

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

徐广福

Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

投资要点:

□ 明年农产品价格仍呈上涨态势

粮食价格上涨幅度为 15%。我国 10 年粮食产量实现“七连增”，供需关系不支持我国粮价大幅上涨。但由于种粮成本的持续上涨和国家为了保护农民种粮积极性的相关政策，我们预计 2011 年我国粮食价格将会稳步增长，涨幅为 15%。

猪肉价格或涨至明年二季度。10 年上半年猪肉价格大幅下跌导致能繁母猪存栏量都出现连续多月下降至 9 月，由于母猪受孕到商品猪出栏一般需要 10 个月时间，所以我们认为至少到 2011 年 6 月前，我国猪肉供应相对乏力，而即将到来的猪肉销售旺季会使猪肉供需出现紧平衡状态，从而推动猪肉价格的持续上涨。

海参价格维持高位。10 年 1 月，我国渤海和黄海北部遭遇到严重冰情，造成浅海海域海参，特别是幼苗出现了一定程度的死亡。由于海参养殖周期一般在 2-3 年，所以 2011 年海参供应量不会出现大幅提高。加之四季度海参需求旺季的到来，和消费升级对海参需求的不断提升，所以海参价格将维持高位。

供需缺口维持糖价高位。10/11 榨季我国糖料种植面积增长 6.3%，产量增长 11.56% 到 1198 万吨。预计 10/11 年我国食糖消费量为 1400 万吨，供需仍然存在 120 万吨左右的缺口。加之我国仅有 123 万吨的可结转库存，10/11 榨季我国食糖供需仍处于紧张状态。

成本上扬推动苹果汁价格上涨。世界最大的两大浓缩苹果汁出口国是中国和波兰 2010 年均出现了减产情况，所以预计全球苹果汁供给量下滑。目前我国原料果价格上涨至 1100-1200 元/吨则浓缩苹果汁的总成本为 8600-9200 元/吨，即 1279-1368 美元/吨，较去年出现大幅上涨。

□ 2011 年水稻种子领涨农业板块

种子所拥有的独特的战略地位决定国家对种子行业的重视度将会与日俱增，而对种子行业的扶持政策将会层出不穷。我们预计未来国家将从行业门槛提高、经营许可证的设定和审定方法修改等几个方面对我国种子行业进行政策性扶持。2010 年由于天气原因，江苏、安徽等地的两系杂交稻制种减产幅度较大，平均亩产不足 100 公斤，减产一半左右。连续两年的两系水稻制种量的下降和两系杂交水稻种植面积的快速增长使得今年两系杂交水稻种子供需紧张，价格上涨或超预期。

□ 2010 年的下半年投资主线是：聚焦农产品价格上涨

2011 年我们认为在通货膨胀的预期下，农产品价格的上涨依然会给农业板块带来投资机会，且持续增长预期明显的上市公司更会受到投资者的关注。我们建议关注（1）产能扩张带来业绩增长的上市公司：荃银高科、圣农发展、雏鹰农牧、新希望、海大集团；（2）产品价格上涨带来的业绩增长的上市公司：丰乐种业、隆平高科、獐子岛、好当家、东方海洋

目录

农林牧渔行业板块回顾.....	4
农产品价格大幅上涨引爆全年行情	4
灾害天气是全球农产品价格上涨的首要因素	5
流动性充裕成为了上涨的推动因素	7
2011 年农产品价格仍以上涨行情为主	7
粮食价格上涨 15%左右.....	7
生猪价格或涨至明年二季度	10
海产品价格维持高位	11
供需缺口仍将支撑糖价维持高位	12
成本上扬推动苹果汁价格走高	13
水稻种子行业领涨板块：盈利能力显著增强.....	14
行业政策更利于水稻种子行业	14
水稻种子价格仍上演涨价行情：两系良种价格上涨或超预期	15
杂交水稻种子盈利能力不亚于玉米种子	17
杂交水稻种子拥有广阔的国外市场	17
2011 年农林牧渔行业投资策略：首选业绩持续持续增长型	19
首选业绩持续增长型上市公司	19
重点公司分析	19

图目录

图 1 农业板块行情贯穿 2010 年	4
图 2 农业板块涨幅居前	4
图 3 CBOT 玉米期货价格.....	4
图 4 CBOT 小麦期货价格.....	4

图 5	CBOT 大豆期货价格	5
图 6	CBOT 棉花期货价格	5
图 7	CBOT 白糖期货价格	5
图 8	我国粮油批发价格指数	5
图 9	全球大米产量及库存消费比	6
图 10	全球玉米产量及库存消费比	6
图 11	全球小麦产量及库存消费比	6
图 12	全球大豆产量及库存消费比	6
图 13	全球棉花产量及库存消费比	6
图 14	全球糖产量及库存消费比	6
图 15	美元指数走势	7
图 16	原油价格维持低位	7
图 17	种植面积缓慢增长	8
图 18	我国粮食产量出现“七连增”	8
图 19	粮食种植成本项目	8
图 20	下半年猪肉价格出现反弹	11
图 21	猪粮比重新站上 6:1	11
图 22	生猪存栏量	11
图 23	能繁母猪数下滑表明后续猪肉供给紧张	11
图 24	海参销量处于增长态势	12
图 25	海参价格挺进 200 元/公斤	12
图 26	白糖现货价格创新高	13
图 27	我国食糖供需缺口仍然存在	13
图 28	我国苹果汁产量持续下滑	13
图 29	我国苹果汁出口量和价格	13
图 30	两系水稻推广面积快速上涨	15
图 31	01-07 年长江中下游两系杂交稻推广面积翻倍	15
图 32	我国杂交水稻制种量	16
图 33	我国杂交水稻种子供需情况	16
图 34	我国杂交玉米制种量	16
图 35	我国杂交玉米种子供需情况	16
图 36	2020 年除中国外杂交水稻种植面积为 7.5 亿亩	18
图 37	16 年内越南杂交水稻种植面积扩大 60 倍	18
图 38	杂交水稻已在全球逐步推广	18

表目录

表 1	湖北省水稻种植成本上涨	9
表 2	最低收购价格不断提高	9
表 3	我国生猪养殖集中度低下	10

农林牧渔行业板块回顾

农产品价格大幅上涨引爆全年行情

2010 年农林牧渔板块一反往年一、四季度行情，引发了全年投资行情，成为了全年的投资焦点之一。截止到目前，全部 A 股涨幅为-8.15%，而农林牧渔板块涨幅高达 20.60%，超越大盘 28.75 个百分点。

图 1 农业板块行情贯穿 2010 年

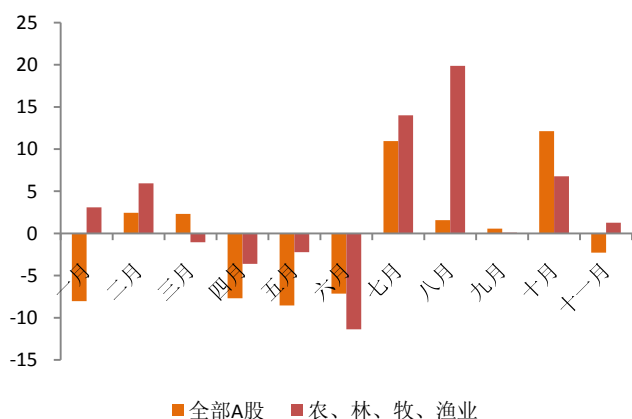
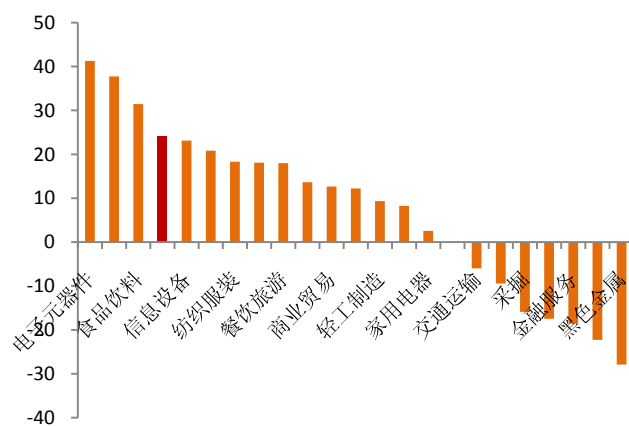


图 2 农业板块涨幅居前



数据来源：湘财证券研究所

2010 年农业板块能持续走强首要原因是全球农产品出现普涨行情。截止到 2010 年 11 月 30 日，CBOT 玉米、小麦、大豆期货价格涨幅分别达到 61.26%、51.75% 和 31.29%，而糖和棉花的期货价格则是连创新高。我们认为此轮农产品价格的大幅上涨主要有两方面原因：第一，全球频发的自然灾害；第二，流动性充裕。

图 3 CBOT 玉米期货价格

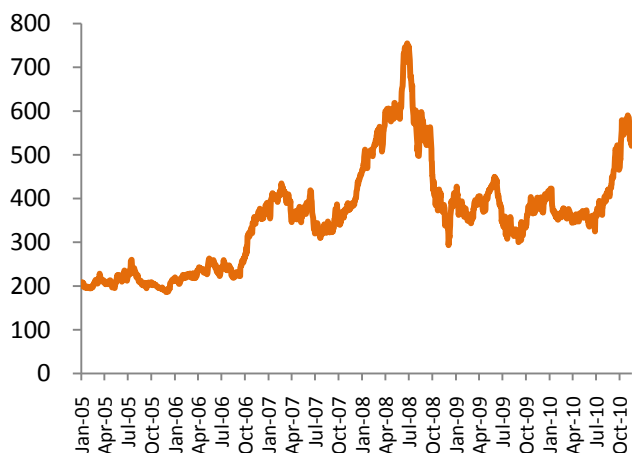


图 4 CBOT 小麦期货价格

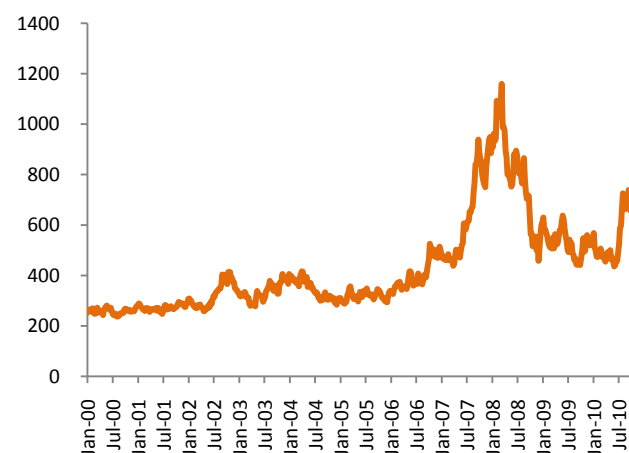


图 5 CBOT 大豆期货价格



图 6 CBOT 棉花期货价格



图 7 CBOT 白糖期货价格

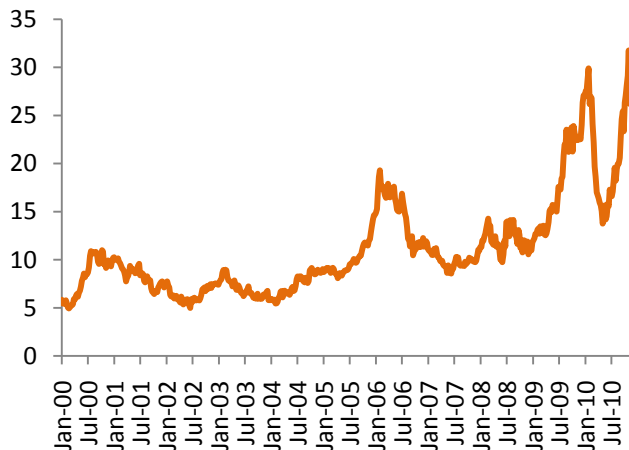
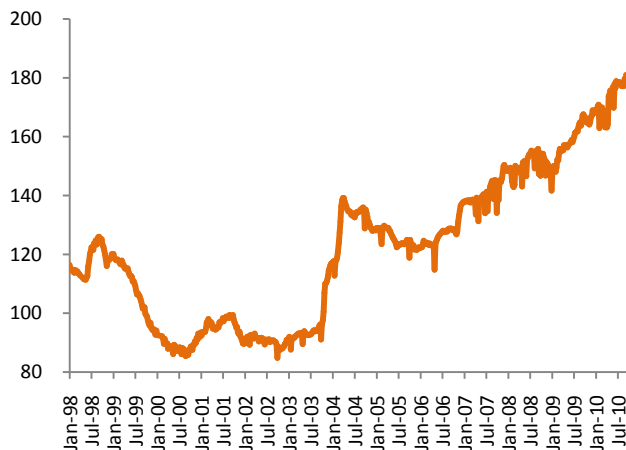


图 8 我国粮油批发价格指数



数据来源：湘财证券研究所

灾害天气是全球农产品价格上涨的首要因素

2010 年全球农业遭受了天气的严重考验, 不仅我国经历了入春以来 25 个省份的重旱、全国七大流域不同程度的暴雨洪水等自然灾害, 美国、巴西、俄罗斯、加拿大的干旱, 以及印度、巴基斯坦等国的洪涝灾害等, 使 USDA 多月以来连续调低全球的粮食产量, 而刚性增长的粮食需求使得全球粮食库存都呈现下降局面, 其中食糖、棉花库存水平已创新低, 而稻谷、玉米、小麦和大豆库存水平已接近历史新低, 使得继 2007 年后市场再次惊呼“粮食危机”的到来。

图 9 全球大米产量及库存消费比

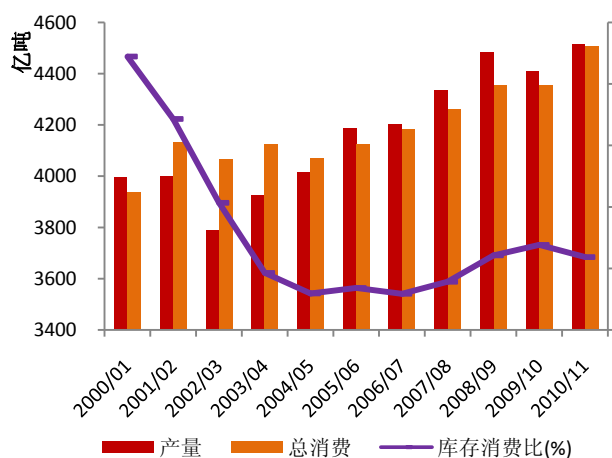


图 10 全球玉米产量及库存消费比

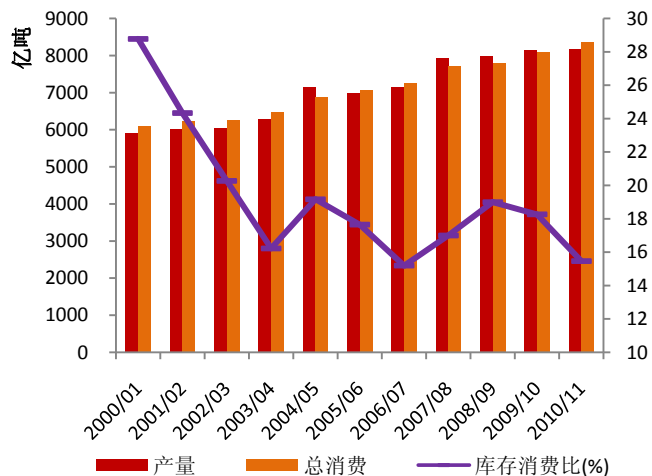


图 11 全球小麦产量及库存消费比

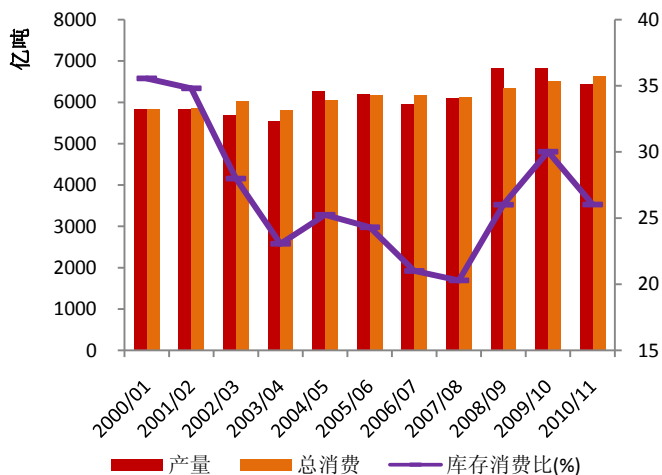


图 12 全球大豆产量及库存消费比

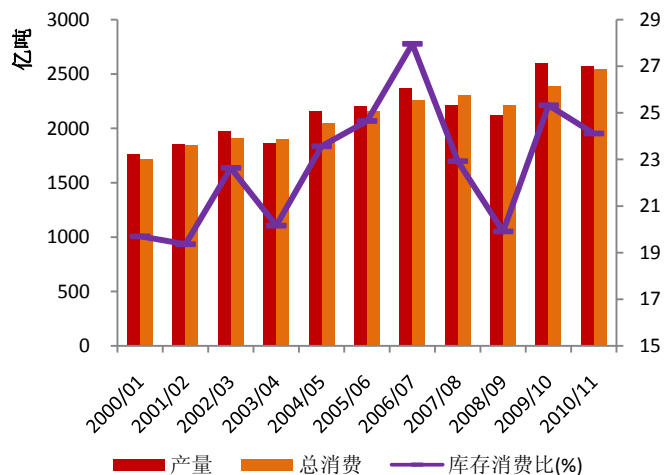


图 13 全球棉花产量及库存消费比

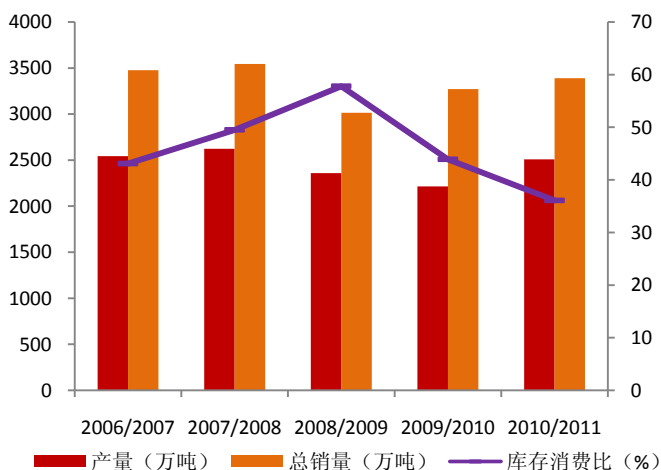
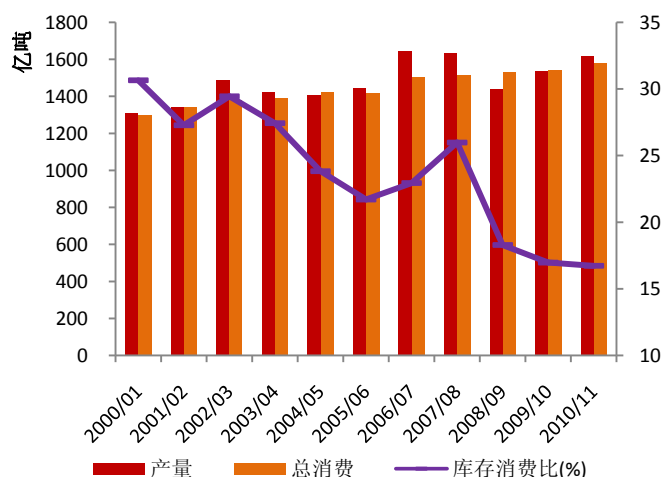


图 14 全球糖产量及库存消费比



数据来源：湘财证券研究所

流动性充裕成为了上涨的推动因素

由于美国经济复苏程度低于预期，为了振兴美国经济、降低民众失业率，美国政府唯有寻求美元贬值一法，11月3日，美联储宣布维持基准利率在0-0.25%不变，充裕的流动性成为了本次农产品价格上涨的助推力量。

图 15 美元指数走势

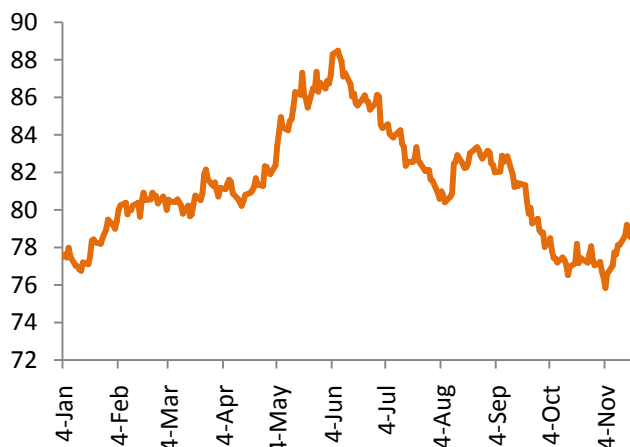
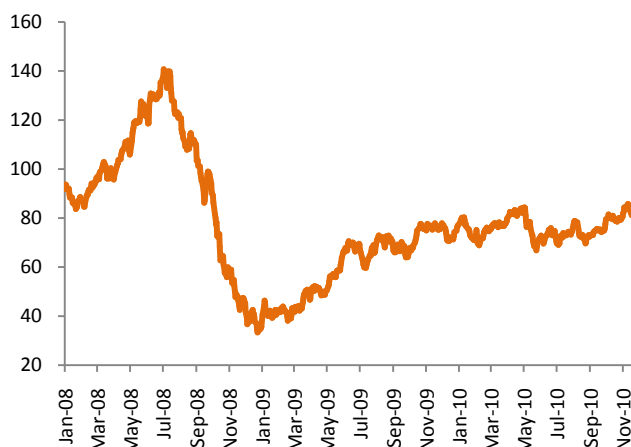


图 16 原油价格维持低位



数据来源：湘财证券研究所

2011 年农产品价格仍以上涨行情为主

粮食价格上涨 15%左右

根据国家粮食信息中心估计，2010 年我国粮食作物种植面积为 16.48 亿亩，较去年增加了 1329 万亩。2010 年我国自然灾害频发，春季西南地区发生特大旱灾，北方地区出现持续低温天气，夏季我国部分地区又发生了严重的洪涝灾害，给我国的粮食生产营造了十分不利的情况。2010 年我国夏粮产量同期出现了 35 万吨的减产，但是由于夏粮占全国粮食总产量的比例为 20%-25%，相对比例较小，所以全年粮食是否能丰产秋粮起到了至关重要的作用。

截止到 11 月 8 日，全国已收获秋粮作物 10.96 亿亩，完成应收面积的 94.5%，其中中稻、玉米、大豆收获已基本结束，双季晚稻已收 6160 万亩，完成 64.3%。从目前的收获情况来看，我国秋粮增产已成定局。伴随着秋粮的增产，我国 2010 年粮食产量预计达到 5.46 亿吨，较去年增加 1559 万吨，实现“七连增”。

今年粮食的增收，加之在此之前我国已经连续六年丰收，国家库存较为充足，从供需关系上来看，并不支持我国粮食价格的大幅上涨。但是我们仍然认为粮食价格会因生产成本和政策两个主要方面出现稳步上涨。

图 17 种植面积缓慢增长

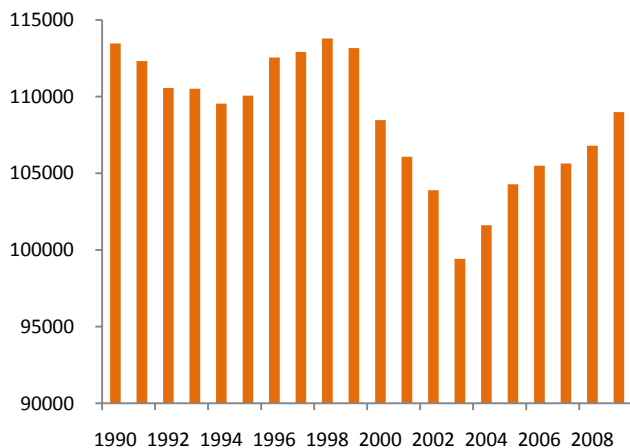
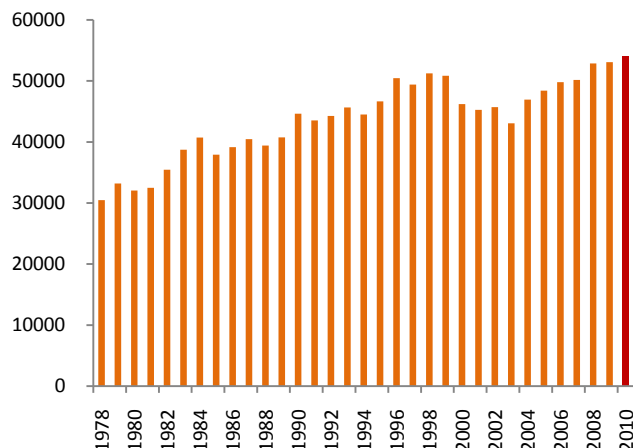


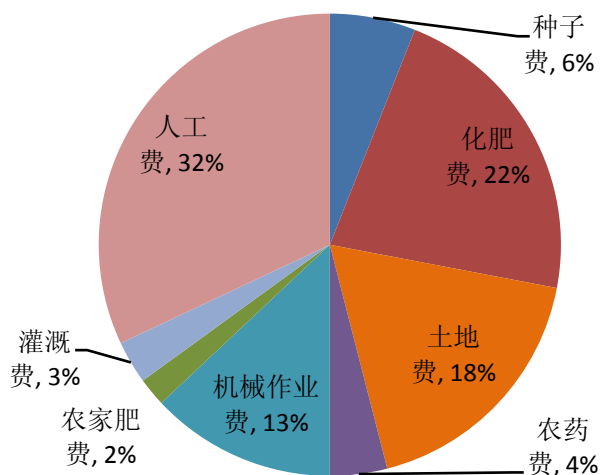
图 18 我国粮食产量出现“七连增”



数据来源：湘财证券研究所

生产成本的提升是粮食价格上涨的首要推动力。在我国粮食种植中，人工和化肥两项成本占全部成本 54%。近年来，占总成本 26% 的农化费用一直处于上涨阶段，而加速城镇化使得大量的青壮年农村劳动力流入城镇打工，使得用工成本出现上涨，尤其是在农忙时，雇工费用涨幅最为显著。

图 19 粮食种植成本项目



从湖北省今年的分析数据可以看出，今年以来，种子、化肥、农药、机耕等生产粮食的费用全部上涨，造成了农民生产成本的增加。以晚稻种植成本为例，今年湖北地区晚稻种植总成本为 625.40 元/亩，较去年增加 4.7%。其中物质与服务费用较去年增加 5.5%（种子费用同比增长 26%，化肥费用同比下降 2.9%，农药费用

同比增长 1.2%，租赁作业费用同比增长 8.9%）；而人工成本较去年同比增长 6.1%（家庭用工费用同比增长 3.9%；雇工费用同比增长 22.7%）。

表 1 湖北省水稻种植成本上涨

	早稻			中稻			晚稻		
	09 年	10 年	增幅	09 年	10 年	增幅	09 年	10 年	增幅
物质与服务费用（元/亩）	291.2	277.6	4.9%	353.1	342	3.3%	327.2	310.3	5.5%
其中 种子	48		27%	42.4		28.2%	42.7		26%
化肥	93.2		-2.5%	98		-3.8%	97.2		-2.9%
农药	24.5		4.4%	47.4		-0.7%	54.6		1.2%
租赁作业费用	108.4		3.6%	133.2		3.1%	120.9		8.9%
人工成本（元/亩）	212	193.8	9.4%	177.7	166.3	6.8%	207.3	195.5	6.1%
其中 家庭用工折价	186.7		9.6%	149.7		8.1%	179.3		3.9%
雇工费用	25.3		7.6%	28		0.4%	28		22.7%
土地成本（元/亩）	91.6	90.3	1.5%	100.5	98.6	2%	90.9	91.3	-0.4%
其中 自营地折租	85.4		1.3%	96.5		1.8%	83.7		0%
流转地租金	6.2		4.9%	4		6.4%	7.2		-5%
合计（元/亩）	594.7	561.6	5.9%	631.2	606.9	4%	625.4	597.1	4.7%

数据来源：湘财证券研究所

持续提高农民收入，保护农民种粮积极性是支撑粮价上涨另一主要原因。根据《国家粮食安全中长期规划纲要》中预测，2020 年我国粮食需求量将达到 5725 亿公斤，我国 2009 年粮食产量为 5308 亿公斤，也就是说，如果 2020 年我国粮食需要达到供需平衡，我国粮食则至少还要在 2009 年的基础上增加 417 亿公斤，增幅达到 7.86%。我国在首个中长期粮食安全规划中提出了中国粮食自给率要稳定在 95%以上的目标，所以逐步提高粮食价格，保护农民积极性是保证我国粮食安全的重要手段之一。

2010 年 10 月 12 日发改委正式下文提高 2011 年小麦最低收购价格，每 50 公斤白小麦、红小麦、混合麦最低收购价格分别提高到 95 元、93 元、93 元，比 2010 年分别提高 5 元、7 元、7 元，较去年同期增幅分别达到 5.56%、8.14%和 8.14%，根据这次小麦最低收购价上涨幅度，我们预计水稻的最低收购价较去年提高 10%左右。

表 2 最低收购价格不断提高

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年

早籼稻	70	75	77	90	93	
中晚稻	72	75	79	92	97	
粳稻	75	79	82	95	105	
红小麦	69	70	72	83	86	93
白小麦	69	75	77	87	90	95
混合麦	69	70	72	83	86	93

数据来源：湘财证券研究所

生猪价格或涨至明年二季度

我国猪肉消费在整体稳步增长的态势下，也呈现出较为明显的季节性。即将到来的元旦和春节会引发猪肉消费旺季，而炎炎夏日则会降低人们对猪肉需求的热情。而由于目前我国由于生猪养殖行业存在进入门槛较低，行业集中度低，中小养殖户抗风险能力差等特点，所以当盈利状况出现较大变动时，中小养殖户会率先选择进入或退出行业，从而改变猪肉供给情况，进而影响猪肉价格走向。

表 3 我国生猪养殖集中度低下

生猪年出栏规模	生猪出栏数量（万头）	主要企业
100 万头以上	200	广东温氏食品集团有限公司
40-99 万头	160	罗牛山、雏鹰农牧、河南牧园食品、河南北徐集团
20-39 万头	200	黄泛区牧场、河南广安生物科技股份有限公司、广东长江食品有
5-19 万头	80	大康牧业、河南省黄泛区农场、正邦科技
5 万头以下	60320	老白干酒、广弘控股、高金食品
合计	60960	

数据来源：湘财证券研究所

由于 2010 年上半年猪肉价格出现了急速大幅下跌，导致生猪集中出栏，生猪存栏量出现了连续半年的下降，从 09 年 12 月底的 4.69 亿头降至 4.34 亿头，降幅达到了 7.46%。于此同时，能繁母猪存栏量也出现了下降，从 10 年 2 月的 4890 万头持续下降至 8 月份的 4580 万头，直到 9 月份才开始出现养殖户补栏情况。由于从

母猪受孕到商品猪出栏一般需要经历 10 个月时间,所以我们认为至少到 2011 年 6 月前,我国猪肉供应相对乏力,而即将到来的猪肉销售旺季会使猪肉供需出现紧张平衡状态,从而推动猪肉价格的持续上涨。

图 20 下半年猪肉价格出现反弹

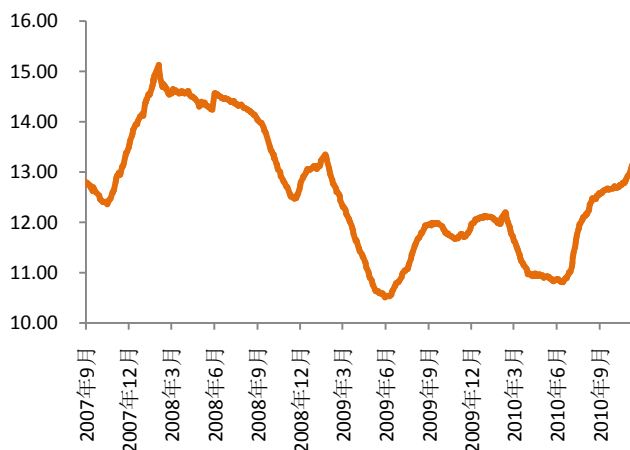


图 21 猪粮比重新站上 6:1

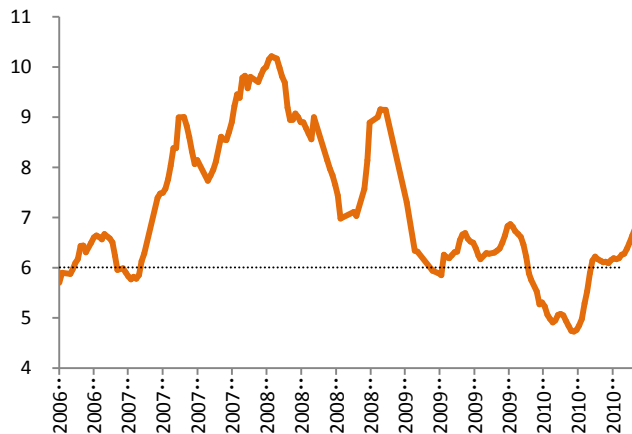


图 22 生猪存栏量

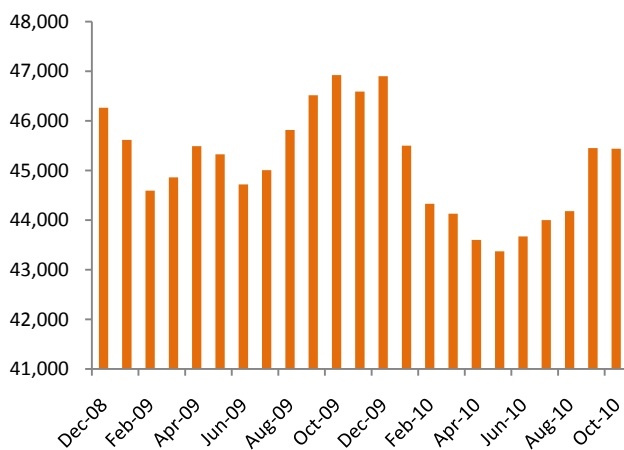
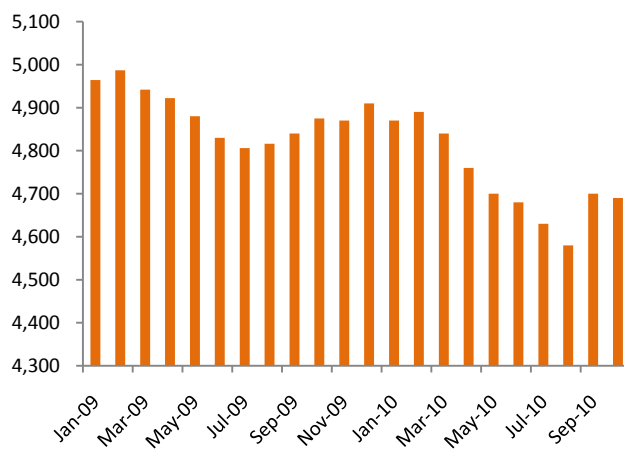


图 23 能繁母猪数下滑表明后续猪肉供给紧张



数据来源: 湘财证券研究所

海产品价格维持高位

海参一年有两次捕捞期,分别为 4-5 月和 11-12 月。2010 年 1 月,寒潮袭击了中国大部分地区,使渤海和黄海北部遭遇了 30 年来同期最严重的冰情,平均冰厚达到 10-15 厘米左右,最大冰厚达到 40 厘米。此次海面结冰又造成了浅海水域的海参,特别是幼苗出现了一定程度的死亡。由于海参的养殖周期一般在 2-3 年,所以我们认为 2011 年海参供应量不会出现大幅的提高,从而减少了海参的供应量。

2003 年的 SARS 使得人们认识到海参的增强抵抗力的功效，2010 年的 H1N1 的爆发再次大幅提高了海参的需求量。我们认为随着人们对健康的重视度的提高和消费升级的逐步提高，海参的需求将会出现稳步增长。

虾夷扇贝价格总体保持小幅上涨态势。2007 年开始，符伐扇贝就因为养殖密度过大出现了连续的大规模死亡，而 2010 年的寒冬又使浮筏扇贝雪上加霜，是的市场上符伐扇贝供应量趋紧。底播扇贝 70%供给量来自于獐子岛，而近几年獐子岛一直致力于延长养殖期（将两龄贝改成三龄贝）和打造产品品牌，随着獐子岛产品结构的不断改变和产品品牌效应的释放，虾夷扇贝价格中枢将会呈现逐步上涨态势。

图 24 海参销量处于增长态势

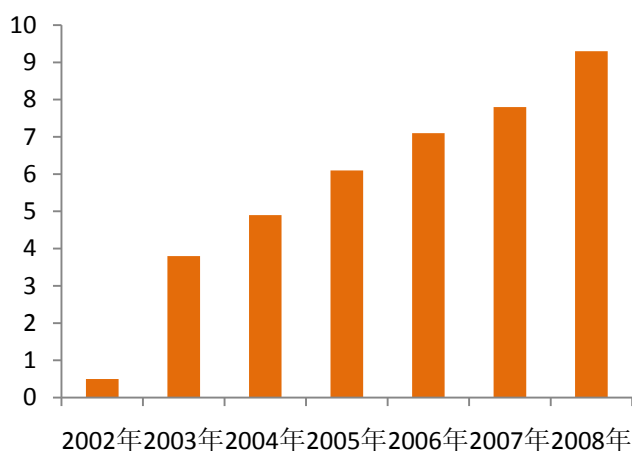
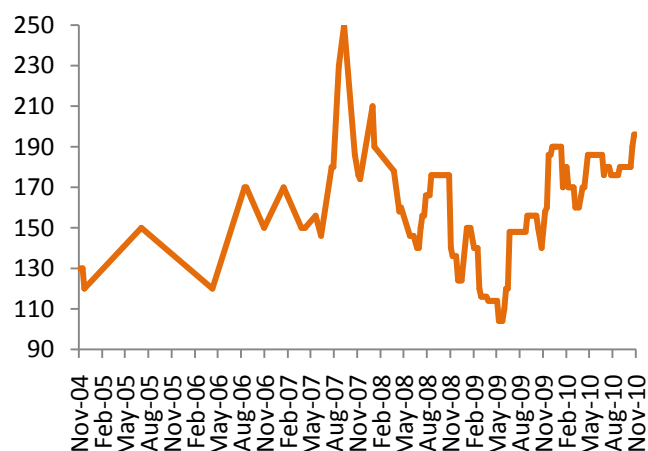


图 25 海参价格挺进 200 元/公斤



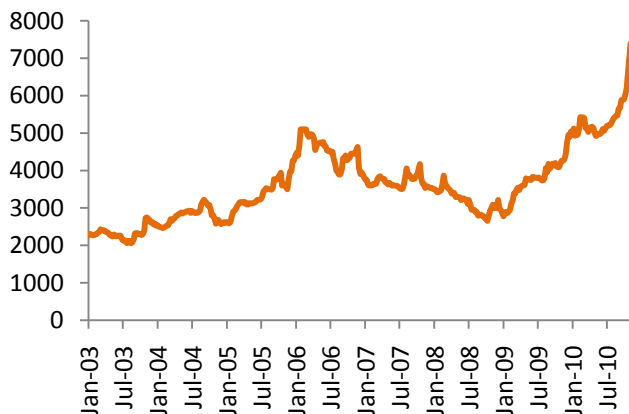
数据来源：湘财证券研究所

供需缺口仍将支撑糖价维持高位

USDA 最新预测数据中下调了全球 2010//2011 年的产量数据，从原有预测的 1.638 亿吨下调至 1.619 亿吨。由于全球食糖消费量一直保持着 1.8%的复合增长率，所以预计 2010/2011 年全球食糖消费量为 1.57 亿吨。2010/2011 榨季期初库存仅有 2430 万吨，所以虽然 10/11 榨季全球食糖产量出现了增产局面，但是库存消费比仅从 09/10 榨季的 15.8%小幅回升至 16.3%，并没有改变全球食糖供需处于紧平衡状态。

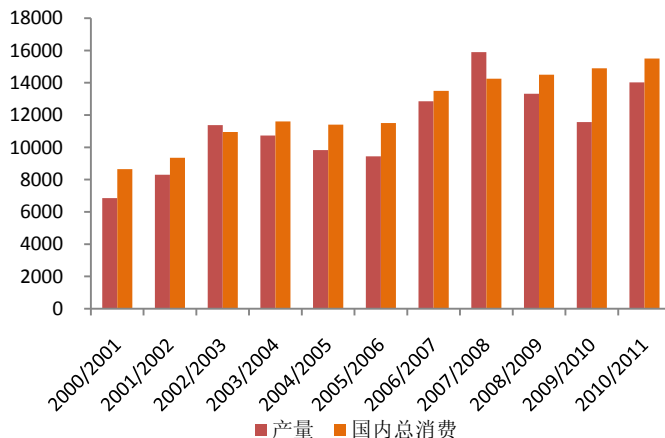
2010/2011 榨季我国糖料种植面积达到 2619.5 万亩，较去年同期增长 155.15 万亩，增幅达到 6.3%，2010/2011 年食糖产量预计可达到 1198 万吨，较去年同期 1073.83 万吨，增加 124.17 万吨，增幅大于 11.56%。在我国食糖消费量中 60%属于工业用糖量，随着我国居民生活水平的提高，食品业的快速发展，我国食糖消费出现了快速增长的态势。预计 2010/2011 年我国食糖消费量为 1400 万吨，食糖的供需仍然存在 120 万吨左右的缺口。加之我国仅有 123 万吨的可结转库存，2010/2011 榨季我国食糖供需仍处于紧张状态。

图 26 白糖现货价格创新高



数据来源：湘财证券研究所

图 27 我国食糖供需缺口仍然存在

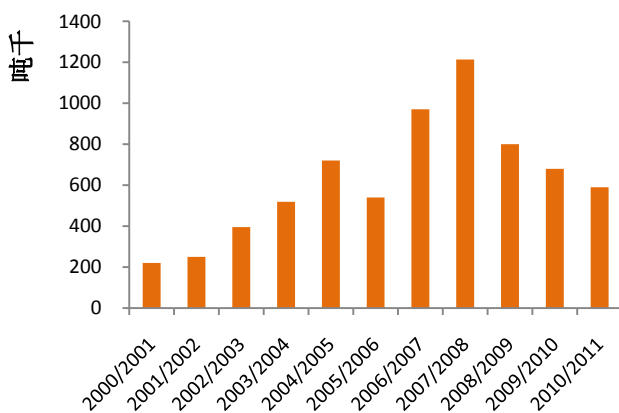


成本上扬推动苹果汁价格走高

世界最大的两大浓缩苹果汁出口国是中国和波兰，其出口总量占到全球贸易量的三分之二。2010 年，我国苹果最大产地陕西在春季花期时遭遇到冻灾，导致苹果减产，减产幅度约为 20%；第二产区山东也因受到春季低温和夏季持续降雨的影响，减幅在 20%左右，预计 2010/2011 年果汁产量仅有 59 万吨。而波兰由于 2010 年春季也遭遇到了寒冷多雨天气状况，苹果产量同比下降幅度也达到了 12%。因此，2010/2011 年全球苹果汁供应量将会出现下滑。

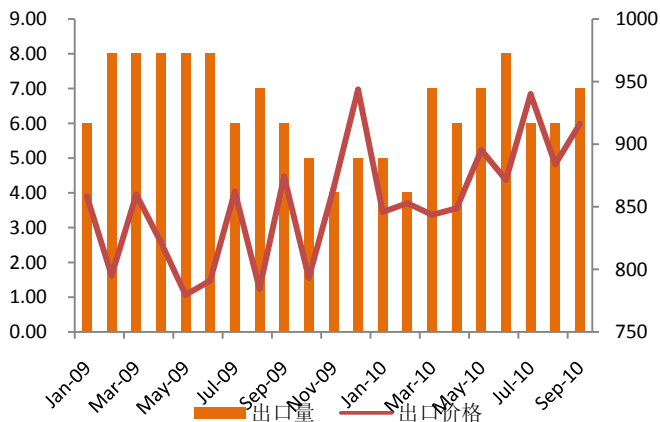
目前我国原料果收购价由去年的650-700元/吨，上涨至1100-1200元/吨，按照每6吨苹果制成1吨浓缩果汁计算，浓缩苹果汁的原料成本达到6600-7200元/吨，加上每吨2000元的人工费用和折旧费用等，则浓缩苹果汁的总成本为8600-9200元/吨，即1279-1368美元/吨。

图 28 我国苹果汁产量持续下滑



数据来源：湘财证券研究所

图 29 我国苹果汁出口量和价格



水稻种子行业领涨板块：盈利能力显著增强

行业政策更利于水稻种子行业

从 2009 年底的“中央农村工作会议”首次将种业提至道战略举措地位开始，种子行业成为了 2010 年最受政策青睐的行业之一。2010 年“一号文件”首次明确提出了要加快推动国内种业企业并购和产业整合，引导种子企业和科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。十七届五中全会中生物育种又成为了我国“十二五规划”中七大战略性新兴产业之一。

种子安全即粮食安全，种子所拥有的独特的战略地位决定国家对种子行业的重视度将会与日俱增，而对种子行业的扶持政策将会层出不穷。我们预计未来国家将从以下几个方面对我国种子行业进行政策性扶持。

第一，提高行业准入门槛，促使大量的中小企业退出市场，加快大中型种业公司并购整合的步伐，从而快速提高种子行业集中度问题。我们预计行业门槛提高之后，种子企业申请杂交水稻和杂交玉米种子生产许可证的注册资本将从原有的 500 万元提高到 3000 万元，而申请育繁推一体化的经营许可证的注册资本从原有的 3000 万提高到 1 亿元。在注册资金大幅提高的基础上，可能还会首次对种子企业的固定资产投入和科研人员的配备有着明确的要求。目前我国拥有经营许可证的种子公司多达 8700 多家，而注册资本在 3000 万以上的种子企业仅有 80 多家。

第二，取消市级和县级经营许可证，打破目前种子经营的地区封锁局面，提高良种覆盖率。目前我国种子企业经营许可证分为农业部证、省级证、地市级证和县级证四类。2009 年我国共发放各类经营许可证 8423 个，其中农业部证为 245 个，省级证为 3028 个，地市级证为 2650 证，县级证为 2500 个，地市级证和县级证的颁布数量占到 09 年总数量的 61.14%。由于地市级证和县级证的存在，使得一些县市级地区采取地方保护政策，在推广时更加倾向于优先向当地种植户推广自己市或县级的种子品种，导致了部分优良品种市场拓展受到了一定的阻碍。

第三，提高农作物审定标准，尤其是水稻等核心农作物的审定标准，不再仅以产量为核心，而会加强对种子的抗逆性、稳定性等综合性能的审定标准，利于具有较强研发实力的种子企业。随着天气状况的日益复杂，面临的恶劣的天气情况概率越来越大，部分种子在面对恶劣天气环境时候会出现一系列问题。例如，今年安徽、江苏地区的持续高温使得部分国审品种的结实率出现了大幅降低，主要原因是因为此类种子品种对高温的抗性较差。连续的恶劣天气也使得农户在选种时产生了改变，根据我们调研发现，种植户在选择种植品种时已经不再把“高产”放在了首要考虑的位置，取而代之的是首先考虑该品种是否抗病虫害、抗倒伏、抗高温等。

一旦上述政策执行，我们认为水稻种子行业政策方面的受益程度会高于玉米种子行业。主要有两方面原因：第一，自 70 年代杂交水稻问世以来，我国杂交水稻种子的研发能力一直处于全球领先，水稻品种的研发能力更有助于保证综合性状优良的

品种的开发。第二，我国水稻种子行业集中度远低于玉米种子行业集中度。目前国内水稻种子品种繁多，2010 年我国水稻种植面积为 4.6 亿亩，而在国内推广最大的杂交水稻品种的推广面积也不足 600 万亩，市场占有率仅为 1%。一旦行业门槛提高之后，我国将会有大量的水稻品种会因小企业的退出而同时退出市场，为优良品种打开市场份额空间。

水稻种子价格仍上演涨价行情：两系良种价格上涨或超预期

1995 年我国独创的“两系”法杂交稻技术开始应用于生产。与三系法相比，两系育种具有产种简便、优良组合的机率和产量大、米质优的特点。截止到 2004 年底，我国两系杂交水稻的推广面积已经达到了 6000 万亩。根据年推广面积在 10 万亩以上的主要杂交水稻组合推广面积的统计资料，2001-2007 年长江中下游稻区三系组合推广面积由 1.2855 亿亩下降至 0.9968 亿亩，减幅达到了 22.46%；而同期两系组合推广面积从 1500 万亩上升到 2955 万亩，增幅高达 97%。截止到 2007 年，长江中下游稻区推广面积在 10 万亩以上的主要杂交水稻组合中两系组合的推广面积仅为 22.90%，而三系组合占 77.10%。

图 30 两系水稻推广面积快速上涨

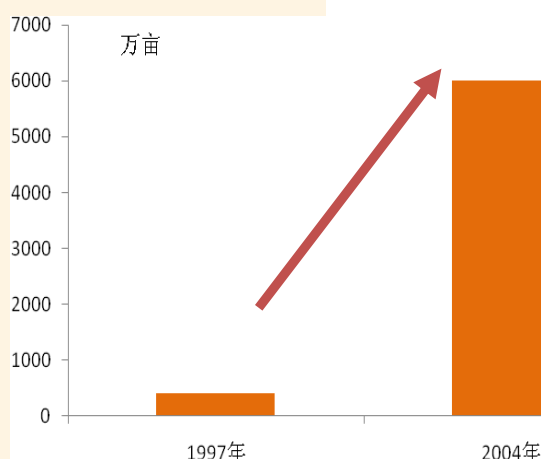
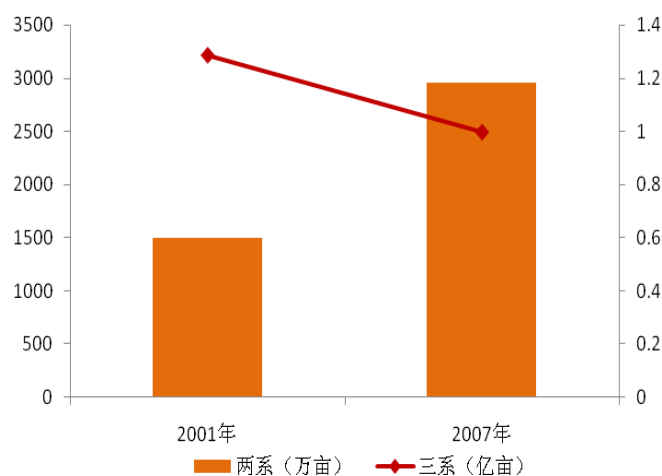


图 31 01-07 年长江中下游两系杂交稻推广面积翻倍



数据来源：湘财证券研究所

2009 年制种期间，江苏和安徽两省均受到了极端气候的影响，遭受自然灾害，制种亲本育性转换，自交结实严重，造成部分种子报废。2009 年两系法制种量约在 4500-4800 万公斤，加上库存则有 5300-5500 万公斤，而由于近年来两系杂交水稻种植面积上升较快，2010 年两系杂交稻需种量约在 5000-5400 万公斤，基本达到供需平衡。

2010 年，由于天气原因，水稻制种期推迟十天左右，水稻制种过程中几个关键性时点遇到不利的天气状况，使得四川、江苏、安徽、海南及湖南、江西、福建的春季制种普遍出现不同程度的减产，其中江苏、安徽等地的两系杂交稻制种减产

幅度较大，平均亩产不足 100 公斤，减产一半左右。两系水稻制种量的大幅减产和两系杂交水稻不断上涨的推广面积将会使得今年两系杂交水稻种子的供需紧张。而连续两年出现的恶劣天气促使农户更加倾向于选择适应性广，抗逆性强，在恶劣天气下表现优秀的良种，所以我们预计今年在两系杂交水稻价格持续上涨的基础上，优质两系杂交水稻种子的价格上涨或超预期。

图 32 我国杂交水稻制种量

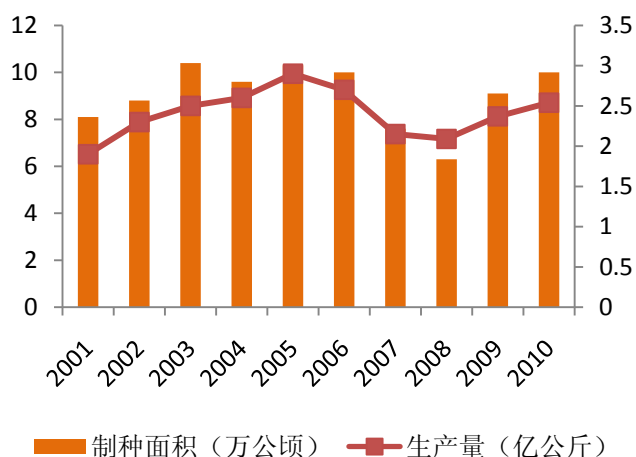
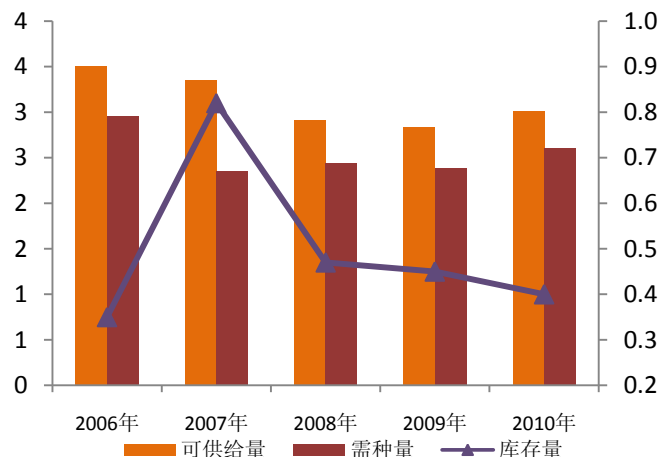


图 33 我国杂交水稻种子供需情况



数据来源：湘财证券研究所

受今年异常天气影响，全国杂交玉米制种量也出现了 15%-20% 的减幅，但是由于 2010 年的制种面积为 388 万亩，较去年增加了 55 万亩，所以制种产量较去年持平，为 11.5 亿公斤，加之有效库存 4.3 亿公斤，2010 年种子供应总量在 15.8 亿公斤左右，预计 2011 年杂交玉米种植面积为 4.9 亿亩，需种量约为 11.3 亿公斤，余种量为 4.5 亿公斤以上，依然属于供大于求的年份。

图 34 我国杂交玉米制种量

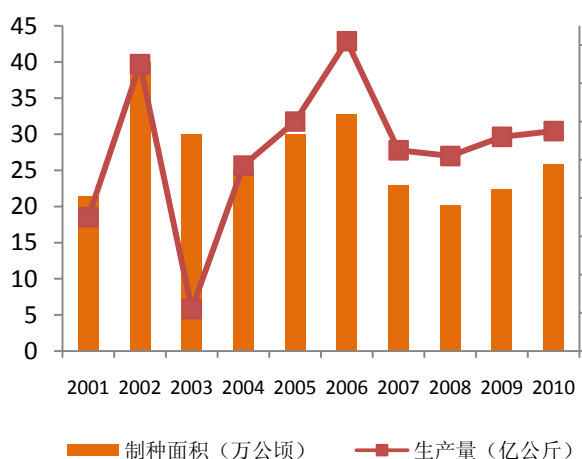
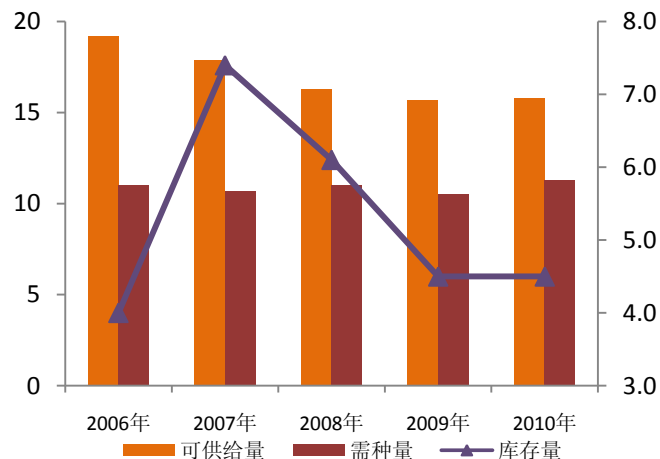


图 35 我国杂交玉米种子供需情况



数据来源：湘财证券研究所

杂交水稻种子盈利能力不亚于玉米种子

资本市场上一直认为杂交玉米种子的盈利能力较强，而杂交水稻的盈利能力较弱。而我们则认为这个结论是建立在对杂交水稻种子行业存在一定偏见的基础上。资本市场上认为水稻行业盈利能力差主要有两方面原因：

第一，杂交水稻的毛利率远低于杂交玉米；该观点的支撑点在于 2009 年登海种业杂交玉米制种业务的毛利率高达 55% 以上，而同期隆平高科的杂交水稻制种业务的毛利率仅为 34%。在两个业务比较的同时，我们发现其实忽略了单个品种毛利率的对比。登海种业的高毛利率主要源自于其核心品种先玉 335，占营收比例 60% 的先玉 335 拥有高达 70% 的毛利率，从而拉高了整个玉米种子业务的综合毛利率。隆平高科水稻业务综合毛利率之所以较低，主要原因是因为公司拥有上百种杂交水稻品种，且大部分是中低端品种，毛利率较中高端品种有着较大的差距，从而拉低了该业务的综合毛利率。从公司单个品种来看，公司的主打两系杂交水稻品种“Y 两优一号”的毛利率也高达 60%，不亚于优质玉米种子的毛利率。

第二，杂交水稻的推广面积远低于杂交玉米的推广面积；从目前杂交水稻和杂交玉米的单个品种推广面积来看确实存在着较大的差异，根据全国农技推广中心的数据显示，2008 年我国推广面积最大的杂交水稻品种为“丰两优一号”，推广面积为 551 万亩，而先玉 335 的推广面积却达到 1900 万亩之多。虽然水稻的单个品种的推广面积低于玉米品种，但是由于我国具有全球领先的研发能力，企业研发的优秀杂交水稻品种数量大于杂交玉米品种，所以当玉米制种企业仅靠 1-2 个品种支撑公司业绩的时候，水稻制种企业却可以通过一系列优秀品种来提升公司盈利能力。

综上所述，我们认为资本市场上认为水稻种子行业盈利能力差的结论是不客观的，通过水稻种子企业不断开发出优良品种和适当的营销模式，优秀的水稻种子企业的盈利能力并不亚于玉米种子企业。

杂交水稻种子拥有广阔的国外市场

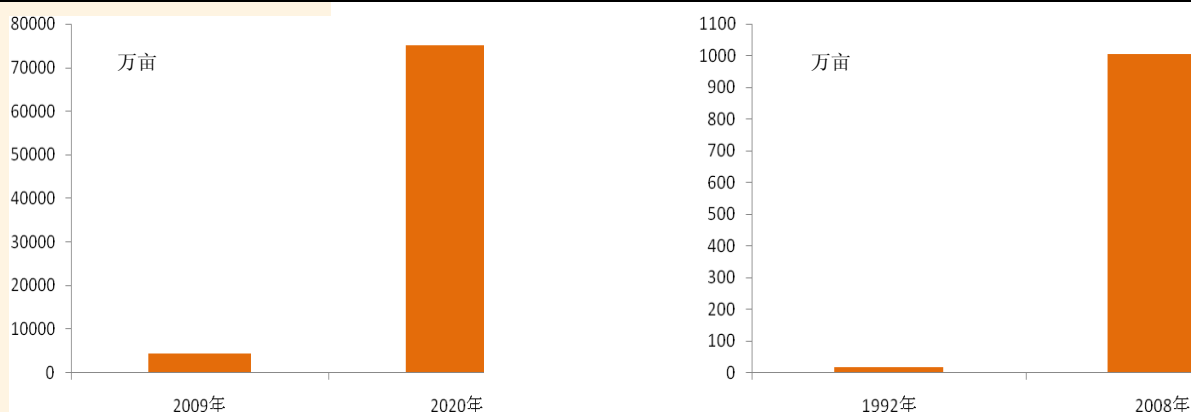
由于杂交水稻单产比常规稻有着大幅度的提高，因此杂交水稻也被誉为“东方魔稻”。1995 年以来，联合国粮农组织为了支持解决低收入、粮食短缺国家的粮食安全问题，以国际水稻研究所牵头，成立了以中国、印度、越南、印尼、缅甸、泰国、孟加拉、斯里兰卡、柬埔寨等十国杂交水稻推广协作网，为杂交水稻在世界推广提供了良机。截止到 2009 年，全世界种植水稻的国家有 110 多个，除中国外，全球每年水稻种植面积有 16.5 亿亩，而其中杂交水稻的种植面积仅为 4500 万亩。据专家预测，随着杂交水稻不断走向世界，2020 年中国以外地区杂交水稻种植面积将达到 7.5 亿亩。

越南是除中国以外最早推广杂交水稻的国家，1992 年开始，越南北部地区开始试种中国杂交水稻并取得成功后，开始大量引进杂交水稻。杂交水稻的种植面积从 16.5 万亩快速增长到 2008 年的 1005 万亩。

孟加拉由于粮食短缺成为了近年来发展杂交水稻最快的国家。孟加拉水稻种植面积16500万亩,目前杂交水稻种植面积达到750万亩,仅为水稻种植面积的4.55%。目前孟加拉水稻区域试验中,所有杂交水稻均来自中国,每年有近20个品种通过认定和进口许可。

印尼全国人口绝大部分以大米为主要粮食,由于稻米生产不能满足需求,近年来印尼每年进口大米200-300万吨,为此,印尼政府决定通过扩大种植面积,引种良种和改善耕作技术等措施,提高水稻产量,以期尽快实现粮食自给。

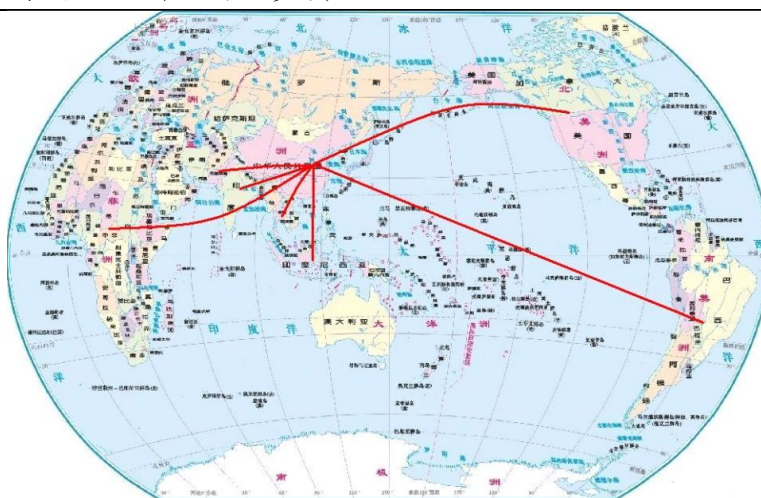
图 36 2020 年除中国外杂交水稻种植面积为 7.5 亿亩 图 37 16 年内越南杂交水稻种植面积扩大 60 倍



数据来源: 湘财证券研究所

近年来,我国杂交水稻不仅仅在东南亚国家推广,在南亚、南美、非洲、北美等地已有四十多个国家和地区引种和种植杂交水稻,且增产效益十分显著,尤其是在非洲等地,由于当地粮食的极度缺乏,加之非洲大陆有广阔的未开发土地和丰富的可利用的水资源,例如,撒哈拉以南非洲的1.3亿公顷可耕地中,目前实际种植面积只有390万公顷。我们预计非洲将为成为未来杂交水稻的另一个重要的推广市场。

图 38 杂交水稻已在全球逐步推广



数据来源: 湘财证券研究所

2011 年农林牧渔行业投资策略：首选业绩持续增长型

首选业绩持续增长型上市公司

2010 年农业板块在农产品减产预期和通胀预期的影响下，一反往年一、四季度行情，走出了全年跑赢大盘行情。在农业整体板块表现突出的情况下，涨幅前五的上市公司均为业绩增长明确者。表明：业绩持续增长预期明确的公司会更受青睐，值投资已经成为了行业投资的首选。

2011 年我们认为在通货膨胀的预期下，农产品价格的上涨依然会给农业板块带来投资机会，且持续增长预期明显的上市公司更会受到投资者的关注。我们建议关注（1）产能扩张带来业绩增长的上市公司：荃银高科、圣农发展、雏鹰农牧、新希望、海大集团；（2）产品价格上涨带来的业绩增长的上市公司：丰乐种业、隆平高科、獐子岛、好当家、东方海洋

重点公司分析

荃银高科（300087）：内外兼修，业绩腾飞，买入

公司具有全国领先的杂交水稻研发能力，自主研发的新两优 6 号以其高产、抗高温、稳定性好、广适性强一直成为公司的主打品种，贡献了公司近一半的营业收入。在公司继续大力推广新两优 6 号的同时，公司又自主研发出新两优 106、新两优香 4 和新两优 343 等一系列通过国审的优良两系杂交水稻品种。根据大田种植情况来看，公司新通过国审的品种也同时具备了高产、米质优、抗逆性好等优秀特质，必将成为公司下一个阶段推广的重点品种，与新两优 6 号一起成为公司水稻业务的利润贡献的主力军。

公司并购登峰种业后进入杂交玉米种子领域，标志着公司多元化步伐大踏步迈开。登峰种业目前拥有三个杂交水稻品种，其中“高农 901”通过了陕西省、河北省审定以及河南省认定，并于 2009 年取得国家植物新品种权保护证书。2009 年陕西省、河南省和河北省的玉米种植面积达到了 1.05 亿亩，我们预计“高农 901”的最终的市场占有率为可推广面积的 10%，则推广面积为 1051 万亩。目前公司育成的“高试 129”杂交玉米品种已完成了陕西省品种区域试验，正在申报审定，从目前的区域试验数据可知，该品种的综合抗性、品质和产量都明显优于对照品种，我们认为该品种可能会进行国审，最终以其优异的性状成为黄淮海地区的主要推广品种之一。

公司自上市以来已先后收购了四川竹丰、安徽华安种业和陕西登峰种业三家公司。从目前公司的收购公司来看，公司在并购公司的选择上主要考量两方面：第一，通过并购完善公司的销售渠道；第二，通过并购增强公司在几大大田作物方面的研发能力。在我国种业迎来行业性并购整合大潮之际，我们认为作为我国优秀的种业公司之一，公司后续外延式扩张步伐仍值得期待。

我们预计公司 10-12 年公司营业收入分别为 1.91 亿元、3.18 亿元和 5.86 亿元，净利润分别为 0.39 亿元、0.77 亿元和 1.43 亿元。对应的 EPS 分别为 0.74 元、1.46

元和 2.70 元，建议“买入”。

东方海洋 (002086): 主营业务的顺利转型，买入

公司目前海参养殖海域由原有的 800 亩扩张到 4.1 万亩，主营业务从原有的加工业务成功转型为拥有高毛利的海参养殖业务。新增海域从 08 年开始进行投苗，2010 年 4 月投苗工作已经全部结束，由于所投苗种中有一半均为大苗，所以新增海域可从 2010 年开始贡献业绩。我们预计 2010-2012 年公司海参捕捞量可达到 650 吨、900 吨和 1150 吨。

公司的胶原蛋白业务拥有广阔的前景，目前此项业务正处于营销渠道的建设期，目前拥有代理商 50 多家，加盟店 20 多家，覆盖了全国二十多个省市，公司争取 2012 年建立起辐射全国的营销网络。目前公司邀请赵雅芝作为产品代言人，并在央视进行广告宣传，随着加盟店的迅速扩张和广告效应的日益显现，我们预计该业务的销售规模也将出现逐步的增长，成为公司主要利润来源之一。

公司三文鱼养殖业务进展顺利，目前处于淡水养殖环节，预计明年 1 月将进入咸水养殖环节，如果公司试养成功，成活率达到 80%，则三文鱼产量可达 960 吨，销售收入达到 6720 万元，净利润可达 3360 万元。

我们预计公司 10-12 年的营业收入分别为 6.74 亿元、8.38 亿元、9.56 亿元，净利润分别为 0.75 亿元、1.1 亿元和 1.69 亿元，对应的 EPS 分别为 0.31 元、0.45 元和 0.69 元。推荐“买入”。

圣农发展 (002299): 产能扩张推动业绩增长，买入

公司非公开增发预案出台，公司拟在 2013 年前将产能从目前的 9600 万羽，扩大至 2.52 亿羽，使产能提高 262%。我们预计公司 2011-2013 年的鸡肉屠宰能力分别为 1.1 亿羽、1.9 亿羽和 2.5 亿羽。公司鸡肉产品因品质出众，一直成为肯德基、麦当劳、太太乐等大型企业的核心供应商，目前的产能很难满足广大客户的需求，公司的产品也一直处于供不应求的状态，所以公司产能的扩大并不会造成产品积压的情况。

由于猪肉在我国的肉类消费总量中占 60% 以上的份额，且猪肉和鸡肉存在一定的替代性，所以猪肉价格在一定程度上影响着鸡肉价格的走势。上半年由于猪肉价格较低，且玉米等原料成本的上涨，使得公司的单位利润降至 1.8 元/只，但是随着猪肉价格的反转，鸡肉价格也同期出现了上涨行情。圣农的完整的产业链不仅能使得公司最大程度的抵御行业性风险，而且也能在行业出现盈利情况下最大程度的享受产业链利润。正常情况下，公司的单位利润将达到 3 元/只。

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年的营业收入分别为 19.85 亿元、28.36 亿元和 45.61 亿元，归属母公司的利润分别为 2.68 亿元、4.30 亿元和 5.91 亿元。对应 10 年、11 年和 12 年的 EPS 为 0.65 元、1.05 元和 1.44 元，推荐“买入”。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。