积呈恢复增长态势, 预计 2010 年糖料种植面积增加 150 万亩, 超过 2800 万亩。除海南糖料种植面积有所下降之外, 其他产区的种植面积均出现增长, 尤其是北方甜菜糖产区面积增长幅度最大。预计食糖产量 1200 万吨左右, 增长 12%, 但同时食糖消费量为 1450 万吨, 供需缺口仍较大。而 2010/2011 榨季国家储备较为薄弱, 因此未来国内食糖价格还将维持高位运行。从国际上来讲, 食糖很有可能将结束两年来的供不应求局面, 转为供给过剩, 国际食糖价格持续走高的趋势将难以持续。

总体来讲, 我们对于明年的糖价走势持谨慎乐观的态度, 主要是由于: 1) 糖价步入历史高位, 将刺激替代糖的需求, 因此从长期基本上讲, 糖价上涨存在上限; 2) 由于农资与人工成本的上升, 制糖成本不断增加, 目前广西的产糖综合成本已超过 4100 元/吨, 未来糖价的中枢将会提高至 5000 元/吨以上的水平。

图表 19: 历年白糖产量 (单位: 万吨)



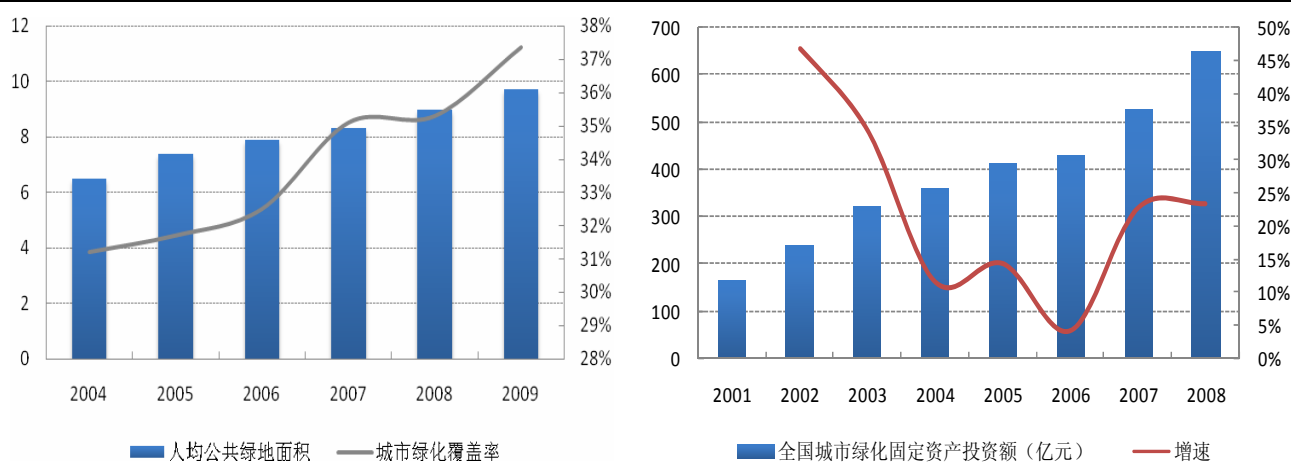
资料来源: 中国糖协, 天相投顾整理

我们维持对制糖业的谨慎乐观, 继续看好南宁糖业和中粮屯河。

3.6 园林：高速成长

随着国民经济持续快速增长、城市化进程加快和以及人们对居住环境要求的提高，我国园林绿化行业正处于高速增长阶段。我们认为当前园林绿化的高速成长主要体现在两个方面，一是绿化工程领域，从业务性质来看主要有市政园林和地产园林，由于工程类业务具有较高的资质要求和资金壁垒，上市公司既可分享行业的高成长性，也将中行业集中度的提升从中受益；另一方面在于绿化所用苗木，在下游需求强劲的带动下，市场已呈现供不应求的局面，尤其对于中大规格的苗木甚至出现脱销情况，该类业务受气候影响较大，风险相对较高；然随着林权体制改革，苗木基地的获取成本将不断提高，我们认为拥有较多林地储备的公司可从中获益。

图表 20：园林绿化水平/左，全国城市绿化投资情况/右



资料来源：天相投顾整理

投资逻辑：

从成长性来看，整个园林绿化的各个细分领域均将呈现高速增长的态势，具体来看，市政园林成长相对较快，毛利率也处于相对较高的水平，但是市政园林的回款速度较慢，资金占用较多，除了需要关注公司接单能力，我们更关注公司的账面资金和应收账款的管理能力。地产园林的回款速度相对较快，但难以实现爆发式增长，我们认为企业和大型地产商的合作关系相对重要；绿化苗木领域，我们认为应主要关注公司的苗木基地储备情况以及当地的劳动力成本。

对应上市公司的投资策略方面，我们认为整个园林绿化的估值水平都明显偏高，短期内需以成长性平抑估值压力；从行业内上市公司的比较看，短期内我们依然看好东方园林（002310）的成长性，中期我们看好棕榈园林（002431）转战市政园林的进度，长期我们看好绿大地（002200）苗木及林地储备方面的优势。

4. 投资策略：聚焦业绩改善或增长

4.1 2010 年回顾：农业板块表现明显强于大盘

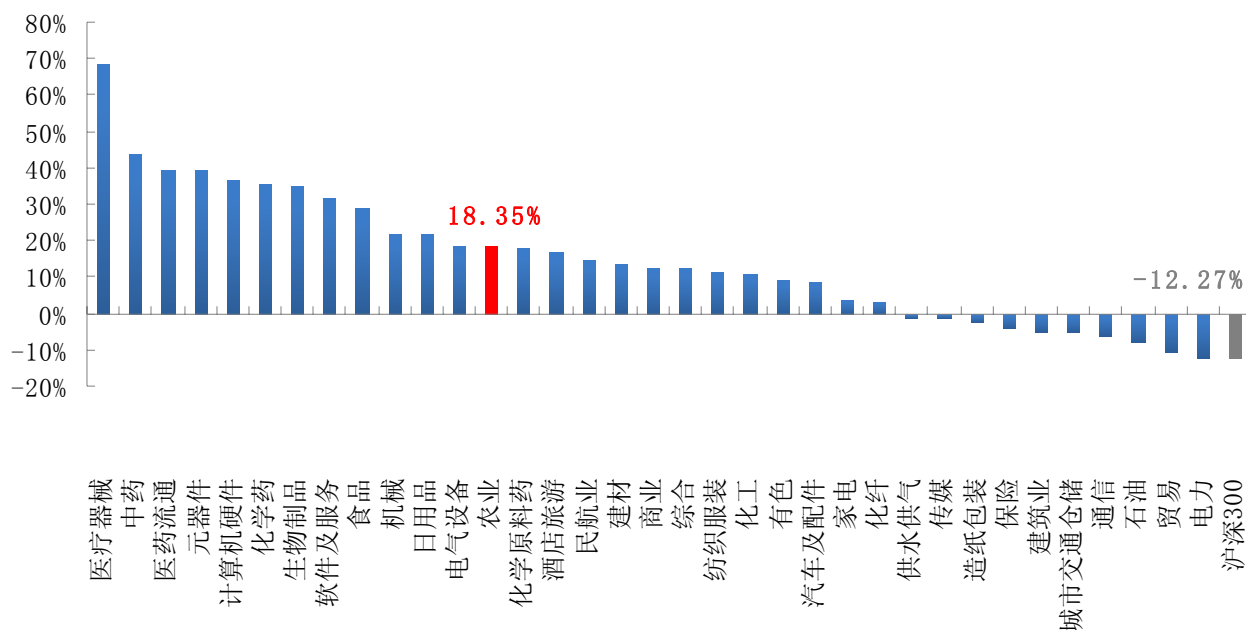
1) 2010 年 1-11 月，农业板块明显跑赢大盘，沪深 300 指数下跌 12.27%，而农

业板块上涨 18.35%，超大盘 30.62 个百分点；农业板块连续三个季度跑赢大盘，为历史少有现象；从全市场板块涨幅对比来看，农业行业位列第 13 位。

2) 过去 11 个月中，从月份来看，农业板块除 3、6、10 三个月跑输大盘外，其余 8 个月均强于大盘，其中，8 月份为全年表现最好月份，跑赢大盘 13.41 个百分点。

3) 综合来看，全年农业板块表现明显强于大盘主要是由于通胀预期的强化以及农产品价格涨势愈演愈烈。

图表 21：农业板块表现明显强于沪深 300 表现



资料来源：天相投顾整理

4.2 2011 年投资策略：聚焦业绩改善或增长

由于农业在中国的特殊地位加上政策的长期扶持以及随着生活水平的提高，人们更愿意为农产品附加值支付额外价格，长期来看，农业极具潜力。但具体就 2011 年而言，我们认为在目前通胀预期强化的背景下，农业估值水平偏高，而随着国家强势宏观调控，农产品价格回落，通胀预期降温，农业估值水平将回归合理。

2011 年，我们预计农业行业整体业绩将增长 15-20% 左右。预计种业整体业绩增长 30% 左右，其中具有优良产品的登海种业和敦煌种业等业绩增速将达 50% 左右；饲料行业业绩增速将保持在 5-10% 左右；畜禽养殖业业绩增速在 5-10% 左右，其中优质公司如圣农发展、益生股份、雏鹰农牧等业绩增速将高于行业平均水平；水产行业整体业绩将增长 30% 左右，其中具有资源优势的獐子岛和好当家的业绩增速预计保持在 40% 左右，高于水产行业整体业绩增速。

由于农业板块子行业众多，个子行业基本面大相径庭，鉴于我们对农业整体及各子行业基本面的分析，我们认为 2011 年“个股机会大于行业机会”，投资机会主要来自公司业绩改善或增长。具体如下：

- 估值较低且有业务整合预期：通威股份（600438）



- 产能扩张或并购：圣农发展（002299）、隆平高科（000998）、荃银高科（300087）
- 产业链完善：雏鹰农牧（002477）、正邦科技（002157）
- 资源优势：好当家（600467）、东方海洋（002086）、獐子岛（002069）、益生股份（002458）
- 产品优势：登海种业（002041）、民和股份（002234）

5. 重点推荐公司投资价值分析及盈利预测

5.1 重点推荐公司

◆ 登海种业（002041）：新老品种共同发力

公司主营玉米种子的研发、销售，公司在玉米种子的研发能力、营销网络上都具有较为明显的优势。公司的核心优势是高研发水准、拥有超试玉米和先玉 335 两大优势品种。

先玉 335 持续旺销。虽然先玉 335 进入了第四个大规模销售年头，但依然保持着较高的增长率以及盈利水平。鉴于先玉 335 品质优良、产量较高，预计未来三年之内先玉 335 仍能占据一定的市场份额，为公司提供稳定的收入与盈利来源。

自有品种有望前赴后继。由于公司转变了营销观念，在自有新品种推广以及常规品种销售过程中采取了按粒销售的方式，提高了种子的毛利率，公司盈利能力得到明显提升。而抗病性较登海 662 明显提高的新品种登海 605 以及试验产量堪比先玉 335 同时抗病性也略强的良玉 188 也都在今年 9 月份通过了国审，预计登海 605 与良玉 188 有望跟随登海 662 与先玉 335 逐渐占据一定的市场地位。不断推广的新品种将保证公司收入与盈利的增长，公司将从依靠合资品种盈利的局面逐渐走向多品种共同发展的境地。

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.06 元、1.62 元和 2.15 元，考虑到公司的研发实力以及国家对生物育种产业的规划与支持，我们长期看好公司的成长性，维持公司“买入”的投资评级。

◆ 獐子岛（002069）：“市场+资源”优势引领未来

公司主要从事海珍品育苗、养殖、加工与销售等业务，产品品种主要包括虾夷扇贝、海参、鲍鱼和海胆等，其中虾夷扇贝占收入的比重在六成左右。由于公司底播虾夷扇贝产量与亩产均达历史最高水平，销量增加带动了收入大增，亩产提升降低了生产成本，因此提高了上半年虾夷扇贝的业绩水平。而今年海参与鲍鱼等海珍品的价格自年中以来便处于相对较高水平，下半年公司海参等海珍品的销售量价也有望齐升，因此预计公司全年的业绩水平同比将有明显改善。

投资看点：1）海域资源扩张支持产能稳定提升：公司生态牧场建设项目突破 1,500 平方公里，确权海域面积达 230 余万亩，其中 59 万亩为上半年新增，日前公司在长海县区域已底播养殖面积约 171 万亩；2）底播增殖方式前景广阔：公司目前掌控鲜活品底播虾夷扇贝 80% 的市场份额，随着未来底播增殖方式的推广，底播产品有望进一步替代浮筏产品占据更大的市场；3）销售渠道的拓展与高端品牌的树立为



产能释放助力：目前公司国内加盟商已达 500 余家，产品进入 30 个省、自治区、直辖市，遍布 60 多个重点城市，公司同时还在美国、加拿大、欧洲、香港、台湾都设有海外公司；而公司在海外推广的自主品牌得到了客户的认同，同时公司也通过国内媒体与资本市场展开了广泛深入的品牌传播；4）研发提供持续生产力：公司不断研发新品种，在上半年申请了 8 项科研项目，日前已成功引进牡蛎育苗技术，并将大西洋深水扇贝投入产业化运营；5）信息化建设有望提升管理效率，降低成本；6）剥离地产业务，定向增发进程将加速。总之，公司在产业链（包括育苗、养殖、加工、销售）上的拓展为产销扩张以及盈利能力提升提供了保证。

随着公司产能的不断扩张，同时销售渠道的延伸将助力产能的释放，我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.95 元、1.31 元和 1.8 元，鉴于海水养殖行业尤其是海珍品养殖处于景气上升期，而公司作为龙头仍在持续扩张，我们依然维持公司“增持”的投资评级。

◆ 圣农发展（002299）：产能翻番 增长确定性提高

公司是江南地区最大的白羽肉鸡生产企业，主营肉鸡饲养、屠宰与鸡肉销售，其中鸡肉销售收入占营业收入比重近 4 年均在 95%以上。

鸡肉市场容量大。近 5 年我国鸡肉消费量以年均 3.2%速度递增，高于世界 2.5%平均水平；受益于经济发展、肉品消费结构调整以及人均鸡肉消费量提升空间大，鸡肉市场容量还存在较大成长空间。2009 年，我国白羽肉鸡销量 33 亿羽，国内企业集中度低，没有一家 1 亿羽以上产能的大企业，公司发展潜力巨大。

产能翻番，增长确定性提高。公司在现有 9600 万羽白羽肉鸡养殖与屠宰产能的基础上，新增 9600 万羽产能，项目完成后，公司产能翻番，根据公司的项目进度，我们保守估计，公司 2011 年肉鸡屠宰产能将达到 1.4 亿羽，同比增加 45.8%。公司发展一直受制于产能瓶颈，随着产能扩大，公司成长性将更为确定。

圣农食品注入上市公司预期。圣农食品为集团肉鸡产业相关资产，从事肉鸡熟食深加工业务，为上市公司关联交易最大一块业务。为解决关联交易，同时走下游延伸之路，公司正在培育此业务，该业务存在注入上市公司预期。

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.57 元、0.92 元、1.38 元（考虑增发摊薄因素），以 2010 年 11 月 26 日收盘价 32.43 元，对应动态市盈率分别为 57 倍、35 倍、25 倍，公司估值水平低于农业股平均水平且业绩增长确定性高，维持“增持”投资评级。



5.2 农业重点公司盈利预测

图表 22：重点上市公司盈利预测和投资评级

代码	公司名称	评级	盈利预测（元）			市盈率（倍）		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600598	北大荒	中性	0.20	0.28	0.31	68	49	44
002069	獐子岛	增持	0.46	0.95	1.31	96	46	34
002220	天宝股份	增持	0.39	0.51	0.64	53	40	32
600467	好当家	增持	0.12	0.18	0.29	117	78	48
600097	开创国际	增持	0.75	0.78	0.90	18	18	15
002086	东方海洋	增持	0.23	0.31	0.44	83	62	44
000998	隆平高科	中性	0.17	0.26	0.41	168	110	70
300087	荃银高科	增持	0.64	0.94	0.97	120	82	79
000713	丰乐种业	增持	0.25	0.55	0.45	71	32	39
600354	敦煌种业	增持	0.16	0.46	0.68	203	71	48
002041	登海种业	买入	0.53	1.14	1.63	120	56	39
002200	绿大地	中性	-1.00	0.26	0.41	N/A	144	91
002310	东方园林	增持	0.56	1.55	3.14	201	73	36
002431	棕榈园林	增持	0.40	0.86	1.32	224	104	68
300021	大禹节水	增持	0.18	0.19	0.30	135	128	81
000876	新希望	增持	0.49	0.84	0.92	38	22	20
000893	东凌粮油	增持	0.25	0.65	0.91	104	40	29
002157	正邦科技	增持	0.20	0.23	0.42	84	73	40
002299	圣农发展	增持	0.49	0.64	1.04	65	51	35
002311	海大集团	增持	0.53	0.72	1.01	59	43	31
002385	大北农	增持	0.70	0.73	0.96	63	60	46
002477	雏鹰农牧	增持	0.66	0.68	0.94	91	88	64

数据来源：天相投顾整理（按照 2010 年 11 月 30 日收盘价计算）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

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

重要免责声明

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

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

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014