

行业评级：推荐

产业化+消费升级+品牌

——2011 年农林牧渔策略报告

市场数据

上证综合指数	2,904.12
深证成分指数	12,872.45
农业综合指数	2,664.80

相对股价表现



相关研究

《稻香鱼肥之后——德邦证券四季度策略报告》2010-10-23

德邦证券农林牧渔研究小组

联系人：徐伟民

8621-68761616-8686

Xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

<http://www.tebon.com.cn>

报告要点:

不同于其他券商的一般看法,我们认为农林牧渔行业 2011 年的投资机会更多将发生在产业化、消费升级和品牌三个概念相叠加的农林牧渔行业上市公司中,这一逻辑可能会延伸至未来五年,构成十一五期间农林牧渔行业最为主要的投资逻辑和投资线索。

首先,我们看消费升级,主要逻辑是随着人们收入水平提高带来的消费方式转变。我们认为这其中包含了奢侈消费增多和对消费品质量的更高要求两层含义。很多投资者都看到了前者,但对后者关注甚少。奢侈消费增多体现为对高级水产品养殖业需求的增加,目前对应是海参养殖。对消费品质量的更高要求将会为规模化养殖业且注重品牌建设的企业带来重大机遇。什么样的公司符合这样的条件?我们认为能够利用资本市场使得自己所在子行业产业化快速推进的公司最符合这一特征。

我们认为这将主要集中在畜牧业养殖这一大类内。这一趋势在 2010 年已经显现,并随着一批子行业公司的上市和重组得到确认。例如,雏鹰农牧,西部牧业,华英农业以等公司的上市及新希望的重组。借助于养殖阶段优势和资本市场,这些公司在未来一定会改变中国以往分散养殖的状况,表现为公司主营养殖业务快速扩张,替代现有农户和小工厂分散养殖,进而进军上下游,两端发展(饲料和宰杀),进而形成具有一定议价能力、上中下游产业链齐全的大规模现代化农牧公司,并最终利用齐全的产业链优势建立自己的品牌优势,成为子行业的龙头老大。我们认为这些企业将是未来五年最可能有大发展的农林牧渔公司。这有可能成为 2011 年甚至未来五年或者说整个十二五期间农林牧渔行业重大投资逻辑。

总结一下,即产业化、消费升级和品牌三者叠加。所以,2011 年甚至未来五年农林牧渔行业投资机会,我们认为最主要可能发生在借助于资本市场的农业产业化弄潮者,有大规模扩张计划和执行力,致力于打造全产业链和自己品牌的畜牧养殖类上市公司。重点推荐:雏鹰农牧(002477)、西部牧业(300106)、新希望(000876)。另外,作为种植业领先行业的种业也是我们看好的,推荐敦煌种业。

请务必阅读正文后的免责条款部分

目 录

1.农林牧渔行业 2010 回顾与展望	4
1.1 农林牧渔行业估值情况比较	4
1.2 农林牧渔行业 2010 年投资逻辑回顾	5
1.3 农林牧渔行业 2011 年展望	6
2.种植业	7
2.1 棉花	9
2.2 制糖业	12
3.畜牧养殖业	14
4.饲料	16
5.种子生产	17
6.水产养殖	18
7.农林牧渔行业 2011 年投资大逻辑再总结	19

图表目录

表格 1 农林牧渔细分子行业近期涨幅及估值	5
表格 2 农林牧渔行业重点公司估值及投资评级	6
表格 3 国际主要农产品期货价格及涨幅	7
表格 4 国内主要农产品期货价格及涨幅	7
表格 5 全球各主要国家地区棉花产量及出口情况	11
表格 6 巴西食糖供求平衡表（百万吨）	12
表格 7 印度食糖供求平衡表（百万吨）	13
图 1 农林牧业行业涨幅出现回调	4
图 2 农林牧渔相对沪深 300 估值亦回落	4
图 3 标普农业指数涨幅趋缓	8
图 4 国际期货市场大豆价格走势	8
图 5 国内期货市场大豆糖价格走势	8
图 6 国际期货市场菜油价格走势	9

图 7 国内期货市场菜油价格走势	9
图 8 国际期货市场菜豆油格走势	9
图 9 国内期货市场豆油价格走势	9
图 10 国际期货市场棉花价格走势	10
图 11 国内期货市场棉花价格走势	10
图 12 国际期货市场 11 号糖价格走势	14
图 13 国内期货市场糖价格走势	14
图 14 猪肉、生猪、仔猪价格走势	15
图 15 猪粮走势	15
图 16 国内生猪存栏量	15
图 17 国内能繁衍母猪存栏量	15
图 18 鸡肉价格走势	16
图 19 国内期货市场玉米价格走势	16
图 20 国际期货市场玉米价格走势	17
图 21 国内期货市场玉米价格走势	17
图 22 国际期货市场小麦价格走势	17
图 23 国内期货市场小麦价格走势	17
图 24 国内玉米历年种植面积	18
图 25 国内水稻历年种植面积	18
图 26 国内海参现货价格走势	19
图 27 国内扇贝现货价格走势	19

1. 农林牧渔行业 2010 回顾与展望

1.1 农林牧渔行业估值情况比较

目前，农林牧渔行业整体估值依然过高，板块 PE 为 100.87 倍（数据来源为 wind，由于统计口径的原因，我们建议只看相对值和历史比较），同期沪深 300 指数市场 PE 值为 19.9 倍，农林牧渔行业 PE 为沪深 300 指数 PE 值的 5.06 倍，再创 2008 年 11 月份以来的新高。农林牧渔行业 PB 为 6.98 倍，同期沪深 300 指数市场 PB 值为 2.79 倍，农林牧渔行业 PB 比沪深 300 指数 PB 值为 2.24 倍，亦是 2008 年 11 月份以来的高点。但从长期的历史来看，2007 至 2008 年，农林牧渔行业 PE 曾为为沪深 300 指数 PE 值的 9-10 倍，最高为 2008 年 3 月份的 14 倍，所以，目前农林牧渔行业的行业估值尽管略显过高，但放在更长时间去考察似乎也并不离谱。

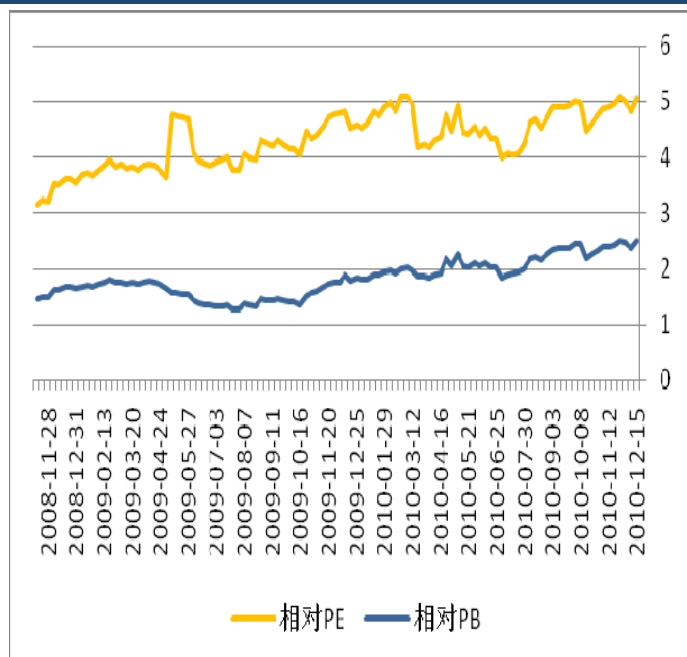
2010 借助于中小板，一批优质的农林牧渔行业产业化龙头企业进入了资本市场，通过资本市场，这些农业产业化龙头必将实现快速成长起来，其未来将改变目前中国农产品分散供养的现状，未来很有可能是美国农业高度产业化的现状。而 2011 年将是农林牧渔业产业化进程深入推进提速的一年，也将是 2010 年上市农林牧渔企业表现出全新面貌的一年，这些都会推高农林牧渔行业企业估值水平。由于市场总是提前反应，所以 2011 年将是开始分享农业产业化红利的第一年，我们看好 2011 年农林牧渔行业表现，尤其是产业化向纵深发展的企业。

图 1 农林牧业行业涨幅出现回调



资料来源：Wind，德邦证券

图 2 农林牧渔相对沪深 300 估值亦回落



资料来源：Wind，德邦证券

从子行业估值来看，种子、水产养殖、粮油加工估值较高，子行业 PE 分别为 156.28 倍、128.4 倍、159.93 倍，但我们认为这是因为这些子行业行业发展潜力所获得的市场溢价所致，相对整个行业估值相对合理，也是我们长期看好的农林牧渔子行业，尤其是种子生产、水产养殖。种子生产决定中国农业种植的未来，是引领种植业进一步发展，提高全国粮食供给，确保国家粮食安全的前哨产业，会直接受益于农产品价格上涨。水产品养殖是中国未来消费升级主要方向之一。海洋捕捞是整个行业中估值最低板块，在目前市场中，有被边缘化迹象，但安全边际比较高，建议可以适当参与，看好品种为开创国际，但暂不做推荐。

表格 1 农林牧渔细分子行业近期涨幅及估值

	最新点位	涨幅				PE	PB
		5 日	1 月	3 月	6 月		
种子生产	3495.38	0.116567	0.064337	0.165301	0.284764	156.28	11.35
果蔬生产	8631.65	0.047195	0.050938	0.078898	0.071037	54.75	6.21
种植业	3231.99	0.055957	-0.02743	0.031036	0.076515	81.2	5.1
海洋捕捞	2050.93	0.053488	-0.0477	0.103784	0.107354	34.95	5.01
水产养殖	1589.34	0.078001	-0.03375	0.02043	0.183504	128.4	10.67
林业	1968.23	0.049258	-0.04171	0.003984	0.217369	-52.53	4.91
饲料	2529.89	0.075153	0.00938	0.037359	0.109538	76.96	7.74
果蔬加工	1759.15	0.098617	-0.01015	0.031983	0.084804	75.68	5.4
粮油加工	3095.01	0.03391	-0.02843	0.294929	0.409725	159.93	8.19
畜禽加工	1647.16	0.023335	0.080232	0.07716	0.087249	108.86	3.79
农业综合	2296.17	0.104055	0.047389	0.100441	0.362453	80.26	6.32

资料来源：Wind，德邦证券

基于上述理由，我们仍然看好 2011 年农林牧渔行业的股价表现。

1.2 农林牧渔行业 2010 年投资逻辑回顾

回首 2010 年，农业股可以用气势如虹，领涨沪深 A 股来形容。我们认为根本逻辑在于其自身的防御行业特性和抗通胀性。

2010 年农林牧渔行业首先启动是以其行业的防御特性开始的。4·16 股指大跌后期，农林牧渔作为防御性板块被发现，在股指辗转下跌和艰难震荡中，表现非常抢眼。接下来的通胀概念推动农林牧渔板块再创新高。通胀背景下绝大多数农产品价格持续上涨，引发利润由下游的食品饮料向上游的农产品生产领域流动，引领市场资金涌向相应子行业，个股上涨此起彼伏，使得农林牧渔个股除远洋捕捞子行业外，各个子版块表现都非常亮丽，构成 2010 年度不是很好看的国内 A 股市场中难得的一道风景。

1.3 农林牧渔行业 2011 年展望

展望 2011 年，我们认为农林牧渔行业的主要投资逻辑来源有三：第一，常态的高价农产品；第二，农业产业化扩张；第三，消费升级推动。

我们认为随着通货膨胀的继续，高农产品价格可能得以维持，成为常态。首先，这是提高农民收入需要，政府可能对此持不鼓励，但也不反对的态度，只要 CPI 平稳即可。另外，对外反倾销和反补贴政策也会有利于国内农产品价格保持高位，例如对美白羽鸡征收反补贴税。农产品价格维持高位有利于盘活整个农业板块。

受益于高的产品价格，农业产业化将得到快速推进，并由从下游向上游移动趋势。这一趋势在 2010 年已经显现，主要表现在牧业方面。例如，雏鹰农牧，西部牧业，华英农业等公司的上市为标志。这些公司在未来有可能会改变中国以往分散养殖的状况，表现为公司借助于资本市场的快速扩张，替代现有农户和小厂分散养殖，形成具有一定议价能力产业链齐全的大规模现代化农牧公司。这将反过来使资本市场受益。

消费升级概念是我们长期关注的农林牧渔行业投资线索，主要逻辑是随着人们收入水平提高带来的消费方式转变，包含奢侈消费增多和对消费品质量的更高要求。奢侈消费增多体现为对高级农产品种植、养殖业，园艺业需求的增加，对消费品质量的更高要求将会为规模化养殖业品牌化企业带来重大机遇。基于此我们长期看好高级水产品养殖以及生猪、鸡鸭养殖。重点看好雏鹰农牧（002477）、西部牧业（300106）、新希望（00876）、东方海洋（002086）、好当家（600467）。

在种植产业化进程缓慢的前提下，我们看好种植的上游种业，重点看好玉米种子，具体为敦煌种业（600354）。

重点关注公司估值及投资评级

表格 2 农林牧渔行业重点公司估值及投资评级

代码	名称	总股本	收盘价	EPS（元）			PE			投资评级
		百万股	12-21	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	
300106	西部牧业	117	24.45	0.35	0.31	0.46	69.86	78.87	53.15	买入
600354	敦煌种业	186	38.97	0.16	0.4	0.75	243.56	97.43	51.96	买入
002477	雏鹰农牧	134	59.94	0.66	0.97	1.57	90.82	61.79	38.18	买入
000876	新希望	757	22.90	0.54	0.55	0.57	42.4	41.6	40.2	买入
002086	东方海洋	244	20.20	0.23	0.31	0.46	87.83	65.16	43.91	增持
600467	好当家	634	15.13	0.12	0.27	0.38	126.08	56.04	39.82	增持
000911	南宁糖业	287	21.42	0.43	0.45	0.55	49.8	47.6	38.9	增持
000833	贵糖股份	296	11.87	0.1	0.3	0.3	118.7	39.6	39.6	增持
600359	新农开发	321	17.56	0.19	0.2	0.25	92.4	87.8	70.2	增持
600540	新赛股份	233	15.74	0.05	0.08	0.09	314.8	196.8	174.9	增持

资料来源：德邦证券

2.种植业

2010 年下半年以来，农产品价格出现大幅上涨。尽管由于国家调控以及干预影响，农产品价格呈现暂时性回落，但我们认为受国际市场价格波动和供求关系影响较大的农产品品种还会有较大机会，而且随着春节过后，通胀 CPI 压力减弱，政府调控力度下降时，有可能会继续保持上扬，直到新的种植周期到来（注意南半球问题），特别需要关注的第一是棉花，其次是糖。

表格 3 国际主要农产品期货价格及涨幅

	最新价格	涨幅			
		5 日	1 月	3 月	6 月
CBOT 玉米连续	584.25	4.24%	-0.34%	42.07%	68.74%
ICE 大麦	194	3.19%	7.72%	15.48%	25.97%
ICE 橙汁	156.15	-2.77%	-3.76%	13.19%	20.30%
豆粕连三	3282	1.02%	-4.62%	3.11%	16.01%
NYMEX 棉花	146.12	6.68%	2.74%	67.01%	87.17%
棕榈连三	9490	3.72%	6.75%	32.39%	35.61%
菜油连三	10300	2.51%	-0.60%	16.02%	24.31%
CBOT 稻谷连续	14.1	1.37%	-4.21%	28.65%	6.66%
CBOT 大豆连续	1297.25	1.97%	1.99%	23.22%	36.09%
CBOT 小麦连续	763	3.28%	4.59%	8.81%	63.73%
豆油连三	9938	3.91%	0.12%	23.42%	28.23%
NYMEX11 号糖连续	0.19	0.00%	0.00%	0.00%	18.75%

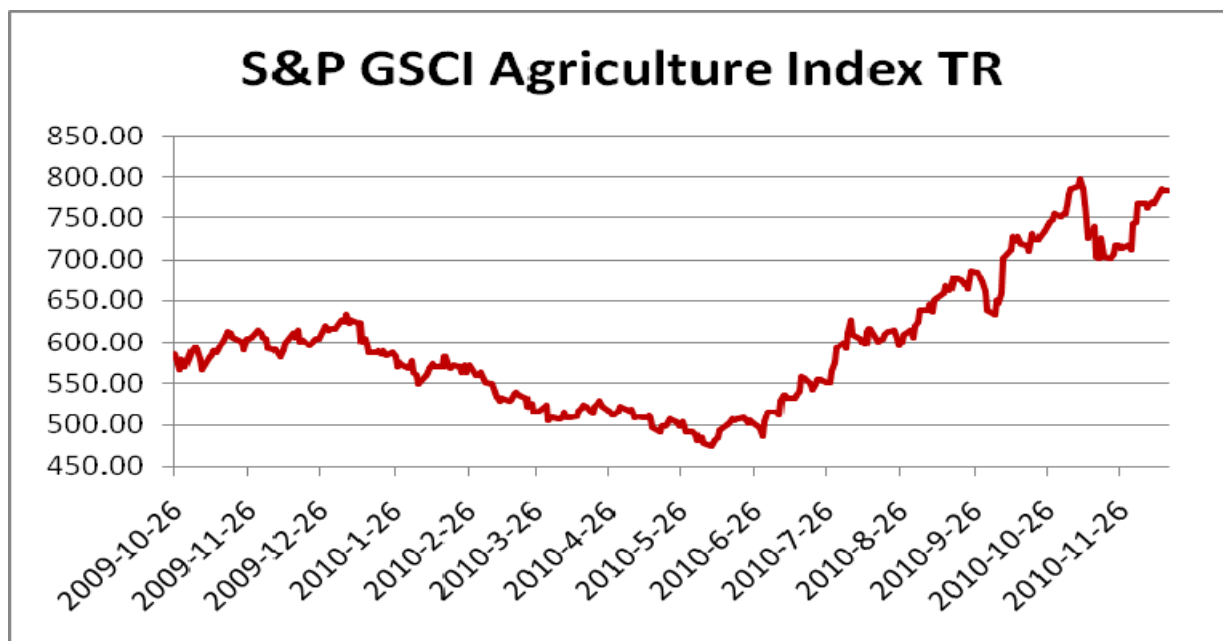
资料来源：Wind，德邦证券

表格 4 国内主要农产品期货价格及涨幅

	最新价格	涨幅			
		5 日	1 月	3 月	6 月
豆一连续	3951	-0.23%	-4.80%	2.65%	-3.04%
豆二连续	4400	0.23%	-2.27%	7.06%	5.14%
玉米连续	2058	-0.44%	-2.00%	2.90%	9.76%
棉一连续	28040	0.25%	-9.55%	52.47%	68.66%
豆粕连续	2249	0.27%	1.40%	10.25%	12.06%
棕榈连续	3244	4.07%	-3.91%	6.05%	9.23%
菜油连续	9392	8.58%	15.67%	40.64%	39.51%
白糖连续	9648	2.70%	3.61%	14.91%	20.81%
强麦连续	6540	1.62%	-9.73%	22.04%	31.17%
硬麦连续	2485	-0.68%	0.40%	5.56%	13.32%
豆油连续	2070	-2.04%	0.58%	4.97%	11.77%

资料来源：Wind，德邦证券

图 3 标普农业指数涨幅趋缓



资料来源：Wind，德邦证券

图 4 国际期货市场大豆价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 5 国内期货市场大豆糖价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 6 国际期货市场菜油价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 7 国内期货市场菜油价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 8 国际期货市场菜豆油价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 9 国内期货市场豆油价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

2.1 棉花

自今年 9 月份初以来，棉花现货、期货价格从 18,000 元/吨不断上扬，328 级现货价格上涨到 31,000 元/吨，涨幅 72%，期货价格上涨到 33,000 元/吨，涨幅 83%。受政府调控价格影响，棉花价格冲高回落，但需求紧张、供给偏紧的局面没有改变。11 月底以来棉花现货、期货价格开始企稳回升。截止到 12 月 3 日，棉花现货价格为 26,564 元/吨，棉花期货价格为 26,710 元/吨，相比于高点价格分别下跌 15%和 17%，但比 11 月底分别回升 0.71%和 9.33%。

从棉花的历史价格来看，2004 年至今年年初，除了 2008 年金融危机非正常因素造成棉花价格跌到 10,000 元/吨之外，328 级棉花现货价格一直在 15,000 元/吨附近震荡。从

今年4月份以来,棉花价格开始呈现上涨趋势,现货价格从16,000元/吨一直拉升到31,000元/吨的高位。主要原因有五:(1)我国棉花产量持续降低;(2)棉花种植、采摘、收购成本增加;(3)印度4月份禁止棉花和棉纱出口;(4)美棉签约率已经达到75%,向我国出口的数量有限。

图 10 国际期货市场棉花价格走势



资料来源: Wind, 德邦证券

图 11 国内期货市场棉花价格走势



资料来源: Wind, 德邦证券

根据统计局数据,农作物总播种面积从2000年的15,630万公顷降到2008年的15,627公顷,降幅为0.2%。而棉花的种植面积则减少更多。从2007年的8,889万亩逐渐减少到2010年的约7,800万亩,棉花种植面积减少幅度为12.25%。

棉花产量从2007年的762万吨降低到2009年的638万吨,降幅为16.35%,预计今年产量620万吨,同比继续下降,降幅为2.78%。

相对于此,2000年以来我国纱线产量、服装产量一直处于上行趋势中,2000年我国纱线产量为657万吨,到了2009年达到2,406万吨,2000年以来的复合增速达到15.50%。就纺织服装来说,2000年产量为72亿件,到了2009年达到238亿件,2000年以来的复合增速达到14.25%。

与2009年相比,我国棉花所需肥料、农药、机械作业价格都有所上涨,另外,劳动力成本也在增加,按照新疆几个地区的数据统计,这些因素综合使得棉花成本每亩增加171元,每亩棉花产量约180公斤,综合使得棉花成本增加约0.95元/公斤。其中拾花成本来说,2009年约1-1.2元/公斤,到了2010年,拾花成本约1.6-1.8元/公斤,拾花成本约增加0.6元/公斤。

2009年我国籽棉收购价约7.5元/公斤(每公斤约赚1.5元),即使不考虑棉花种植面积减少造成供需紧张的因素,种植成本、收获成本增加也使得今年籽棉收购价增加0.95元/公斤,这使得今年我国籽棉收购价达到8.45元/公斤。另外,在每公斤籽棉赚1.5元钱的情况下,一个青壮年劳动力在家务农,由于土地分散,在河南、山东等地最多只能种10亩

棉花，每亩产量 180 公斤，合计一年仅能赚 2,700 元，收益仅为打工 1-2 个月的收入，按这个价位远远比不上打工的收益，从而大大降低种棉的积极性。

按照棉籽 2.5 元/公斤、加工费 500 元/吨、衣分 38%核算，今年皮棉成本将达到 18,000 元/吨以上。棉籽售价为 $2.5 * 0.62 * 1,000 = 1,550$ 元/吨；皮棉售价 = (籽棉购价-棉籽售价)/衣分率+加工费 = $(8.45 * 1,000 - 1,550)/0.38 + 500 = 18,658$ 元/吨。

对于 2011 年来说，租地成本、人工成本将是明年上涨最快的两部分，由于今年棉花盈利较好，对于明年租地成本已经开始上调，每亩约上调 200 元，这样一来租地成本使得棉花成本增加约 1 元/公斤。另外，人工成本明年预计约上升 0.5 元/公斤，租地成本、人工成本合计使得棉花成本上涨 1.5 元/公斤。以成本计算，2011 年籽棉收购价约 10 元/公斤，按照棉籽 2.5 元/公斤、加工费 500 元/吨、衣分 38%核算，对应皮棉售价约 22,737 元/吨。综合来说，由于 2011 年棉花预期价格底部为 22,700 元/吨，我们预计从目前到明年这一年多的时间里，23,000 元应该是棉花的底价，向下突破的概率较小。

按照棉籽 3 元/公斤、加工费 500 元/吨、衣分 38%核算，今年皮棉成本将达到 25,000 元/吨以上。棉籽售价为 $3 * 0.62 * 1,000 = 1,860$ 元/吨；皮棉售价 = (籽棉购价-棉籽售价)/衣分率+加工费 = $(11.5 * 1,000 - 1,860) / 0.38 + 500 = 25,868$ 元/吨。从收购成本来说，2010 年我国皮棉价格底部为 25,800 元/吨，如果低于这个价格，收棉企业将出现亏损。综合种植收获成本、收购成本及进口价格，虽然国家对于棉花等农产品的价格压制，但由于国储棉基本抛光，后续力度有限。我们认为未来一年我国棉花价格在 26,000 元/吨上方震荡的概率较大，下行底部空间是 23,000 元/吨。

表格 5 全球各主要国家地区棉花产量及出口情况

	2010 年产量 (万吨)	2009 年产量 (万吨)	同比增速 (%)	2010 年出口 量(万吨)	2009 年出口 量(万吨)	同比增速 (%)
中国大陆	653	686	(4.75)	1	2	(58.82)
印度	566	512	10.63	105	133	(21.31)
美国	401	270	48.56	343	261	31.23
巴基斯坦	198	213	(7.17)	7	15	(57.24)
巴西	163	125	30.43	52	44	20.23
中亚五国	159	134	18.17	128	129	(0.85)
澳大利亚	76	38	100.00	63	39	60.97
非洲法朗区	60	52	15.64	56	49	13.82
土耳其	49	37	32.43	3	3	0.00
欧盟	26	22	16.82	24	23	3.86
墨西哥	14	9	48.35	3	2	50.00
合计	2,509	2,226	12.72	846	749	12.94

资料来源：美国农业部、德邦证券

另外，作为纺织大国，我国对棉花需求量很大。棉花产量减少使得我国进口保持较高

水平，近几年棉花自给率仅为 70%左右，有 30%左右的棉花需要进口。印度作为世界第二大棉花出口国家，今年 4 月，出于本土工业施加的压力，突然禁止棉花和棉纱出口，并取消了出口奖励措施，使得中国棉花进口量受到影响。印度限制出口给我国本身供应就紧张的棉花供给雪上加霜，使得棉花价格上涨的预期进一步提升。

全球棉花供不应求，库存消费比逐渐下降据美国农业部预测，2010/2011 年度全球棉花产量为 2,509 万吨，同比虽然有所增加，但全球消费达到 2,543 万吨，这中间存在着 34 万吨的缺口。供不应求使得全球棉花库存逐渐减少，从 2001/2002 年的 1,187 万吨下降到目前的 919 万吨，降幅为 22.61%。另外库存消费比也逐渐降低，从 2001/2002 年的 57.54% 下降到目前的 36.12%，近 10 年来库存消费比减少了 21.62 个百分点。虽然今年棉花全球呈现丰产局面，但棉花短缺的局面日益严重。

2010/2011 年度全球棉花产量最多的三个国家是中国、印度和美国，分别占全球产量的 26.03%、22.56%和 15.98%，其中中国是棉花的主要进口国，而印度、美国是主要出口国。印度、美国棉花产量今年同比都有所提高，但就出口来说，美棉签约率已经达到 75%，向我国出口的数量有限，价格也锁定在相对高位。

由上述理由，我们判断棉花未来高价格有可能得以维持，最短的时间是 2011 年 5 月——南半球巴西、澳大利亚以及非洲法郎地区棉花上市时。看好对应的新赛股份和新农开发。

2.2 制糖业

就制糖业而言，巴西、印度、中国三国鼎立，共占全球食糖半壁江山。其中巴西是全球第一大食糖生产国和出口国，09 年约占全球产糖量的 24%和出口量的 47%。受今年干旱影响，我们预计 10/11 榨季巴西食糖产量由原先预计的 4070 万吨下滑至 3940 万吨，同比增产 8.2%，低于原先预期的增产 12.7%。其一，巴西甘蔗入榨量由上榨季的 6.03 亿吨增长至 6.39 亿吨；其二，预计 10/11 年制糖用蔗比例由 08/09 年的 40%升至 45%。

表格 6 巴西食糖供求平衡表（百万吨）

榨季	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E
期初库存	5.85	3.53	3.01	4.00	3.41	3.71
产量	25.91	29.88	31.00	31.85	36.40	39.40
总供给	31.76	33.41	34.01	35.85	39.81	43.11
国内消费	10.63	10.80	11.40	11.65	11.80	12.11
出口	17.60	19.60	18.61	20.79	24.30	26.85
期末库存	3.53	3.01	4.00	3.41	3.71	4.14

资料来源：美国农业部、德邦证券

预计 10/11 榨季巴西国内食糖消费量 1211 万吨，出口量预计为 2685 万吨，分别增

长 2.7%、10.5%。巴西国内的食糖消费量一直保持稳定增长的态势，过去 20 年消费量复合增长率为 2.67%。本榨季巴西的大幅增产已成定局，但是产量和出口的增加幅度要低于市场先前的预期，这构成国际糖价走强的基石。

印度是全球食糖第二大主产国，预计 10/11 榨季印度食糖产量大幅增长 31%至 2550 万吨。印度甘蔗种植面积增长 9%，由于天气有利于甘蔗产量和出糖率（甘蔗出糖率上升至 7.9%，远高于上两个榨季的 5.55%和 6.8%）的提升，预计印度 10/11 产量将大幅上升到 2550 万吨。国际糖业组织（ISO）经济学家谢尔盖-古德什尼科夫 10 月 26 日表示，估计 10/11 制糖年印度的食糖产量有可能超过预期，达到 2,600 万吨的水平。

表格 7 印度食糖供求平衡表（百万吨）

榨季	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E
期初库存	4.37	4.18	9.85	9.15	3.69	4.15
产量	21.14	30.78	28.63	16.13	19.46	25.50
总供给	25.51	34.96	38.48	25.28	23.15	29.65
国内消费	19.87	22.43	23.50	24.20	23.50	24.21
出口	1.46	2.68	5.83	-2.61	-4.50	1.50
期末库存	4.18	9.85	9.15	3.69	4.15	3.95

资料来源：美国农业部、德邦证券

预测模型显示，如果印度的本榨季的出糖率达到 06/07 榨季的最好水平 8.66%，产糖量将达到 2791 万吨，届时印度国内食糖供应将会大幅过剩。预计本榨季印度的国内食糖消费量将恢复性增长 3%至 2421 万吨。印度高收入家庭的人均消费量是低收入的 2 倍以上，上榨季高糖价大大抑制了印度低收入者的食糖需求，消费量由 2420 万吨下滑为 2350 万吨。

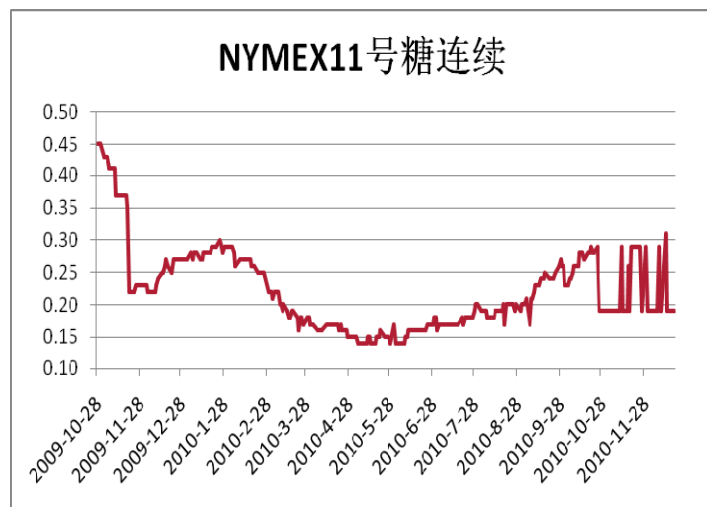
总体上，印度 10/11 榨季大幅增产至 2550 万吨，需求恢复性增长到 2421 万吨，因此印度将重返出口市场，由上榨季的净进口 450 万吨，转为净出口 150 万吨。

我们预计全球 10/11 榨季食糖产量增长 5%至 1.58 亿吨，低于先前预期的 1.61 亿吨（增产 7%）；预计全球食糖消费量 1.57 亿吨，增长 1.8%。10/11 榨季食糖产量略大于需求量，供需基本平衡，优于原先供给过剩 300 万吨的预期。库存消费比处于近 30 年来次低位，显示供需形势依旧紧张。虽然 10/11 年全球食糖库存消费比由去年的 15.8%升至 16.3%，但仍处 30 年来历史次低水平。

我们预计中国 10/11 榨季甜菜糖产量 92 万吨，甘蔗糖产量 1037 万吨，总产量 1129 万吨，同比小幅增长 5.1%；预计 10/11 榨季全国食糖消费小幅增长 1%至 1418 万吨。09/10 榨季中国共进口糖 150 万吨，10/11 榨季进口预计增长至 195 万吨，在下榨季产量 1129 万吨，结转库存 123 万吨，但需求量有 1418 万吨的情况下，大量进口食糖以弥补国内库存是必然的。我们预计 10/11 榨季中国食糖产需缺口高达 300 万吨，库存消费比降到 4.4% 的最低水平，明年供求形势将比今年更紧张。

相对国际糖价，我们坚定看多国内现货及期货糖价，看多糖业股。明年现货糖价将持续维持在 6200 元上方高位，南宁糖业、贵糖股份等糖业股将迎来反复走强的机会。

图 12 国际期货市场 11 号糖价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 13 国内期货市场糖价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

3. 畜牧养殖业

截至 10 月底，全国 22 个主产省的生猪均价为 13.17 元/公斤，从 2010 年 3 月份的 9.48 元/公斤算起，最大涨幅已达 38.92%，部分地区最大涨幅已达 45%。伴随猪肉价格的上涨，价格替代效应开始显现，同期鸡肉价格也一路扶摇直上，白条鸡最新价格 11.8 元/公斤，相较去年底已累计上涨 22.9%，符合我们四季度的判断。截止 2010 年 11 月 10 日，尽管猪肉价格有所回落，全国平均猪粮比仍在 6.69:1 高位，已连续四个月养猪盈利，09 年同期仅为 6.64:1。

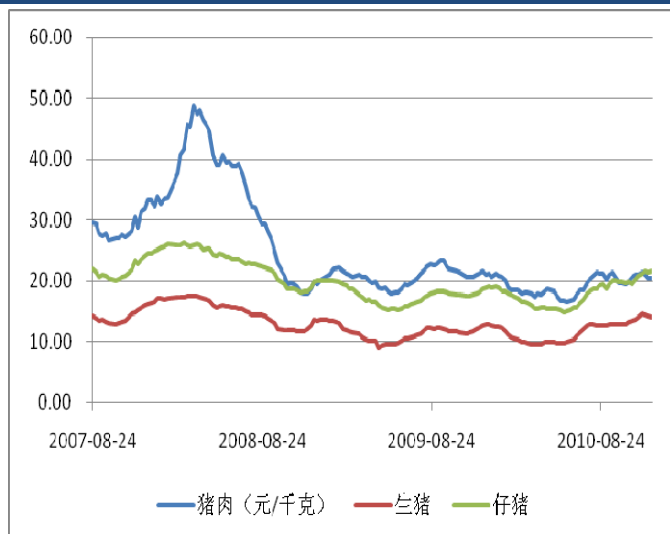
但另一方面，能繁衍母猪数量虽已经有所回升，但回升有所停滞，9 月份出现大幅度回升后，10、11 月份却都出现了相对下降，尤其是 11 月份下降较为明显。我们认为，这很可能跟国务院 11 月中旬农产品价格管制有关。根据生猪养殖的养殖周期和猪肉价格形成周期，我们判断未来猪肉价格高位运行态势很有可能得以延长，由于我们原来预测的 6 月延长到 9 至 10 月。随着猪肉价格高位运行时间延长，我们认为也会带来的猪肉消费替代品（鸡肉）价格上调时间增长。

受益于高的产品价格，我们认为农业产业化将得到快速推进，并由从下游向上游移动趋势。这一趋势在 2010 年已经显现，主要表现在牧业方面。例如，雏鹰农牧，西部牧业，华英农业以等公司的上市及经过重组后的新希望为标志。这些公司在未来有可能会改变中国以往分散养殖的状况，表现为公司借助于资本市场的快速扩张，替代现有农户和小厂分

散养殖，形成具有一定议价能力产业链齐全的大规模现代化农牧公司。这将反过来使资本市场受益。我们认为这有可能成为 2011 年甚至未来五年或者说整个十二五期间农林牧渔行业重大投资逻辑。

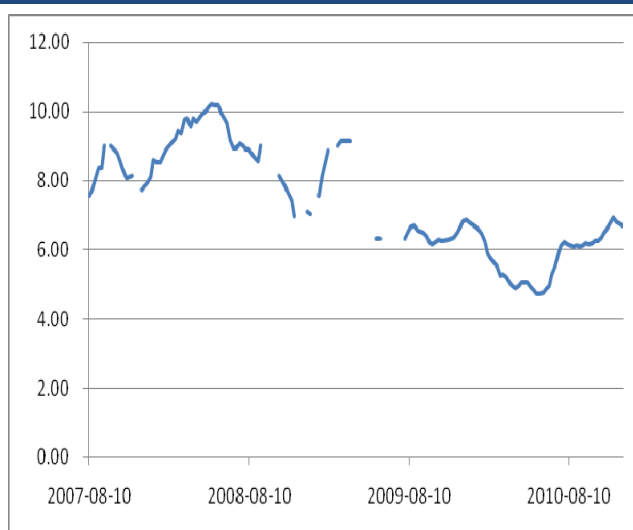
所以，2011 年甚至未来五年农林牧渔行业投资机会我们认为最主要可能发生在借助于资本市场的农业产业化的弄潮者，有大规模扩张计划和执行力，致力于打造全产业链的畜牧养殖类上市公司。重点推荐：雏鹰农牧、西部牧业、新希望。

图 14 猪肉、生猪、仔猪价格走势



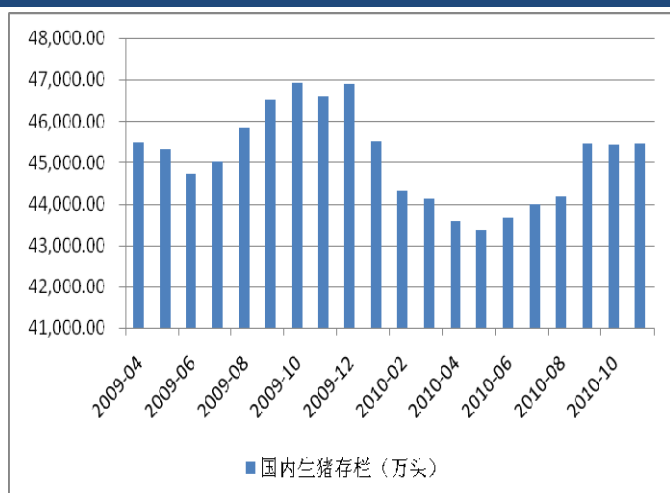
资料来源：Wind，德邦证券

图 15 猪粮走势



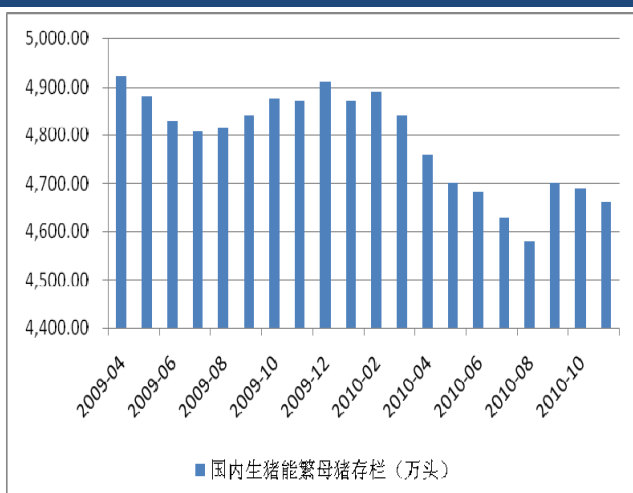
资料来源：Wind，德邦证券

图 16 国内生猪存栏量



资料来源：Wind，德邦证券

图 17 国内能繁殖母猪存栏量



资料来源：Wind，德邦证券

图 18 鸡肉价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 19 国内期货市场玉米价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

4. 饲料

根据最新了解到的国内秋粮产量信息：粳稻大幅增产 8.2%，中晚稻持平，玉米增产 6%。2010 年国内粳稻总产约 1200 亿斤，同比增 98 亿斤，增产幅度 8.2%；其中东北三省总产 541 亿斤，同比增 107.7 亿斤，增产 20%；中晚稻种植面积增加，但部分地区出现寒露风天气，产量预计持平；东北玉米主产区今年大幅增产，黄淮海主产区河南、河北、山西小幅增产，尽管山东由于不利天气产量有所下降，但全国玉米增产幅度预计为 6.1%。

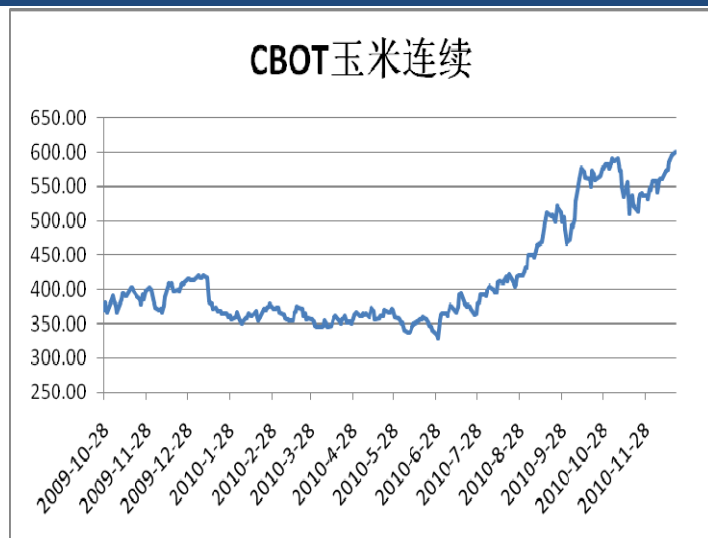
基于较强的增产预期，我们估计 2011 年玉米为主的饲料成本将自高位回落，这有利于下游的养殖和饲料利润恢复到较高的水平。

上半年，我国饲料、养殖业遭遇近十年不遇的萧条，但在生猪养殖业回暖的带动下，以及近期鸡鸭价格都大幅上涨下，7 月份开始明显升温，畜禽料销量增幅在 5%-10%，8-10 月份的中小猪料以及肉禽料需求增幅明显加快，水产饲料也在 3 季度达到年内峰值。

由于我们判断畜牧养殖业产品高位价格持续时间延长的可能性很大，所以看好饲料行业 2011 年的增长。但由于初级饲料进入容易，上市的养殖企业以及规模较大养殖企业很容易介入，不是很看好初级饲料加工企业。

基于此，我们推荐饲料行业具有一定技术含量和壁垒的上市公司：大北农。

图 20 国际期货市场玉米价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 21 国内期货市场玉米价格走势



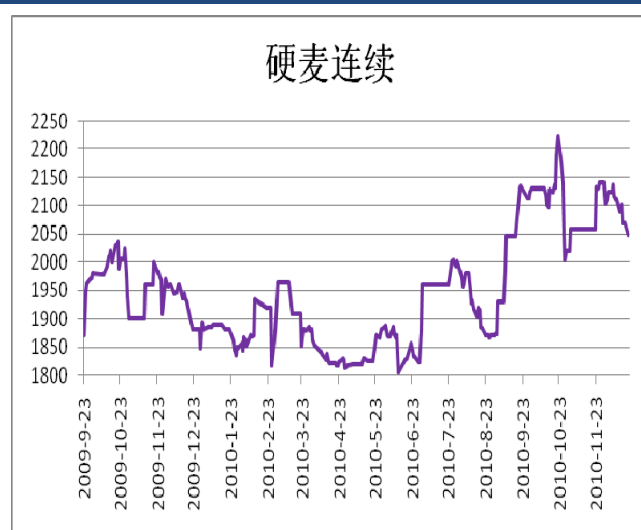
资料来源：Wind，德邦证券

图 22 国际期货市场小麦价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 23 国内期货市场小麦价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

5. 种子生产

中国是种子需求大国，每年有 125 亿公斤的种子需求量，但国内种业公司仅仅能满足 45 亿公斤的需求，每年约 80 亿公斤种子需要从国外进口。我国种业市场的规模已由 2000 年的 250 亿元增加到目前的 550 亿元左右，未来随着种子商品化率的提高潜在市场总额将达到 900 亿元。其中玉米、水稻、转基因棉花、蔬菜是我国种子市场主要组成部分，约占市场总量的 80%。

我国玉米种植面积近年稳步增长，目前达到 4 亿亩以上，用种量在 10-11 亿千克左右，

主要的玉米播种植带是北方春播玉米区和黄淮海夏播玉米区，未来进一步扩大比较有限。但随着良种补贴的深入，高价种的比例将不断提高，农产品价格的上涨也将推动作为生产资料的种子价格上行，市场规模还会不断提高。

图 24 国内玉米历年种植面积

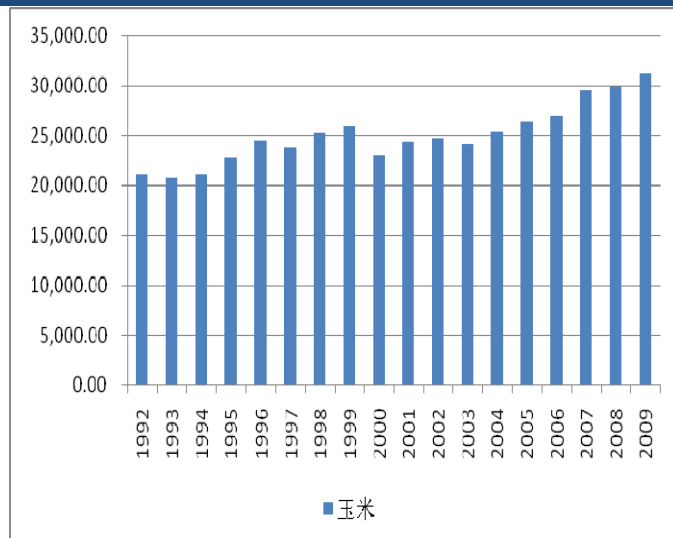
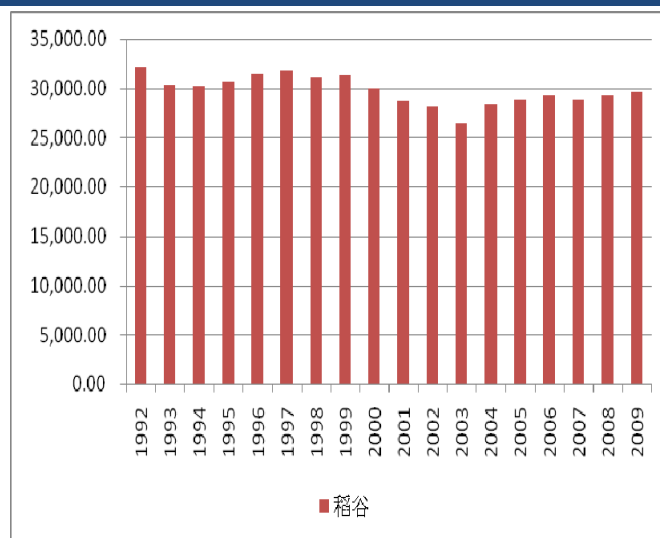


图 25 国内水稻历年种植面积



我国水稻的播种面积稳定在 4.4 亿亩，其中杂交水稻的种植面积约为 2.5 亿亩左右。目前杂交水稻种子的需求量约为 2.5 亿公斤。而供给量则在 2.5 亿公斤左右波动。06 年前杂交水稻种子行业过度扩张之后，07-09 这 3 年进入调整收缩期，制种量大幅下降，以消化前几年过剩的存量种子为主。2010 年期，杂交水稻种子行业重新进入扩张期。主要原因是：种子保存期最多为 3 年，如果期限过长种子出苗率会大幅下降。因此 2006 年前上一轮高峰期生产的种子经过倾销、转商等形式已基本消化完毕。杂交水稻价格在 2009 年出显著上涨，预计 2010 年还将上涨 10%-15% 左右。

自 2002 实行良种补贴政策以来，我国的良种补贴金额已经从 1 亿元提高到目前的 170 亿元以上，几乎做到水稻、小麦、玉米、棉花全国范围全覆盖；大豆、油菜、青稞和马铃薯在优势产区全覆盖；并且开始试点花生良种补贴。2010 年国家良种补贴金额达到 204 亿元，增长 31.78%，促进优势种子市场份额的迅速提升。

我们认为 2011 年种业政策出台将对我国种子行业产生巨大影响，推荐敦煌种业。

6. 水产养殖

消费升级概念是我们长期关注的农林牧渔行业投资线索，主要逻辑是随着人们收入水平提高，消费会由基本消费向奢侈消费转变，这会使得高级农产品种植、养殖业在长期内受益。基于此我们长期看好高级水产品养殖业，尤其是海参养殖业。

预计 2011 年海参需求增速快于产量增速，总体仍呈供不应求态势。海参作为高端产

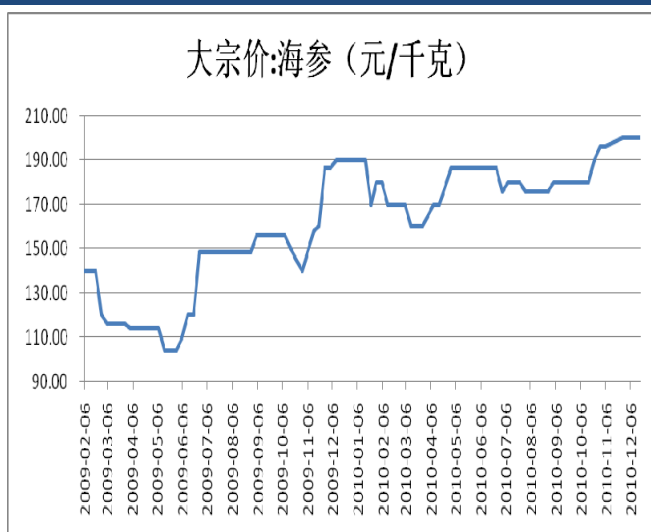
品，目前正在进入普通家庭，并由山东、辽宁等区域消费品类泛全国化，酒店和餐饮消费也快速崛起。北京、上海、深圳等外埠市场的酒店（餐饮）、礼品（专卖店）市场需求量也快速增长，海参消费区域的扩大将是海参乃至整个水产品行业最重要的基本面。

海参是 2011 年水产养殖行业景气最高的产品。海参的高景气不是因为供给端的下降，而是来自需求释放。2003 年 SARS 之后，海参进入需求井喷的黄金增长阶段，02-09 年海参消费量年复合增长率高达 49.95%，最近三年下降为 10.56%。产销增速回落的主要原因是：山东、辽宁等地凡是能养殖海参的虾池、围堰及底播水域都已被最大限度地开发利用，未来只能靠挖潜。

我们预计 2011 年中国海参产量在 12.38 万吨，增长 10%，但需求增长率与 2010 年持平，约为 15.9%，国内海参仍呈供不应求态势。目前，国内东方海洋、好当家、壹桥苗业、獐子岛分列海参养殖产量的前四位。2010 年四家公司海参业务利润占主营业务利润的比重分别为：55%、56%、16%、8.4%；2011 年海参的利润占比分别为 62%、57%、22%、9%；预计 2012 年海参的利润占比为：68%、51%、51%、10.3%。

2011 年，我们仍然看好海参养殖企业，推荐顺序依次为东方海洋、好当家。

图 26 国内海参现货价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

图 27 国内扇贝现货价格走势



资料来源：Wind，德邦证券

7. 农林牧渔行业 2011 年投资大逻辑再总结

不同于其他券商的一般看法，我们认为农林牧渔行业 2011 年的投资机会更多将发生在产业化、消费升级和品牌三个概念相叠加的农林牧渔行业上市公司中，这一逻辑可能会延伸至未来五年，构成十一五期间农林牧渔行业最为主要的投资逻辑和投资线索。

首先，我们看消费升级，主要逻辑是随着人们收入水平提高带来的消费方式转变。我们认为这其中包含了奢侈消费增多和对消费品质量的更高要求两层含义。很多投资者都看到了前者，但对后者关注甚少（关注越少机会越大）。

奢侈消费增多体现为对高级农产品种植、养殖业需求的增加，目前主要对应是海参养殖。对消费品质量的更高要求将会为规模化养殖业且注重品牌建设的企业带来重大机遇。

那么什么样的公司符合这样的条件？我们认为能够利用资本市场使得自己所在子行业产业化快速推进的公司最符合这一特征。

我们认为这将主要集中在畜牧业养殖这一大类内。这一趋势在 2010 年已经显现，并随着一批子行业公司的上市和重组得到确认。例如，雏鹰农牧，西部牧业，华英农业以等公司的上市及新希望的重组。借助于养殖阶段优势和资本市场，这些公司在未来一定会改变中国以往分散养殖的状况，表现为公司主营养殖业务快速扩张，替代现有农户和小工厂分散养殖，进而进军上下游，两端发展（饲料和宰杀），进而形成具有一定议价能力、上中下游产业链齐全的大规模现代化农牧公司，并最终利用齐全的产业链优势建立自己的品牌优势，成为子行业的龙头老大。我们认为这些企业将是未来五年最可能有大发展的农林牧渔公司。这有可能成为 2011 年甚至未来五年或者说整个十二五期间农林牧渔行业重大投资逻辑。

总结一下，即产业化、消费升级和品牌三者叠加。

所以，2011 年甚至未来五年农林牧渔行业投资机会，我们认为最主要可能发生在借助于资本市场的农业产业化的弄潮者，有大规模扩张计划和执行力，致力于打造全产业链和自己品牌的畜牧养殖类上市公司。重点推荐：雏鹰农牧（002477）、西部牧业（300106）、新希望（000876）。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性-In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避-Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入-Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。