

畜禽养殖业的春天

—2011 年农业投资策略

民生精品---深度研究报告/农业行业

2010 年 1 月 4 日

报告摘要:

● 生猪价格仍有 20% 以上提升空间

继 2006 年能繁母猪存栏量大幅下降 6% 带来猪价飙升, 2010 年 11 月能繁母猪存栏量同比下降 4.3% 至 4660 万头, 绝对量已低于 2005、2007-2009 年水平, 与此同时, 能繁母猪实际数量与理论需求量的比值也已降至 2004 年以来新低, 仔猪和二元母猪补栏意愿不强, 在猪粮比为 8 的前提下, 2011 年生猪价格仍有 20% 以上提升空间。

● 2011 年国际农产品价格有望继续攀升

2010 年在厄尔尼诺现象及随后的拉尼娜影响下, 全球主要农产品相继面临减产。由于大豆和玉米存在典型的播种面积之争, 2010 年玉米价格的持续上扬已使得大豆和玉米的比价接近强支撑点 2.0, 大豆种植面积下降几成定局, 2011 年有望成为全球农产品领涨品种。农产品基本面明显好于有色金属, 拉尼娜现象有望延续至 2011 年春季, 国际主要农产品价格有望继续攀升。

● 剔除干扰项, 农业股估值处于合理范围

2010 年以来银行和地产一再创历史新低, 而中小盘价格却居高不下, 因此, 机构需要抉择的是“金融地产”或“非金融地产”, 农业只是非金融地产中的一个配置, 与整个大盘比较估值已失去意义。经扣除金融地产后测算出的农业股相对估值处于合理范围。

● 2011 年全年最看好畜禽养殖板块

2011 年全年最看好畜禽养殖板块, 但上涨时点可能因价格监管及猪疫情加速出栏而延后。发改委特别要求各地价格主管部门加强元旦、春节期间肉禽蛋奶、粮食、食用油等生活必需品的价格监管, 这也成为 2011 年春节前农业股投资的政策风险点, 相对而言, 种业仍是受益政策扶持的子板块, 而海珍品作为奢侈品并无价格管制风险, 糖和番茄酱也将受益于价格上涨。

盈利预测与财务指标

重点公司	EPS			净利润增长率 %		
	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
登海种业	0.53	1.09	1.61	3498%	106%	47.7%
海大集团	0.69	0.69	0.90	13.5%	29.5%	30.0%
大北农	0.82	0.85	1.25	95.4%	21.7%	47.5%
壹桥苗业	0.86	0.83	1.07	11.1%	29.7%	28.2%
好当家	0.12	0.20	0.39	-39.5%	66.7%	95.0%
雏鹰农牧	0.88	0.90	1.48	88.3%	120.0%	64.4%
圣农发展	0.53	0.70	1.05	10.5%	32.1%	50.0%

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 王莺

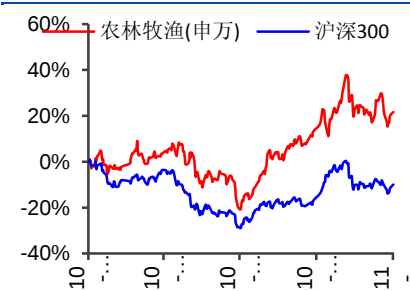
执业证书编号: S0100510120001

电话: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究

投资要点:

➤ 投资逻辑

本文试图从 07-08 年的农业股大牛市中寻找 2011 年新行情的踪迹,猪价超过 20% 的上涨预期,及大豆领涨国际农产品价格再创新高的可能性,使得又一波农业股牛市行情依稀可见。此外,近几年农业板块还出现两大新动向,首先,09 年下半年以来以圣农发展、海大集团和大北农为代表的一大批优质农业企业上市,推动农业板块业绩持续改善;其次,随着中央对三农问题的重视程度不断提高,证券市场也趋向在政策频繁出台期炒作农业股,每年的第一和第四季度农业股相对大盘均持续获得超额收益。综合以上因素,并通过测算扣除金融地产后农业股相对大盘处于合理估值范围,给予农业板块推荐评级,2011 年全年最看好畜禽养殖板块,但上涨时点可能因价格管制及猪疫情加速出栏而延后。

➤ 有别于大众的认识

- 1、在业内首次提出用“能繁母猪实际数量/理论需求量”判断能繁母猪存栏量的充足性,并明确预判 2011 年生猪价格仍有超过 20% 的涨幅;
- 2、大豆和玉米存在典型的播种面积之争,本文通过对照 CBOT 大豆和 CBOT 玉米的比价关系,提出 2000 年 1 月以来该比值只在 2007 年曾跌破过 2.0,其余都在该点形成强支撑,并提出大豆有望成为 2011 年全球农产品领涨品种;
- 3、机构当前最需要做出的决定是投资“金融地产”或“非金融地产”,农业作为非金融地产中的一个配置,与整个大盘比较估值已失去意义。本文通过测算扣除金融地产后农业股相对大盘的估值,为机构配置农业股提供参考;

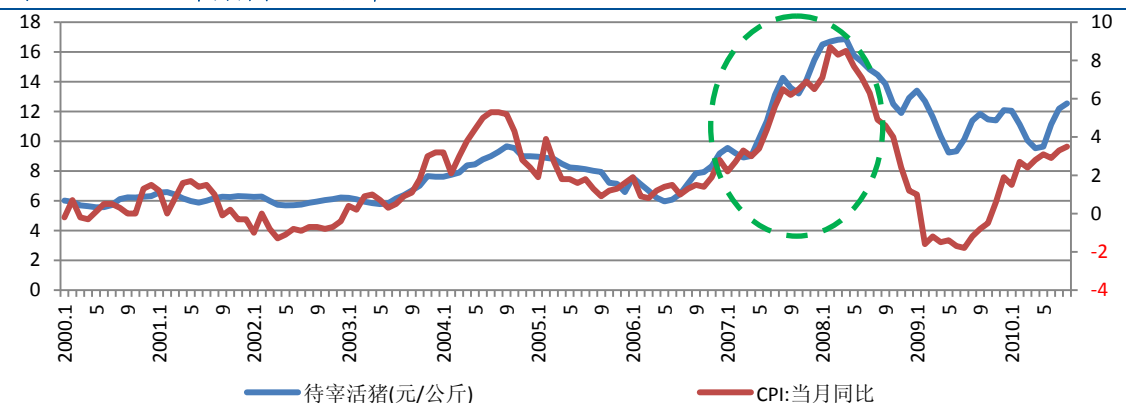
目录

一、2011 年有望再现 07-08 年行情	4
(一) 生猪价格仍有 20%以上提升空间	5
(二) 国际农产品价格有望继续攀升	7
(三) 2011 年国内大豆价格面临上涨压力	9
二、农业板块新动向：业绩改善 + 政策给力	10
(一) 农业股业绩持续改善	10
(二) 政策频繁期，板块持续出现超额收益	11
三、剔除干扰项，估值处于合理范围	13
四、投资策略	14
(一) 给予行业“推荐”评级	14
(二) 畜禽养殖业：猪价上涨带来的行业性机会	14
(三) 种业：期待种业政策超预期	16
(四) 海珍品：海参捕捞量大幅提升	17
(五) 饲料：成本上涨压力下的大企业加速整合	18
(六) 糖：2011 年上半年存在交易性机会	20
(七) 番茄酱：2011 年看价格反转	21
插图目录	22
表格目录	22

一、2011 年有望再现 07-08 年行情

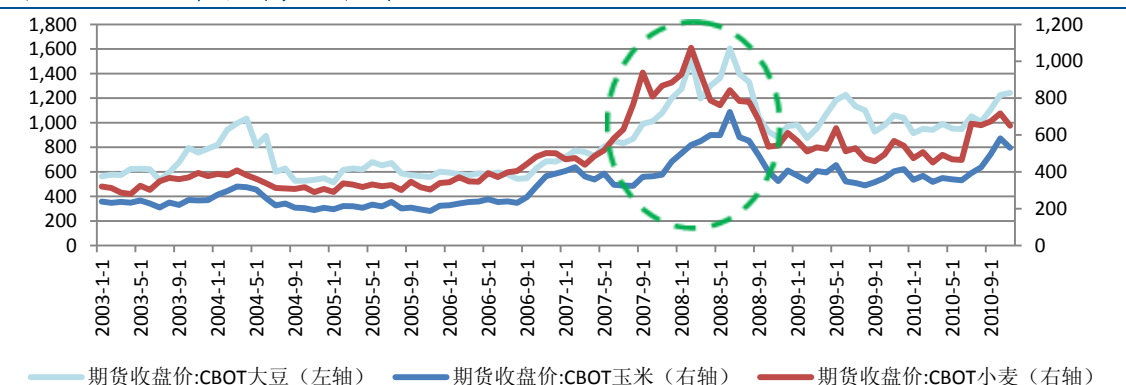
大家可能对 2007-2008 年的农业股大牛市还记忆犹新，猪价飙升、通胀率不断攀升和国际农产品价格暴涨共同触发了一场波澜壮阔的农业股大行情。

图 1: 2007-2008 年猪价和 CPI 飙升



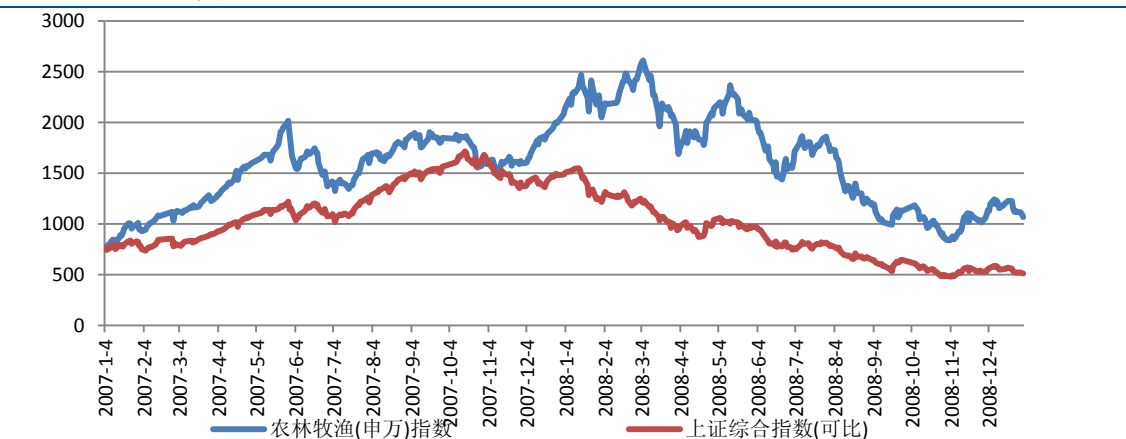
资料来源：中国畜牧业信息网，WIND，民生证券研究所

图 2: 2007-2008 年国际农产品价格暴涨



资料来源：WIND，民生证券研究所

图 3: 2007-2008 年农业股大幅跑赢上证 A 股



资料来源：WIND，民生证券研究所

（一）生猪价格仍有 20%以上提升空间

1、生猪价格波动周期 3-4 年，现已进入上升期

我国生猪生产具有“蛛网模型”的典型特征，生产者总是根据上一时期的价格来决定下一时期的产量，而事实上，在每一时期生产者只能按照本期的市场价格来出售由预期价格（即上一时期价格）所决定的产量，这种预期价格和实际价格的偏差造成产量和价格的波动。

生猪价格波动周期通常为 3-4 年，其根本原因是由生猪繁育和生长周期所决定。现假设第一年生猪价格很高，则大量资金涌入养殖业，增加能繁母猪数量扩大养殖规模。新生的仔猪留作后备母猪，需要大约 8 个月进入繁育期，母猪怀孕期 4 个月，哺乳期 28 天左右，从仔猪断奶到育肥出栏需要 4-5 个月，由此推算，从后备母猪到第一批育肥猪出栏共需要 17-18 个月；当大量育肥猪出栏，生猪市场将供过于求，价格下降至最低点；同样，在经过一段存栏量下降周期后，生猪价格又将回到高点。

图 4：生猪价格波动周期为 3-4 年，现已进入上升期



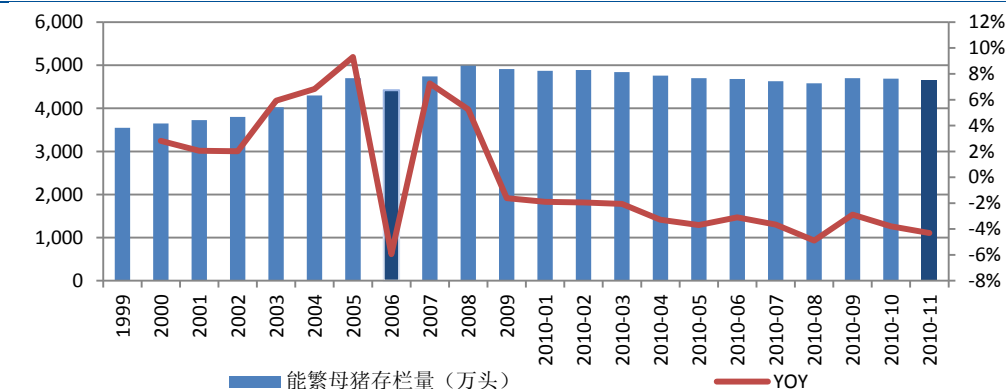
资料来源：中国畜牧业信息网，民生证券研究所

2、2010 年 11 月能繁母猪存栏量同比下降 4.3%，绝对量低于 2005、2007-2009 年

能繁母猪存栏量决定了未来的生猪供应，2007-2008 年猪价大幅上涨的关键因素是，06 年能繁母猪存栏量同比下滑 6%至 4421 万头，这也是自 1999 年以来的唯一一次下降。值得关注的是，2010 年 11 月能繁母猪存栏量同比下降 4.3%至 4660 万头，且绝对量低于 2005、2007-2009 年的水平，2006 年除外。

按照发改委《稳定生猪市场的实证研究》给出的经验数据，每头能繁母猪每年能提供 15 头左右上市育肥猪，该数据已考虑仔猪哺乳期平均 20%左右的死亡率，及育肥期平均 10-15%的死亡率。我们由“肉猪出栏头数/15”推算能繁母猪理论需求量，再将能繁母猪实际存栏量与理论需求量比较，发现该比值已经降至 2004 年以来的新低，可见市场认为能繁母猪存栏量充足的观点值得商榷。这里需要解释的是，能繁母猪实际数量始终高于理论数，是因为有一定比例的后备母猪无法成为正常母猪。

图 5: 2010 年 11 月能繁母猪存栏量下降至 4660 万头, YOY 下降 4.3%



资料来源: 民生证券研究所

表 1: 能繁母猪实际数量/理论需求量已降至 2004 年以来的新低

	全国:肉猪出栏头数 (万头)	产量:猪肉 (万吨)	能繁母猪理论需求量 (万头)	能繁母猪实际存栏量 (万头)	能繁母猪实际数量/理论需求量
2004	57,279	4,702	3,819	4,300	1.13
2005	60,367	4,555	4,024	4,700	1.17
2006	61,207	4,650	4,080	4,421	1.08
2007	56,508	4,288	3,767	4,742	1.26
2008	61,017	4,621	4,068	4,991	1.23
2009	64,539	4,891	4,303	4,964	1.15
2010E	66,301	5,023	4,420	4,600	1.04

资料来源: 民生证券研究所

3、仔猪和二元母猪补栏意愿不强, 能繁母猪存栏量短期内难现快速提升

截止目前, 22 个省市仔猪平均价格在 20 元/公斤, 全国二元母猪价格在 1421 元/头, 而 08 年 4 月最高峰时期仔猪价格达到过 50 元/公斤, 二元母猪价格超过 2300 元/头。仔猪和二元母猪的补栏热情不强, 能繁母猪存栏量短期内难现快速提升。

图 6: 仔猪补栏意愿不强



资料来源: WIND, 民生证券研究所

4、2011 年生猪价格仍有 20%以上提升空间

2007-2008 年猪粮比最高峰超过 10, 猪粮比超过 8 成常态。目前能繁母猪存栏量同比

下降 4.2%，实际存栏量与理论值相比处于历史低位，且仔猪和二元母猪补栏意愿不强，2011 年生猪价格上涨是大概率事件。若猪粮比恢复至 8，对应玉米价格 2.10 元/公斤，生猪价格至少回升至 16.8 元/公斤，较当前价格 13.88 元/公斤仍有 20% 以上提升空间。

由于能繁母猪存栏量在大幅上升 10 个月后生猪存栏量才会上升，高猪价有望至少贯穿明年前 10 个月。

图 7：猪粮比恢复到 8 以上是大概率事件



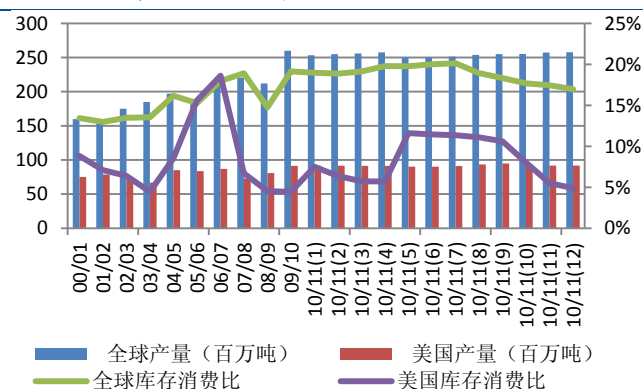
资料来源：WIND，民生证券研究所

（二）国际农产品价格有望继续攀升

1、全球主要农产品供需紧平衡

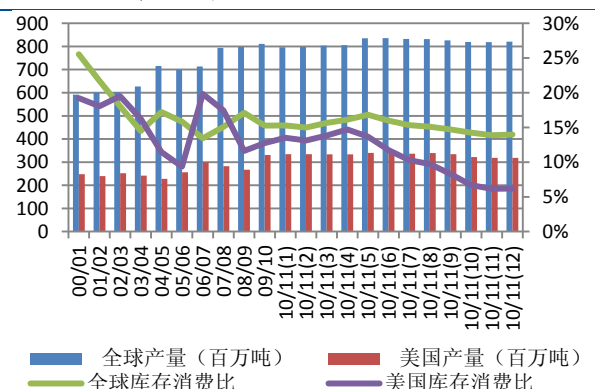
2010 年在厄尔尼诺现象及随后的拉尼娜影响下，全球主要农产品如小麦、玉米、白糖和棉花都相继面临减产。2010 年 12 月 22 日 CBOT 玉米、CBOT 小麦和 CBOT 大豆分别报收于 609 美分/蒲式耳、783.5 美分/蒲式耳和 1328.75 美分/蒲式耳，较年初分别上涨 46.9%、44.7%和 27.8%。全球主要农产品处于供需紧平衡状况，玉米库存消费比接近 07/08 年低位，大豆和小麦库消比明显下降，糖和棉花的库存消费比更是创出 2000 年以来新低。

图 8：大豆库消比大幅下降



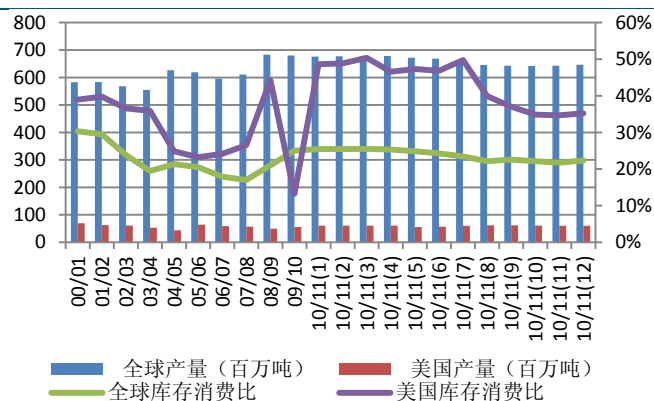
资料来源：民生证券研究所

图 9：玉米库消比降至历史低位



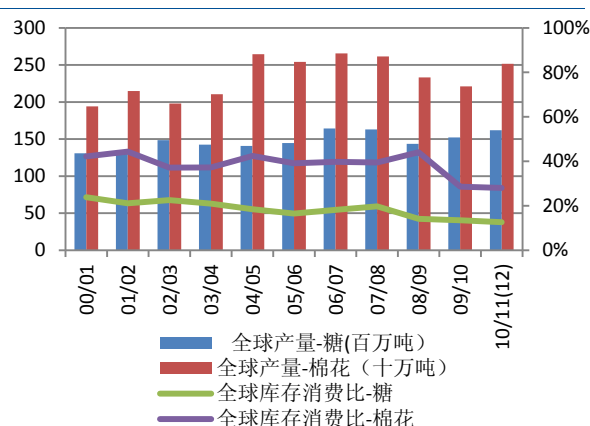
资料来源：民生证券研究所

图 10: 小麦库消比大幅下降



资料来源：民生证券研究所

图 11: 全球糖和棉花库消比创新低



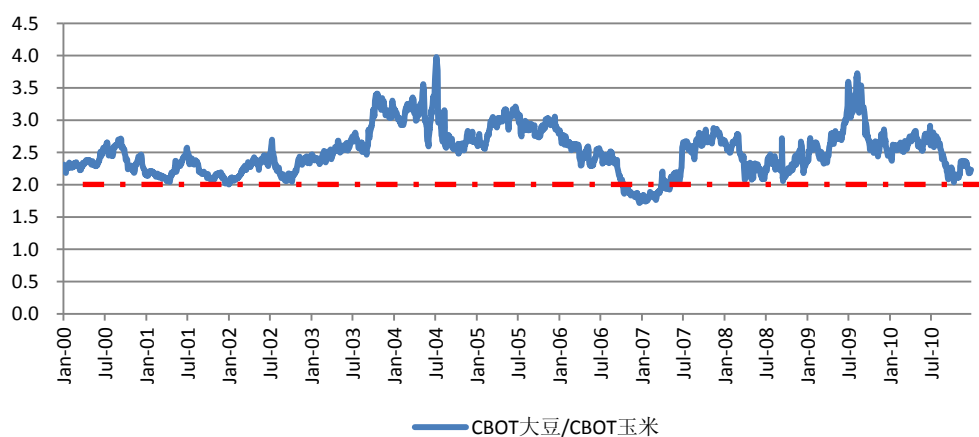
资料来源：民生证券研究所

2、大豆有望成 2011 年领涨品种

农产品基本面决定各品种价格走势的大方向。今年棉花、白糖、小麦和玉米的价格均因减产大幅攀升，而大豆价格上涨幅度则相对有限。

大豆和玉米存在典型的播种面积之争，今年玉米价格的持续上扬使得大豆种植比价明显偏低，CBOT 大豆和 CBOT 玉米的比值关系已接近 2.0，自 2000 年 1 月以来该比值只有在 2007 年曾跌破过 2.0，其余都在 2.0 形成强支撑，大豆种植面积下降已成定局，大豆有望成为 2011 年领涨品种。美国 2010 年大豆播种面积及生长情况的利多信息会对国际大豆价格起到明显拉升作用，可关注 2011 年 3 月底美 USDA 公布的种植意向报告。

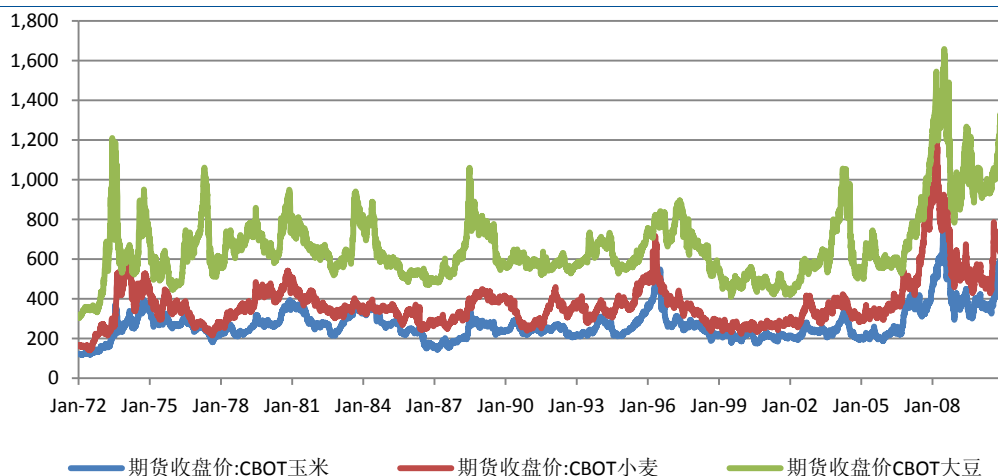
图 12: CBOT 大豆/CBOT 玉米已接近 2.0



资料来源：民生证券研究所

值得一提的是，国际主要农产品期货价高度相关，以 1972-2010 年数据为样本可得到如下结论，大豆和小麦相关性为 0.78，玉米和大豆相关性为 0.83，玉米和小麦相关性为 0.85，2011 年大豆价格上涨有望带动其他农产品。

图 13: 1972-2010 年 CBOT 玉米、CBOT 小麦和 CBOT 大豆价格高度相关

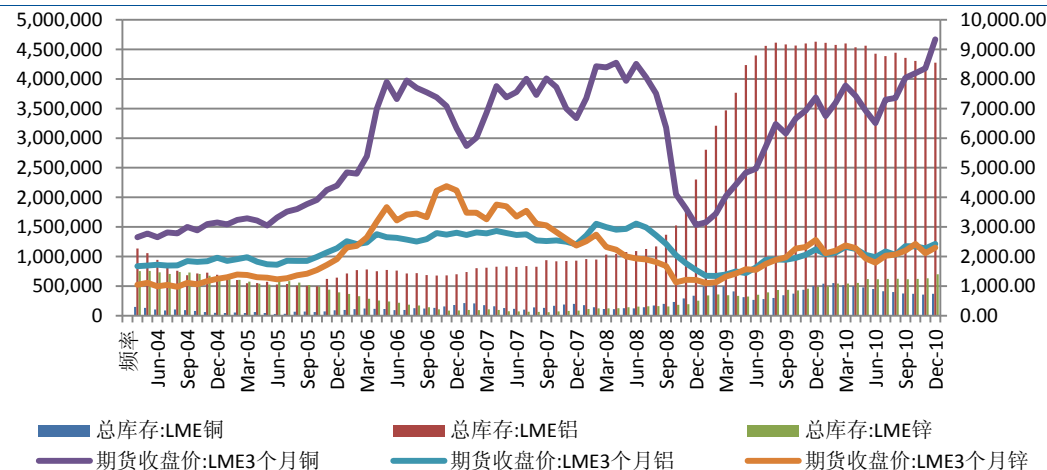


资料来源: 民生证券研究所

3、农产品基本面明显优于有色，铜价受资金推动已创新高

2010 年 LME 铜、LME 铝和 LME 锌库存均数倍于 07/08 年水平，但期货价格均出现大幅上涨，其中铜价已创新高，这波行情更多的是资金推动型，而非基本面因素。主要农产品的基本面情况明显好于有色金属，且拉尼娜现象有望延续至 2011 年春季，国际主要农产品价格有望继续攀升。

图 14: 铜期货已创新高



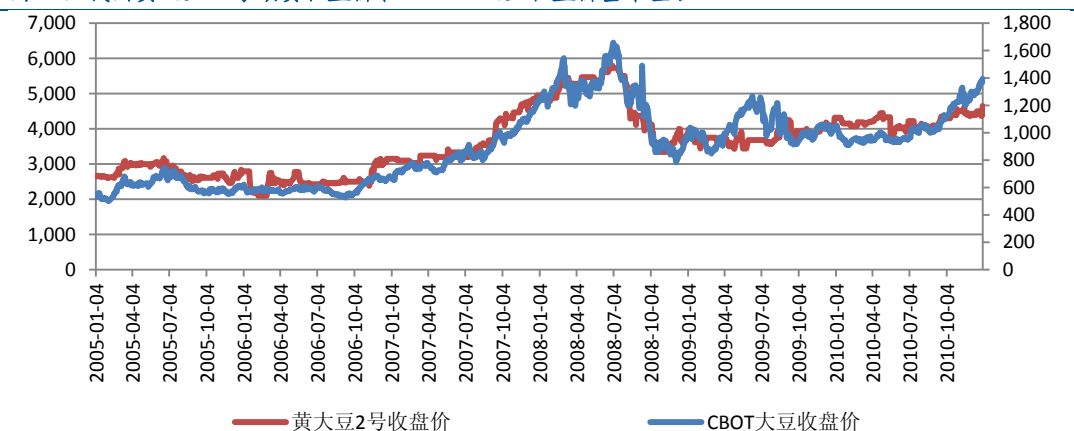
资料来源: WIND, 民生证券研究所

(三) 2011 年国内大豆价格面临上涨压力

农产品价格的过快上涨会引发市场对通胀的担忧，政府通常会采用抛储的方式调节价格。由于国内粮食持续 6 年丰收，国家对谷物的调控能力较强；然而，中国大豆产量相当有限，进口量占消费量的比重在 82%左右，国家对于大豆的调控能力较弱，从我国黄大豆 2 号期货收盘价和 CBOT 大豆收盘价基本重合也可以体现，2011 年国内大豆价格面临上

涨压力。

图 15：我国黄大豆 2 号期货收盘价和 CBOT 大豆收盘价基本重合



资料来源：WIND，民生证券研究所

二、农业板块新动向：业绩改善 + 政策给力

（一）农业股业绩持续改善

2009 年下半年以来，以圣农发展、海大集团、大北农等为代表的一大批优质农业企业上市，这些新上市公司的总市值占农业板块总市值的比重达到 22.5%，净利润占比达到 25.5%，农业板块的业绩有望继续改善。

表 2：2009-2010 年一批优质农业企业上市

代码	简称	总市值	流通市值	上市日期
002299	圣农发展	141.45	48.68	2009-10-21
300021	大禹节水	29.75	13.07	2009-10-30
002311	海大集团	88.2	22.05	2009-11-27
002321	华英农业	36.38	25.49	2009-12-16
002385	大北农	160.52	24.35	2010-4-9
300087	荃银高科	33.26	8.32	2010-5-26
300094	国联水产	46.98	11.74	2010-7-8
002447	壹桥苗业	50.99	12.94	2010-7-13
300106	西部牧业	25.78	6.61	2010-8-9
002458	益生股份	36.77	9.19	2010-8-10
002477	雏鹰农牧	73.96	18.56	2010-9-15
002505	大康牧业	27.86	5.64	2010-11-18
300143	星河生物	41.13	8.35	2010-12-9

资料来源：民生证券研究所

(二) 政策频繁期，板块持续出现超额收益

1、农业政策绕不开“粮食安全”和“农民增收”

1982-1986 年中央曾连续五年发布以三农为主题的中央“一号文件”，时隔 18 年，胡锦涛又在 2003 年 12 月 30 日签署《中共中央、国务院关于促进农民增收若干政策的意见》，中央一号文件再次回归三农，2003 年至今中央已连续七年发布以三农为主题的中央一号文件，2011 年也毫无悬念。此外，中国在 2010 年 10 月制定了第十二个五年规划的建议，涉及农业的部分提出“推进农业现代化，加快社会主义新农村建设”。

由于政府的终极目标是社会长治久安，中央一号文件、十二五规划，抑或其他政策都绕不开“粮食安全”和“农民增收（包括农民工）”这两大主题。具体措施包括：实行最低收购价；多渠道增加农民收入；加强良种繁育，扶持农业产业化龙头企业发展；加强农田水利和生态建设；新增财政支出和固定资产投资向三农倾斜，等等。政策的最终结局是农产品价格中枢上移和农业优势企业集中度不断提高。

表 3：“十二五”规划建议提出“推进农业现代化，加快社会主义新农村建设”

标题	规划内容
加快发展现代农业	把保障国家粮食安全作为首要目标，加快转变农业发展方式；实施全国新增千亿斤粮食生产能力规划，加大粮食主产区投入和利益补偿；严格保护耕地，加快农村土地整理复垦，大规模建设旱涝保收高标准农田；推进农业科技创新，健全公益性农业技术推广体系，发展现代种业，加快农业机械化；完善现代农业产业体系，发展高产、优质、高效、生态、安全农业，促进园艺产品、畜产品、水产品规模种养，加快发展设施农业和农产品加工业、流通业，促进农业生产经营专业化、标准化、规模化、集约化；推进现代农业示范区建设；发展节水农业；推广节能环保生产方式，治理农业面源污染；
加强农村基础设施建设和公共服务	按照推进城乡经济社会发展一体化的要求，搞好社会主义新农村规划建设规划，加快改善农村生产生活条件；农村基础设施建设要以水利为重点，大幅增加投入；继续推进农村电网改造，加强农村饮水安全工程、公路、沼气建设，继续改造农村危房，实施农村清洁工程，开展农村环境综合整治；提高农村义务教育质量和均衡发展水平，推进农村中等职业教育免费进程；加强农村三级医疗卫生服务网络建设；完善农村社会保障体系，逐步提高保障标准；深入推进开发式扶贫，逐步提高扶贫标准，加大扶贫投入；
拓宽农民增收渠道	提高农民职业技能和创收能力，多渠道增加农民收入；鼓励农民优化种养结构、提高效益，完善农产品市场体系和价格形成机制，健全农业补贴等支持保护制度，增加农民生产经营收入；引导农产品加工业在产区布局，发展农村非农产业，壮大县域经济，促进农民转移就业，增加工资性收入；
完善农村发展体制机制	现有农村土地承包关系保持稳定并长久不变，完善土地承包经营权流转市场，支持农民专业合作社和农业产业化龙头企业；按照节约用地、保障农民权益的要求推进征地制度改革，积极稳妥推进农村土地整治，完善农村集体经营性建设用地流转和宅基地管理机制；深化农村信用社改革，鼓励有条件的地区以县为单位建立社区银行，发展农村小型金融组织和小额信贷，健全农业保险制度，改善农村金融服务；深化农村综合改革，推进集体林权制度和国有林区林权制度改革，完善草原承包经营制度；

资料来源：民生证券研究所

表 4：2004 年以来的中央一号文件

日期	标题	主要内容
2004 年 2 月 8 日	《关于促进农民增收若干政策的意见》	一、集中力量支持粮食主产区发展粮食产业，促进种粮农民增收收入；二、继续推进农业结构调整，挖掘农业内部增收潜力；三、发展农村二、三产业，拓宽农民增收渠道；四、改善农民进城就业环境，增加外出务工收入；五、发挥市场机制作用，搞活农产品流通；六、加强农村基础设施建设，为农民增收创造条件；七、深化农村改革，为农民增收减负提供体制保障；八、继续做好扶贫开发工作，解决农村贫困人口和受灾群众的生产生活困难；九、加强党对促进农民增收工作的领导，确保各项增收政策落到实处；

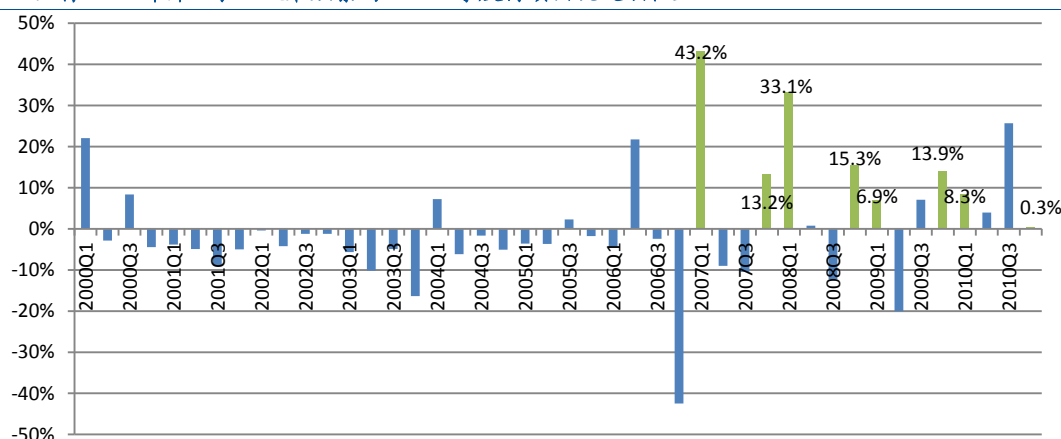
2005 年 1 月 30 日	《关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》	一、稳定、完善和强化扶持农业发展的政策，进一步调动农民的积极性；二、坚决实行最严格的耕地保护制度，切实提高耕地质量；三、加强农田水利和生态建设，提高农业抵御自然灾害的能力；四、加快农业科技创新，提高农业科技含量；五、加强农村基础设施建设，改善农业发展环境；六、继续推进农业和农村经济结构调整，提高农业竞争力；七、改革和完善农村投融资体制，健全农业投入机制；八、提高农村劳动者素质，促进农民和农村社会全面发展；九、加强和改善党对农村工作的领导；
2006 年 2 月 21 日	《关于推进社会主义新农村建设的若干意见》	一、统筹城乡经济社会发展，扎实推进社会主义新农村建设；二、推进现代农业建设，强化社会新农村建设的产业支撑；三、促进农民持续增收，夯实社会主义新农村建设的经济基础；四、加强农村基础设施建设，改善社会主义新农村建设的物质条件；五、加快发展农村社会事业，培养推进社会主义新农村建设的新型农民；六、全面深化农村改革，健全社会主义新农村建设的体制保障；七、加强农村民主政治建设，完善建设社会主义新农村的乡村治理机制；八、切实加强领导，动员全党全社会关心、支持和参与社会主义新农村建设；
2007 年 1 月 29 日	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	一、加大对三农的投入力度，建立促进现代农业建设的投入保障机制；二、加快农业基础设施建设，提高现代农业的设施装备水平；三、推进农业科技创新，强化建设现代农业的科技支撑；四、开发农业多种功能，健全发展现代农业的产业体系；五、健全农村市场体系，发展适应现代农业要求的物流产业；六、培养新型农民，造就建设现代农业的人才队伍；七、深化农村综合改革，创新推动现代农业发展的体制机制；八、加强党对农村工作的领导，确保现代农业建设取得实效；
2008 年 1 月 30 日	《关于切实加强农村基础设施建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》	一、加快构建强化农业基础的长效机制；二、切实保障主要农产品基本供给；三、突出抓好农业基础设施建设；四、着力强化农业科技和服务体系基本支撑；五、逐步提高农村基本公共服务水平；六、稳定完善农村基本经营制度和深化农村改革；七、扎实推进农村基层组织建设；八、加强和改善党对“三农”工作的领导；
2009 年 2 月 1 日	《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	一、加大对农业的支持保护力度；二、稳定发展农业生产；三、强化现代农业物质支撑和服务体系；四、稳定完善农村基本经营制度；五、推进城乡经济社会发展一体化；
2010 年 2 月 1 日	《关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	一、健全强农惠农政策体系，推动资源要素向农村配置；二、提高现代农业装备水平，促进农业发展方式转变；三、加快改善农村民生，缩小城乡公共事业发展差距；四、协调推进城乡改革，增强农业农村发展活力；五、加强农村基层组织建设，巩固党在农村的执政基础；

资料来源：民生证券研究所

2、2007 年始第一、四季度持续出现超额收益

随着中央对三农问题的重视程度不断提高，证券市场也逐步在政策频繁期反映政策预期。自 2007 年开始，每年的第一季度和第四季度农业股相对大盘都获得超额收益。

图 16：自 2007 年开始农业政策频繁的一、四季度持续出现超额收益

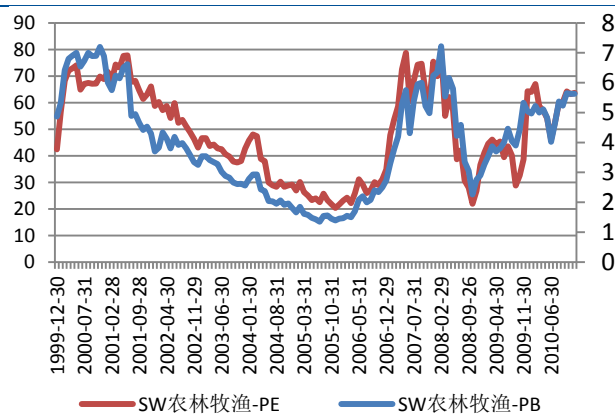


资料来源：民生证券研究所

三、剔除干扰项，估值处于合理范围

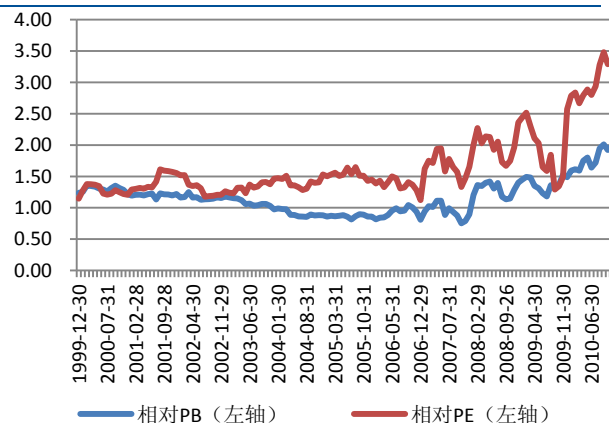
农业股一直以业绩差、趋势性强著称，行业估值谈得很少。然而，随着优质公司的不断上市，农业股今后业绩会趋向稳健，估值重要性也会逐步提升。在当前时点，申万农业绝对 PE 和绝对 PB 分别为 65.7 和 5.8，离历史高位分别还有 17.5% 和 20% 的差距。从相对估值看，无论是相对 PE，还是相对 PB 均已远远超过历史最高水平。

图 17：农业股绝对估值未创新高



资料来源：WIND, 民生证券研究所

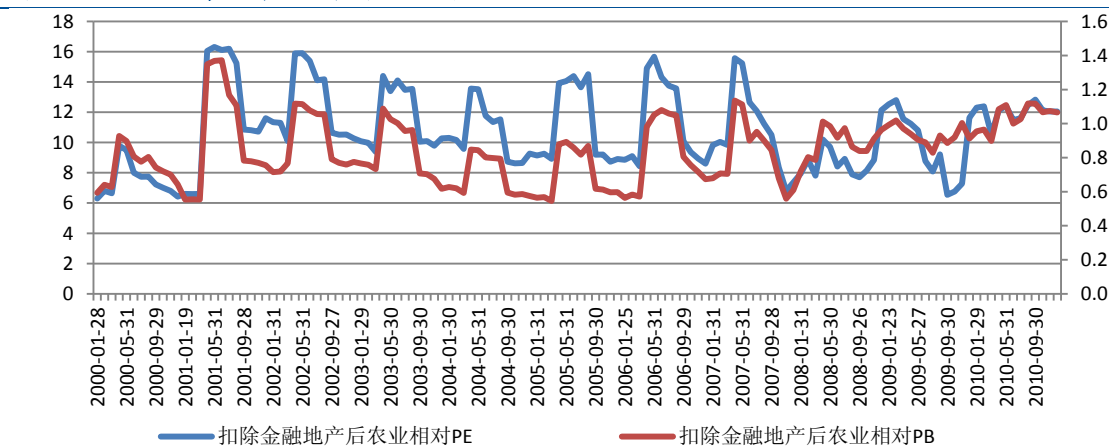
图 18：农业股相对大盘估值已创新高



资料来源：WIND, 民生证券研究所

相对估值中有一大干扰因素，即 2010 年以来金融地产的股价一再创历史新低，而中小盘价格却居高不下。在当前背景下，各投资机构最需要做出的选择是“金融地产”还是“非金融地产”，农业只是非金融地产中的一个配置，与整个大盘比较估值意义不大，关注焦点应当在农业和非金融地产的相对估值。据测算，扣除金融地产后农业相对 PE 和 PB 分别为 12.27 和 1.09，较历史均值分别高 14.3% 和 28.5%，较历史最高值分别低 24.8% 和 20.9%，估值处于合理范围。

图 19：扣除金融地产，农业股相对大盘估值处合理范围



资料来源：民生证券研究所

四、投资策略

（一）给予行业“推荐”评级

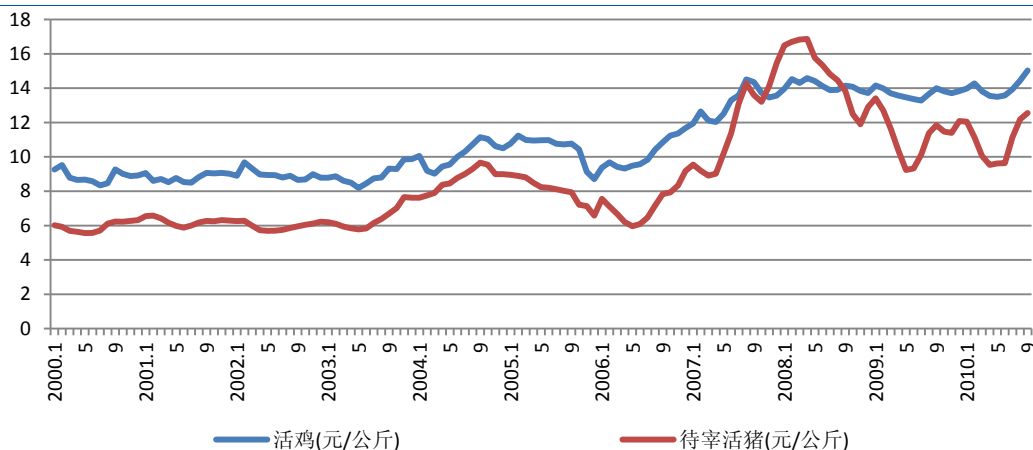
预计 2011 年生猪价格仍有超过 20% 上涨空间，大豆带动国际农产品价格创 07-08 年新高；与此同时，种子、海参、番茄酱和糖价均有望继续上行，给予行业“推荐”评级。

发改委于 2010 年 12 月 24 日发布通知，“要求各地价格主管部门加强元旦、春节期间市场价格监管，有针对性地选择粮食、蔬菜、液化气、食用油、肉禽蛋奶等基本生活必需品等领域作为价格监管的重点”，这也成为 2011 年春节前农业股投资的政策风险点，畜禽养殖和食用油板块承压；相对而言，种业仍是春节前后最受益政策扶持的子板块，而海珍品作为奢侈品并无价格管制风险，糖和番茄酱也将受益于价格上涨。2011 年最看好畜禽养殖板块，但投资时点可能因价格监管以及猪疫情加速出栏而延后；持续看好原料涨价背景下饲料龙头企业的加速整合。

（二）畜禽养殖业：猪价上涨带来的行业性机会

根据上文判断，2011 年生猪价格有望突破 16.8 元/公斤，较当前价格仍有超过 20% 的上涨空间。由于鸡价涨跌与猪价同步，2011 年畜禽价格超预期增长和养殖规模的提升将会给整个子板块带来实质性机会，建议关注雏鹰农牧、圣农发展、大康牧业和益生股份。

图 20、鸡价涨跌和猪价同步



资料来源：中国畜牧业信息网，民生证券研究所

1、雏鹰农牧：生猪养殖景气回升+生猪出栏量 40% 以上增长

- （1）公司以生猪养殖为主，2009 年二元种猪、商品猪和仔猪出栏量合计 48.4 万头，仅次于广东温氏，位列全国第二。公司地处河南市场，省内市占率 1%，未来 5 年的主要竞争对手仍是养殖规模在 1000 头以下的中小养殖户，竞争优势明显，成长空间巨大；
- （2）“共赢”农户合作模式是公司核心竞争力。公司为农户提供场所、饲料、仔猪、药品等养殖必备物资，农户发挥自身养殖管理经验，并根据养殖成果获得收入，该模式易于统一防疫和控制生猪质量，并可充分发掘农户积极性。公司还独创了“合作建设养

殖场”，部分养殖场由合作建厂农户按公司要求自行建设，租赁给公司使用。公司自行建设养殖场与租赁养殖场相结合的方式，加快了公司养殖规模的扩张；

(3) 公司业绩增长将来自于 2011 年生猪养殖景气的持续回升，随着募投项目的逐步投产 2010-2012 年生猪出栏量年增速有望超过 40%；

2、圣农发展：不愁销售的全产业链公司

(1) 董事长创业 27 年，曾面对很多投资机会，包括养甲鱼、做房产、炒股等，但他认为一辈子做好一件事情就很好了，今后仍只会专注于养鸡；

(2) 肯德基和麦当劳是公司最主要的两大客户。公司是肯德基中国区三大策略供应商之一，也是继福喜和铭基之后的第三家中国区麦当劳直供商，麦当劳计划未来 3-5 年在中国地区门店数量翻番。公司产业链完整，生产成本业内最低，销售价格高于同业，若产能充分释放，公司只需要平价销售，销售根本不是问题；

(3) 公司现有产能 9600 万羽，将启动定向增发，未来三年将新增 9600 万羽肉鸡产能；2010 年 12 月公司还与美国莱吉士共同成立“福圣农牧发展有限公司”，初步计划未来 3 年新增肉鸡产能 6000 万羽，截止 2013 年公司肉鸡总产能将达到 2.52 亿羽；

3、益生股份：站在中国肉鸡产业链顶端的巨人

(1) 在一个完整的肉鸡产业链中，纯系原种鸡、曾祖代肉种鸡和祖代肉种鸡的育种工作最为重要，被称为金字塔结构的顶端。我国现阶段尚未掌握上述育种技术，主要依靠进口祖代种鸡以生产父母代种鸡并进而满足整个下游环节；父母代种鸡繁育销售具有严格的政策资质壁垒和技术壁垒，能有效排除新进入者；

(2) 益生股份的主要产品是父母代肉种雏鸡、父母代蛋种雏鸡和商品肉雏鸡。公司引种量全国第一，市占率 30%；公司也是世界最大的家禽育种公司美国安伟捷在全世界最重要的客户之一，2009 年引进的祖代肉种鸡占其全世界种鸡销售市场 8%，占其亚洲市场 21%。公司长期以来与安伟捷密切合作，目前已形成长期稳定的合作关系，保证了公司可以常年稳定地引进祖代肉种鸡，相比国内其他祖代种鸡饲养企业，公司在祖代种鸡采购价格和付款条件方面获得更大优惠。另外，作为安伟捷全球最大的客户，益生股份存在与安伟捷向上游产业链合作的可能性；

图 21、肉鸡产业链



资料来源：民生证券研究所

（三）种业：期待种业政策超预期

2010 年种业公司的挖掘相对比较充分，包括业绩、新品种及种业政策预期。农业部在 2010 年 10 月公布的《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿中大幅提高注册资本，并对固定资产作出最低要求，后续种业政策值得期待。

表 5：《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿大幅提高准入门槛

	《农作物种子生产经营许可管理办法》2005	《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿
生产许可证	生产常规种子（含原种）和杂交亲本种子的，注册资本 100 万元以上；生产杂交种子的，注册资本 500 万元以上	申请杂交稻、杂交玉米种子生产许可证的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元；申请其他主要农作物种子生产许可证的，注册资本不少于 500 万元，其中固定资产不少于 250 万元。固定资产中直接用于种子生产的比例不低于 70%；
		申请转基因稻、玉米、小麦种子生产的，注册资本不少于 1 亿元，其中固定资产不少于 5000 万元。申请其他农作物种子生产的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元。固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%；
经营许可证	申请主要农作物杂交种子经营许可证，注册资本 500 万元以上；申请主要农作物杂交种子以外的种子经营许可证，注册资本 100 万元以上	申请杂交玉米、杂交水稻种子经营许可证，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%；申请杂交玉米和杂交水稻种子以外其他农作物种子经营许可证，注册资本不少于 500 万元，其中固定资产不少于 250 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%；从事种子进出口业务的公司申请种子经营许可证，注册资本 3000 万元以上，其中固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产经营的资产比例不低于 70%；
		申请转基因稻、玉米、小麦种子经营的，注册资本不少于 1 亿元，其中固定资产不少于 5000 万元；申请其他农作物种子经营的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元，固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%；
选育、生产和经营相结合	申请注册资本 3000 万元以上；有育种机构及相应育种条件；自有品种的种子销售量占公司经营总量的 50%以上；有稳定的种子繁育基地；有加工成套设备；有相对稳定的销售网络等；	注册资本达到 1 亿元以上，其中固定资本不少于 5000 万元，直接用于种子生产的资产占固定资产的比例不低于 70%；自有品种的经营量占公司经营总量的比例达到 50%以上；申请许可的农作物种子经营量应当连续三年占全国该作物种子市场份额的 1%以上，自主知识产权品种的经营量占公司经营总量的比例达到 20%以上；
		申请主要农作物种子经营许可证，近 10 年内通过国审的主要农作物品种 1 个以上或不同省（区、市）审定（不含引种）的主要农作物品种 5 个以上（须为 2 个以上不同作物）。申请非主要农作物种子经营许可证，近 10 年内获得植物新品种权保护的品种 5 个以上。

资料来源：民生证券研究所

从公司角度看，隆平高科的投资逻辑在于经营拐点的出现，2011 年的最大看点是玉米新品种的引进及少数股东权益的回收；丰乐种业的业绩取决于并购标的；敦煌种业主要看点仍在先玉 335；登海种业的亮点则在超试系列；荃银高科因超募资金充足，并购意愿强烈，超预期可能性较大。建议关注荃银高科、登海种业和隆平高科。

1、荃银高科：超募资金充足，并购意愿强烈

（1）公司核心品种是新两优 6 号，06 年被农业部认定为第一批超级稻品种，经销商提货价由 2009 年的 35 元/公斤提升至 2010 年的 45 元/公斤，该品种贡献 50% 收入。另外 50% 收入来自于新两优香 4、新优 188、农丰优 909 等为代表的两系和三系杂交水稻，这些品种 07 年时仅占公司总收入 23%，经过几年发展已成为公司新的业绩支撑点。预计以上业务能够在 2011 年贡献 EPS1.36 元，构成安全边际；

- (2) 公司上市半年已并购四家种业公司。最先可能给公司带来业绩的是高农 901, 该玉米种子品种一般亩产 700 公斤, 具有较好的抗病性, 现可在陕西、河南、河北三省推广, 三个省的玉米种植面积为 1.05 亿亩, 品种前景广阔; 另外, 并购公司还带来了皖稻 153, 该水稻种子品种已先后在 6 省推广 400 多万亩, 目前市场上供不应求;
- (3) 4 次并购仅用约 5500 万元, 而公司超募资金超过 3 亿, 应当会有进一步并购动作, 公司业绩弹性和想象空间巨大。由于董事长张琴及其母持有公司股份近 15%, 且在 3 年后才可解禁, 短期风险小, 该公司是高风险高收益的好品种;

(四) 海珍品: 海参捕捞量大幅提升

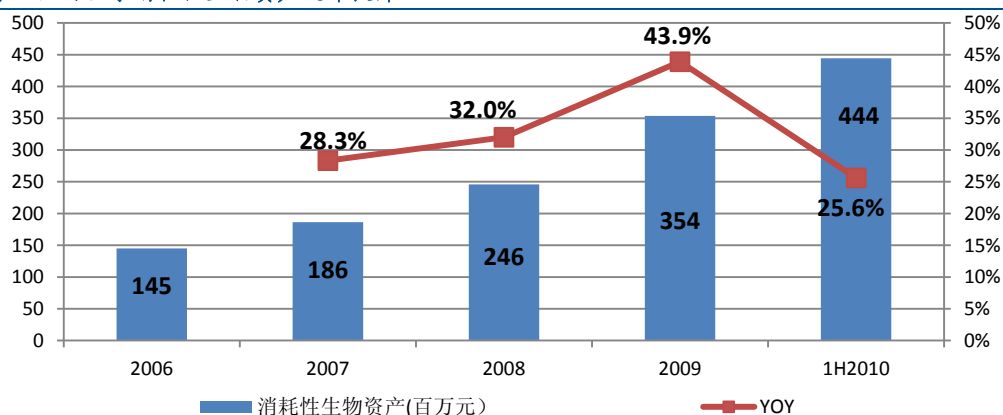
最近几年海参养殖面积年增速 2%, 山东、辽宁等地凡是能养殖海参的虾池、围堰及底播水域都已被最大限度地开发利用, 未来养殖面积可能不增反降; 与此同时, 海参消费量持续提升, 最近三年复合增长率 11.5%, 2011 年海参价格有望继续走高。与必需消费品不同的是, 我们不必担心政府会限制海参提价。

经历了 2010 年市场对海珍品涨价预期的炒作, 预计 2011 年行业看点会回到海参捕捞量的大幅提升和海域面积的拓展, 建议关注好当家、东方海洋和壹桥苗业。

1、好当家: 2011 年业绩释放动力强

- (1) 2006-2010 年公司海参捕捞量在 1000 吨附近波动, 在此期间投苗量却由 4000 万头提升至 8000 万头, 2011 年定向增发的启动将刺激公司充分释放业绩;
- (2) 根据公司 2010 年中报, 消耗性生物资产 4.4 亿, 其中以在养海参为主。假设 2010 年在养海参存货 4 亿, 按照 2 元/只海参苗计算, 海底存货 2 亿头, 按照 1 两/只的重量, 目前海底海参有 1 万吨, 若存活率 40%, 近 2-3 年可采捕海参 4000 吨, 2011 年业绩弹性相当大;

图 22: 好当家消耗性生物资产逐年提升



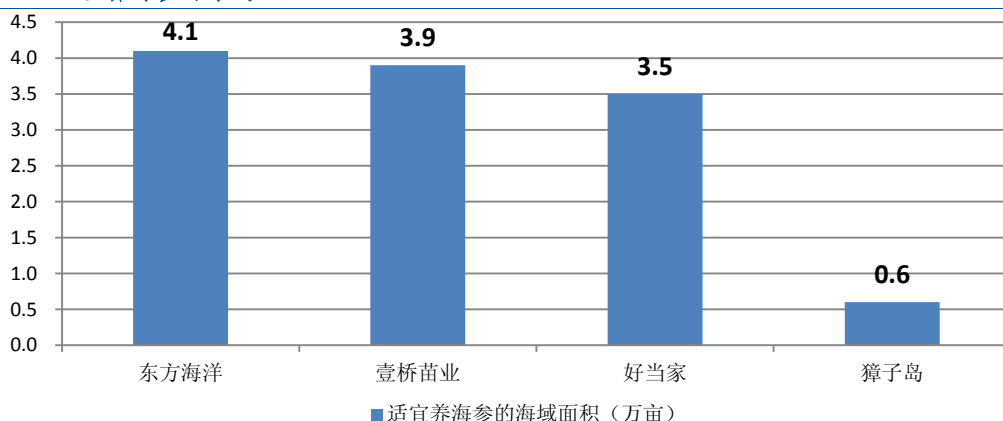
资料来源: 公司年报、中报, 民生证券研究所

2、东方海洋和壹桥苗业海参养殖潜力巨大

东方海洋和壹桥苗业适合养殖海参的海域面积超过好当家, 但东方海洋海参捕捞量仅

为好当家一半左右，壹桥苗业捕捞量更是微不足道。预计 2011 年东方海洋海参捕捞量将达到 950 吨，对应 EPS0.50 元；壹桥苗业也在加班加点地进行海域改造，海参捕捞量有望在 2012-2013 年集中释放。

图 23、适宜养海参的海域面积



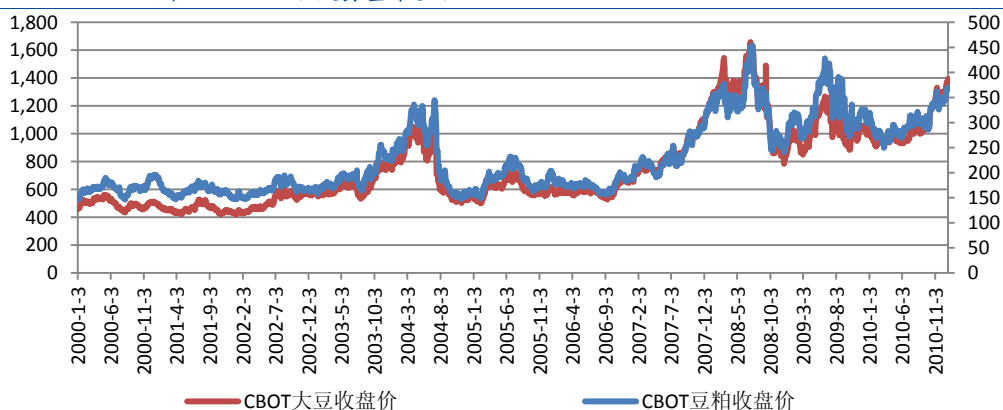
资料来源：民生证券研究所

（五）饲料：成本上涨压力下的大企业加速整合

2009 年和 2010 年上半年全国商业饲料总产量分别为 1.4 亿吨和 6630 万吨，同比增速分别为 2.4%和 4.6%，海大集团饲料产量同比增速分别为 21.0%和 18.9%，大北农 2009 年饲料产量增速 11.4%，均远超过行业平均增速。

根据此前判断，2011 年大豆有望成为领涨品种，而大豆和豆粕价格走势又基本重合，饲料行业的成本压力仍会存在，2011 年板块看点将更多来自于成本上涨压力下的大企业加速整合。以海大集团为例，大规模的采购量使得公司原料现货购买价比市场便宜，2010 年玉米采购价低于市场 100-200 元/吨，且在玉米价格上涨幅度过大时，使用研制配方用小麦替代；此外，公司还对豆粕和玉米采购进行套保，基本规则是“35 天以内不需要套保，超过 35 天必须套保”。

图 24：CBOT 大豆和 CBOT 豆粕走势基本重合



资料来源：WIND，民生证券研究所

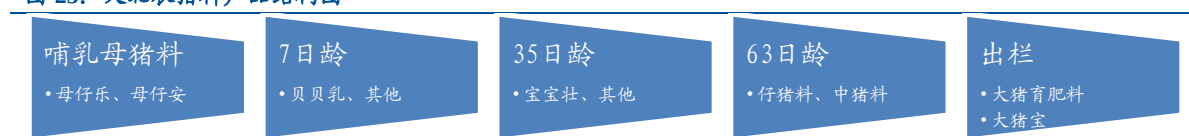
1、海大集团：逆势增长+股权激励

- (1) 公司做大做强意图明确。公司以饲料作为中长期发展重点，用低毛利率策略打市场，未来十年饲料销售目标 2500 万吨，成为中国第一；同时突破苗种业务，苗种与饲料捆绑销售，增强公司与客户的粘性；
- (2) 区域布局基本完成，未来几年深耕细作。公司区域布局集中在华中、华南和华东，最具优势的三大区域包括湖北、广东和长三角。公司在湖北的饲料销售约 30 万吨，市占率 10%，集中于武汉；公司在广东市场饲料销售量 150 万吨，市占率 10%；公司在长三角的市占率 7-8%；以上提到的是饲料总销量市占率，公司的水产饲料市占率会比总体更高，湖北地区 20% 左右。公司未来几年会在其他地区设点，重心仍是重点区域的深耕细作；
- (3) 公司销售团队的终端控制力强。公司现有经销商超过 4000 个，专销经销商（只销售公司产品）占比超过 70%，水产饲料的专销比重更高；
- (4) 股权激励行权价 32.15 元，高于当前股价 7%。公司授予激励对象 1665 万份股票期权，其中首次授予核心管理人员、技术和业务人员共计 125 人。行权条件：以 2009 年净利润为基数，2010-2013 年净利润分别不低于 09 年的 120%、144%、180% 和 225%；2010-2013 年饲料销售量分别不低于 09 年的 125%、156%、195% 和 244%；

2、大北农：聚焦乳猪料+种业新品种蓄势待发

- (1) 重点发展猪饲料，聚焦乳猪料。乳猪料粘性强，乳猪一旦适应某一品牌，在成长过程中适宜选用相同品牌，否则不利于消化和免疫。公司当前主打品牌为宝宝壮和贝贝乳，第三季度两类产品卖到脱销；
- (2) 销售实力突出。公司现有销售人员 6000-7000 人，居全行业第一，销售队伍竞争激烈，1-2 个月没有业绩就被淘汰；公司营销无处不在，即使是公司总部也设有营销点，公司经营的《知识创新农业》已发行至少 10 年，每一期 60 万份，在国内农业报中排名第一；公司总部有技术服务队伍，地区有专家服务人员，普通业务员负责日常普通问题处理，专家服务人员则负责解决专业问题；公司不遗余力建设信息网络，业务员每天必须在系统上填写当天获取的信息，包括当地的原料信息、养殖户信息、当日花销，业务员每日需提供一个新的大养殖户信息，公司经过整理后将其变为潜在客户；另外，公司在销售饲料的同时大打感情牌，用细节与客户形成不可替代的关系；
- (3) 公司玉米种子品种农华 101 通过国审，适宜推广面积接近 2 亿亩，将增强大北农玉米种子业务在主产区的竞争力；预计 2011EPS1.25 元，对应市盈率 32 倍；

图 25：大北农猪料产品结构图



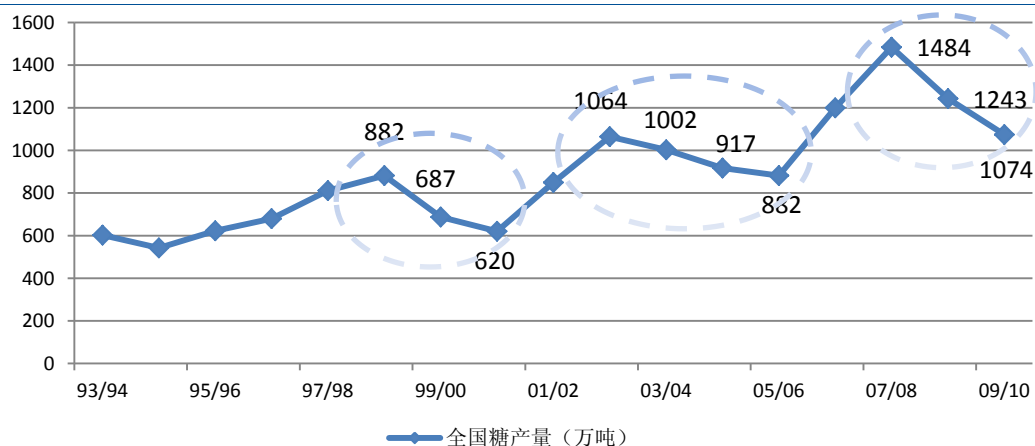
资料来源：民生证券研究所

（六）糖：2011 年上半年存在交易性机会

2010/11 榨季糖需求量约 1400 万吨，食糖产量预计在 1100-1200 万吨，国储糖 140 万吨左右，处于紧平衡状况。2010 年 12 月 30 日，NYBOT11 号原糖报收于 33.74 美分，对应进口原糖价格接近 7800 元/吨，对应进口白砂糖价格接近 8300 元/吨，较国产糖价高出 1000 元/吨，进一步加大了国家调控难度。由于南宁糖业股价主要取决于糖价走势，2011 年上半年南糖存在交易性机会。

借鉴 93/94 榨季至 09/10 榨季的历史数据，糖产量减产从未超过 3 年，本轮周期产量高点在 07/08 榨季出现，全国糖产量 1484 万吨，08/09 和 09/10 榨季产量连续下降，10/11 榨季产量或小幅上升。2008 年末我国白糖期货最低价 2867 元/吨，2010 年末期货价超过 7200 元/吨，糖价创历史新高将极大激发农民种植甘蔗的积极性，若天气状况正常，新糖产量在 2011 年 11 月之后会逐步释放，届时糖价将回落。

图 26：糖产量减产从未超过 3 年



资料来源：WIND，民生证券研究所

图 27：南宁糖业股价和白糖现货价对照图

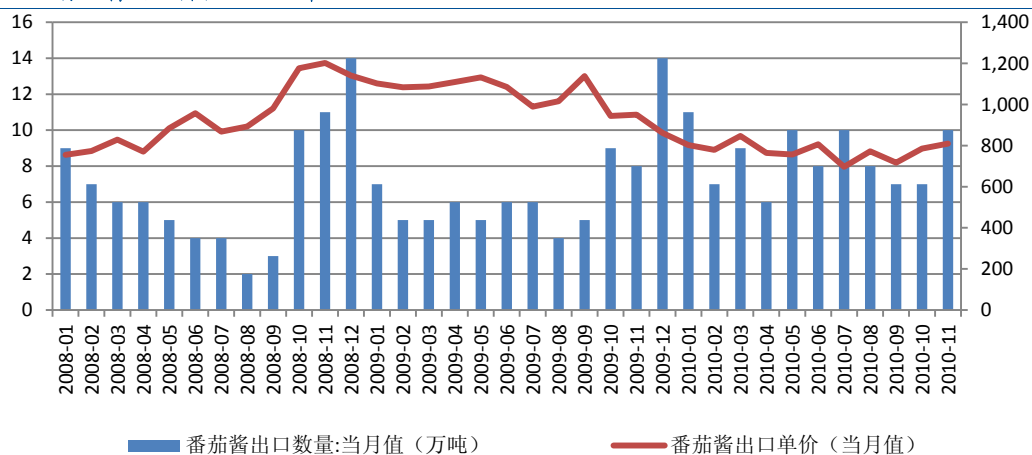


资料来源：WIND，民生证券研究所

（七）番茄酱：2011 年看价格反转

据世界番茄加工理事会最新预测，2010 年全球番茄减产 13%，三大主产国美国、欧盟和中国均减产，其中中国减产幅度最大，在 30%左右。2010 年前 9 个月我国番茄酱出口均价一直低于 800 美元，随着全球减产及库存逐步消化，2011 年番茄酱价格将出现反转，建议关注中粮屯河和新中基。

图 28：番茄酱出口价格止跌回升



资料来源：WIND，民生证券研究所

插图目录

图 1: 2007-2008 年猪价和 CPI 飙升	4
图 2: 2007-2008 年国际农产品价格暴涨	4
图 3: 2007-2008 年农业股大幅跑赢上证 A 股	4
图 4: 生猪价格波动周期为 3-4 年, 现已进入上升期	5
图 5: 2010 年 11 月能繁母猪存栏量下降至 4660 万头, YOY 下降 4.3%	6
图 6: 仔猪补栏意愿不强	6
图 7: 猪粮比恢复到 8 以上是大概率事件	7
图 8: 大豆库消比大幅下降	7
图 9: 玉米库消比降至历史低位	7
图 10: 小麦库消比大幅下降	8
图 11: 全球糖和棉花库消比创新低	8
图 12: CBOT 大豆/CBOT 玉米已接近 2.0	8
图 13: 1972-2010 年 CBOT 玉米、CBOT 小麦和 CBOT 大豆价格高度相关	9
图 14: 铜期货已创新高	9
图 15: 我国黄大豆 2 号期货收盘价和 CBOT 大豆收盘价基本重合	10
图 16: 自 2007 年开始农业政策频繁的一、四季度持续出现超额收益	12
图 17: 农业股绝对估值未创新高	13
图 18: 农业股相对大盘估值已创新高	13
图 19: 扣除金融地产, 农业股相对大盘估值处合理范围	13
图 20: 鸡价涨跌和猪价同步	14
图 21: 肉鸡产业链	15
图 22: 好当家消耗性生物资产逐年提升	17
图 23: 适宜养海参的海域面积	18
图 24: CBOT 大豆和 CBOT 豆粕走势基本重合	18
图 25: 大北农猪料产品结构图	19
图 26: 糖产量减产从未超过 3 年	20
图 27: 南宁糖业股价和白糖现货价对照图	20
图 28: 番茄酱出口价格止跌回升	21

表格目录

表 1: 能繁母猪实际数量/理论需求量已降至 2004 年以来的新低	6
表 2: 2009-2010 年一批优质农业企业上市	10
表 3: “十二五”规划建议提出“推进农业现代化, 加快社会主义新农村建设”	11
表 4: 2004 年以来的中央一号文件	11
表 5: 《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿大幅提高准入门槛	16

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。