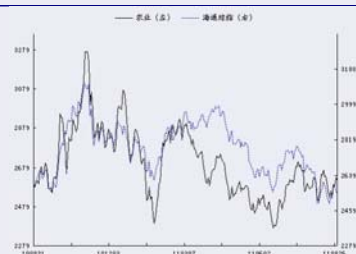


增 持 维持

农林牧渔行业

2011 年 9 月 1 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

农林牧渔行业 2011 年投资策略 2011.02

USDA 农作物种植意向分析 2011.04

农林牧渔行业 2010 年年报与 2011 年一季报总结 2011.05

农林牧渔行业 2011 年下半年投资策略 2011.07

农林牧渔行业首席分析师：丁 频
SAC 执业证书编号：
S0850203100085
电话：021-23219405
Email: dingpin@htsec.com

联系人：夏 木
电话：021-23219748
Email: xiam@htsec.com

养殖饲料持续景气，种子水产纷至沓来

- **2011 年上半年农业行业收入和净利润同比分别增长 28.9%和 49.6%，较一季度 17.0%和 14.1%的同比增长提速良多。**截止 8 月 31 日，2011 年半年报已经公布完毕。54 家农业上市公司在 2011 年上半年的收入和净利润分别为 671.2 亿和 29.5 亿元，同比分别增长 28.9%和 49.6%，较一季度 17.0%和 14.1%的同比增长提速不少。我们在此前的一季报总结中就曾预计二季度农业上市公司业绩同比增速有望提升，而二季度单季的数据也印证了我们的判断：收入和净利润分别为 351.0 亿和 17.7 亿元，同比分别激增 36.1%和 92.8%，环比也分别增长 31.8%和 49.5%。
- **毛利率同比下滑 0.86 个百分点，净利润增速较快主要源于费用率下降和投资收益的大幅增长。**虽然增速稍有放缓，但是 2011 年整个上半年农产品价格依然处在高位上升通道之中，多数公司成本压力仍然较大，同时部分子板块（如种子）在二季度属于淡季，收入较少，导致整个行业毛利率同比去年下滑 0.86 个百分点（16.4%降至 15.5%），但是由于期间费用率由去年同期的 12.0%降至本期的 11.3%，同时投资净收益同比大幅增长 114.5%，致使行业净利率同比增速超过收入增速。
- **养殖与饲料子板块领衔业绩增长，果蔬饮料触底反弹。**养殖与饲料板块无疑是行业上半年业绩增速的最有力推手，上半年其净利润分别同比增长 159.8%和 56.2%，紧随其后的是水产，净利润增速 28.7%（虽远洋捕捞同比增速较高，但由于板块基数与绝对利润额都较小，对整个行业提振并不明显），而由于二季度是种业的淡季，种业板块无甚表现，净利润同比下滑 8.3%，而一季度表现最差的果蔬饮料板块在部分权重公司去年二季度的低基数背景下触底反弹，但二季度单季仍然亏损。
- **养殖饲料持续景气，种子水产纷至沓来。**从目前的禽畜肉价格、存栏量、以及水产养殖投苗情况来看，养殖和饲料、尤其是水产饲料在三季度的景气度依然较高，这一点从部分养殖和饲料企业发布的 1 至 9 月份业绩预增公告上即可看出，但是部分个股的估值确已处在相对较高的水位；相比而言，我们下半年更加看好种子和水产子板块的表现，前者无论是从销售周期、国家政策，还是从部分重点公司产品的拓展空间、大田表现来看，都已到达超配的时点，是我们最为看好的子板块；而后者在下半年将迎来消费旺季，绩优公司有望迎来量价齐升的佳境。
- **估值水平较一季度有所提升，但动态 PE 仍处在近 3 年来较低水位。**截止 8 月 30 日，54 家农业上市公司的静态 PE 为 54.4 倍。一致预期下的 2011 年 PE 为 28.5 倍，而海通证券重点关注的 14 家公司的 2011 年 PE 为 28.8 倍，仍处在近三年来相对较低的水平，同时我们认为部分子板块或公司的高增长性较为明确，将提升其估值水平。
- **未来首选种子和水产养殖行业中的龙头企业。**综合而言，我们认为以下行业与公司值得重点关注：1）如前，下半年增长较为明确的优势行业，首推种子和水产，主要标的有登海种业、隆平高科、獐子岛、东方海洋；2）具备产业链或服务优势的养殖、饲料企业，主要标的有新希望、海大集团、大北农；3）未来几个月将迎来产出期（届时天气、库存和产量的炒作将形影相伴）或具备政策博弈题材的子板块，如白糖、粮油加工、番茄酱，主要标的有南宁糖业、东凌粮油、中粮屯河。

目 录

1. 业绩表现回顾：淡季不淡，二季度行业业绩增长提速。	4
1.1 Q2 2011 行业收入增速为 36.1%，净利润增速为 92.8%，整个上半年收入增速为 28.9%，净利润增速为 49.6%。	4
1.2 子板块表现回眸：禽畜领军，水产加速，果蔬反弹	7
1.3 H1 2011 年毛利率 15.5%，Q2 2011 环比微降，盈利能力承压	11
1.4 Q2 2011 期间费用率再创新低	12
1.5 二季度营业利润率环比持平，受益于费用控制良好和投资收益上升	13
2. 市场表现回顾：上半年相对萎靡，三季度明显升温	13
3. 四季度展望：养殖饲料持续景气，水产种子纷至沓来	16
3.1 估值水平较一季度有所提升，但动态PE仍处在近 3 年来较低水位	16
3.2 未来首选种子和水产养殖行业中的龙头企业	17
4. 主要不确定性	21
经济下滑引起的农产品价格下滑；自然灾害。	21

图目录

图 1 农业行业各季度收入及同比增速	5
图 2 农业行业历年收入及同比增速	5
图 3 农业行业各季度利润及同比增速	5
图 4 农业行业历年利润及同比增速	5
图 5 禽畜养殖行业历年收入、净利润及同比增速	7
图 6 全国母猪存栏量（万头）	7
图 7 我国饲料用玉米消费量（百万吨）	8
图 8 威海地区海参价格(元/公斤)	8
图 9 我国番茄酱出口的月度数据	9
图 10 我国苹果汁出口的月度数据	9
图 11 农业行业子板块历次上半年度净利润变化（万元）	9
图 12 各季度三项费用率（%）	13
图 13 各季度期间费用和费用率	13
图 14 各季度营业利润率和净利润率（%）	13
图 15 H1 2011 年A股市场行业涨跌排名	14
图 16 农业行业整体静态P/E与全部A股对比	14
图 17 2011 年 6 月至 8 月主要农业公司涨跌幅（%）	15
图 18 海通重点关注的 14 家上市公司动态P/E与全部A股对比	16
图 19 各主要子行业PE同期对比（倍）	17
图 20 城镇和农村居民的每年人均水产品消费量（千克）	19
图 21 国内海产品出口数量与价格	19

表目录

表 1 农业上市公司各类财务比率 (%)	4
表 2 农业上市公司利润增长 (%)	6
表 3 全国杂交玉米种子近年的供需状况	8
表 4 农业上市公司收入增长 (%)	10
表 5 农业上市公司毛利率 (%)	11
表 6 农业板块相对上证A股月度相对收益	15
表 7 海通重点关注的 14 家上市公司盈利预测与估值	17
表 8 种业上市公司盈利预测及估值	19
表 9 2009 年与 2010 年三季度底至四季度底农业各子板块增速	20
表 10 部分养殖和饲料类公司 2011 年 1-9 月份业绩预报	21

1. 业绩表现回顾：淡季不淡，二季度行业业绩增长提速。

1.1 Q2 2011 行业收入增速为 36.1%，净利润增速为 92.8%，整个上半年收入增速为 28.9%，净利润增速为 49.6%。

截止 8 月 31 日，2011 年半年报已经公布完毕。54 家农业上市公司在 2011 年上半年的收入和净利润分别为 671.2 亿和 29.5 亿元，同比分别增长 28.9%和 49.6%（2010 年上半年收入和净利润的增速分别为 20.9%和 10.0%），较一季度 17.0%和 14.1%的同比增长提速不少。我们在此前的一季报总结中就曾预计二季度农业上市公司业绩同比增速有望提升，而二季度单季的数据也印证了我们的判断：收入和净利润分别为 351.0 亿和 17.7 亿元，同比分别激增 36.1%和 92.8%，环比也分别增长 31.8%和 49.5%，体现出淡季不淡的特征，助力行业上半年业绩提速增长。

盈利能力方面，行业整体毛利率同比下滑 0.86 个百分点，净利润增速较快主要源于费用率下降和投资收益的大幅增长。成本方面，虽然增速稍有效缓，但是 2011 年上半年农产品价格依然处在高位的上升通道之中，多数公司成本压力仍然较大，同时部分子板块（如种子）在二季度属于淡季，收入较少，导致整个行业毛利率同比去年上半年下滑 0.86 个百分点（16.4%降至 15.5%），单季度环比也下滑 1.92 个百分点，但是由于上半年期间费用率由去年同期的 12.0%降至本期的 11.3%，同时投资净收益同比大幅增长 114.5%，致使行业净利率同比增速超过收入增速，同时上半年的净利润率也由一季度的 4.4 攀升至 4.8（去年同期为 4.1）。

表 1 农业上市公司各类财务比率（%）

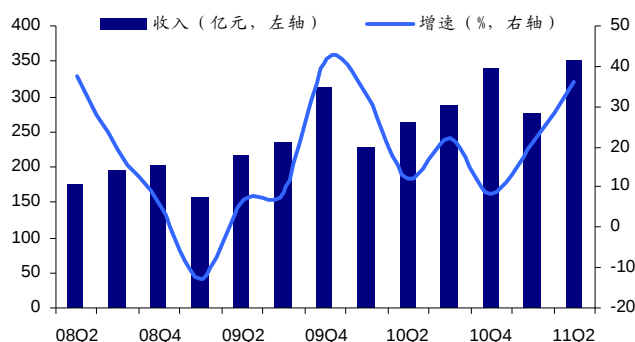
	2007	2008	2009	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
收入增速	25.2	27.3	13.3	32.7	12.0	22.2	8.2	21.4	36.1
营业利润增速	35.2	-22.5	49.8	92.4	-27.9	7.4	25.2	16.5	94.5
净利润增速	49.2	-20.2	39.9	95.0	-24.0	10.5	20.5	14.1	92.8
毛利率	17.9	17.2	16.5	17.8	15.0	14.5	16.8	16.5	14.6
销售费用率	4.8	4.8	4.7	5.3	4.6	4.0	4.7	4.7	4.4
管理费用率	5.6	5.6	5.5	5.6	5.0	5.1	6.5	5.4	4.6
财务费用率	2.4	2.6	1.8	1.9	1.9	1.6	1.5	2.0	1.7
期间费用率	12.8	13.0	12.0	12.8	11.5	10.7	12.8	12.2	10.7
营业利润率	5.8	3.5	4.6	5.4	3.7	4.9	4.3	5.2	5.2
净利润率	5.6	3.5	4.3	4.7	3.5	4.7	4.2	4.5	5.0

资料来源：Wind，海通证券研究所

从表象上来看，2011 年整个上半年行业同比增速超过一季度同比增速（49.6%对比 14.1%）的原因自然在于二季度业绩增速更快。拆分一下二季度行业增速提升的原因，我们发现（参考上表的单季度指标）：

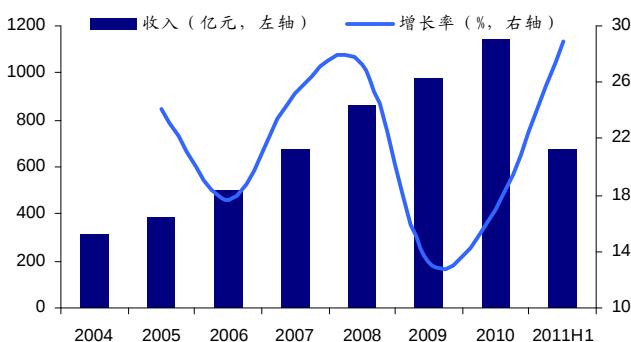
- 1) 期间费用率下降，从 Q1 的 12.2%下降至 Q2 的 10.7%，各项费用率均出现下降；
- 2) 投资收益上升，从 Q1 的 3.8 亿升至 7.3 亿，同比增长接近翻番；
- 3) 受益于猪价大涨，二季度养殖子板块迎来爆发式行情，单季净利润增长 266%。
- 4) 去年二季度表现差强人意（同比增速下滑 24%，净利润绝对值不足 10 亿元）。

图 1 农业行业各季度收入及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 2 农业行业历年收入及同比增速

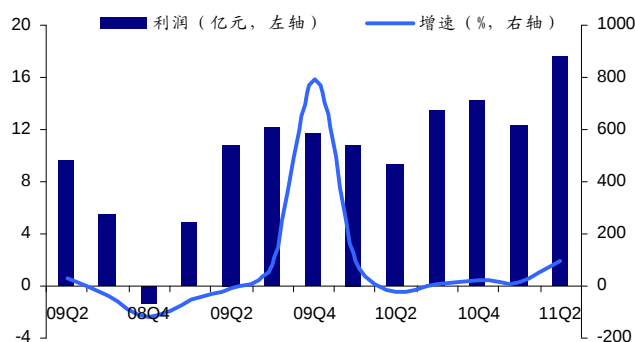


资料来源: Wind, 海通证券研究所

从二季度与一季度行业走势的对比上来看,养殖和饲料的表现体现了较好的延续性,在一季度本就表现较为出色的情况下更进一步,成为推动整个行业二季度业绩提速的最重要子板块;而水产行业可谓渐露头角,在一季度相对平缓增长(20%)的基础上明显提速(35%);而种子行业由于二季度是传统淡季,部分公司没有销售,所以基本无亮点表现,盈利能力自然也出现下降,其二季度净利润和毛利率分别环比下滑68%和5.16%,静候下半年销售旺季的反弹;最后是“后进生”果蔬饮料板块,虽然二季度单季仍未摆脱亏损的局面,但相比一季度已经大幅减亏,触底反弹。

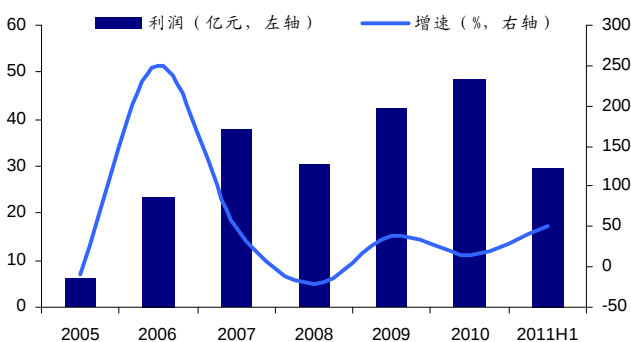
从目前趋势来看,展望三季度,虽然Q2 2010的低基数不复存在,同时投资收益能否继续保持高速增长难以完全掌控,但我们认为整个行业的业绩增长仍将保持优良的态势,主要原因在于我们预计种子和水产品下半年将在政策扶持、产品开拓和需求旺季等积极因素推动下,加速发力,成为提升行业业绩的重要引擎。同时,饲料板块由于生猪存栏量的增长需求量的增长应较上半年更快,养殖板块的景气度可能无法继续抬升,但下降的幅度也不会大。

图 3 农业行业各季度利润及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 农业行业历年利润及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 农业上市公司利润增长 (%)

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
600251	冠农股份	-567.7	151.1	107.7	-4.5	-78.4	505.5
002234	民和股份	8.7	104.3	-39.2	-182.4	204.7	416.7
600975	新五丰	-5.0	-27.2	-56.6	166.6	-31.9	375.6
002477	雏鹰农牧	-	-	188.6	41.3	39.2	347.8
600965	福成五丰	76.1	8.7	-0.2	-74.9	-786.8	239.0
600962	国投中鲁	15.1	109.5	-8.7	-90.6	-920.4	187.8
000735	罗牛山	-5.3	463.3	-77.9	-24.8	-52.3	162.3
000702	正虹科技	462.9	-439.4	111.1	-18.2	-24.4	158.2
000998	隆平高科	34.5	30.0	-11.3	10.7	53.9	154.9
002458	益生股份	-	-	55.4	14.5	-41.6	152.6
600108	亚盛集团	66.9	234.0	16.0	84.5	3.5	133.0
600097	开创国际	-14.4	-66.4	4208.6	-3.1	-82.2	125.9
002505	大康牧业	-	-	167.1	2.1	34.1	119.1
300143	星河生物	-	-	15.3	77.5	107.4	114.5
000911	南宁糖业	464.8	-34.7	-79.3	352.7	50.9	100.3
000876	新希望	21.3	38.1	-24.6	78.7	41.8	91.3
000798	中水渔业	-32.0	98.4	-364.5	233.3	92.8	85.7
002299	圣农发展	-	212.4	8.4	10.5	38.8	83.4
600265	景谷林业	-509.0	225.0	-73.9	-1154.6	108.8	77.5
000860	顺鑫农业	10.2	50.3	50.1	-27.3	65.2	73.1
002311	海大集团	-	83.3	26.2	18.8	36.0	68.5
002385	大北农	-	31.9	32.6	93.6	11.7	59.6
002321	华英农业	-	509.0	-45.2	-14.0	40.5	55.9
002157	正邦科技	36.2	9.6	4.8	62.0	8.0	51.5
600371	万向德农	141.6	82.3	-16.6	32.8	3.8	42.0
600127	金健米业	-15.2	165.5	-1682.8	101.9	48.3	34.1
600467	好当家	18.1	115.6	-38.3	-39.5	89.7	33.0
002086	东方海洋	12.8	20.5	19.7	20.5	32.6	31.3
002220	天宝股份	91.2	96.7	41.8	12.1	61.5	28.6
002069	獐子岛	11.3	0.3	-25.3	65.0	104.6	26.2
002567	唐人神	-	-	41.1	26.2	25.6	25.8
300175	朗源股份	-	-	2.6	57.7	33.6	21.7
600257	大湖股份	-48.4	24.9	-1029.1	114.8	272.3	21.1
000972	新中基	52.5	1.6	-187.8	130.0	-1857.4	20.3
300094	国联水产	-	-	6.1	26.0	-18.0	19.7
000833	贵糖股份	-51.9	219.1	4.2	-53.6	205.5	14.1
002100	天康生物	38.5	27.0	45.5	40.0	9.1	12.5
300189	神农大丰	-	-	153.5	107.0	39.0	6.8
600598	北大荒	5.8	2.1	9.5	-39.0	-0.5	4.2
300106	西部牧业	-	-	140.3	29.5	12.2	4.2
002173	山下湖	70.1	35.1	5.4	-68.5	144.1	3.5
600189	吉林森工	-22.1	-19.8	-10.7	-73.0	351.6	1.0
600506	ST 香梨	99.8	-25587.4	-284.2	127.4	-90.2	-1.7
002548	金新农	-	-	129.3	15.4	-3.5	-7.4

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
000663	永安林业	-536.7	232.4	-90.5	-408.7	209.2	-7.7
002041	登海种业	-93.4	32.6	-65.6	3498.1	123.0	-35.5
000713	丰乐种业	12.4	30.2	-17.8	131.7	42.8	-39.4
600438	通威股份	19.5	-11.2	-18.9	38.9	9.7	-46.6
300087	荃银高科	-	-	71.0	38.0	-3.1	-68.6
002124	天邦股份	-13.6	4.4	301.3	-40.5	-26.4	-147.0
600737	中粮屯河	120.2	69.8	25.6	-13.9	-120.6	-166.4
000893	东凌粮油	23.3	-18.6	-324.1	190.1	239.4	-238.6
600540	新赛股份	-29.5	19.2	-47.6	11.6	444.3	-1365.9
600354	敦煌种业	110.9	-211.2	195.5	115.8	168.7	-2505.6
加权均值			52.10	-16.04	29.40	18.13	49.63

资料来源: Wind, 海通证券研究所

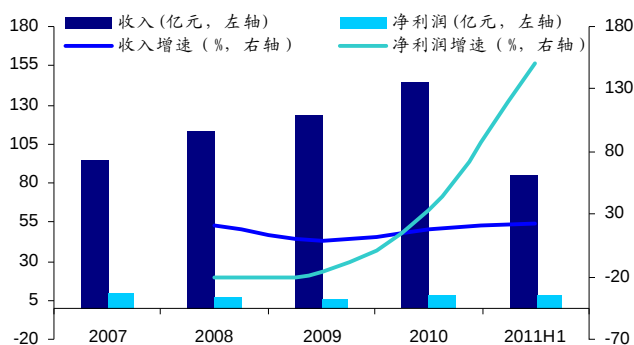
1.2 子板块表现回眸: 禽畜领军, 水产加速, 果蔬反弹

总体来看, 2011 年上半年农业各主要子板块净利润增速由高到低分别为: 禽畜养殖 (160%)、海洋捕捞 (114%——去年基数较低, 绝对值也较小, 对行业影响不大)、饲料 (56%)、水产养殖 (27%)、农产品流通与加工 (8%)、种子 (-8%)、和果蔬饮料 (-21%)。

禽畜养殖: 受益于 2010 年下半年开始的猪肉和鸡肉价格的不断上涨, 2011 年上半年养殖户的积极性迅速提高, 即便在疫病和国家政策调控的双重压力下, 禽畜的补栏量仍出现上扬, 其中母猪存栏量更是在 5 月份步入上升通道, 推升养殖板块的景气行情。

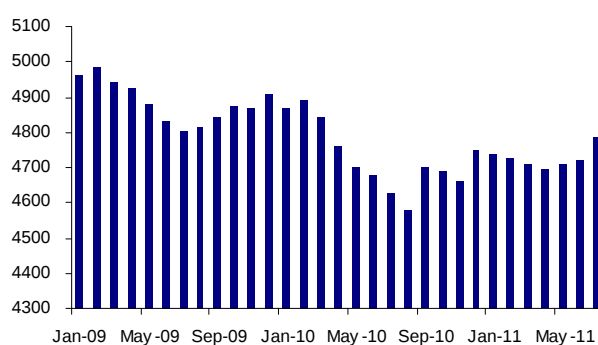
板块 Q2 2011 收入增加 30%, 净利润增长 266%, H1 2011 收入增加 22%, 净利润增长 160%。净利润增速明显超过收入增速的原因在于一方面二季度毛利率攀升较快 (由去年同期的 16.9% 大幅攀升至目前的 22.2%), 另一方面则在于养殖板块二季度的投资收益增速是各个子板块中最高的, 达到 1981%, 在绝对数值上也仅次于饲料, 达到 1.6 亿 (占整个子板块净利润的 31%, 其中绝大部分为顺鑫农业出售花博园带来的一次性投资收益)。

图 5 禽畜养殖行业历年收入、净利润及同比增速



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 6 全国母猪存栏量 (万头)



资料来源: 农业部, 海通证券研究所

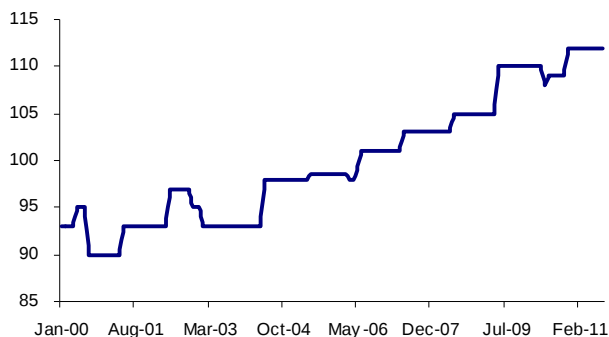
饲料: 饲料子板块一般相对于养殖子板块有 3-6 个月的滞后期, 在养殖高景气的带动下, 饲料行业在二季度的增速同样较快, Q2 2011 的收入和净利润分别增长 37% 和 62%, H1 2011 收入增长 30% 的同时, 净利润增长 56%。但由于玉米等原材料价格高企, 单季度毛利率同比、环比均出现下滑, 分别由 13.3% 和 15.7% 下滑至 10.4%。同一季度类似, 净利润快速增长的原因在于投资净收益大幅增长 (仅新希望公司二季度的投资收

益就高达 3.9 亿元)。总体上来看, 饲料行业二季度的表现不错。

水产养殖: 水产养殖业 (尤其是海珍品养殖业) 在 Q2 2011 的表现出现加速迹象, 单季收入和净利润同比分别增长 40% 和 35%, H1 2011 的收入和净利润分别增长 26% 和 29%。下游日渐增长的升级性消费需求是带动海产品旺销的重要动力。虽然受日本地震和核辐射影响, 水产养殖类公司、尤其是海产品养殖公司在 3 月份曾遭遇短暂低谷, 致使子板块一季度业绩增速受到负面影响, 但二季度反弹较为迅速, 显示出良好的成长性。

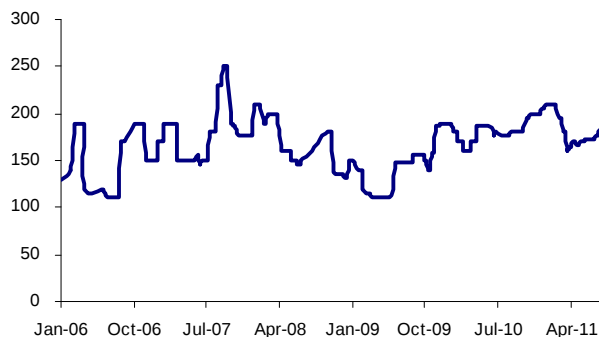
毛利率方面变化不大, 单季同比增长 1.3 个百分点, 环比下降 0.5 个百分点, 上半年海产品价格并没有太令人惊喜的表现, 因此其业绩增长也主要来自销量的增加。从 7、8 月份的情况来看, 大部分海参品的价格出现了明显的上浮, 我们看好水产品行业三季度业绩增速能有更加亮丽的表现。

图 7 我国饲料用玉米消费量 (百万吨)



资料来源: USDA, 海通证券研究所

图 8 威海地区海参价格(元/公斤)



资料来源: 威海水产品批发市场, 海通证券研究所

种子: 由于二季度是种业的淡季, 种业板块无甚表现, Q2 2011 收入和净利润同比下滑 1% 和 29%, H1 2011 收入和净利润分别下滑 2% 和 8%。二季度净利润下滑幅度继续加大的原因在于二季度单季的期间费用大幅攀升了 20%, 且与其他子板块相比, 投资收益带来的利润贡献相对较少。

从三季度末开始将逐步进入种子的销售旺季, 同时今年国家在政策上给予种业极大地支持, 我们认为未来优质品种的市场接受程度越来越高, 好种子的需求力度将会不断加强, 因此种子行业仍将属于农业中增长性较好、增长最明确的子行业, 我们期待种子板块蓄势待发后在下半年的优良表现。

表 3 全国杂交玉米种子近年的供需状况

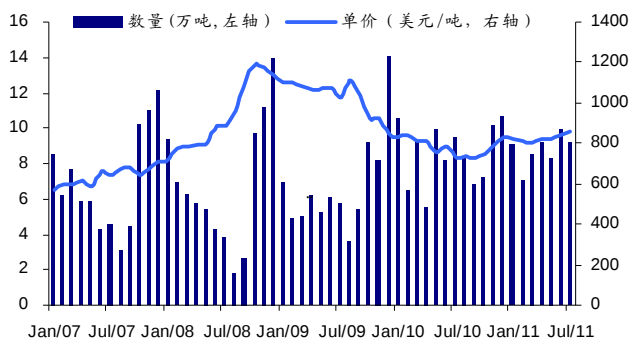
	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
制种面积 (万亩)	375	400	490	345	301	334	388
制种产量 (亿公斤)	9.7	11	16.2	10.5	10.2	11.5	11.5
有效库存 (亿公斤)	2.8	1	3	7.4	6.1	4.5	4.3
可供种量 (亿公斤)	12.5	12	19.2	17.9	16.3	15.7	15.8
计划种植面积 (亿亩)	3.6	3.7	4.28	4.28	4.39	4.55	4.9
需种量 (亿公斤)	9.2	9.5	10.7	10.7	11	10.5	11.3
余种量 (亿公斤)	3.3	2.5	8.5	7.2	5.3	5.2	4.5

资料来源: 海通证券研究所

果蔬饮料: 2011 年一季度果蔬饮料业务的业绩处在整个行业的底部, 且亏损程度较大, 对行业整体业绩拖累明显。二季度情况略有改观, Q2 2011 收入和净利润分别同比增长 56% 和 90%, 但单季仍然亏损, 同时由于一季度业绩太差, 整个 H1 2011 的净利润分还是下滑了 21%, 净利润仍然为负值 (-1.56 亿元)。

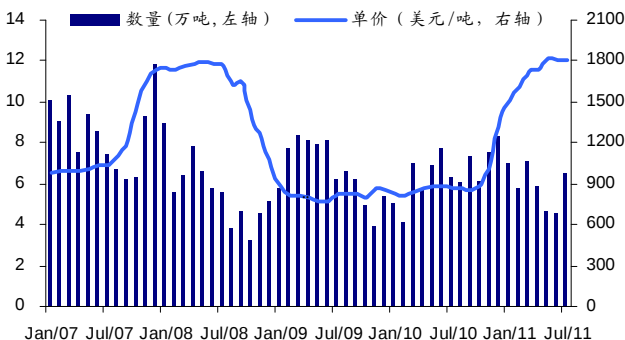
值得欣喜的是毛利率, 由于鲜果、尤其是苹果价格在二季度出现明显回落, 而番茄酱出口价格虽反弹力度较弱, 但仍较一季度有所增长, 整个板块的成本压力有所缓解, 毛利率由 Q1 的 8.7% 反弹至 20.9%, 盈利能力有所增强。同时这个子板块内部公司的分歧也相对较大, 部分从事鲜果加工出口和榨汁业务的公司由于果类原材料价格下降, 业绩提升较快 (朗源股份毛利率从 Q1 的 15.6% 攀升至 Q2 的 23.7%, 在下游订单需求较旺的情况下成为拉动果蔬饮料反弹的主力), 而从事番茄酱出口的企业则由于酱价提升力度依然不足而增速较缓。同时虽然行业 Q2 净利润增速较快, 但主要系去年基数较低和部分公司通过期货市场获得较高的投资收益所致。

图 9 我国番茄酱出口的月度数据



资料来源: USDA, 海通证券研究所

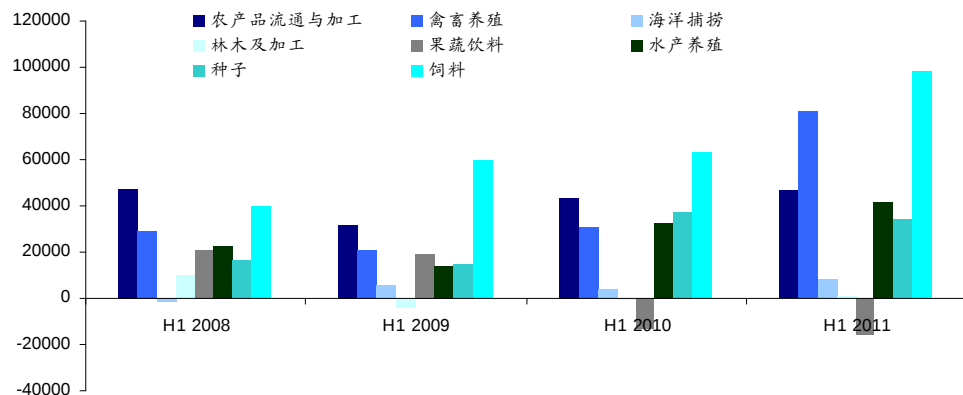
图 10 我国苹果汁出口的月度数据



资料来源: 威海水产品批发市场, 海通证券研究所

小结: 整体上来看, 上半年行业接近 50% 的净利润增长率颇为抢眼, 是自 2006 年以来增速最快的一个半年度; 即使我们假设二季度的投资收益与一季度完全一致 (没有增长), 整个行业的净利润的增速也达到了 32%, 这当中固然有 H1 2010 基数较低的理由, 但是期间费用率的下降和部分子板块盈利能力的提升和果蔬板块的减亏也是重要助推因素。

图 11 农业行业子板块历次上半年度净利润变化 (万元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 4 农业上市公司收入增长 (%)

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
600265	景谷林业	82.9	-32.9	14.3	-23.0	25.1	108.6
600962	国投中鲁	-2.9	81.2	-11.5	-33.5	3.1	92.9
002477	雏鹰农牧	-16.6	-	74.7	48.6	26.2	78.5
002458	益生股份	20.9	-	13.3	10.0	25.6	70.2
600598	北大荒	51.5	9.6	3.2	16.3	41.5	65.3
600097	开创国际	-6.8	-31.8	380.7	-21.4	-28.4	62.2
002124	天邦股份	11.3	56.6	88.3	-7.8	14.2	61.8
600737	中粮屯河	101.6	19.3	15.2	-16.1	2.0	61.5
002311	海大集团	15.3	78.3	66.5	15.9	46.6	55.4
002069	獐子岛	14.7	0.2	57.0	50.2	49.4	49.1
002157	正邦科技	10.9	46.0	65.3	65.4	66.6	47.1
600506	ST 香梨	7.3	-5.4	-48.4	7.9	166.0	43.9
002299	圣农发展	37.0	55.6	44.3	11.0	43.9	43.6
002234	民和股份	66.1	42.7	43.9	-10.6	38.2	43.5
000911	南宁糖业	5.7	12.7	5.2	7.1	9.7	40.7
300143	星河生物	0.9	-	22.1	29.6	75.3	40.1
000798	中水渔业	79.4	-4.8	2.6	5.8	13.9	38.2
002385	大北农	-39.4	39.7	58.9	10.2	32.0	37.0
300175	朗源股份	-23.6	-	-2.9	9.7	37.5	36.5
002086	东方海洋	22.4	73.6	20.7	-15.5	31.8	34.0
300087	荃银高科	80.5	-	39.3	33.8	10.2	33.2
000876	新希望	55.0	34.1	51.6	-6.4	14.5	33.1
002321	华英农业	-20.1	47.2	1.9	-3.1	39.8	32.1
600975	新五丰	15.5	20.7	36.2	-25.7	52.6	27.7
000998	隆平高科	33.6	-25.2	51.9	-2.5	21.4	26.6
600127	金健米业	15.6	17.2	17.8	2.3	2.0	21.8
002173	山下湖	-11.2	22.4	17.8	-17.4	2.8	21.5
002505	大康牧业	34.1	-	105.8	33.3	34.6	18.4
000893	东凌粮油	18.2	41.1	10.4	302.1	-14.7	17.2
600257	大湖股份	-31.2	14.0	-6.5	20.3	8.3	17.0
002100	天康生物	23.5	59.0	59.3	94.2	14.2	16.9
000972	新中基	23.8	30.5	-15.3	-18.8	-8.9	15.1
600189	吉林森工	-26.5	17.1	5.1	-22.7	10.7	14.5
600467	好当家	4.7	17.2	-38.6	11.2	46.5	13.9
002548	金新农	-2.4	-	57.2	16.7	8.9	13.8
300094	国联水产	-	-	29.2	15.1	11.1	13.4
600438	通威股份	-	37.6	52.6	0.7	-7.3	10.7
002567	唐人神	-	-	31.0	15.2	16.8	10.6
000833	贵糖股份	11.9	18.6	5.5	-22.0	24.7	9.0
300189	神农大丰	13.6	-	22.5	55.4	38.8	8.7
000860	顺鑫农业	24.2	40.2	14.5	17.6	3.0	8.3
002220	天宝股份	119.0	84.6	47.4	34.9	36.2	8.1
000735	罗牛山	-	39.0	-0.8	2.1	7.8	6.0
000702	正虹科技	-	-15.7	14.6	4.1	2.8	4.7

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	2011H1
600965	福成五丰	-	9.0	19.3	-14.4	-4.1	3.9
300106	西部牧业	-	-	263.9	13.4	10.3	2.0
000663	永安林业	-	31.5	-6.5	-18.4	-16.3	-1.5
600108	亚盛集团	-	14.4	7.6	12.2	0.6	-4.5
600354	敦煌种业	-	-15.9	47.5	36.3	5.1	-6.9
600251	冠农股份	-	75.5	8.2	-4.8	53.8	-7.5
000713	丰乐种业	-	15.0	-1.9	11.2	43.8	-9.7
600371	万向德农	-	16.7	-8.0	1.8	-11.7	-15.2
002041	登海种业	-	10.3	32.8	38.9	61.9	-16.9
600540	新赛股份	-	19.4	84.5	-8.7	53.7	-44.4
加权均值			25.99	27.81	12.46	17.52	28.9

资料来源：Wind，海通证券研究所

1.3 H1 2011 年毛利率 15.5%，Q2 2011 环比微降，盈利能力承压

2011 上半年行业毛利率同比去年下滑 0.86 个百分点（16.4%降至 15.5%），毛利率小幅下滑的原因在于二季度成本增速略高于收入增速（高过 1.32 个百分点）。玉米、猪肉、番茄等原材料价格的上涨对农产品加工和饲料生产型企业的成本压缩提出了挑战，造成此类企业盈利能力承压（这一点从农产品加工和饲料子板块高于行业平均成本增速上即可看出）。虽然部分企业或通过提前储备库存，或通过期货市场的套期保值，或依靠服务、产业链拓展提升终端产品售价等方式，化解了一部分成本压力，但 Q2 2011 毛利率仍环比下滑 1.92 个点。

表 5 农业上市公司毛利率（%）

证券代码	证券简称	2006	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2011Q2
002041	登海种业	39.3	47.7	54	57.1	65.7	59.9	52.7
002477	雏鹰农牧	-	23.7	26.2	22.5	25.7	28.1	41.6
002069	獐子岛	46.4	40.5	30.2	28	34.3	35.8	36.5
002458	益生股份	-	23.1	33.3	34.4	23.5	26	34.8
002173	山下湖	31.3	30.5	30.1	24	31.2	29.7	34.7
600467	好当家	22.6	33.5	42.5	25.4	27.1	30.1	32.3
300087	荃银高科	-	43.8	44.2	42.9	40.5	35.4	32.0
600257	大湖股份	29.5	26.7	20.5	26.6	27.8	35.6	31.1
600108	亚盛集团	14.8	18.5	13.8	18.9	18.1	20.5	31.1
600371	万向德农	32.2	27.8	31	33.6	32	44.1	30.8
300189	神农大丰	-	24.7	25.6	27.7	29.2	31.8	29.6
600962	国投中鲁	26	21.4	30.5	19.6	14.2	19	28.4
000860	顺鑫农业	18.3	18.1	20.5	20.6	25.1	28.3	25.9
300143	星河生物	-	31.1	36.1	40.6	44.5	44.2	25.5
000998	隆平高科	21.7	23.6	22.2	26.1	29.1	36.6	24.2
300175	朗源股份	-	17	17.7	20.8	21.3	15.6	23.7
000713	丰乐种业	32.5	24.5	26.8	26	26.5	23.8	23.6
002086	东方海洋	22.6	17.6	20.5	22.7	23.8	20.3	22.7
600737	中粮屯河	32.9	30	30.9	29.9	24.4	10.1	22.5
002234	民和股份	18.7	24.3	14.5	3.2	12.3	21.7	21.8

600189	吉林森工	22.5	22.4	22.3	21	22.3	24.2	20.8
000833	贵糖股份	15.3	18.4	18.5	16.4	18.9	19.2	20.6
002385	大北农	27.2	21.3	20.5	24.1	22.9	25.1	20.5
000911	南宁糖业	21	19	16.5	18.8	18.1	18.8	20.5
002220	天宝股份	17	14.3	16.7	14.2	17.3	15.7	19.8
000663	永安林业	22.8	24.5	22.9	19.4	19.7	27.4	19.1
600354	敦煌种业	22.4	18.9	25.9	29.6	40.4	38.9	18.5
002299	圣农发展	18.1	27.2	21.7	20.9	19.2	15.4	17.7
000735	罗牛山	8.8	19.6	18.6	13.3	9	15.2	17.4
600097	开创国际	26.4	20.5	40.2	37.2	9.3	20.3	16.6
002505	大康牧业	-	14.8	16.6	12.3	13.2	15.1	16.3
002100	天康生物	21.5	22.6	21.7	16.9	17.1	17.4	15.9
000798	中水渔业	23.5	11.2	20.9	27	30.1	25	15.8
002548	金新农	-	13	15	15.5	14.2	13.7	13.9
600965	福成五丰	11.5	14	12.4	9.7	9.3	12	13.7
002124	天邦股份	19.6	17.6	13.5	17	14.2	12	13.2
300106	西部牧业	-	19.1	13.7	15	15.2	15.2	13.0
600975	新五丰	15.1	7.3	8.8	9.9	3.8	15.5	12.7
600127	金健米业	15.5	15.4	11.8	16.5	15.9	13.4	11.7
600598	北大荒	29.5	30.7	30.7	26.6	21.9	20.6	11.6
002311	海大集团	9.7	9.1	7.8	8.3	8.6	8	10.6
600506	ST 香梨	8.8	8.3	14.4	21	28.7	42.8	10.1
000876	新希望	14	9.1	8.6	10.4	8.5	8.1	10.1
000972	新中基	18.8	17.6	22.7	20.8	-12	-5.2	9.3
002321	华英农业	13.7	17.3	13.4	12.8	11.9	13.6	9.2
002567	唐人神	-	9.2	9.4	10.4	9.8	8	9.0
600438	通威股份	10.8	8.4	8.7	9.2	8.9	4.6	9.0
600540	新赛股份	11.5	11.1	8.9	7.9	10.9	12.6	8.1
000702	正虹科技	9.4	7.9	9.7	9.5	8.6	11.2	7.7
002157	正邦科技	10.8	8.6	7	7.3	6.8	7.5	7.1
300094	国联水产	-	17.3	16.1	15.2	14.7	7.8	5.8
600265	景谷林业	9.1	0.7	7	0.1	22.4	3.3	3.1
600251	冠农股份	21.9	16.3	13.8	14.9	16.2	16.9	-1.8
000893	东凌粮油	14.2	9.9	6.1	6.7	7.7	6.3	-4.1

资料来源：Wind，海通证券研究所

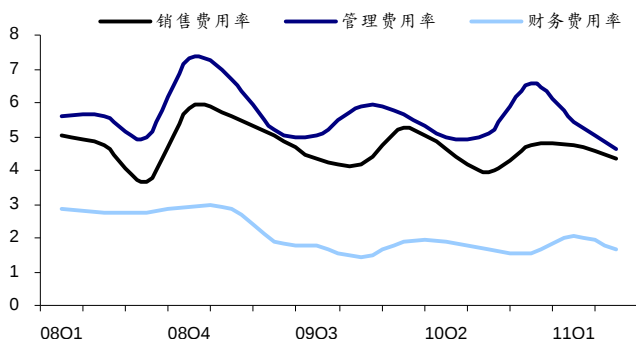
1.4 Q2 2011 期间费用率再创新低

2010 年的期间费用率仅为 11.9%，当时创下了自 2004 年以来新低，进入 2011 年，一季度费用控制的同样不错，Q1 2011 期间费用率控制在 12.2%，延续了 2010 年良好的费用控制能力。令人惊喜的是在进入 2011 年二季度后，行业期间费用率持续降低，并最终在二季度实现了 11.3% 的半年度最低期间费用率，再创新低。

Q2 2011 期间费用率仅为 10.7%，同比下降 0.7 个百分点，环比下降 1.5 个百分点。其中三项费用率分别为：销售利用率 4.4%，管理费用率 4.6%，财务费用率 1.7%，环比分别下降 0.3%，0.8%，0.3%。2011 二季度各项费用控制良好，增速均低于收入增速，

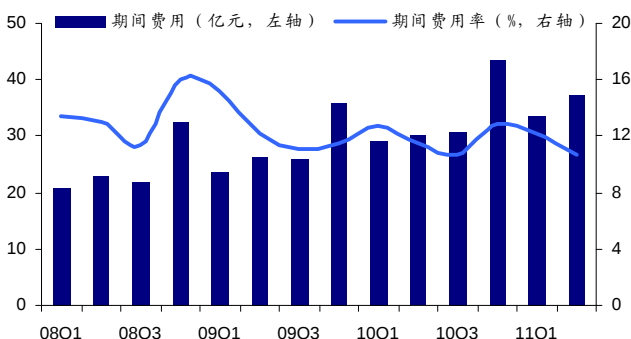
其中财务费用增速最低，与去年同期相比上升 22.6%，比收入增速慢 6.3 个百分点，其他费用增速也小幅低于收入增速。

图 12 各季度三项费用率 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 13 各季度期间费用和费用率

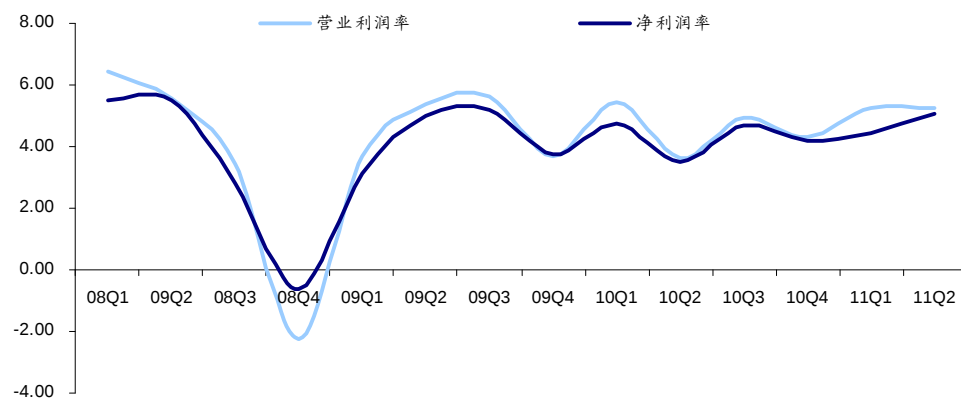


资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.5 二季度营业利润率环比持平，受益于费用控制良好和投资收益上升

二季度营业利润率与一季度持平，仍然保持在 5.2%。虽然毛利率下滑，但由于期间费用控制较为良好（环比增长 15%），整个期间费用率下降了 1.5 个百分点，同时二季度投资收益大幅增长，致使二季度净利润率环比上升 0.5 个百分点，由 4.5% 升至 5.0%，与去年同期相比增长 1.5 个百分点，增幅较为明显，净利润率也是近几年较高的水平。

图 14 各季度营业利润率和净利润率 (%)



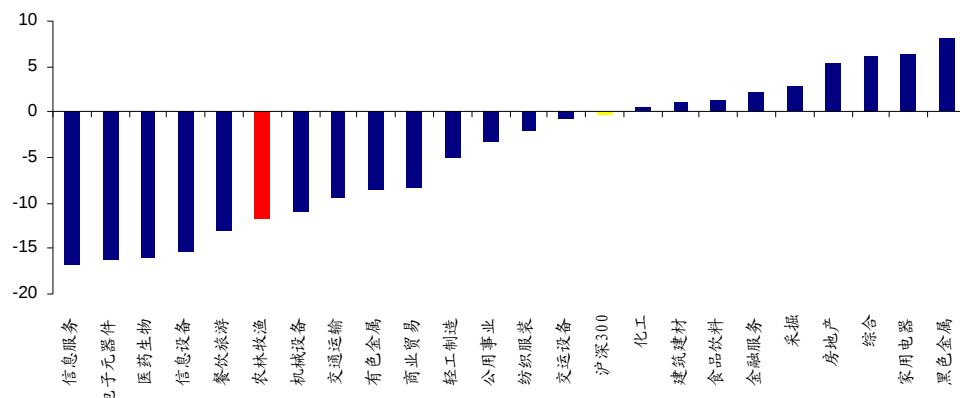
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 市场表现回顾：上半年相对萎靡，三季度明显升温

关于上半年农业行业在资本市场中的表现，我们在 7 月初发布的 2011 年下半年投资策略报告中曾有过详细说明，在此略作精炼概括，不再过多赘述。

总体上，上半年农业表现不佳，跑输大盘 9.5 个百分点。主要原因在于：1) 估值过高，部分月份高达 70 倍以上；2) 业绩低于预期，优者不优（如种子），差者更差（如果蔬）；3) 市场风格偏向低估值，中小盘被抛弃；4) 政策刺激不及往年。

图 15 H1 2011 年 A 股市场行业涨跌排名

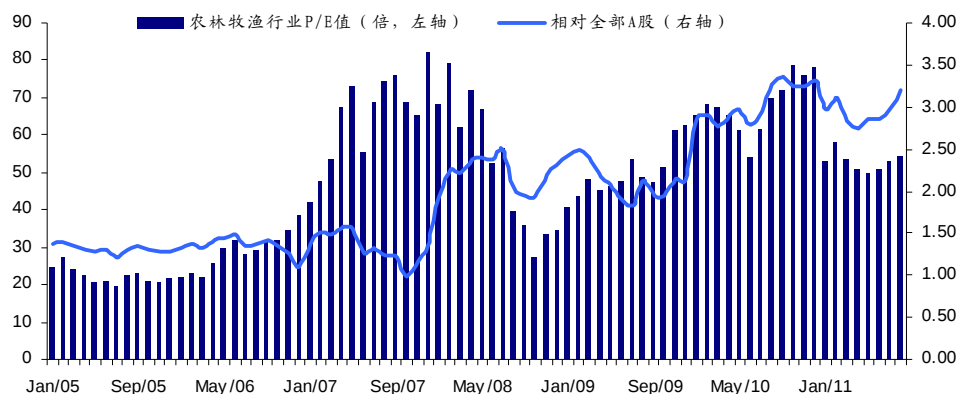


资料来源：Wind，海通证券研究所

进入三季度之后，农业股的市场表现明显升温，主要有以下几个原因：

- 1) 养殖与饲料板块的高景气行情下，市场对于农业行业半年报业绩呈现出较为乐观的态度。
- 2) 估值回落。行业静态和动态 PE 均在 5 月底到达阶段低点（分别为 50x 和 26x）。
- 3) 种子和水产这两个在农业中属于成长性和弹性较高的子板块，下半年均将迎来销售和消费旺季，而 7、8 月份前者的作物田间表现和后者的单月销售情况均较好，引发市场关注。
- 4) 7 月份 CPI 仍高企，通胀预期不减，引发市场对于农业股的偏好。

图 16 农业行业整体静态 P/E 与全部 A 股对比



资料来源：Wind，海通证券研究所

从相对收益的表现来看，7、8 月份农业股的收益延续了自二季度末起战胜大盘的趋势，且超越幅度更大（尤其是在 8 月份，相对收益达到了 7.16），整个 7、8 月份合计超越大盘 12.74 个百分点，呈现良好的走势。

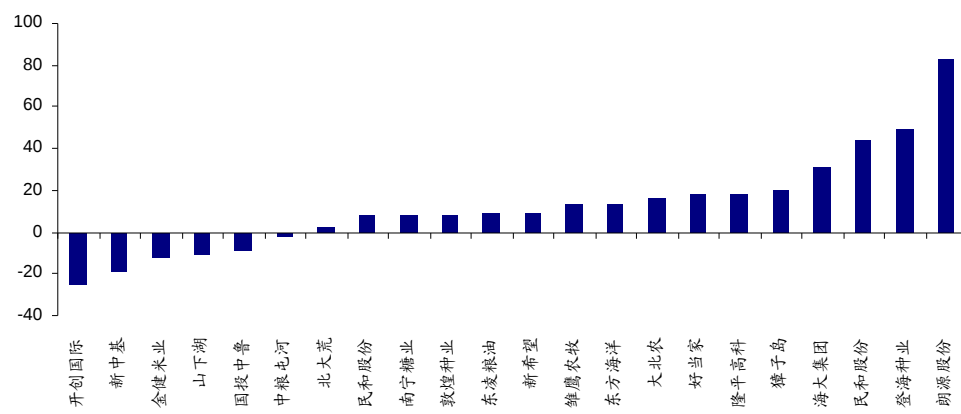
表 6 农业板块相对上证 A 股月度相对收益

2005 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	-	11.03%	-12.67%	0.07%	-6.66%	2.96%	-6.10%	14.25%	2.98%	-6.29%	-1.01%	4.92%
上证 A 股	-	9.58%	-9.55%	-1.87%	-8.49%	1.90%	0.19%	7.36%	-0.62%	-5.43%	0.59%	5.62%
相对收益	-	1.45%	-3.12%	1.94%	1.83%	1.05%	-6.29%	6.89%	3.60%	-0.86%	-1.60%	-0.71%
2006 年	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	6.84%	6.27%	1.13%	17.46%	19.51%	10.06%	-10.57%	4.72%	19.10%	0.02%	9.40%	13.00%
上证 A 股	8.35%	3.26%	-0.06%	10.93%	13.96%	1.88%	-3.56%	2.85%	5.65%	4.88%	14.22%	27.45%
相对收益	-1.51%	3.01%	1.19%	6.53%	5.55%	8.17%	-7.01%	1.88%	13.45%	-4.87%	-4.81%	-14.44%
2007	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	19.88%	13.24%	11.62%	26.04%	13.89%	-26.98%	25.47%	10.45%	2.60%	-9.20%	-5.74%	26.87%
上证 A 股	4.14%	3.40%	10.51%	20.64%	6.99%	-7.03%	17.02%	16.73%	6.39%	7.25%	-18.19%	8.00%
相对收益	15.74%	9.84%	1.11%	5.39%	6.91%	-19.94%	8.45%	-6.27%	-3.79%	-16.45%	12.45%	18.87%
2008	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	10.21%	17.01%	-21.38%	12.62%	-3.94%	-21.32%	6.36%	-29.72%	-9.54%	-24.30%	23.03%	2.04%
上证 A 股	-16.69%	-0.80%	-20.14%	6.35%	-7.03%	-20.31%	1.45%	-13.63%	-4.32%	-24.63%	8.24%	-2.69%
相对收益	26.90%	17.81%	-1.23%	6.27%	3.09%	-1.01%	4.91%	-16.09%	-5.22%	0.33%	14.80%	4.73%
2009	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	14.99%	8.36%	9.65%	-5.16%	1.83%	4.40%	12.09%	-8.65%	-2.76%	14.63%	22.68%	3.92%
上证 A 股	9.33%	4.63%	13.21%	5.07%	6.27%	12.40%	15.30%	-21.81%	4.19%	7.79%	6.66%	2.56%
相对收益	5.66%	3.72%	-3.56%	-10.23%	-4.44%	-8.00%	-3.20%	13.16%	-6.94%	6.84%	16.02%	1.36%
2010	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	-0.81%	4.28%	-1.77%	-3.66%	-4.74%	-11.54%	15.67%	12.76%	4.72%	8.83%	-3.31%	2.79%
上证 A 股	-8.78%	2.10%	1.87%	-7.67%	-9.70%	-7.48%	9.97%	0.05%	0.64%	12.17%	-5.33%	-0.43%
相对收益	7.97%	2.18%	-3.64%	4.01%	4.97%	-4.07%	5.70%	12.71%	4.08%	-3.34%	2.01%	3.22%
2011	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
农业板块	-7.98%	11.91%	-6.64%	-3.44%	-4.22%	3.14%	3.37%	2.17%				
上证 A 股	-0.62%	4.10%	0.79%	-1.40%	-6.13%	1.27%	-2.12%	-4.99%				
相对收益	-7.36%	7.81%	-7.43%	-2.03%	1.91%	1.87%	5.58%	7.16%				

资料来源：Wind，海通证券研究所

最后我们列出了市场较为关注的一些农业公司在 6-8 月份(农业股走势较好的时段)的市场表现情况，各优势板块中的龙头重点公司的表现基本位列本于板块的前列(水产中的獐子岛、饲料中的海大集团、种子中的登海种业等)：

图 17 2011 年 6 月至 8 月主要农业公司涨跌幅(%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

3. 四季度展望：养殖饲料持续景气，水产种子纷至沓来

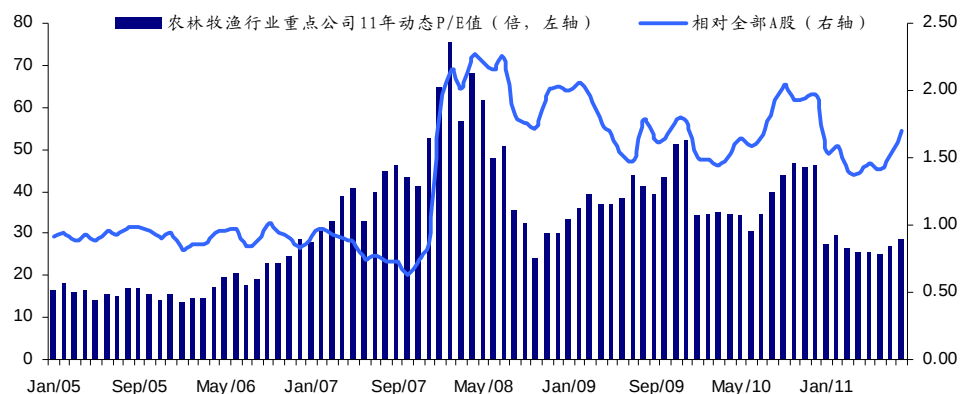
3.1 估值水平较一季度有所提升，但动态PE仍处在近3年来较低水位

我们在四季度仍将维持农业行业的“增持”评级。

从目前农业行业的估值来看，我们认为，估值水平虽较一季度有所提升，但提升并不算太快，动态PE仍处在近3年来较低水位。

截止8月30日，54家农业上市公司的静态PE为54.4倍，一致预期下的行业动态PE为29倍，海通证券重点关注的14家上市公司的动态PE为29倍（若除去中粮屯河，则为27倍），仍处在近三年来相对较低的水平，相对全部A股的溢价比在1.70，也并非算高。

图 18 海通重点关注的 14 家上市公司动态 P/E 与全部 A 股对比



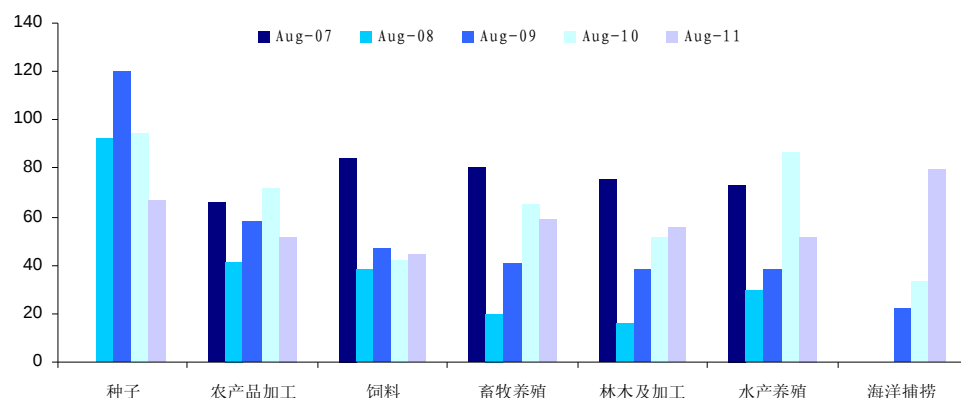
资料来源：Wind，海通证券研究所

与此同时，从与历史对比的角度来看，部分子行业的估值水平（静态）仍不算高，例如种子和农产品流通与加工，水产的PE也较去年同期下降不少；相对而言，养殖板块的PE水平相对较高。

综合而言，各个板块目前的估值水平分别处在其板块最近几年平均估值水平的分位如下：

- a) 种子：近4年平均估值94倍，目前估值67倍，在均值的71%分位；
- b) 农产品加工：近5年平均估值58倍，目前估值51倍，在均值的89%分位；
- c) 饲料：近5年平均估值43倍，目前估值44倍，在均值的103%分位；
- d) 禽畜养殖：近5年平均估值53倍，目前估值59倍，在均值的111%分位；
- e) 林木加工：近5年平均估值48倍，目前估值56倍，在均值的118%分位；
- f) 水产养殖：近5年平均估值59倍，目前估值52倍，在均值的93%分位；
- g) 海洋捕捞：近3年平均估值45倍，目前估值80倍，在均值的177%分位。

图 19 各主要子行业 PE 同期对比（倍）



资料来源：Wind，海通证券研究所（注：因果蔬行业部分公司出现亏损，板块收益为负值，此处未列出）

最后，我们认为部分子板块或公司的高增长性较为明确，将提升其估值水平，其主要集中在种子和水产板块的公司。

表 7 海通重点关注的 14 家上市公司盈利预测与估值

代 码	公司名称	总市值（亿元）	EPS（元）			PE（X）		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
000876	新希望	347.53	0.70	1.25	1.35	28.57	16.00	14.81
002041	登海种业	106.20	0.59	0.72	1.07	51.14	41.90	28.20
002069	獐子岛	213.37	0.59	0.83	1.13	50.86	36.16	26.56
000911	南宁糖业	53.60	0.64	0.99	0.86	29.22	18.89	21.74
002385	大北农	151.98	0.78	1.21	1.6	48.62	31.34	23.70
002299	圣农发展	162.16	0.31	0.56	0.78	57.42	31.79	22.82
600962	雏鹰农牧	84.40	0.46	1.08	1.29	68.72	29.27	24.50
000860	顺鑫农业	87.09	0.61	0.95	0.86	32.56	20.91	23.09
600438	通威股份	58.58	0.23	0.25	0.3	37.04	34.08	28.40
600598	北大荒	217.68	0.2	0.22	0.23	61.25	55.68	53.26
600467	好当家	83.00	0.23	0.35	0.47	56.96	37.43	27.87
002311	海大集团	108.04	0.36	0.56	0.72	51.53	33.13	25.76
002234	民和股份	35.29	0.41	1.21	0.92	80.07	27.13	35.68
600737	中粮屯河	101.26	-0.05	0.03	0.18	-201.40	335.67	55.94
加权均值							28.83	24.27

资料来源：Wind，海通证券研究所（注：新希望 2011 年按资产重组后的情况计，獐子岛按考虑最新的股权激励摊销费用后的情况计）

3.2 未来首选种子和水产养殖行业中的龙头企业

从目前的禽畜肉价格、存栏量、以及水产养殖投苗情况来看，养殖和饲料、尤其是水产饲料在三季度的景气度依然较高，这一点从部分养殖和饲料企业发布的 1 至 9 月份业绩预增公告上即可看出，但是部分个股的估值确已处在相对较高的水位。

相比而言，我们更加看好种子和水产子板块的表现。我们在 2011 年的中期策略报告中就曾清晰的表达过下半年相对看好种子和水产的观点，现在依然如此。前者无论是从销售周期、国家政策，还是从部分重点公司产品的拓展空间、大田表现来看，都已到达超配的时点，是我们最为看好的子板块；而后者在下半年将迎来消费旺季，绩优公司有望迎来量价齐升的佳境。

具体而言，我们认为未来 4 个月有以下 3 条投资思路 and 机会值得重点关注：

1) 如前，下半年增长较为明确的优势行业，首推种子和水产，优选其中的龙头公司，主要标的有登海种业、隆平高科、獐子岛、东方海洋。

从种子行业的角度来看，需求和政策的助推力依次启动，其中今年力度巨大的种业政策将催生国内种业的重大变革。

一方面，四季度销售旺季即将来临，我们此处不再赘言。从历史最终数据来看，种业板块全年收入的 43%（2009 年）和 44%（2010 年）均来源于第四季度，而净利润更是占比全年分别达到 71% 和 57%，占据半壁以上，预计今年亦不例外，而且从表 3 的目前玉米种子需求和库存情况来看，供需情况仍然较紧，同时根据我们近期的一些调研情况，不少优质品种的销售价格也同比去年有 10% 左右的上涨。

另一方面，今年 4 月份国务院下发的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》和 8 月份正式发布的《农作物种子生产经营许可管理办法》，在战略上给予种业基础性核心产业的地位；在政策上给予种业、尤其是质地优异的种业龙头企业以极大的扶持，通过实施包括提高生产和经营的注册资本门槛、固定资产投入数量、引导支持育繁推一体化企业开展兼并和重组等各类具体措施来鼓励优质企业做大做强，改变种子企业“多、小、散、弱”的状况，提高市场集中度和竞争力，做大做强民族种业。我们预计未来在商业化育种向企业转移、品种审定、制种土地上还会有具体细则出台，而农业部种子管理局的成立将会强化上述预期，所有种业上市公司面临着重大历史机遇，但我们认为首先获益的将是行业中具备育繁推一体化能力的优质龙头企业，我们首推登海种业和隆平高科（关于种业政策对种子行业的具体影响分析，可以参见我们 8 月 30 日发布的《把握种子行业变革带来的重大投资机会》报告）。

从具体种子公司的角度来看，产品的推广空间和田间表现是两个重要参考标准。从这个角度来看，我们仍然最为看好登海种业和隆平高科。

登海种业的先玉 335 系列仍将保持相对稳健的增速，预计本销售季节（本年四季度与来年一季度）将保持 30% 左右的增长，贡献利润接近 4 亿元；而超试 605 系列更是正处于快速扩展期（一般一个好的品种在审定后的第二年开始放量，之后的几年销售量成倍增长），同时我们 8 月在莱州实地参观了登海 605 的大田表现，其整齐度和粗壮程度均较别的品种更好，我们认为今年放量是较大概率的事件，预计其在本销售季节的推广面积可达 1000 万亩。综合来看，我们预计公司四季度业绩有望实现爆发式的增长。

隆平高科的 Y 两优和 206 系列今年继续优良的表现。由于去年天气较差，包括 Y 两优在内的诸多水稻品种的制种亩产均表现不佳，今年的供需缺口会有所放大，而公司今年的制种形势较为良好，供需偏紧背景下有望继续保持较为迅速的增长，预计公司主推的 Y 两优、C 两优、准两优、和 1128 等四个品种的新销售季度将实现翻番增长。而 206 系列今年的推广面积有望再次实现翻番，销量突破 1000 万公斤，进一步提升公司玉米种子的毛利率和安徽隆平的盈利能力。同时利合 16 今年开始初步释放业绩，预计能够贡献超过 150 万公斤的销量，接近 1000 万的利润。

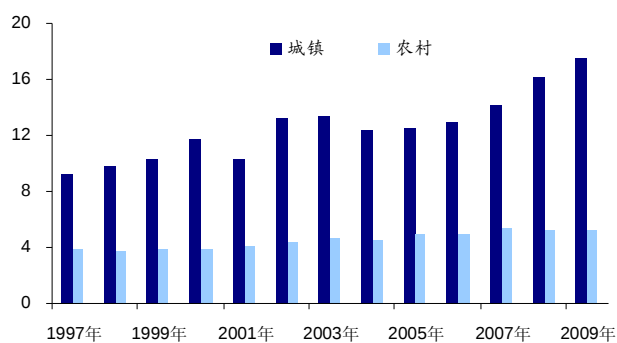
表 8 种业上市公司盈利预测及估值

代码	公司名称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			2010	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
000998	隆平高科	88.98	0.27	0.51	0.78	118.89	62.94	41.15
002041	登海种业	106.20	0.59	0.72	1.07	51.14	41.90	28.19
000713	丰乐种业	52.45	0.32	0.39	0.50	54.84	45.00	35.10
300087	荃银高科	23.46	0.31	0.43	0.61	71.68	51.67	36.43
300189	神农大丰	36.16	0.38	0.56	0.77	59.47	40.36	29.35
600371	万向德农	20.43	0.24	-	-	49.92	-	-
002385	大北农	151.98	0.78	1.24	1.70	48.62	30.58	22.31
600354	敦煌种业	57.36	0.40	0.76	1.05	70.45	37.08	26.84

资料来源: Wind, 海通证券研究所

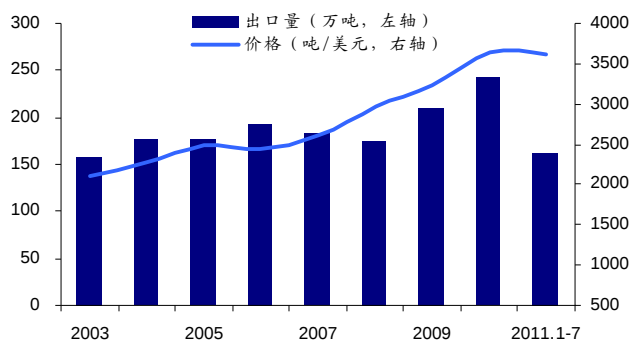
水产方面。随着我国居民饮食结构的逐步多元化与合理化,水产品消费近年来一直保持较为稳健的增长趋势,我们认为这是长期支撑海产品未来增长的重要拉动力。而今年 7、8 月份水产品价格整体走高,尤以扇贝、鲍鱼等海产品为代表。我们认为,其间价格的快速蹿升确有黑天鹅性质之极端事件(漏油、恶劣天气导致减产)的影响,但展望四季度,在消费旺季渐临的情况下,我们认为扇贝、海参等海珍品价格仍将处于上升通道之中。同时,受益于全球范围内供给减少,目前国内海产品出口的价格已接近历史高位(由于出口价格下半年一般都高于上半年,所以今年全年出口均价超越去年几成定局),出口数量也水涨船高。最后,具体到今年下半年,除了固有的三、四季度“秋冬进补”的旺季利好之外,国庆和中秋之间间隔较长(今年中秋为 9 月 12 日),可以实现两个较为独立的销售高潮。

图 20 城镇和农村居民的每年人均水产品消费量(千克)



资料来源: 国家统计局, 海通证券研究所

图 21 国内海产品出口数量与价格



资料来源: 海关总署, 海通证券研究所

具体到公司层面,我们首推獐子岛,同时建议重点关注东方海洋和好当家。獐子岛是国内最具竞争优势的海珍品养殖企业。资源方面,公司目前已经拥有海水养殖面积 285 万亩,遥遥领先于其他同类上市公司,2011-2013 年的可采收面积分别为 42、76 和 120 万亩;市场方面,扇贝鲜销通过对销售渠道的改革强化渠道对产品的推力,海参则注重品牌塑造,实现品牌溢价,鲍鱼则通过北鲍南养方式实现量的快速增长;海外方面,今年公司技工出口业务增长较快,随着未来海外渠道的逐步成熟和采收量的大幅增长,海外市场将成为公司未来利润增长的重要驱动力。

从下面的表 8 中可以看出,每年的三季度中至四季度末,水产品的整体表现均要明显强于农林牧渔大行业和全部 A 股,种子股的表现也较好(2009 年与位列第三的农产品加工也就只有不到 1 个百分点的差距)。

表 9 2009 与 2010 年三季度中至四季度末农业各子板块净利润增速

2010 年三季度中至四季度末	饲料	22.40%
	水产品	21.06%
	种子	19.88%
	农林牧渔	15.65%
	禽畜养殖	13.97%
	全部 A 股	10.28%
	农产品加工	6.11%
	果蔬饮料	4.44%
	海洋捕捞	3.64%
	水产品	33.49%
2009 年三季度中至四季度末	饲料	23.86%
	农林牧渔	22.69%
	农产品加工	20.90%
	畜牧养殖	20.83%
	种子	20.00%
	果蔬饮料	17.79%
	海洋捕捞	10.29%
	全部 A 股	6.36%

资料来源：Wind，海通证券研究所

2) 具备产业链或服务优势的养殖、饲料企业，主要标的有新希望、海大集团、大北农。

猪肉价格和养殖行业的景气度一直是市场前期聚焦的重点，我们在半年度策略报告中曾清晰的表达过我们对于猪肉价格的看法：三季度在涨幅过大、政策红线、和需求淡季的三重因素下猪价将回落，四季度随着需求渐旺和政策调控的影响减弱，供需基本面依然紧张背景下，猪价仍将维持在相对高位，并且在明年春节后从高位回落（生猪大量出栏）。

对于猪饲料而言，其毛利较水产饲料明显较低，尤其是配合料，其盈利主要来源于产销量的增长，而产销量的增长主要取决于下游母猪、生猪的切实存栏量，存栏量的增长又取决于猪价高企所带动的农户养殖积极性的提升，而这一系列逻辑过程的推进在时间上会有滞后效应，一般自猪价上涨后 4 个月起，仔猪的存栏量开始攀升，6 个月之后母猪的存栏量开始攀升，而栏中的猪对于饲料的需求都是刚性增长的。由于今年一季度猪病的频发和政策的调控，农户母猪补栏的积极性一直到 4、5 月份才开始攀升，前期大部分是仔猪补栏。从目前情况来看，全国母猪和仔猪的存栏量正处于上升通道之中，三季度将迎来猪饲料产销量的旺季。同时，三季度是水产饲料的旺季。

我们重点推荐关注：新希望（产业链：从上游饲料到中下游养殖均涉及，最大限度收益；规模：重组完成后即成为国内最大规模饲料公司，协同效应增强，成本降低）；海大集团（放量：三季度是水产饲料旺季，而公司水产饲料销量增速一直明显高于行业平均水平，同时下半年产能扩张增速；服务：“一体化解决方案”式的服务，通过追求养殖户利益最大化提升客户粘性和拓展客户群体），和大北农（饲料细化产业链：从预混料到浓缩料到高端教槽料，产品毛利高，盈利能力强，积极把握规模化养殖契机；服务与研发：投入大，点对点式服务，保证产品的质量与客户粘性）。从部分养殖和饲料公司披露的 1~9 月份业绩预增公告来看，其景气度依然较高。

表 10 部分养殖和饲料类公司 2011 年 1-9 月份业绩预报

代 码	公司名称	半年报净利润增速	预计 2011 年 1-9 月归属上市公司股东净利润同比变动
002157	正邦科技	51.51%	增长 50%-70%
002299	圣农发展	83.36%	增长 90%-140%
002477	雏鹰农牧	347.78	增长 230%-260%
002385	大北农	59.62%	增长 30%-60%
002505	大康牧业	107.08%	增长 50%-70%
002311	海大集团	68.46%	增长 50%-70%
002234	民和股份	416.71%	增长 400%-450%
002458	益生股份	152.61%	增长 280%-330%

资料来源：Wind，海通证券研究所

3) 未来几个月将迎来产出期（届时天气、库存和产量的炒作将形影相伴）或具备政策博弈题材的子板块，如白糖、粮油加工、番茄酱，主要标的有南宁糖业、东凌粮油、中粮屯河。此类投资机会的时间可能相对较为短暂，因此选择切入的具体时点相对而言较前两种形式更加重要，届时我们将密切关注产出期期间可能出现的天气、库存大幅变化、以及政策转舵或反复等炒作题材对公司产生的影响。

4. 主要不确定性

经济下滑引起的农产品价格下滑；自然灾害。

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、新希望、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；			
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一洋 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队

姜静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

联系人

王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com

联系人

徐益鋈 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445

jiangjx@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

联系人

冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745

fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业

卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业

董乐 (021) 23219374
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

白洋 (021) 23219646

baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
度楠 (021) 23219382

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业

刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
易国辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业

赵健 (021) 23219472

zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
牛品 (021) 23219390
房青 (021) 23219692
徐柏乔 (021) 23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

公用事业			银行业		社会服务业
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com		联系人		林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com
联系人			刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	联系人
汤砚卿 (021) 23219768	tyq6066@htsec.com				胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业			造纸轻工行业		
涂力磊 (021) 23219747	tl5535@htsec.com		徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com	
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com				
联系人					
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com				

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队		上海地区销售团队		北京地区销售团队	
蔡铁清	(0755) 82775962 ctq5979@htsec.com	高 溱	(021) 23219386 gaoqin@htsec.com	孙 俊	(010) 58067988 sunj@htsec.com
刘晶晶	(0755) 83255933 liujj4900@htsec.com	季唯佳	(021) 23219384 jiwj@htsec.com	张广宇	(010) 58067931 zgy5863@htsec.com
辜丽娟	(0755) 83253022 gulj@htsec.com	胡雪梅	(021) 23219385 huxm@htsec.com	殷怡琦	(010) 58067944 yinyq@htsec.com
高艳娟	(0755) 83254133 gyj6435@htsec.com	黄 毓	(021) 23219410 huangyu@htsec.com	王秦豫	(010) 58067930 wqy6308@htsec.com
		朱 健	(021) 23219592 zhuj@htsec.com		
		肖文宇	(021) 23219442 xiaowu@htsec.com		
		王丛丛	(021) 23219454 wcc6132@htsec.com		

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com