

农牧渔行业 2011 年 4 季度策略报告

评级：增持 维持评级

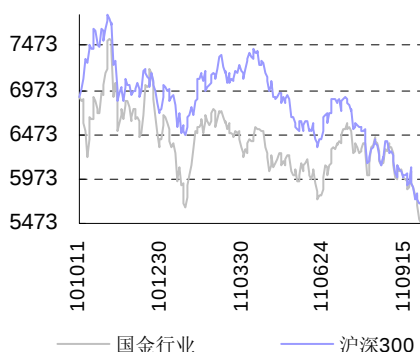
行业研究

长期竞争力评级：高于行业均值

推荐饲料股，关注海水养殖股和种业股

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	58.80
市场优化平均市盈率	22.26
国金农牧渔指数	5472.51
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19
深证成指	11568.17
中小板指数	5685.36



相关报告

1. 《推荐饲料股和海水养殖股》，2011.6.9
2. 《重点推荐种业股,2011 年仍有超额收益》，2010.11.25

陈振志 分析师 SAC 执业编号：S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

投资建议

- **行业策略：**顺着中期策略的思路和脉络，结合行业基本面和市场因素的最新变化，从自上而下的角度而言，我们认为饲料股、海水养殖股和种业股仍是 4 季度农牧渔行业具有潜在超额收益的理想投资标的。其中主要的大逻辑是：（1）在下游需求上升、价格上涨和潜在利好政策等因素的带动之下，上述 3 个子行业的景气度仍将领跑于农业各子行业，且有望在 4 季度迎来景气度的进一步提升，从而对股价起到积极的催化作用；（2）结合基本面趋势和股价的表现特征，4 季度有望成为上述 3 个子行业获取超额收益的较佳时间窗口；（3）在长期投资价值不受影响的前提下，突发性事件导致的股价大幅调整后的估值修复有望提供较佳的投资机会。
- **推荐组合：**（1）推荐饲料股，建议关注新希望、唐人神、大北农、海大集团、金新农和正邦科技等饲料股的投资机会；（2）建议跟踪漏油事态发展，关注獐子岛、东方海洋、好当家 and 壹桥苗业等海水养殖股在风险释放后的机会；（3）建议关注登海种业、隆平高科、敦煌种业和荃银高科等种业股的投资机会；（4）从自下而上的角度，建议在 4 季度关注辉隆股份、圣农发展和西王食品等个股的投资机会。

行业观点

- **饲料行业。**我们认为养殖行业在 4 季度有望进入本轮景气行情的末端。从基本面的角度而言，饲料行业的景气高点一般滞后于养殖业高点一年左右的时间。因此在养殖业高点过后，饲料业在未来有望进一步延续本轮上升周期。从股价表现特征的角度而言，正如我们中期策略以来一直强调的，生猪存栏量走势领先饲料股价 0-3 个月。随着 7 月份以来存栏量的明显提升，我们认为饲料股在 4 季度仍有较大的投资机会。
- **海水养殖业。**（1）随着销售旺季的到来，今年的海产品市场有望延续去年供销两旺、量价齐升的良好局面，从而对股价构成良好的催化作用；（2）目前压制海水养殖股表现的主要因素是蓬莱 19-3 油田漏油对渤海湾养殖海域污染的不确定性和投资者心理的影响。从近期市场价格节节攀升的走势来看，本次漏油事件并未对海产品的需求产生明显的负面影响。市场的担心可能更多在供给上，是否会造成减产和失收；（3）从我们近期对大连和烟台的部分养殖海域的实地调研来看，暂未见养殖海域受此次漏油污染的迹象，而且漏油油井也已经暂停作业。如果本次漏油事件最后像之前日本核泄漏事件一样被证明对上市公司养殖海域的影响是有惊无险，则市场情绪则有望出现理性回归，估值也将有望出现自我修复。
- **种子行业。**建议 4 季度关注种业股，其潜在的催化剂在于：（1）4 季度是种业股的业绩释放期，也是历史上获取超额收益的主要时间窗口之一；（2）国内杂交水稻和杂交玉米种子价格年初上涨幅度已经达 12%-17%，4 季度粮食和种子价格上涨的超预期可能会成为股价的催化剂；（3）新版的《农作物种子生产经营许可管理办法》颁布以后，行业整合大幕有望逐渐拉开，配套和扶持政策在未来的进一步出台也将构成潜在的股价催化剂。

风险提示

- 生猪存栏量可能会受到猪病的影响而低于预期。海水养殖产量容易受到天气和海洋环境影响，而导致产量低于预期。

图表1：重点公司估值及投资评级

公司代码	公司简称	投资评级	股价	EPS		PE	
				2011E	2012E	2011	2012
002069.SZ	獐子岛	买入	25.48	0.84	1.16	30.33	21.97
002086.SZ	东方海洋	买入	13.50	0.43	0.65	31.40	20.77
000876.SZ	新希望	买入	19.25	1.10	1.29	17.50	14.92
002556.SZ	辉隆股份	买入	19.48	0.70	1.05	27.83	18.55
002299.SZ	圣农发展	买入	15.55	0.55	0.79	28.27	19.68
000639.SZ	西王食品	买入	32.77	1.13	1.51	29.00	21.70
002567.SZ	唐人神	买入	20.82	0.86	1.12	24.21	18.59
002548.SZ	金新农	买入	19.14	0.77	1.12	24.86	17.09
600737.SH	中粮屯河	持有	8.25	0.20	0.44	41.25	18.75
300189.SZ	神农大丰	无	17.53	0.55	0.72	31.87	24.35
300268.SZ	万福生科	无	25.24	0.93	1.36	27.14	18.56

来源：国金证券研究所

内容目录

2011 年中期策略回顾和 4 季度策略展望	3
2011 年中期策略回顾	3
2011 年 4 季度策略展望	3
饲料业有望接力养殖业，继续走出一轮上升周期	3
预计禽畜价格在 4 季度将以震荡为主，行业将进入景气周期的末端	3
饲料业景气度在 4 季度有望进一步回升.....	5
关注海水养殖股风险释放后的估值修复机会	9
虾夷扇贝“抑浮扩底”的行业大趋势仍将延续	9
海参行业供不应求，价格长期看涨	10
建议关注海水养殖股风险释放后的投资机会	15
关注业绩释放、涨价预期和政策扶持等因素对种业股的催化作用 ..	16
2011 年 4 季度农牧渔业投资策略	19
重点公司推荐	19
辉隆股份：“买入”评级，目标价 24.55 元.....	19
新希望：“买入”评级，目标价 22.57-25.10 元	21
唐人神：“买入”评级，目标价 28.38-30.10 元	22
獐子岛：“买入”评级，目标价 33.6 元	23
东方海洋：“买入”评级，目标价 20.80-22.75 元.....	24
圣农发展：“买入”评级，目标价 22.14-23.72 元.....	25
西王食品：“买入”评级，目标价 39.5-45.2 元	26

2011 年中期策略回顾和 4 季度策略展望

2011 年中期策略回顾

- 我们此前在 6 月 8 日的 2011 年中期策略中提出“基于景气回升的逻辑，我们下半年重点推荐饲料股和海水养殖股，建议投资者积极配置。基于估值压力释放的逻辑，建议投资者跟踪旱涝形势，在 3 季度末和 4 季度关注种业股”。
- 进入下半年以来，生猪价格小幅上涨，活鸡和鸡蛋价格高位徘徊，生猪和能繁母猪补栏节奏提速，扇贝、海参和鲍鱼等海产品价格大幅上涨，新版《农作物种子生产经营许可管理办法》正式颁布实施等因素对相关行业公司股价曾一度构成阶段性利好。
- 在此期间，獐子岛、东方海洋、好当家和壹桥苗业等海水养殖股最大涨幅一度达到 24%-50%；登海种业、隆平高科、敦煌种业、荃银高科和丰乐种业等种业股的最大涨幅也达到 20%-50%。
- 相对于海水养殖股和种业股，饲料股的市场表现则略为逊色，海大集团、大北农、正邦科技、唐人神和新希望等饲料股最大涨幅为 10%-25%，而且后期跟随市场调整的幅度也较前两行业要深。我们认为饲料股市场表现相对滞后的原因可能在于：（1）前期补栏进度相对缓慢，业绩弹性不足，行业缺乏超预期的催化剂；（2）后期补栏的提速对业绩影响的持续性和弹性仍需市场进一步去确认和认知。

2011 年 4 季度策略展望

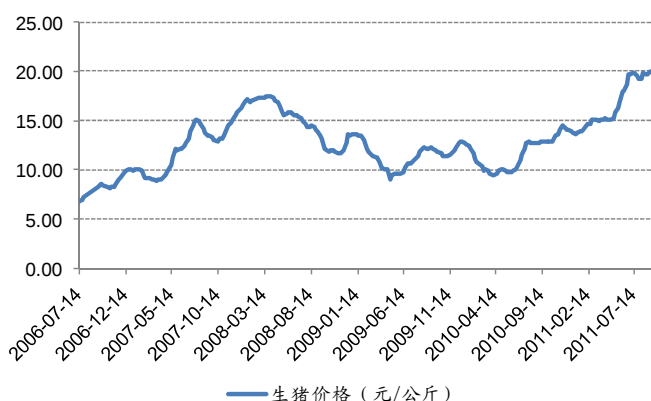
- 顺着中期策略的思路和脉络，结合行业基本面和市场因素的最新变化，从自上而下的角度而言，我们认为饲料业、海水养殖业和种业仍是 4 季度农牧渔业具有潜在超额收益的理想投资标的。其中主要的大逻辑是：（1）在下游需求上升、价格上涨和潜在利好政策等因素的带动之下，上述 3 个子行业的景气度仍将领跑于农业各子行业，而且有望在 4 季度迎来行业景气度的进一步提升，从而对股价起到积极的催化作用；（2）结合基本面趋势和股价的表现特征，4 季度有望成为上述 3 个子行业获取超额收益的较佳时间窗口；（3）在长期投资价值不受影响的前提下，突发性事件导致的股价大幅调整后的估值修复有望提供较佳的投资机会。
- 而从自下而上的角度而言，我们建议投资者在 4 季度关注辉隆股份、圣农发展和西王食品等个股的投资机会。

饲料业有望接力养殖业，继续走出一轮上升周期

预计禽畜价格在 4 季度将以震荡为主，行业将进入景气周期的末端

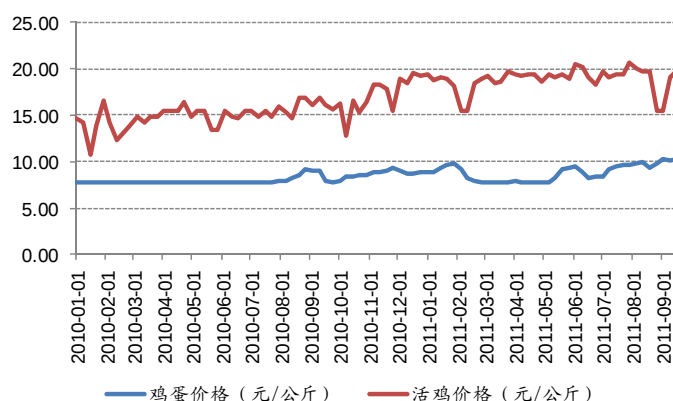
- 进入下半年以来，禽畜养殖行业的高景气依旧，但上升势头开始减弱。其中，生猪价格向上小幅突破，从 6 月底的 19.61 元/公斤，最高上涨至 19.92 元/公斤，近期仍在 19-20 元公斤的区间窄幅波动。由于猪价从去年中期触底后开始回升，随着基数的提高，生猪价格的同比涨幅从今年年中的 80%多逐渐回落至近期的 53.33%-57.22%。而活鸡和鸡蛋价格则保持高位震动，截止 9 月中旬，全国鸡蛋和肉鸡的平均价格分别为 10.22 元/公斤和 19.82 元/公斤，同比分别上涨 28.72%和 23.26%。

图表2：国内生猪价格在下半年创出新高



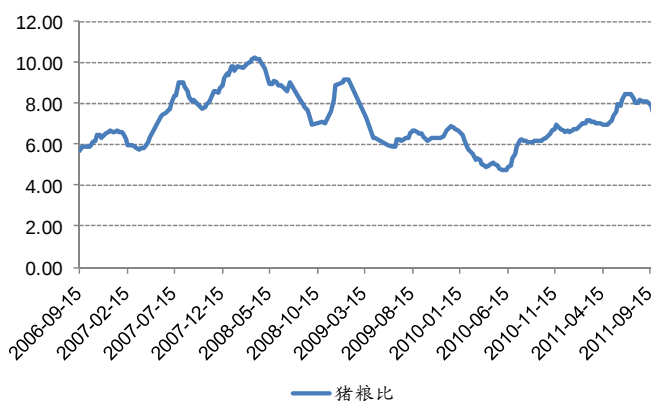
来源：Wind、农业部、国金证券研究所

图表3：活鸡和鸡蛋价格下半年以来维持高位震荡



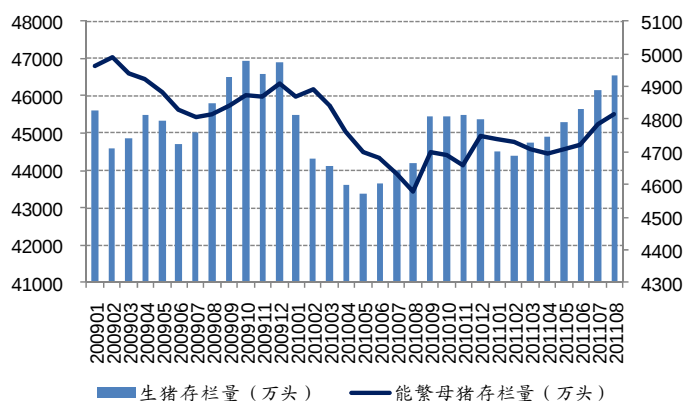
- **高景气和高盈利驱动补栏提速，存栏量开始明显反弹。**进入7月份以来，国内生猪养殖的猪粮比基本在8:1附近徘徊。对比6:1的盈亏平衡线，这意味着国内生猪养殖行业仍处于较高的盈利区间。据统计，我国目前自繁自养生猪每头盈利已达600-800元。在高盈利的驱动之下，国内生猪和能繁母猪的补栏在7月份开始有所加速，存栏量开始明显反弹。截止8月底，我国生猪和能繁母猪的存栏量分别为46557万头和4815万头，同比分别增长5.38%和5.13%。

图表4：猪粮比仍保持在8:1左右，生猪养殖业景气依旧



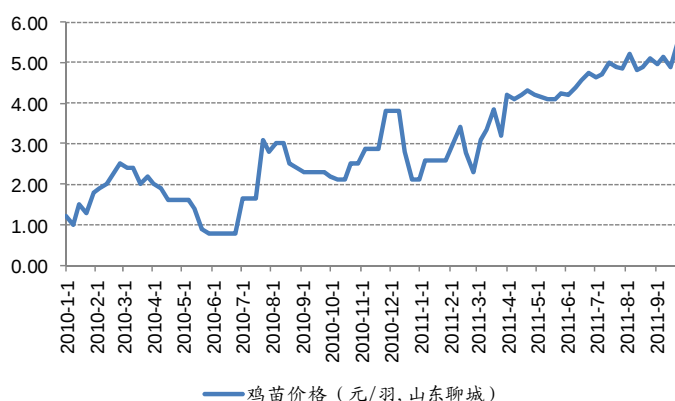
来源：Wind、农业部、国金证券研究所

图表5：在高景气、高盈利的驱动之下，国内生猪和能繁母猪的补栏开始明显提速，存栏量开始明显反弹



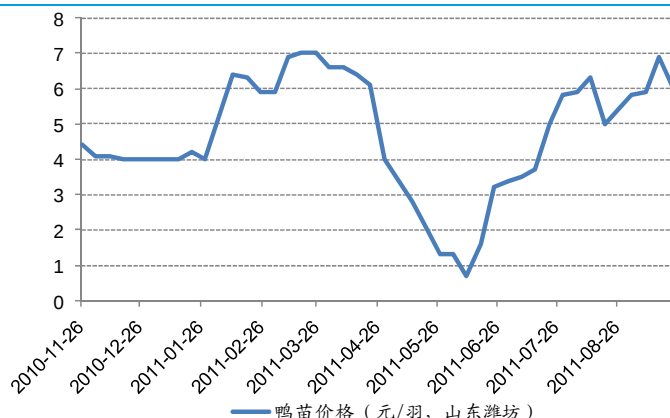
- **高景气和补栏提速带动上游禽畜苗种产品价格全线上涨。**随着禽畜补栏进程的加快，上游的禽畜种苗产品价格在其带动之下全线上涨。截止9月，鸡苗价格为5.5元/羽，比年中上涨18.3%，同比去年大涨139.13%；而鸭苗价格为6元/羽，相比年中大幅上涨76.47%。全国仔猪平均价格为37.1元/公斤，环比年中上涨10.75%，同比去年同期上涨103.73%；母猪平均价格为1512元/头，环比比年中上涨11.59%，比去年同期上涨39.35%。

图表6: 鸡苗价格在下半年仍有所上涨

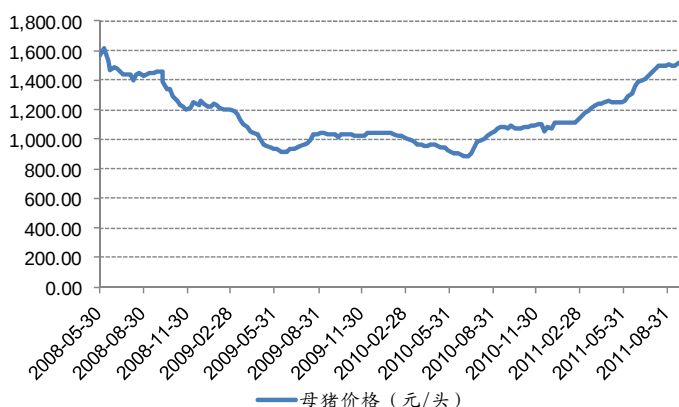


来源: Wind、农业部、国金证券研究所

图表7: 鸭苗价格下半年波动幅度较大, 但总体趋势向上

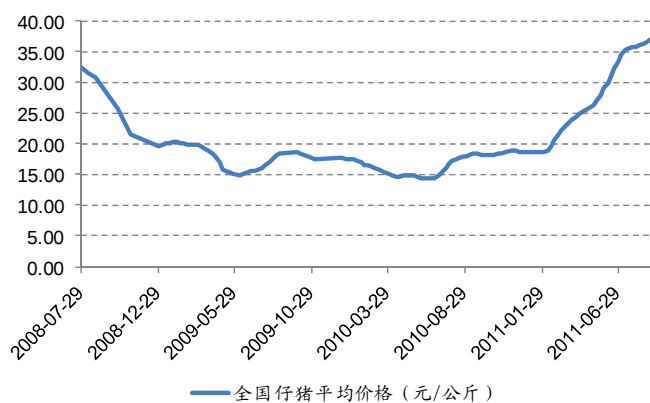


图表8: 补栏积极性提高, 母猪价格持续攀升



来源: Wind、各公司公告、中国畜牧业信息网、国金证券研究所整理

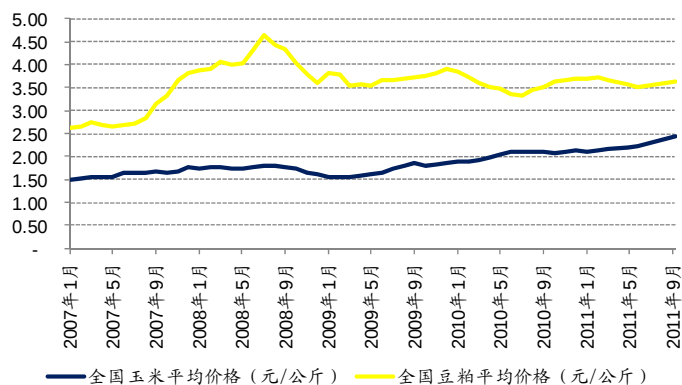
图表9: 补栏积极性提高, 仔猪价格持续攀升



饲料业景气度在 4 季度有望进一步回升

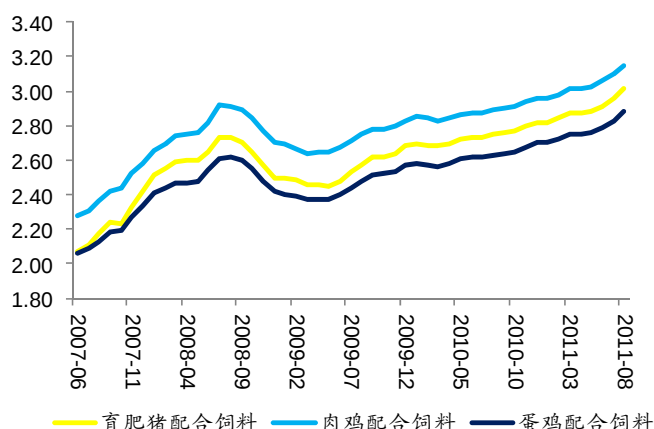
- **饲料生产成本:** 豆粕价格温和上涨, 玉米价格仍保持较快增长势头。进入下半年以来, 国内豆粕价格温和上涨, 而玉米价格则保持了较快的上涨势头。截止 9 月, 国内玉米和豆粕的平均价格分别为 2.44 元/公斤和 3.62 元/公斤, 比年中分别上涨 9.91%和 2.84%, 同比去年上涨了 15.64%和 3.43%。
- **下游养殖业的高景气助饲料企业增强成本转嫁能力。** 在养殖业高景气和成本转嫁的驱动之下, 国内饲料价格下半年保持上涨势头。截止 8 月, 国内育肥猪配合饲料、肉鸡配合饲料和蛋鸡配合饲料的国内均价分别为 3.01 元/公斤、3.15 元/公斤和 2.8 元/公斤, 比年中分别上涨了 3.44%、2.94%和 3.23%, 比去年同期分别上涨 9.45%、9.00%和 9.51%。

图表10：全国豆粕平均价格平稳波动，玉米价格继续上攻



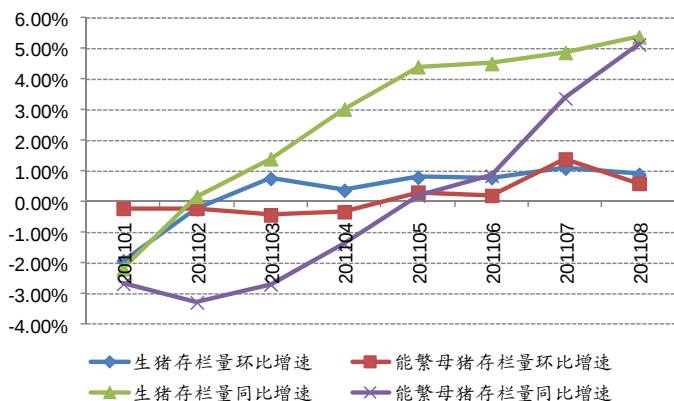
来源：Wind、农业部、国金证券研究所

图表11：国内饲料价格近期上涨势头有所加强（元/公斤）



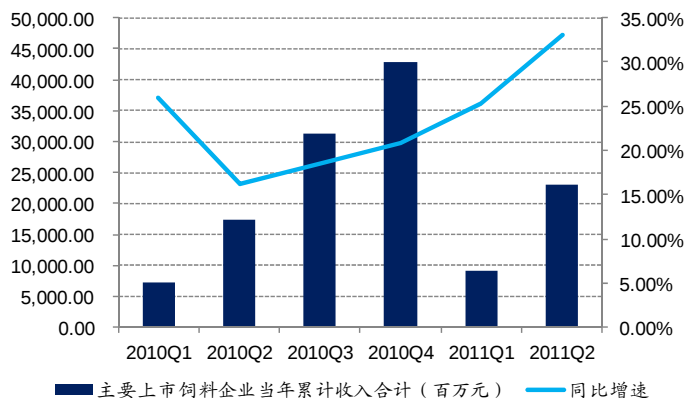
- 高景气 and 补栏提速带动上游饲料企业的单季业绩同比增速持续回升。年初以来，我国生猪和能繁母猪存栏量的月度同比增速持续回升。其中生猪存栏量的同比增速已经从1月份的-2.18%持续回升至8月的5.38%，而能繁母猪存栏量的同比增速则从1月份的-2.67%持续攀升至8月的5.13%。存栏量是决定饲料需求的重要因子。在存栏量持续回升的带动之下，饲料企业的经营基本面持续好转，单季业绩同比增速持续回升。其中，A股主要上市饲料企业的单季业务收入同比增速从10年3季度的18.44%持续回升至11年2季度的33.02%。在补栏进一步回升的带动之下，预计4季度单季业绩增速进一步上升是大概率事件。

图表12：我国生猪和能繁母猪存栏量同比增速逐月上升

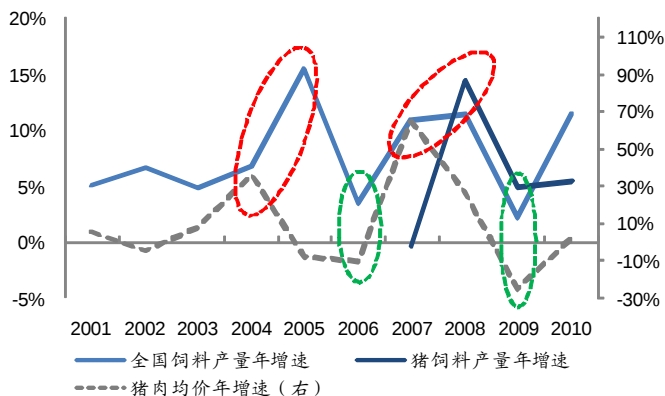


来源：Wind、农业部、国金证券研究所

图表13：主要上市饲料企业的业务增速持续回升

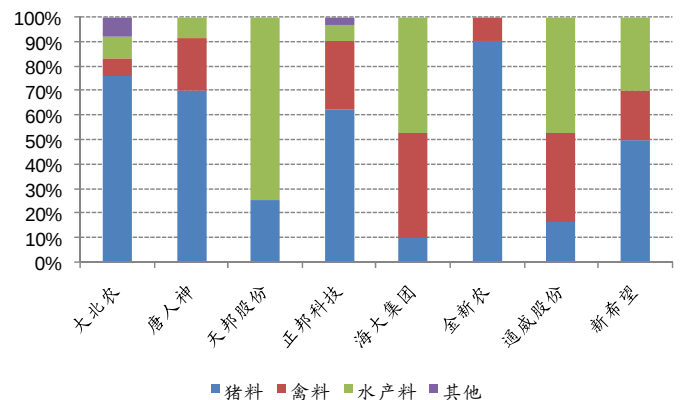


图表14：历史十年数据表明：饲料景气高点滞后猪价高点约一年，饲料景气低点与猪价低点基本同步



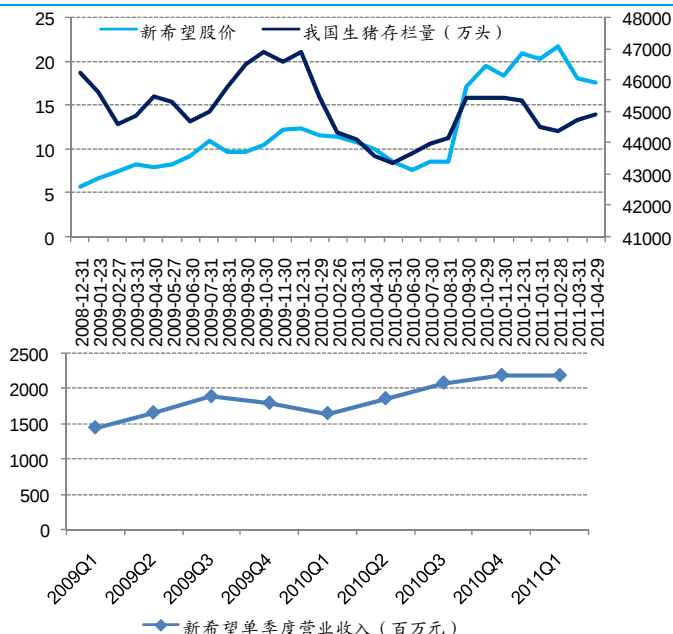
来源：中国饲料工业信息网、国金证券研究所

图表15：国内饲料上市公司的产品结构



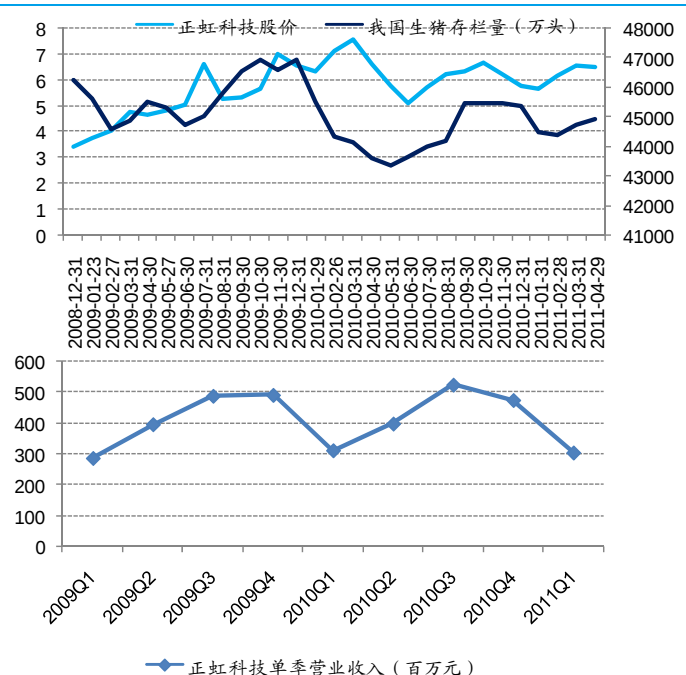
- 饲料股投资机会的判断视角之一：过去 10 年的历史经验表明，饲料景气高点滞后猪价高点约一年，主要原因在于生猪补栏时间带来饲料需求的滞后性。随着猪价上涨，能繁母猪和生猪的补栏积极性开始提升。由于能繁母猪约需 3 个月的配种准备和 4 个月妊娠期产下乳猪，而乳猪则约需 2-3 个月变成 15kg 仔猪后可供育肥，这些因素都可能使得饲料需求的高点滞后于猪价高点。因此，从这个角度去判断，在猪价到达本轮景气周期的高点以后，饲料业有望接力禽畜养殖业，在未来进一步延续本轮上升周期。
- 饲料股投资机会的判断视角之一：我们此前在农牧渔行业 2011 年中期投资策略《推荐饲料股和海水养殖股》中旗帜鲜明地指出“生猪存栏量走势呈现出领先饲料股价 0-3 个月的规律”。在饲料行业景气度进一步提升和存栏量领先指标等逻辑的基础之上，我们建议投资者在 4 季度关注饲料股潜在的投资机会。

图表16：生猪存栏量基本同步或领先于新希望股价

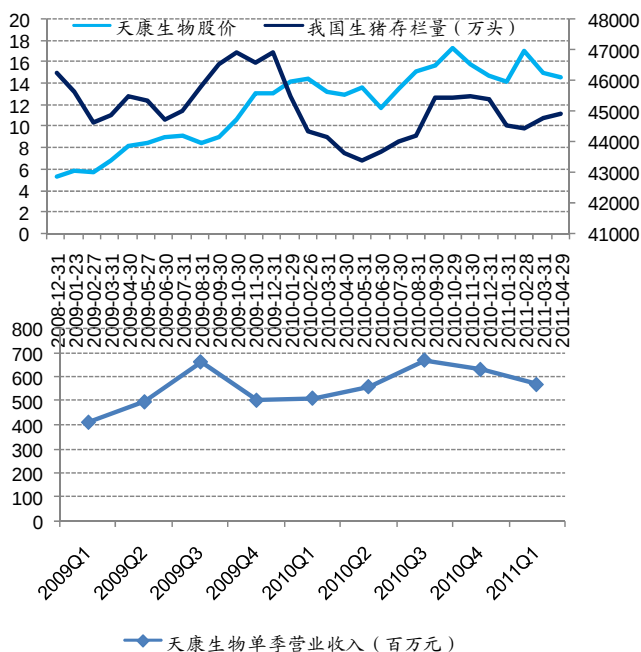


来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

图表17：生猪存栏量基本同步或领先于正虹科技股价

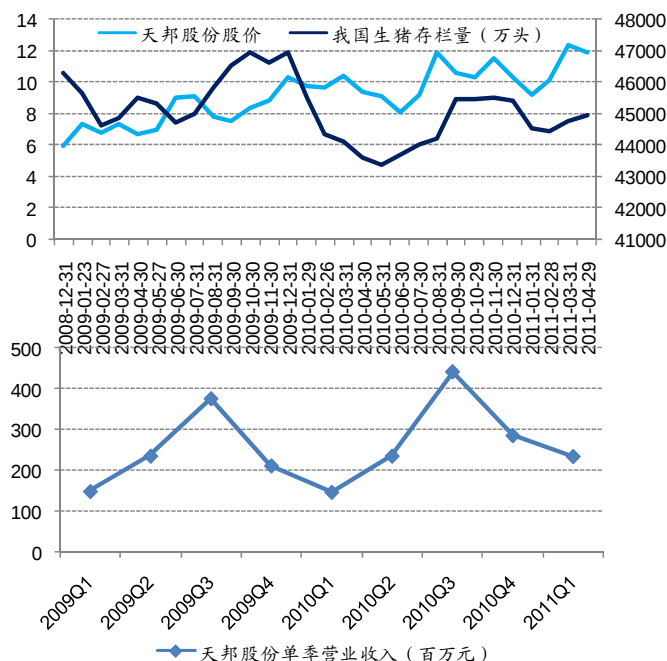


图表18：生猪存栏量基本同步或领先于天康生物股价

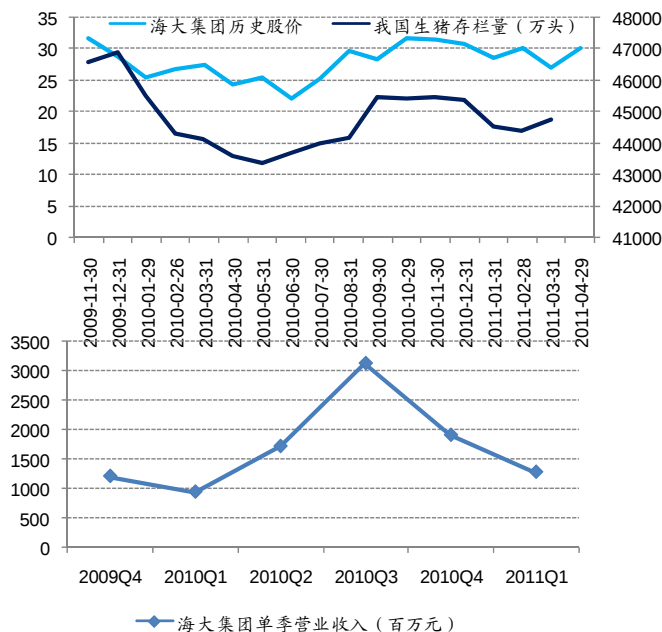


来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

图表19：生猪存栏量基本同步或领先于天邦股份股价

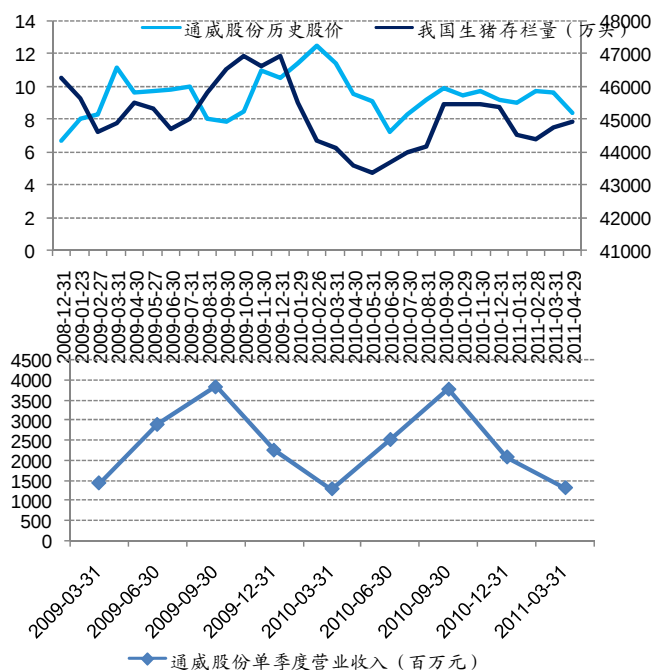


图表20：生猪存栏量基本同步或领先于海大集团股价



来源：Wind、聚源数据、国金证券研究所

图表21：生猪存栏量基本同步或领先于通威股份股价

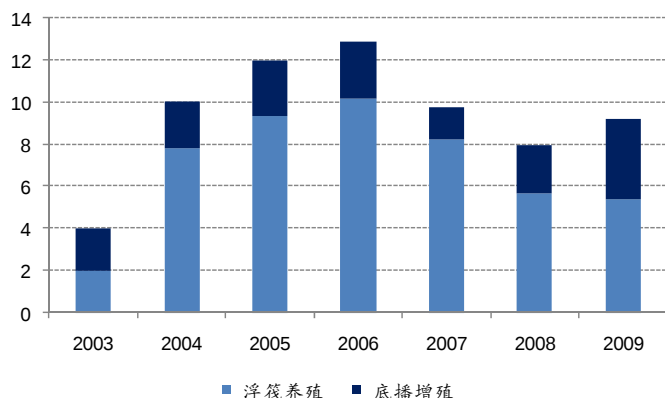


关注海水养殖股风险释放后的估值修复机会

虾夷扇贝“抑浮扩底”的行业大趋势仍将延续

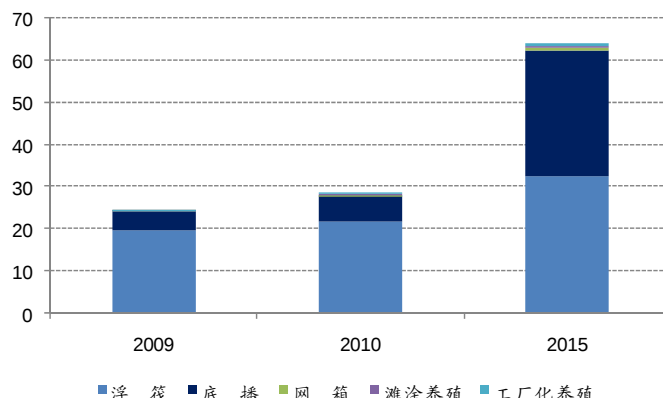
- 在此前的獐子岛公司研究报告和农牧渔业 2011 年中期策略中，我们均强调一个观点，那就是“抑浮扩底”将成为国内虾夷扇贝养殖业的长期趋势，獐子岛作为国内最大的底播贝养殖企业将在产品替代的行业趋势中受益。而从獐子岛 2 季度以来的经营情况来看，我们认为这一行业趋势已经开始逐步得到印证。
- 我们估算獐子岛上半年的鲜活品销量同比增幅在 40%左右，销售均价约为 24-25 元/公斤，比去年同期上涨 1-2 元。而从历史销售情况来看，4-6 月一般是扇贝的销售淡季。然而，据我们前期调研了解，公司的虾夷扇贝今年出现了淡季旺销的情况。我们判断其中原因可能在于两个：一是公司今年以来进一步加大了营销力度和提高直销比例，对终端资源的控制力继续提升；（2）另一点正是我们一直强调的，公司作为国内底播贝的领导者，直接受益于底播贝替代浮筏贝的行业趋势。
- 虾夷扇贝“抑浮扩底”的行业大趋势仍将延续，并有望进一步凸显。
 - 国内虾夷扇贝的养殖区域主要分布在黄海北部，并主要集中在辽宁和山东的沿海地区。其中，大连市长海县周边的海域是我国虾夷扇贝养殖的第一大海域，其虾夷扇贝产量占国内市场的一半以上。
 - 07 年以来，受到养殖密度过大、水域环境质量下降和种质退化等因素的影响，浮筏虾夷扇贝持续 3 年出现大面积死亡，平均死亡率在 40%-70%，从而使得浮筏虾夷扇贝的供给出现大幅萎缩。而在同一期间，由于底播养殖方式受上述影响较小，我国的底播虾夷扇贝产量从 07 年的 1.53 万吨增加至 09 年的 3.8 万吨，部分填补了浮筏贝原有的市场份额。而根据我们近期的调研情况了解到，目前浮筏虾夷扇贝养殖仍存在死亡失收现象，养殖户浮筏养殖的积极性仍然受挫。
 - 针对浮筏扇贝 07 年以来的高死亡率问题，长海县在前两年已经开始积极推行“抑浮扩底”措施，引导业户逐步缩小浮筏养殖规模，加大外海底播增殖开发力度，积极实施浮筏养殖组合经营模式，加大对近海效益欠佳和空闲底播海域的整合力度，降低小家小户各自为战的产业风险。
 - 根据长海县政府的“十二五”规划，长海县未来将逐步压缩近海浮筏养殖密度，继续扩大海水底播增殖规模，继续以虾夷扇贝为渔业主要养殖品种。按照规划，浮筏海水养殖产量将从 10 年的 22 万吨，增加至 2015 年的 32.5 万吨，增幅为 47.7%；而底播海水养殖产量将从 10 年的 6 万吨，增加至 2015 年的 30 万吨，增加约 4 倍，底播养殖方式在海水养殖产量中的占比将从 20%提升至 47%。

图表22：我国底播和浮筏养殖虾夷扇贝历史产量情况（单位：万吨）



来源：獐子岛公司公告、中国渔业协会、国金证券研究所

图表23：根据长海县渔业发展“十二五”规划，长海县未来将重点发展底播养殖，浮筏养殖比例将会降低（长海县海水养殖产量，单位万吨）

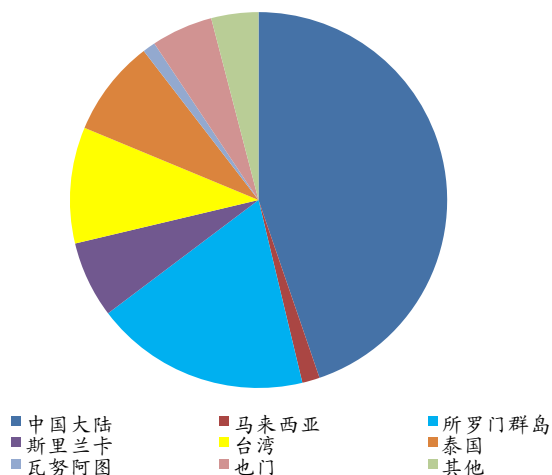


海参行业供不应求，价格长期看涨

■ 国际海参市场格局：国际供给有限，生产和消费的重心均在中国大陆。

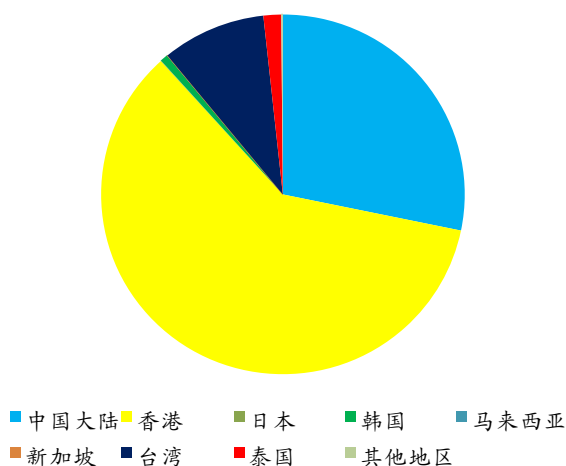
- 海参的主要消费群体是全球华人，另外韩国和日本也消费少量海参，西方人则不太热衷于吃海参。因此，东南亚地区是海参的主要消费市场。全球生产捕捞海参的绝大部分被加工成干制品销往亚洲市场，其中主要的消费市场为中国大陆、中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚和泰国等国家和地区。
- 由于世界上大多数国家海参资源已衰退，因此要提高海参产量只能依赖于人工养殖。中国和日本是世界上主要的海参养殖国家。目前，大多数国家和地区的海参养殖仍处于试验阶段，例如印度、印尼、越南、菲律宾、韩国、埃及等国家也只有小规模养殖。

图表24：海参出口国家和地区分布



来源：FAO、国金证券研究所

图表25：世界海参主要进口区域分布情况

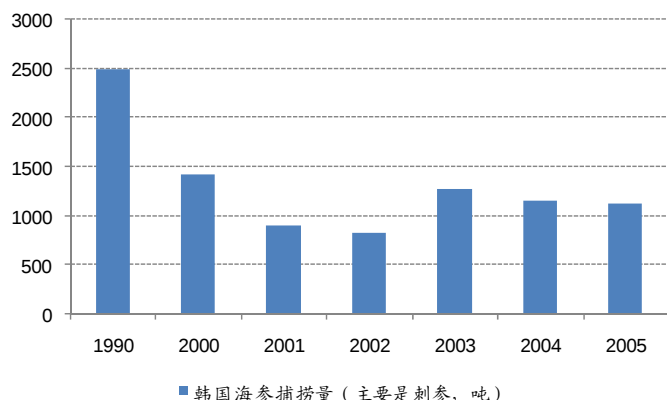


- 日本近海有 100 多种海参，可以用来食用的品种大致分布于从北海道到九州日本各地沿岸和冲绳岛附近。日本的海参每年捕捞量约为 7000-10000 吨（鲜活品）。其中，北海道海参产量约占日本国内的 25%。根据日本财务省贸易统计数据显示，每年从日本出口到中国的干海参约 200-300 吨。由于海参经腌制或者晾干加工后重量将缩减至原来的 3%，因此日本出口到我国的干参对应海参鲜活品约为 4000-

6000 吨。日本的刺参野生资源已经趋于减少，据统计，北海道境内海参的产量已经从 2007 年的 2835 吨降至 2009 年的 2531 吨。

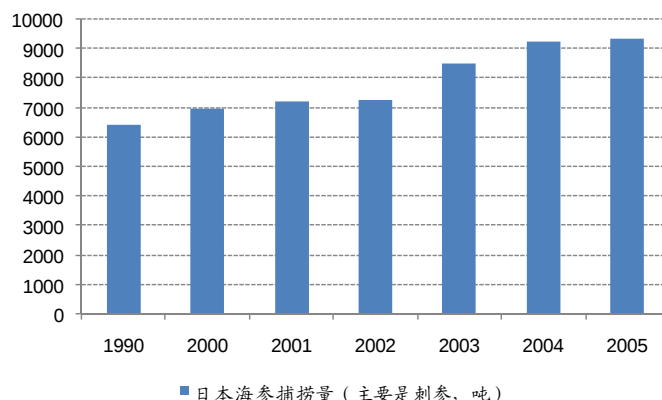
- 1990 年以来，韩国的海参捕捞量出现大幅下滑，从之前 2500 吨下降至 1100-1300 吨（鲜活品）。

图表26：1990 年以来，韩国的海参捕捞量出现大幅下滑，年捕捞量在 1100-1300 吨左右（鲜活品）



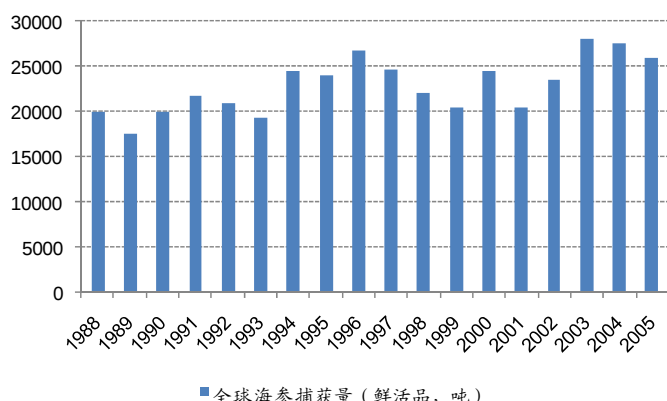
来源：FAO、国金证券研究所

图表27：日本的海参年捕捞量为 7000-10000 吨（鲜活品）



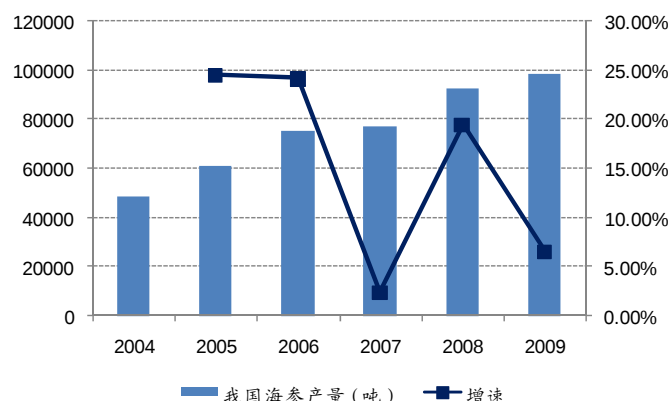
- 全球海参捕获量在过去 20 年基本维持在 2 万吨-3 万吨，增长极为有限，未来海参的产量增长将主要源于人工养殖，而海参的人工养殖增量则主要分布在中国。
- 一方面，生活废水排放和沿海基建、房地产开发建设使得近海海域资源逐渐减少；另一方面，即使深海海域在经过人工改造后适合海参养殖，但碍于深海养殖单产降低，供给增幅也相对有限。我国海参产量增速近几年出现了一定程度的趋缓迹象，产量增速已经从 06 年以前的 20%-30%，下滑至近几年的 5%-20%。根据我们对山东和辽宁当地海参养殖户和海域的实地调研情况，海参养殖海域资源日渐稀少的判断已经得到初步印证。

图表28：全球海参捕获量在过去 20 年里增长极为有限，未来海参的产量增长将主要源于人工养殖，而海参的人工养殖增量则主要分布在中国。



来源：FAO、《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

图表29：我国海参历年进出口量（还原成鲜活品，吨）

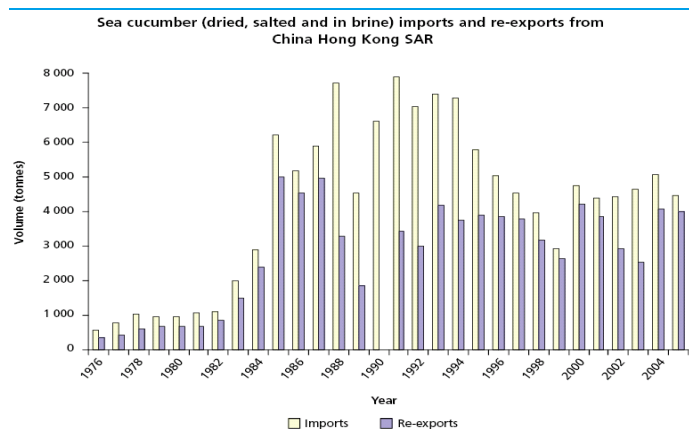


- 国内海参市场：需求增长空间大，海域资源供给有限，价格长期看涨
- 我国是海参消费的最大市场。据统计，我国年消费干海参约达 5000 吨以上，对应鲜活品约 15 万吨。目前国内海参鲜活品产量只有约 10

万吨，其余 5 万吨的缺口需要靠进口来满足。这也使我国成为世界上最主要的海参进口国，所缺海参主要从香港、菲律宾、印度尼西亚、日本、加拿大等地进口。

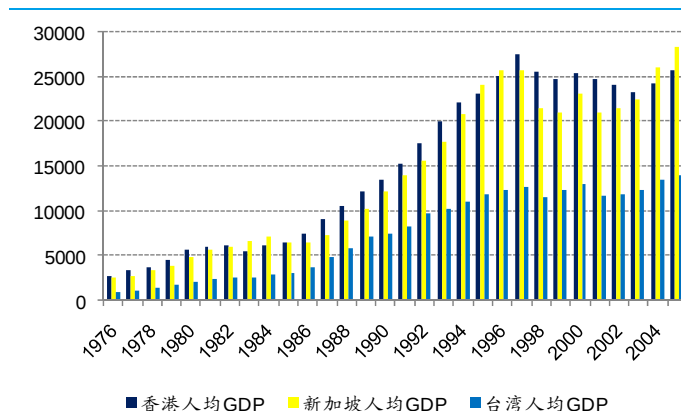
- 根据香港、新加坡、台湾等华人地区的海参消费发展经验和我国目前的海参消费特征，我们发现海参的消费需求与人均 GDP 具有明显的正相关性，主要体现在：（1）在人均 GDP 不断提升的驱动之下，海参的进出口贸易总量和净进口量均得出现大幅增长，其中人均 GDP6000 美元是海参消费出现加速增长的临界点；（2）在 1997-2002 年亚太金融危机引发的经济衰退的影响之下，海参贸易规模和净进口量均跟随人均 GDP 的下滑而出现明显萎缩；（3）截止 2010 年，我国人均 GDP 在 6000 美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域。
- 目前，香港、台湾和新加坡等华人地区的人均海参（干货）消费量基本在 30-90 公斤/每千人的水平。而我国目前海参主要消费省区城镇居民的人均消费量只有 17.92 公斤/每千人，该省区全部居民的人均均消费量更是只有 10.57 公斤/每千人。而从全国范围来看，我国全国城镇居民的人均消费量只有 8.04 公斤/每千人，全国居民的人均均消费量更是只有 3.69 公斤/每千人。目前，香港和新加坡的人均 GDP 均为 3 万美元，而台湾的人均 GDP 也达到 1.5 万美元，而我国目前的人均 GDP 只有 4000 多美元并在持续上升。我们认为在我国人均 GDP 不断提升的驱动之下，内地的海参消费需求在未来仍具有很大的成长空间。

图表30：香港的海参进出口量以及净进口量从1983年和1984年开始出现明显的加速增长，并在1988年达到高点区间

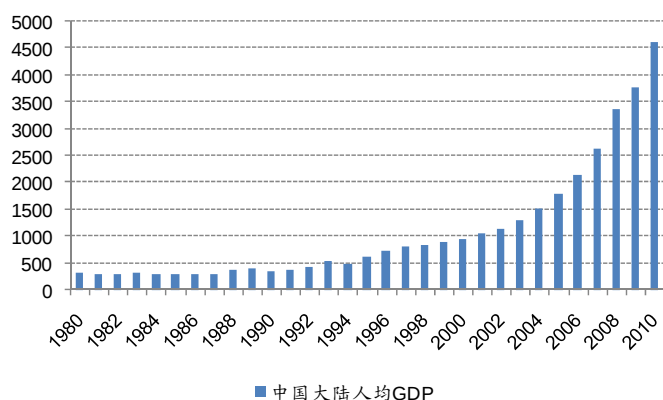


来源：FAO、UNdata、国金证券研究所

图表31：在1983年和1984年间，中国香港和新加坡的人均GDP均突破6000美元，而台湾则在1988年突破6000美元

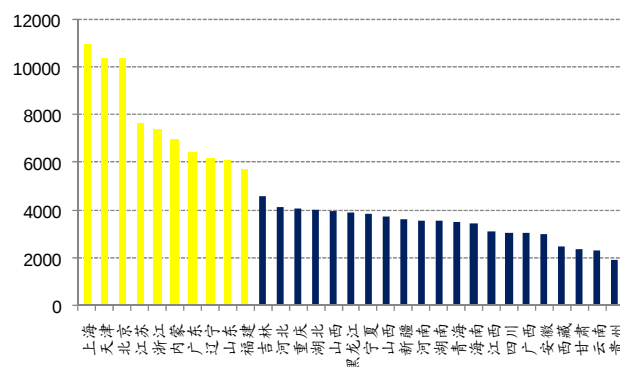


图表32：中国大陆的人均GDP为4000多美元，并将进一步攀升

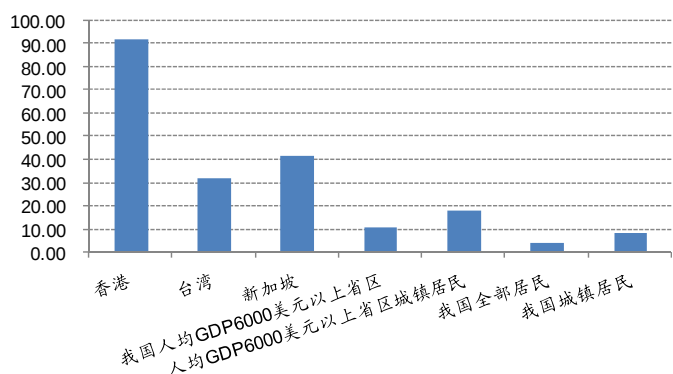


来源：FAO、UNdata、国金证券研究所

图表33：截止2010年，我国人均GDP在6000美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域

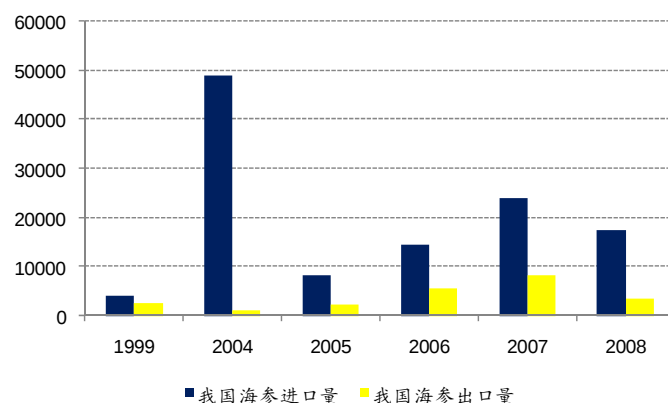


图表34：全球各华人地区人均海参（干货）消费量对比。随着人均GDP的进一步提升，我国海参消费未来仍有较大的提升空间



来源：FAO、UNdata、国家统计局、国金证券研究所

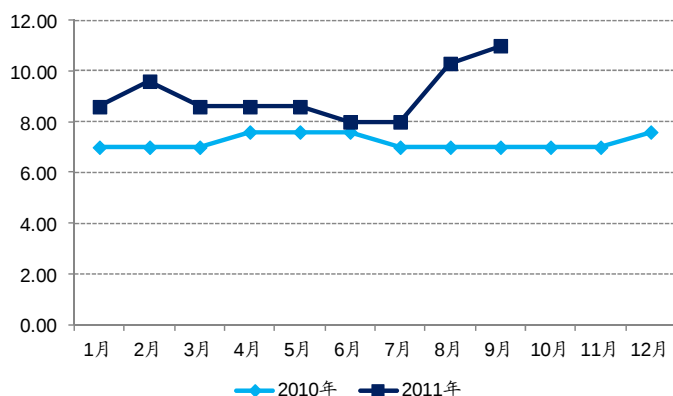
图表35：我国海参历年进出口量（还原成鲜活品，吨）



- 进入下半年以来，随着销售旺季的临近，扇贝、海参和鲍鱼价格上涨大幕逐渐拉开，彰显市场需求仍然旺盛。借销售旺季之东风，海产品价格将在4季度有望进一步打开价格上行的空间。
 - 截止9月底，扇贝价格从6月底的8元/公斤上涨至11元/公斤，环比涨幅达到37.5%，同比去年的7元/公斤上涨57.14%。
 - 海参价格从6月底的172元/公斤上涨至9月底的194元/公斤，环比涨幅12.79%，同比去年的180元/公斤上涨7.78%。
 - 进入9月份以来，鲍鱼价格更是一路飙升。中秋节后，鲍鱼平均价格进一步上涨至250元/公斤，环比年中的180元/公斤上涨38.89%，同比去年的150元/公斤上涨了66.67%。我们认为鲍鱼价格大涨的原因可能在于：（1）目前正处于南方鲍鱼上市前的空档期，市场供给量为有限；（2）部分鲍鱼产区因受风灾影响，市场货源偏紧；（3）消费需求的不断增加，也助推价格进一步攀升。

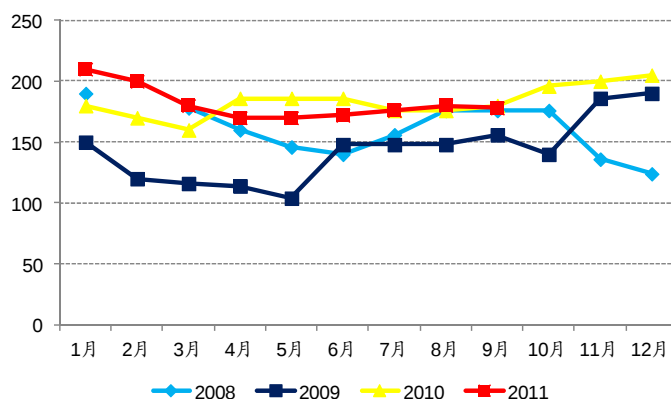
- 我国居民历来有冬季进补的传统习惯，该时间段对海珍品的需求量往往较大。而进入 10 月份，海参的捕捞季节也将正式启动，届时海参有望延续去年供需两旺的市场行情。在去年，由于市场对海参的需求量较为旺盛，个别地方市场就曾出现断货的现象。而从过去几年的行业经验来看，除了 08 年受金融危机导致市场需求下滑外，09 年和 10 年的海参价格在 4 季度均出现明显的上涨。根据我们掌握的调研情况，今年海参消费需求依然旺盛，上半年已经有个别海参企业对海参产品提价。结合目前的 market 环境和消费需求，我们认为国内海参价格和行业景气度在 4 季度将有望进一步攀升。

图表36：扇贝价格3季度以来大幅上涨（元/公斤）

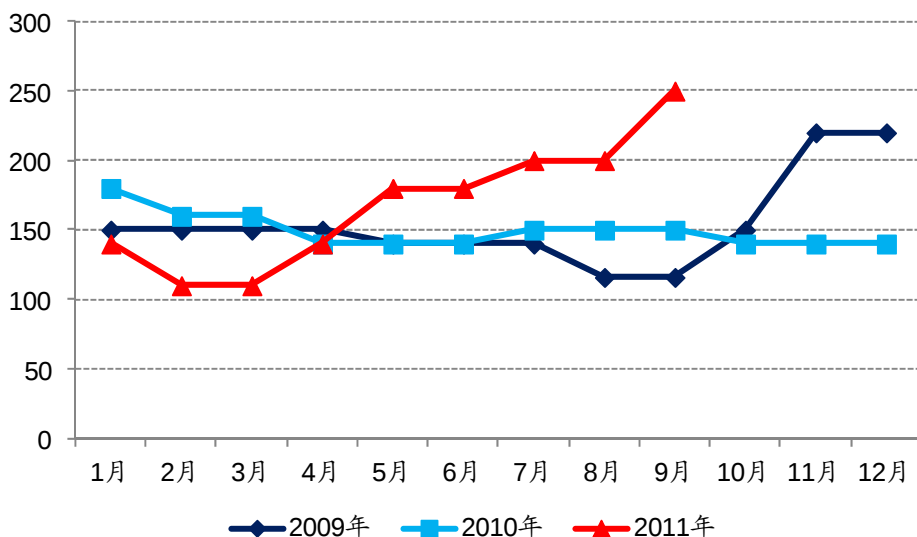


来源：Wind、国金证券研究所

图表37：海参价格在3季度环比上涨约13%（元/公斤）



图表38：鲍鱼价格3季度以来大幅上涨（元/公斤）

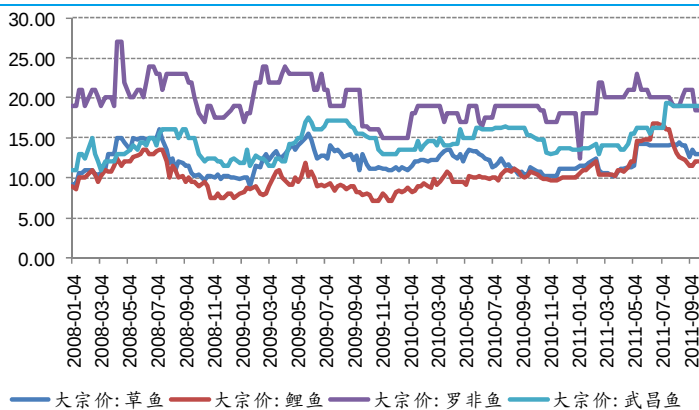


来源：Wind、国金证券研究所

- 在 3 季度末，各淡水鱼主产区新鱼供给开始逐渐上市，加上批发商和养殖户都相对看好中秋和国庆市场，导致淡水鱼新货源供给大量增加和市场价格环比出现季节性回调，但同比仍有明显上涨。在北京新发地农副产品批发市场，截止 9 月底，草鱼、鲤鱼、罗非鱼和武昌鱼的大宗批发价格分别为 13 元/公斤、12 元/公斤、18.5 元/公斤和 19 元/公斤，比年中分别上涨-9.09%、-18.92%、-11.90%和 16.56%，比去年同期分别上涨 15.04%、11.11%、-2.63%和 24.18%。

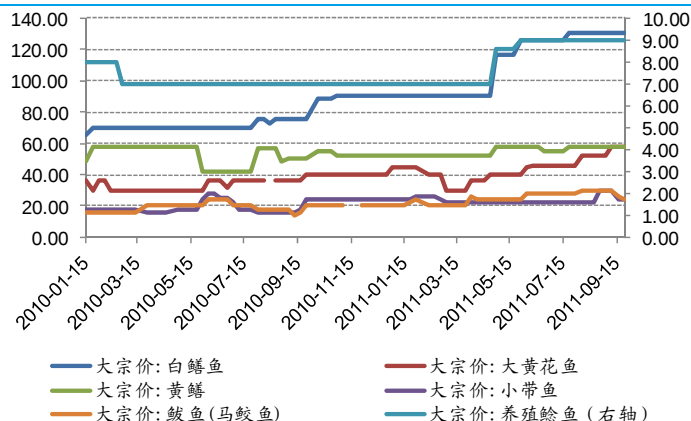
- 相对于淡水产品价格的季节性回调，海水产品的价格则相对坚挺。在山东威海海水产品批发市场，截止 9 月底，白鳊鱼、大黄花鱼、黄鳊、小带鱼、养殖鲢鱼和鲮鱼(马鲛鱼)的大宗价格分别为 130 元/公斤、58 元/公斤、58 元/公斤、24 元/公斤、9 元/公斤、24 元/公斤，分别比年中上涨 3.17%、28.89%、0%、9.09%、0%和-14.29%，比去年同期分别上涨 73.33%、45%、16%、0%、28.57%和 20%。

图表39：进入3季度末，淡水产品价格开始出现季节性回落，但同比仍明显上涨



来源：Wind、国金证券研究所

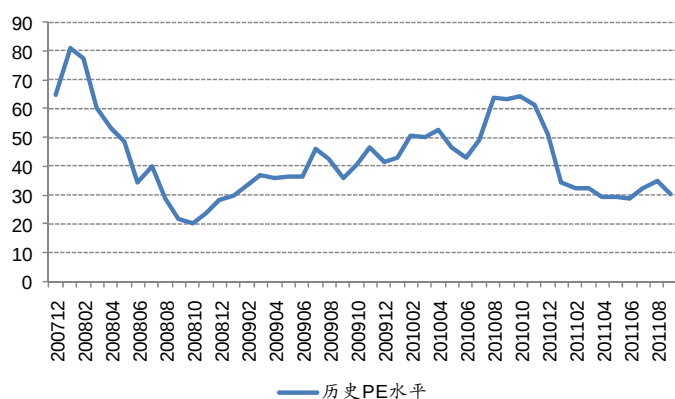
图表40：相对于淡水产品，海产品的价格显得较为坚挺，环比和同比均以上涨为主



建议关注海水养殖股风险释放后的投资机会

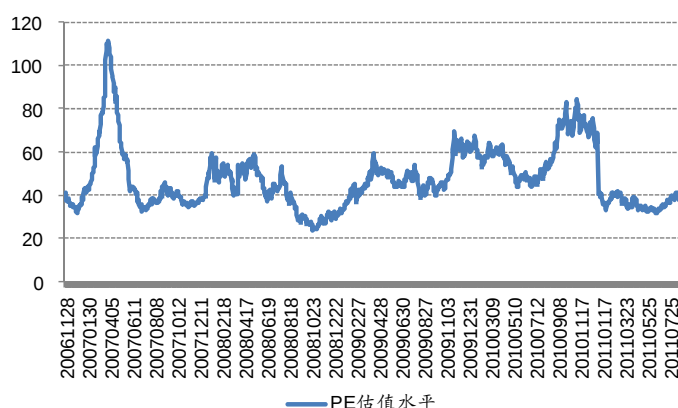
- 目前压制海水养殖股股价表现的主要因素是蓬莱 19-3 油田漏油对渤海湾养殖海域污染的不确定性，进而使市场投资者对投资海水养殖股产生疑虑和信心不足。我们的观点是：
 - 从我们近期对海产品市场调研和市场价格节节攀升的走势来看，本次漏油事件并未对海珍品的需求产生明显的负面影响。市场的担心可能更多在供给上，是否会造成减产和失收。
 - 从我们近期对大连（獐子岛和壹桥苗业）和烟台部分养殖海域的实地调研来看，暂未见养殖海域受此次漏油污染的迹象，而且漏油油井也已经暂停作业。
 - 如果本次漏油事件最后像之前日本核泄漏事件一样被证明对上市公司养殖海域的影响是有惊无险，则市场情绪则有望出现理性回归，股价也将有望出现自我修复。因此，我们建议投资者跟踪事态发展，关注风险释放后的投资机会。其中，由于海参遇油腥后会自我融化从而影响产量，因此海参近期的秋季捕捞情况可以作为跟踪与参考指标之一。
 - 受蓬莱 19-3 油田漏油事件影响，海水养殖股的估值水平出现了明显回落，并逐步逼近历史估值区间的下限。其中獐子岛 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 30 倍和 22 倍，而东方海洋 2011 年和 2012 年的 PE 则分别为 31 倍和 21 倍，与各自历史估值水平相比均处于估值的底端。

图表41: 獐子岛历史估值水平



来源: Bloomberg、国金证券研究所

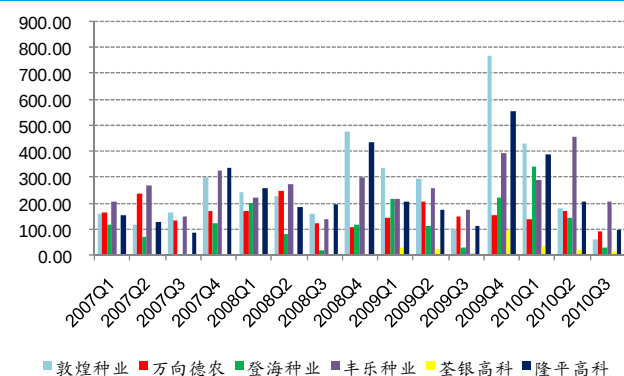
图表42: 东方海洋历史估值水平



关注业绩释放、涨价预期和政策扶持等因素对种业股的催化作用

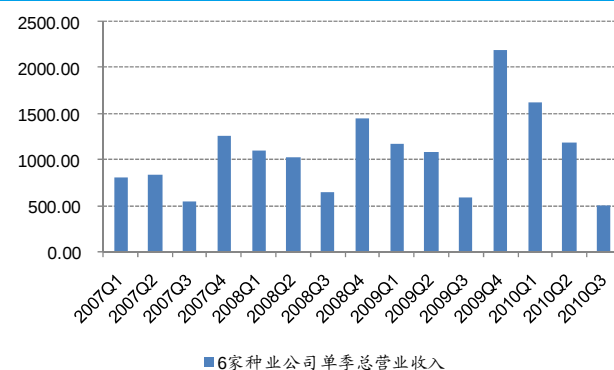
- 我们建议4季度关注种业股，其潜在的催化剂在于：（1）4季度是种业股的业绩释放期，也是历史上获取超额收益的主要时间窗口之一；（2）国内杂交水稻和杂交玉米种子价格年初上涨幅度已经达12%-17%，4季度粮食和种子价格上涨的超预期可能会成为股价的催化剂；（3）新版的《农作物种子生产经营许可管理办法》颁布以后，行业整合大幕有望逐渐拉开，未来进一步的配套和扶持政策的出台也将构成潜在的股价催化剂。

图表43: 1季度和4季度是种业公司业绩释放较为集中的时间

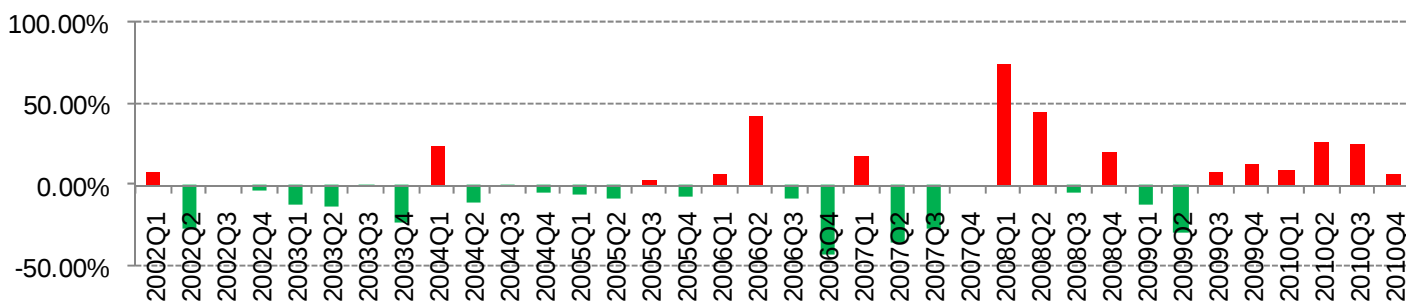


来源: 公司公告、国金证券研究所

图表44: 1季度和4季度是种业公司业绩释放较为集中的时间



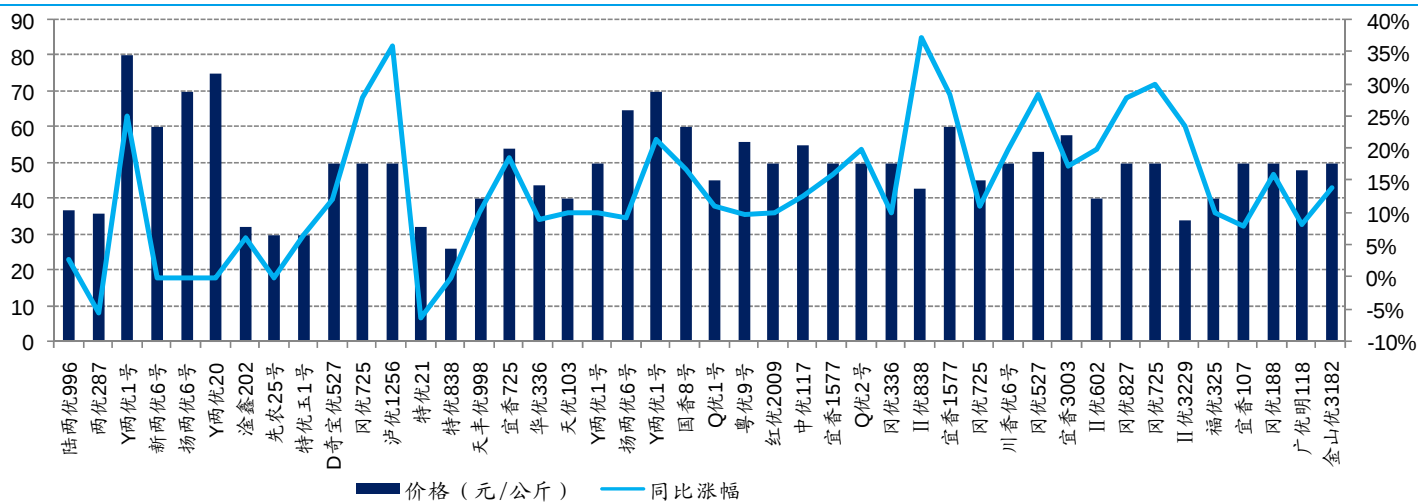
图表45: 从历史经验来看，种业股获得超额收益的时间主要集中于1季度和4季度，尤其是1季度。剩下的2季度比3季度获利机会要大。（数据为种业股收益率—同期沪深300收益率）



来源: Wind、国金证券研究所

- 国内种子价格在今年年初已经出现明显的上涨。根据全国农业技术推广服务中心的《种子市场信息》，今年 2 月的杂交水稻种子价格同比上涨约 16.2%，杂交玉米种子价格同比上涨约 12.8%左右，棉花和常规稻种子市场供应价格同比趋涨，大豆种子价格同比稳定。

图表46：2011 年 2 月，全国大部分杂交水稻种子主要品种市场价格同比有不同程度的上涨



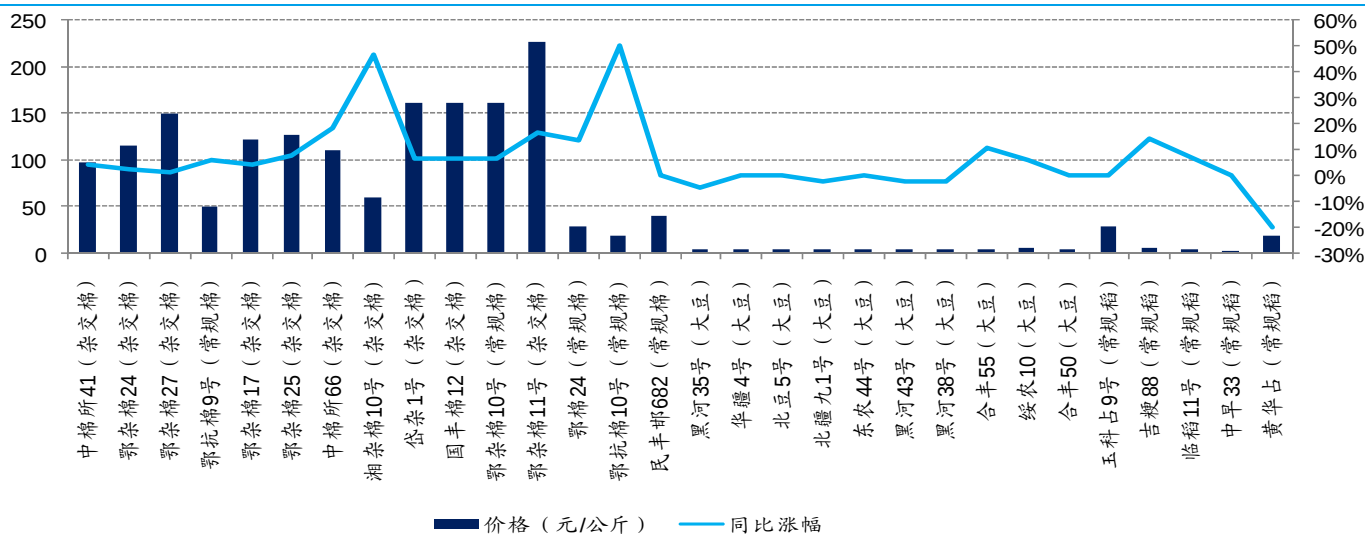
来源：中国种业商务网、国金证券研究所

图表47：2011 年 2 月，全国大部分杂交玉米种子主要品种市场价格同比有不同程度的上涨

信息来源	内蒙古赤峰	黑龙江双城	吉林前郭	吉林梨树	山东莱阳	河南唐河	河南西平	天津	天津	河北献县	河北献县	河北献县	山西省高新区	山西省高新区	内蒙古赤峰	吉林梨树	吉林梅河口	黑龙江望奎	黑龙江双城
品种名称	先玉 335	久龙 14	郑单 958	先玉 335	三北 218	鑫玉 16	鑫玉 35	浚单 20	鑫玉 16	浚单 20	鑫玉 35	郑单 958	先玉 42	农大 84	郑单 958	郑单 958	吉单 35	龙单 57	郑单 958
价格(元/公斤)	90 (8000 粒)	32 (8000 粒)	55(5000 粒)	248 (20000 粒)	50 (4300 粒)	50 (3800 粒)	45 (4500 粒)	18	20	16	30	12	16	16	15	11	12	26	14
价格同比去年涨跌 (元/公斤)	0	-1	0	-50	15	5	5	4	2.5	6	10	4	2	0	3	3	-4	0	5
亩用种价格	52.9	40	55	49	50	50	45	45	50	32	45	24	32	32	52.5	36	30	52	28
种子经营企业	敦煌先锋良种	黑龙江久龙种业	河南农科院种业	敦煌先锋良种	三北种业公司	北京奥瑞金种业	北京奥瑞金种业	天津科润种业	天津科润种业	献丰种业公司	献丰种业公司	献丰种业公司	山西屯玉种业	山西屯玉种业	河南农科院种业	北京德农种业	吉林长融高新	安达同瑞种业	德农种业

来源：中国种业商务网、国金证券研究所

图表48：2011年2月，棉花和常规稻种子市场供应价格同比趋涨，大豆种子价格同比稳定



来源：中国种业商务网、国金证券研究所

- 农业部于今年8月发布了新版的《农作物种子生产经营许可管理办法》，并于9月25日起正式开始实施。新版的办法大幅度提高种子生产和经营的准入门槛。据统计，我国目前有8700多家种子企业，其中注册资本在3000万以上的仅有200多家，实现繁育推一体化、经营范围覆盖全国的企业不到100家。
- 根据新管理办法的规定，“新办法施行之日前已取得农作物种子生产许可证，且有效期在本办法施行之日起至2012年4月1日届满的企业，其种子生产许可证的有效期自动延展至2012年4月1日；已取得农作物种子经营许可证，且有效期在本办法施行之日起至2012年9月25日届满的企业，其种子经营许可证的有效期自动延展至2012年9月25日。”随着准入门槛的提高和旧版许可证的逐渐到期，我们种子行业整合序幕在未来一年里有望逐渐拉开。

图表49：《农作物种子生产经营许可管理办法》新旧版本的对比

	原来规定	新规定
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	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
	生产杂交种子的，注册资本 500万元以上	申请杂交稻、杂交玉米种子及其亲本种子生产许可证的，注册资本 不少于3000万元
经营许可证	申请主要农作物杂交种子经营许可证的单位和个体，申请注册资本 500万元以上	申请杂交稻、杂交玉米种子及其亲本种子经营许可证的，注册资本 不少于3000万元 ，固定资产 不少于1000万元
	申请主要农作物杂交种子以外的种子经营许可证的单位和个体，申请注册资本 100万元以上	申请杂交稻、杂交玉米种子及其亲本种子以外的应当加工、包装的农作物种子经营许可证的，注册资本 不少于500万元 ，固定资产 不少于250万元
	申请从事种子进出口业务种子经营许可证，申请注册资本达到 1000万元以上 。	从事种子进出口业务的公司申请种子经营许可证的，注册资本 不少于3000万元 ，固定资产 不少于1000万元
	实行选育、生产、经营相结合，向农业部申请种子经营许可证的种子公司，申请注册资本 3000万元以上 ；自有品种的种子销售量占总经营量的50%以上；	实行选育、生产、经营相结合，注册资本达到 1亿元以上 的公司，申请种子经营许可证的，固定资产 不少于5000万元

来源：农业部、国金证券研究所

2011 年 4 季度农牧渔业投资策略

- **推荐饲料股。**我们认为养殖行业在 4 季度有望进入本轮景气行情的末端。从基本面的角度而言，饲料行业的景气高点一般滞后于养殖业高点一年左右的时间。因此饲料行业有望接力养殖业，在未来进一步延续本轮上升周期。从股价表现特征的角度而言，正如我们中期策略以来一直强调的，生猪存栏量走势领先饲料股价 0-3 个月。随着 7 月份以来存栏量的明显提升，我们认为饲料股在 4 季度仍有较大的投资机会，**建议投资者关注新希望、唐人神、大北农、海大集团、金新农和正邦科技等饲料股的投资机会。**
- **建议关注海水养殖股风险释放后的投资机会。**
 - 随着销售旺季的到来，今年的海产品市场有望延续去年供销两旺、量价齐升的良好局面，从而对股价构成良好的催化作用。目前压制海水养殖股股价表现的主要因素是蓬莱 19-3 油田漏油对渤海湾养殖海域污染的不确定性，进而使市场投资者对投资海水养殖股产生疑虑和信心不足。
 - 从我们近期对海产品市场调研和市场价格节节攀升的走势来看，本次漏油事件并未对海珍品的需求产生明显的负面影响。市场的担心可能更多在供给上，是否会造成减产和失收。而从我们近期对大连和烟台的部分养殖海域的实地调研来看，暂未见养殖海域受此次漏油污染的迹象，而且漏油油井也已经暂停作业。如果本次漏油事件最后像之前日本核泄漏事件一样被证明对上市公司养殖海域的影响是有惊无险，则市场情绪则有望出现理性回归，股价也将有望出现自我修复。
 - 受蓬莱 19-3 油田漏油事件影响，海水养殖股的估值水平出现了明显回落，并逐步逼近历史估值区间的下限。其中獐子岛 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 30 倍和 22 倍，而东方海洋 2011 年和 2012 年的 PE 则分别为 31 倍和 21 倍，与各自历史估值水平相比均处于估值的底端。因此，我们建议投资者跟踪事态发展，关注獐子岛、东方海洋、好当家和壹桥苗业等水产股风险释放后的机会。其中，由于海参遇油腥后会自我融化从而影响产量，因此海参近期的秋季捕捞情况可以作为跟踪与参考指标之一。
- **建议 4 季度关注种业股，其潜在的催化剂在于：**（1）4 季度是种业股的业绩释放期，也是历史上获取超额收益的主要时间窗口之一；（2）国内杂交水稻和杂交玉米种子价格年初上涨幅度已经达 12%-17%，4 季度粮食和种子价格上涨的超预期可能会成为股价的催化剂；（3）新版的《农作物种子生产经营许可管理办法》颁布以后，行业整合大幕逐渐拉开，未来进一步的配套和扶持政策的出台也将构成潜在的股价催化剂。**在投资标的上可以重点关注登海种业、隆平高科、敦煌种业和荃银高科。**

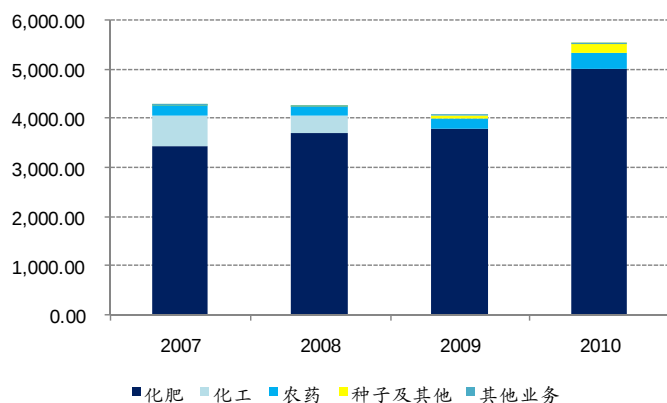
重点公司推荐

辉隆股份：“买入”评级，目标价 24.55 元

- 我国农资流通行业是资金密集型行业，并呈现“大行业、小公司”的行业特征。国家政策目前鼓励农资流通行业通过兼并重组做大做强。上市后的辉隆股份有望通过资本市场的融资优势和自身的经营管理优势担当起行业整合者的角色。公司目前在安徽省内的市场占有率约为 15%，全国市场占有率约为 1%-1.5%，未来具有很大的成长空间。
- 辉隆股份新一轮扩张期已启动，业绩增长可期。公司省外业务的快速崛起已证明，“配送中心+加盟商”模式的异地复制有效、可行。公司本次 IPO 募集资金计划投资改扩建 20 家配送中心，省内和省外各 10 家。我们预计项目建成后的仓储运输能力将提升 60%，省内业务 2011-2012 年的增速有望达 12.16%和 21.24%，而省外业务则有望达 37.08%和 59.99%。

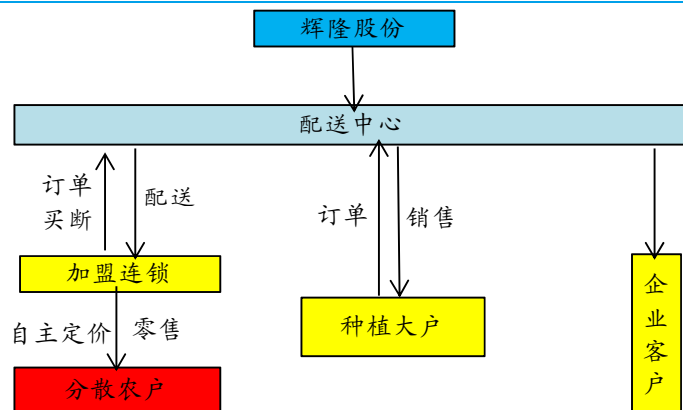
- 辉隆股份已经通过兼并收购开始担当起行业整合者角色，从而进一步打开成长空间。根据北美农资连锁巨头加阳公司（Agrium）的发展经验，上市融资和兼并收购是农资流通企业做大做强的有效途径。公司作为国内第一家上市的农资连锁企业，先发优势明显。公司可以借助于资本市场的融资优势和自身灵活的经营机制，担当起农资流通行业整合者的角色，从而进一步打开成长空间。
- 预计公司 2011 年-2013 年的净利润分别为 167.79 百万元、250.41 百万元和 308.34 百万元，同比分别增长 22.44%、49.24%和 23.13%，EPS 分别为 0.701 元、1.047 元和 1.289 元

图表50：公司营业收入变动趋势

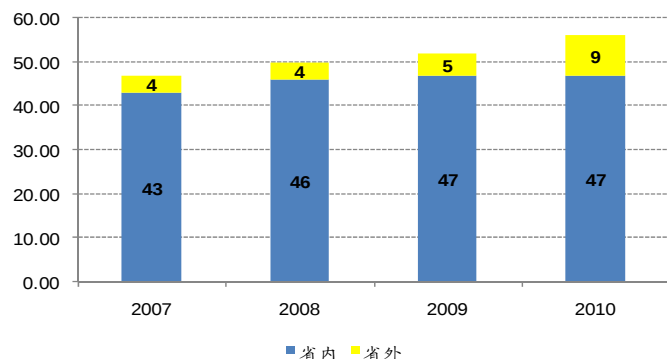


来源：公司公告、国金证券研究所

图表51：公司主要的销售模式

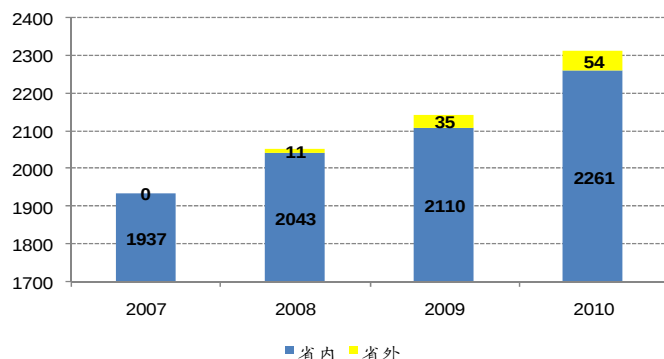


图表52：公司配送中心网点的布局情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表53：公司加盟店的布局情况



图表54：营业收入预测表

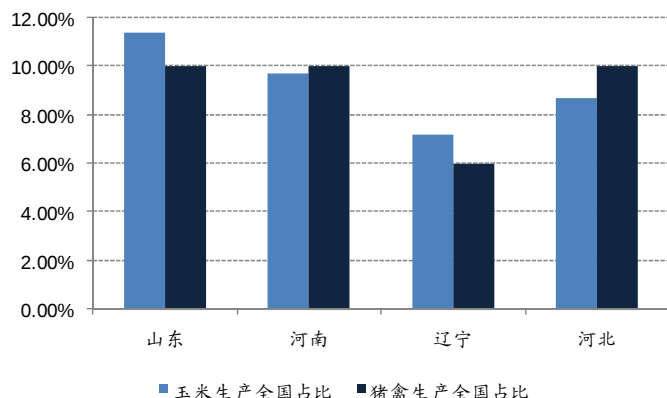
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入合计（百万元）	4,319.49	4,277.51	4,086.34	5,551.90	6,744.43	9,184.88	11,179.09
增速		-0.97%	-4.47%	35.87%	21.48%	36.18%	21.71%
安徽省内营业收入（百万元）	2,382.86	2,272.20	2,113.11	2,147.35	2,408.43	2,919.96	3,384.93
增速		-4.64%	-7.00%	1.62%	12.16%	21.24%	15.92%
省外营业收入（百万元）	1,068.33	1,194.09	1,265.28	2,182.19	2,991.41	4,785.87	6,167.19
增速		11.77%	5.96%	72.47%	37.08%	59.99%	28.86%
外销收入（百万元）	868.31	811.23	707.95	1,222.36	1,344.60	1,479.06	1,626.96
增速		-6.57%	-12.73%	72.66%	10.00%	10.00%	10.00%
省内配送中心数量（个）	43.00	46.00	47.00	47.00	49	50	51
省外配送中心数量（个）	4.00	4.00	5.00	9.00	19	21	23
省内配送中心平均收入（万元/个）	5,541.54	4,939.56	4,495.98	4,568.83	4,915.15	5,839.91	6,637.11
省外配送中心平均收入（万元/个）	26,708.21	29,852.16	25,305.60	24,246.56	15,744.24	22,789.83	26,813.89
省内经营面积（平方米）	NA	118,452.16	120,102.16	120,102.16	168,902.16	177,302.16	185,702.16
省外经营面积（平方米）	10,964.74	10,964.74	18,964.74	35,402.77	77,902.77	86,402.77	94,902.77
省内单位经营面积收入（万元/平方米）	NA	1.92	1.76	1.79	1.43	1.65	1.82
省外单位经营面积收入（万元/平方米）	9.74	10.89	6.67	6.16	3.84	5.54	6.50

来源：公司公告、国金证券研究所

新希望：“买入”评级，目标价 22.57-25.10 元

- 资产重组及公司股东申请豁免要约收购事宜已经获得证监会核准。重组完成后，六和集团是收入贡献比重最大的一块资产，主营收入约占 74%，主营毛利约占 68%。从业务细分来看，饲料业务将是公司未来收入的主要来源，其次是屠宰及肉制品业务，营业利润占比分别为 71%和 20%。
- 六和集团饲料业务在山东的市场份额为 46%，全国市场份额为 7.2%，是国内最大的饲料生产企业。凭借规模优势和成本优势，公司饲料业务过去的年平均增速高达 40%，大幅高于 7.7%的行业平均水平，市场份额不断提升，是行业的领导者与整合者。
- 饲料产品的销售半径平均为 150-200 公里。由于销售半径和原料资源等限制，山东区域外的竞争对手进入山东市场要比公司承担更高的成本，从而给该市场构筑了进入壁垒。我们认为公司目前在山东市场已形成合围之势，凭借规模优势和价格优势，继续做大山东市场指日可待。
- 可以异地复制的成功：河南、河北和辽宁等市场与山东市场同质性强，成功复制山东模式的概率很大。（1）相似的原料产地和终端市场资源，利于公司复制成本优势和微利策略；（2）相似的禽畜养殖密度和交通运输密度，利于公司复制密集开发策略；（3）较低的市场集中度利于公司发挥规模领先优势；（4）河南、河北与山东三省接壤，相似的养殖习惯利于公司复制服务营销的策略。
- 预计公司 2011 年和 2012 年归属于母公司所有者的净利润分别为 1906.93 百万元和 2236.9 百万元，EPS 分别为 1.1 元和 1.29 元。

图表55：河南、辽宁和河北与山东有着相似的原料产地资源和终端市场

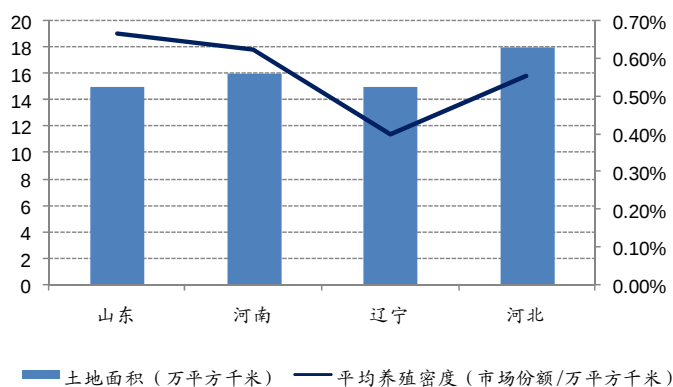


来源：国家统计局、国金证券研究所

图表56：不受行政划分影响，农业生产具有明显的地理分布特征，河南、河北与山东三省相互接壤成养殖片区，在禽畜养殖习惯上也具有较大的相似性

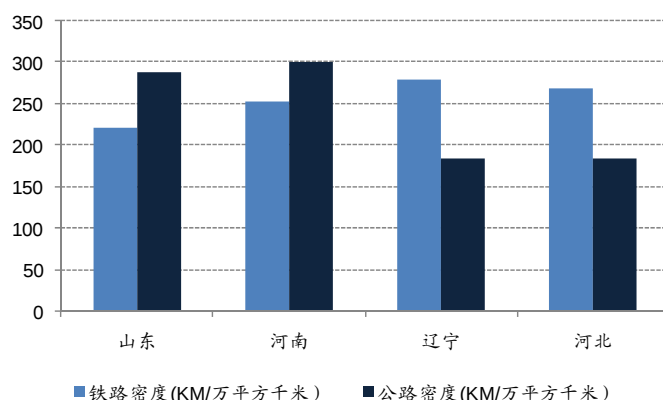


图表57：河南、辽宁和河北与山东有着相似的土地面积和平均禽畜养殖密度



来源：国家统计局、国金证券研究所

图表58：河南、辽宁和河北与山东有着相似的铁路密度和公路密度



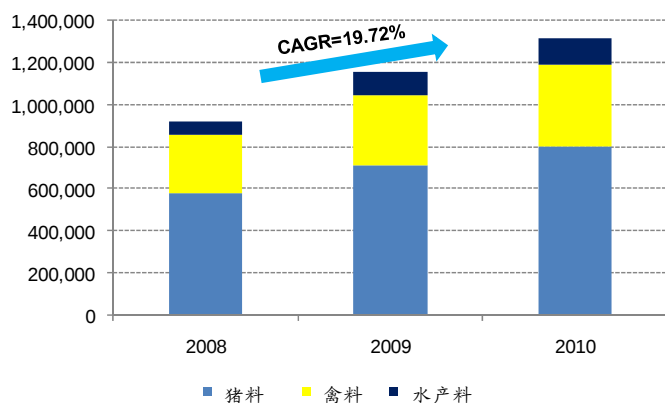
唐人神：“买入”评级，目标价 28.38-30.10 元

- 公司是湖南省内饲料和中式肉制品的双冠王。公司的饲料产品和“唐人神”中式肉品在湖南省内均位居第一，市场份额分别为 7.24%和 68%。与此同时，公司的饲料业务和肉类业务均进入行业全国十强。
- 与其他饲料股相比，公司最大的亮点在于其业内领先的产业链模式。对于饲料企业而言，产品同质性强，服务模式和销售模式对于发挥增长潜力是关键，例如国外的正大集团（产业链）和国内的山东六和（产业链和密集开发）就是模式创新带来高增长的经典案例。公司目前已初步形成由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成的产业链布局。我们认为业内领先的产业链模式有望成为公司在未来竞争中制胜的法宝之一。
- 在产业链的模式下，公司的人均销售量和人均创利等营销效率指标均领先于大部分竞争对手。年初以来，公司重点加强销售团队建设和销售力度，并由公司董事长亲自挂帅，销售形势逐月趋好。经估算，我们预计公司上半年的饲料销量有望达 66-68 万吨。根据逐月提升的销售趋势和行业景气

趋势，预计全年的饲料销量有望达到 160 多万吨，同比增长约 25%，大幅高于去年同期 14% 的水平。

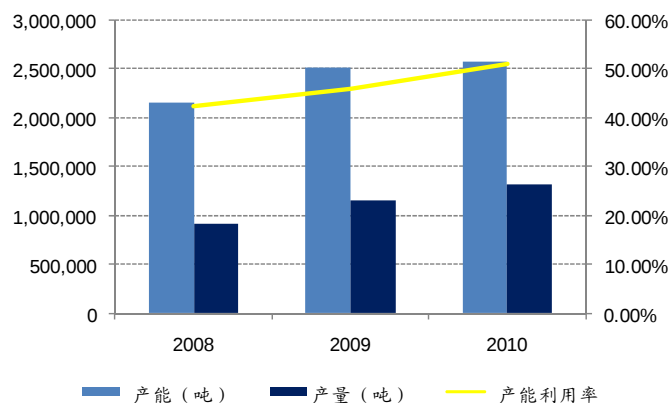
- 预计公司 2011 年-2013 年归属于母公司的净利润分别为 118.98 百万元、155.00 百万元和 198.84 百万元，同比分别增长 43.10%、30.28% 和 28.29%，EPS 分别为 0.86 元、1.12 元和 1.44 元。

图表59：公司过去 3 年的饲料销量年平均增速为 19.72%。其中猪料占比最高，水产料增速最快

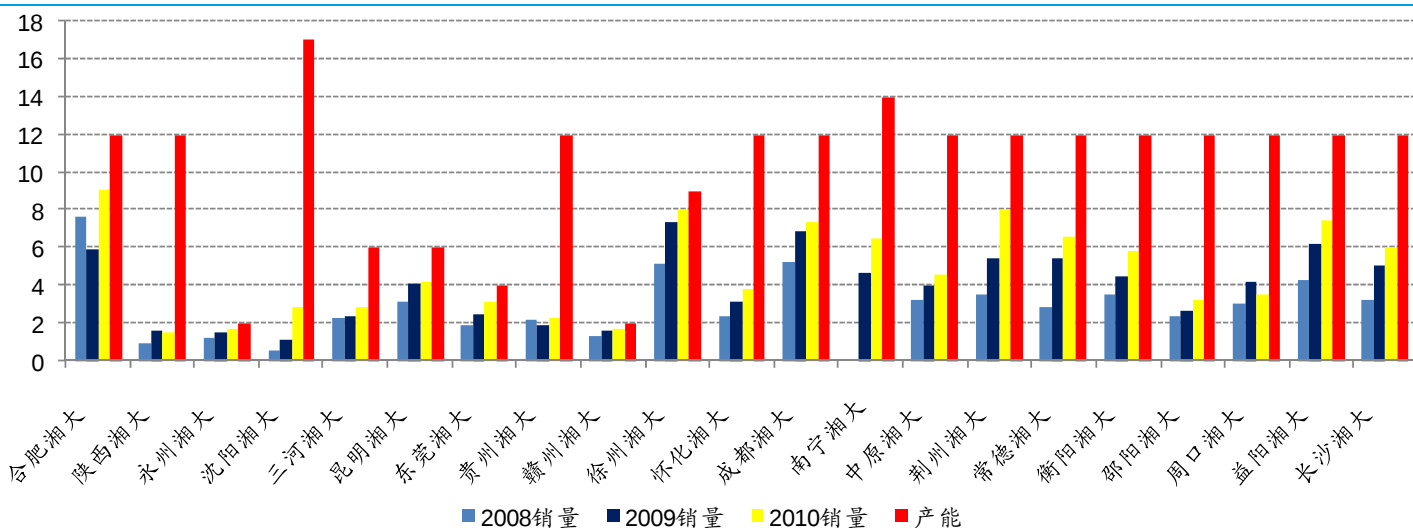


来源：公司公告、国金证券研究所

图表60：公司的产能利用率仅有 50%，产能充足



图表61：公司大部分饲料子公司的业务增长趋势良好，产能充足（单位：万吨）



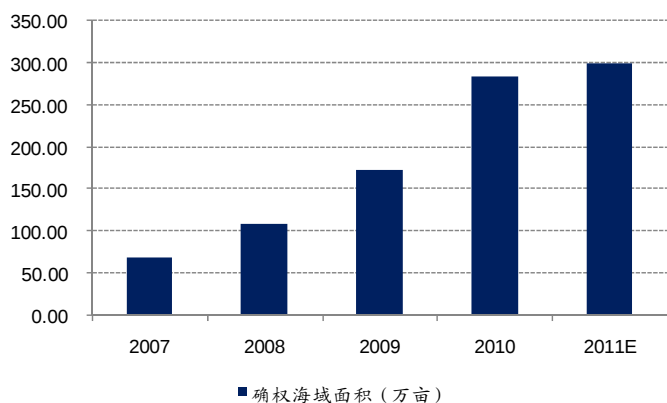
来源：公司公告、国金证券研究所

獐子岛：“买入”评级，目标价 33.6 元

- 公司的确权海域面积在过去几年大幅攀升，从 07 年底的约 70 万亩大幅攀升至 10 年底的 285 万亩，预计 2011 年有望达到 300 万亩。而截至 2010 年底，公司虾夷扇贝的累计投苗面积已经达约 240 万亩。公司 08 年至 10 年的投苗面积分别约为 47 万亩、60 万亩和 120 万亩，预计公司 2011 年-2013 年的底播扇贝产量仍有望保持良好的增长态势。
- “抑浮扩底”已经开始成为行业的长期趋势，底播贝在未来将进一步替代浮筏贝。公司未来 3 年产能充足，销量的成长是大概率事件。

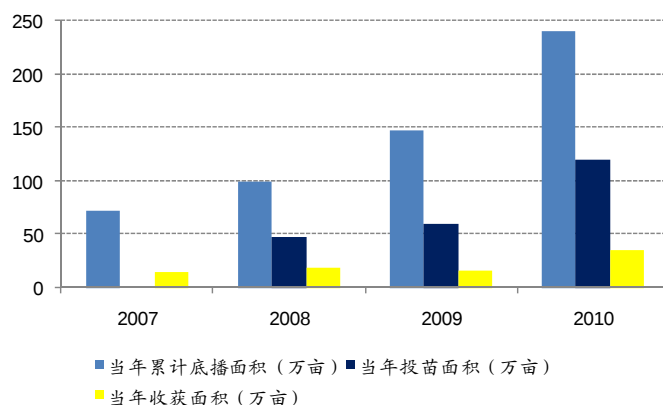
- 日本是全世界最大的扇贝生产国，09 年的扇贝产量达到 56.56 万吨，当年出口量为 1.2 万吨。在本次地震中，日本扇贝保守预计减产 20%-30%，较多海外需求已开始从日本转移至我国，我们预计公司的扇贝等海产品出口在未来较长时期里将面临量价齐升的良好局面。
- 由于海水养殖企业的成长有赖于养殖海域资源的扩大，因此目前市场存在一种声音，那就是在国内的清洁海域资源越来越稀缺的情况之下，獐子岛目前的大面积确权海域在 3-5 年充分达产后，公司还能靠什么取得进一步的成长？从鱼子酱项目到韩国的海外投资项目，都充分彰显了公司管理层具有前瞻性的战略眼光，也是对资本市场疑虑的积极回应。我们认为如果本次对外投资项目得到公司董事会及国家相关部门批准，并最终取得良好的业绩效果，那么将有望打开公司海域资源扩张和业绩成长的另一扇大门。
- 我们预计公司 2011 年-2013 年归属于母公司所有者的净利润分别为 595.25 百万元、822.39 百万元和 1166.44 百万元，同比分别增长 40.8%、38.16%和 41.84%，摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.16 元和 1.64 元。

图表62：獐子岛的确权海域面积逐渐攀升



来源：公司公告、国金证券研究所

图表63：獐子岛各年度的累计底播面积、投苗面积和收获面积情况



东方海洋：“买入”评级，目标价 20.80-22.75 元

- 从供给来看，国外海参目前仍以野生捕捞为主。由于过度捕捞，野生资源已经逐渐衰竭。而海参人工养殖尚处于小规模试验阶段，目前较为领先并且形成一定规模的国家主要是中国和日本（主要是刺参）。我国的海参产量由于清洁养殖海域资源的日渐稀少，产量增长区间已经从 06 年以前的 20%-30%下滑至近几年的 5%-20%，未来将面临增长空间逐渐减小的局面。
- 从需求来看，海参的消费群体主要是全球华人，其中中国大陆是主要的消费市场。香港、台湾和新加坡等华人地区的海参消费发展经验均表明，人均 GDP 突破 6000 美元往往可以启动当地的海参消费热潮，这一规律也基本与我国目前主要的海参消费省区相吻合。我国人均 GDP 目前只有 4000 多美元，人均 GDP 的不断上升将进一步拉动国内海参消费需求。
- 从定量来看，香港、台湾和新加坡等华人地区的人均海参（干货）消费量基本在 30-90 公斤/每千人的水平。而我国目前海参主要消费省区的人均消费量只有 10.57 公斤/每千人，全国居民的人均均消费量更是只有 3.69 公斤/每千人。人均消费量的差距隐含的是国内海参消费市场巨大的增长潜力。
- 东方海洋的竞争优势主要体现在优质的底播养殖海域资源。我国海参产量过去 10 年虽然有较大增幅，但是底播量不仅增长有限，且占比仅为总供

给量的 4.23%。公司坐拥约 4 万亩的海参底播海域资源，产品品质的差异化竞争优势是其一大亮点。而在供不应求的行业格局之下，公司底播海参的品质差异化优势更是有望助推公司新增产能顺畅地转化为销量增长。

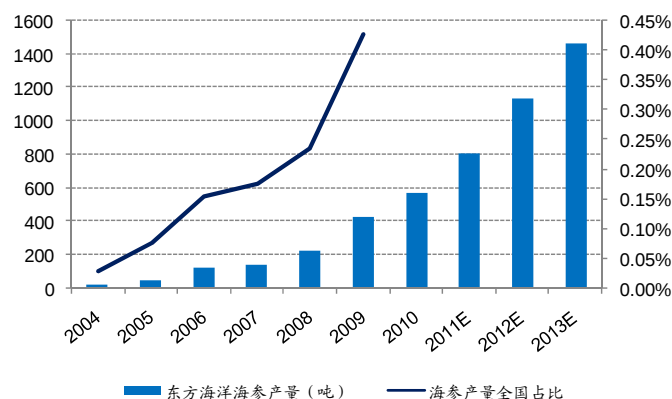
- 预计公司 2011-2013 年的净利润分别为 103.62 百万元、157.65 百万元和 209.87 百万元，同比分别增长 41.24%、52.14% 和 33.07%；EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.86 元。

图表64：公司养殖海域分布情况

海参养殖面积合计	41400
底播	39400
围堰	2000
海参精养池合计	2400
养殖区域	养殖面积（亩）
担子岛及舵罗岛	9995
海阳辛安（增发项目新增）	10,410
海阳辛安（上市前原有围堰海域）	837
牟平	9,902.95
莱州	10,255.05
海参养殖面积合计	41,399.70
烟台市牟平区刺参养殖基地	260.00

来源：公司公告、国金证券研究所

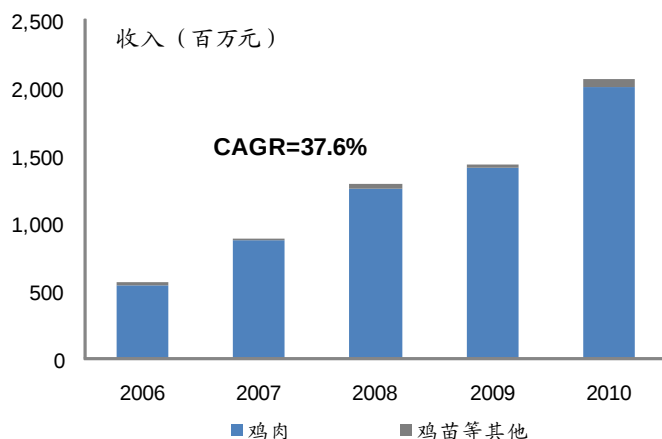
图表65：东方海洋历年海参产量和市场份额逐年提升



圣农发展：“买入”评级，目标价 22.14-23.72 元

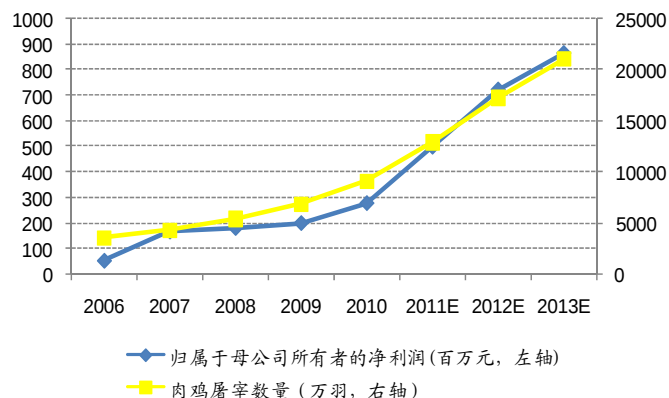
- 公司是国内肉鸡一体化自养模式的龙头企业。产品的品质差异化和标准化是公司的核心竞争力所在。凭借差异化的竞争策略，公司产品供不应求，销售顺畅。
- 依靠竞争对手难以复制的山区养殖资源，公司一体化自养模式生产的鸡肉品质优，产出稳定，在行业中具有突出的产品差异化竞争优势。
- 凭借差异化的产品品质优势，公司成为肯德基、麦当劳等国内知名快餐、食品企业的核心供应商。突出的销售渠道优势使大部分竞争对手难以望其项背。公司目前的供给仍无法满足下游客户的需求。
- 公司分割冻鸡肉产品每吨销售溢价几百元至上千元。公司大客户以“成本+合理利润”的方式定价，保障公司获取稳定的利润份额。
- 公司截止去年底的产能为 9600 万羽，未来三年将新增 9600 万羽，并以 51%控股的合资公司欧圣未来将拥有 6000 万羽产能，共计 2.22 亿羽。在公司鸡肉产品以产定销、供不应求的销售形势下，预计公司未来 3 年的新增产能基本可以转化成销量，业绩增长确定性高。
- 我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.55、0.79 和 0.95 元，同比增长 78.95%、44.75% 和 19.76%。

图表66：公司营业收入增长稳健



来源：公司公告、国金证券研究所

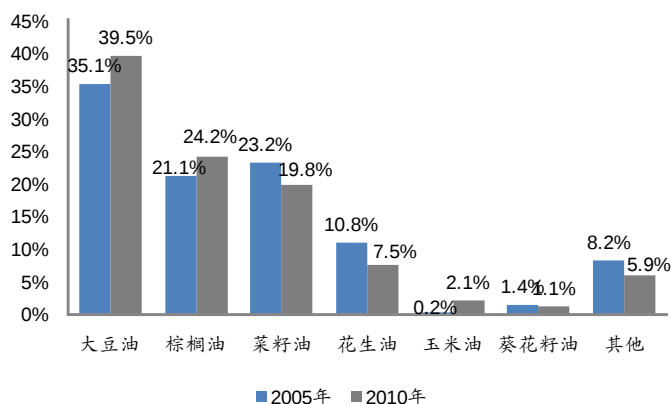
图表67：在以产定销和供不应求的驱动之下，随着公司产能和销量的增加，公司业绩增长的确切性相对较高。



西王食品：“买入”评级，目标价 39.5-45.2 元

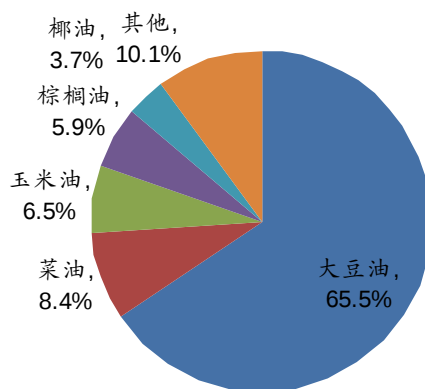
- 我国玉米油行业正处于高速成长期，2005-2010 年消费量年复合增长率高达 63.5%。玉米油作为营养健康的小油种，在欧美和日本市场均广泛受到认可。美国和日本玉米油消费量占植物油的比重分别达到 6.5% 和 3.7%，远高于我国 2.1% 的水平。综合分析国内玉米油消费需求增长和玉米深加工胚芽原料的供给，预计我国玉米油市场容量仍有 1 倍以上的成长空间。
- 公司 2008-2010 年小包装销量分别为 0.44、1.8 和 4.5 万吨，年增速分别为 300% 和 150%。随着公司大力拓展渠道，预计公司 2011 年小包装油销量有望翻番。作为玉米油行业的领跑者，公司在营销、品牌、规模和产能等方面的优势将助推未来 3 年业绩高增长。
- 随着高毛利的小包装业务将逐渐取代低毛利的散装油业务，公司综合毛利率在未来 3 年有望逐渐提升。
- 预计 2011-13 年每股收益分别为 1.13、1.51 和 2.12 元，三年净利复合增速达 37%。

图表68：我国玉米油年复合增速 63%，目前占食用油比重约为 2.1%

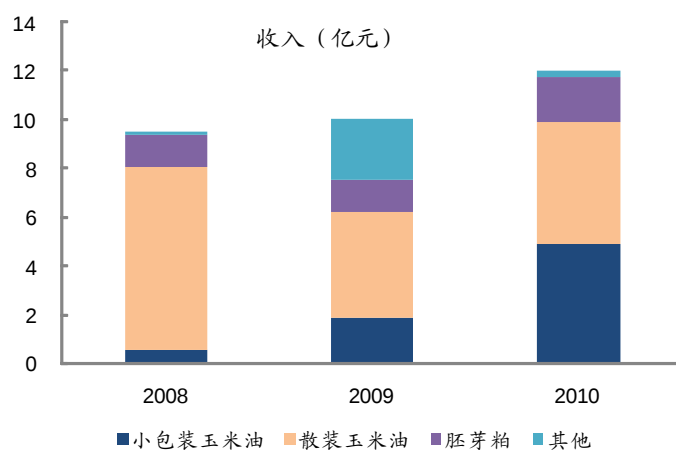


来源：公司公告、国金证券研究所

图表69：美国玉米油为其第三大消费植物油，仅次于豆油和菜油

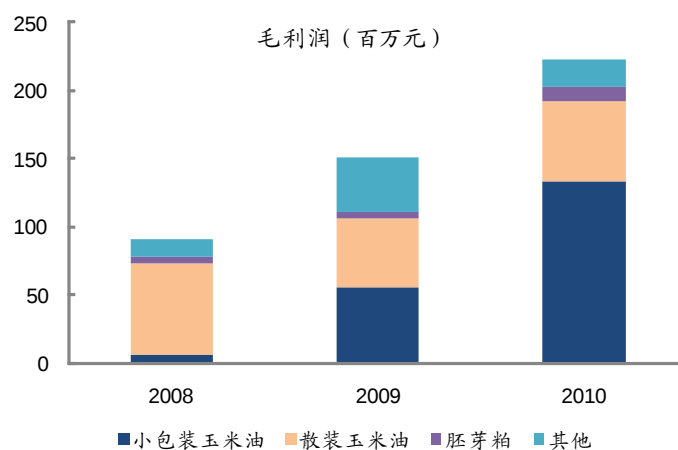


图表70：公司小包装玉米油收入逐年递增



来源：公司公告、国金证券研究所

图表71：公司散装玉米油利润稳定，小包装利润递增



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B