

消费升级与成本上升

——2011年农林牧渔行业投资策略

本次行业评级：增持

上次行业评级：增持

1. 中国农业的中长期环境：刚性需求与消费升级面临成本上升与资源约束

长期来看，中国农产品供给面临刚性需求和消费升级；劳动力要素约束逐步显现，农业劳动力成本不断提高，农产品价格持续走高。

2. 我们对明年农产品的判断：主要粮食价格呈现温和上涨走势，国际农产品涨幅大于国内涨幅。

主要粮食价应以呈现温和上涨走势，基本涨幅在10-15%左右较为合理，国际涨幅大于国内涨幅。猪肉、畜禽价格继续回升；其他（海产品、糖高位运行，番茄酱有上行压力）。

3. 我们对10年子行业看法

畜禽价格的回升，养殖畜禽养殖业景气度有望持续回升；畜禽肉价上涨带来养殖量、屠宰量的放大，同时成本压力缓解，使畜禽养殖及饲料行业复苏；水产价格坚挺利于水产养殖行业继续景气向好；种子行业受益政策扶持。

4. 投资建议

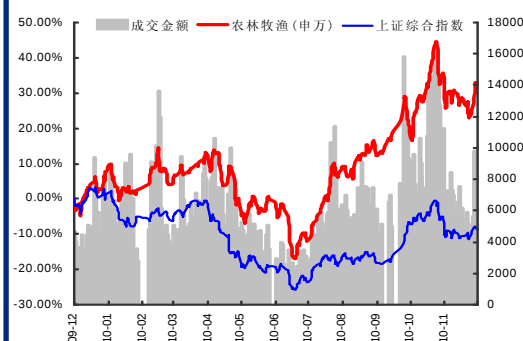
短期来看，政策有利于板块继续获得超额收益。从长期看农产品价格走高，带来上市公司业绩的持续增长。因此，我们仍然维持行业增持评级。从子行业看，短期内粮食仍呈供需偏紧之势，种植业成本上涨也将推升粮价长期上涨，种业景气度继续向好；畜禽产品价格上涨，畜禽养殖业、饲料行业景气度有望回升；海水产品价格继续坚挺和消费升级带来的对海产品的需求增加，海产养殖行业景气度持续向好。

重点公司：圣农发展（002299）、东方海洋（002086）、海大集团（002311）

5. 风险

（1）天气和自然灾害等因素带来风险；（2）政策风险。CPI继续走高，政府出台更为严厉的价格管制措施。

农林牧渔板块52周走势



数据来源：Wind 资讯

研究员：张熹

电 话：0411-39673203

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：zhangxi@daton.com

近期相关报告

一、中国农业面临的中长期环境：刚性需求与消费升级面临成本上升与资源约束

（一）农产品供给面临刚性需求和消费升级。中国现有人口 13 亿，人口基数大，满足基本的食品需求压力不小。到 2033 年，中国人口峰值将增至 15 亿，新增近 2 亿人口，对农产品的需求绝对数量还很大。

此外，随着中国经济结构转型，可以预见十二五期间消费对经济拉动日益重要，收入分配向居民倾斜，进一步增加国民经济的活力。消费升级变动带来对肉禽蛋奶消费快速增长，进而拉动粮食需求。随着居民收入的增长，人们食品消费需求逐步由数量型转向质量型，消费品类逐步丰富和多样，直接食用的粮食消费比重会下降，而肉禽蛋奶等副食占食品消费比重增加。

图 1 农民工资性收入增长加速

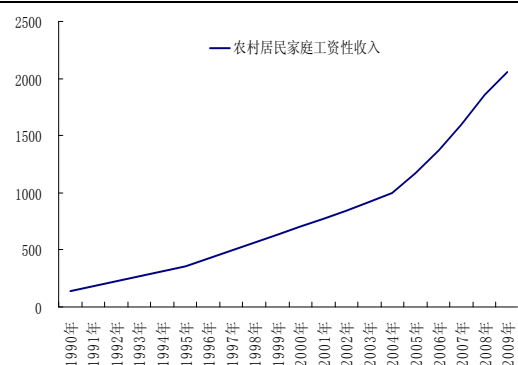
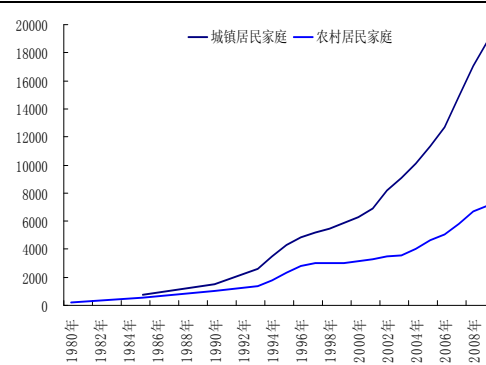
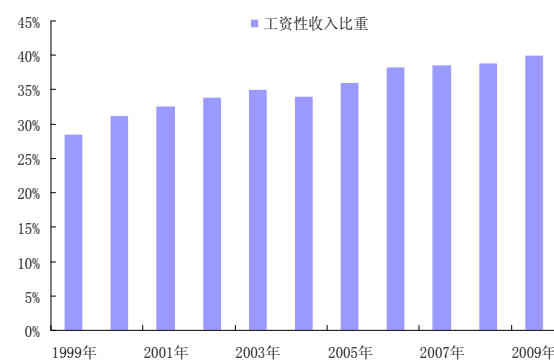


图 2 城乡居民收入增长比较



资料来源：WIND、大通证券研发中心

图 3 农民工资性收入比重逐年上升



资料来源：WIND、大通证券研发中心

(二) 劳动力要素约束逐步显现，农业劳动力成本不断提高。我们认为，劳动力转移与老龄化将继续推升人力成本；因此农产品生产成本的上涨将成为农产品价格长期上涨的驱动因素。

在工业化、城镇化快速推进、水土资源和环境对农业生产约束不断加大的同时，劳动力已逐步成为制约农业生产的重要因素。由于农业比较收益低下，农村劳动力大量向城镇和工业部门转移，农业从业人员逐年下降，逐步由供大于求转向供不足需，加上年轻一代农村劳动力务农兴趣不高，农业用工季节性短缺和结构性素质下降现象逐步显现。

图 4 粮食生产综合成本逐年递增

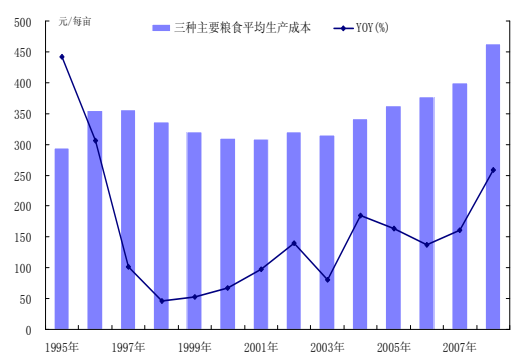
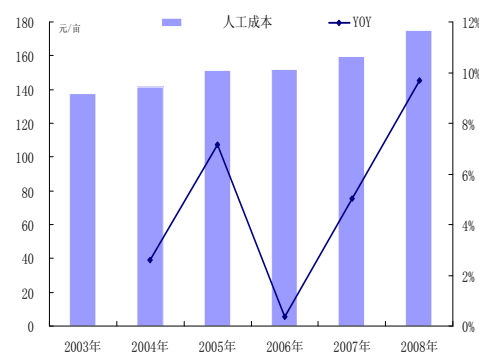


图 5 粮食生产人工成本逐年递增



资料来源：国家统计局、大通证券研发中心

(三) 农业资源约束推升农产品价格长期上涨。

农业资源约束日益凸显。我国人均水资源量约 2100 立方米，仅为全球平均水平的 28%；人均耕地面积约 1.4 亩，仅为世界平均水平的 40%左右。

图 6 中国耕地面积变化

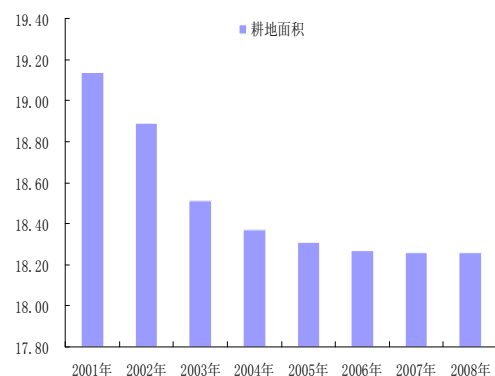
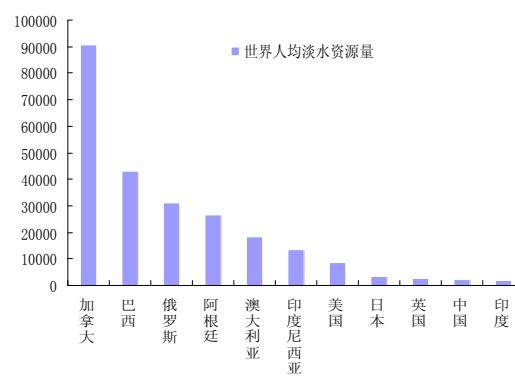


图 7 世界主要国家水资源人均占有量比较



资料来源：国家统计局、大通证券研发中心

建设用地占用耕地压力仍然很大。至 2009 年，全国耕地面积为 18.25 亿亩，耕地面积第 12 年持续下降，与 1996 年的 19.51 亿亩相比，中国的耕地面积净减少了 1.25 亿亩。目前我国人均耕地面积排名世界第 126 位，是世界人均耕地面积的 40%。此外，水资源严重不足，人均只有 2300 立方米，仅为世界平均水平的 1/4。

在目前中国农业基础薄弱的背景下，粮食政策需要理顺。（一）目前的粮食政策困境：农产品价格受到严格管制，同时给予农民一定种植的补贴，但是难以弥补种植成本的系统性的抬升；（二）理顺农产品价格的益处：（1）提高了农民的收入，增加农民收入，促进农民的消费能力。（2）增加种植者积极性，提供更多的农产品，有利于供需平衡。解决农产品供给不足的根本，是理顺农产品的价格。

二、我们对明年农产品的判断：主要粮食价呈现温和上涨走势，国际农产品涨幅大于国内涨幅

从基本面看，我们对明年农产品价格的基本判断：主要粮食价呈现温和上涨走势，基本涨幅在 10-15% 左右较为合理，国际涨幅大于国内涨幅。猪肉、畜禽价格继续回升；其他涨跌不一（海产品高位运行、糖价难以持续走高，番茄酱有上行压力）。当然，我们也不能完全排除价格受恶劣天气因素和市场炒作推动，出现地域性、短期性、结构性品种出现快速上涨的情况，因为在过去的一年的市场环境里，我们已经目睹了这类事件的发生。

（一）主要粮食价格

12 月 USDA 数据显示，2010/11 年度预计全球粮食产量为 21.87 亿吨，消费量为 22.44 亿吨，库存量为 4.33 亿吨，相比 11 月，上调了生产量 797 万吨，消费量 204 万吨，库存量 636 万吨。

表 1：全球四种主要农产品供需状况（单位：百万吨）

全球	小麦		大豆		大米		玉米	
	12 月	11 月	12 月	11 月	12 月	11 月	12 月	11 月
期初库存	196.68	195.40	60.41	60.40	95.32	95.37	147.19	147.95
产量	646.51	642.89	257.78	257.36	452.41	451.44	820.71	818.52
进口	122.65	124.13	96.17	95.47	28.73	28.72	89.93	90.90

出口	125.58	127.23	98.00	97.15	30.49	30.47	93.03	93.18
期末库存	176.72	172.51	60.12	61.41	94.76	94.27	130.00	129.16

资料来源：WIND、大通证券研发中心

表 2：中国四种主要农产品供需状况（单位：百万吨）

中国	小麦		大豆		大米		玉米	
	12 月	11 月	12 月	11 月	12 月	11 月	12 月	11 月
期初库存	38.97	38.97	4.25	4.25	38.02	38.02	39.39	39.39
产量	112.46	112.46	15.54	15.54	134.33	134.33	165.90	165.90
进口	0.48	0.48	41.10	41.10	0.34	0.34	0.05	0.05
出口	0.72	0.72	0.40	0.40	0.78	0.78	0.17	0.17
期末库存	45.69	45.69	9.05	9.05	38.90	38.90	53.17	53.17

资料来源：USDA、大通证券研发中心

图 8 全球粮食库存消费比（%）

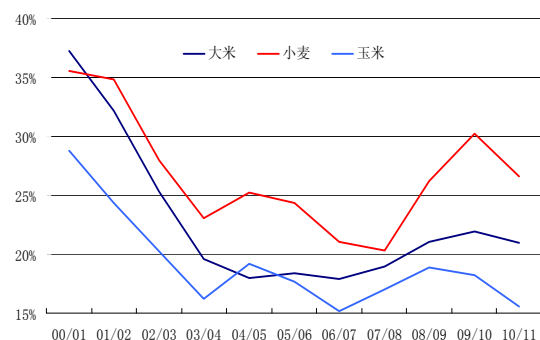
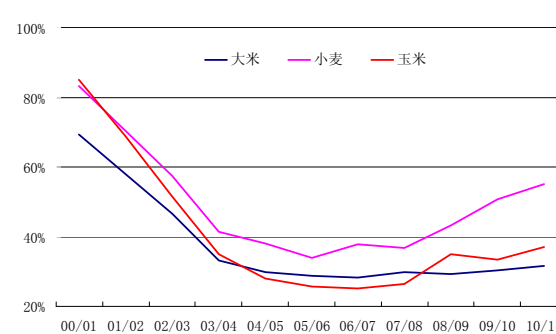


图 9 中国粮食库存消费比（%）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

从供求看，国际粮食库存消费比在回落，供需状况不容乐观。同时，全球中长期内流动性宽裕，近期美国又重启定量宽松政策，引起美元进一步贬值，全球流动性泛滥的压力加大，因此流动性过剩推升国际农产品价格有持续走高趋势。

国内粮食库存消费比连续回升（主要是粮食连续七年增收），但是仍然处于紧平衡的状态（资源瓶颈、刚性需求、消费升级、成本上涨）；政策上支持粮价稳步提升（粮价上涨抵消成本的上升有利于提高农民收入、稳定农产品供给）抬升国内产品的价格底线。但我们认为，明年涨幅应小于国际，维持在 10-15%为能够接受的合理水平（价格大起大落易受到政府的干预）。

1、小麦

全年产量预估值上调至 6.46 亿吨，相比上月上调 362 万吨，期末库存消费比为 26.63%。USDA12 月报告预计我国小麦产量为 1.14 亿吨，消费量为 0.60 亿吨，库存消费比 55.15%。

图 10 国际小麦期货（元/吨）

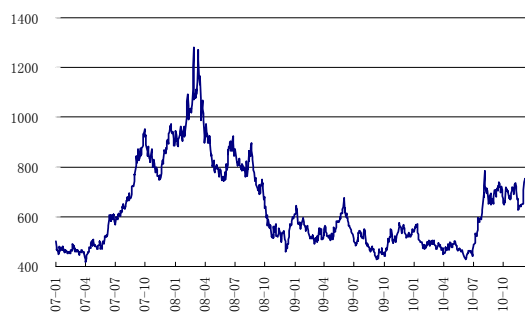
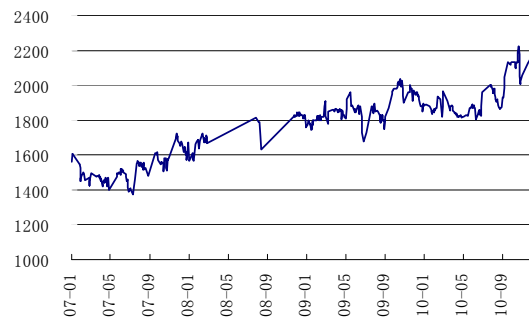
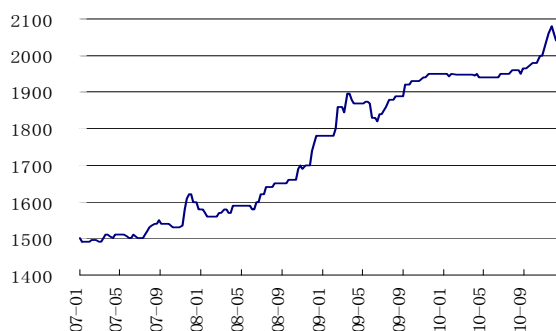


图 11 国际小麦期货（元/吨）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

图 12 国内小麦现货价格（元/吨）



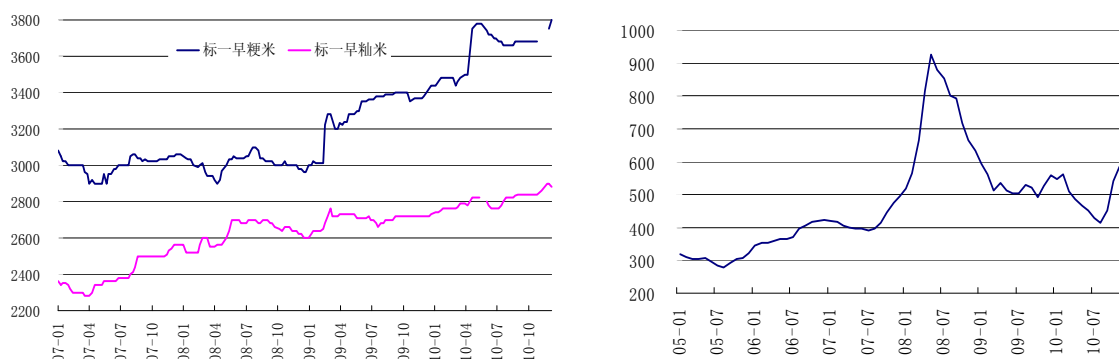
资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

2、大米

2010/11 年度全球大米的产量预估值上调至 4.52 亿吨，相比上月提高了将近 100 万吨，主要对中国产量上升的预期，期末库存消费比为 21.0%。2010/11 年度中国大米的产量预计达到 1.39 亿吨，期末库存消费比为 31.56%。

图 13 国内大米现货价格（元/吨）

图 14 国际大米现货价格（元/吨）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

3、玉米

USDA12月份全球玉米供需报告预计，2010/2011年度，全球玉米产量将提高到8.207亿吨，比上年增加1210万吨；期末库存消费比为15.57%，数据上看全球玉米仍然处于紧平衡状态。

USDA12月份全球玉米供需报告预计，2010/2011年度，中国玉米产1.68亿吨，比上年增加100万吨；期末库存消费比为37.10%。国内玉米价格经过持续上涨，已达历史高位。在国家宏观调控以及今年玉米预期增产的影响下，后续大幅上涨动力不足。但由于需求增长，成本推动等因素的影响，预计国内玉米价格总体上将以稳为主，高位运行。

图 15 国内大米现货价格（元/吨）

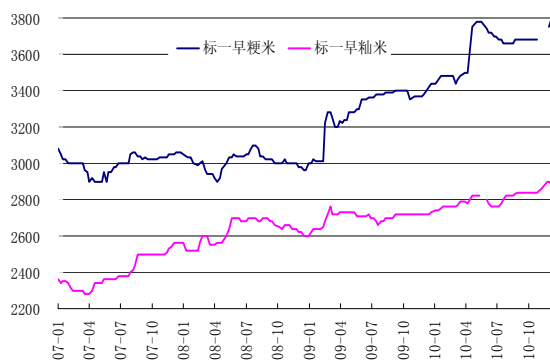
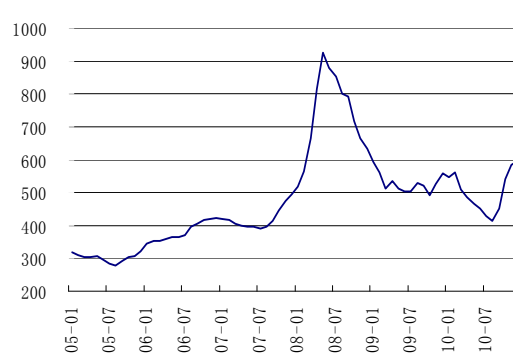
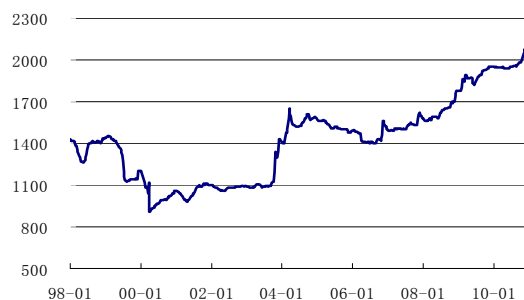


图 16 国际大米现货价格（元/吨）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

图 17 国内现货小麦价格（元/吨）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

（二）农副产品价格

1、畜禽价格

农业部的数据，11 月份，全国生猪存栏 4.54 亿头，环比增加 0.07%，同比下降 2.40%；能繁母猪存栏 4660 万头，环比下降 0.64%，同比下降 4.32%，能繁母猪存栏占生猪存栏比重为 10.32%。

猪价自从下半年的上涨势头放缓，主要原因在于政府近阶段为了缓解通货膨胀压力，保证肉类市场价格稳定，短时间内加大市场的猪肉供应；其次，全国部分地区发生猪口蹄疫疫情，导致生猪出栏速度加快，增加了猪肉的供应量。

图 18 生猪存栏量、增幅（万头、%）

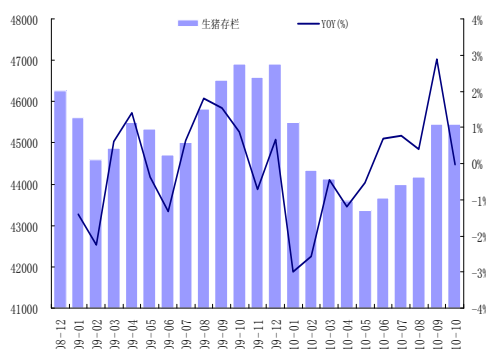
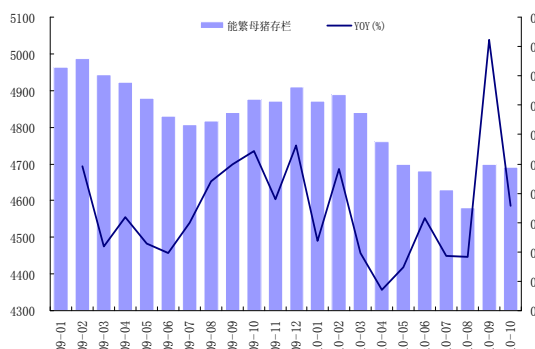


图 19 能繁母猪存栏量、增幅（万头、%）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

图 6 猪肉、仔猪、生猪平均价（元/公斤）

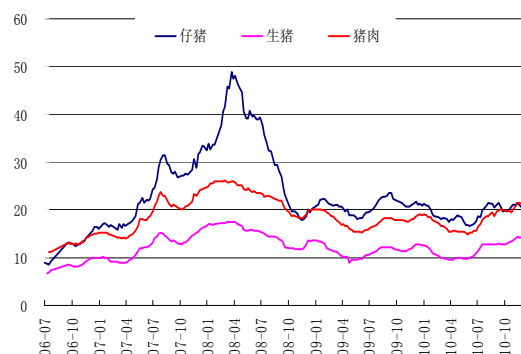
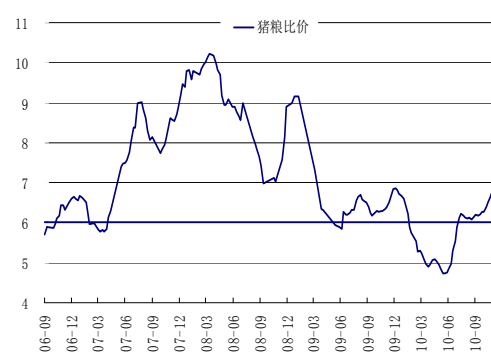


图 7 猪粮比保持在 6.0 以上

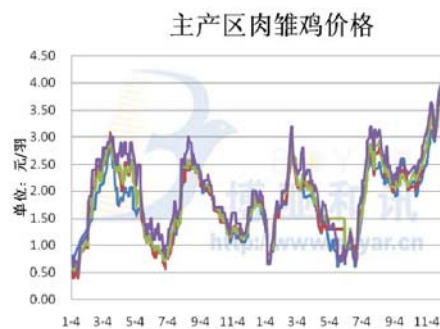


资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

图20主产区肉鸡价格



图21 主产区肉苗鸡价格走势



资料来源：博亚和讯

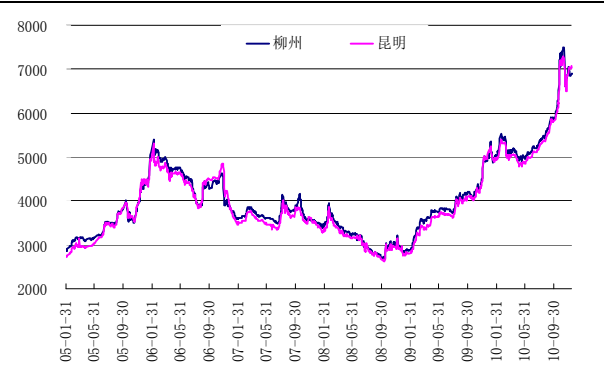
因冬季的仔猪的补栏淡季，再加上近期疫病的影响，预计后期生猪存栏仍会小幅下滑；随着后期节假日的到来，需求会有所增加，因此供需处于紧平衡的状态。再者，冻猪肉的投放相对市场消费量偏小（且国人更偏向鲜肉的传统消费观念）。随着入冬后生猪消费升温，消费需求对猪肉价格的拉动，预计年底到 11 年上半年，生猪出场价格保持回升。此外，支撑生猪价格走强的原因包括饲料成本压力较大，仔猪价格持续盘升，人工、场租、防疫等成本逐年提升等。

2、糖价

2010年糖料种植面积均呈恢复增长的态势，预计增加150万亩，食糖产量1200万吨左右，增长12%。消费量为1450万吨，产需缺口仍较大。而2010/2011榨季国家储备较为薄弱，未来国内食糖价格还将维持高位运行。而国际食糖将结束两年来的产不足需局面，转为供给过剩，预计国际食糖价格持续走高的趋势将难以持

续。

图 22 国内白糖现货价格走势（元/吨）

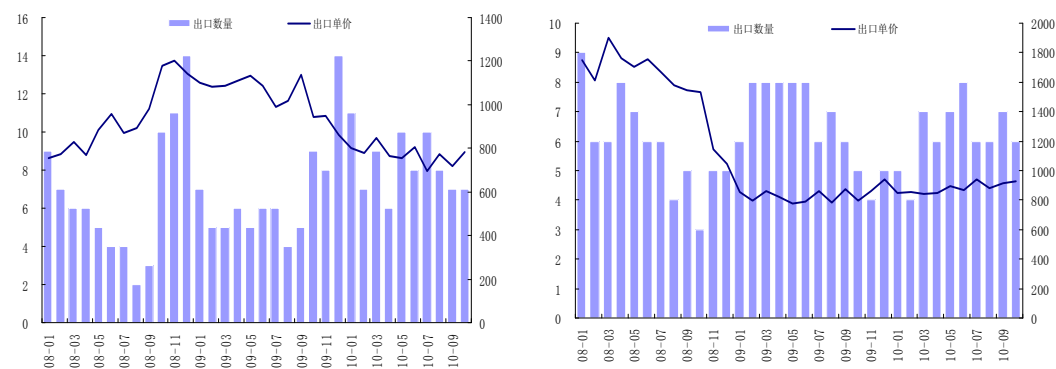


资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

3、番茄酱、果汁

受2010年国内番茄、苹果主产区受不利天气因素，产量、品质出现下降，2011年番茄酱、果汁的价格仍有上行压力。近期受巴西、美国不利气候因素，美国橙汁期货价格上涨，后期也将可能带来番茄酱、果汁价格的上涨。

图 23 全国番茄酱出口量价走势（美元/吨） 图 24 全国苹果汁出口量价走势（美元/吨）



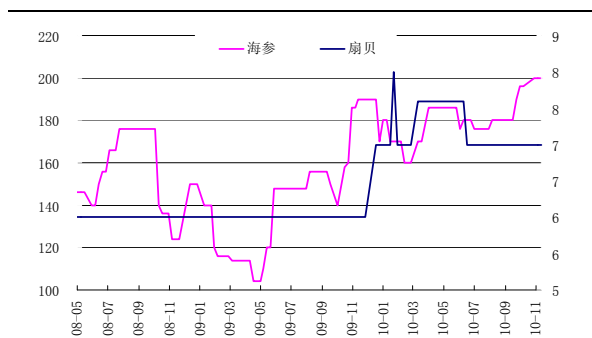
资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

三、我们对 10 年子行业看法

- 水产养殖行业：生猪价格的回升对养殖畜禽养殖业景气度有望持续回升，同时长期来看，行业也将受益于消费升级。海产品消费升级将是海产品价格上涨的主要动力。发改委的十二五规划计划中，将把促进海洋经济发展作为促进我国经济增长的新方向，因此在消费升级与政策提振双因共振下，海产品价格尤其是海参、鲍鱼等海珍品价格将保持快速上

涨，行业景气度维持继续景气向好。

图 25 海参、扇贝价格走势（元/公斤）



资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

- 畜禽养殖及饲料行业：随着畜禽价继续上行，带动畜禽养殖类行业整体复苏。上半年饲料价格受成本的上涨拖累，明年预计粮价温和的上升，可以缓解成本的压力，有利于畜禽养殖毛利的回升；畜禽肉价上涨可能带来养殖量、屠宰量的放大，增加对饲料的需求，使业绩走出低谷。

图26主产区蛋鸡利润走势

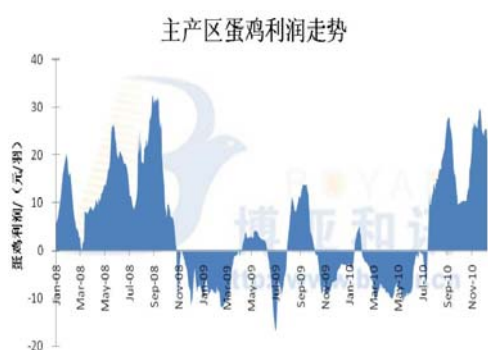


图27主产区肉鸡平均利润走势



资料来源：博亚和讯

图28主产区生猪养殖成本走势



图29主产区生猪毛利率走势

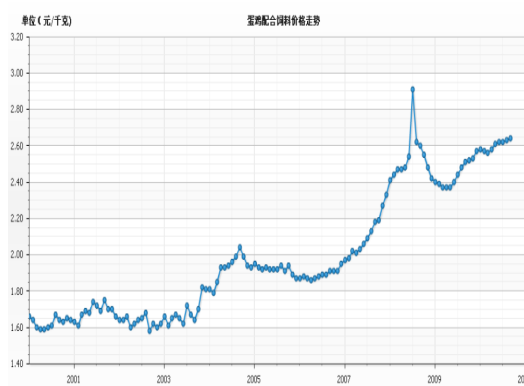


资料来源：博亚和讯

图30 育肥猪配合饲料价格走势



图31 蛋鸡配合饲料价格走势



资料来源：中国畜牧网

- 种子行业：政策给力行业发展。基于粮食价格长期升势的判断，继续看好种子等上游子行业的机会，国家对生物育种具体措施的出台也将利好种子行业。种子企业分散，规模偏小是行业的一大特点，但随着行业转型加速，这种大行业，小公司的局面将逐渐改变。尤其是国家在“十二五”规划中，把生物育种作为未来5年将重点扶持的战略性新兴产业，将促进行业快速整合。且国家明确要通过重点扶持龙头企业的方式加快行业整合升级，因此龙头种业企业作为行业的先行者，在已有的资源优势基础上，将借政策壮大发展，成为政策的直接受益者。

四、农林牧渔行业 2011 年投资建议

从政策角度来看，年末至下年年初都是农业政策频出的时段，预计11年将依然如此。因此，短期来看，政策有利于板块在继续获得超额收益。在长期看，劳动力要素约束逐步显现，农业劳动力成本不断提高，农产品价格走高，带来上市公司业绩的持续增长。因此，我们仍然维持行业增持评级。从子行业看，短期内粮食仍呈供需偏紧之势，种植业成本上涨也将推升粮价呈上涨，种业景气度继续向好；畜禽产品价格上涨，畜禽养殖业、饲料行业景气度有望回升；海水产品价格继续坚挺和消费升级带来的对海产品的需求增加，海产养殖行业景气度持续向好。

重点公司：圣农发展（002299）、东方海洋（002086）、海大集团（002311）

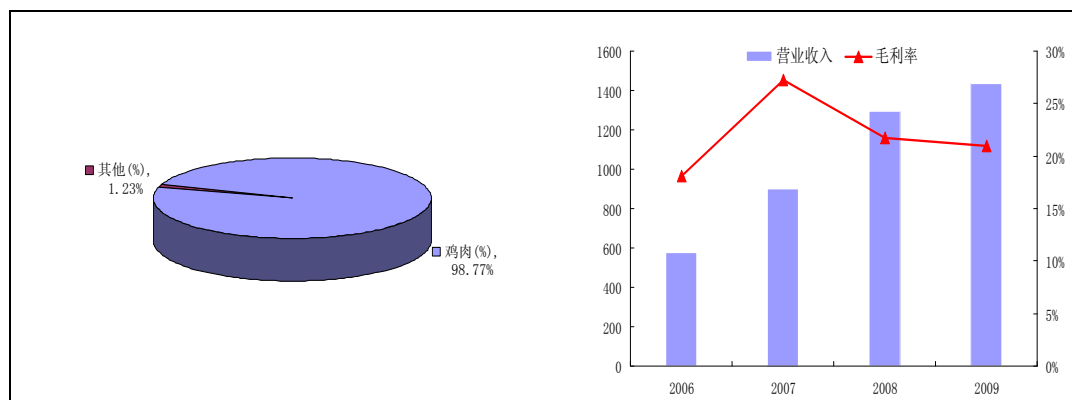
圣农发展（002299）

——牵手麦当劳，助力产能、业绩持续提升

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2009A	1437.69	10.99%	200.39	10.51%	0.54	13.82%	71.12
2010E	2096.25	45.81%	252.03	25.77%	0.61	12.02%	57.13
2011E	3006.2	43.41%	417.87	65.80%	1.02	13.90%	34.16
2012E	3784.79	25.90%	547.46	31.01%	1.34	14.47%	26.00

- 1-9月，公司实现销售额139893万元，同比增长40.84%；实现净利润15041万元，同比增长7.13%。
- 公司具有独特的经营模式和区位优势。公司依托武夷山地区天然的地理优势，独创性地建立起了自养自宰型的肉鸡经营模式，并建成了集饲料加工、种鸡养殖、种蛋孵化、肉鸡饲养、肉鸡屠宰加工与销售为一体的完整的白羽鸡产业链。公司良好的自然环境有利于公司将养殖场安全的分散，降低养殖风险。
- 打通麦当劳供货渠道，助推产能和盈利增涨。公司与美国莱吉士合资成立福圣农牧，合资公司成立意味着公司又一次实现了与快餐连锁巨头强强联合。合资公司成立后，公司将成为继福喜、铭基之后的第三个直接向麦当劳公司提供鸡肉产品的供应商，公司未来可以最大程度的获取麦当劳公司的产品订单。大客户销售占比的提升有助于公司销售渠道的稳定，有助于产品利润率的稳定。
- 盈利预测：我们预计公司2010-2012年每股收益是0.61元、1.02元、1.34元，给予公司“增持”评级。

主要业务图标



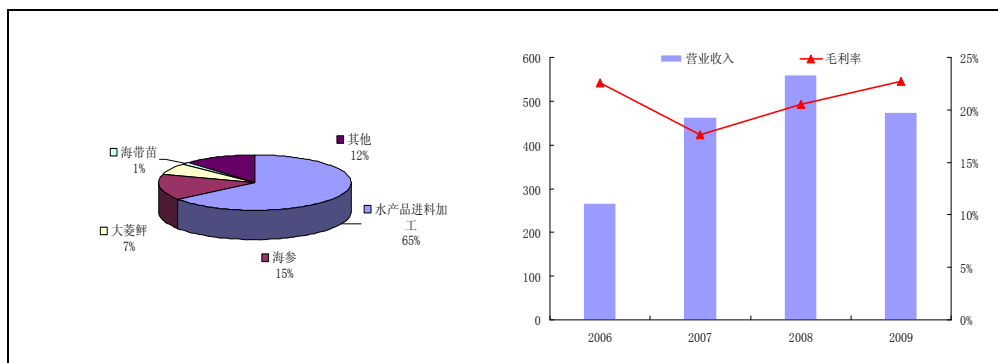
东方海洋(002069)

——海参养殖驱动业绩增长，新业务成为看点

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2009A	473.51	-15.46%	55.3	20.53%	0.23	10.59%	86.30
2010E	614.58	29.79%	79.02	42.90%	0.32	13.18%	62.21
2011E	819.97	33.42%	105.58	33.61%	0.43	13.20%	46.16
2012E	1027.67	25.33%	126.54	19.85%	0.52	12.62%	38.17

投资要点:

- 1-9月公司实现营业收入41144万元，同比增长24.12%；实现净利润4259万元，同比增长31.69%。
- 海参依然是未来两年公司的主要利润来源。海参属于高端消费品，并非生活必需品，并不是农产品限价对象。受海域资源约束，预计未来2-3年海参价格持续坚挺，维持在高位运行，海参养殖依然处于养殖景气周期。
- 新业务空间巨大。在水产养殖加水产加工的发展战略指导下，公司加快培育新的养殖品种，三文鱼正在研制阶段，并陆续开发出深海鳕鱼胶原蛋白等深加工、高附加值系列产品。
- 盈利预测：我们预计公司2010-2012年每股收益是0.32元、0.43元、0.52元，给予公司“增持”评级。



海大集团（002311） ——中国水产饲料龙头

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2009A	5250.45	15.90%	155.15	18.76%	0.53	3.59%	61.54
2010E	7102.92	35.28%	182.31	17.51%	0.63	3.33%	51.77
2011E	8579.8	20.79%	252.09	38.27%	0.87	3.76%	39.30
2012E	10461.87	21.94%	319.06	26.57%	1.10	3.87%	29.62

- 1-9月，公司实现营业收入578885万元，同比增长43.34%，净利润19634万元，同比增长27.04%。
- 公司产品技术国内领先，市场份额居行业前列，其中主导产品水产配饲料国内市场占有率5%左右；畜禽配合饲料规模在全国前10；水产预混料市占率超过10%。
- 公司水产饲料仍然是最重要的收入来源和盈利产品。同时公司重视猪饲料的发展，加强种苗和微生态制剂的配套服务。公司苗种板块前期已经形成一定的技术和管理储备，未来几年公司苗种的高速发展或将成为看点。
- 股权激励对公司员工有一定激励作用，显示管理层对公司未来发展信心，中长期有助于公司成长。
- 盈利预测：我们预计10-12年每股收益是0.63元，0.87元，1.10元，给予公司“增持”评级。

主要业务图标

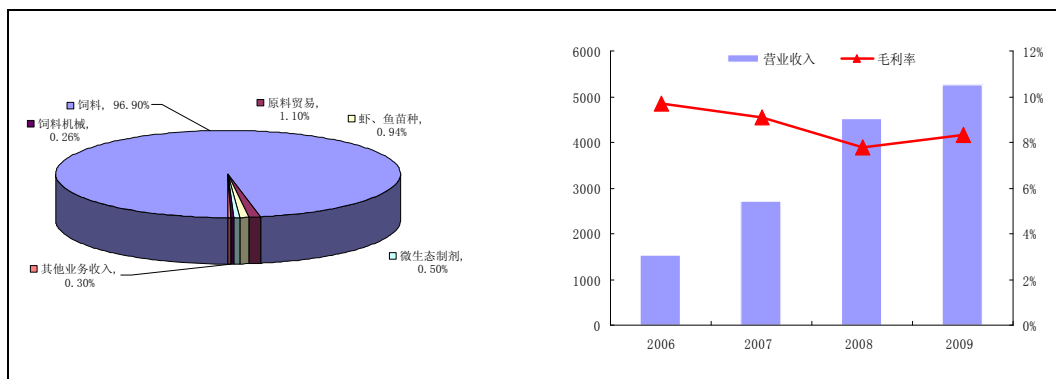


表3：盈利预测及投资评级（收盘价12月16日）

公司名称	每股收益(元)			市盈率			市净率	评级
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	M R Q	
圣农发展	0.54	0.61	1.02	71	57	34	8.55	增持
东方海洋	0.23	0.32	0.43	86	62	46	4.27	增持
海大集团	0.53	0.63	0.87	61	51	39	4.39	增持

资料来源：Wind资讯、大通证券研发中心

五、风险

(1) 天气和自然灾害等因素带来风险。影响行业整体投资机会最大的不确定的因素仍来自于天气异常。

(2) 政策风险。CPI继续走高，政府出台更为严厉的价格管制措施。

—正文完毕—

● 公司评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

● 免责条款

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。