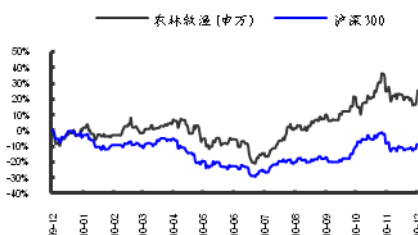


研究报告—农林牧渔

评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
农林牧渔	0.3	14.2	25.6
沪深 300	-0.7	10.3	-8.5

重点公司	6m%	YTD%	评级
保龄宝	5.6	-4.5	买入
登海种业	17.5	99.7	增持
敦煌种业	72.2	92.6	增持
天康生物	20.3	23.1	买入
好当家	63.6	44.1	增持
西部牧业	-20.2	-20.2	增持
圣农发展	-2.5	31.3	买入

相关报告

《提速前的助跑——中国农业现代化进程主题研究》 2009.12.28

《干旱是否造成粮价上涨主要看对秋粮种植的影响》 2010.4.21

《“政策热”渐退，关注基本面》 2010.3.23

分析师：孙霞

执业证书编号：S0350208120571

电话：0755-83706347

邮件：sunx@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 中国农业现代化已进入提速前的助跑阶段。中国自 2003 年以来的惠农政策与日本现代化进程高速增长 1955-1975 阶段的农业政策具有很大相似之处。且中国农业现代化的各衡量指标均有不同程度的提高，已经进入提速前的助跑阶段，未来国家对农业的支持政策将持续。已将现代农业纳入十二五规划。
- 明年农产品价格将继续上行。主要理由有三点：十七届三中全会提出农民收入翻番目标，面对农业种植成本持续上升，提高收入的最有效措施就是提价；最低收购价政策将持续执行且逐步提高，为农产品价格上升提供基础支撑；从供需看，中国已连续实现 7 年增长，再次继续增长的可能性降低，而随着工业化、城镇化发展，粮食需求呈刚性增长。
- 2011 年中央经济工作会议已将“推进现代农业、确保农产品有效供给”列为六大任务之一。参照日本农业现代化进程的相关政策及经济工作会议精神，目前阶段，对农业的支持除了保障水利基础设施建设外，重点支持政策还将落实在农业产业链的上游行业。直接受益的子行业有生物育种、规模化种植与养殖、动物疫苗。
- 种业行业景气度逐步上升。随着需种量的上升，种子行业供需格局缓解。且由于减产、种植成本上升及农作物产品上升，种子明年价格将进一步上升，涨幅约在 10% 以上。未来种子的研发和整合力度都将加强。
- 动物疫苗受国家强制免疫护航。肉类产品价格将继续上升，规模化养殖水平也逐步提高，养殖业效益上升。规模化提高、国家强制免疫品种及范围扩大，将加大疫苗的需求。
- 海产品行业保持高景气度。虽 2010 年产量有所恢复，但依据养殖周期，明年依然处于恢复期。且随着收入水平提高，居民对健康越来越重视，其对养生类高端海产品的需求逐步增加。
- 给予行业“强于大市”评级。虽目前行业的估值偏高，但在各项惠农政策的支持及农产品价格保持上升趋势下，行业景气度持续上升；且随着行业整体业绩好转及上市的优质公司增加，行业盈利能力提高，预计明年行业 PE 为 34 倍，低于行业近 10 年均值。因此，给予行业 2011 年“强于大市”评级。重点推荐：保龄宝、登海种业、敦煌种业、圣农发展、天康生物、好当家、西部牧业。

中国农业现代化已进入提速前的助跑阶段

在 2010 年年初的《提速前的助跑——中国农业现代化进程主题研究》专题报告中，通过对中国 2003 年以来的惠农政策与日本现代化农业进程高速增长的 1955-1975 阶段的农业政策进行比较，发现两国的政策具有很大相似之处。

在这些政策的支持下，日本在近 20 年的时间里完成了农业现代化。中国自 2003 年的十六届三中全会确立“以工补农、以城市带动乡村”主题后，将农业重新提上了重要高度，随着惠农政策的陆续出台，特别是连续 7 年一号文件和十七届三中全会，农业现代化的各衡量指标（良种化、机械化、水利化、化学化及规模化）均有了不同程度的提高，中国农业已经进入现代化提速前的助跑阶段。即将出台的十二五规划也首次将农业现代化纳入其中，此后各项惠农政策也将陆续出台。

Figure 1 中国（2003-2009）与日本农业现代化进程高速发展阶段主要政策对比

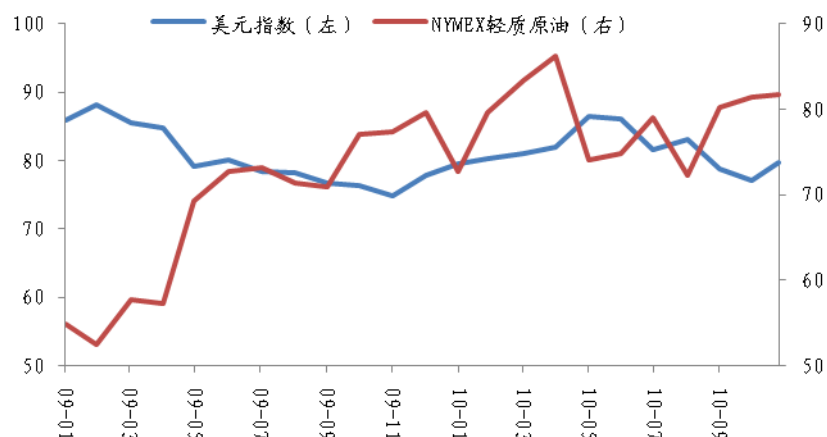
日本	中国
粮食增产	粮食中长期发展规划
国民收入倍增计划	农村居民收入翻番
土地改良法	加大基础设施建
加大农业补贴	加大农业补贴
农业基本法	连续 7 年一号文件、十七届三中全会

资料来源：国海证券研究所

预计明年农产品价格仍将上行

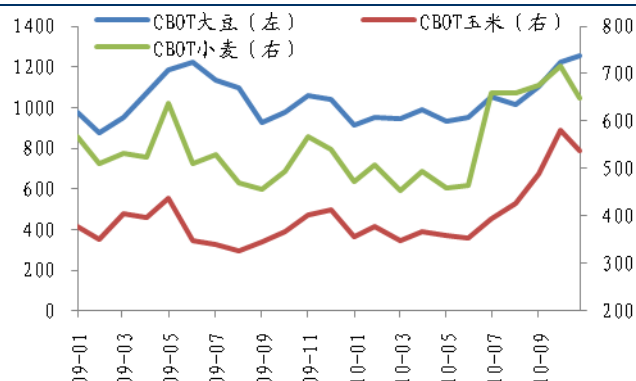
2010 年国际与国内农产品价格整体出现上升。上半年，国内外的主要粮食农作物的走势相对较平稳。根据之前的实证检验，美元指数与大豆、玉米、小麦等农产品期货具有显著的负相关关系，且美元的价格走势具有先导作用。自 6 月份开始，美元指数不断走低，为农产品价格的上升提动了动力。而从供需方面看，2010 年的自然灾害较多，以俄罗斯限制出口为导火线、及美国农业部 10 月份产量下降预期为基础，农产品价格出现快速上升。

Figure 2 美元指数及原油价格走势



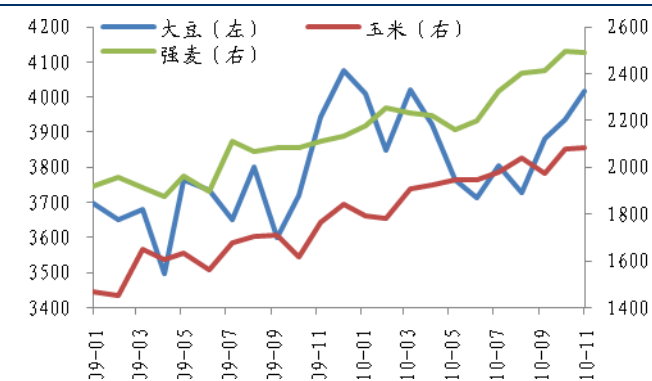
资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 3 国际期货价格走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 4 国内期货价格走势

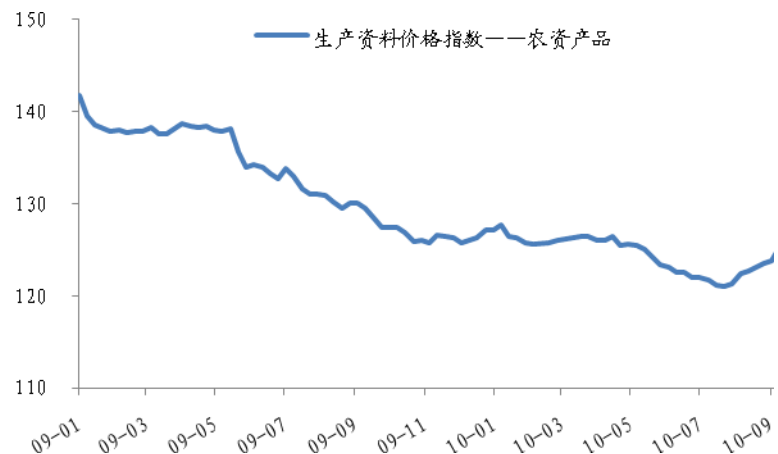


资料来源：WIND、国海证券研究所

预计明年国内主要农产品价格仍将上行。农产品价格上涨的主要理由有如下三点：

第一，提高农民收入。十七届三中全会提出，实现 2020 年农民纯收入比 2008 年翻一番，这意味着未来年均增速在 6% 以上。家庭经营收入是农民收入的主要来源，占比在 50% 以上。而提高家庭经营收入的途径除了增产外，最有效的还是提价。此外，种植成本上升。在农业补贴政策作用下，2010 年农资生产价格指数较上年略有下降，但仍处于较高水平。农资生产资料（化肥、农用机械、种子、农药等）价格明年将继续上升，农民种植成本的提高也将拉动农产品价格的上涨。

Figure 5 生产资料价格指数——农资



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 6 我国农业补贴增长情况（亿元）

	粮食直补	良种补贴	农机补贴	农资综合补贴	农业补贴资金合计
2004	116	28.5	1		145.5
2005	132	38.7	3		173.7
2006	142	41.5	6	120	309.
2007	151	51	20	276	48
2008	151	120.7	40	712	1030
2009	170	172	130	758	1230
2010	151	186	100	716	1153

资料来源：国海证券研究所

第二，最低收购价政策将为农产品价格上升提供基础支撑。2011 年粮食最低收购价政策将继续执行，小麦的最低收购价已经公布，白小麦、红小麦、混合麦的收购价格分别较上年每市斤提高 0.05、0.07、0.07 元，提升幅度高于 2010 年。预计稻谷的最低收购价也将会有所提升。目前市价虽然高于最低收购价，但最低收购价能为农产品提供基础支撑。

Figure 7 近 5 年粮食最低收购价（元/斤）

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
					年初 新粮上市 前			
白小麦			0.72	0.72	0.75	0.77	0.87	0.95
红小麦			0.69	0.69	0.70	0.72	0.83	0.93
混合麦			0.69	0.69	0.70	0.72	0.83	0.93
早籼稻	0.70	0.70	0.70	0.70	0.75	0.77	0.90	0.93
中晚籼	0.72	0.72	0.72	0.72	0.76	0.79	0.92	0.97

稻

粳稻	0.75	0.75	0.75	0.75	0.79	0.82	0.95	1.05
----	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源：国海证券研究所

注：表中价格均为当年产普通中等最低收购价

第三，目前我国粮食供需总量基本平衡，但从长期看，我国粮食供需将进入紧平衡状态。预计 2010 年我国粮食产量将继续实现增收，将是自 2004 年以来的连续 7 年增产。而根据农作物生产周期理论，再加上耕地减少、水资源短缺、气候变化等因素，粮食产量继续增产的难度加大。从需求方面看，随着工业化、城镇化发展，人口增加和人民生活水平提高，粮食需求刚性增长。在需求不断增长下，粮食库存可能不断下降，推高粮食价格。

不论从政策看，还是供需看，我国农产品价格都将长期保持上升趋势。但由于我国各主要粮食作物的库存消费比处于安全边际内，且由于增产，库存消费比较上年度略有提高，故明年农产品价格上升的幅度有限。

种子行业景气度逐步上升

种子行业供需格局缓解。自 06 年种子制种面积大幅上升，导致 07 年种子严重过剩，经 07、08 年下调制种面积后，行业的供需格局逐步缓解。全国农机推广中心预计，虽然玉米制种面积较上年增加 55 万亩，但受气候异常影响，制种产量与去年基本持平，而种植面积增加带来种子需求量上升，致 2011 年库存将进一步下降；稻谷种子库存与去年基本持平。

Figure 8 历年稻谷种子种植面积、产量、需求及库存

销售年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
上年制种面积（万亩）	144	150	150	114	94.	137	150
制种产量（亿公斤）	2.6	2.7	2.7	2.15	2.09	2.37	2.54
上年有效库存（亿公斤）	0.5	0.8	0.8	1.2	0.82	0.47	0.47
合计（亿公斤）	3.1	3.5	3.5	3.3	2.91	2.84	3
需种量（亿公斤）	2.9	3	2.95	2.35	2.44	2.5	2.58
计划种植（亿亩）	2.	2.5	2.5	2.36	2.46	2.5	2.6
库存（亿公斤）	0.2	0.5	0.55	1	0.47	0.34	0.4

资料来源：全国农技推广中心、国海证券研究所

Figure 9 历年玉米种子种植面积、产量、需求及库存

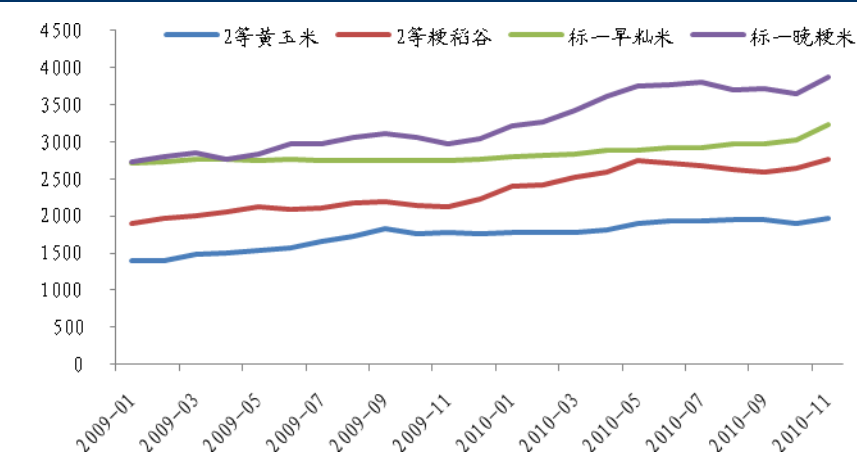
销售年度	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E
上年制种面积（万亩）	375	423	490	345	301	334	388
制种产量（亿公斤）	9.7	12.1	16.2	10.5	10.2	11.2	11.5

上年有效库存（亿公斤）	2.8	2.8	3	7.4	6.1	4.5	4.3
合计（亿公斤）	12.5	14.9	19.2	18	16.3	15.7	15.8
需种量（亿公斤）	9.2	9.5	10	10.7	11.48	10.5	11.3
计划种植（亿亩）	3.6	3.72	4	4.28	4.59	4.55	4.9
库存（亿公斤）	3.3	5.4	9.2	7.3	4.82	5.2	4.5

资料来源：全国农技推广中心、国海证券研究所

种子价格将进一步上升，涨幅约在 10% 以上。主要基于两点理由：第一，产出品价格的上升。年初以来，玉米、稻谷、早籼米和晚粳米的市场批发价格就处于上升过程中，截止 11 月底，平均涨幅在 10~20% 之间。根据上面的论述，在提高农民收入、最低收购价政策及粮食长期紧平衡等因素下，中国农产品价格将保持长期上升趋势。第二，制种成本上升。受气候异常因素影响，全国主要杂交玉米制种基地普遍出现 15~20% 的减产，而企业给种植户的成本却是相对固定的。

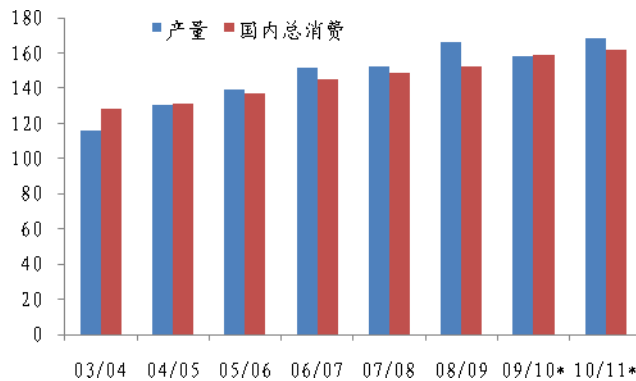
Figure 10 玉米、稻谷、早籼米、晚粳米批发市场价格走势（元/吨）



资料来源：郑州粮食批发市场

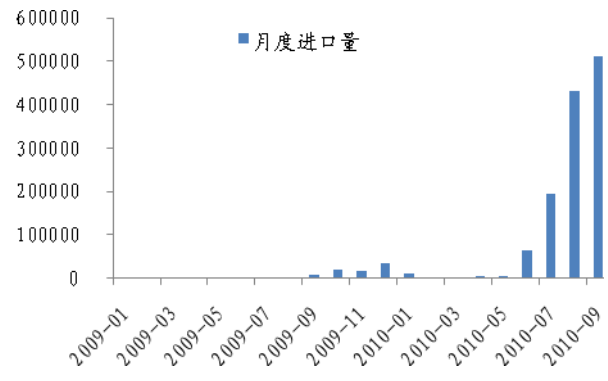
加大种子研发实力。中国自 7 月份以来玉米进口量大幅增长，截止 10 月底，中国 2010 年玉米进口量达到 148 万吨，是 2009 年全年进口量的 17.5 倍。据谷物协会预计，中国玉米需求将大幅增长，到 2015 年中国进口量达 1500 万吨，其中玉米加工行业的需求增长最快。面对国内需求量的大幅增长，为重蹈大豆产业高外贸依存度的两难境地，中国必须提高玉米的产量。而耕地资源有限，提高产量最有效的方式是提高玉米单产水平，加强种子研发力度，目前生物育种已列入新兴战略产业。

Figure 11 玉米年度产量与消费量（万吨）



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 12 玉米进口量（吨）



资料来源：WIND、国海证券研究所

提高种子行业准入门槛，推动行业整合。年初中央一号文件提出“推动国内种业加快企业并购和产业整合”，为种子行业大整合拉开序幕。近期，农业部发布《种子经营许可证管理办法》征求意见稿，将两杂种子企业申请生产经营许可证的注册资本标准由 500 万元提高到 3000 万元，且要求固定资产不得低于 1500 万元，直接用于生产种子的固定资产比例不低于 70%。行业门槛的提高势必会加快行业整合速度。

糖价将保持高位运行

2010/11 榨季全球可能略供过于求

09/10 年度全球食糖为供应短缺 384 万吨。10/11 榨季可能转向供过于求，国际糖业组织（ISO）8 月份预测，过剩量达到 322 万吨。但自 10 月份开榨以来，巴西、印度、澳大利亚、印尼的产糖量明显低于上年度同期水平。国际糖业组织 11 月 17 日预计，10/11 榨季全球食糖产量将达到 1.69 亿吨，供应过剩量为 129 万吨，但已低于 8 月份预期的 322 万吨过剩量。此外，美元贬值、原油价格走高将带动乙醇需求的提高，而美国对进口乙醇征收 54 美分/加仑的税收将于年底到期，不排除巴西改变乙醇与糖的转换比例，减少食糖的供给。

2010/11 榨季中国食糖依然供不应求

从供给方面看，因种植面积略有增加，中国糖业协会预计 2010/11 榨季食糖的产量约增加 126 万吨，总产量约 1200 万吨。截止 11 月底，

将广西本榨季开榨情况与上年度对比,本榨季的产量可能不如原先的乐观,不排除后期下调产量预期的可能。2009/10 榨季国储八次共抛储 170.5 万吨,按照国储年初约 210 万吨储备量及本榨季进口量综合考虑,2010/11 榨季国储的储备量约在 80 万吨左右(本榨季已经抛储 40 万吨)。综合食糖产量预期及储备,预计 2010/11 榨季食糖国内供给量约为 1280 万吨。

Figure 13 中国糖业协会对 2010/11 榨季食糖产量的预测(万吨)

省 区	10/11 糖料 播种面积	10/11 预计 产糖量	09/10 产糖量	同比增减
全国合计	2518.21	1200	1073.83	11.75%
甘蔗糖小计	2268.71	1100	1013.83	8.5%
广 东	207	105	85.77	22.42%
其中: 湛 江	182.87	95	73.03	30.08%
广 西	1520	760	710.2	7.01%
云 南	438.19	200	177.15	12.90%
海 南	85	24	31.81	-24.55%
福 建	5.5	4	3.48	14.94%
四 川	4.9	3	2.45	22.4%
湖 南	3.12	1.5	1.47	2.04%
其 他	5	2.5	1.5	66.67%
甜菜糖小计	279.5	100	60	66.67%
黑龙江	100	25	9.89	152.78%
新 疆	110	52	38.44	35.28%
内蒙古	42.5	15	7.01	113.98%
河 北	15	4.3	3.16	36.08%
其 他	12	3.7	1.5	146.67%

资料来源:中国糖业协会、国海证券研究所

Figure 14 广西 2010/11、2009/10 榨季开榨情况(截止 11 月底)

榨季	开榨日期	开榨厂数 ()	已开榨日产能 (万吨/日)	入榨甘蔗 (万吨)	产糖量 (万吨)	产糖率 (%)	销量 (万吨)
2009/10	11.3	58	47.35	446.57	46.98	10.52%	26.13
2010/11	11.4	44	39.96	308.1	30.2	9.80%	25.1

资料来源:广西糖网、国海证券研究所

从需求方面看,除碳酸饮料产量是个位数增长外,其他含糖食品的产量增速基本都保持在两位数的增长。在食糖消费结构中,工业用糖所占的比重约 70%。尽管家庭消费呈刚性以及淀粉糖的替代影响,但食糖需求每年也可以保持 4-5% 的增长,2010/11 榨季食糖的需求量至少将在 1400 万吨以上。

按供需粗略计算,本榨季食糖供不应求,供需缺口将在 120 万吨以

上，需通过进口满足国内消费需求。

Figure 15 2008/09、2009/10 制糖年度含糖食品产量及同比增速（万吨）

	08/09 榨季	同比增速	09/10 榨季	同比增速
糖果	133.55	18.49%	166.29	24.52%
糕点	90.79	19.96%	135.01	48.71%
饼干	318.92	13.87%	461.96	44.85%
乳制品	1877.40	0.86%	2099.60	11.84%
罐头	702.00	22.11%	863.47	23.00%
碳酸饮料	1225.72	13.49%	1265.45	3.24%
果汁及果汁饮料	1319.64	10.88%	1693.23	28.31%

资料来源：WIND、国海证券研究所

糖价将维持在高位运行

预计糖价将维持在高位运行，主要基于四方面的理由：

第一，供需的驱动。短期看，上面已经论述了本榨季食糖将供不应求，将使食糖价格保持在高位运行，预计糖价将在 6000 元/吨以上。从长远看，由于桑蚕茧、木薯、速生桉等农产品价格的上升，甘蔗的种植效益比已低于三者，未来甘蔗种植面积的增长有限。而种子的研发需要 5-6 年左右的时间，单产的提高不能一蹴而就。而下游含糖食品对食糖的需求保持增长趋势，未来食糖产量增速可能赶不上消费需求增速。因此，国内糖价将保持在高位运行。

第二，从成本上看，农产品价格已处于上升趋势，甘蔗收购价也是易涨难跌，国内食糖价格将可能保持在 5000 元/吨以上运行，以 2、3 开头的时代已一去不返。

Figure 16 历年甘蔗收购指导价及二次结算价（元/吨）

	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
甘蔗收购价	170	150	145	155	280	260	260	260	314	350
二次结算价	2700	2300	2200	2200	4500	3900	3800	3800	4400	4800

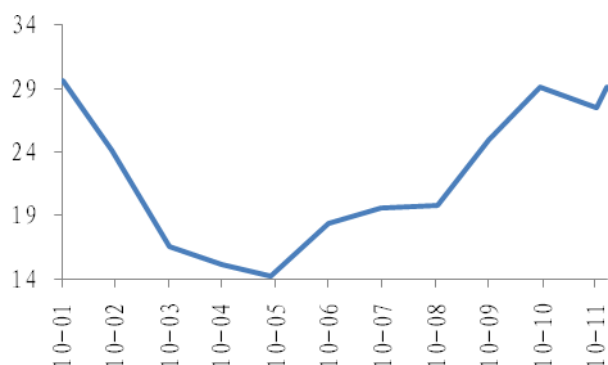
资料来源：国海证券研究所

第二，近期下游含糖食品糖果、饼干、饮料、糕点等均基于成本上升而提价，说明对成本上升的传导力较强。下游产品对成本的传导力能消化糖价的上升。

第三，国际糖价对国内糖价可能形成一定的支撑。国内食糖供不应

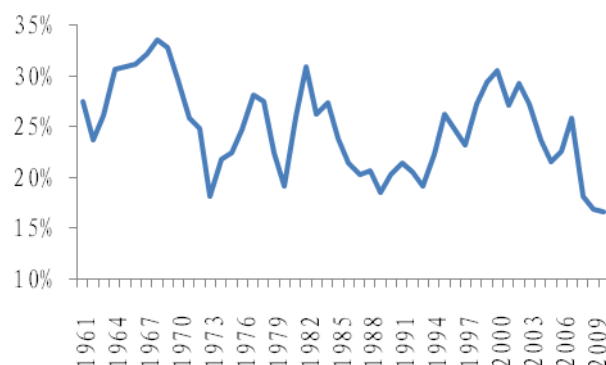
求，需靠进口满足消费需求。全球食糖的库存消费比已经降至历史最低水平，恢复至正常水平需要一定的时间。食糖生产第二大巴西为满足国内食糖消费需求，将生产乙醇比例降至 25%，而目前乙醇价格的上升，也不排除比例的更改。中国国内食糖供不应求，需靠进口满足国内需求，而国际糖价对国内糖价可能形成一定的支撑。（中国每年定额从巴西进口 40 万吨原糖，按 15 美元/磅计算，进口成本也在 4900 元/吨左右。）

Figure 17 NYBOT11 号糖连续价格走势（美分/磅）



资料来源：WIND

Figure 18 全球食糖库存消费比



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

养殖业效益上升

猪肉价格明年将小幅上升。年初受疫情影响，生猪出栏量增加，以及节后消费需求的减少，市场供给增加，猪肉价格出现下滑。且养殖成本继续上升，上半年猪粮比都在盈亏平衡点之下。后随着国家连续 5 次收储，猪肉价格开始企稳回升，猪粮比也回到盈亏平衡点之上。生猪和能繁母猪存栏量低于去年平均水平，且能繁母猪占比也从 3 月份开始处于下滑趋势，预计 2011 年生猪供应量将有所下降，带动猪肉价格上升。但由于生猪和能繁母猪存栏量、能繁母猪占比依然处于较高水平，以及国家储备的调控，预计明年猪肉涨价的幅度有限。

Figure 19 22 个省市仔猪、生猪及猪肉均价（元/公斤）

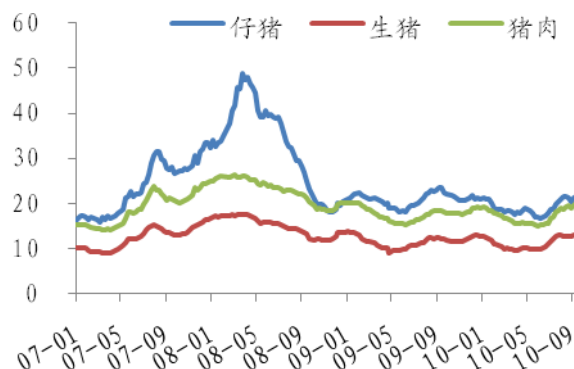
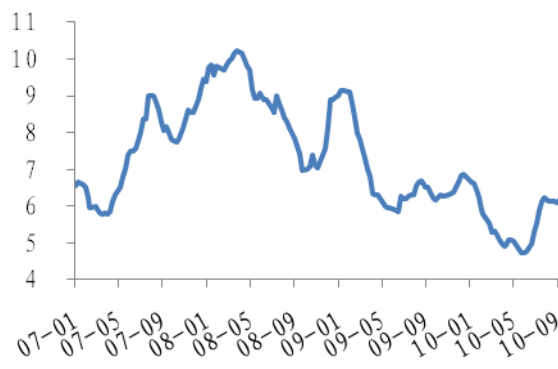


Figure 20 22 个省市猪粮比价（元/公斤）

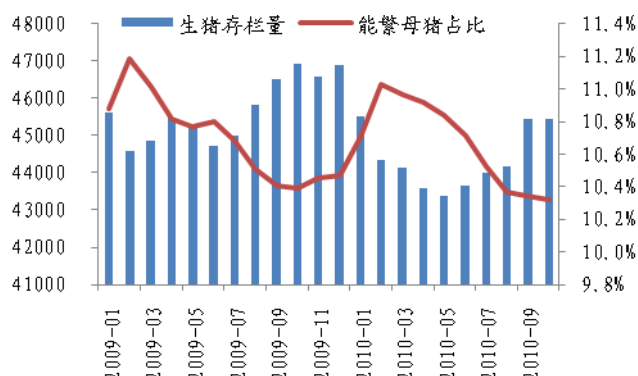


资料来源：WIND

资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

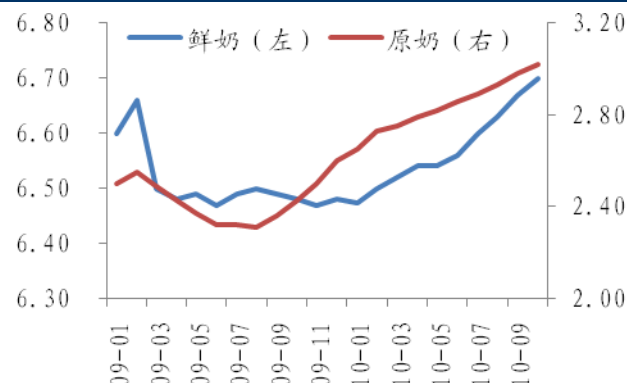
生猪规模化养殖水平逐年提高，有利于减少猪肉价格的波动空间，稳定猪价。规模化养殖也有助于减低单位成本。预计明年玉米、豆粕等主要原料的成本也可能出现小幅上升，但猪肉价格的上升能抵消成本压力，猪粮比提高，生猪养殖业效益上升。

Figure 21 生猪存栏量及能繁母猪存栏量占比（万头、%）



资料来源：国海证券研究所

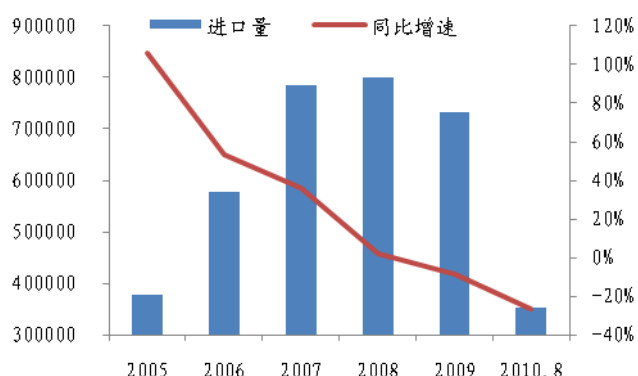
Figure 22 鸡肉及鸡蛋价格（元/斤）



资料来源：Wind

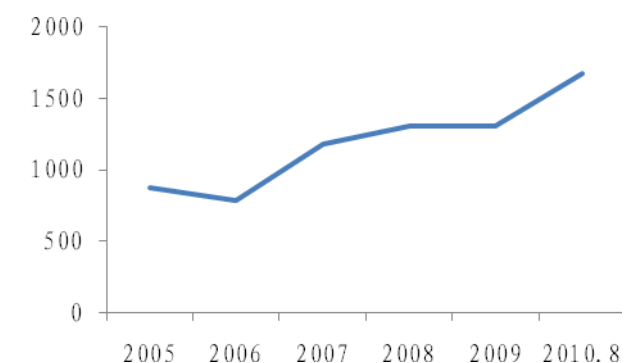
鸡肉价格将保持上升趋势。1996-2008 年鸡肉产量年均复合增长率为 5.16%，高于猪肉 2.97% 的增速。鸡肉已成为仅次于猪肉的第二大肉类消费品。美国是我国鸡肉进口的第一大国，占进口量的 70~80%，自我国对美国进口的白羽鸡实施 31.4% 的反补贴税和 51.8% 的反倾销税后，09、10 年鸡肉进口量骤减，但进口均价呈上升趋势。进口量减少和进口价格的上升有助于国内鸡肉价格的走强。

Figure 23 肉鸡进口量鸡同比增速（吨、%）



资料来源：Wind、国海证券研究所

Figure 24 肉鸡进口单价（美元/吨）

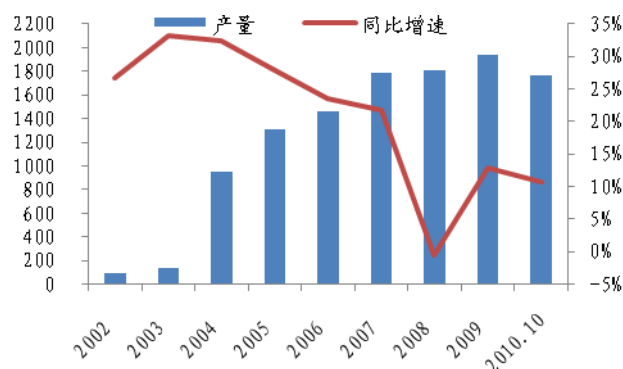


资料来源：Wind、国海证券研究所

原奶收购价将继续提高。在乳品企业原先“重营销、轻奶源建设”的策略下，中国乳制品产量得到了快速发展。08 年三聚氰胺事件将乳制

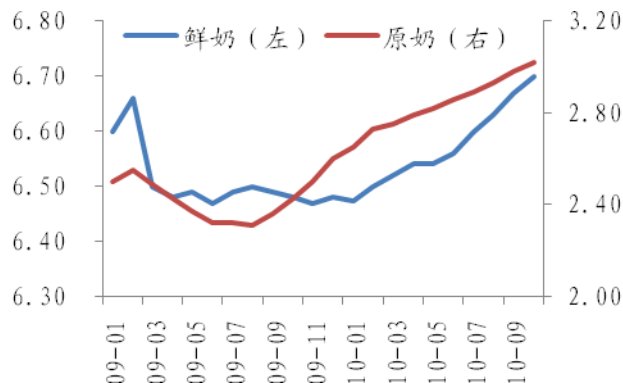
品行业轻奶源的弊端暴露出来，引起了行业的震荡。自此，各企业将奶源基地建设放在重要的位置，成为未来企业的核心竞争力。随着各乳品企业对质量的严格把控，乳品行业景气逐步回升，产量也恢复增长。随着人们对奶制品质量担忧的消除以及人均收入水平的提高，乳制品的产量将保持持续增长趋势，对原料奶的需求也将持续增长。年初以来，中国主产区原奶收购价一直保持上升趋势，截止 10 月底，已经达到 3.02 元/公斤。在需求以及养殖成本均上升下，原奶收购价格将继续提高。

Figure 25 乳制品产量及增速（万吨、%）



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 26 鲜奶及主产区原奶平均价（元/公斤）



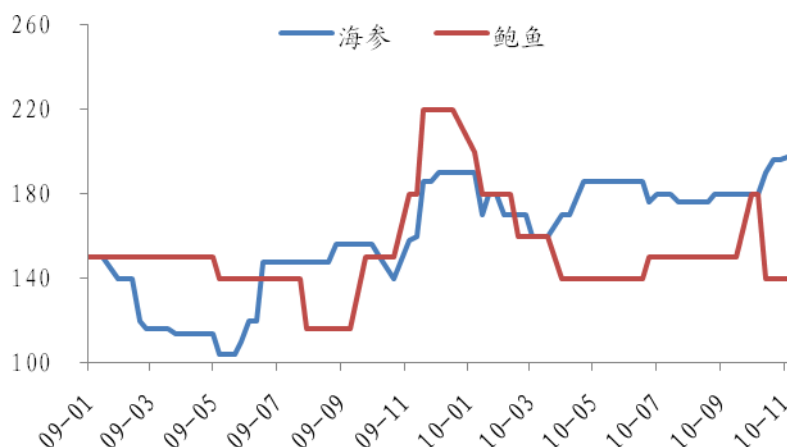
资料来源：Wind

海产品行业保持高景气度

随着经济的复苏，海产品的需求也将回升，特别是具有消费升级概念的高档海参、鲍鱼等。在需求的带动下，截止 11 月底，山东威海水产品批发市场海参的价格创下新高，截止 11 月底，达到 200 元/公斤。鲍鱼价格虽较 09 年底有所下降，但仍维持在高位。

预计明年海产品价格将继续维持在高位。08、09 年的寒冬使海产品养殖受到严重的损害。海参、鲍鱼有 2~4 年的养殖周期，虽 2010 年产量有所恢复，但依据养殖周期，明年依然处于恢复期。且随着人均收入水平提高，居民对健康越来越重视，其对养生类高端海产品的需求逐步增加。

Figure 27 山东威海海产品价格走势（元/千克）

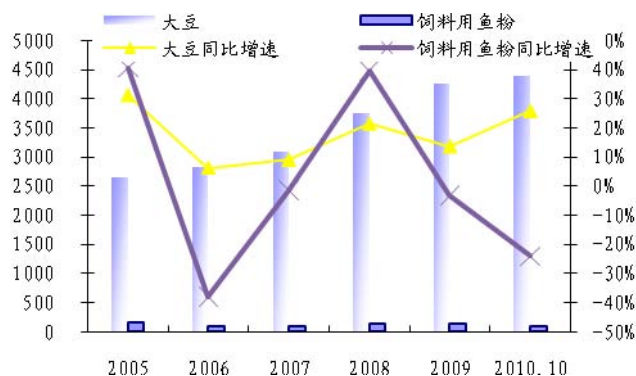


资料来源：WIND

饲料行业依然面临成本压力

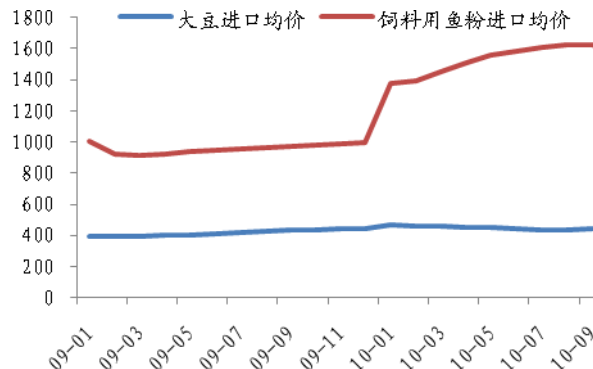
各主要原料价格处于上升趋势，饲料行业成本压力依然较大。中国约 2/3 的鱼粉需进口，受厄尔尼诺气候的影响，主要进口国秘鲁、智利的捕鱼配额下降，将使鱼粉出口价格上升。中国大豆的外贸依存度已接近 80%，今年玉米价格的涨幅超过大豆，可能引起明年玉米对大豆的种植替代，美国农业部也预测 2010/2011 年度大豆的库存将下降，预计大豆明年价格可能会恢复上升。玉米种植成本提高以及最低收购价政策，也将使玉米价格保持小幅上升。虽牲畜的年底存栏量保持较高水平，但量上没有大幅的增长，饲料需求预计只有小幅的回升。上文中已经分析，猪肉价格可能也只是小幅上升。饲料行业并不能完全转移成本的压力。

Figure 28 大豆及饲料用鱼粉进口量及同比增速（万吨、%）



资料来源：Wind、国海证券研究所

Figure 29 大豆、饲料用鱼粉进口均价（美元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

疫苗行业受国家强制免疫护航

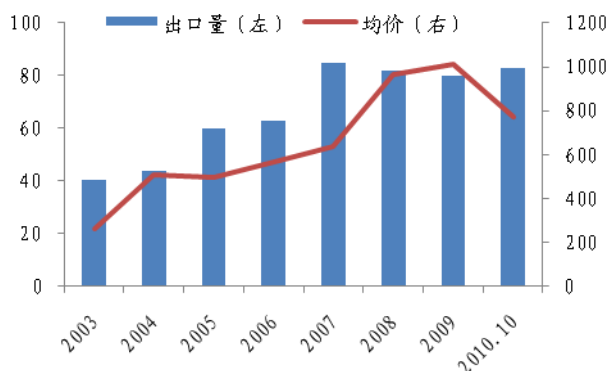
国家强制免疫品种及范围将会扩大。农业部兽医局制定的一二三类疫病共有 157 种，其中常见疫病的绝大多数是人畜共患病，一旦疫情爆发不仅仅影响畜牧业的发展，也会威胁人类的健康。2010 年国家对于高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳、口蹄疫、猪瘟、狂犬病等五种动物疫苗实施强制免疫，并要求把群体免疫密度常年维持在 90% 以上。目前每隔一到两年就有一种新疫病加入国家强制免疫范围。

规模化养殖的提高增加疫苗需求。畜禽标准化规模养殖是现代畜牧业发展的必由之路。目前我国的畜牧养殖方式正经历着由农户散养为主逐渐向规模化、现代化养殖转变的关键过程，2010 年 3 月全国生猪规模化比重比 07 年增长了 22% 达到 60%，蛋鸡的规模化养殖已经达到 76.9%。规模化提高了养殖密度，可能加大动物疫病感染的机会，需进行免疫预防，从而增加疫苗的需求。

番茄酱价格将反弹

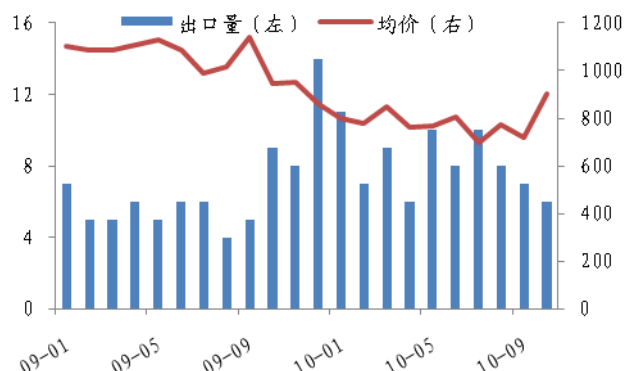
2010/2011 榨季番茄酱产量大幅下降。因种植比价效应下降，2010 年中国加工番茄播种面积同比下降 10%，后又受到气候的影响，番茄的单产也出现下降。WPTC（世界加工番茄理事会）10 月份报告再次下调中国及全球 2010/2011 榨季加工用番茄产量预测，全球供求也将由过剩转向平衡。预计我国加工用番茄产量为 621 万吨，同比下降 28%，而 9 月份的预测值仅为减产 17%；10 月份预计全球加工用番茄产量 3694 万吨，同比下降 13%，而 9 月份预测值为减产 11%。在考虑国内番茄固形物含量下降因素，预计本年度番茄酱减产幅度约 40% 左右。

Figure 30 番茄酱年出口量与出口均价（万吨、美元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

Figure 31 番茄酱月度出口量及出口均价（万吨、美元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

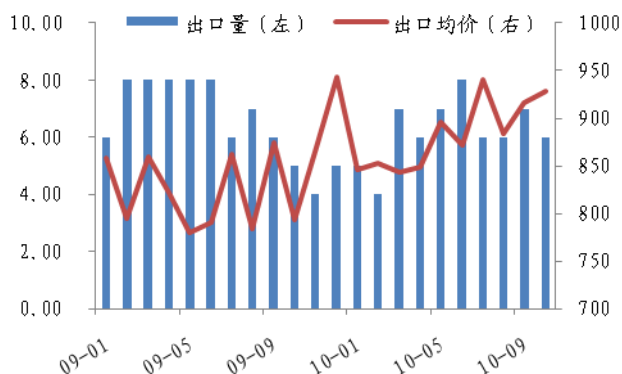
番茄酱价格将逐步反弹走高。自年初以来番茄酱出口价格一直维持弱势，直至新榨季开始反弹。预计后期番茄酱价格将在产量下降及需求

增加下继续上升。且由于欧盟农业补贴政策变化（将在 2011 年由完全按量补贴转向按面积补贴），导致 2011/2012 榨季欧盟番茄成本上涨预期，将推动番茄酱价格的走高。

苹果汁价格将上升

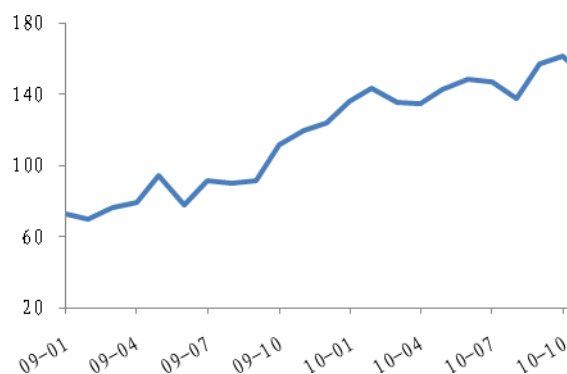
2009/2010 年度苹果汁的出口价格略高于上年度，预计 2010/2011 年度苹果汁价格将继续上升。由于甘肃、陕西、山东等主产区遭遇“倒春寒”的冻灾天气，苹果普遍减产，幅度在 15% 左右。苹果减产从两方面促进苹果汁的提价，一方面使得苹果汁产量下降、库存降低；另一方面使得原料成本上升。此外，作为替代品的橙汁价格大幅上升。美国、巴西的持续减产将带来橙汁价格不断上升，从而提高苹果汁的替代需求。

Figure 32 苹果汁月出口量与出口均价（万吨、美元/吨）



资料来源：Wind、国海证券研究所

Figure 33 ICE 橙汁期货价格走势（美分/磅）



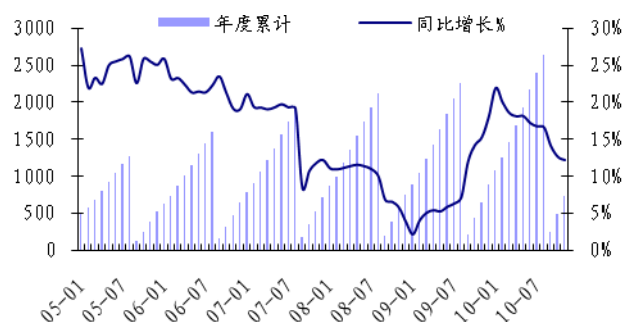
资料来源：Wind、国海证券研究所

棉花库存下年度依然偏低

受外贸进口强劲反弹，订单增多，下游纺织企业生产积极恢复，纱产量快速增长，上年度产量增速为 16.61%。截止 11 月底，本年度纱产量达 730.9 万吨，同比增长 12.2%。纺织服装出口金额也快速回升，预计全年同比增速 22~23%。

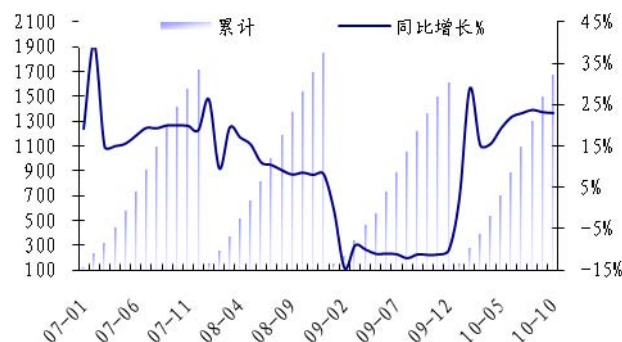
在减产和下游行业复苏共同刺激下，自新棉上市以来，棉花价格不断上行，且创下历史新高。近期随着国家的调控，价格略有回调。

Figure 34 全国纱产量 (万吨、%)



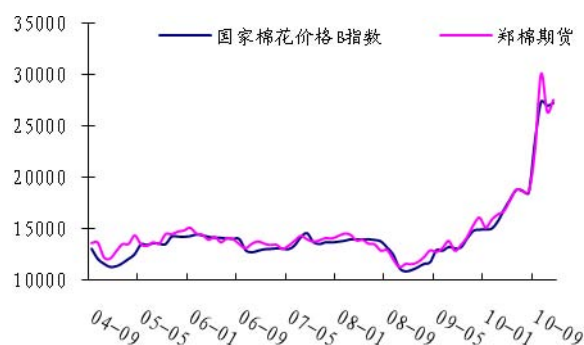
资料来源: Wind、国海证券研究所

Figure 35 纺织服装出口金额 (亿美元)



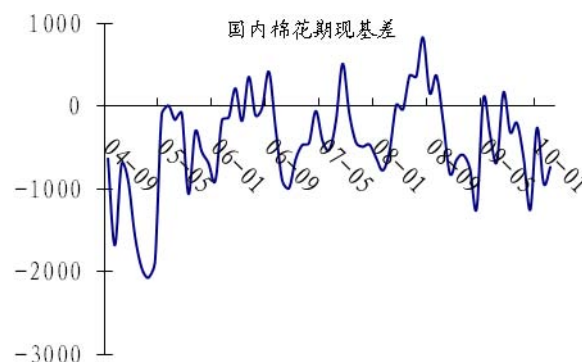
资料来源: Wind、国海证券研究所

Figure 36 中国棉花现货与期货价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国海证券研究所

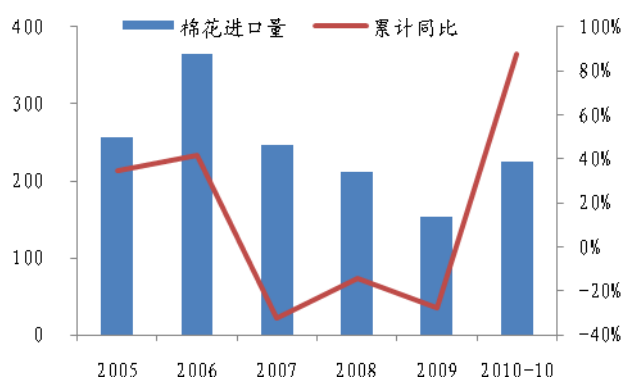
Figure 37 国内棉花期限基差



资料来源: Wind、国海证券研究所

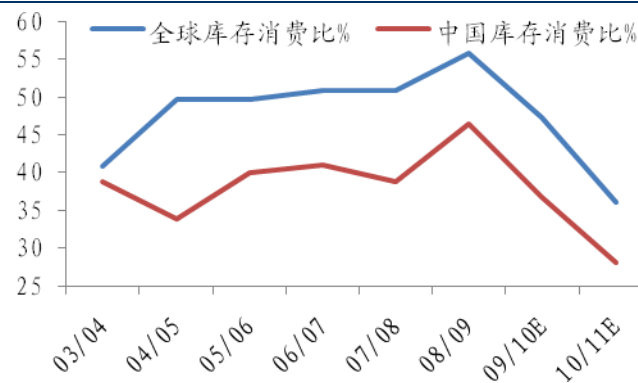
预计棉花价格仍具有上升空间。根据中国储备棉管理总公司近期发布的报告显示, 预计 2010 年全国棉花总产量约 636 万吨, 减少 5.5%。对棉纺企业的调查数据显示, 截止 11 月底, 国内棉企商业库存为 269 万吨, 相比去年同期减少了 56 万吨; 纺企工业库存为 106 万吨, 与去年基本持平。国家库存在本年度起初已经清空, 而国内减产和下游需求增加, 需靠进口满足国内消费需求。从库存消费比来看, 明年棉花价格仍具有上升空间。受连续减产和需求增加, 全球棉花期末库存消费比已降至自 1994/1995 年度以来的最低点, 中国棉花期末库存消费比也降至 20 年来的低点。美国农业部 12 月的供需报告继续下调 2010/2011 年度的库存, 期末库存消费比将进一步下降, 促进国际棉花价格的反弹。中国棉花协会公布的《2011 年内地棉农意向调查 (2010 年 11 月)》报告显示, 2011 年内地棉花种植面积将小幅上升。从主产区新疆因加大林果业种植面积的规划看, 棉花种植面积增加也有限。综合看, 明年中国棉花产量可能与去年持平或略有下降, 依然供不应求, 库存消费比也将进一步下降。中国及全球库存消费比的下降将继续支持棉花价格的上行。

Figure 38 棉花进口量及同比增速（万吨、%）



资料来源：Wind、国海证券研究所

Figure 39 全球及中国棉花期末库存消费比



资料来源：Wind、国海证券研究所

投资策略

中国农业现代化已经进入提速前的助跑阶段，未来十几年内，各项惠农政策将持续出台，农业将保持快速增长趋势，行业景气度逐步提升。2011 年中央经济工作会议已将“推进现代农业、确保农产品有效供给”列为六大任务之一。参照日本农业现代化进程的相关政策及经济工作会议精神，目前阶段，对农业的支持除了保障水利基础设施建设外，重点支持还将落实在农业产业链的上游行业。直接受益的子行业有生物育种、规模化种植与养殖、动物疫苗。

虽目前行业的估值偏高，但在各项惠农政策的支持及农产品价格保持上升趋势下，行业景气度持续上升；且随着行业整体业绩好转及上市的优质公司增加，行业盈利能力提高，预计明年行业的 PE 为 34 倍，低于行业近 10 年均值。因此，给予行业 2011 年“强于大市”评级。

Figure 40 行业重点公司估值情况

股票简称	投资评级	市价 (元)	EPS (元)			PE		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
敦煌种业	增持	37.06	0.16	0.48	0.89	231.63	77.21	41.64
登海种业		69.13	0.53	1.01	1.72	130.43	68.45	40.19
南宁糖业	增持	21.1	0.43	1.03	0.96	49.07	20.49	21.98
好当家	增持	14.87	0.12	0.21	0.32	123.92	70.81	46.47
獐子岛	增持	46.82	0.91	0.92	1.30	51.45	50.89	36.02
保龄宝	买入	29.15	0.49	0.50	0.99	59.49	58.30	29.44
天康生物	买入	20.94	0.60	0.50	0.88	34.90	41.88	23.80
西部牧业	增持	24.05	0.35	0.34	0.55	68.71	70.74	43.73
圣农发展	买入	34.56	0.49	0.65	1.06	70.53	53.17	32.60

资料来源：国海证券研究所

重点推荐公司投资要点**保龄宝（002286）：健康产业升级 业绩即将快速增长**

功能糖行业在我国尚处于起步阶段，但我国人口老龄化和亚健康人群增多以及消费升级都将带来对功能食品需求的增加，且国家对行业的扶持力度大，未来前景广阔。

果葡糖浆价量齐升。果葡糖浆是一种新型甜味剂，甜度与蔗糖相当，可以实现对蔗糖的有效替代。公司果葡糖浆的价格已由 09 年的 2845 元/吨的销售均价提高到目前的 3800 元/吨，但与蔗糖价格仍存在 3200 左右的差价，对下游客户来说具有明显的成本优势。未来糖价将保持在高位运行，相对来说，果葡糖浆的提价空间较大。受益高糖价及健康产业升级，下游需求增加，公司产量增长，明年将实现满产，未来不排除公司通过技改或异地扩张产能。

赤藓糖醇明年将满产。随着产能释放，2010 年上半年糖醇的毛利率较 09 上升了 9 个百分点，达到 28.12%。公司目前已与百事可乐签订明年每月 300 吨/月的订单，属于出口业务，价格约 2.9 万元/吨，略低于国内市场。百事可乐的订单就已占总产能的 90%，明年赤藓糖醇将实现满产。若其他客户需求增加，不排除公司继续扩张产能的可能性。

低聚果糖即将贡献业绩。低聚果糖也是益生元的一种，属于高端产品，主要用于奶粉及功能性食品。募投项目之一的 1 万吨低聚果糖已开始试生产，试销给客户的单价约 8000~9000 元/吨（液体），客户较满意，预计四季度将贡献部分利润。明年公司将正式投产，毛利率将在 30% 以上。

预计公司 2010/2011 年 EPS 分别为 0.50、0.99 元，对应的市盈率分别为 58、29 倍。果葡糖浆的量价齐升、赤藓糖醇销量的超预期及高附加值产品低聚果糖的投产将使得公司业绩快速增长。消费升级的需求推动、政府推进公众营养改善的需求以及下游企业市场细分、产品升级换代，将带来功能性食品的快速发展，看好行业的长期发展趋势。基于食品制造业和生物制品行业估值，给予公司 2011 年 42 倍 PE，合理价位为 41.58 元，给予“买入”评级。

登海种业（002041）：先玉 335 和超试共同推进业绩增长

先玉 335 持续旺销，登海先锋保持高增长。登海先锋四期产能今年全部投产，总加工能力已达 2250 万公斤，实际年产能可根据生产需要略微提高。先玉 335 是推广面积增长最快的品种，处于快速推广期，

2011 年推广面积达到 1500 万亩的问题不大。预计 2011 年先玉 335 销量达到 2250 万公斤，为公司贡献的净利润约 1.62 亿元，这和 EPS0.92 元。

超试系列贡献新利润，登海 605 将成为公司 2011 年的主推品种。公司试验田的超试系列目前为 10 个，其中登海 661、662、701 及 605 已经通过国审或区域审定。2011 年公司将主推最新通过国审的登海 605，其本身的特点是适应性广、高产、根系发达、高抗倒伏，另外重要的一点是抗病性较好。公司的超试系列使得国内种子也进入单粒播，因其性能好，推广速度较快。

研发室公司的核心竞争力。2009 年，公司研发支出占收入的比例为 3.81%，这在国内种子行业中可以说是居于首位的。2009 年，公司科研项目立项新增 9 项，含国家转基因重大专项课题 3 项。公司获得品种权 24 项，4 个新品种通过国家审定。预计研发项目的开发将不断有新品种通过审定为公司业绩持续增长提供新动力。

预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.01、1.72 元，对应的动态市盈率分别为 68、40 倍。随着先玉 335 和超试销量的增长，公司未来具有较为确定的高成长。且公司研发实力强，长期竞争力优势明显，给予“增持”评级。

好当家 (600467): 受益消费升级 产品价格齐升

海域资源丰富。目前公司拥有可使用海域 23.6 万亩，其中确认可用于海参围堰养殖的海域为 3.6 万亩。

产能扩张潜力。公司 2009 年参池改造完成 6000 亩，2010 年下半年对剩余 6000 亩的参池进行改造，预计 11 年一季度完成。2011 年 7 月新增 9800 亩围堰完成合围，当年可实现海蜇养殖，之后进行参池改造，2012 和 2013 年各增加 5000 亩参池，2012 年开始投苗海参，最快 2013 年可实现收获。

海蜇明年养殖规模扩大。公司充分利用稀缺的海域资源，海水上层养殖对虾，中层养殖海蜇，底层养殖海参，最大限度的利用资源。明年即将完成围堰的 9800 万亩可实现海蜇养殖，并在当年实现收益。

预计 2010、2011 年 0.21、0.32 元，对应的市盈率为 71、46 倍。行业受益于消费升级，处于高景气周期。鉴于公司的海域资源丰富，未来可养殖海域增长空间大，给予“增持”评级。

天康生物 (002100): 动物疫苗快速增长

疫苗业务快速增长。公司生产的动物疫苗均为国家强制免疫产品, 其中口蹄疫、猪瘟、小反刍兽疫苗均有生产。今年公司毛利较高的产品猪蓝耳弱毒苗以及合成肽口蹄疫已经获批生产, 粗略计算, 猪蓝耳弱毒疫苗明年对 EPS 的贡献约 0.3 元。而且公司增资曙光生物后, 将有效弥补公司禽流感疫苗的短处, 完善农业部强制免疫的全系列产品, 保证公司未来业绩增长。

预计 2010、2011 年每股收益分别为 0.50、0.88 元, 对应的动态 PE 分别为 42、24 倍。鉴于明年疫苗新产品的放量销售, 以及工艺升级和产品结构调提高盈利能力, 公司业绩将快速增长, 给予“买入”评级。

圣农发展 (002299): 养殖规模扩张驱动公司业绩增长

公司已建立起自养自宰型的肉鸡经营模式, 并形成集饲料加工、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完整产业链。

产能逐年扩张。今年 9 月份募投项目投产, 公司肉鸡生产产能由 2006 年的 3600 万羽增至 9600 万羽。公司的定向增发方案已经获批, 未来三年将新增 9600 万羽肉鸡产能。此外, 公司与美国莱吉士成立的合资公司初步预计未来三年也将新增 6000 万羽生产产能。到 2013 年, 公司肉鸡年产能合计将达到 2.52 亿羽。

渠道优势明显。目前公司的主要客户有肯德基、德克士、双汇发展、太太乐等多家中外知名企业, 以及麦当劳在中国的两家供应商上海福喜和深圳铭基。合资方莱吉士公司的控股股东 OSI 集团是麦当劳目前最大的全球食品供应商, 合资公司的成立将可能提高麦当劳的采购份额。

上半年公司的单位利润为 1.8 元/羽, 鸡肉价格的上升将使公司单位利润回到往年的正常水平 3-4 元之间。

预计 2010、2011 年每股收益 0.65、1.06 元, 对应的 PE 为 53、33 倍, 公司的产业链完整, 鉴于公司稳定的销售渠道及快速扩张的潜力, 给予“买入”评级。

西部牧业 (300106): 持续扩张的新疆畜牧产业

自产生鲜乳供应量将逐步提高。截止今年 6 月底, 公司自有奶牛数量已由 09 年底的 3263 头增长到 5000 头, 年底将达到 6000 头。随着募投项目的逐步投产, 公司自产奶牛数量将快速增长, 预计 2011、2012 年将达到 11000、15000 头。募投项目中“6000 头高产奶牛标准化养殖基地”的建设地点改在昌吉呼图壁县, 显示了公司具备异地扩张的能力。

外购生鲜乳扩张潜力大。截止 6 月底，石河子奶牛数为 5.3 万头，而纳入公司服务体系的有 3.3 万头。按照石河子市的规划，短期内奶牛存栏量短期内将达到 10 万头，中长期达到 20 万头，预计将有大部分将纳入公司的服务体系。

公司自主研发的紫泥泉羊预计明年也将贡献业绩。

预计 2010、2011 年 EPS 分别为 0.34、0.55 元，对应 PE 为 71、44 倍。公司是生鲜乳行业的龙头企业，未来产能扩张潜力大，给予“增持”评级。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。