



受益两端，看好中游

看好农业股 2011 年上半年的投资机会

明年上半年通胀形势依然严峻，价格上涨从粮食传导到食品。全球经济的新一轮复苏有望在明年下半年展开，届时原油价格可能很快从目前的 80 美元附近上升到 100 美元，油价的上涨将成为通货膨胀新的动力。如果从通货膨胀的角度配置农业，这个逻辑至少可以持续到明年上半年。

11 月中旬以后，农业板块出现了 15% 左右的回调。优质农业股在这次回调中的投资价值得到了凸现。大量优质的农业股上市，提升整个板块的投资价值。

2010 年，农业板块的上市公司增发融资意向强烈，很多公司进行或即将实施再融资、资产收购等项目。伴随着资本运作，其股价也实现了大幅超越指数的表现。通过实施资本运作，上市公司扩大产能、延伸产业链，大大提高了盈利能力。

中游子行业迎来高景气

水产养殖企业盈利能力较强，在消费普及和升级的背景下，海参、对虾等产品市场空间巨大，且价格保持强势。

今年 6 月初至今，全国生猪价格累计涨幅超三成，养猪户普遍盈利。2011 年全年，猪肉价格将会稳定增长，仍有 20-30% 的增长空间，生猪养殖和屠宰加工也受益。

价格上涨和下游需求的扩大刺激生猪、鸡禽等养殖，规模化养殖将会进一步提升，都将会加大了对饲料的需求；同时上游原材料价格的稳定也扩大了饲料行业的利润空间。

随着开机糖厂的增多、巴西丰产的预期，糖价继续大幅上涨的可能性较低。明年棉花种植面积将大幅增加，对棉价也会形成压力。

配置策略及个股推荐

我们认为：明年上半年大农业板块仍将会有明显超于大盘的表现。考虑到今年农业中种子行业的个股表现优异，2011 年是市场对其的预期兑现年，加上我们对明年粮食价格涨幅的回落的预期，我们更看好农业中的中游行业，具体子行业如下：

(1) 成本下降，需求增加，行业景气度上升的行业：饲料行业；重点公司：海大集团、新希望、大北农。

(2) 需求回升，价格上涨，盈利能力提升的行业：畜禽养殖与加工；重点公司：雏鹰农牧、正邦科技、圣农发展、益生股份。

(3) 消费升级，延伸产业链的行业：水产养殖与加工；重点公司：东方海洋、国联水产。

(4) 其他：种子行业的隆平高科；动物疫苗的中牧股份。

农林牧渔

维持

买入

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010--85130307

执业证书编号：S1440209090411

发布日期：2010 年 12 月 16 日

股价表现



相关研究报告

2010-7-21	2010 年中期投资策略报告：新技术推动中国生物农业发展
2010-06-23	农林牧渔行业深度报告：巨变中的中国农业



目 录

一、农业股 2011 年上半年的投资机会显现.....	1
1、大量优质的农业股上市，提升整个板块的投资价值.....	1
2、国际农产品涨价存空间，国内粮价涨势趋缓.....	1
3、明年上半年通胀形势依然严峻，价格上涨从粮食传导到食品.....	3
4、业绩有保障，调整后农业股的投资价值凸现.....	4
5、上市公司增发、完善产业链等刺激因素.....	4
6、极端气候的影响蕴含风险.....	5
二、通胀背景下各子行业景气分化.....	6
1、种子行业：育种减产涨价，延伸行业景气.....	6
2、水产养殖：高毛利海珍品，受益消费升级.....	7
3、畜禽养殖：强周期高弹性，关注价格波动.....	8
4、饲料行业：成本压力下降，行业景气将持续提升.....	10
5、经济作物：价格屡创新高，回落风险值得关注.....	11
6、动物疫苗：受益养殖规模扩大和极端天气.....	13
三、农业板块估值与重点公司盈利预测.....	13
四、配置策略及个股推荐.....	14
1、配置策略：看好农业的中游板块.....	14
2、生猪养殖产业链：雏鹰农牧（002477）、正邦科技（002157）.....	15
3、鸡禽养殖产业链：圣农发展（002299）、益生股份（002458）.....	16
4、水产养殖与加工产业链：东方海洋（002086）、国联水产（300094）.....	17
5、饲料加工：海大集团（002311）、新希望（000867）.....	18
6、种子行业：隆平高科（000998）.....	19
7、动物疫苗：中牧股份（600195）.....	19



图 表 目 录

图 1: 玉米和大豆价格距前期高点还有一定的空间.....	2
图 2: 美国农业部公布的全球主要粮食作物的库存.....	2
图 3: 主要农产品价格情况 单位: 美分/蒲式耳、磅	3
图 4: 国内的 CPI 仍处在上升通道	3
图 5: 美国滞胀时期主要农产品及食品价格 单位: 美分、磅(其中面粉是 10 磅、鸡蛋为一打).....	4
图 6: 农林牧渔行业的各子行业近两周出现调整.....	4
图 7: 美国农业部公布的全球主要粮食的产量情况.....	6
图 8: 粮价上涨有利于种子公司	7
图 9: 玉米播种面积逐年增加, 但减产明显.....	7
图 10: 食品饮料行业主营收入恢复性增长	8
图 11: 水产品加工行业盈利和毛利率双双回升.....	8
图 12: 生猪养殖和母猪仍处在回升阶段	9
图 13: 生猪和猪肉价格仍处在回升阶段	9
图 14: 鸡肉和鸡蛋价格近期快速上涨	9
图 15: 白羽肉鸡鸡苗价格达到 3.23 元/羽, 突破两年新高.....	10
图 16: 进口鱼粉、玉米价格高位回落, 豆粕价格维持低位.....	10
图 17: 饲料产量快速增加	11
图 18: 饲料加工业盈利能力快速提升	11
图 19: 糖和棉花价格均创了历史新高	12
图 20: 甘蔗和棉花种植面积减产严重	12
图 21: 受价格影响大, 糖企盈利能力快速提升.....	13
图 22: 同其他行业相比, 农业总体估值相对较高.....	13
表 1: 2010 年以来农林牧渔板块扩容情况	1
表 2: 已披露的 2010-2011 年度农林牧渔行业上市公司的资本运作情况	5
表 3: 2011 年度预计将进行增发再融资的农林牧渔行业上市公司.....	5
表 4: 中信建投重点农业公司盈利预测与估值情况表.....	15
表 5: 延伸产业链的农业公司	



一、农业股 2011 年上半年的投资机会显现

1、大量优质的农业股上市，提升整个板块的投资价值

农林牧渔板块的上市公司，向来有业绩较差，估值高，流通市值小，股价受政策刺激明显等特征，但未来这种现象将会发生改变，随着一批质地优异的农业股上市，包括借壳上市，整个农林牧渔板块的上市公司家数以及公司的质量将会发生很大改观。今后，农业股不再是概念炒作的高地，而是由真实业绩支撑、成长性较好的价值投资洼地。我们通过统计发现，种子行业、油脂加工、畜牧业、水产养殖都会有业绩优异的公司进入资本市场，今后农林牧渔行业，将会成为资金配置和偏爱的重点板块。

表 1：2010 年以来农林牧渔板块扩容情况

子行业	公司	主营业务	备注
种子行业	荃银高科	水稻种子	创业板
	金博士种业	玉米种子	未通过，未来继续申请上市
	东陵粮油	大豆油	借壳上市
	金德发展	玉米油	借壳上市
油脂加工	益生股份	肉、蛋种雏鸡、商品肉雏鸡的生产销售	中小板
	雏鹰农牧	生猪养殖，延伸到屠宰加工	中小板
	大康牧业	生猪养殖	中小板
	西部牧业	牛奶收购	创业板
饲料行业	大北农	预混料、种子	中小板
水产养殖	大连壹桥	虾夷贝苗、海湾贝苗和海参	中小板
	国联水产	对虾、罗非鱼等水产品	创业板
生物类	晨光生物	辣椒红素提取物	创业板
	星河生物	蘑菇工厂化养殖	创业板

数据来源：中信建投证券研究发展部

2、国际农产品涨价存空间，国内粮价涨势趋缓

从国际商品市场来看，目前有色金属的价格接近了 2006 年的高点，而农产品离当年的高点仍有距离。2006 年流动性推动的商品盛宴，涨价的次序是金属、石油和农产品。而此轮商品的上涨次序将是有色、农产品和原油，这也是有全球经济的现状和国际流动性过高的双重因素决定的。

另外，美国是全球主要的农产品出口国，美国将是农产品涨价的主要受益方。2010 年上半年前，市场还沉浸在主要粮食作物供过于求的平衡表上，但随着美国农业部报告的转向，这种预期被迅速击碎。加上全球极端的因素，农产品涨价的内外因素具备，国际农产品价格接近 2006 年的高点只是时间问题。

我们从巴西的玉米和大豆的价格可以看出，目前国际上农产品的价格同 2007-2008 年农产品高点时的价格仍存在 25% 的上涨空间，因此，仅从国家市场来看，明年主要农产品的价格仍存在较大的上涨空间。尽管国内的主要粮食价格已处在相对较高的位置，在国际粮价上涨的带动下，国内农产品的价格可能会跟随上涨。近期，国内主要农产品价格的下跌，主要受政策调控价格的影响所致，随着炒作资金的撤离，粮油价格会回落到一个相对较高的平台，价格重心向上的趋势是不变的。

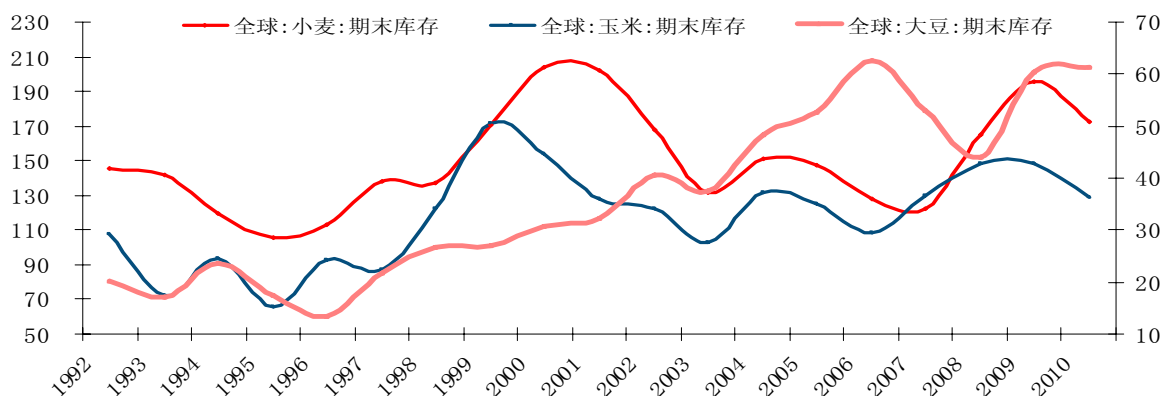


图 1：玉米和大豆价格距前期高点还有一定的空间



数据来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

图 2：美国农业部公布的全球主要粮食作物的库存 单位：百万吨



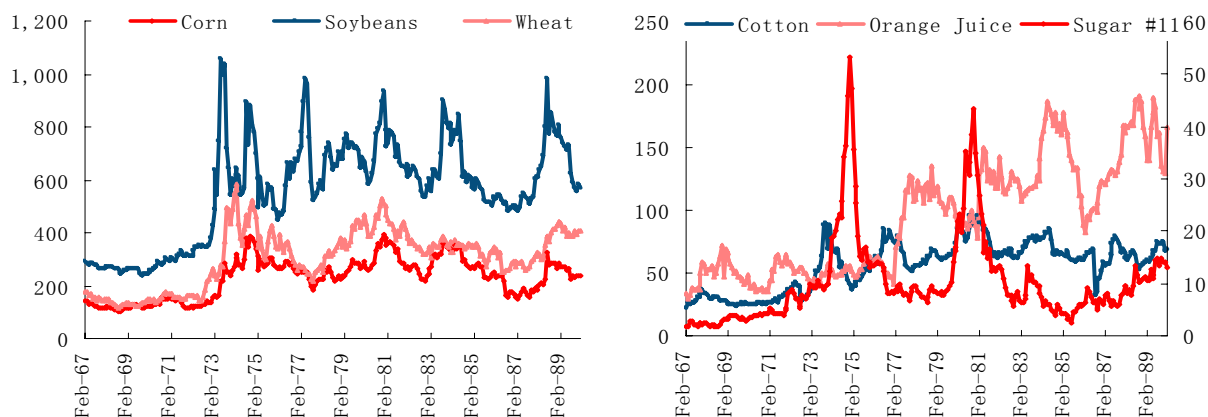
数据来源：bloomberg, 中信建投证券研究发展部

我们通过 CRB 的相关农产品的期货价格也可以看出，所有的农产品在滞胀阶段都出现了价格上涨。特别是 70 年代中期，拉开了农产品涨价的序幕。其中，农产品中大豆和小麦涨价幅度较大，超过了 200%，玉米价格上涨幅度也超过了 100%；经济作物中，棉花涨幅超过了 100%，糖价涨幅最为疯狂，1970 年约为 4 美分/磅，1974 年底超过了 50 美分/磅。尽管之后大幅回落，但仍维持在了 8 美分/磅左右。在第二阶段滞胀时期，糖价又出现了暴涨。

从 CRB 的农产品价格走势来看，通过 70 年代和 80 年代两阶段的滞胀，农产品价格从较低的水平实现了上涨，尽管之后农产品价格有所回落，但最低价格都保持了上升的趋势。



图 3：主要农产品价格情况 单位：美分/蒲式耳、镑



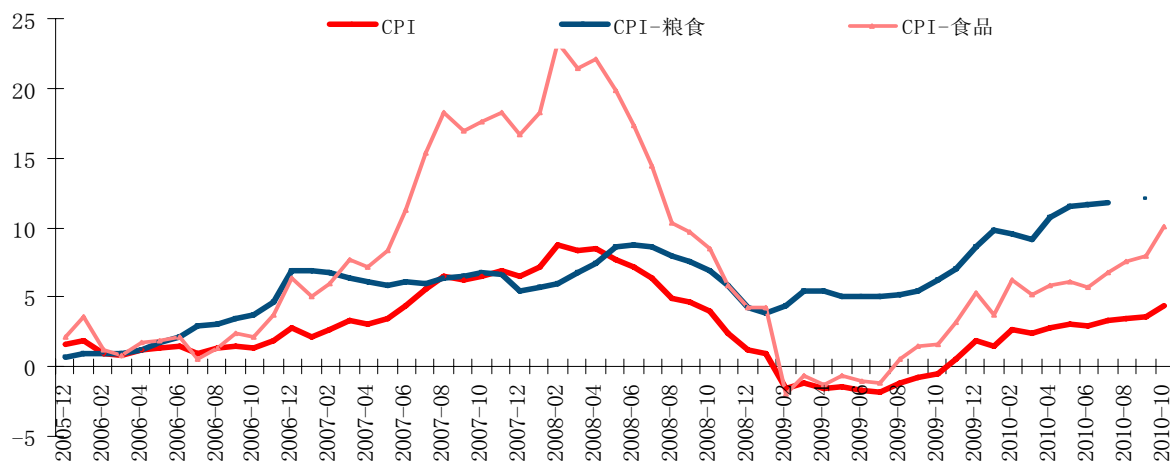
数据来源：世界经济年鉴（1979）统计整理、中信建投证券研究发展部

3、明年上半年通胀形势依然严峻，价格上涨从粮食传导到食品

危机总会过去，全球经济的新一轮复苏有望在明年下半年展开，届时原油价格可能很快从目前的 80 美元附近上升到 100 美元，油价的上涨将成为通货膨胀新的动力。如果从通货膨胀的角度配置农业，这个逻辑至少可以持续到明年上半年。

从国内的 CPI 来看，10 月份时 4.4%，仍处在上涨趋势。此轮物价的上涨，主要是食品价格推动所致。但我们分析 CPI 的构成可以看出，目前 CPI 中食品的上涨远没有达到 2008 年的程度。而粮食的价格上涨却超越了 2008 年时的水平，粮食和食品两者出现了显著的剪刀差。因此，明年上半年粮价上涨传导到食品，食品价格上涨的压力将会更加凸现，进而推动 CPI 进一步走高，这种风险是客观存在的。

图 4：国内的 CPI 仍处在上升通道



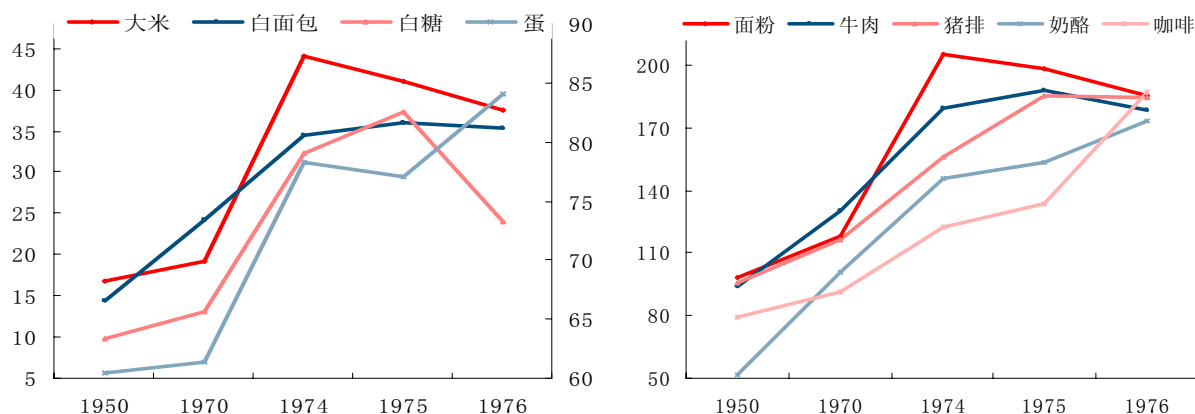
数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

从宏观的角度考虑，中国 GDP 的增长下移已成趋势，短期内的 CPI 上升，正好构成了一定条件下的“滞胀”，即中国处于“特定滞胀”阶段。从国际的情况来看，在 70 年代的滞胀阶段，美国的主要农产品及食品的价格在 1970 年后，也都出现了明显的上升，在 1974 年奶达到了阶段性的最高点。其中，大米、面粉、牛肉等需求刚



性的生活必需品涨价幅度最大，鸡蛋、奶酪及咖啡等产品价格上涨最具持续性。因此，农产品和食品价格的上涨是滞胀阶段的特定产物。

图 5：美国滞胀时期主要农产品及食品价格 单位：美分、磅(其中面粉是 10 磅、鸡蛋为一打)

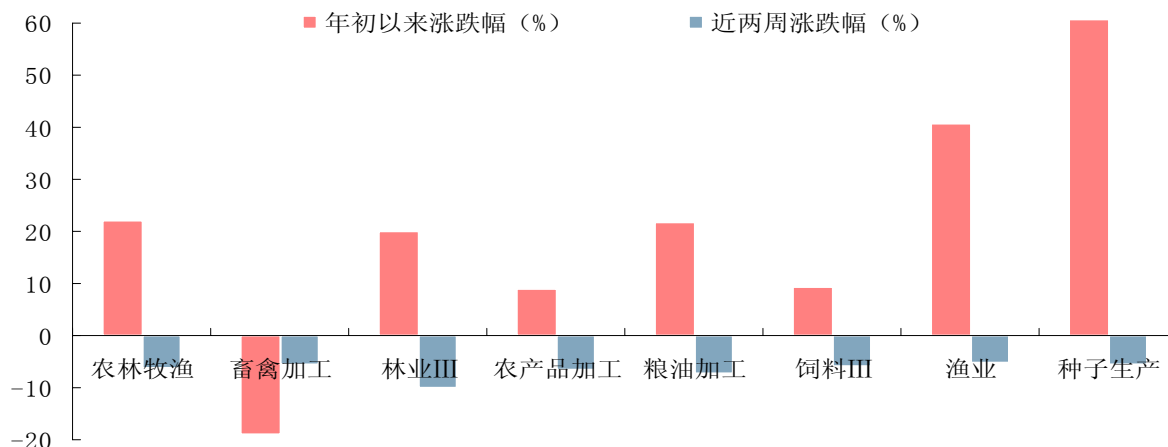


数据来源：世界经济年鉴（1979）统计整理、中信建投证券研究发展部

4、业绩有保障，调整后农业股的投资价值凸现

11 月份，在通货膨胀面临失控的风险下，国家出台了限价等措施，对农产品价格的上涨实施管控，打压了市场做多农业股的热情，11 月中旬以后，农业板块出现了 15% 左右的回调。我们认为，这次回调是良性的，优质农业股在这次回调中的投资价值得到了凸现，我们看好调整后的农业股的投资价值。

图 6：农林牧渔行业的各子行业近两周出现调整



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

5、上市公司增发、完善产业链等刺激因素

2010 年，农业板块的上市公司增发融资意向强烈，很多公司进行并即将实施再融资、资产置换和资产收购项目。伴随着上市公司的资本运作，其股价也实现了大幅超越指数的表现。通过实施资本运作，上市公司扩大了产能、延伸了产业链，大大提高了盈利能力。



表 2：已披露的 2010-2011 年度农林牧渔行业上市公司的资本运作情况

代码	公司	备注
000713	丰乐种业	以 9.28 元/股增发 5040 万股，投资化工中间体、农药环保新制剂、种子生产加工和技术中心、种子储备基金等。
600354	敦煌种业	以 10.95 元/股增发 5000 万股，投向 5 项制种及农产品深加工项目。
600438	通威股份	拟以 10.38 元/股增发 9500 万股新建江苏等 11 处饲料项目和吉林榆树原料基地，将新增 222 万吨饲料产能和 30 万吨玉米原料，目前仍没有通过证监会审核。
002157	正邦科技	2010 年 3 月以 10.5 元/股实施了定向增发，投向 8 万吨和溯源安全猪肉项目，年产 18 万吨饲料厂、养猪场等 10 个项目。
002100	天康生物	2010 年 4 月以 21.37 元/股定向增发 1060 万股，建设棉籽脱蛋白、饲料收购和动物疫苗项目。
000876	新希望	以 8 元/股增发 9.1 亿股，收购六合集团、六合股份、新希望农牧和枫澜科技的股权，实现农牧资产整体上市，最大的农业上市公司。
000893	东陵粮油	2009 年 12 月公司更名，目前公司进行投资建设南沙生产基地的精炼大豆油加工项目，公司资本需求巨大，预计明年会启动融资计划。
002299	圣农发展	将以 29.23 元/股定向增发 5200 万股，用于年新增 9600 万羽肉鸡及配套功能项目。

数据来源：中信建投证券研究发展部

2011 年，我们根据行业和公司情况，判断一部分上市公司仍将实施再融资或资产收购等计划，根据我们对公司的了解，做出了初步的预测，认为下列公司有实施资本运作的可能。根据市场的历史经验，这些公司将可能实现一定幅度的超额收益，进而带动整个农业板块的走强，凸现农业股的投资价值。

表 3：2011 年度预计将进行增发再融资的农林牧渔行业上市公司

代码	公司	备注
600195	中牧股份	2001 年配股以来，还没有进行增发资本运作，作为央企的子公司，具备增发、注入、投资建设新厂等条件。
600257	大湖股份	公司拟投 4.5 亿元打造淡水产品全产业链，2003 年的配股和 2008 年的定向增发停止实施，明年有可能再次进行增发。
002086	东方海洋	2007 年增发养殖海参，2011 年公司可能增发扩大育种、养殖等业务。
600201	金宇集团	2009 年 11 月停止实施以 8.08 元/股发行 5000 万股的定向增发，投向金宇宝玲生物 10 亿 ml 口蹄疫灭活疫苗、6.5 亿头份（ml）细菌疫苗项目。未来公司可能会继续启动这些项目的增发工作。
600467	好当家	2004 年以来没有进行过再融资，2011 年公司预计启动苏山岛项目，并扩建本部附近的养殖海域，可能进行增发融资，扩大养殖海域。
000798	中水渔业	大股东是央企：中国农业发展集团总公司，公司经营不佳，存在收购或注入资产的可能。

数据来源：中信建投证券研究发展部

6、极端气候的影响蕴含风险

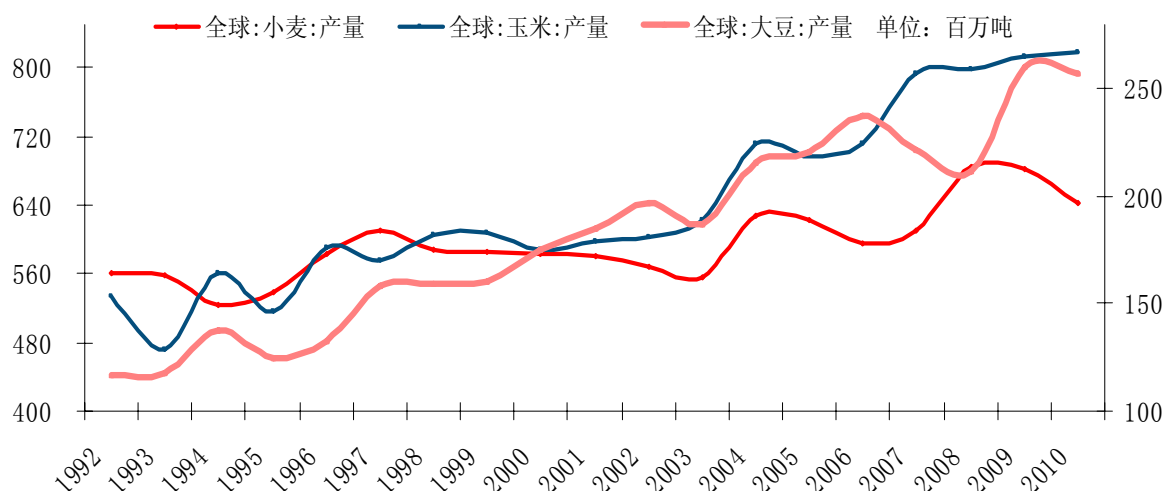
2010 年，中国出现大范围的极端自然灾害天气，从春季的南方干旱，到目前的南方洪灾和东北干旱，对主要粮食作物和大部分经济作物都产生严重影响。夏粮出现小幅下滑，秋粮减产可能较大，在国内流动性过剩的背景下，加上粮食减产的预期，国内粮食作物大幅涨价。另外，欧洲和美国中部农业区也出现了暴雨天气，南美洲出现暴雪严寒，随后美国农业部减产的报告，点燃了全球对农产品做多的热情。



市场对 2011 年极端天气的预期比较强烈。我们同样认为，明年的天气情况是农业面临的最大的风险因素。今年农产品价格的上涨，催生明年农产品种植面积的扩大，进而打压价格。特别是中国的棉花、甘蔗等经济作物的种植，以及中国对主要粮食作物扩大种植面积的重视。

但是，南美的巴西、澳洲和北美的美国的天气状况将直接影响到全球农产品的供给平衡状况。根据目前情况的判断，主要农产品的供给是没有后问题的，但如果明年出现大幅减产的状况，对主要粮食、糖等经济作物价格的冲击是巨大的。

图 7：美国农业部公布的全球主要粮食的产量情况



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

二、通胀背景下各子行业景气分化

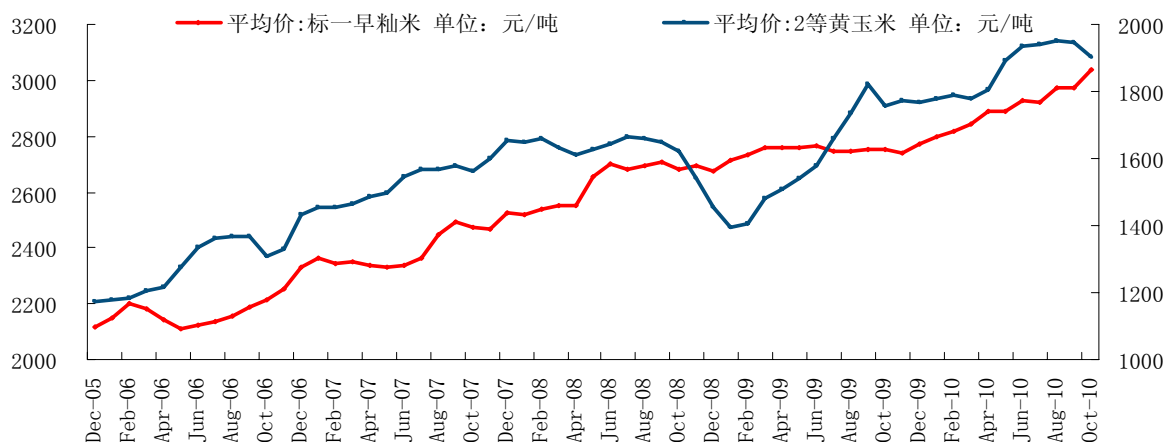
1、种子行业：育种减产涨价，延伸行业景气

美国先锋公司进入中国后，利用良种先玉 335 先后与黄淮海地区的登海种业，西北的敦煌种业合资，渗透到中国的主要玉米种植区，大大冲击了中国的育种行业，并掀起了玉米种子的高潮，目前国内所有的上市中也公司都进军玉米种子行业。中国的玉米种子行业 2009 年去库存完毕，2010 年步入景气新周期，2011 年将是种子行业的景气高峰年，整个行业的景气周期能持续三到五年的时间。中国育种企业仍处在传统低端水平，成长空间大，玉米价格和通胀预期影响公司股价，2011 年是上市公司预期兑现期。

2010 年表现最好的是玉米种子，近期，从事水稻种子隆平高科、荃银高科和丰乐种业近期涨势较好，主要根公司涉足玉米种子有关。另外，由于今年的干旱、洪水等极端天气的影响，对玉米种子及水稻种子的种植面积和产量都造成了冲击，加上农产品的涨价，玉米和水稻种子涨价水到渠成，对上市公司的业绩推动明显。

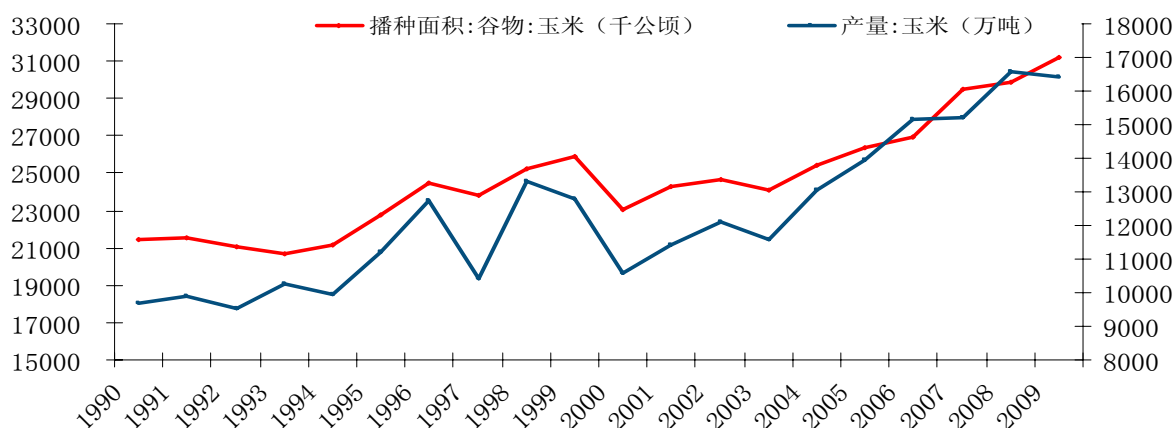


图 8：粮价上涨有利于种子公司



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图 9：玉米播种面积逐年增加，但减产明显



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

我国商品种子供应率由九十年代中期的 30% 提高到现在的 60%，我国种业市场发育尚处于初级阶段。随着农产品价格上涨带动，种子商品化率的提高，市场对良种的需求日益高涨。作为战略性新兴产业中的生物育种产业，国家会采取措施促进生物育种产业发展。种子公司特别是玉米种子公司的毛利率较高，行业的技术壁垒和行政壁垒逐步提高，行业的整合力度压在加大。政策方面，国家必将会严格种子市场准入和品种审定，包括品种前的售前条件，建立健全市场退出机制，鼓励企业以并购、参股等方式进行兼并重组，做大做强种业企业。

2、水产养殖：高毛利海珍品，受益消费升级

今年以来，水产品价格整体较去年有较大幅度提高，月度成交价格走势和上年基本保持一致。今年前三季度监测的 5 大类海水产品价格同比均有所上涨，其中海水鱼类涨 19.6%，海水甲壳类涨 9.54%，海水贝类涨 11.46%。监测的 31 个品种的海水产品中，26 种价格上涨，2 种持平，3 种下降，14 种涨跌幅度超过 10%。

水产养殖中从事海珍品养殖的企业盈利能力较强，其中海参为典型代表。自 2007 年开始，国内海参的消费日益普及，消费普及和升级的背景下，海参的市场空间巨大，由于天气、海域的影响敏感，适宜养殖的海域有限，海参的价格未来会继续维持在高位。

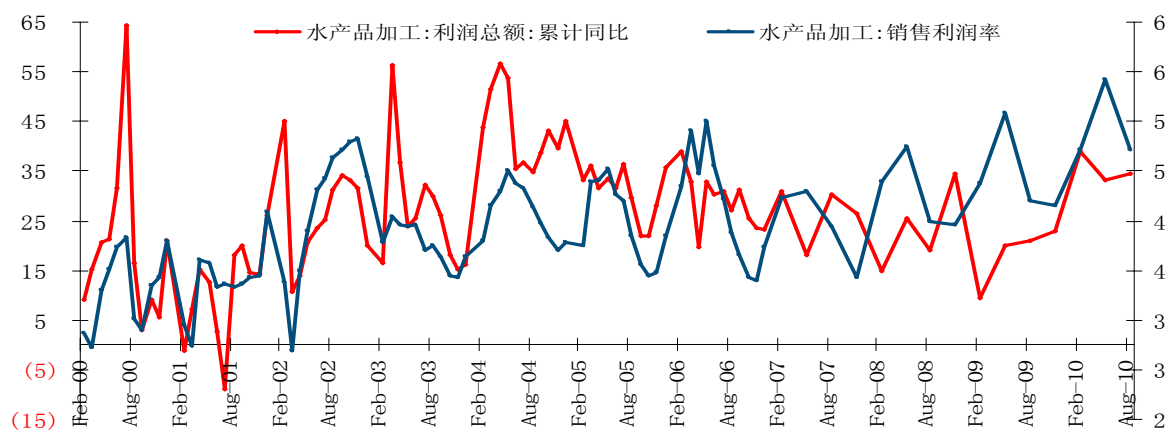


图 10：食品饮料行业主营收入恢复性增长



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

图 11：水产品加工行业盈利和毛利率双双回升



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

3、畜禽养殖：强周期高弹性，关注价格波动

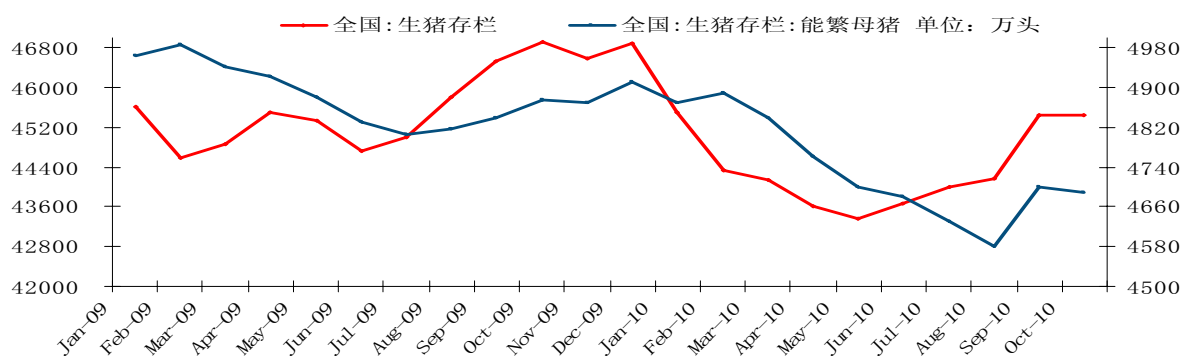
主要分为鸡和生猪养殖两部分，鸡苗和生猪价格都是有明显强周期、价格波动明显的共同特征，今年下半年以来都迎来了价格从底部的快速上涨，相关上市公司也股价也受到了提振。今年新上市的农业类上市公司也主要集中在此行业，益生股份、雏鹰农牧，去年底上市的华英农业和圣农发展，这些公司都是行业的翘楚，具有业绩支撑，具有良好的投资价值。

今年6月初至今，全国生猪价格累计涨幅超三成，近期呈现加速上涨之势。在生猪价格快速上涨的带动下，近期猪粮比连续上升，11月12日的猪粮比达到了6.77，已经远远超过了盈亏平衡点，目前养猪户普遍盈利。生猪价格持续上涨带动了部分养猪户的补栏热情。今年6月以来，全国生猪存栏量连续上升，其中9月份存栏量上升速度较快，环比上升2.9%，至45450万头，较5月份累计上升了4.8%。此外，9月份能繁母猪存栏4700万头，环比增加2.6%。同时，商务部公布的9月生猪屠宰量及肉类产量显示，全国规模以上的生猪屠宰量环比增速达6.6%，同比增长4.5%，鲜冷藏肉产量环比增速达10%，可见猪肉市场供给较为充裕。

2011年全年，猪肉价格将会稳定增长，仍有20-30%的增长空间。

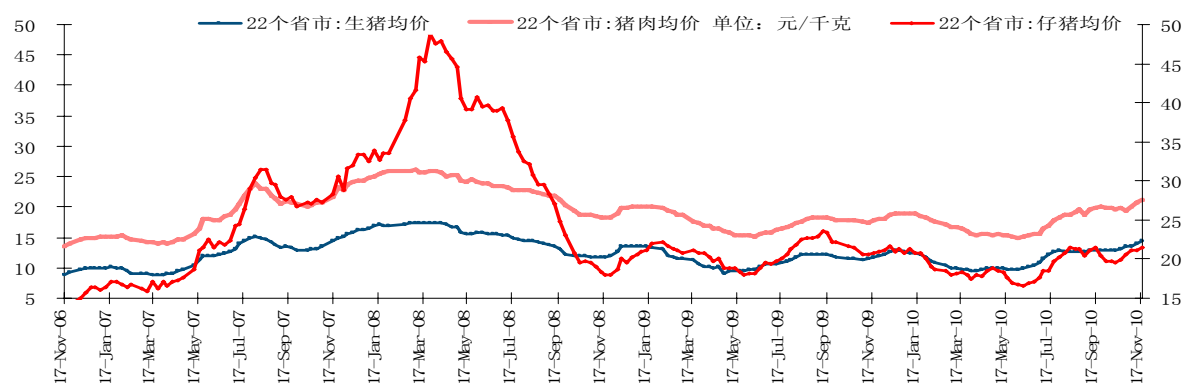


图 12：生猪存栏和能繁母猪仍处在回升阶段



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

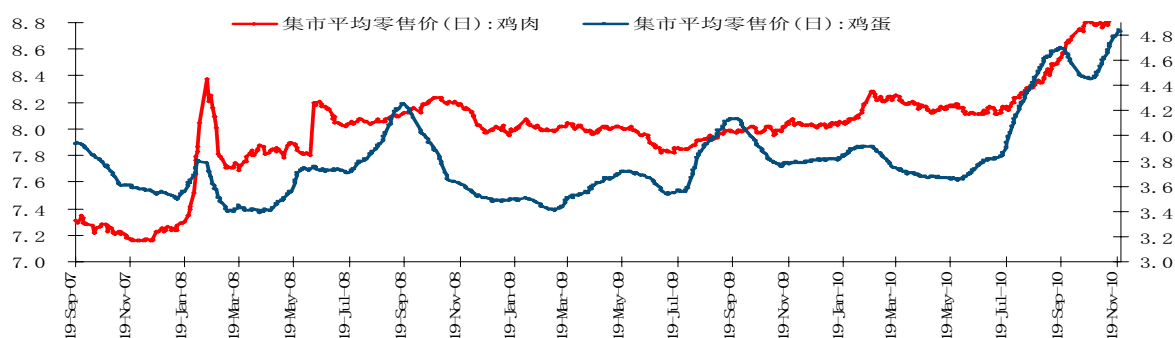
图 13：生猪和猪肉价格仍处在回升阶段



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

10月中旬以来，肉毛鸡价格呈现出与前两年相反的走势，连续三周持续上涨。11月份出栏的肉鸡是9月底和10月份补栏的肉苗鸡。从9、10月份的补栏情况来看，肉苗鸡的补栏并没有较大幅度的增加，11月份肉苗鸡市场以稳中上涨为主。肉毛鸡价格继续小幅上涨，11月份第一周，主产区肉毛鸡平均收购价格为8.71元/公斤，比上周涨0.38元/公斤。肉鸡养殖效益小幅提高，向正常利润水平靠拢。本周主产区肉鸡养殖盈利1.30元/只，比上周增加收入0.74元/只左右。随着肉鸡养殖效益的好转，补栏积极性提高，从而带动肉苗鸡价格的上涨。

图 14：鸡肉和鸡蛋价格近期快速上涨

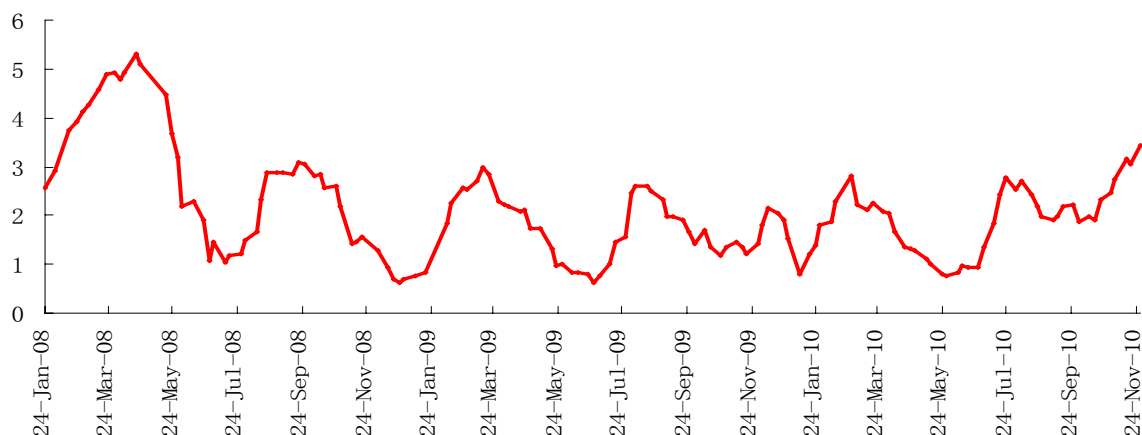


数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部



11 月以来，肉苗鸡价格上涨幅度加大，11 月 24 日主产区肉苗鸡的平均出厂报价为 3.44 元/羽，比 11 月 1 日的 2.68 元/羽上涨 0.76 元/羽，与 10 月初相比，已累计上涨 1.39 元/羽左右，上涨近 75%。目前，主产区中价格水平最高的是山东省为 3.5 元/羽，辽宁偏低，为 2.98 元/羽。目前，肉苗鸡价格的上涨，从另外一个侧面也表明目前肉鸡补栏的积极性较高，这将增加 1 月份肉毛鸡市场下降的可能性。

图 15：白羽肉鸡鸡苗价格达到 3.44 元/羽，突破两年新高 单位：元/羽

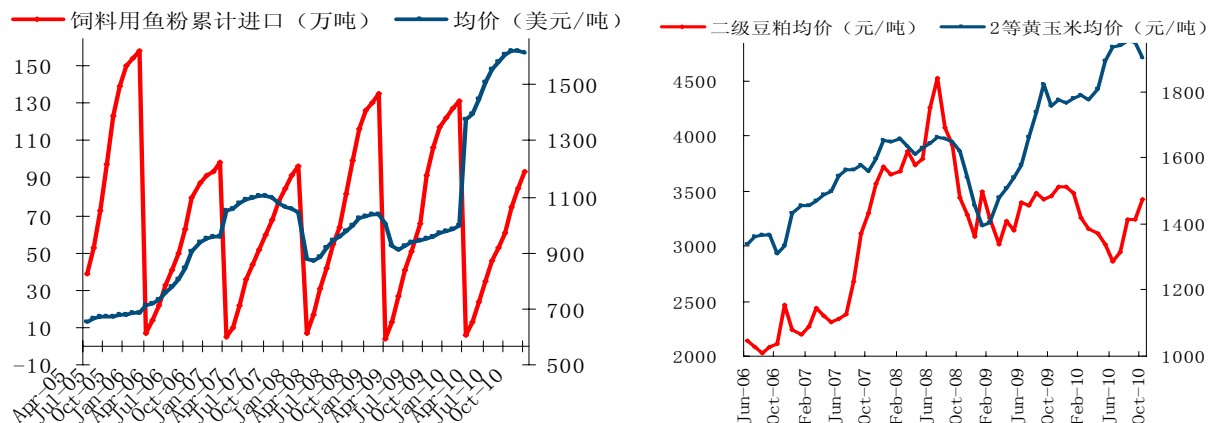


数据来源：中信建投证券研究发展部

4、饲料行业：成本压力下降，行业景气将持续提升

2011 年，下游养殖行业的景气提升，随着相关产品价格的上升，将会刺激生猪、水产品、鸡鸭的规模。另外，行业的规模化养殖将会进一步提升，都将会加大了对饲料的需求；上游原材料价格的稳定扩大了饲料行业的利润空间。未来影响饲料行业盈利的主要因素将会是成本的上升风险，应密切关注玉米、豆粕和鱼粉的价格变动。进口鱼粉价格的高点已经过去，未来鱼粉价格将会持续下滑，这将有利于水产饲料企业降低成本。玉米的价格也相对高位，未来继续大幅上涨的可能性较低，作为饲料企业的主要原材料，鱼粉和玉米价格的稳定，有利于行业成本的下降，提升赢利空间。今年是饲料行业尽管盈利回升，但仍受成本的压制，2011 年行业的景气度有望进一步提升。

图 16：进口鱼粉、玉米价格高位回落，豆粕价格维持低位

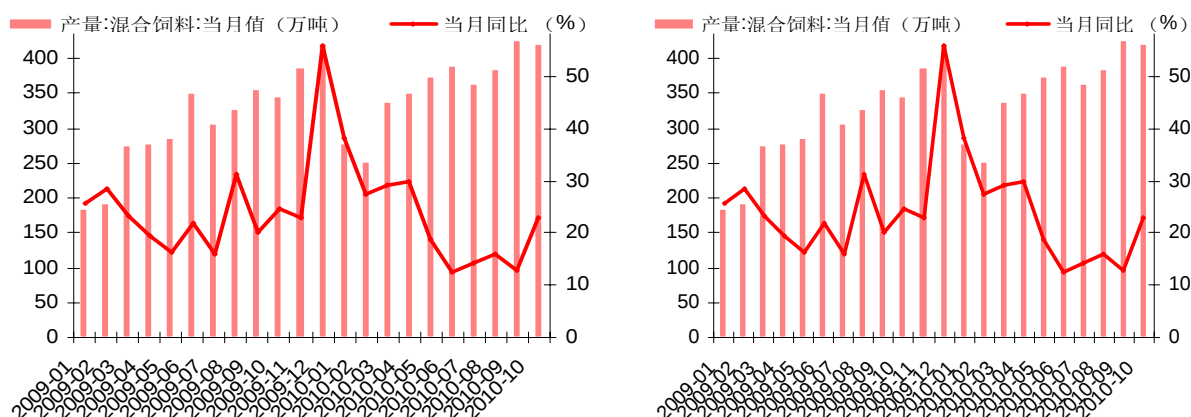


数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部



日前，我国饲料工业完成产量由 2000 年的 7429 万吨发展到 2009 年的 1.48 亿吨，完成饲料工业总产值由 2000 年的 1580 亿元上升到 4266 亿元。2010 年前 10 个月，我国的饲料产量有较大的提升，其中，配合饲料实现 6795 万吨，同比增长 16.08%，混合饲料实现 3656 万吨，同比增长 21.58%，尽管增幅较 2009 年有所下滑，但从单月的产量来看，已经开始逐月提升，全年可能会实现 20% 左右的增长。

图 17：饲料产量快速增加

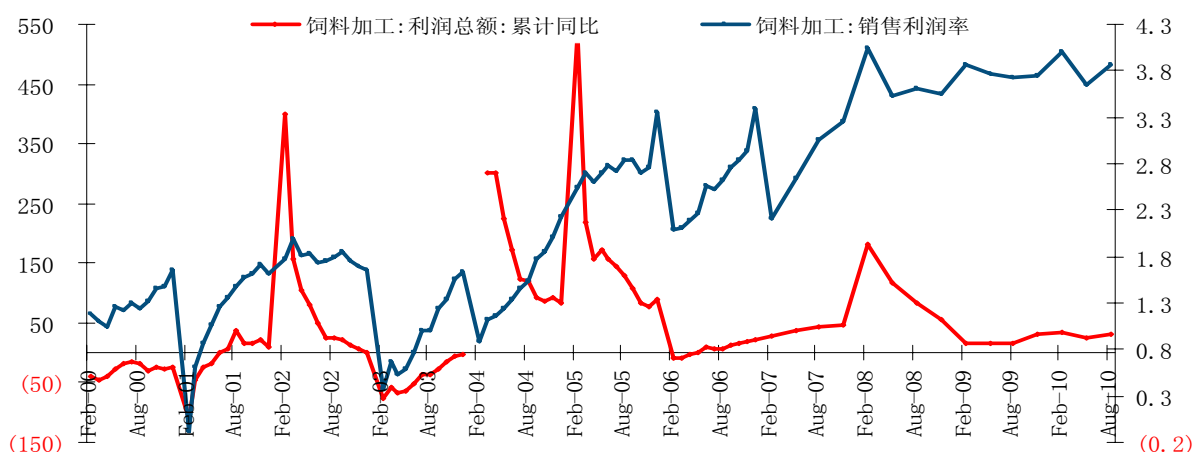


数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

2002 年、2005 年和 2008 年是饲料行业的盈利增长的高峰期，但 2009 年以来，饲料行业的盈利能力大幅下滑，行业面临了新一轮的下滑周期。但是伴随着利润的下滑，饲料行业的销售利润率持续上升。可以看出，成本的上涨侵蚀了行业的大部分利润。

因此，我们认为，随着成本的下降和需求的回升，2011 年，中国饲料行业将盈利新一轮的盈利增长期。

图 18：饲料加工业盈利能力快速提升



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

5、经济作物：价格屡创新高，回落风险值得关注

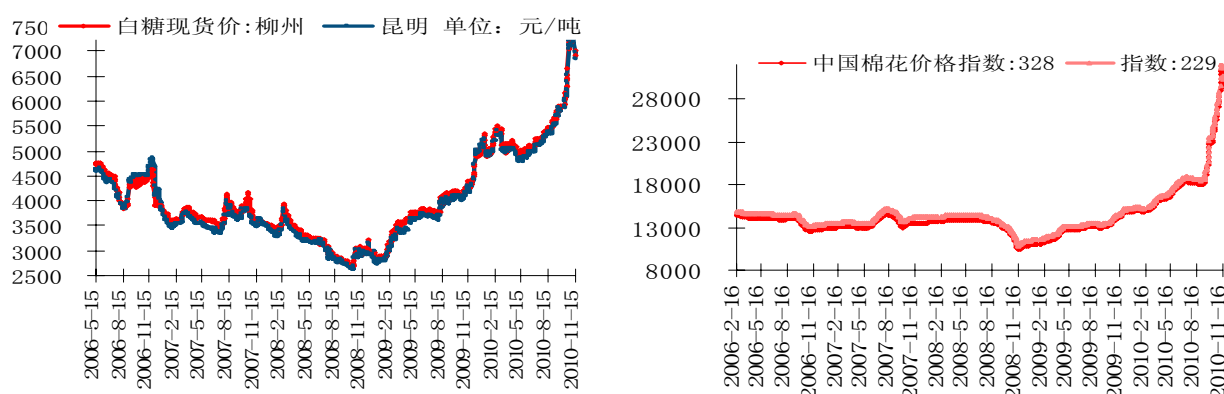
受极端天气导致的减产的影响，棉花和糖等经济作物作为现货价格均达到了历史新高，基本符合在通胀初期糖



价涨幅最大的历史规律。尽管棉花和糖的价格屡创历史新高，但贵糖、南糖、新农开发和新赛股份的股价并没有从7月份的低点实现100%的涨幅，而具有大量甜菜和番茄酱库存的中粮屯河（600737）涨幅更大，预计此类经济作物的价格持续上涨将告一段落。

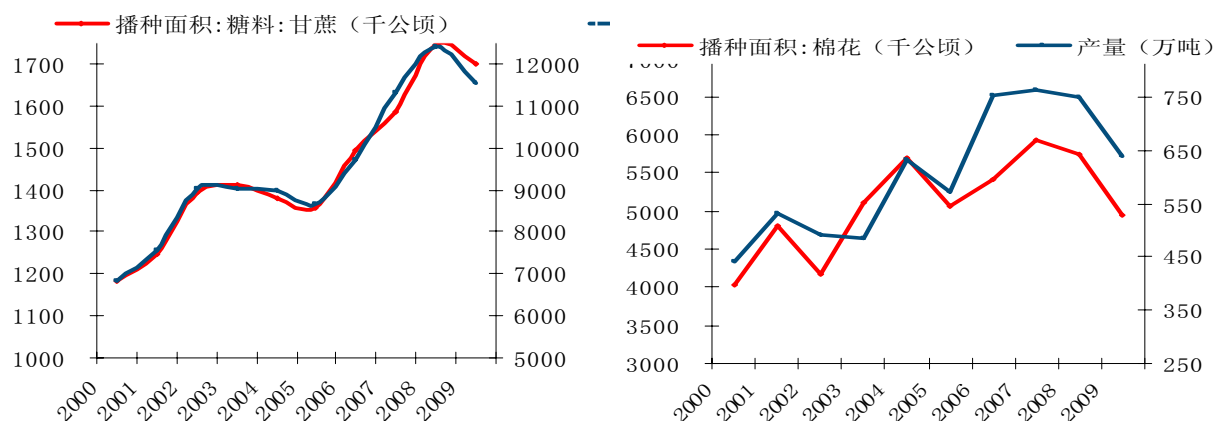
2009/10 榨季我国食糖进口 147.7 万吨，比上季增 44.4 万吨，从巴西进口 82.2 万吨，明年国内食糖缺口仍大，进口量将继续增加。广西市场已有新糖销售，报价 7600 元/吨左右，同比涨 74.7%。广西新糖高开是糖厂对市场的试探，目前上市新糖量较少，糖厂惜售较强，为后期价格提供支撑。但随着开机糖厂的增多，以及巴西丰产的预期，糖价继续大幅上涨的可能性较低。

图 19：糖和棉花价格均创了历史新高



数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图 20：甘蔗和棉花种植面积减产严重

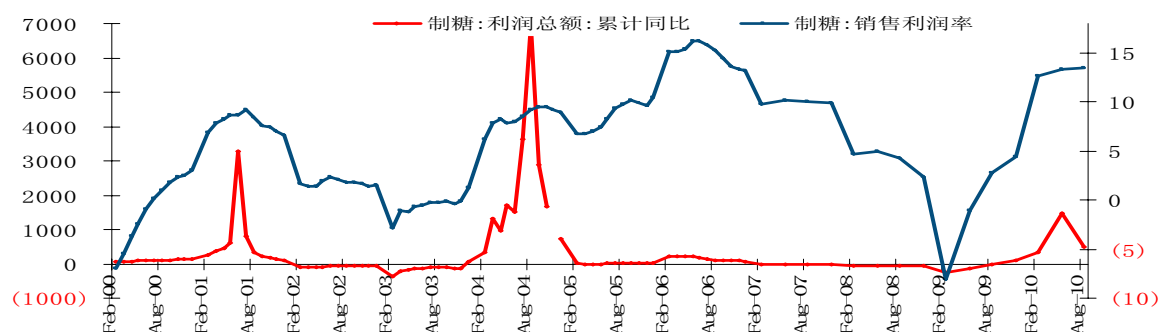


数据来源: wind, 中信建投证券研究发展部

白糖明年不会紧张，印度、巴西如果天气正常产量是可观的，价格创新高已经很难，目前是筑顶的过程。压力在明年2月份前后开始，如果美国期货价格不上涨，国内价格可能会下降。明年棉花种植面积将大幅增加，明年新棉出来后价格会有压力，今年的供需缺口会对价格形成强烈支撑。



图 21：受价格影响大，糖企盈利能力快速提升



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部

6、动物疫苗：受益养殖规模扩大和极端天气

灾后养殖业对疫苗的需求必将大增，明年是养殖业发展环境较好的一年，生猪养殖和鸡鸭规模化养殖规模扩展迅速，加上国家对疫病防治的推广加强，对疫苗的采购量将会加大，有利于动物疫苗企业的发展。我们看好在市场中处于绝对龙头地位的中牧股份（600195），另外，天康生物也具有一定的竞争优势，但植物蛋白业务拖累公司今年的业绩。

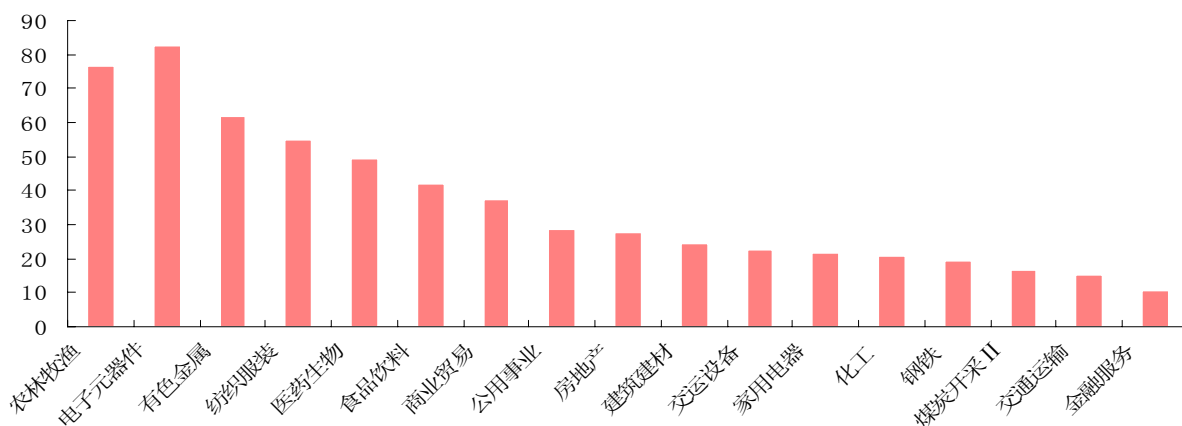
另外，明年不确定性的气候，也将有利于强化养殖企业对病害的防御，有利于疫苗企业。

三、农业板块估值与重点公司盈利预测

总体来看，农林牧渔板块在整个 A 股市场中，估值偏高。这主要是由于部分农业公司没有业绩拖累所致，我们认为这种行业的高估值是没有意义的。随着有业绩支撑的优质公司的上市，以及原先亏损的公司资产置换和业绩提升，整个农业板块的估值将会下移。

我们从重点跟踪的具体上市公司的业绩预测及估值情况来看，在细分子行业中都有一些公司 2010-2011 年的 PE 在 30-40 之间，具有一定的估值优势，再考虑到农业公司未来几年 30%-50%左右的高成长性，这些投资的投资价值凸现。

图 22：同其他行业相比，农业总体估值相对较高



数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部 注：以 2010 年 11 月 23 日收盘价计算



表 4：中信建投重点农业公司盈利预测与估值情况

	简称	总市值 (亿元)	EPS			市盈率 PE			PS	毛利率	净利率
			TTM	10E	11E	TTM	10E	11E			
牲畜 养殖	民和股份	29.94	-0.39	0.24	0.62	-506	116	45	4.1	10.26	3.29
	益生股份	36.16	1.00	0.77	1.01	31	43	33	9.9	24.44	12.56
	华英农业	31.28	0.37	0.48	0.69	54	44	31	3.4	11.46	3.70
	圣农发展	132.96	0.53	0.65	1.05	59	50	33	9.3	16.80	10.75
	雏鹰农牧	80.17	0.88	0.85	1.35	68	48	42	14.8	23.94	16.34
	隆平高科	80.91	0.18	0.26	0.37	160	111	78	7.7	23.55	1.17
	荃银高科	34.15	0.88	0.78	1.04	72	83	62	20.9	42.95	13.05
种子	登海种业	121.88	0.53	1.16	1.77	132	60	39	21.1	64.53	23.71
	敦煌种业	62.50	0.16	0.60	1.02	100	56	33	4.1	35.07	-3.36
	丰乐种业	49.95	0.30	0.44	0.55	44	42	34	4.8	28.88	9.38
	万向德农	22.61	0.26	0.25	0.32	56	50	41	3.4	34.36	5.89
	国联水产	49.25	0.40	0.41	0.57	38	37	27	4.5	12.63	5.53
	壹桥苗业	55.72	0.86	0.84	1.10	96	100	76	36.4	49.32	30.23
	大湖股份	46.68	0.05	0.15	0.26	278	75	41	11.3	30.46	4.66
水产 养殖	好当家	94.98	0.12	0.21	0.34	119	71	45	18.0	23.66	14.75
	东方海洋	50.23	0.23	0.32	0.49	77	65	42	10.6	21.39	10.35
	獐子岛	214.48	0.91	0.86	1.16	52	55	41	14.2	35.22	18.42
	山下湖	21.76	0.12	0.19	0.30	85	113	72	7.7	30.55	10.52
	大北农	183.93	0.82	0.93	1.34	56	49	34	4.6	22.51	5.37
	正邦科技	49.57	0.24	0.39	0.61	87	47	30	1.1	7.47	1.04
	海大集团	95.75	0.90	0.75	0.98	37	46	34	1.8	9.01	3.39
饲料 加工	通威股份	68.75	0.21	0.24	0.35	41	42	29	0.7	9.45	2.95
	新希望	157.07	0.54	0.61	0.71	37	32	27	2.3	8.41	7.38
	绿大地	53.59	-1.00	0.42	0.95	-24	85	37	10.9	27.37	6.86
	北大荒	257.94	0.21	0.26	0.30	69	55	48	4.0	21.45	4.60
其他	中粮屯河	145.11	0.27	0.27	0.43	53	53	33	5.0	28.97	8.50
	东凌粮油	61.94	0.25	0.77	1.15	112	36	24	1.0	4.65	2.48

数据来源：wind, 中信建投证券研究发展部 注：以 2010 年 11 月 25 日收盘价、财务比率以三季报计算

四、配置策略及个股推荐

1、配置策略：看好农业的中游板块

尽管 2010 年农业板涨幅居前，但我们认为：明年上半年，特别是明年一季度前，大农业板块仍将会有明显超于大盘的表现。热点子行业仍集中在种子、水产养殖行业，但畜禽养殖、饲料行业中的个股仍会有较好表现。考虑到今年农业中种子行业的个股表现优异，2011 年是市场对其的预期兑现年，加上我们对明年粮食价格涨幅的回落的预期，我们更看好农业中的中游行业，具体子行业如下：

(1) 成本下降，需求增加，行业景气度上升的行业：饲料行业



(2) 需求回升，价格上涨，盈利能力提升的行业：畜禽养殖与加工

(3) 消费升级，延伸产业链的行业：水产养殖与加工

表 5：延伸产业链的农业公司

代码	公司	主业	即将延伸的产业链
002157	正邦科技	畜禽饲料	生猪养殖、屠宰加工
002477	雏鹰农牧	生猪养殖	屠宰加工
600257	大湖股份	水产品	淡水鱼的养殖、加工、深度综合开发和销售
002086	东方海洋	水产品加工	海参养殖、深度加工、胶原蛋白等产品终端销售
300094	国联水产	对虾加工	虾苗培育、水产饲料、对虾产品加工及终端销售
002299	圣农发展	肉鸡养殖、加工	父母代鸡培育、鸡肉产品加工及终端产品销售
002458	益生股份	鸡苗培育	祖代鸡苗培育、动物疫苗

数据来源：中信建投证券研究发展部

2、生猪养殖产业链：雏鹰农牧（002477）、正邦科技（002157）

（1）雏鹰农牧（002477）：养殖新模式，延伸产业链

公司凭借独创的“雏鹰模式”，生猪养殖和销售规模持续扩大，2007-2009 年销售生猪数量年均增长 90.27%。截止 2009 年底，公司在用畜禽养殖场 50 余个，年销售生猪 48.4 万头、种蛋 8000 余万枚、鸡苗 1000 余万羽。成为中原地区最具实力的畜禽养殖企业之一。

雏鹰农牧 IPO 的募集资金将投向年出栏 60 万头生猪产业化基地项目、年产 40 万吨饲料生产建设项目。此外，使用超募资金约 1.55 亿元，用于投资建设冷鲜肉屠宰加工项目，拟定生产规模为年屠宰生猪 200 万头，生产冷鲜肉 15 万吨。公司还拟使用超募资金 5000 万元设立全资子公司吉林雏鹰农贸有限公司，开展玉米、大豆等饲料原料农产品的购销、风干、贮运业务，为公司提供饲料原料。公司确定未来五年养猪规模从现在 48 万头增长到 360 万头，年增长 50%，与公司合作养殖农户数年增 40%。

公司是生猪养殖企业的龙头，直接受益生猪价格的上涨。另外，公司超募大量资金，必将快速扩张产能，积极拓展产业链，向上游原料和下游的屠宰加工延伸，将进一步平滑行业风险。我们看好明年上半年的畜牧养殖业，雏鹰农牧是最直接的投资标的。

今年前三季度公司实现营业收入 4.52 亿元，同比增长 18.69%，每股收益 0.74 元。我们预测公司 10-12 年相当于每股盈利 0.9、1.38 和 2.01 元。

（2）正邦科技（002157）：增发项目是看点，静待公司转变

正邦科技主营饲料加工、生猪养殖业务，2009 年公司为完善产业链，切入肉食品行业。由于上半年猪价低迷和玉米等原材料价格持续上涨，饲料、养殖景气低迷，正邦科技业绩低于市场预期。

正邦科技于 2010 年 3 月 8 日以 10.5 元/股的价格非公开发行 4352 万股，投向生猪养殖、饲料和肉制品加工项目。其中五个猪场年均出栏商品仔猪 29 万头，成为正邦科技未来几年生猪养殖增量的重要来源。通过非公开增发进一步扩大养殖、肉制品产能，公司希望通过可溯源肉制品，经由可控的终端网络，通过品牌实现



品质溢价。未来公司的饲料和养殖规模将呈现快速增长，饲料产能达到 500 万吨，公司父母代种猪存栏已经超过 3 万头，未来 2 年，公司生猪养殖规模有望达到 60 万头。

从我们对农业行业的判断和投资逻辑来看，公司的饲料、生猪养殖和肉制品加工均是明年受益的行业。但公司 2009 年年报披露预期 2010 年收入达到 70 亿元以上，同比增长 60%，净利润增长 40%，但三季报披露净利润仅能维持 0%-30% 的增长，增发完成后业绩预期就大幅低于预期，对公司形成了不好的影响。但考虑到工业的主营业务在明年盈利有力的经营环境，业绩恢复可能超预期，因此我们期待公司明年的表现。预期 2010-2012 年的 EPS 为：0.39 元、0.61 元和 0.8 元。

3、鸡禽养殖产业链：圣农发展（002299）、益生股份（002458）

（1）圣农发展（002299）：养殖加工一体化，增发扩产高成长

公司是我国规模最大的一体化白羽鸡企业，也是我国长江以南地区规模最大的白羽鸡供应商，主营业务为生产和销售包括鸡腿、鸡胸、鸡翅等的鸡肉产品，占其总收入的 95% 以上，目前拥有年产饲料 61 万吨、年饲养肉鸡 7,000 万羽、年屠宰加工肉鸡 9,600 万羽的生产能力。圣农一体化模式导致转嫁成本压力能力强于竞争对手，公司目前坚持做好主业鸡原料肉一体化产业链，未来公司产业链或延伸到下游熟食深加工业务或上游祖代鸡，熟食业务可能成为公司产能扩张瓶颈后新的利润增长点。

公司公布了新一轮的融资计划，非公开增发 5200 万股，发行价格不低于 26.31 元，募集不超过 15 亿元资金用于“新增 9600 万羽肉鸡工程及配套”，项目完成后公司养殖、屠宰产能将由目前的 9600 万羽增至 19200 万羽，实现产能翻番。项目投产后预计年新增冰鲜肌肉 19.22 万吨，新增销售收入 21.26 亿元，新增利润 2.7 亿元。进一步提高公司产品的市场占有率，产销量的快速增长，预计将成为公司未来 3 年保持快速增长的基础。

今年上半年鸡肉价格疲软，原材料成本上升等消极因素的影响，拖累了公司的盈利能力，出现毛利率下降，但 11 月份以来，鸡肉价格快速回升，行业景气度提高，公司的肉鸡养殖和肉制品价格也符合我们看好中游的投资逻辑，看好公司未来的成长和盈利能力。但公司 2009 年底上市，今年年底又增发融资，对市场的资本需求紧迫。11 月初的大宗交易转让，原始股东套现冲动明显，成为未来公司股价的消极影响因素。我们预计，2010 年-2011 年 EPS 分别为：0.65 元、1.05 元和 1.35 元，鉴于在通胀升温的背景下鸡肉价格上涨对业绩的弹性巨大，我们认为公司面临业绩和估值双重提升的空间。

（2）益生股份（002458）：种鸡龙头，弹性大

公司是国内最大的祖代种鸡养殖企业，目前公司在祖代种鸡养殖和繁育父母代种雏鸡方面保持市场占有率第一，是我国繁育祖代肉种鸡数量最多、品种最全的公司。2009 年向市场供应父母代肉种雏鸡 1,222.60 万套、父母代蛋种雏鸡 504.87 万套，在同行业中处于领先地位。

近期鸡苗价格快速反弹，由 5 月份的 8 毛/羽上涨到 11 月 15 日的 3.23 元/羽，作为从事商品鸡苗养殖销售的民和股份（002234）直接受益，近期涨幅巨大。益生股份主要产品父母代肉种雏、父母代蛋种雏鸡，作为上游供应，即民和股份鸡苗的主要供应商，益生股份将会受益此次产业链的涨价。作为次新股，益生股份上市以来涨幅有限，随着下游产品价格的持续上涨，益生股份将会明显受益，未来上涨空间较大。

今年下半年以来商品鸡的毛利率较高，今年全年商品代雏鸡销量接近 3700-3800 万只，而去年仅 3100 万只。商品鸡苗价格全年平均约为 2 元/羽左右，而在 4、5 月份仅 7、8 毛钱，6 月份后开始大幅上涨。按照行业惯例，



商品鸡涨价 2、3 个月后传导到父母代鸡，然后再经过 2、3 个月从父母代传导到祖代鸡。但今年这种价格的传导并没有如期而至。10 月份，父母代鸡由的 10 元左右/套，价格最低的时候价格仅为 5-6 元，12 月份恢复到 14 元/套，而去年的均价在 16 元/套，1-9 月份，祖代、父母代鸡的毛利率为 20%左右，远低于去年 45%的水平，饲料成本的上涨，侵蚀了大部分利润空间，随着饲料成本下降和鸡苗价格的上涨，公司的毛利率也将回升。

2010 年公司完成募投项目后，公司更新父母代肉种鸡 60 万套，存栏量达到 90 万套，年提供商品鸡雏鸡 8028.8 万只；更新祖代肉种鸡 4.6 万套，存栏量 6.9 万套，父母代肉种鸡雏鸡年产量达 230 万套，年增加销售收入 2.42 亿元，总收入 7.025 亿元，净利润 1.42 亿元。预计 2010 年-2012 年的 EPS 为 0.77 元、1.02 元和 1.32 元。如果公司的毛利率提升 5%，则 EPS 提升 0.2 元--0.25 元。

4、水产养殖与加工产业链：东方海洋（002086）、国联水产（300094）

（1）东方海洋（002086）：育、养、加工一体的海洋水产品高新技术企业

东方海洋主要从事海水水产品苗种繁育、养殖、食品加工及保税仓储业务，2008 年 3 月定向增发再融资 5.7 亿元，用于海参增殖养殖项目及海藻遗传育种中心项目。公司正加速山东省海珍品良种选育与生态养殖工程实验室建设，进行海带苗、海藻、名贵鱼的工厂化养殖和海参苗的培育以及胶原蛋白相关产品的研发推广。

2006 年上市以来，公司每年都保持在 30%左右的平稳增长，由于部分海参的捕获，2010 年的收入增长将超过 30%。2012 年公司的海参将全部达产，届时将是公司业绩爆发的时期。公司新增的 4 万亩海参养殖能力将陆续达产，公司将由水产品加工转型为海参养殖企业。海参、海带苗的毛利率都在 70%左右，胶原蛋白销售价格在 30-40 万元/吨，而成本仅为 15 万元/吨左右，利润空间巨大。公司的胶原蛋白产品前景较好，但由于公司没有市场经验，销售不理想。公司已聘请赵雅姿代言，在中央二套及广告，全国招募加盟商。前期投入费用较高，未来某个时期可能有所突破。

成功转型的东方海洋在海参养殖、苗种培育方面的空间较大，目前市值仅 50 亿，相对于 100 亿市值的好当家 220 亿市值的獐子岛，有较大的提高空间，我们长期看好，2011 年的目标价在 30 元。新上市从事海参苗培育的壹桥苗业，向下游养殖延伸，其市值仍在 60 亿元。我们判断，随着海产品市场的扩大及价格的上升，以及公司养殖规模的扩大，公司可能会加强在育种方面的投入。我们预测 2010-2012 年公司的 EPS 为：0.35 元、0.54 元和 0.77 元，6 个月目标价 24.3 元，市值仍有较大提升空间。

（2）国联水产（300094）：研发虾苗，布局终端销售网络

国联水产的主营业务主要从事的是对虾加工，现有对虾加工产能 6 万吨，对虾加工收入占到公司收入的 90% 以上，其中出口美国的对虾收入占比 80%以上，公司是国内唯一享受输美虾“零关税”企业，占中国出口美国对虾销量的 40%左右。未来公司也将打造更加完善的对虾产业链，构建起完整的罗非鱼产业链，其他水产品深加工和副产品综合利用等项目也将提高国联水产的整体经营利润。目前国联水产已初步实现育苗、饲料、养殖、加工及销售纵向一体化产业链的构筑。

公司超募 7.8 个亿，未来将会并购终端渠道，收购相关企业，建设虾饲料厂等，完善产业链。在营销网络建设方面，公司未来的目标是 3 年内进入国内 6000 家商超，公司目前也在寻找一些并购或深度合作项目，打算收购行业内或相关行业拥有一定技术、品牌、渠道等资源的企业。公司在广州建立运营中心，并从獐子岛聘请了营销总监，着手拓展国内市场。今年 11 月宣布推出两款对虾新品，拉开了全面进军国内对虾水产食品的营销序幕。预计 2010 年全年内销收入占公司总收入的比重将会超过 20%。



今年全国的种苗总量在 3000-4000 亿尾，国联水产是 30 亿尾，未来计划扩充到 100 亿尾，公司的育种基地已经成为国家级育种中心，未来会加大对对虾原种的科研开发，打破对美国的进口依赖。

原料虾的成本波动比较大，今年对虾减产 30%，价格大幅上升，侵蚀了公司的利润，导致毛利率大幅下滑和上半年的亏算。在原料控制方面，由于养殖环节的风险比较高，海域面积比较大，公司不会大规模的进行养殖，但是公司会尝试对优质的中小型养殖企业进行收购，如果没有合适的收购对象，公司每年也会增加 1000 多亩的养殖水域，自己开发。作为养殖示范基地。另一方面会加大进口，进行全球资源整合，从泰国、越南、厄瓜多尔等球对虾养殖丰富地区进口资源，今年进口了 300 个柜，也是进口对虾最大的企业。

国联水产未来由目前的对虾加工向上游的苗种和下游的食品终端延伸，尽管转型难度较大，但是我们看好公司的这种发展模式，在这种模式的推动下，公司成长性和盈利能力基本得到保障，公司具备从 10 亿到 50 亿收入的成长潜力，我们预测，2010 年-2012 年公司的 EPS 为：0.41 元、0.57 元和 0.65 元，目标价：20 元。

5、饲料加工：海大集团（002311）、新希望（000867）

（1）海大集团（002311）：水产饲料快速发展，苗种和生态制剂潜力大

公司的主要产品包括水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合饲料三大类，公司在水产优质苗种选育、微生物生态制剂开发方面处于国内领先。海大集团建立了高效的二级研发体系，组建了动物营养与饲料、生物技术、微生物、生物化工、动物育种、病害防治、养殖技术等全面的研发团队和体系。公司今年几年仍旧会十分重视水产饲料的发展，同时畜禽饲料产品将并行推出，实现整个饲料板块的较快进展。市场区域布局还是先以华东、华南、长三角优势区域为重点。

鱼苗产业在国内是一个空白，公司应用传统选育技术和现代遗传育种新技术，在长江等收集野生的亲本鱼类，进行规模化生产技术的开发，2004 年以来，公司经过五年多的时间摸索，在鱼、虾种苗培育方面取得了突破，培育的罗非鱼、和草鱼具有明显的生长优势和抗病优势，未来加大在鲫鱼、鳊鱼、生鱼等优质苗种的选育开发，同时加大优质苗种的推广应用。另外，公司开发一种优质的生物絮凝剂：聚谷氨酸，应用于快速清除养殖水体中的悬浮物，改善水体水质，提高养殖经济效益。

公司 10 月底公布了股权激励草案，拟向 125 名员工授予 1500 万份股票期权，预留股票期权 165 万份，行权价是 32.15 元。此次股权激励的激励对象包括公司核心管理、技术和业务人员，股权激励推出凸显管理层对公司未来成长空间的看好。股价激励以 2009 年净利润为基准，2010 年~2013 年净利润分别不低于 120%、144%、180%和 225%；2010 年~2013 年饲料销量分别不低于 2009 年饲料销量的 125%、156%、195%和 244%，预计每年收入和利润的环比增幅能达到 30%。

公司在未来的盈利构成上，计划饲料占比为 40%，苗种达到 30%，其他服务为 30%，未来两到三年，苗种和生物制剂这两块的利润要超过饲料，成为公司新的利润增长点。今年由于玉米和鱼粉价格大幅上涨，导致整个饲料行业的盈利能力减弱，我们判断明年成本的压力将会减弱，而下游需求仍会旺盛，对公司的发展十分有利。另外公司涉足苗种和生态制剂项目，能有效提升综合毛利率，我们看好未来三年的成长性和盈利能力，预计 2010—2012 年 EPS 分别为 0.75/0.98/1.25 元，目标价：39 元。

（2）新希望（000867）：资产注入，整体上市，农业龙头

近年来关于新希望资产重组的预期一直存在，由于公司的饲料业务亏损，利润基本来自于民生银行的分红，



公司也一直作为民生银行的影子股存在。此次新希望公布了重大资产注入计划，新希望农业资产实现整体上市，由单纯的饲料企业转变为饲料加工、畜禽养殖一体的农业龙头企业，从公司每年的销售收入和市值比分析，公司的合理股价应该在 25 元左右，未来的股价趋于与集团增发后的对公司的定位和扶持，以及成长空间。公司基本形成了“饲养-养殖-屠宰-肉制品加工”的产业一体化经营，解决了乳业缺乏盈利拖累业绩等问题。

本次拟注入资产主要从事饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工业务，即六和集团 100% 股权、六和股份 24% 股份、新希望农牧 100% 股权、枫澜科技 75% 股权，合计为 78.1 亿元，即以 8.00 元/股发行，定向增发不超过 9.1 亿股。本次交易完成后，2010 年度上市公司将实现收入约 520 亿元，比 2009 年度提高 673%；实现归属于上市公司股东的净利润约 10.65 亿元。

根据公司的承诺，2010 年、2011 年净利润分别为 6.5 亿元和 7.6 亿元，EPS 为：0.61 元、0.71 元，目标价位：24.8 元。

6、种子行业：隆平高科（000998）

隆平高科（000998）：完成玉米种子产业布局，试水生物育种

公司以杂交水稻为核心，以种业为主营业务方向，致力于杂交水稻、杂交辣椒、优质西甜瓜、蔬菜、棉花、玉米、油菜等农作物新品种选育创新，目前的主营业务是杂交水稻种子和干辣椒及辣椒制品。

公司通过投资北京屯玉与山西屯玉进行战略合作，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，未来将完成对山西屯玉的控股，快速做大做强玉米种子产业。另外，公司聘请被誉为玉米种业巨子的杜邦先锋前中国区总裁刘石为公司新任总裁，与山西利马格兰特种谷物研发有限公司签订《玉米品种利合 16 授权生产协议书》，为充分利用法国利马格兰集团在玉米科研上的优势，大力发展玉米种子产业。

公司新收购了以水稻分子育种为主业的湖南西城杂交水稻基因科技有限公司，形成了以湖南亚华种业科学院为主体的常规育种平台和以上海隆平农业生物技术有限公司、湖南西城杂交水稻基因科技有限公司为主体的生物技术育种平台，为公司产业的进一步发展提供了有力的科技支撑。

7、动物疫苗：中牧股份（600195）

中牧股份（600195）：集中发展畜禽疫苗，打造中国畜牧业第一安全品牌

中牧股份是由中农发集团作为实际控制人的国有控股企业。公司以兽用生物制品为主体，以饲料添加剂和兽药产业为两翼，重点研制疫苗产品、饲料添加剂和药物添加剂产品。公司主要产品占有全国三分之一以上的市场份额，主要产品的销售量和市场占有率稳居全国第一，在行业内处于绝对龙头地位。

动物保健品行业：公司旗下的生物药厂是禽流感、口蹄疫、猪链球菌病等国家重大动物疾病防治疫苗的定点生产企业。市场占有率方面，公司禽用疫苗市场占有率为 35.40%，畜用疫苗市场占有率为 47.23%，特种疫苗（口蹄疫）市场占有率为 54.50%，销售量和市场占有率稳居全国第一。

兽用原料药工业领域：公司先后在湖北黄冈、四川广汉、内蒙托克托县建成化学合成、生物发酵、中草药萃取三个兽药原料药生产基地，引进、开发并生产了喹烯酮、黄霉素、氟苯尼考、替米考星等安全、高效、无残留、无公害的兽药类产品。



动物营养品行业：中牧股份在饲料添加剂方面拥有技术和市场优势，投资兴建国内第一家现代化添加剂预混料生产基地。每年销售的复合维生素产品可为全行业配置饲料 700 多万吨，“华罗”品牌已成为我国畜牧饲料行业的知名品牌和中国饲料工业十大名牌，市场占有率第二（国内品牌第一）。

2009 年销售禽用疫苗 75.76 亿羽份（毫升）；销售各类畜用疫苗 11.95 亿头份（毫升）；销售口蹄疫疫苗 10.01 亿毫升；销售复合维生素 4462 吨，主导产品继续保持了行业领先地位。2009 年实现收入 27.3 亿元，净利润 2.28 亿，2010 年公司计划实现销售收入 10% 以上的增长，费用总额增长率控制在 10% 以下，首要产业扭亏为盈，重点抓好政府招标产品采购，加强研发，实现产业升级。我们看好拥有独特政府资源的行业龙头中牧股份，预计 2010 年-2012 年 EPS 为：0.8 元、1.05 元和 1.31 元。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

黄付生：中央财经大学经济学博士，哥伦比亚大学商学院访问学者。农业、食品饮料行业分析师，2年宏观策略、2年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析，从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。