

子行业景气度排序：饲料、水产和种业

——农林牧渔行业**2011年4季度**投资策略

谢 刚

S0740210090003

xiegang@qlzq.com.cn

021--20315178

齐鲁证券研究所

2011年09月14日

重要声明

- 本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券研究所：谢刚 - 农林牧渔行业首席分析师



■ 研究理念：追求研究的“四度”——深度、高度、维度、频度。

电话：021-20315178

邮件：xiegang@qlzq.com.cn

■ 研究领域：

➢ 农林牧渔行业

■ 重点覆盖公司：

➢ 獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业、隆平高科、登海种业、敦煌种业、新希望、海大集团、大北农、唐人神、雏鹰农牧、圣农发展、西王食品、益生股份等。

■ 代表之作：

- 《畜禽养殖行业专题分析报告：养殖高景气有望贯穿2011全年》
- 《饲料行业：历史的轮回——饲料业面临景气向上拐点》
- 《雏鹰农牧：雏鹰模式凸显竞争力，量价齐升驱动利润激增》
- 《海大集团：强者恒强，成长为王》
- 《獐子岛：1项利空<3项利多》
- 《登海种业：真金不怕火炼》
- 《西王食品：战略清晰、快速成长的小包装玉米油龙头》

■ 教育及从业背景：

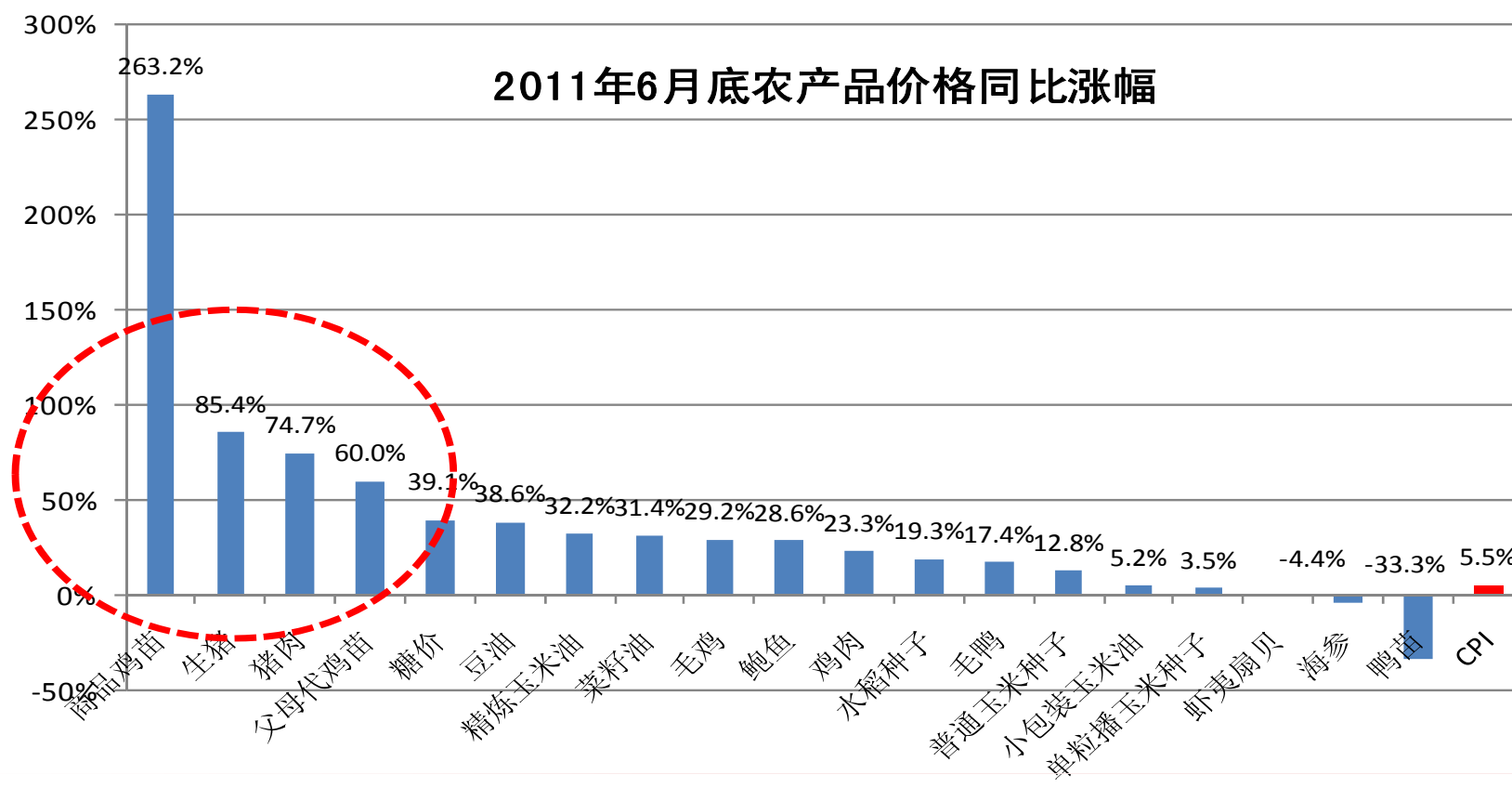
- 农学学士、经济学硕士，11年从业经验
- 天一证券-国金证券-齐鲁证券

核心观点

- 2011H1回顾：畜禽养殖业一枝独秀
- 2011Q4展望：子行业景气：畜禽 > 饲料 > 水产 > 种业 > 食用油
- 饲料业：景气向上确立，3-4季度迎来美好时光
- 海水养殖业：静待利空出尽，良好而非优秀
- 种业：30 × 12PE天花板下的结构性机会
- 投资策略：首选饲料，次选水产、种业、油脂，关注畜禽
- 重点公司推荐：新希望、獐子岛、隆平、登海、西王、圣农。

农产品价格全面跑赢CPI

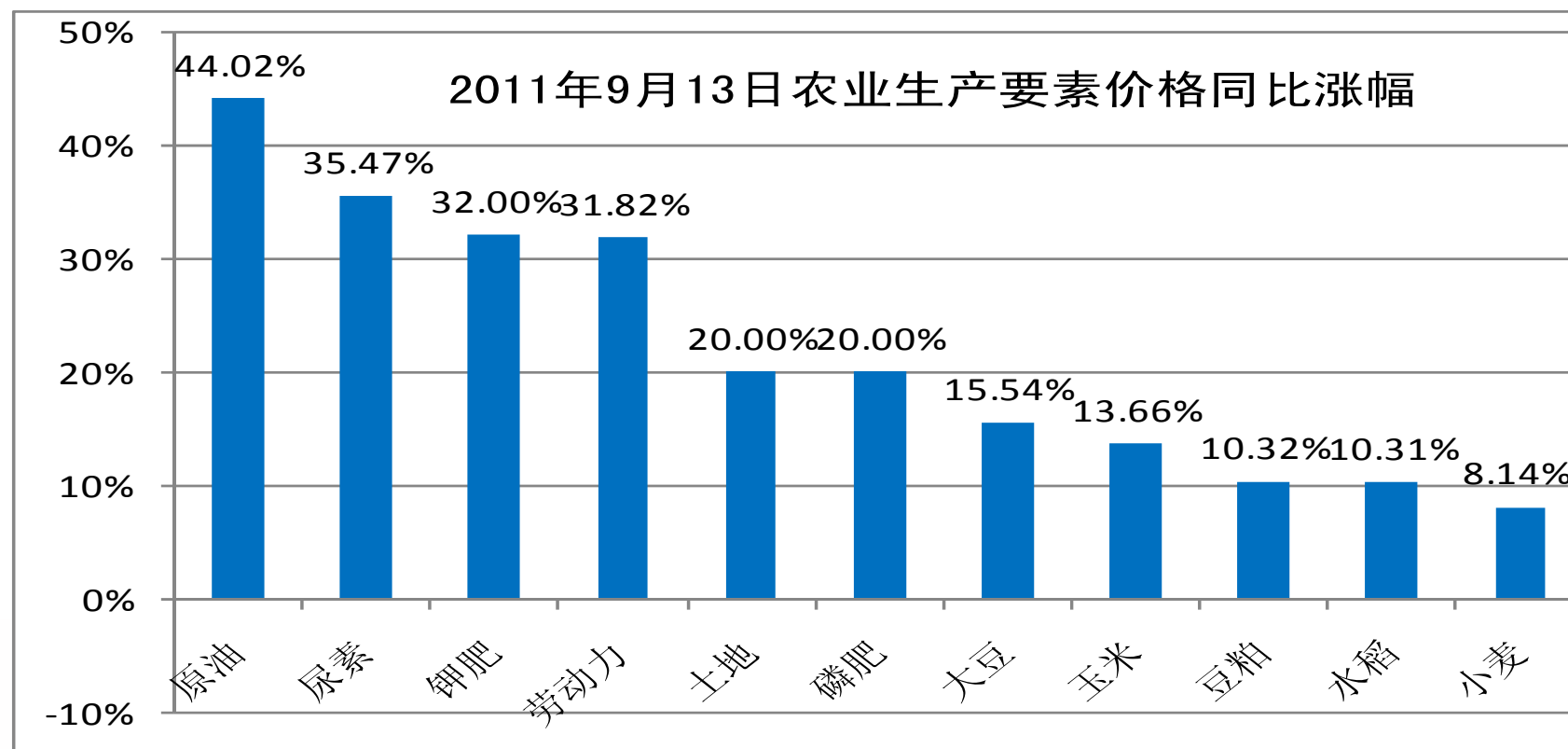
- 2011年上半年，畜禽养殖一枝独秀，为平淡的农业板块增添了一抹亮色。



数据来源：农业部，中国畜牧业信息网，中国粮油商务网，齐鲁证券研究所。

农资成本更快上涨

- 然而，农资成本更大幅度的上涨，以及发改委控制通胀而实施价格临时管制，导致农产品在供需两旺的背景下，农业公司整体毛利率未能稳定上行。



数据来源：WIND，农业部，统计局，齐鲁证券研究所。

3季度又有哪些新变化？

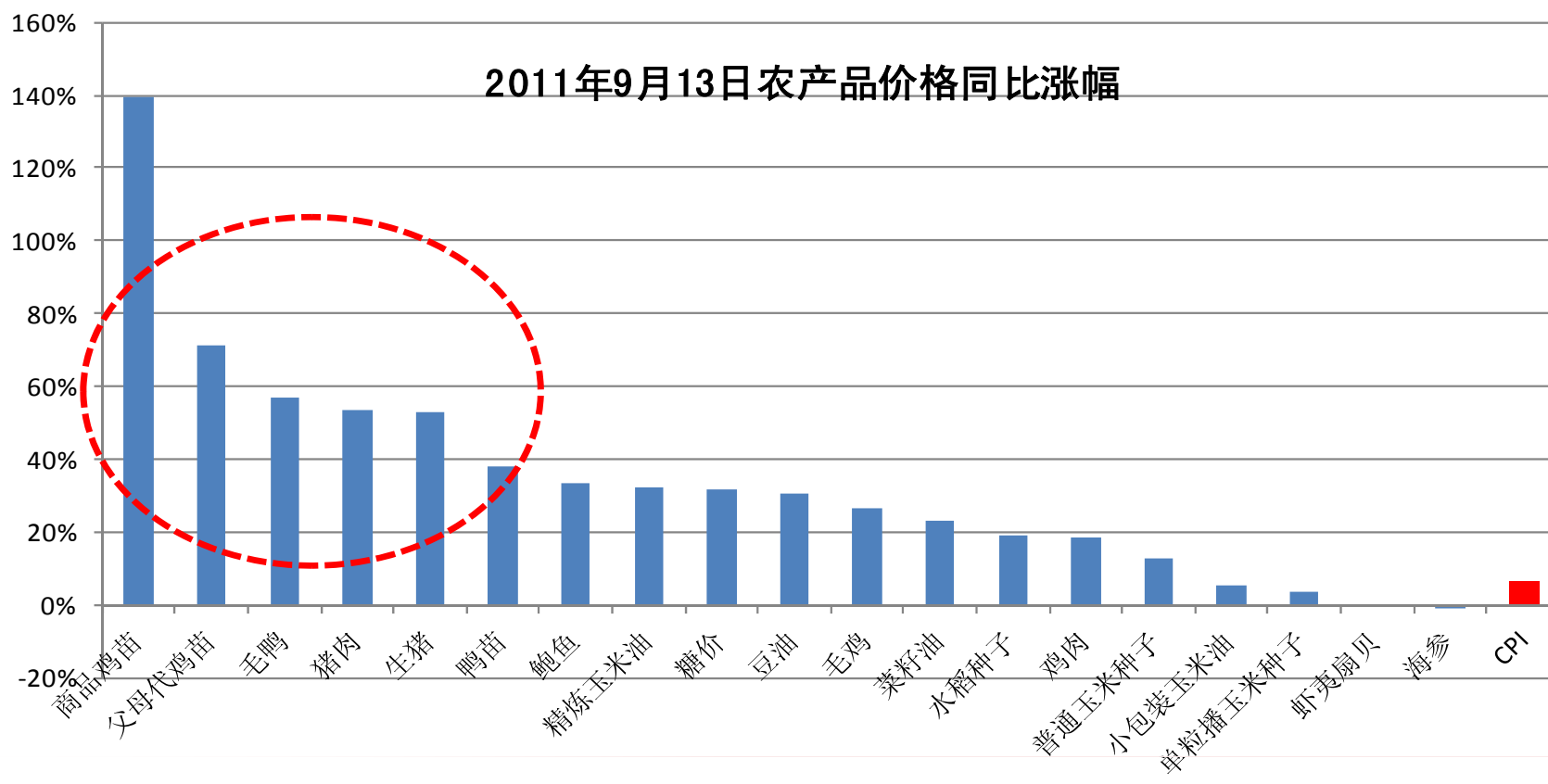
- 6-9月份，我们追踪的农产品价格环比保持稳定或继续上涨，其中以父母代鸡苗、毛鸭、鸭苗、毛鸡、鸡肉等禽类产品补涨为主旋律。
- 我们或将调高对新希望、益生股份、圣农发展、华英农业等禽养殖股的预期。

元/公斤, /尾	2011-9-13	2010-9-13	价格同比涨跌幅	6-9月价格涨跌	6-9月涨跌幅增减	相关公司代表
商品代鸡苗	5.15	2.15	139.53%	1.70	-123.62%	民和股份
父母代鸡苗	30	17.5	71.43%	6.00	11.43%	益生股份
毛鸭	6.2	3.95	56.96%	2.15	39.57%	华英农业
猪肉	30.05	19.57	53.55%	3.34	-21.14%	双汇发展、得利斯
生猪	19.68	12.86	53.03%	0.97	-32.40%	雏鹰农牧
鸭苗	6.2	4.5	37.78%	4.40	71.11%	华英农业、新希望
鲍鱼	200	150	33.33%	20.00	4.76%	獐子岛、好当家
精炼玉米油	9.86	7.46	32.17%	0.00	0.00%	西王食品、中国玉米油
蔗糖	7.6	5.78	31.49%	0.48	-7.57%	南宁糖业
豆油	10.18	7.8	30.51%	0.48	-8.06%	东凌粮油
毛鸡	5.3475	4.225	26.57%	0.70	-2.60%	新希望
菜籽油	10.574	8.592	23.07%	0.09	-8.33%	—
水稻种子	48.73	40.86	19.26%	0.00	0.00%	隆平高科
鸡肉	14.8	12.5	18.40%	2.10	-4.90%	圣农发展、新希望
普通玉米种子	23.58	20.9	12.82%	0.00	0.00%	登海种业
小包装玉米油	12.1	11.5	5.22%	0.00	0.00%	西王食品、中国玉米油
单粒播玉米种子	45	43.48	3.50%	0.00	0.00%	登海种业、敦煌种业
虾夷扇贝	25	25	0.00%	0.00	0.00%	獐子岛
海参	178	180	-1.11%	6.00	3.33%	獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业

数据来源：WIND，农业部，统计局，齐鲁证券研究所。

3季度畜禽价格继续走强，但领涨品种切换成禽产品

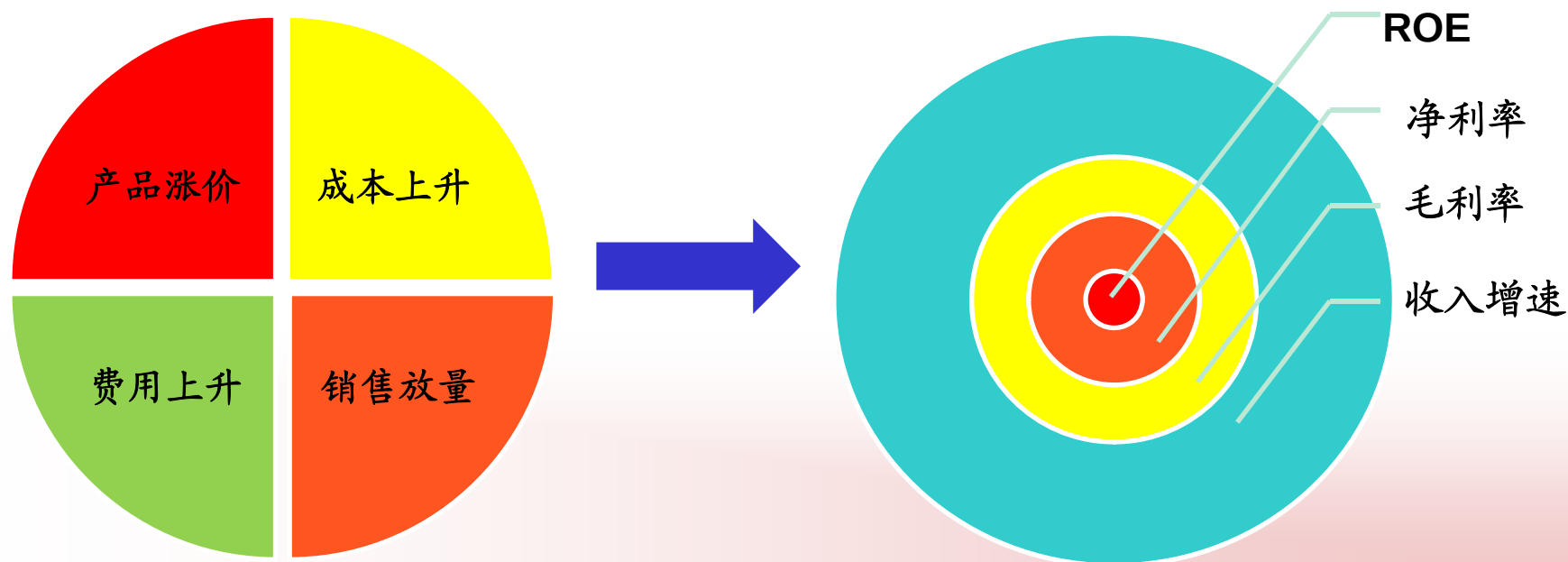
- 2011年3季度，畜禽养殖继续高举高打，但禽价强于猪价，我们预判3季度鸡鸭等产品价格潜在涨幅在20%上下。



数据来源：农业部，中国畜牧业信息网，中国粮油商务网，齐鲁证券研究所。

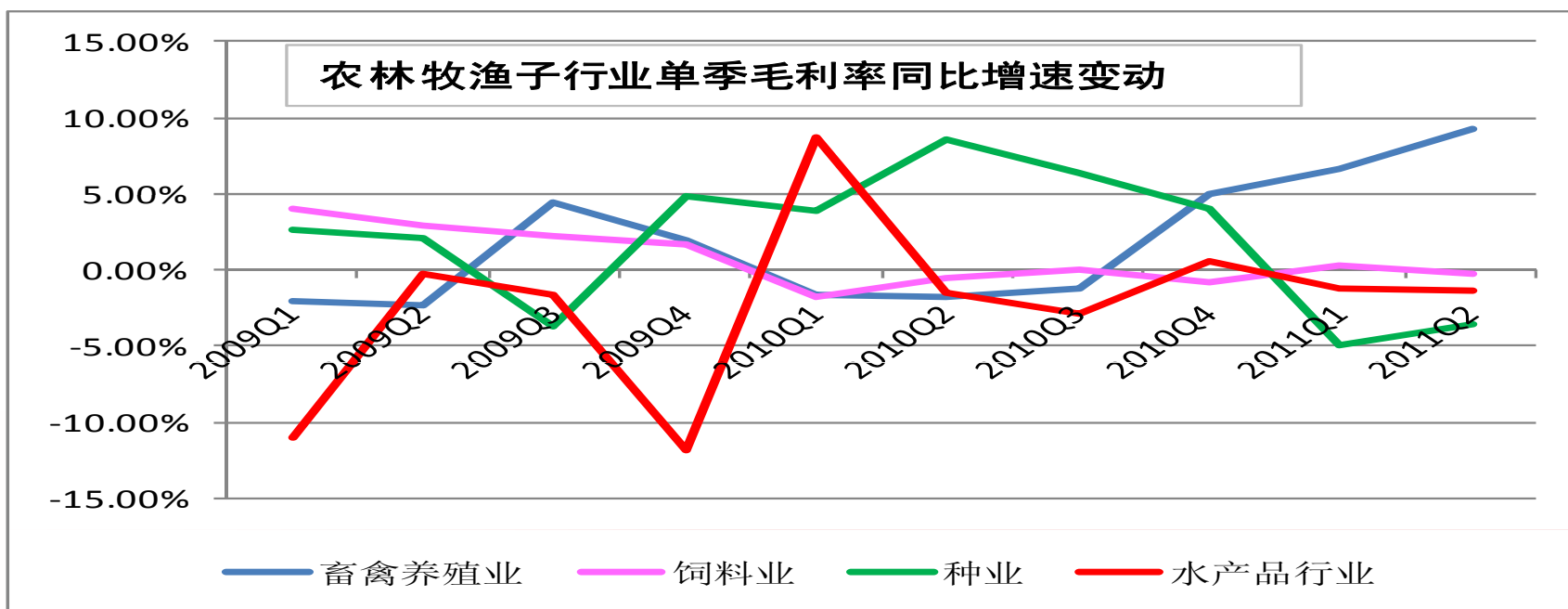
我们对农业股驱动要素的理性思考

- 驱动农业股的四大要素中，**涨价 > 放量 > 成本、费用下降**。2011年农产品价格涨幅收敛之后，销售放量对EPS的驱动力得到验证，但无法对PE构成有效驱动，说明**当前市场对农业公司股价最具解释力的还是供求、价格等，即周期品因素要强过消费品属性**。
- 案例1：2010年表现抢眼的水产品和种子，2011年1-9月份分化为结构性机会。
- 案例2：年初不被看好的畜禽养殖股2011年表现一骑绝尘。



回顾和启示：2011年上半年子行业景气度排序

- 上半年，农林牧渔子行业景气排序如下：畜禽养殖业 > 饲料 > 水产品 > 种业。
 - 畜禽养殖业：2011Q1利润率同比大幅提升6.67%，Q2上升到9.25%；
 - 饲料行业：2011Q1利润率同比微升0.27%，Q2微降0.22%；
 - 水产品行业：2011Q1利润率同比回落1.19%，Q2微降1.41%；
 - 种业：2011Q1种业利润率同比回落4.91%，Q2回落3.53%，表现差强人意。



4季度策略：从最确定性的行业，挑选成长最确定的公司

畜禽养殖业：行业景气高度基本锁定，景气长度或超预期

➤ 圣农发展（溢价率）、益生股份（时点防御）、雏鹰农牧（高弹性）名列前茅；

饲料业：相对畜禽养殖业，饲料业属于后周期行业，既能分享前者高景气之盛宴，又能规避前者强周期带来的选时不当风险。

➤ 时点预判：我们预计饲料行业高景气至少持续到2012年Q1；

➤ 公司排序：首选新希望、海大集团，积极推荐大北农、唐人神等次新股；

➤ 潜在催化剂：9月下旬东北、黄淮海等主产区玉米增产信息；

水产品行业：中长期护城河最宽的子行业，短期静待渤海湾漏油利空出尽。

➤ 寻求兼具上游水域资源等前端优势以及下游品牌渠道等后端优势的“哑铃型”企业，是未来选择水产品投资标的的不二法则；

➤ 首选獐子岛，跨国海域收购、营销改革卓有成效、主导产品价稳量升；

➤ 视渤海湾漏油事件进展，逢低建仓东方海洋、好当家、壹桥苗业；

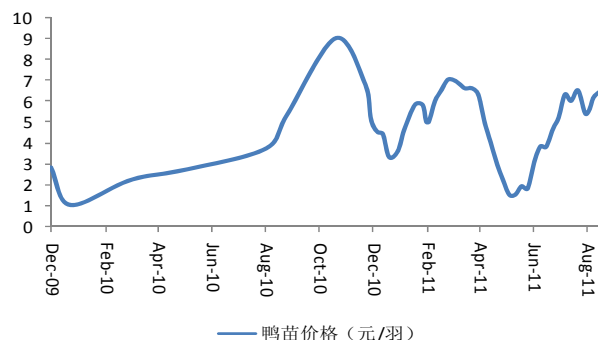
种业：结构性而非系统性机会，关注品种结构升级或能以量补价的公司

➤ 制种成本上升导致毛利率下降，行业2011年缺乏系统性机会；

➤ 首选产品结构持续优化的隆平高科，推荐以量补价的登海种业、敦煌种业。 10

畜禽养殖业：3季度禽价加速补涨，空间约20%

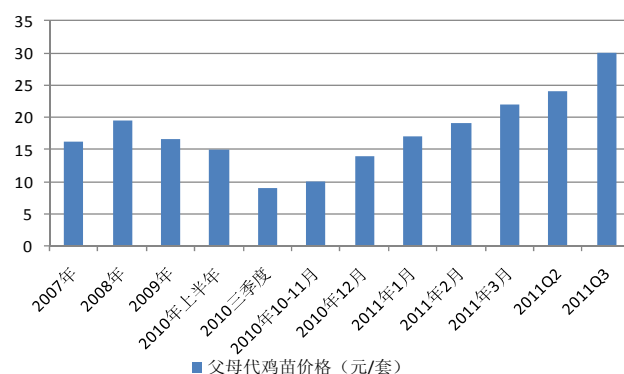
山东鸭苗价格回升至 6.5 元/羽



山东商品鸡苗价格打达到 5.5 元/羽以上

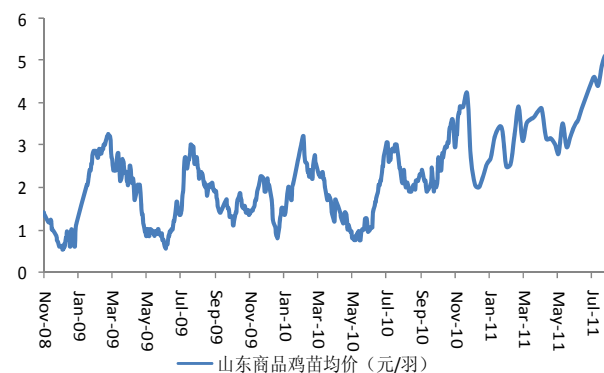


2011 年父母代鸡苗价格持续上涨 (元/套)



来源：齐鲁证券研究所

商品代鸡苗价格上涨到 5.5 元/套上方

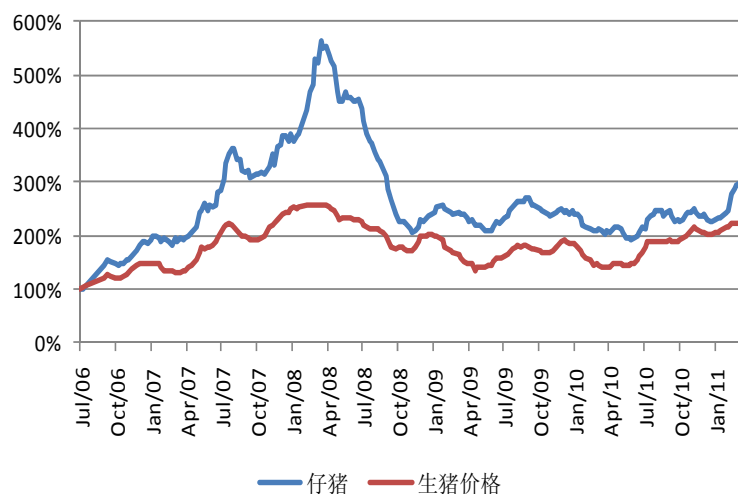


来源：齐鲁证券研究所

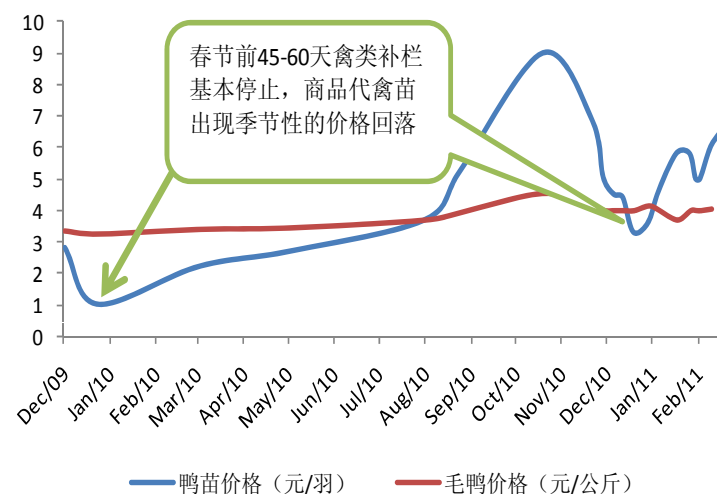
畜禽养殖业：种苗上涨滞后，但盈利弹性更大

- 在上涨周期中，仔猪价格涨幅是猪价涨幅的2倍，鸭苗价格涨幅也远超肉鸭价格涨幅，因为盈利弹性大，所以要优选上游。

上涨周期中仔猪涨幅是生猪的两倍



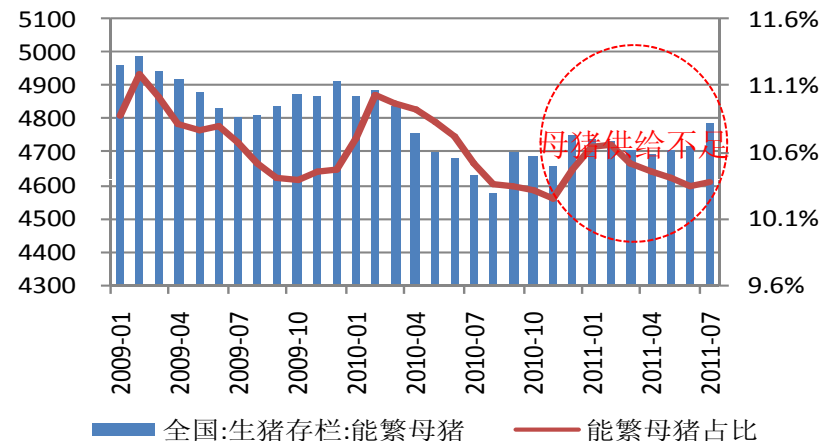
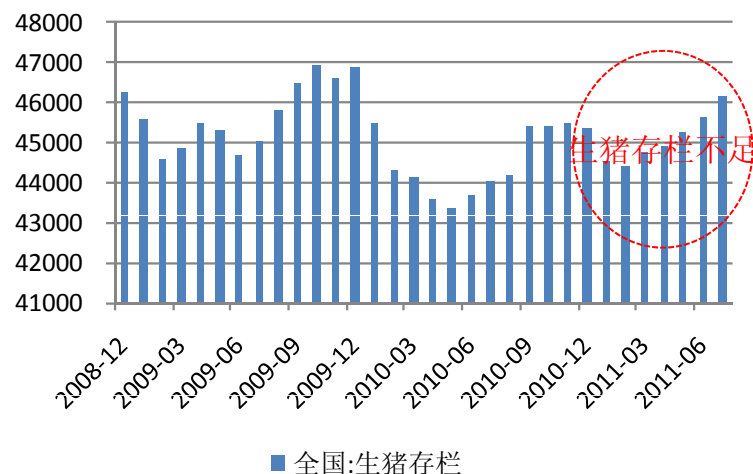
鸭苗价格涨幅远超肉鸭价格涨幅



来源：农业部畜牧业司，齐鲁证券研究所

畜禽养殖业：猪价创出新高，母猪存栏不足是推手

- **生猪价格创出新高。** 9月上旬全国生猪均价19.92元/公斤，较上周上涨1.2%；仔猪价格本周均价41.17元/公斤，上涨2.2%，猪肉价格30.23元/公斤，上涨0.6%，本周母猪价格为1943元/头，较上周环比上涨37元/头。
- **我们认为，** 始自2010年6月份的生猪存栏不足，尤其是母猪短缺是猪价上行推手。



数据来源：农业部畜牧业司，齐鲁证券研究所。

补栏积极，但力度略逊于08年4月份

- 四川5-6月份乳猪、仔猪饲料销量环比提升20%，猪饲料销量环比增长30%，这表明猪农开始补栏，但和08年4月份相比，补栏积极性还有差距。
- 我们预计7月份猪价在供给增加和需求向淡双重冲击下冲高回落，这一判断已经被证实；由于母猪存栏仍然偏低，我们预计8-9月份猪价经历小幅调整后再度回归高位，目前这一判断也得到了证实。
- 我们尚待证实的判断——如果补栏按照当前进度进行，我们预计生猪价格将于2011年春节后（3-4月）形成向下的拐点。



母猪视角：行业景气向下的拐点大约于2012年4-5月份出现

- 2011年春节后母猪价格出现了大幅上涨，目前已由春节期间的1400元/头快速涨至当前1700元/头。我们预计2011年4-5月起母猪补栏较为积极，按照12个月的周期推测，本轮中国生猪养殖景气向下的拐点有可能出现在2012年4-5月份前后。



数据来源：搜猪网，齐鲁证券研究所。

历史视角：本轮生猪高景气可能持续到2012年春节前后

- 我们预计本轮生猪景气应能持续到2012年2月份，即2012年春节前后。
 - 生猪是典型的强周期行业，通常表现为3年左右一个完整的周期。
 - 太阳底下没有新事物——人性的贪婪和恐惧交替出现造成的供给波动周期对于生猪养殖行业来说同样适用。
 - 我们预计生猪行情的节奏——在绝望中产生（2010年上半年疫情和猪价低迷，养猪大幅亏损，养殖户退出）；在犹豫中发展（2010年下半年疫情和调控使养猪户对补栏存在疑虑，存栏增长缓慢）；在疯狂中退潮（预计在2012年春节前，伴随着猪农补栏积极性的空前提高和潜在供给的增加）。

阶段	表现	持续时间	对应本轮周期时间预计
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5个月	2010.2-2010.5
供不应求期	淘汰母猪后3-5个月转为供不应求，价格从谷底反弹	3-5个月	2010.6-2010.8
补栏观望期	走出亏损进入盈利后观望，母猪补栏者较少	6个月	2010.9-2011.2
快速补栏期	进入盈利半年后，行情渐高，补栏者增加，母猪存栏开始增长；但补栏母猪一年内无法影响生猪供应，猪价高位保持一年，母猪补栏持续一年	12个月	2011.3-2012.2
出栏增长期	一年后生猪供应增加，出栏持续增加，供大于求，价格下跌	3-6个月	2012.3-2012.7
亏损期	养猪场/户资金链断裂，开始淘汰母猪	3-5个月	2012.8-2013.1

数据来源：齐鲁证券研究所。

周期视角：2011年生猪养殖利润有望维持300-350元高位

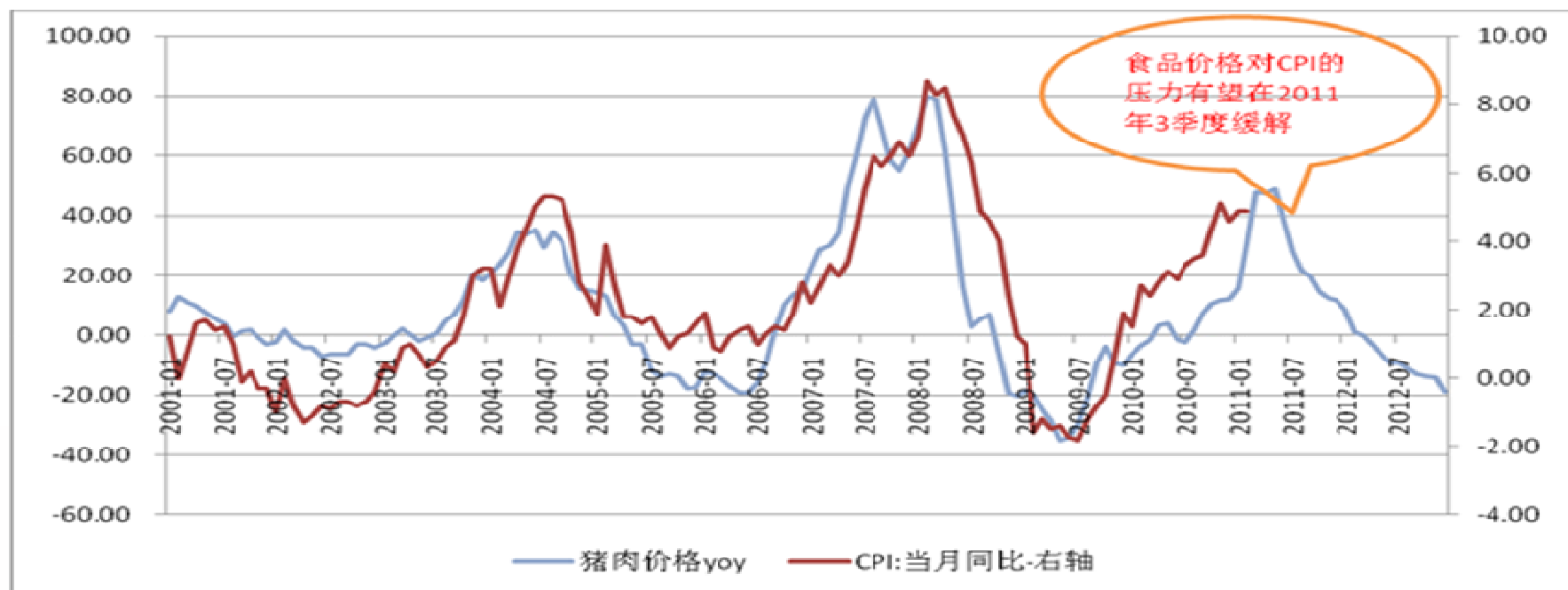
- 我们模拟的结果：自繁自养头均利润已经突破600元，散养头均利润350元。我们预计全年平均生猪养殖利润依然有望维持在300-350元/头附近，甚至更高。



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所。

猪肉价格对CPI影响的量化测算

- 猪价是最大宗的肉制品，对鸡、鸭、鹅、鱼等肉制品价格有非常大的影响力，不考虑猪价的扩散效应，仅考虑猪肉占CPI的比重3%来静态测算其对CPI的影响。
- 猪肉价格对6月CPI的影响 = $(28.08/15.55 - 1) \times 3\% = 2.42\%$;
- 猪肉价格对9月CPI的影响 = $(30.05/20.01 - 1) \times 3\% = 1.5\%$ ，较6月回落0.9个百分点。



数据来源：统计局，农业部，WIND，齐鲁证券研究所。

投资方向：优选上游 VS 全产业链布局

■按照产业链“曾祖代-祖代-父母代-商品代-养殖-屠宰-深加工”，我们倾向于优选最上游、技术壁垒高、附加值高的祖代种苗企业作为投资标的，依次看好：圣农发展、益生股份、民和股份、华英农业、雏鹰农牧、新希望。

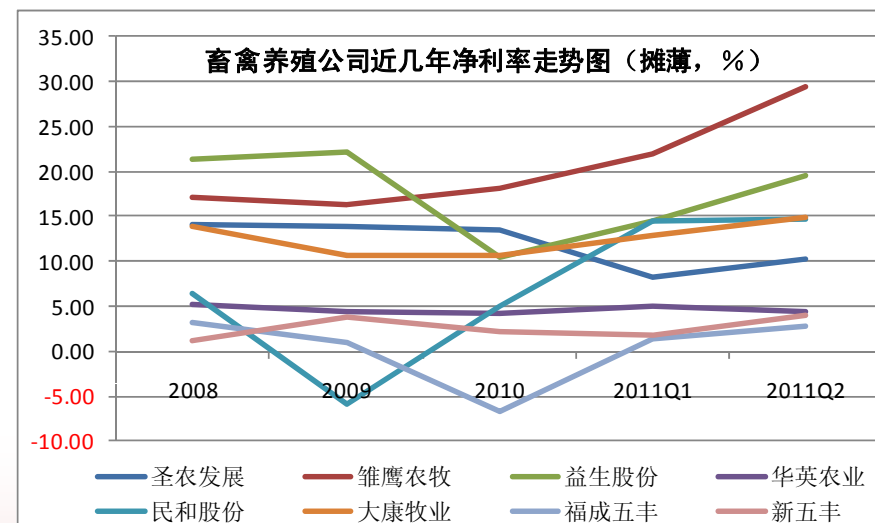
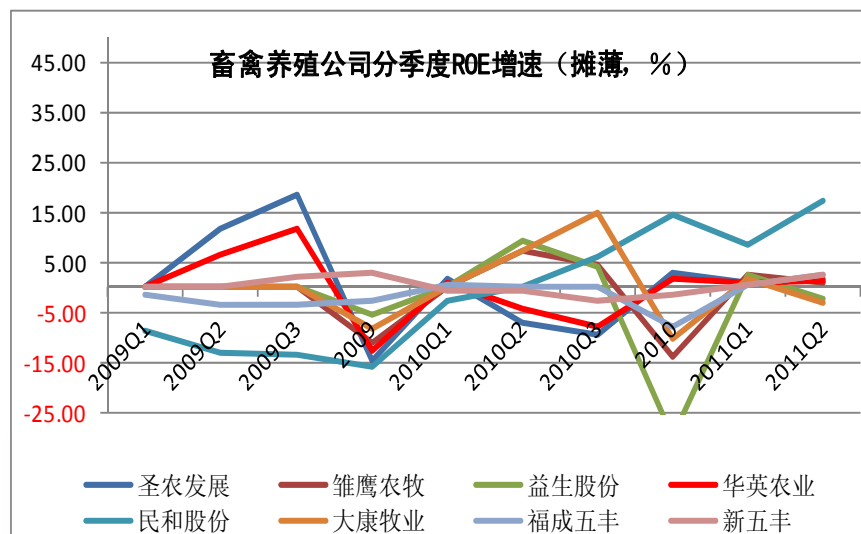
	曾祖代	祖代种鸡/鸭	父母代种鸡/鸭	商品代鸡/鸭苗	养殖	屠宰	肉制品深加工
圣农发展	全部依赖国外引进	√	√	√	√	√	
华英农业		√	√	√	√	√	√
益生股份		√	√	√			
民和股份			√	√	√	√	

猪	原种猪	二元种猪	商品仔猪
代表公司	唐人神（与美国威特先合资美神育种）	顺鑫农业	雏鹰农牧
鸡	祖代鸡	父母代鸡苗	商品代鸡苗
代表公司	安伟捷、科宝等美国公司	益生股份、北京家禽育种、北京大风、艾拔益加、诸城外贸等	民和股份
鸭	祖代鸭	父母代鸭苗	商品代鸭苗
代表公司	英国樱桃谷	华英农业	新希望（山东六和）、华英农业

数据来源：上市公司公告，齐鲁证券研究所。

畜禽养殖业的选股思路：盈利的稳定性 VS 成长的弹性

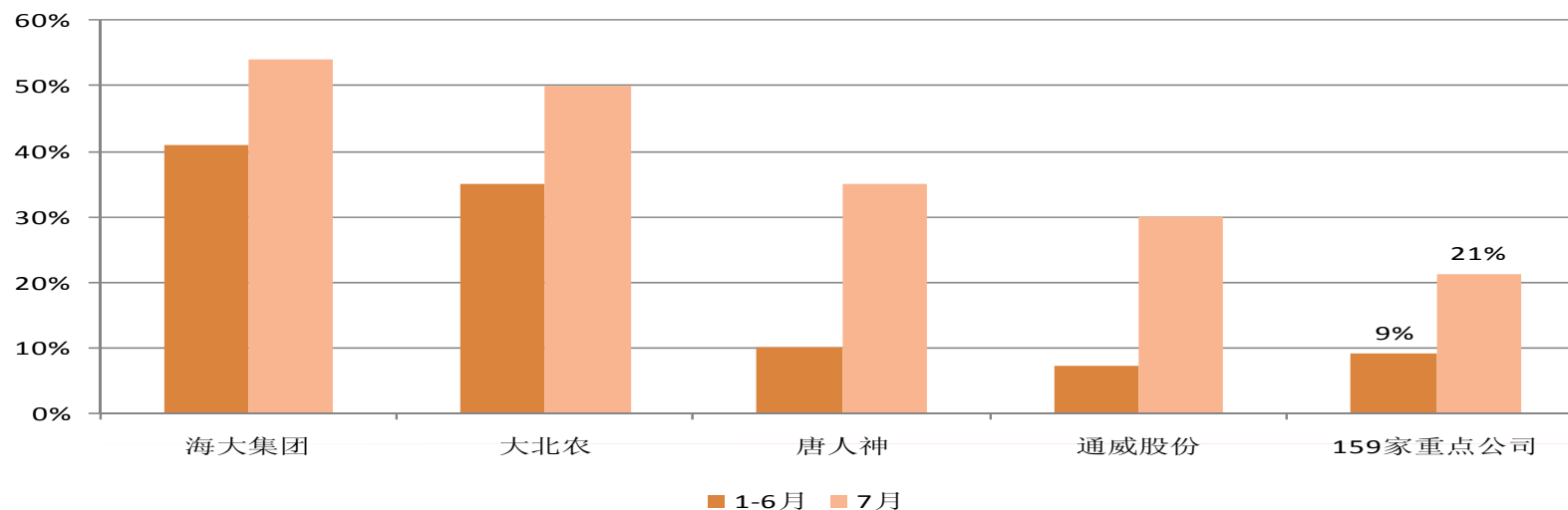
- 再考虑到盈利增长的弹性和稳定性，民和股份、雏鹰农牧、益生股份、圣农发展名列前茅。
- 综合两种视角的选股结果，我们给出畜禽养殖股的前三强组合：圣农发展、益生股份、雏鹰农牧。



数据来源：WIND，上市公司公告，齐鲁证券研究所。

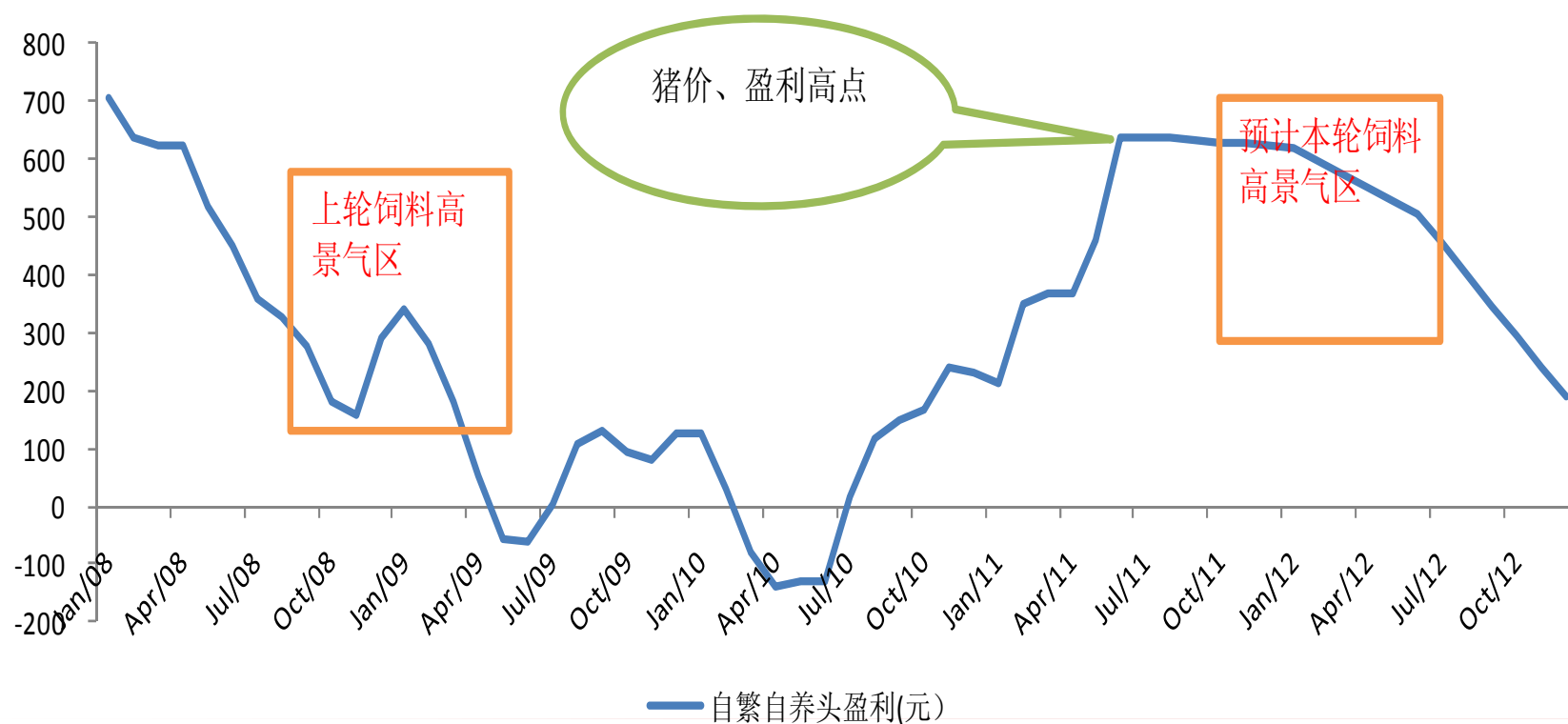
饲料业：景气向上拐点确立，下半年盈利激增可期

- 统计表明，饲料行业的景气高点要滞后于猪价高点6个月左右，而股票市场通常要提前1-3个月布局，3-4季度我们积极推荐饲料股；
- 分品类增速：配合料（24.1%）>预混料（16.8%）>浓缩料（-2.6%）；分产品看：蛋禽料（29.1%）>猪饲料（26.9%）>水产料（26.4%）>反刍料（20.2%）>肉禽料（12.7%）；
- 重点饲料公司如海大、大北农、唐人神、通威的7-8月销量同比增速在50%、50%、30%、25%左右，增速较上半年提升10个百分点以上。



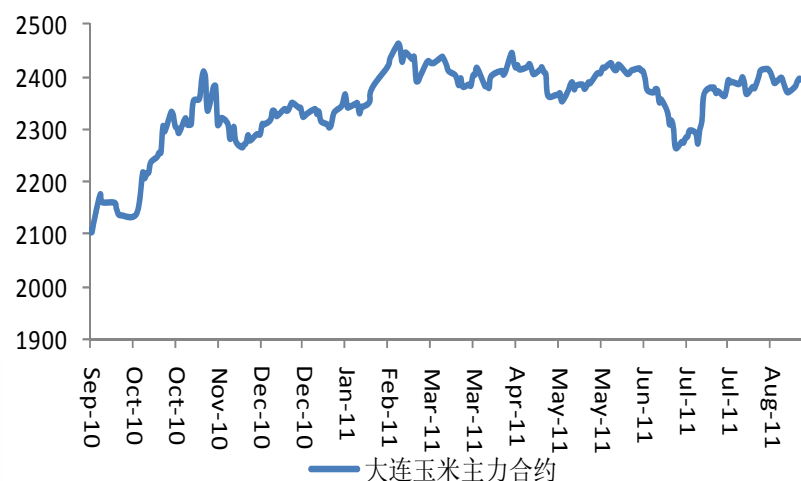
饲料业：高景气预计持续至2012年1季度

- 基于对于猪价运行轨迹，以及饲料行业盈利景气高点出现时点比猪价高点晚6个月的判断，预计本轮饲料行业高景气持续区间为**2011Q3 - 2012Q1**。



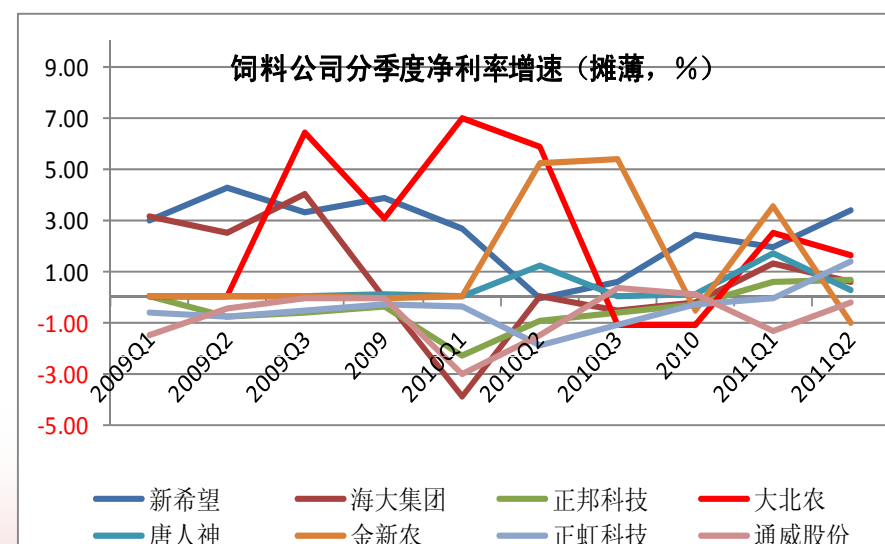
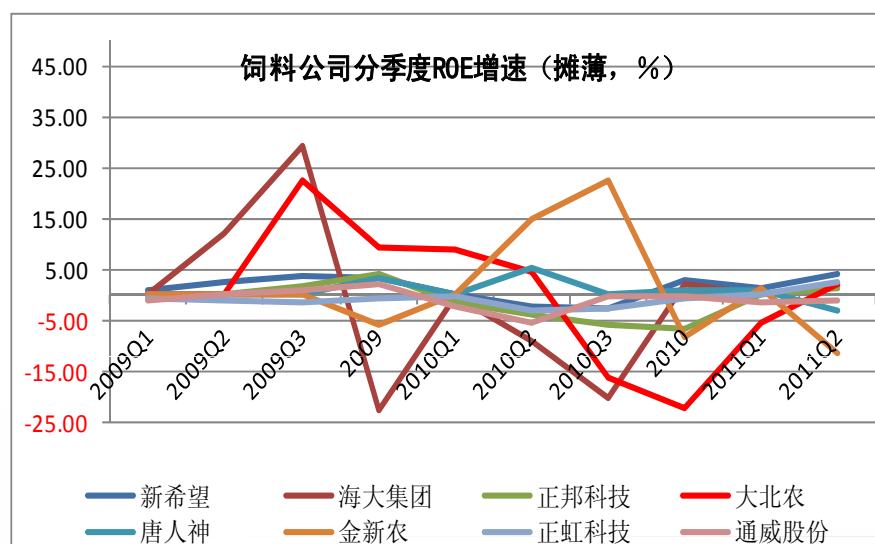
饲料业：原料价格温和可控，成本转嫁能力增强

- 今年夏粮增产**2.5%**，秋粮增产形势良好。今年秋粮作物中，玉米和中稻两大高产作物的面积合计7.7亿亩，比上年增加1600多万亩，创下了近十年来最高水平，目前看饲料最大宗原料玉米播种质量较高，天气条件总体有利，苗情长势好于去年，国家粮油信息中心估计玉米产量将达创纪录的1.825亿吨。
- 主要饲料原料价格将温和上涨，在目前下游盈利高的情况下，饲料企业的成本压力有望顺利向下转嫁。



饲料业的选股思路：盈利增长速度VS增长质量

- 饲料公司ROE增速和净利润率的变化趋势揭示了如下规律：新希望、大北农、海大集团等公司盈利增长的质量要优于同行。
- 根据各企业自下而上的产能扩张进度，我们给出2011-12年盈利增长率排名：新希望（+50%、+12%）、大北农（+46%、+35%）、海大集团（+41%、+42%）、唐人神（+40%、+34%）、金新农（+22%、+49%）、正邦科技（+65%、+24%）。
- 综合盈利增长质量和速度，我们给出饲料业TOP3组合：新希望、海大集团、大北农。



海水养殖业：日本核辐射影响已经淡去

- 2011年3月11号日本东海岸发生9级地震，造成福岛两座核电站放射性物质泄露，獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业等随后出现16.7-21%的跌幅，水产品被集体错杀带来中长期买入契机。



数据来源：搜狐，齐鲁证券研究所

负面：渤海湾19-3号油田泄漏之利空尚未出尽

■针对近期投资者关心的蓬莱19-3油田溢油事故及国内海上油田分布情况，我们发现中国北方近海油田全部集中在渤海湾内部，从潜在漏油风险角度来看，我们认为獐子岛和好当家海域受污染风险最小，东方海洋和壹桥苗业的风险还需观察。

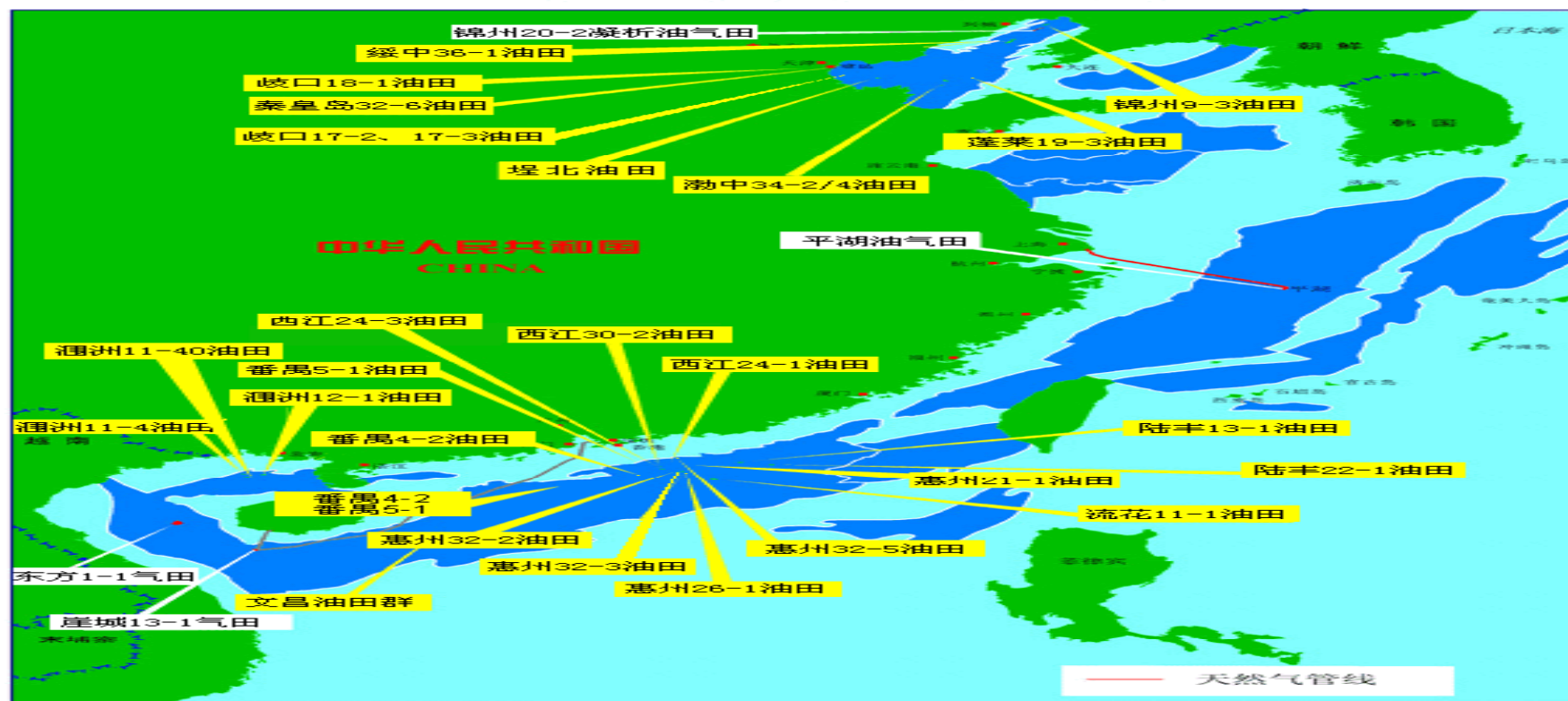


数据来源：百度，齐鲁证券研究所

正面：资本市场或许已经过度反应

■渤海湾油气田密集，且每年均有程度不等的漏油事件，这或许暗未着本次蓬莱漏油事件并非那么可怕。我们的建议：大喜大悲均有可能之际，观望等待事态明朗是对东方海洋等公司来说最合适的策略，对獐子岛和好当家我们仍积极推荐！

中国近海油气田分布图

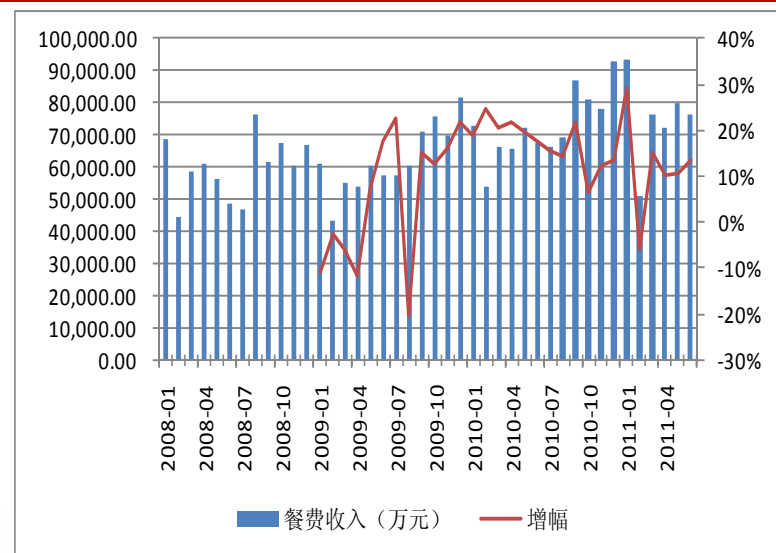


数据来源：齐鲁证券研究所

自上而下视角：2011年下半年海珍品需求环比跃升可期

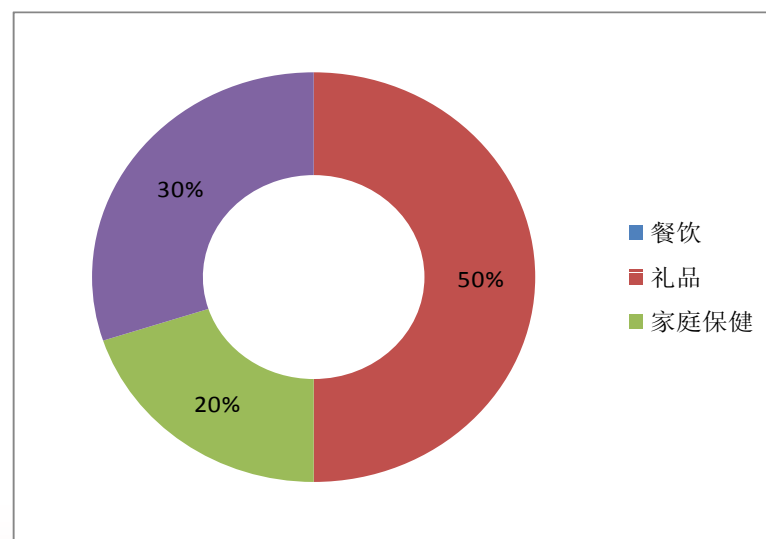
- 自6月份以来星级酒店餐饮额增速显著加快，增速较1-5月份环比提升3个百分点，这意味着海参、鲍鱼、虾夷扇贝等海产品消费需求将在3季度得到有力提振，海珍品量价齐升可期，近期威海海参价格上涨8%、鲍鱼涨10%、海湾贝涨20%就是明证。

6月份北京星级酒店餐饮额增速提升



来源：齐鲁证券研究所

北京等外埠市场的海参消费需求结构

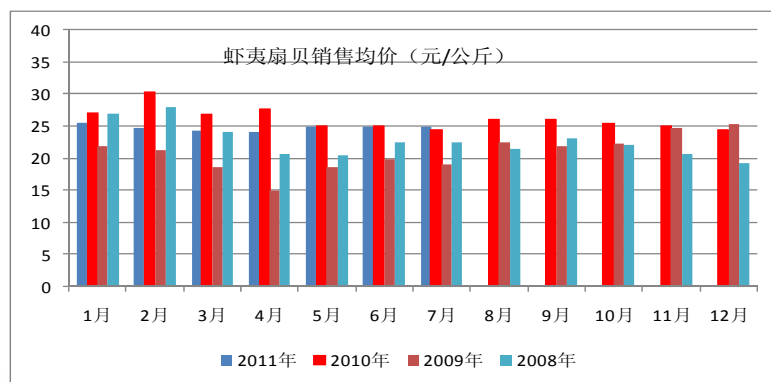


来源：齐鲁证券研究所

自下而上视角：海参、虾夷扇贝公司销量增长50%以上

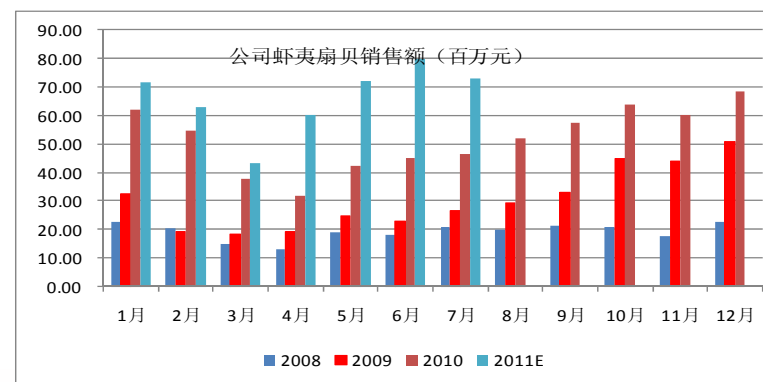
- 2011年上半年，东方海洋（400吨）、好当家（1064吨）等公司海参销量同比增长50%以上，且均呈供不应求态势。
- 进入2季度以后，獐子岛的底播虾夷扇贝销量同比增速也高达50%以上，价格稳定在25元/公斤附近。
- 以上两则信息说明：今年以来海参、鲍鱼、虾夷扇贝等高档海珍品需求增长十分旺盛。随着国庆、元旦、春节等假期的密集到来，消费拉动价格上涨可期。

虾夷扇贝销售价格近期仍蛰伏不动



来源：齐鲁证券研究所

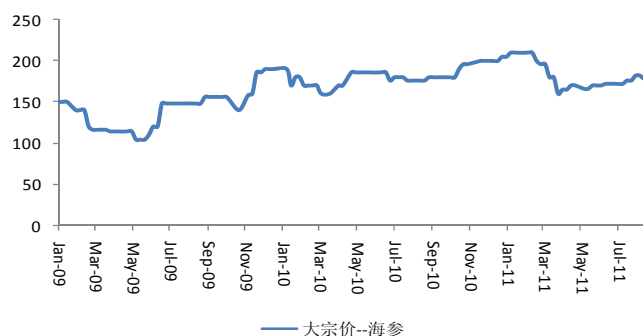
2011Q2 虾夷扇贝销售额同比增50%以上



来源：齐鲁证券研究所

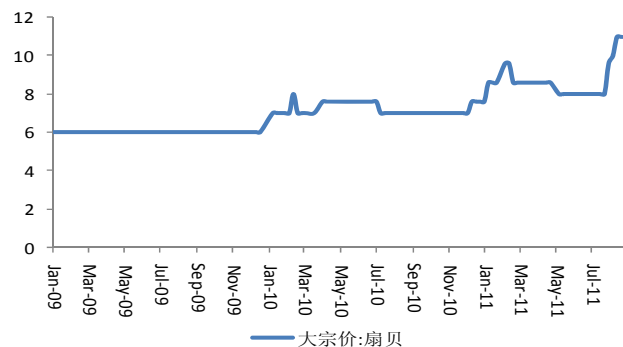
海参、鲍鱼、虾夷扇贝等价格高位持稳

海参价格稳定在180元/公斤上下



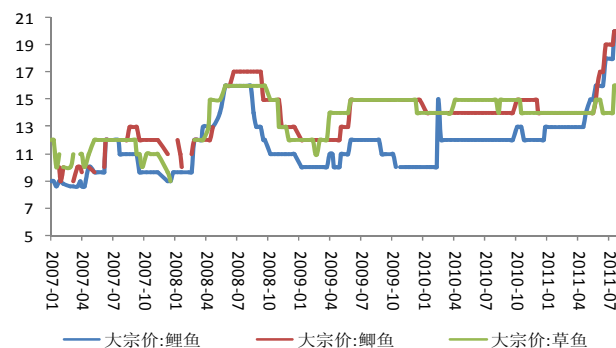
来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所

威海扇贝价格维持11元/公斤



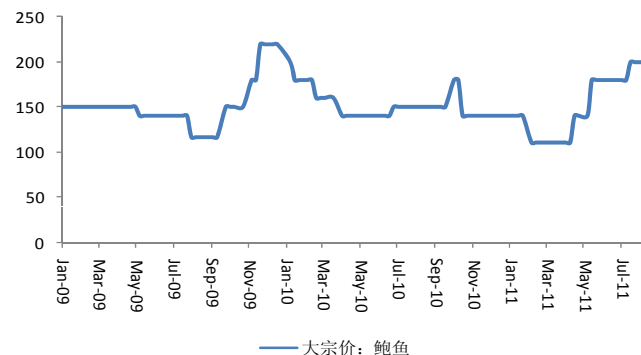
来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所

淡水鱼价格继续强势(元/公斤)



来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所

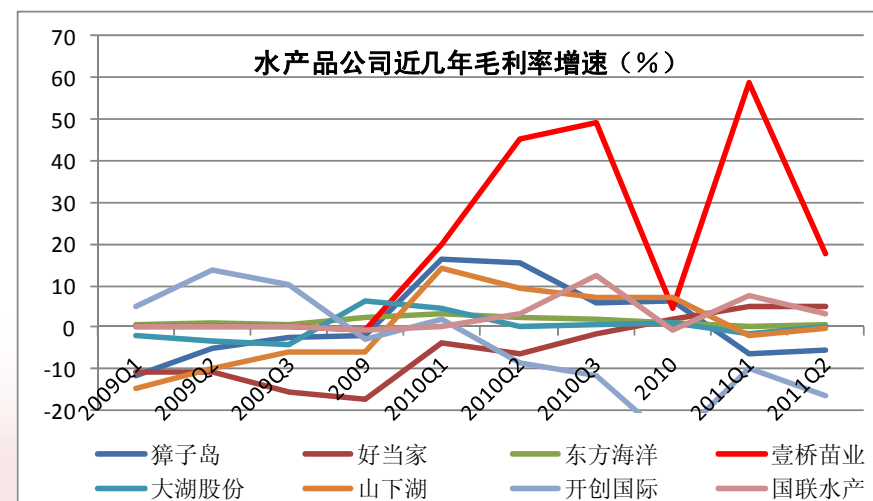
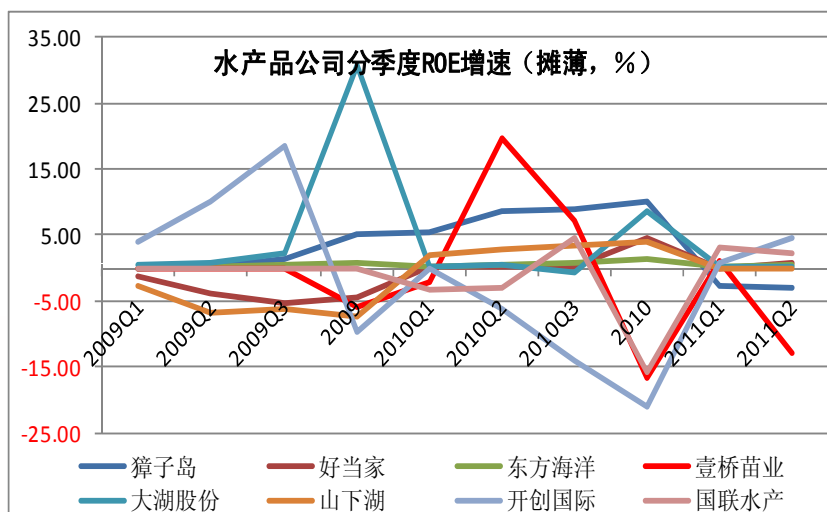
威海鲍鱼价格反弹至200元/公斤上下



来源：威海水产批发市场、齐鲁证券研究所

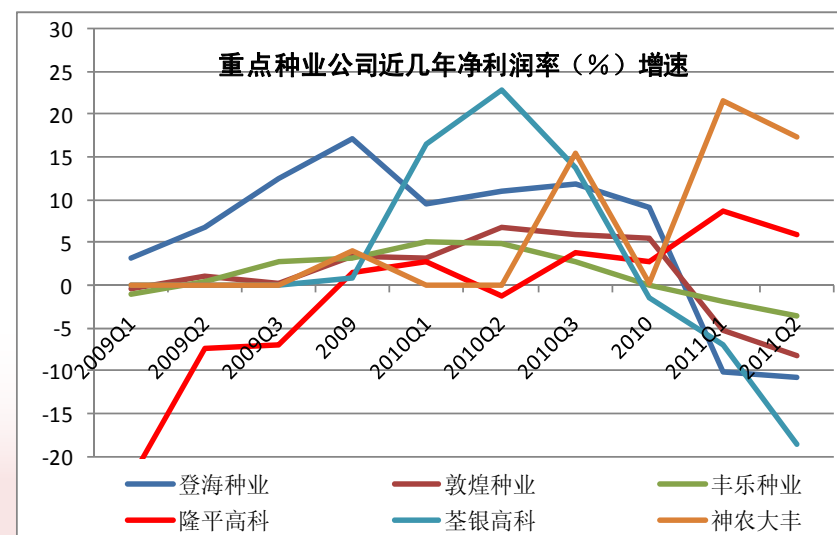
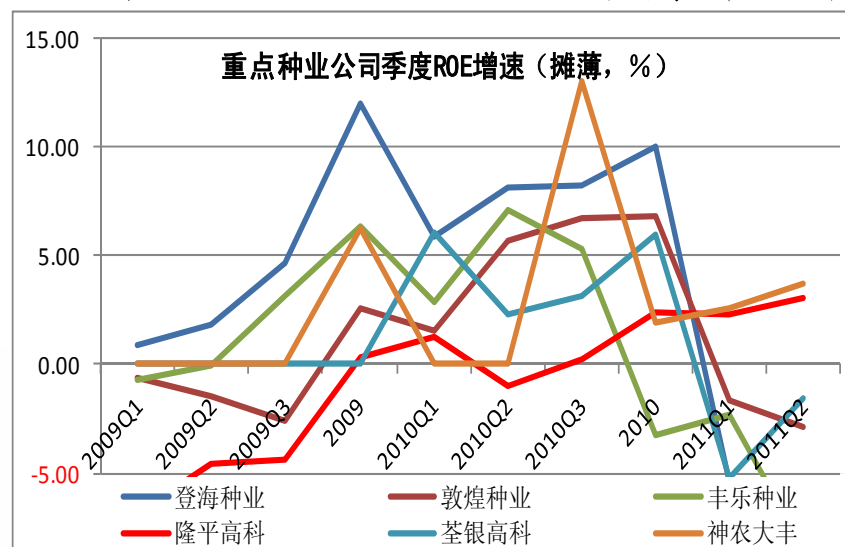
水产品的选股思路：稳健性 VS 高弹性

- 8家水产品上市公司近几年ROE总体稳定，其中獐子岛、好当家、东方海洋表现比开创国际、国联水产、壹桥苗业更稳健。
- 绝大多数水产品公司2011Q2盈利能力均保持稳定，好当家、壹桥苗业或许是2011-12年盈利增长弹性最大的品种，值得高度关注；东方海洋表现稳健，后期若19-3号油田泄漏利空尚未出尽，则提醒市场观点过于乐观之风险。
- 小结：水产品行业总体表现良好但并非优秀。就稳健性而言，我们首选兼具前端水域资源优势及后端品牌渠道优势的“哑铃型”企业——獐子岛；次选好当家、壹桥苗业。



种业：水稻种子因行业性减产而涨价13-16%

- 2010年杂交水稻制种面积150万亩，制种产量2.54亿公斤，有效库存0.47亿公斤以上；预计2011年种植面积2.58亿亩，可供种量3.01亿公斤以上，需种量2.6亿公斤，余种量0.41亿公斤，我们预计2011年水稻种的景气度将胜过2010年。
- 受异常气候影响，四川、湖南、江西、福建的春季杂交水稻制种出现了不同程度的减产，江苏、安徽等制种亩产不足100公斤，减产近50%。
- 2011年杂交稻种平均价格上涨16.2%，普通杂交玉米种子价格上涨12.8%，单粒播品种上涨3.5%，而化肥和地租上涨均超20%。丰乐、荃银等种业股的ROE、毛利率出现同比下滑，隆平高科、神农大丰、大北农表现出良好的盈利稳定性。



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所。

水稻种子&玉米种子：百舸争流与三分天下

图表：水稻种子TOP5市场份额持续下滑，玉米种子TOP3市场份额则保持稳定

年度	推广面积前五稻种品种	top5推广面积（万亩）	全国市场份额（%）	华中单双季稻区市场份额（%）	前三个标志性品种	top3玉米推广面积（万亩）	占两大主产区市场份额（%）	占黄淮海市场份额（%）
2002	两优培九、冈优725、汕优63、II优838、金优207	4821	11.4	17.01	掖单13、农大108、郑单958	6050	22.85	41.84
2003	两优培九、II优838、金优207、冈优725、汕优63	4341	10.92	16.29	掖单13、农大108、郑单959	6459	24.8	45.44
2004	两优培九、金优207、II优838、冈优725、金优402	4428	10.4	15.53	农大108、郑单958	7300	26.37	49.1
2005	两优培九、冈优725、金优207、II优838、金优402	3851	8.9	13.28	农大108、郑单958	7400	25.73	47.44
2006	两优培九、金优402、金优207、金优403、丰两优1号	3865	8.8	13.13	农大108、郑单960	6921	21.75	42.16
2007	两优培九、金优207、丰两优1号、扬两优6号、金优402	2977	6.86	10.24	农大108、郑单961	6736	20.3	40.21
2008	丰两优1号、扬两优6号、金优207、两优培九、天优998	2496	5.69	8.49	农大108、郑单962、先玉335	7416	22.2	43.66
2009	扬两优6号、新两优6号、两优6326、岳优9113、丰两优1号	2233	5.02	7.5	郑单962、先玉336、超试系列	8100	22.87	44.61

数据来源：全国农技中心，齐鲁证券研究所。

稻种企业：优质种子规模和营销优势是取胜关键

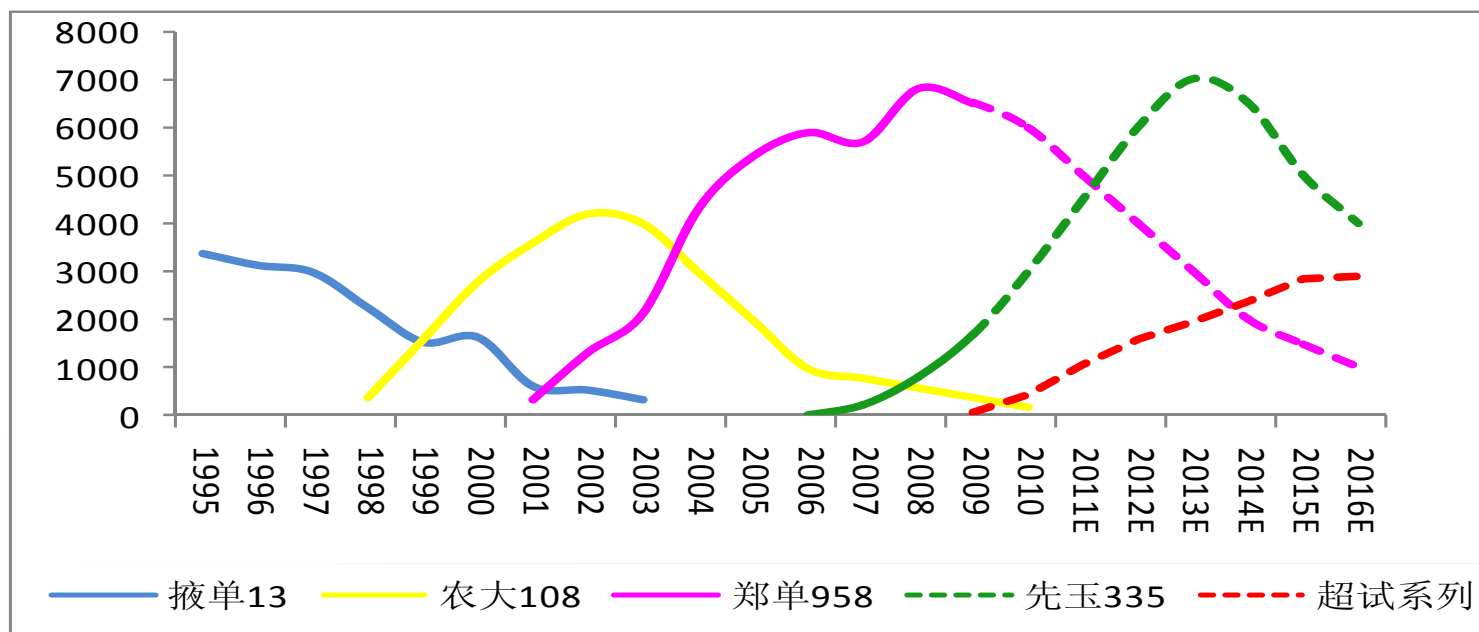
- 单个水稻种子推广面积仅有500万亩，企业难以靠单个品种实现业绩稳定增长。
- 成为龙头企业的先决条件是：强大的研发实力支撑其优质种子的规模优势。
- 完善的营销服务体系是将优质种子推广成为大面积种植的优势品种的关键所在。
- 隆平高科在研发上具有绝对优势，营销体系正在改善，经营拐点显现，未来成长确定性最高。

	隆平高科	神农大丰	荃银高科	丰乐种业
研发人员	264人，占员工总人数19.08%	49人，占总人数11.61%	37人，占总人数29%	107人，占总人数17.1%
研发投入	约3000万，占公司种业收入3.6%	2009年859.94万元，占营业收入的3.02%	2010年889.67万元占营收的4.94%	816万元，占种业收入1.4%
2005-2010年通过国审数量	32	4	7	5
自主研发品种	100+	40	22	20（2003年以来）
拥有品种数量	300+	83	-	-
销售人员	376人，占员工人数27.17%	-	45人，占总人数36%	287人，占总人数44%
销售模式	公司-经销商-农户	公司-县级销售分公司-农户/公司-经销商-农户	公司-经销商-农户	公司-经销商-农户

数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所。

玉米种子：“三足鼎立”到“五强争霸”

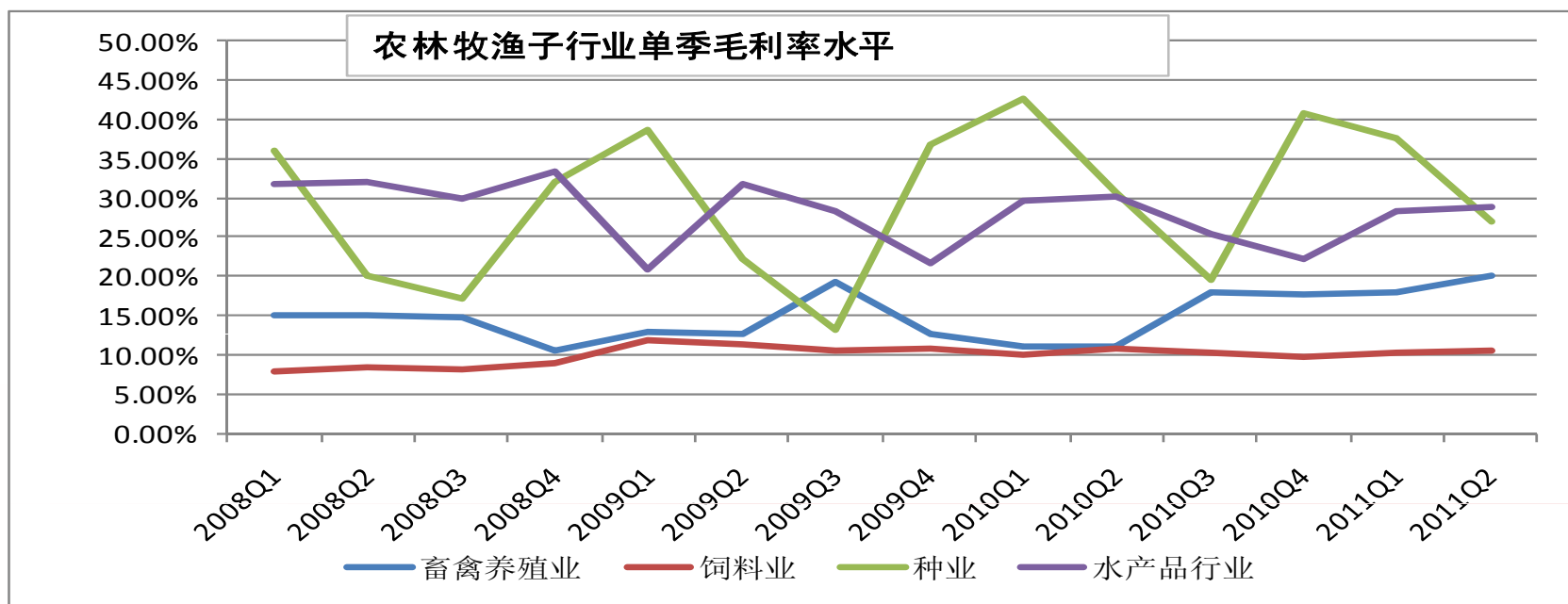
- 从推广面积上看，由郑单958（万向德农）、浚单20（丰乐种业）和先玉335（敦煌种业和登海种业）“三足鼎立”转向郑单958、浚单20、先玉335、超试系列（登海种业）和农华101（大北农）“五强争霸”。
- 但趋势各有不同：郑单958和浚单20推广面积即将由盛转衰，先玉335保持稳定增长，超试系列和农华101则进入快速扩张期。因此，从增量来看，我们依次看好登海种业、大北农和敦煌种业，以上公司均能“以量补价”实现增长。



数据来源：全国农技中心，齐鲁证券研究所。

种业选股思路：(30 × 11PE, 30 × 12PE)下的结构性机会

- 2012年4月份大限来临之际，未来半年种业企业整合将暗潮涌动，龙头企业依托政策扶持优势，或将有外延式扩张或处置少数股东权益之意外惊喜；
- 从种粮比角度和大宗粮价走势图，我们依旧关注优质种子涨价机会；
- 种业公司盈利水平波动较大，但总体处于较高水平，仅次于水产品，在惠农政策催生下，种业公司盈利未来仍将保持较高水平，季节性机会应运而生；
- 种业排序：2011Q4我们首推隆平高科，其次是登海种业，再次为敦煌种业。



2011年4季度选股策略及农业股排序

- 我们重点参考子行业景气度排序：畜禽>饲料>水产品>种业>食用油。
- 其中，作为典型的周期型行业，畜禽养殖业的最佳投资时机正在逐渐退潮，我们建议2011Q4逢高兑现周期性强的品种，目前畜禽养殖业推荐防御性能突出的TOP3组合：圣农发展、益生股份、雏鹰农牧。
- 饲料业首选新希望，其次为海大集团、大北农，再次为唐人神和金新农。
- 水产品我们首选獐子岛，其次为好当家和壹桥苗业；若渤海湾19-3号油田漏油事件利空出尽，则我们对东方海洋态度将转向积极。
- 种业我们首选隆平高科，其次推荐能以量补价的登海种业、敦煌种业。
- 食用油我们推荐渠道扩张迅猛、小包装玉米油快速放量的西王食品。

重点农业公司估值表

股票代码	股票名称	收盘价格	总股本	总市值	2009EPS	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2011PE	2012PE	投资评级
			(百万股)	(亿元)	(元)	(元)	(元)	(元)	(倍)	(倍)	
000876.sz	新希望	20.35	1732.4	352.5	0.24	0.82	1.22	1.36	16.7	14.9	买入
002311.sz	海大集团	17.37	582.4	101.2	0.27	0.35	0.55	0.78	31.6	22.3	买入
002385.sz	大北农	36.28	400.8	145	0.70	0.78	1.25	1.68	29.0	21.5	买入
002299.sz	圣农发展	17.04	910.9	155	0.22	0.31	0.55	0.72	31.1	23.6	买入
000639.sz	西王食品	34.49	125.5	43	0.56	0.67	1.17	1.65	29.5	20.9	买入
002069.SZ	獐子岛	27.76	711.1	197	0.29	0.59	0.80	1.10	34.7	25.2	买入
600467.sh	好当家	11.97	633.6	76	0.12	0.23	0.33	0.54	36.3	22.2	买入
002086.sz	东方海洋	16.02	243.9	39	0.23	0.31	0.41	0.65	39.1	24.6	买入
000860.sz	顺鑫农业	18.24	438.5	80.0	0.37	0.61	0.96	1.20	18.9	15.2	买入
000998.SZ	隆平高科	31.83	277.2	88.2	0.17	0.26	0.51	0.86	62.4	37.0	增持
002041.sz	登海种业	30.83	352.0	108.5	0.27	0.59	0.68	0.96	45.2	32.1	增持
600354.sh	敦煌种业	24.70	203.6	50.3	0.16	0.43	0.62	1.04	39.8	23.8	增持
002447.sz	壹桥苗业	33.52	134.0	44.9	0.32	0.45	0.61	1.10	55.0	30.5	增持
003567.sz	唐人神	22.83	138.0	31.5	0.51	0.64	0.90	1.20	25.5	19.0	增持
002157.sz	正邦科技	12.13	431.0	52.3	0.20	0.22	0.36	0.44	34.0	27.3	增持
002477.sz	雏鹰农牧	31.88	267.0	85.1	0.29	0.42	1.14	1.19	28.0	26.9	增持
002458.sz	益生股份	27.36	140.4	38.4	0.58	0.34	0.99	1.18	27.5	23.1	增持
000911.sz	南宁糖业	16.75	286.6	48.0	0.43	0.64	0.75	0.66	22.5	25.3	增持
300094.sz	国联水产	9.79	352.0	34.5	0.30	0.25	0.53	0.61	18.4	16.0	增持
600257.sh	大湖股份	8.47	427.1	36.2	0.05	0.17	0.26	0.35	32.6	24.2	增持
002330.sz	得利斯	13.12	251.0	32.9	0.25	0.18	0.38	0.52	34.7	25.0	增持
600238.sh	海南椰岛	10.43	448.0	46.7	0.25	0.44	0.41	0.45	25.6	23.3	增持
600438.sh	通威股份	7.40	687.5	50.9	0.21	0.35	0.38	0.52	19.6	14.1	增持
600962.sh	国投中鲁	13.04	201.7	26.3	0.04	-0.26	0.18	0.35	74.2	37.1	增持
600097.sh	开创国际	12.43	202.6	25.2	0.75	0.11	0.88	0.97	14.2	12.8	增持
600598.sh	北大荒	12.60	1777.7	224.0	0.20	0.20	0.27	0.30	47.1	42.0	增持
0359.Hk	海升果汁	0.82	1368.4	11.2	0.07	0.05	0.27	0.28	3.0	2.9	买入
000735.sz	罗牛山	5.83	880.1	51.3	0.07	0.01	0.14	0.19	41.8	30.5	持有
002548.SZ	金新农	20.34	94.0	19.1	0.54	0.62	0.76	1.13	26.8	18.1	未有评级
002321.sz	华英农业	21.01	147.0	30.9	0.27	0.38	0.54	0.74	38.8	28.6	未有评级
300087.SZ	荃银高科	19.66	105.6	20.8	0.32	0.39	0.48	0.55	41.0	35.5	未有评级
300175.SZ	朗源股份	11.15	107.0	11.9	0.34	0.46	0.76	1.14	14.8	9.8	未有评级
600737.SH	中粮屯河	9.29	1005.6	93.4	0.27	0.11	0.16	0.23	57.3	41.0	未有评级

注(1): 收盘价截至2011年9月12日; (2) 新希望按照增发后总股本17.32亿摊薄计算EPS, 盈利取六和并表后口径。

敬请雅正 欢迎交流

021- 20315178

xiegang@qlzq.com.cn

齐鲁证券研究所

2011年9月14日