

多因素给力价格上行 踏轨迹寻机会

——农林牧渔行业 2011 年投资策略

2010 年 12 月 3 日

看好/维持

农林牧渔

年度报告

投资摘要:

- **供需关系是农产品价格上涨的基础因素。**我们认为今年是农产品又一轮上涨周期的起始。虽然长期看耕地面积下降趋势无法改变,但单产与机械化率提高将保持主粮供给平稳略增,供需基本平衡;非粮作物因播种面积无明显提高又加遭遇天灾,今明两年供给偏紧,价格维持高位。粮食结构变化导致口粮消费减少,玉米、大豆等可做饲料工业原料的农作物价格将受需求驱动而上涨;消费升级高档养殖如水产品需求量增长,海域制约供给,未来价格将反映供需矛盾和水资源价值。
- **劳动力与生产资料成本上涨是农产品价格上行的根本原因。**人工、物资和土地成本的上涨将首先传导至劳动密集型的棉花和甘蔗,土地密集型的玉米和大豆,以及转型期的水稻和油料。种植业价格上涨通过饲料传递给养殖业,最终导致肉类和经济作物价格上涨。因成本导致的农产品价格上涨将通过农村和城市两个路径循环,螺旋式上升推动价格长期看涨。
- **流动性泛滥推波助澜,国家政策是价格调节器。**超发货币导致的流动性过剩放大了农产品涨价的幅度;国家政策通过收抛储和补贴调控价格、稳定市场;农业政策以提高效率和农民增收为目标必将带动与农相关产业快速发展;面对越来越高的价格,农民惜售情绪严重,这些最终都将促进农产品价格上涨。
- **投资策略:**根据农产品量价上涨的三类动因,提出受供给驱动的产品量价上涨多具有爆发性如棉、糖;受需求驱动的产品价格增长多具有持久性如高档海产品;受成本驱动的产品多兼具持续性、现时性和滞后性如种子、养殖和饲料。按照这个逻辑我们根据成本传导的时间顺序和供需带来的结构调整得出:1 成本与价格推动下种子行业率先受益,寻找整合与研发并进的公司;养殖业通过涨价传导饲料成本,在国家调控下头均盈利将逐步回升,关注规模优势公司;养殖量增带动饲料消费,在“走量”的饲料行业中寻找强势营销的高毛利公司。2 供给稀缺与需求拉动将带来水产养殖、种畜等高档农产品的投资机会。

农林牧渔行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	09A	10E	11E	09A	10E	11E		
大北农	0.82	0.87	1.26	51	48	33	7	推荐
隆平高科	0.18	0.25	0.33	177	124	94	9	推荐
东方海洋	0.23	0.29	0.41	81	64	46	4	推荐
圣农发展	0.53	0.72	1.13	61	45	29	8	强推
顺鑫农业	0.37	0.76	0.95	68	33	26	4	推荐

银国宏

执业证书编号: S1480207120048

王昕

农林牧渔行业分析师

010-6650 7312

wangxin@dxzq.net.cn

wangxin200810@hotmail.com

行业基本资料

占比%

股票家数	60	2.98%
重点公司家数	22	1.09%
行业市值	3616.92 亿元	1.19%
流通市值	2745.16 亿元	1.45%
行业平均市盈率	62.8	/
市场平均市盈率	18.1	/

农林牧渔行业指数走势图



资料来源: wind

相关研究报告

1. 《大北农调研快报: 引领饲料理念 种业加强营销深入》 2010.09.06
2. 《大北农: 新品种国审通过 玉米业务获加强》 2010.09.20
3. 《东方海洋调研快报: 转型海参养殖 品牌与新品营销待加强》 2010.08.16
4. 《正邦科技调研快报: 饲料、养殖规模增 鲜肉强调高端可控》 2010.09.01
5. 《荃银高科: 抓住种业整合机遇 进军三系 迈向长江上游》 2010.08.19
6. 《圣农发展深度报告: 鸡肉标杆企业 健康经济龙头》 2010.05.04

目 录

前言.....	4
1. 供求关系是农产品价格变化的基础原因	5
1.1 长期看主粮产量充裕 非粮作物既有供给危机又有滞后效应	5
1.2 粮食需求结构转变与消费升级，加速饲用作物与高营养农产品需求	7
2. 劳动力与劳资成本上涨是农产品价格持久向上的驱动力	9
2.1 人工和物资、土地成本 7 年上涨 50%、117%，已传导至农产品	9
2.2 人工与劳资成本上涨影响不同粮食涨价，且将传导到肉类	10
3. 国家政策是农产品价格的调节器 流动性泛滥推波助澜	12
4. 农林牧渔行业投资策略.....	15
4.1 供需与成本，行业量价转变的推动力	15
4.2 成本与价格推动的投资时钟——种子 禽畜养殖 饲料	16
4.3 供给稀缺与需求旺盛推动——棉花 水产品	18
5. 重点公司推荐.....	19
5.1 大北农（002385）	19
5.2 隆平高科（000998）	20
5.3 东方海洋（002086）	20
5.4 圣农发展（002299）	20
5.5 顺鑫农业（000860）	21

表格目录

表 1: 1978-2009 年国内粮食波动周期	13
表 2: 2004-2010 年主要粮食作物最低收购价	14
表 3: 2004-2010 年农业四项补贴力度	14
表 4: 2004-2010 年中央一号文件主要内容	14
表 5: 三种驱动力下对应的上市公司	16
表 6: 主要农业公司优质水稻品种情况	17
表 7: 主要饲料公司毛利率.....	18

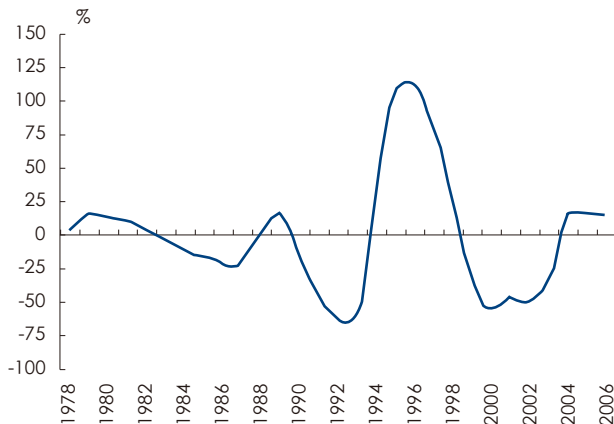
插图目录

图 1: 1978-2006 年国内农产品价格波动周期	4
图 2: 2002-2009 农产品生产价格指数	4
图 3: 1978-2009 年国内粮食产量	4
图 4: 2001-2009 年主要化肥零售价	5
图 5: 04-09 年三种粮食亩产产值增速与化肥费增速	6
图 6: 03-09 年化肥农药费占物资费用比例	6
图 7: 1996-209 年我国耕地面积变化	6
图 8: 1990-2010E 稻谷、小麦和玉米的播种面积变化	6
图 9: 1978-2009 年糖料作物产量与播种面积	7
图 10: 1978-2009 年棉花产量与播种面积	7
图 11: 1978-2009 年城乡人口比重	7
图 12: 1985-2000 年全国口粮消费量	7
图 13: 1985-2000 年我国粮食各项消费比例	8
图 14: 1985-2000 年饲料、工业和种子用粮量	8
图 15: 1985-2007 年城镇家庭人均全年购买水产品数量	8
图 16: 1978-2008 年水产品和海水产品产量	8
图 17: 粮食作物成本构成图	9
图 18: 04-09 年三大主粮主要成本增速	9
图 19: 03-09 年三大主粮主要成本占总成本比重	9
图 20: 农产品价格上涨传导图	10
图 21: 成本拉动农产品涨价的三种类型	10
图 22: 03-09 年玉米、小麦、大豆租赁费占物质与服务费比	11
图 23: 03-09 年玉米、小麦、大豆人工费占总成本比例	11
图 24: 03-09 年棉花、甘蔗租赁费占物质与服务费比例	11
图 25: 03-09 年棉花、甘蔗人工费占总成本比例	11
图 26: 03-09 年水稻、油料租赁费占物质与服务费比例	11
图 27: 03-09 年水稻、油料人工费占总成本比例	11
图 28: 散养生猪成本构成	12
图 29: 03-09 年散养生猪的主要成本及占比	12
图 30: 03-09 年规模化生猪养殖的主要成本及占比	12
图 31: 农业补贴与市场调控方向	13
图 32: 农民增收目标实现结构图	15
图 33: 种子 禽畜养殖与饲料的投资逻辑	16
图 34: 09 年 6 月-今猪粮比价	17
图 35: 09 年-今生猪存栏量和能繁母猪量	17

前言

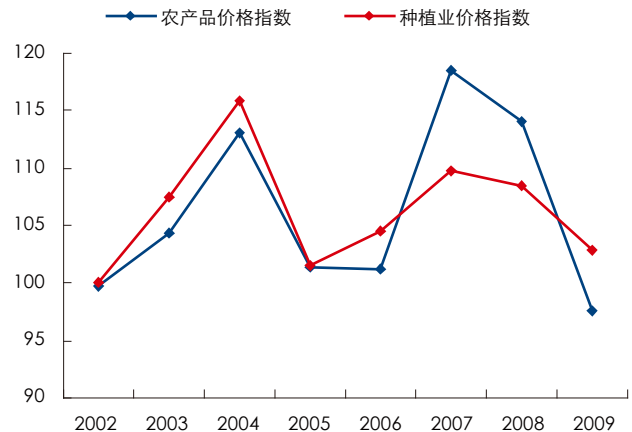
回顾我国农产品量价关系的历史，可以看到 1949-1978 年间粮食产量不断增长但速度较为缓慢，1978-2009 年间国内粮食价格出现了 5 个较为明显的波动周期，粮食产量呈现缓慢向上趋势。我们认为 2000 年之前农产品价格的波动很大程度上与当时国内粮食购销体制变化相关联，如 1979 年和 1985 年国家粮食购销体制松动，粮价逐渐市场化带来主要农产品价格上涨；1998 年国家实行保护价收购政策，农产品价格出现恢复性上涨。而 2000 年之后每次农产品价格较大的波动基本都与当时的供需面相关，同时伴随有国家宏观调控和国外影响等因素。今年以来农产品价格出现普涨，供需面、流动性、国际影响等个中因素皆可为一方观点，我们认为当前不同农产品品种其价格上涨主因略有不同，但从长期消费升级与成本提高角度看，未来农产品价格将呈现稳步上涨态势，在经历了 06-09 年完整波动周期后，2010 年农产品价格的上涨仅仅是一轮新周期的开端。

图 1：1978-2006 年国内农产品价格波动周期



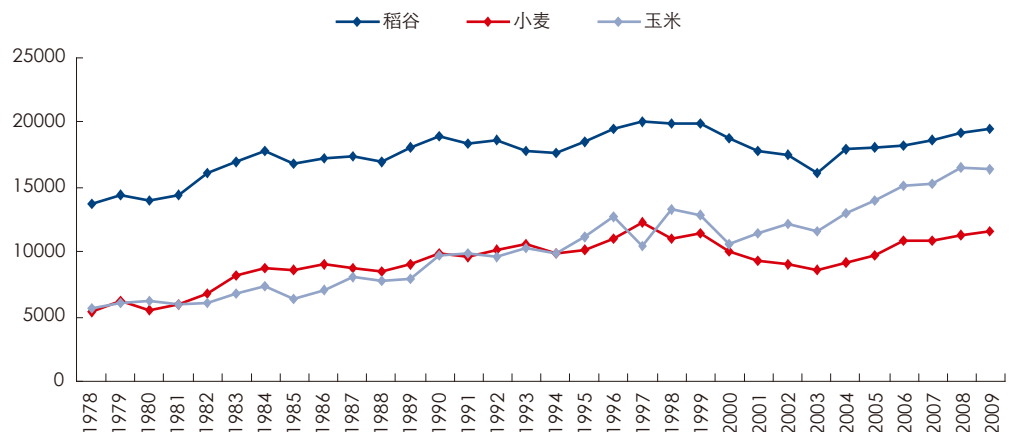
资料来源：《中国统计年鉴》，东兴证券研究所

图 2：2002-2009 农产品生产价格指数



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 3：1978-2009 年国内粮食产量



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：万吨

1. 供求关系是农产品价格变化的基础原因

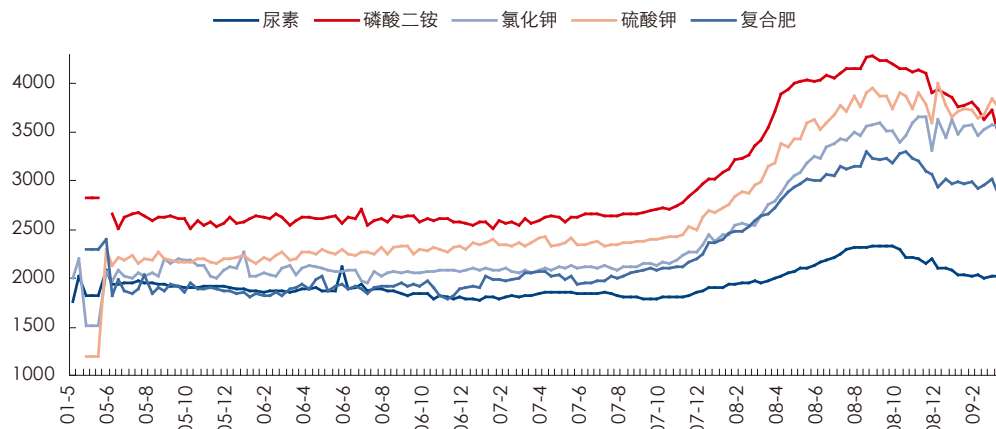
1.1 长期看主粮产量充裕 非粮作物既有供给危机又有滞后效应

1.1.1 资源分配不均与种粮效益低下导致耕地和农产品播种面积呈下滑趋势

耕地资源和水资源是农业生产中最基本和最重要的生产资料，但在工业化进程加快和环境问题等影响下其面积逐渐下降。目前我国耕地面积已比 96 年下降 6.41%，平均每年减少 893 万亩；而水资源南北分配严重不均且又存在不同程度的污染问题，水源短缺、农田水利建设投入较低等问题严重影响着我国农业生产的量与质。

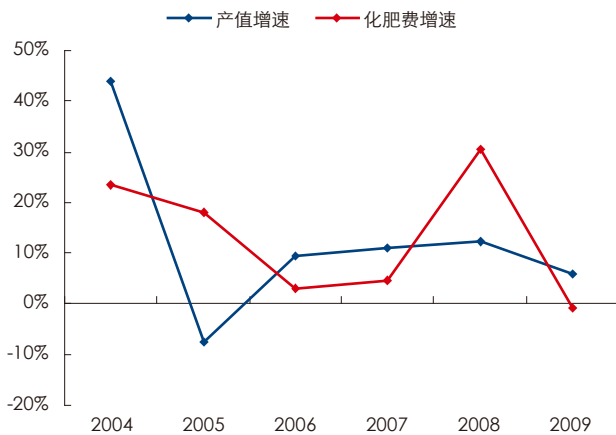
先天不足虽然对农业生产有很大影响，但后天由于农民种粮收益下降所造成的耕地荒置才是导致粮食种植面积下降的重要原因。04 年底至 05 年中主要化肥产品刚经历完一轮周期位于低点，之后经过三年平稳期后出现大幅飙升，虽然目前化肥价格比之前下降但整体而言仍在高位。04-09 年三大粮食产值平均增速为 12.55%，同期化肥费增速 13.1%；在三大粮食成本的构成中，化肥和农药费占全部物资费用的比重呈上升趋势，从 03 年占比 35.98% 提高到 09 年占比 46.47%。农资价格涨幅高于粮食作物销量所得，农民种粮效益降低，耕地荒置、农业投入减少、单位产出降低等问题随之出现。

图 4：2001-2009 年主要化肥零售价



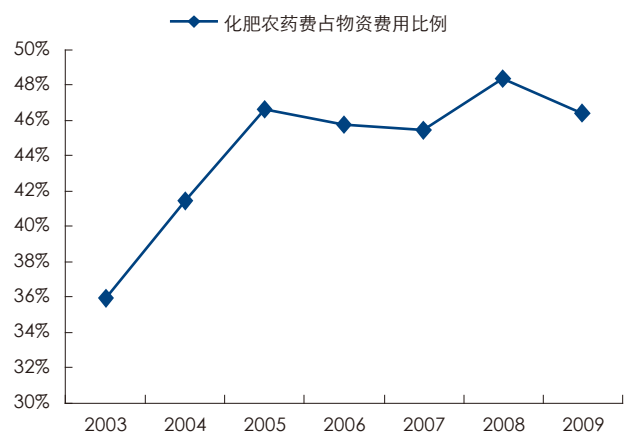
资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5：04-09 年三种粮食亩产产值增速与化肥费增速



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》，东兴证券研究所

图 6：03-09 年化肥农药费占物资费用比例

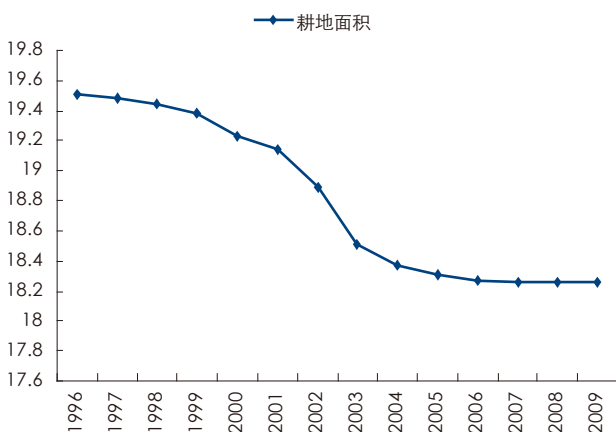


资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》，东兴证券研究所

1.1.2 今年主粮价涨有天气因素 未来供给小增不支持价格大涨

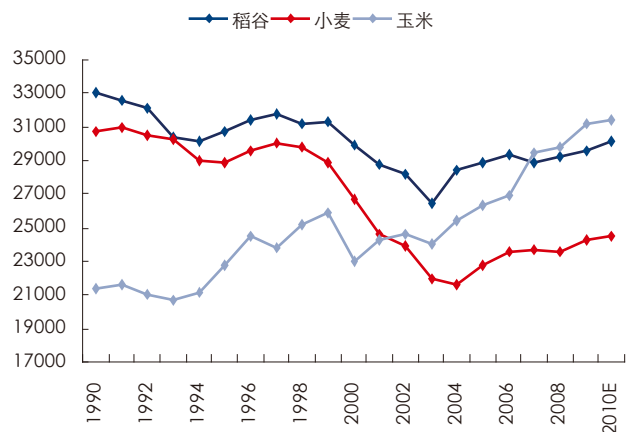
我国小麦、稻谷、玉米等主粮自 03/04 年播种面积达到低谷后一直处于回升期，目前水平与 2000 年相当但远低于 90 年和 97 年的相对高峰值，预计未来播种面积将呈现微幅增长，而单产依靠科技仍有提高可能，在没有极端天气出现的前提下稻谷、小麦和玉米等农作物的供给将呈小幅上升态势。我们认为今年主粮种植面积增长但仍出现价格大涨的原因除了国家保护、最低收购价不断提高等因素外，还有一个重要原因是自然灾害导致局部地区供给减少，今年西南干旱或将造成早籼稻播种面积下降 1.3%，北方低温西南干旱也已造成小麦单产下降。

图 7：1996-2009 年我国耕地面积变化



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：亿亩

图 8：1990-2010E 稻谷、小麦和玉米的播种面积变化



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：千公顷

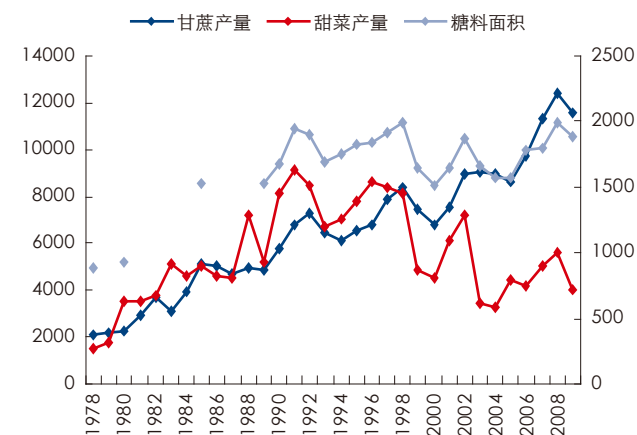
1.1.3 非粮作物减产 供给偏紧导致价格大涨 明年价格维持高位震荡

由于 09 年糖料作物种植面积同比下降 5%，再加上年初西南旱灾，今年糖料作物产量预计将有所下降；2010 年种植面积预计没有太大增长，明年糖料供给将偏紧。

08 和 09 年国内棉花种植面积分别下降了 3% 和 14%，预计今年仍有 2% 左右的下降，09 年大幅减产棉价的暴涨滞后到今年体现出来，而从今年的供给面来看仍支持明年棉价上涨。

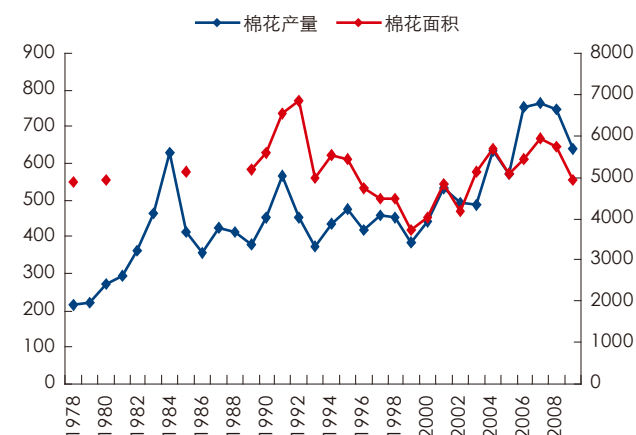
总体而言糖料作物和棉花由于主要生长区域集中且生长期长，其种植期间较易受天气影响，供给具有一定不确定性；近年糖棉的种植效益不如粮食高，其播种面积也有不同程度的下滑。这两方面导致今年糖棉供给偏紧，在需求增长之际其价格出现大幅上涨，需要注意的是农户种植具有滞后性和盲目性，今年糖棉高价有可能导致未来种植面积增长，在新年度种植意向尚未公布前，基于今年种植面积未有增加我们预计明年糖棉价格将维持高位震荡。

图 9：1978-2009 年糖料作物产量与播种面积



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：千公顷 万吨

图 10：1978-2009 年棉花产量与播种面积



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：千公顷 万吨

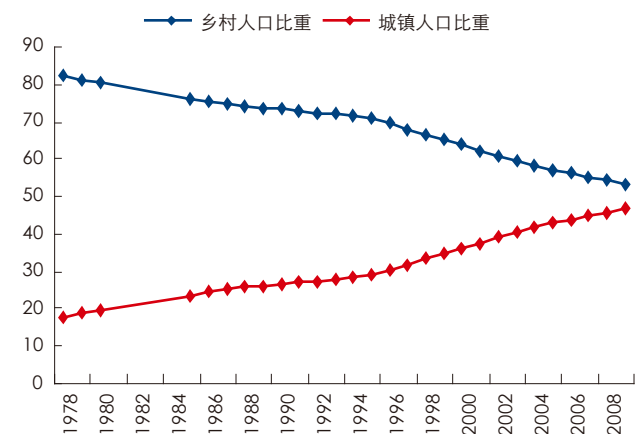
1.2 粮食需求结构转变与消费升级，加速饲用作物与高营养农产品需求

1.2.1 粮食需求结构转变 口粮需求下降，具有饲料与工业用途的作物需求将持续增长

我国的粮食需求主要包括居民口粮需求、饲料用粮需求、种子用粮需求和工业用粮需求等，我们认为在城镇化率提高、消费升级与工业需求增长的背景下粮食等农产品需求将进一步提高，供求偏紧的状况将长期存在。

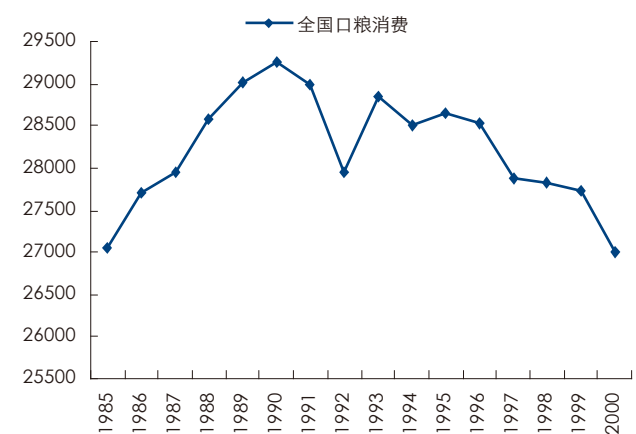
影响口粮需求的主要是人口总量和城乡结构变化。1978-2009 年间我国人口总量增长了 38.66%，城乡人口比例从 4.58 降至 1.15，未来人口的增长虽然会带来粮食需求增加但预计农村人均口粮消费将在未来一段时间内出现快速下降，这将使得我国口粮消费保持下降趋势，预计未来水稻、小麦的需求量将比较平稳。

图 11：1978-2009 年城乡人口比重



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：%

图 12：1985-2000 年全国口粮消费量

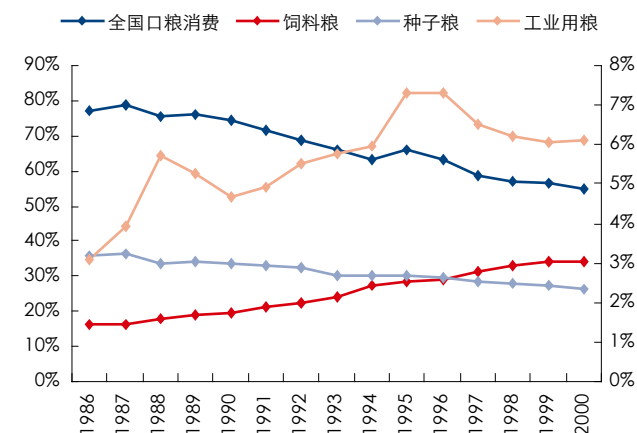


资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：万吨

近年来粮食消费增长较大的是饲料和工业用粮，其中饲料用粮主要由肉禽蛋、水产品和奶类制品需求快速增长催生，在料肉比长期稳定下养殖耗用粮食量将持续增长，预计年增速将略高于近年均值 8.08%。工业用粮需求主要来自以酿酒为主的食物工业和以酒精、医药、燃料为主的非食品用粮，预计未来增速将显著高于近年均值 8.38%。总体而言未来粮食需求将发生结构性转变，粮食间接需求的增长将明显快于直接需求，饲料用粮、工业用粮等的比重将从目前的 40% 左右提高到 45-50%，玉米、大豆等可以作为饲料和工业原料的作物需求将进一步提高。其中玉米历年消费量大约在 5% 左右，理论上产量也应该至少为 5%，但 09 年产量不升反降并导致今年大量进口，我们认为未来饲料与能源需求将驱动玉米需求缺口扩大，进口与价格上涨的情况将继续出现。

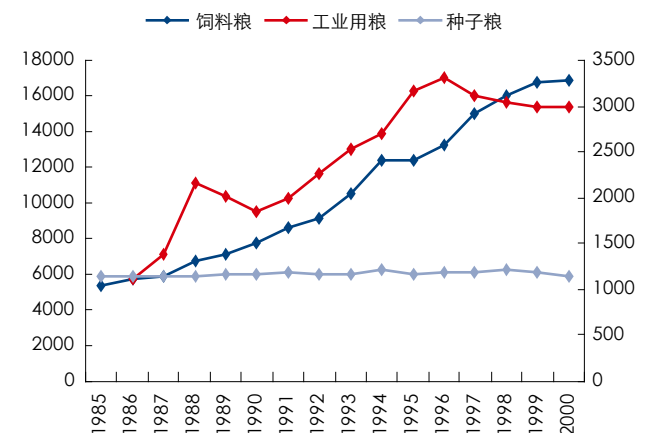
对于棉花、糖等非粮作物而言，其主要依赖下游纺织和食品的增长，长期看消费者对产品品质与量要求的提高将进一步推进棉糖等原料需求，再加上棉糖的播种面积近年都在下降，预计未来可能存在供需缺口。

图 13: 1985-2000 年我国粮食各项消费比例



资料来源:《中国统计年鉴》,《中国人口统计年鉴》,东兴证券研究所

图 14: 1985-2000 年饲料、工业和种子用粮量

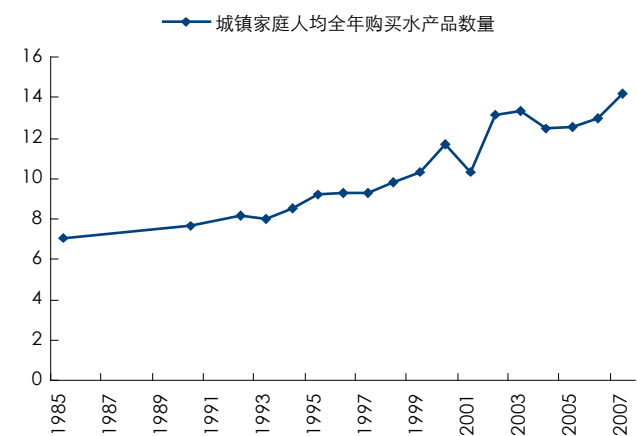


资料来源:《中国统计年鉴》,《中国人口统计年鉴》,东兴证券研究所 单位:万吨

1.2.2 需求拉动将使高营养 更健康的产品量价齐升

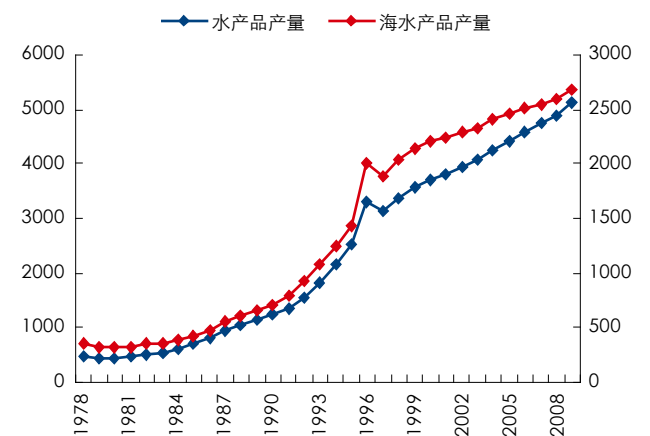
近年随着居民消费支出的增长,人民的消费观念也向追求健康营养转变,白肉和水产品特别是高营养价值的海珍品销量增速强劲,持续高企的需求是支持健康农产品价格上涨的首要原因。但仅这一点还不足以支撑我们量价齐升的观点,我们认为适宜海珍品养殖的水域有限,水资源价格的稀缺性未来将反映在水产品价格上,水产品价格将长期看涨。

图 15: 1985-2007 年城镇家庭人均全年购买水产品数量



资料来源:wind,东兴证券研究所 单位:千克

图 16: 1978-2008 年水产品和水产品产量



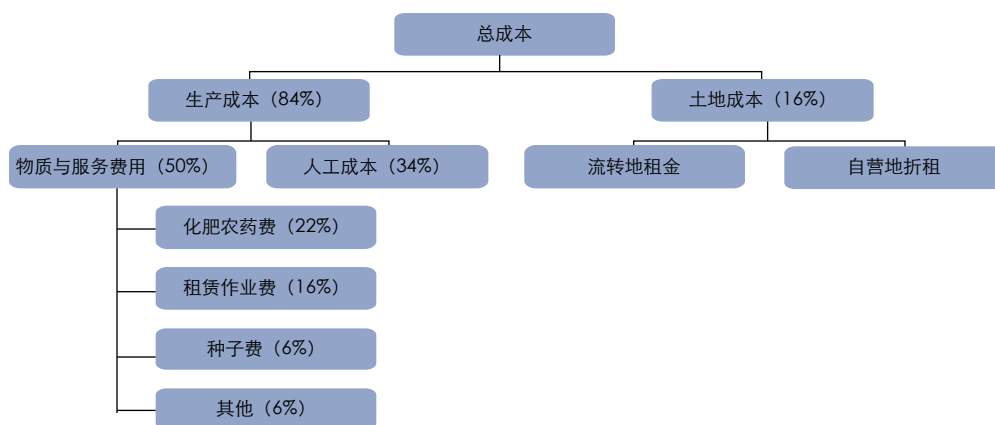
资料来源:wind,东兴证券研究所 单位:万吨

2. 劳动力与劳资成本上涨是农产品价格持久向上的驱动力

2.1 人工和物资、土地成本 7 年上涨 50%、117%，已传导至农产品

如果说供需矛盾导致了农产品价格涨跌互现，那么劳动力与生产资料成本的上涨则推动农产品价格呈长期向上趋势。其中在生产资料方面，近年对农产品价格涨幅贡献较大的是化肥和农药费用、租赁机械灌溉费用、燃料动力费用；土地成本中流转地和自营地租金增加也贡献了总成本上涨的近 20%。

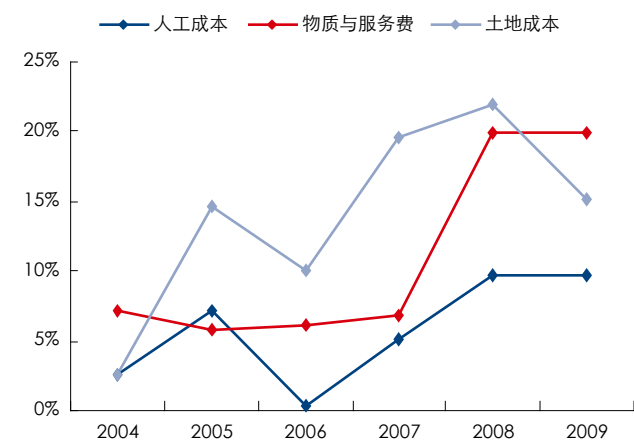
图 17：粮食作物成本构成图



资料来源：东兴证券研究所

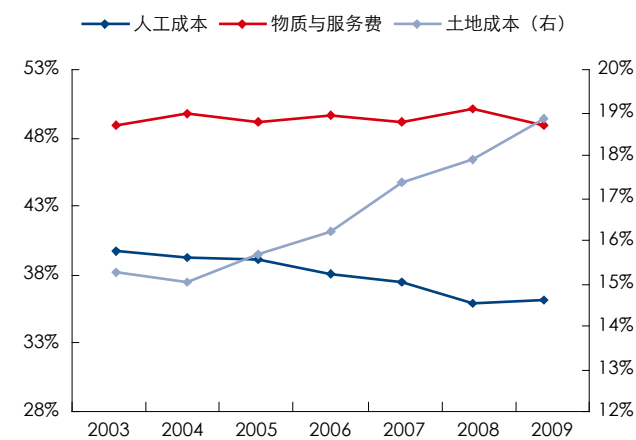
以三大主粮为例，03-09 年物质与服务费用、人工成本和土地成本平均占总成本的比重分别为 50.72%、34.28%和 16.29%；这三者的六年平均涨幅分别为 9.17%、4.97%和 13.79%，且每年涨幅都在不断扩大。人工成本占总成本的比重经过几年下降后目前比较稳定；土地成本占比连年上涨且幅度扩大；物质与服务费用比例稳定但结构发生较大变化，种子、农药化肥、农资租赁占比都在提高。

图 18：04-09 年三大主粮主要成本增速



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所 单位元

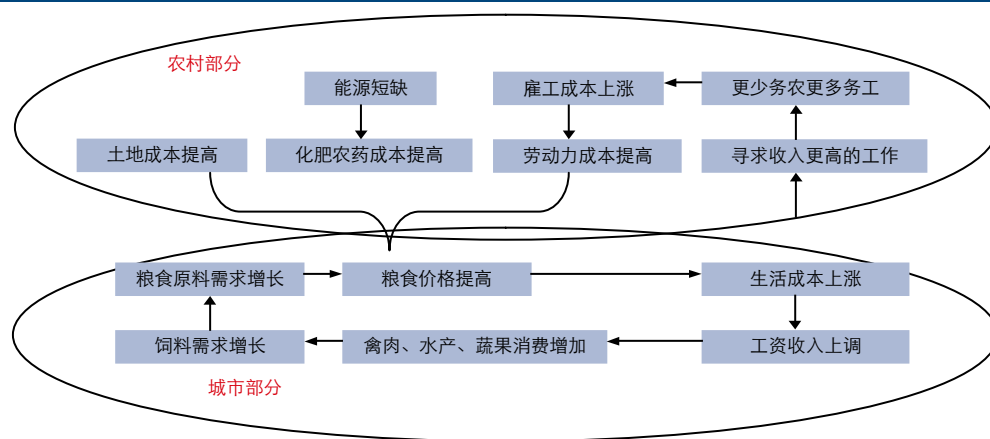
图 19：03-09 年三大主粮主要成本占总成本比重



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所 单位元

历史经验表明发展中国家的成长路径是首先成为制造大国，在这个过程中务农人员减少、原有的农工将向制造业转移，此时务农的机会成本增加同时农工开始稀缺，上涨的雇工工资与机会成本将导致农产品价格增长，尤其是用工量大又难以完全机械化的作物将更多的接受劳动力成本上涨的压力。农产品价格上涨导致生活成本提高，工资收入将随之提高进而带来消费升级，此时蔬果、禽肉和水产消费将上涨，这就带来养殖所需饲料的增长，玉米、大豆等原料需求将逐步放大并传导为农作物价格上涨。能源的稀缺性使得近年化肥、农药等价格涨幅较大，这部分成本未来正逐步附加到农产品价格之上。

图 20：农产品价格上涨传导图

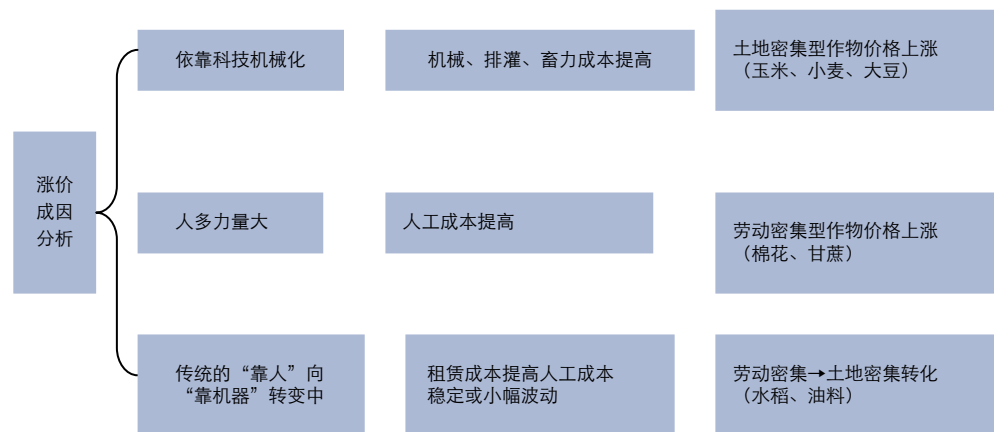


资料来源：东兴证券研究所

2.2 人工与劳资成本上涨影响不同粮食涨价，且将传导到肉类

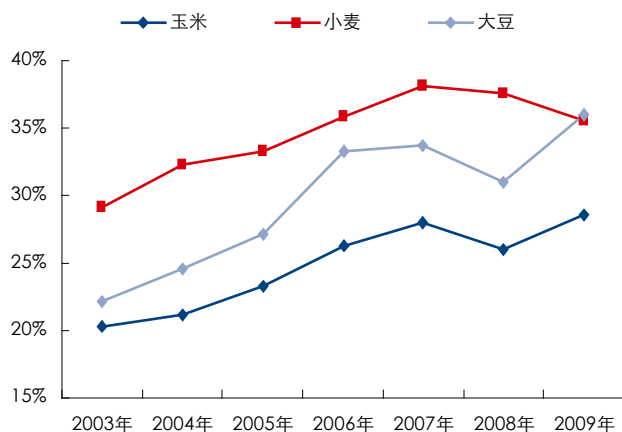
劳动力与劳资成本的上涨将首先传导到种植业，通过研究作物各种成本的占比和增速我们发现由成本带动的农产品涨价可分为三类：1 由人工成本增速和占比上升推动，主要代表是棉花和蔗糖，这类品种机械化程度不高或者即使机械化程度提高其在种植过程中仍然需要大量的劳动力，属于劳动密集型作物；2 由机械与灌溉成本增速和占比上升推动，主要代表是玉米、大豆和小麦，这类品种生产效率的提高可以依靠机械设备，其成本中租赁作业费较高（包括机械作业费、排灌费和畜力费），属于土地密集型作物；3 传统的劳动密集型正向土地密集型转变，主要代表是水稻和油料作物，他们的租赁作业费占比在提高但人工成本并没有明显降低或呈窄幅波动。

图 21：成本拉动农产品涨价的三种类型



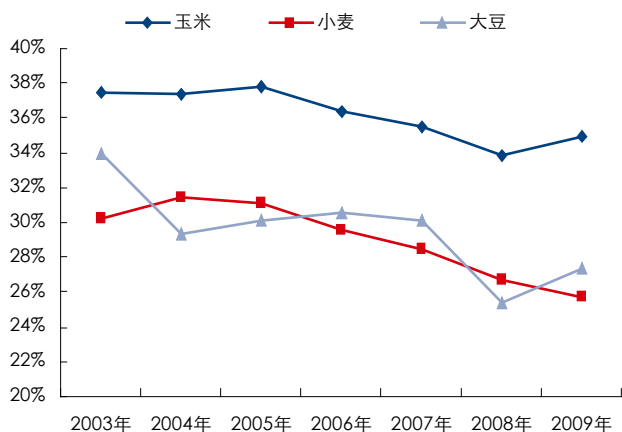
资料来源：东兴证券研究所

图 22: 03-09 年玉米、小麦、大豆租赁费占物质与服务费比



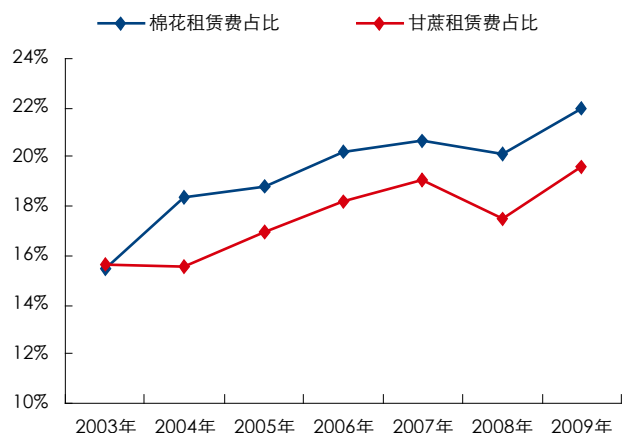
资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 23: 03-09 年玉米、小麦、大豆人工费占总成本比例



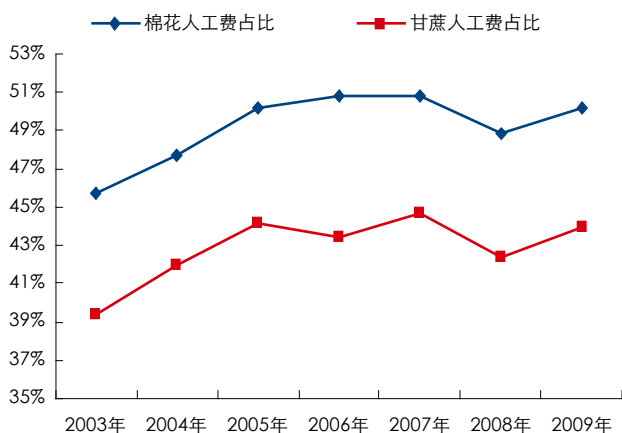
资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 24: 03-09 年棉花、甘蔗租赁费占物质与服务费比例



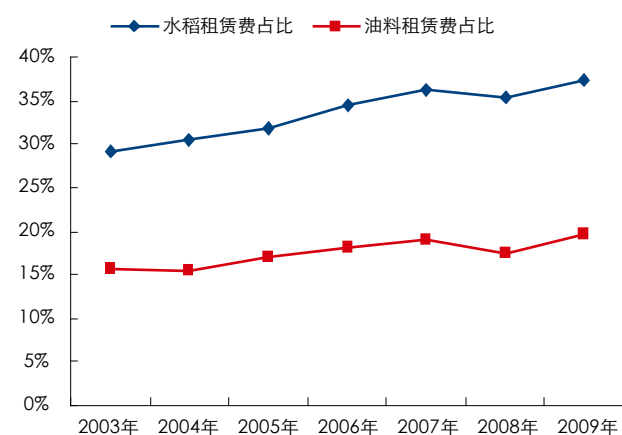
资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 25: 03-09 年棉花、甘蔗人工费占总成本比例



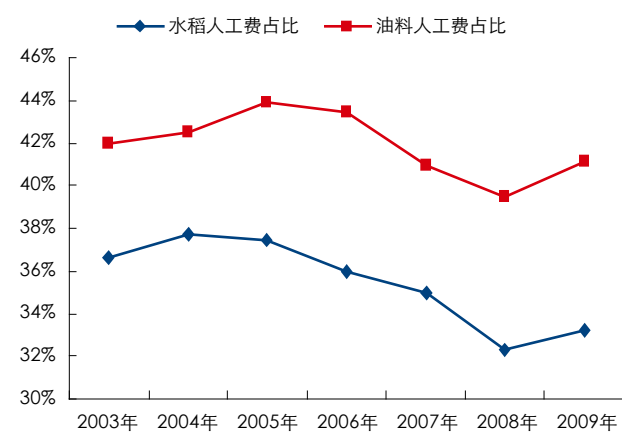
资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 26: 03-09 年水稻、油料租赁费占物质与服务费比例



资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

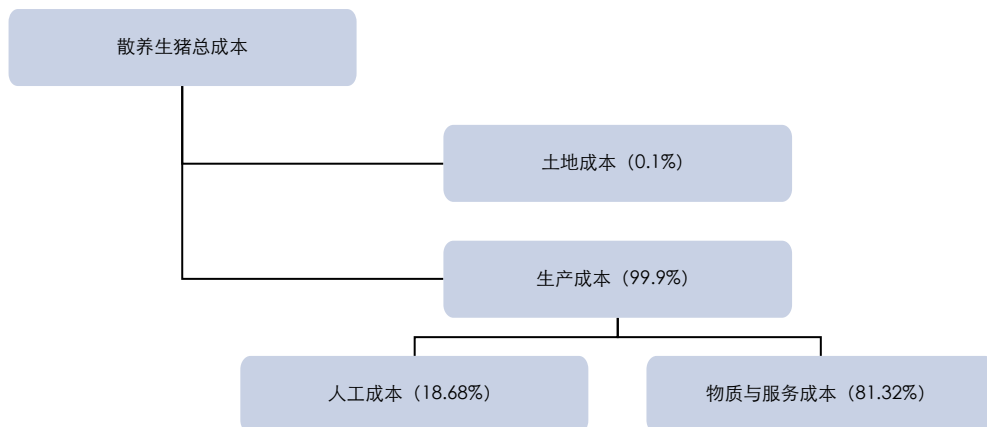
图 27: 03-09 年水稻、油料人工费占总成本比例



资料来源:《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

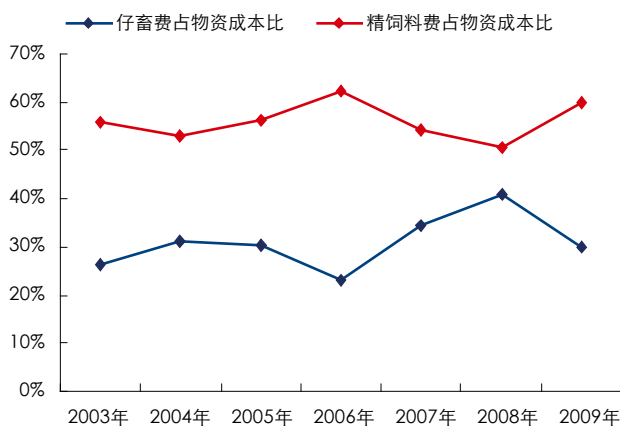
成本推动的第二步是由种植业价格上涨带来的饲料价格上涨，进而传导到养殖行业。2009 年农户散养和规模化生猪成本的大部分来自购买仔猪和精饲料，散养成本中两者占比分别为 30%和 58.89%，规模养殖中两者的占比分别为 30.71%和 62.78%。由于猪饲料原料中 70%为玉米，其次是豆粕，其他禽畜饲料原料大部分也是由不同比例的玉米和豆粕组成，因此农作物价格上涨将直接影响饲料效益，饲料成本压力增大通过提价转移到养殖户后将带动肉类价格上涨。

图 28：散养生猪成本构成



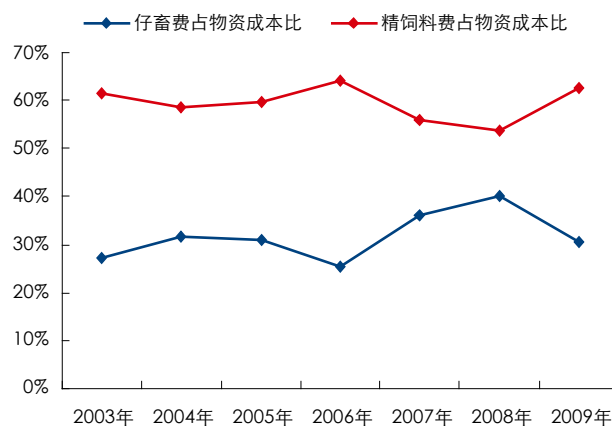
资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 29：03-09 年散养生猪的主要成本及占比



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

图 30：03-09 年规模化生猪养殖的主要成本及占比



资料来源：《全国农产品成本收益资料汇编 2009》东兴证券研究所

3. 国家政策是农产品价格的调节器 流动性泛滥推波助澜

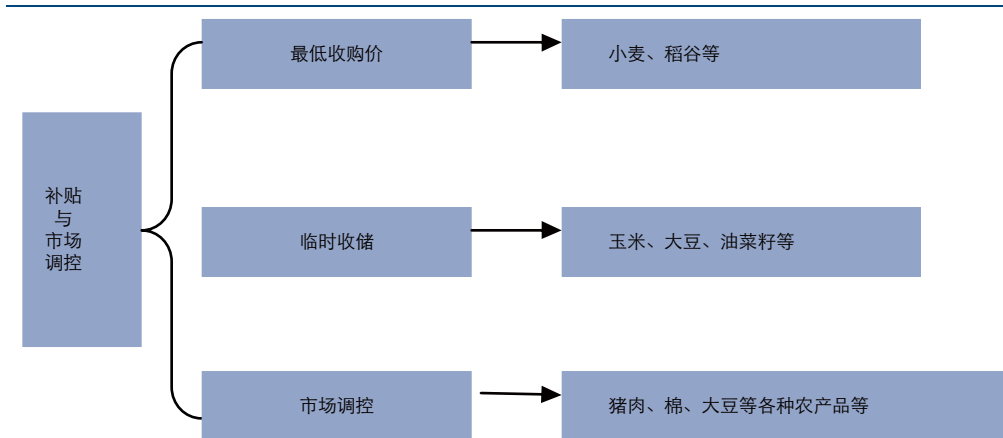
（一）政策是保障增产增收的法宝 调控是维持价格稳定的利器

1978 年以来，我国农产品价格呈现大周期波动的时点几乎都伴随着国家相关政策的出台与调整。对于单独农产品价格的调控，国家多采取直接补贴或临时补贴、收抛储制度等，比较典型的是粮食最低收购价保障了主要粮食作物价格逐年上涨；供求出现较大缺口时各项农产品的收抛储政策对稳定市场情绪，调节市场供给和价格平衡起到了积极作用；而补贴制度的建立则在一定程度上保护了非优势农产品的流通和出口。

表 1: 1978-2009 年国内粮食波动周期

时间	事件	粮食价格	粮食产量
1978	实行农村改革和提高粮食价格，极大地调动了农民的积极性	提高	首次突破 30000 万吨，增产 7.8%
1979	国家大幅度提高粮食收购价格，粮食统购价提高 20%，超购部分加价 50%	农产品价格上涨的幅度高达 22.1%	增产 8.9%
1980		开始下跌	改革开放后，第一次减产 3.48%
1981-1984	计划购销体制尚未放开、收购部门仓容有限、连年增产，出现第一次“卖粮难”	下跌	连续增产，平均增幅 6.22%
1985	取消了部分鼓励生产的优惠政策，粮食收购实行“倒三七”比例价，实际降价幅度接近 10%，农资价格上涨挫伤了农民种粮积极性	下跌	改革开放后，第二次减产 6.92%
1986-1989	取消了统派购销制度，分地区分品种逐步提高合同收购价格；大部分农产品价格放开；87-89 年间通货膨胀	88 年农产品涨价 23%；89 年粮价涨 18%	86、87 年连续增产，平均增幅 3.32%；88 年减产 2.63%；89 年大幅增产 12.33%
1989-1991	全国银根紧缩的背景下市场普遍出现销售疲软现象，出现了第二次“卖粮难”	下跌	89 年增产 12.33%；91 年减产 2.45%
1992-1995	经济过热、通货膨胀；农产品价格几乎全面放开	大幅上涨	平均增产 1.79%
1996-1999	通货紧缩	下跌	平均增产 2.24%，除 97 年其余各年均 5 万吨以上
1999-2002	为保护种粮农民利益，国家于 1998 年起实行保护价收购政策，导致粮食库存持续增加	低位运行	连续减产，平均减幅 3.34%
2002-2004	农产品供过于求的矛盾趋于缓解	恢复性上涨	平均增产 1.4%
2005-2006	后通货膨胀效应	下降	平均增产 4.96%
2006-2007	通货膨胀	大幅上涨	平均增产 1.79%
2007-2009	后通货膨胀效应	大幅下跌	平均增产 2.21%

资料来源：东兴证券研究所

图 31: 农业补贴与市场调控方向


资料来源：东兴证券研究所

表 2：2004-2010 年主要粮食作物最低收购价

时间	早籼稻	时间	中晚籼稻	粳稻	时间	白小麦	红小麦	混合麦
2004-03	70	2004-04	72	75	2006-03	72	69	69
2005-07	70	2005-09	72	75	2007-05	72	69	69
2006-03	70	2006-03	72	75	2008-02	75	70	70
2007-07	70	2007-07	72	75	2008-03	77	72	72
2008-02	75	2008-02	76	79	2008-10	87	83	83
2008-03	77	2008-03	79	82	2009-10	90	86	86
2009-01	90	2009-01	92	95	2010-05	90	86	86
2010-02	93	2010-02	97	105	2010-10	95	93	93
2010-07	93	2010-09	97	105				

资料来源：wind 东兴证券研究所 单位：元/50 公斤

表 3：2004-2010 年农业四项补贴力度

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
种粮直补	116	132	142	151	151	151	151
良种补贴	28.52	37.52	41.54	66.6	123.4		
农机补贴	0.7	3	6	20	40		
农资综合补贴			120	276	716	716	716
合计	145.22	172.52	309.54	513.6	1030.4	1230	

资料来源：东兴证券研究所 单位：亿元

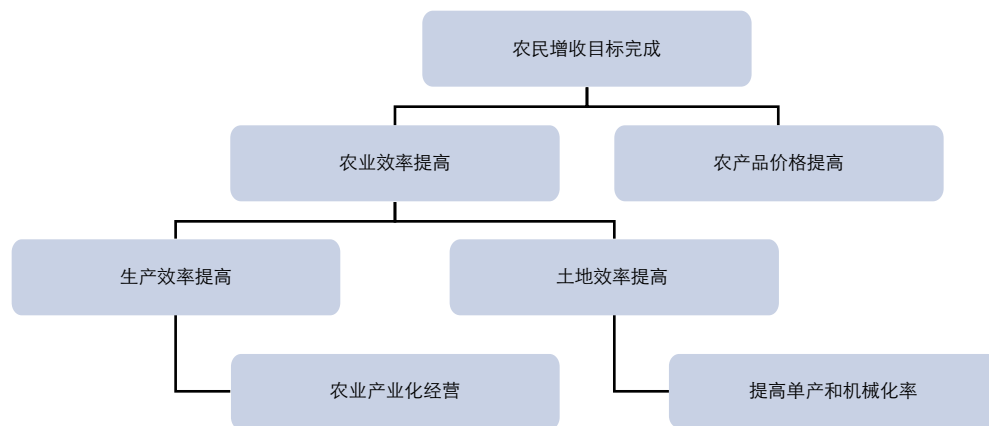
从历年一号文件的演变看，我国农业政策始终关注农民收入的提高，我们认为这当中涉及生产效率提高和农产品价格提高两方面，生产效率的提高可包括单产提升所带来的土地利用率提高和产业化经营带来的生产利用率提高；农产品价格提高主要是国家的各种扶持政策，从这个意义上说以农民增收为目的的国家政策也在一定程度上支撑和保障了农产品涨价。

表 4：2004-2010 年中央一号文件主要内容

时间	一号文件主要内容
2004	促进农民增收收入
2005	加强农村工作提高农业综合生产能力
2006	建设社会主义新农村
2007	积极发展现代农业
2008	积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设
2009	加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收
2010	加大统筹城乡发展力度

资料来源：东兴证券研究所

图 32：农民增收目标实现结构图



资料来源：东兴证券研究所

（二）国内外流动性泛滥是农产品价格的放大器

国内方面 09 年 9.56 万亿信贷投放还未消化完毕，10 年再次投放使得目前 M2 达到 GDP 的 2 倍。国外方面美国定量宽松货币政策加剧全球流动性泛滥，国际资金涌入国内市场。国内外双重因素推动下溢出货币将目标投向农产品，造成大宗农产品普涨、小宗农产品暴涨，我们认为流动性过剩不是农产品涨价的根本原因，它只是暂时扩大了价格波动的幅度。

4. 农林牧渔行业投资策略

4.1 供需与成本，行业量价转变的推动力

农业公司业绩的改善无外乎来自量与价两个方面，量主要体现在供需面，价则主要体现在因成本推动等因素而发生的价格上涨。我们认为供需面比较容易受增减产等影响而呈现大小年，相应的农产品量价变化大且快，故爆发性强；而成本面则比较稳定，受此因素推动的行业波动不大并且增长可持续，下面我们就这两方面对农业子行业进行阐述。

基于供给面主导的农产品量价波动较大，爆发性强，典型代表棉花、糖等。棉糖等作物生长期长，生长期间易受天气影响，近年来其需求并没有大幅提升，但由于播种面积减少或天气因素减产等造成供给减少，农产品价格出现较大涨幅。09 年糖料播种面积减少 5.33%，08 和 09 年棉花播种面积分别减少 3% 和 13.94%；价格方面糖料连续两年上涨仅今年糖价就上涨了 49.55%，棉花价格连续三年上涨今年最大涨幅更是达到 111%。我们认为今年糖棉价格大涨，明年农民可能会增加种植面积，糖料和棉花面积有望小幅增长，但供需紧张的局面难以改善，预计明年价格将高位震荡。

基于需求面主导的农产品量价变化多可持续，上涨态势比较稳定，典型代表水产品和种畜。人总是追求更高层次的物质，所以消费水平易涨难跌，而水产品特别是高档水产品正满足了人们日趋增长的物质和精神消费需求，我们认为这种消费升级驱动的产品需求是稳定且可持续的。我国禽畜养殖量大，但是种禽、种畜的源头却都需要进口，优质的父母代种质还不丰富，我们看好在禽畜行业中具有“种子”地位的种禽畜未来的改革和发展。

基于成本主导的农产品价格变化不会一蹴而就，具有持续性、现时性和滞后性，典型代表粮食、禽畜养殖和饲料业。在土地、人力和物资成本不断上涨之时，粮食价格呈现每年小幅上涨，并且这种

趋势还在继续，当然粮食也有供需驱动但粮食的量价变化不具有爆发性只具有长久稳定性。养殖和饲料存在转移成本和涨价的问题，我们认为当饲料涨价时更多的是转移成本而非谋取多余利润，而只有当养殖量增大、饲料需求大增时饲料企业的盈利才会增加，从这个角度讲饲料行业具有一定的滞后性。养殖行业在承受饲料成本压力后会通过肉类价格转移，当猪粮比超过 6 时就预示着农户可以盈利，所以禽畜养殖基本可以现时反映量价变化，企业一般在价格上涨的前中期即可受益。

表 5：三种驱动力下对应的上市公司

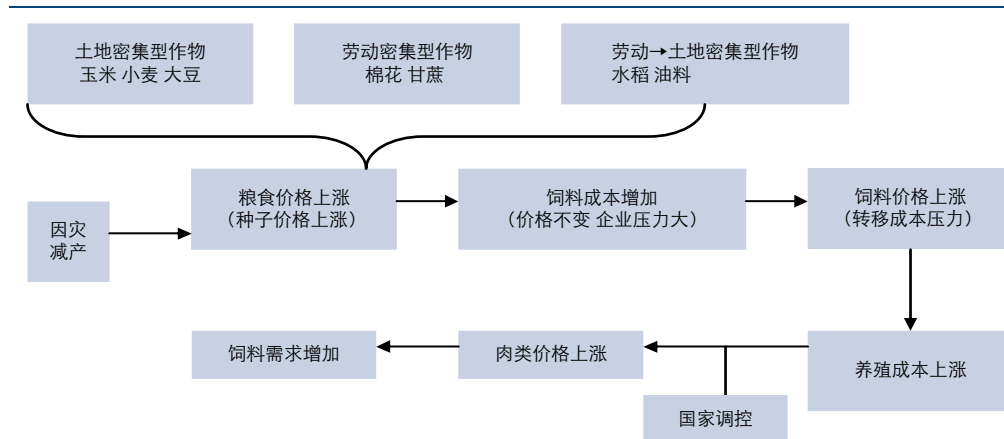
驱动力	特性	典型代表	对应重点上市公司
供需驱动——偏供给	爆发性	棉花、糖料	新农开发、新赛股份、南宁糖业、贵糖股份等
供需驱动——偏需求	持续性	高档水产品、种畜禽	獐子岛、东方海洋、好当家、壹桥苗业、益生股份、顺鑫农业等
成本驱动	持续性、现时性和滞后性	粮食、禽畜养殖、饲料	种业五公司、正邦科技、雏鹰农牧、大康牧业、圣农发展、大北农、海大集团等

资料来源：东兴证券研究所

4.2 成本与价格推动的投资时钟——种子 禽畜养殖 饲料

人工成本与劳资成本推动下国内农产品价格将步入新一轮上涨周期，由此带来劳动密集型、土地密集型及转型期作物价格的首先上涨，随后经过饲料涨价和肉类涨价，并最终传导为饲料需求增长。在这个过程中，种子将首先直接受益粮食涨价，其次养殖业通过肉类涨价来释放饲料成本压力，企业达到盈利；时间上最后盈利的是饲料，因为饲料的最初涨价只是为了转移成本压力并不直接提高盈利水平，而需求增加带来的量增才是饲料企业最终利润来源。

图 33：种子 禽畜养殖与饲料的投资逻辑



资料来源：东兴证券研究所

4.2.1 种子行业——大视野：粮食安全；小视野：价格上涨预期，关注整合与研发并进的公司

粮食是关系国家安全的战略资源，种子是粮食安全的关键，一号文件提出要切实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。可以看出国家已经把种业提到了新的战略高度，预计未来会有关于种业改革与发展、转基因作物实施等新政策，行业景气度继续上升。

今年国家提出要推动国内种业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。目前 A 股中不乏上市公司已经开启并研发整合，荃银高科三个月内并购

多家水稻、玉米公司；隆平高科内部整合、外部扩张并行不悖，我们认为整合后行业将更加规范，种子企业的盈利能力也将进入持续上升通道。

受去年夏天江苏地区低温天气影响，水稻种子合格率不高供给有限，因此导致今年销售价格大幅上涨，值得注意的是普通品种涨价很少，而优质种子涨价甚至可达 50%，今年国内天气异常灾害较多，农业生产受到很大影响，我们预计种子价格上涨可达 15% 以上，上市公司中优质种子的价格涨幅将更高。

相关上市公司：隆平高科、大北农、荃银高科、登海种业、敦煌种业、丰乐种业等。

表 6：主要农业公司优质水稻品种情况

公司名称	水稻品种	08 年推广面积（万亩）	主要分布
湖南隆平高科	国审 Y 两优 1 号	113	湖南、安徽
	国审两优 0293	86	
安徽丰乐种业	丰两优 1 号	551	安徽、湖北和广西
北京金色农华	扬两优 6 号	549	湖北、安徽、河南及江西
荃银高科	新两优 6 号	356	安徽等

资料来源：荃银高科招股书，东兴证券研究所

4.2.2 畜禽养殖行业——盈利能力回升 关注规模养殖量大且有原料优势的公司

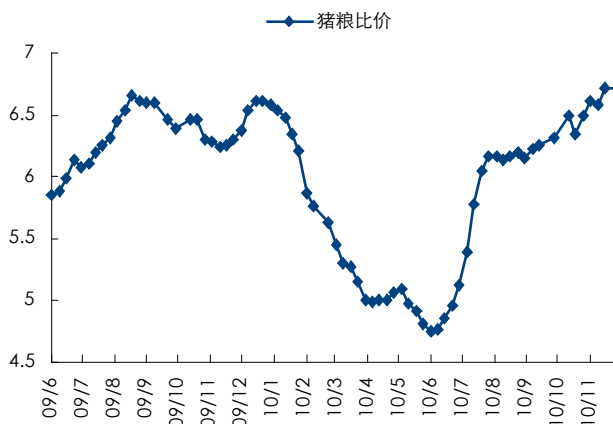
6 月国家在多省市开始收储，猪肉价格稳步回升，同时在玉米窄幅波动下猪粮比从 6 月的 4.7 回升到目前的 6.71，养殖户从 7 月中开始实现盈利。

经历 8 个月的连续下降后能繁母猪量从 9 月开始回升，预计由此带来的仔猪增长将体现在明年下半年，上半年仔猪量同比可能下降，估计至春节前猪肉价格将持续上涨，经过节后短暂回调后价格将平稳上行。鸡肉价格预计将同步猪肉变化。

养殖成本中近 70% 为饲料支出，而随着农产品价格的上涨，那些离玉米主产区近或可以享受国家玉米补贴的公司成本压力将有一定程度缓解。在养殖头均盈利回升下，具有规模养殖优势的公司利润水平将被放大。

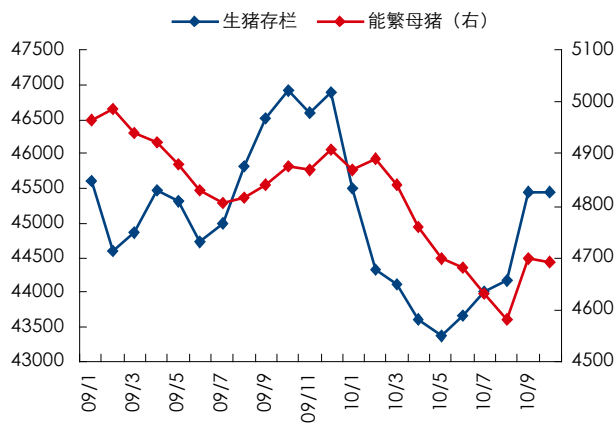
相关上市公司：圣农发展、正邦科技、雏鹰农牧、大康牧业、华英农业等。

图 34：09 年 6 月-今猪粮比价



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 35：09 年-今生猪存栏量和能繁母猪量



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：万头

4.2.3 饲料行业——夹缝中求生存 关注有量又有价的公司

今年生猪存栏量从1月的45500万头一路下跌至5月的43370万头，跌幅达5%；下半年特别是9月存栏量加速回升，目前已达到年初水平。下半年养殖量带动的需求增加缓解了饲料企业因玉米大幅上涨而剧增的成本压力，前期我们调研了解到一些公司7月饲料销量同比增长近50%。三、四季度是饲料旺季且占全年收入的一半还多，预计养殖好转带来的饲料销量增长将使企业业绩好于预期。

饲料行业上游受原料成本压制，下游受肉类价格影响，长期以来收入增长以走量为主。在这种背景下，拥有强势营销能力的公司其产品推广和扩张将加速；由于饲料行业集中度低，行业利润率较低，我们认为利润率显著高于同行的公司值得关注；饲料行业越来越普遍的趋势是以服务促销量，以科技促销量，因此科研实力雄厚的公司其产品质量好，未来用户粘性也更高，市场占有率将逐步提高。

相关上市公司：大北农、海大集团、新希望、通威股份等。

表 7：主要饲料公司毛利率

饲料上市公司	2006	2007	2008	2009
正邦科技	10.76%	7.99%	6.60%	6.53%
新希望	13.81%	6.73%	7.77%	8.38%
通威股份	10.61%	8.26%	7.91%	9.33%
正虹科技	9.43%	9.70%	10.55%	10.33%
天邦股份	19.56%	17.90%	13.00%	16.44%
海大集团	-	8.80%	8.02%	8.54%
大北农	22.20%	16.01%	16.28%	20.95%

资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

4.3 供给稀缺与需求旺盛推动——棉花 水产品

4.3.1 棉花——供求矛盾暂时持续 但明年种植面积可能增长

一份来自 USDA 的报告显示全球棉花产量下调，主要因中国和美国产量分别下跌 4.76 个百分点和 2.39 个百分点；USDA 11 月预测的中国棉花消费量比上月减少约 65 万吨，主要源于棉价高涨后其他产品对棉花的替代；因供给减少和下游纺织需求加速回暖，USDA 预测的中国棉花进口量较上月调高了 43.6 万吨，上调量占总进口量的 13.3%。

虽然 USDA 预测国内棉花供需紧张，进口量还将增加，但国内农户种植的盲目性与滞后性有可能导致明年种植面积增长，产量或许没有预期悲观。

A 股中有 3 家从事棉花业务的公司（新赛股份、新农开发、敦煌种业），近年业绩增速不高或下滑，棉花价格的高涨使上市公司扭亏或业绩改善存在可能。

4.3.2 水产品——消费升级 需求放大 优质产品供给有限

随着收入的提高人们饮食追求也开始从“吃饱”向“吃好，吃出健康”转变，水产品消费量增速第一次超过牛羊肉，未来需求量将进一步提升。

由于适宜海珍品养殖的海域有限，水资源价值的稀缺性制约了海珍品供给，且海珍品养殖时间较长，未来有限的供给不能及时满足高企的需求，价格或将上涨。

我们认为高质量养殖海域的稀缺性将反映在海产品价格上，价格将长期上行。

水产品需求量增长与价格上行将推进企业经营持续向好，增长明确。水产养殖企业最终的竞争将体现在海域面积上，看好拥有广阔海域面积的上市公司。关注营销独到、扩张有序的公司，未来将享受品牌溢价。

相关上市公司：獐子岛、东方海洋、好当家、壹桥苗业、国联水产等。

5. 重点公司推荐

5.1 大北农（002385）

终端猪价上涨引发饲料需求大增，源头成本基本稳定，行业回暖带动公司饲料销量增长。猪价上涨引发农户补栏积极性增强，生猪存栏量自6月以来开始回升，引发饲料需求一跃而起。上半年玉米等原料价格大幅上涨造成饲料成本增加，预计下半年原料价格将高位维持，成本不再大涨且需求进一步回升预示着饲料行业已开始回暖。公司饲料凭借过硬的质量和强势营销模式在行业回暖之际销量大幅增长，7月销量同比增长50%左右，预计四季度旺季来临饲料销售将进一步增加。

近三年预混料增速是行业三倍，乳猪料将带来增长新亮点。公司是国内规模最大的预混料企业，07-09年预混料销量增速三倍于行业，05-08年销量全国第一，市场占有率约3%；近三年公司预混料收入占比约30%，毛利率34%左右，使得公司饲料整体毛利率水平是行业平均一倍。预计未来预混料行业将同步于饲料增长，公司预混料增速将快于行业或达10%以上。乳猪料是公司今年的考核重点，上半年其收入增长86%，9月月销量已较3月翻番，单价水平也远高于其他饲料品种；目前国内乳猪料竞争不激烈且发展空间大，在规模化养殖水平的提高和农户饲料消费升级的带动下未来将有高速增长，而销售方面亦可借助较成熟的预混料渠道。

水稻种子名列前茅，玉米种子未来加强占比将达50%，预计今明两年各有品种通过国审。公司是全国第二大水稻种子生产企业，在长江中下游地区具有明显的竞争优势，主要品种两优培九在国内种植面积最大，扬两优6号推广面积约500万亩，天优华占目前5大区审定情况乐观，预计2011年通过国审。公司要做大种业必不可少的是加强玉米，今年9月农华101通过国家审定，预计将为单粒播模式、毛利率60%左右，明年制种面积将有翻番增长，预计未来玉米种子占整个种业收入的比重将由目前的30%提高到50%。

前端科研实力雄厚，末端一站式产品理念与三级服务营销体系相结合，在广泛细致的渠道中增强用户对品牌的忠诚度。公司近3年累计投入研发经费超过3亿元，约占总收入的5%，技术创新产品年平均销售收入占总销售收入的66.4%。公司通过提供多样化产品与服务，满足农户养殖和种植多方位的需求；同时在单一产品如猪饲料上做精做深，为不同生长阶段的禽畜提供更丰富的产品和技术指导，增强农户粘性。公司建立了总部-子公司-服务站三级服务支撑体系，通过近六千销售人员在农村建立了覆盖面广泛的销售渠道，通过每年五百余次技术推广会和发行超50万份的技术服务报为农户提供细致及时的技术指导，我们认为公司高质量的产品和科技服务型营销将进一步巩固和扩大渠道，增强用户产品依赖感。

我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.87 元、1.26 元和 1.77 元，对应 PE 为 48 倍、33 倍和 23 倍，维持“推荐”评级。

5.2 隆平高科（000998）

公司是我国杂交水稻种子龙头，市场占有率达 15%-20% 左右，拥有超级稻品种 Y 两优一号，未来制种面积将有所提高。玉米种子是公司重点发展的战略产业之一，公司新购买了适合第四积温带的品种利合 16，其适宜种植在中国偏北地区，我们认为推广利合 16 既避免了与先玉 335 的竞争又独辟蹊径占领了第四积温带拓展的先发优势，未来成长性值得期待。

刘石加盟将加快公司整合进程，实现三步走战略。第一步整合品种与少数股东权益；第二步价值营销，实现产业价值最大化；第三步把握种子的尖端科技，做生物技术的领跑者。

公司具有雄厚的研发实力，拥有亚华种业科学院，超级稻工程研究中心等常规和生物育种基地，后续品种储备丰富，独立创新能力强。我们认为公司具有成长为国内“孟山都”的潜力，但需等待时日。

我们预计 2010-2012 年 EPS 为 0.25 元、0.33 元和 0.60 元，对应 PE 为 124 倍、94 倍和 52 倍，维持“推荐”评级。

5.3 东方海洋（002086）

公司海域从 836 万亩扩张到 4.1 万亩，海参陆续投苗释放产能，预计 10 年新增海参量仍来自于上两年投苗近 640 吨，11 年募投项目可陆续贡献成参近 1000 吨，下半年以来海参价格持续上涨，我们继续看好明年价格上行。

加工业务将保持现有规模，未来将调整加工结构来改善毛利率。大菱鲆毛利率下降，或将寻找其他高毛利鱼种；海带苗规模扩张，保持优势。胶原蛋白产能 150 吨以上，销量增长还需时日。公司做大做强、树立品牌的思路是符合高档海珍品消费需求的，建立各级营销体系也将促进海参品牌化。

国内市场对水产品的需求保持持续增长并呈增速加快的趋势，同时水产品消费需求的增长速度已经超过水产品供给的增长速度。我们认为未来水产品消费增速将大幅提高，尤其是一线城市的海珍品消费将向家庭转移，二三线城市的酒店海珍品需求将加大，这些都成为公司长远发展的积极因素；另一方面公司已由“两头在外”的来进料加工企业转型为高档海珍品养殖和水产品加工贸易并举的公司，我们看好海产品需求增速加快和公司海参养殖规模扩大而带来的产销量提高，预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元和 0.53 元，对应的 PE 是 64 倍、46 倍和 35 倍，维持“推荐”评级。

5.4 圣农发展（002299）

公司是自养自宰一体化模式，上至祖代鸡养殖下至食品加工，产业链完善、短期内难以复制。公司鸡肉品质高，产品常年供不应求。此次建立合资公司成为麦当劳的供应商就是公司高品质鸡肉的最好佐证。根据之前与肯德基签订的框架协议，公司等三家核心供应商共占比 55%（公司占比 20% 左右，但由于产能有限，目前不足 20%），在供应商减少的情况下我们预计公司未来的占比还有提高可能。大客户需求旺盛，产能扩张将持续，高增长伴随未来几年。公司上市仅一年又启动非公开发行，我们预计募投项目 9600 万羽肉鸡出栏明年上半年就可陆续释放；公司预计 6000 万羽产能将在 3 年内达到，我们预计未来进展可能快于预期。

我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、1.13 元和 1.55 元，对应的 PE 为 45 倍、29 倍和 21 倍，维持“强烈推荐”评级。

5.5 顺鑫农业（000860）

公司在“近占远养”的市场开发策略下，围绕“一城、两洲、三区”的市场布局，未来将进一步加强渠道开发和产品结构调整，提高中高端产品的市场占有率，同时下半年节假日较多且在季节因素下，白酒消费量将逐渐增加。我们预计下半年猪价上涨是大概率事件，公司肉制品和种猪业务皆将有受益。公司前期将所持顺鑫牵手 90%股权与集团拥有的 4 宗国有土地使用权进行置换，表明公司做大做强主业的决心，我们预计未来公司将围绕白酒、肉制品与种猪、房地产和建筑工程三大块，开展大农业化多链条模式，以北京市场为基础，拓宽外省和国际消费渠道。

预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76 元、0.95 元和 1.23 元，对应的 PE 为 33 倍、27 倍和 20 倍，维持“推荐”评级。

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

此页特意留白

此页特意留白

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司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。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。