

关注产业升级和消费升级的投资机会

——德邦证券农林牧渔行业2012年度投资策略报告



TEBON 德邦证券
农林牧渔行业研究小组

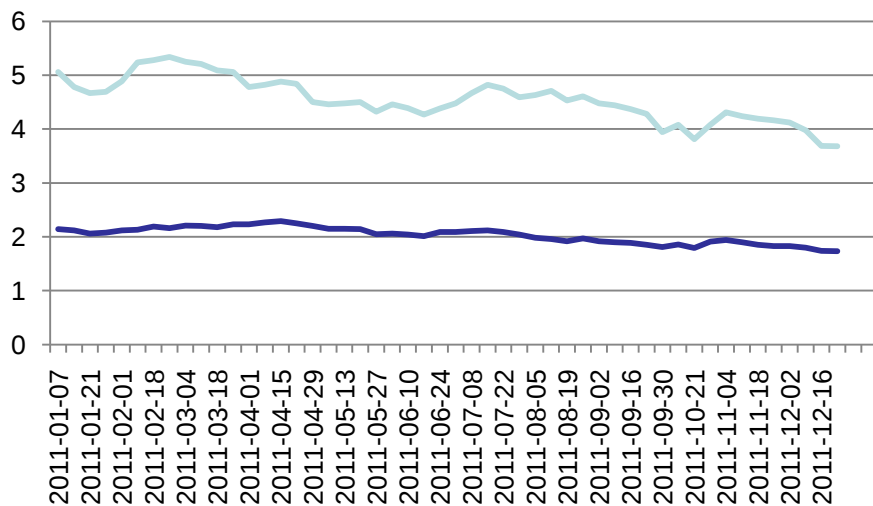
联系人：郭良平，021-68761616-8558

执业证书编号：S0120511100001
www.tebon.com.cn

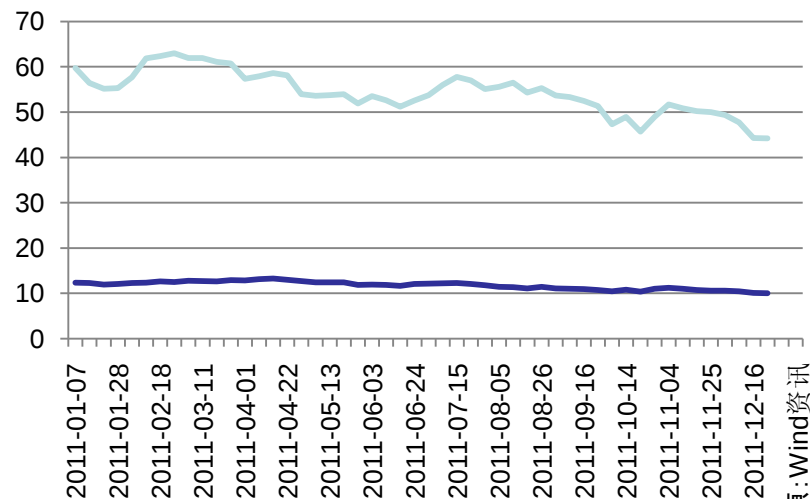
主要内容

- 行业估值偏高，缺乏系统性机会。自下而上的投资策略。
- 农林牧渔2012年度主要投资逻辑：产业升级+消费升级
- 产业升级：人口约束+资源约束下的产业升级
- 产业升级主题下的公司选择
- 消费升级：陆地蛋白向海洋蛋白的消费升级
- 消费升级主题下的公司选择

农林牧渔行业整体估值远高于沪深300



— 农林牧渔行业PB — 沪深300PB



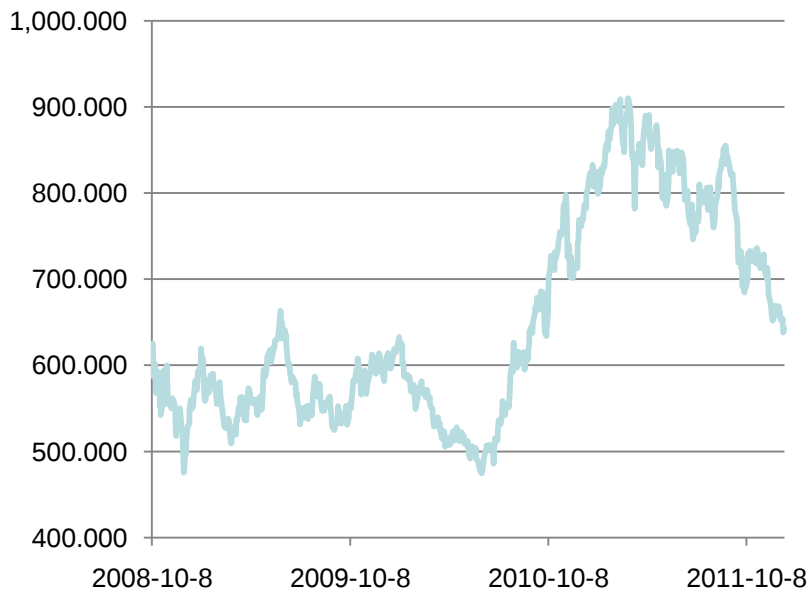
— 农林牧渔行业市盈率 — 沪深300市盈率

数据来源: Wind资讯

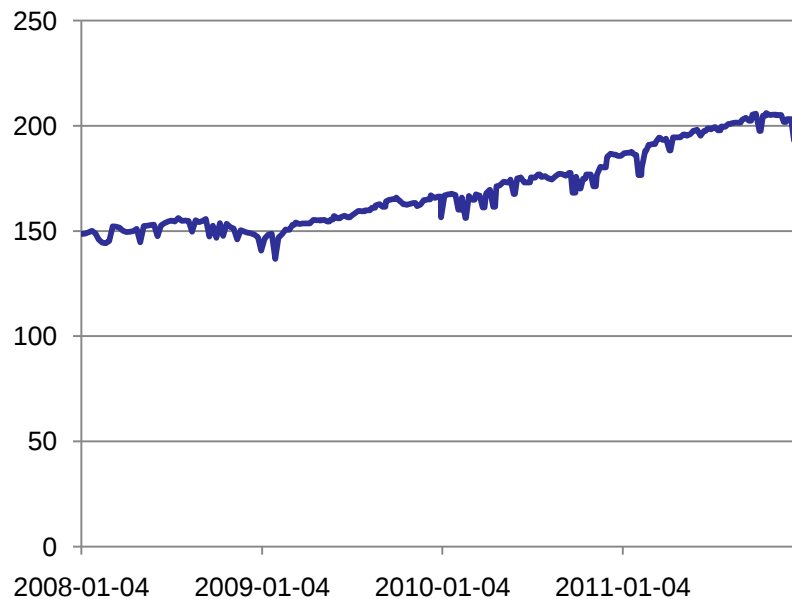
最新数据: 沪深300PE10.01倍, PB 2.12倍
农林牧渔行业PE44.20倍, PB12.36倍

2012上半年农业指数仍有下行需求

高盛农业指数



全国粮油批发价格综合指数



从农产品的消费属性看，国内农产品价格有望上半年继续走低。而从金融属性来看，2012年6月美国OT结束，高盛农业指数有望走高。

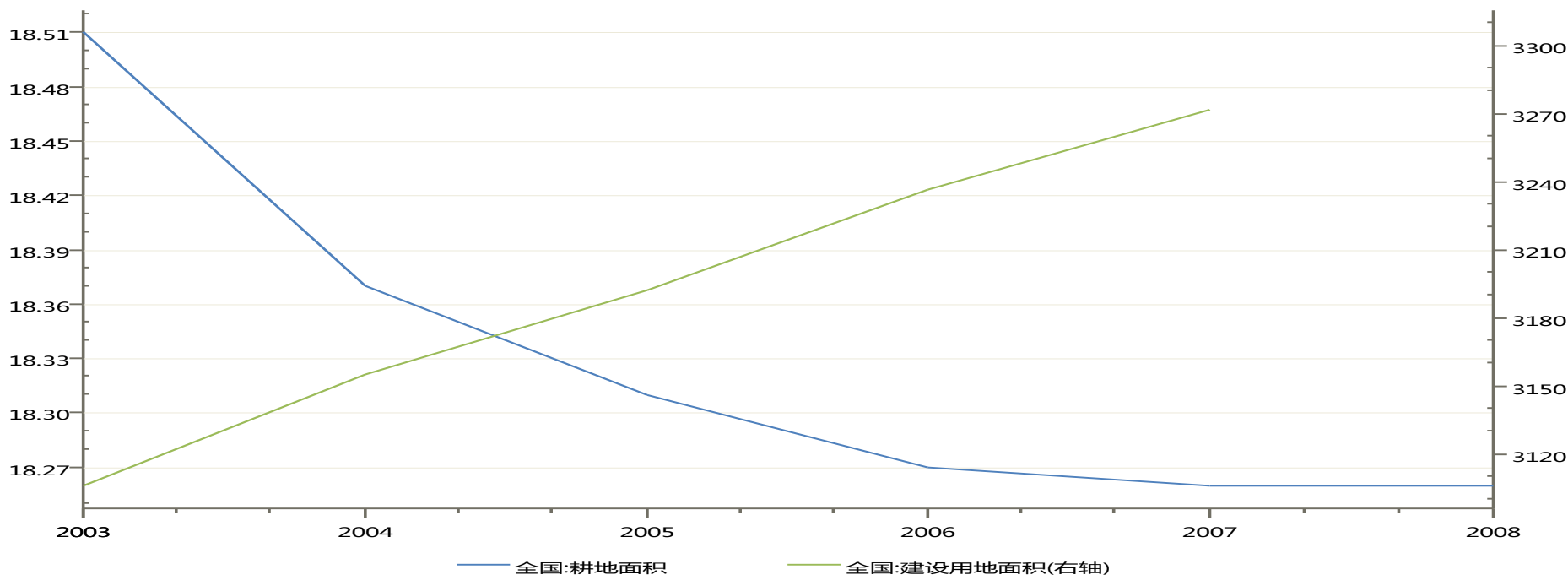
行业整体缺乏系统性机会，只能自下而上，从产业变革中寻找可能的投资标的。

2012上半年高盛农业指数仍有下行需求 只能采取自下而上的投资策略



农林牧渔产业升级正在进行时

- 产业背景：务农人员，土地资源，农业技术均在发生变化
- 人口数据：2009乡村人口71288万人，2010年减少至67415万人。（wind数据）
- 耕地面积递减，建筑用地递增。人均农地资源越来越少。

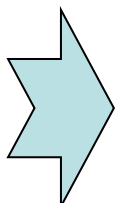


农林牧渔产业升级正在进行中

- 人均农业资源的降低和人口绝对额的增加倒逼产业升级。
- 产业升级原理：突破彼得原理----减少资源错配，提高效率
利用科斯定理----降低交易费用，规模效应
- 产业升级方向：资源集约化；创新科技化；外延扩张化。

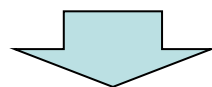
产业升级下的公司选择

资源集约化：人力资源的专才专用
地理资源的空间整合
技术资源的顺利传导



海大集团
辉隆股份
广东温氏

创新科技化：科研体系建设（产研结合体系）
先进物种研制（种子、种畜、种禽）



隆平高科 大北农 登海种业

外研扩张化：横向一体化
纵向一体化

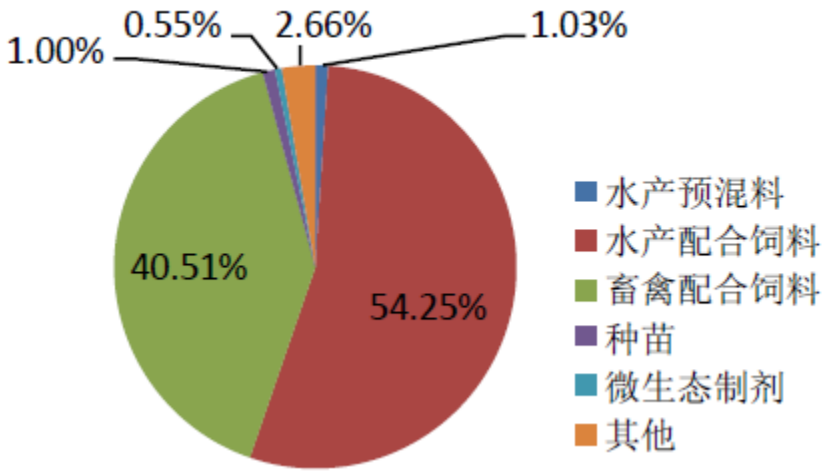


新希望
雏鹰农牧
壹桥苗业

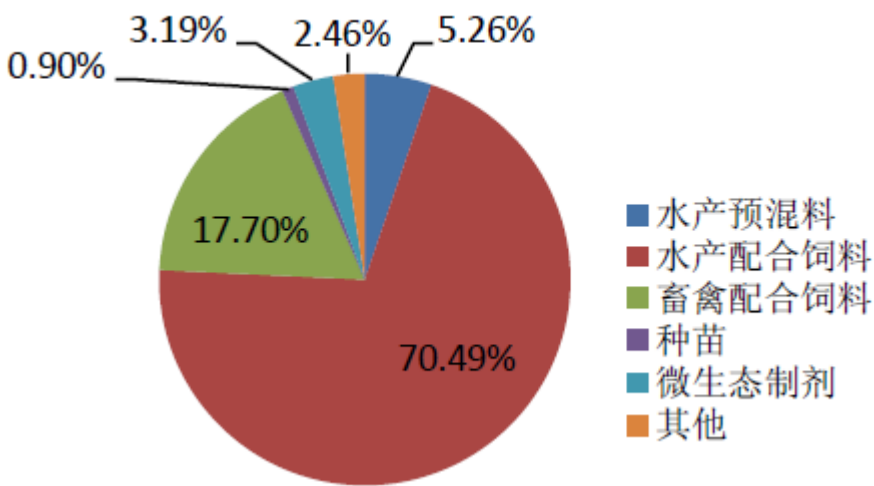
资源集约化之海大集团

海大集团成立于2004年，目前水产预混料销量全国第一，水产配合饲料销量全国第二。公司饲料产品包括水产预混料、水产配合饲料和畜禽配合饲料三大类，水产配合饲料中包括鱼料和虾料；畜禽配合饲料包含猪料、鸡料和鸭料。2010年公司饲料业务收入占主营业务收入的比重为96%，其中，水产配合饲料和畜禽配合饲料业务收入占比最大，分别达到54.3%和40.5%，而水产预混料主要用作内销；水产配合饲料对公司毛利贡献最大，2010年其毛利占比高达70.49%。其主要优势：

- **技术人员直达养殖区域指导：**为养户提供种苗—养殖模式和技术—水质调控和疾病防治—饲料投喂的整体解决方案
- **地理资源整合：**海大集团收购越南公司，剑指优质市场。越南养殖水面资源丰富，行业发展程度不高，未来提升潜力巨大。
- **人力资源专才专用：**养殖户负责日常维护，专业人员现场指导，技术传导无信息漏损。



收入比例

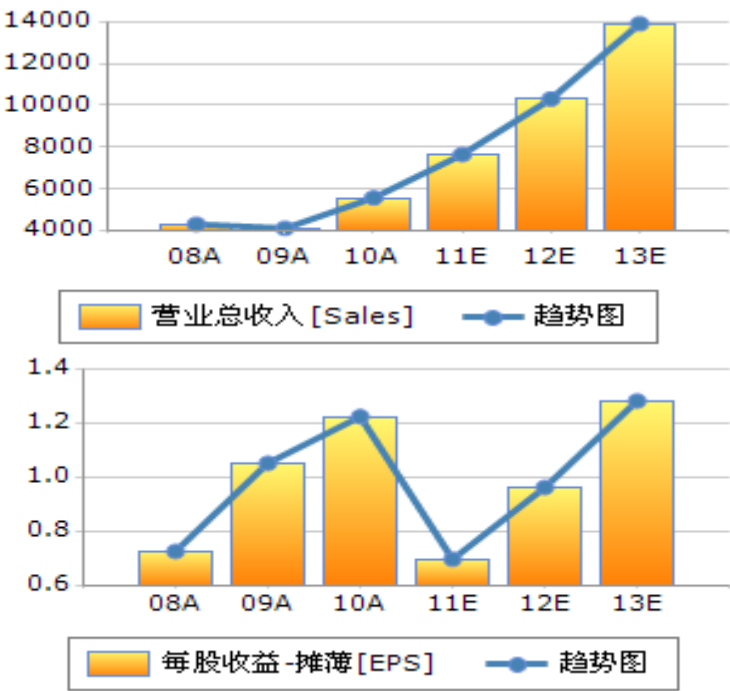
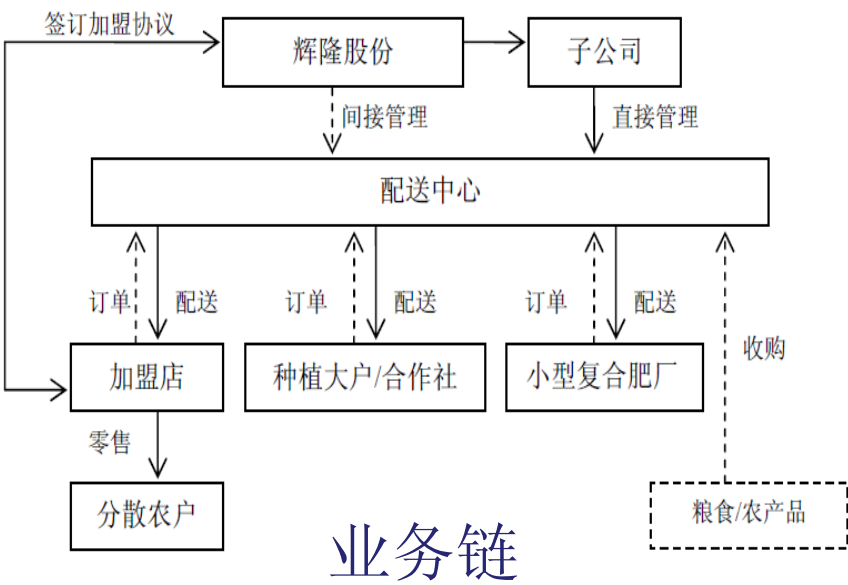


毛利率比较

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	4,530.32	5,250.45	7,697.69	11,185.12	14,918.57	19,669.86
增长率(%)	66.45	15.9	46.61	45.3	33.38	31.85
归属母公司股东的净利润(百万元)	130.64	155.15	211.07	329.48	437.86	579.43
增长率(%)	26.23	18.76	36.04	56.1	32.9	32.33
每股收益-摊薄(元)	0.7776	0.6927	0.7248	0.5657	0.7511	0.9927
基准股本(百万股)	--	224	291.2	582.41	582.94	583.68
市盈率	--	54.19	42.38	30.44	22.93	17.35

资源集约化之辉隆股份

- 辉隆股份是安徽省供销社下属的农资经销公司，是供销系统中第一家上市公司。供销社系统所属农资公司一直为我国农资流通的主渠道。辉隆的集约化优势主要表现在：
- 资源集约化表现之一是公司专注化肥等农资产品流通，（化肥占90%以上）专注本身就是集约。
- 表现之二是渠道集约：事业部+配送中心+加盟店，类苏宁模式。
- 表现之三是销售模式先进，易于复制，减少交易费用，产生规模效应



盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	4,277.51	4,086.34	5,551.90	7,632.49	10,302.98	13,913.16
增长率(%)	-0.97	-4.47	35.87	37.48	34.99	35.04
归属母公司股东的净利润(百万元)	58.01	117.76	137.04	166.51	230.03	306.61
增长率(%)	13.88	103.01	16.37	21.51	38.15	33.29
每股收益-摊薄(元)	0.7251	1.0514	1.2236	0.6961	0.9617	1.2818

创新科技化之隆平高科

- 创新科技化: 良种培育是项科技含量很高的工作。
- 公司与湖南杂交水稻研究中心暨国家杂交水稻工程技术研究中心就科研合作事宜签订《全面合作协议书》。 这个研究中心是国际领先的杂交水稻研发机构，主持国家超级稻工程，推动“丰三产四”工程。2008年—2010年“中心”共审定品种19个，其中国家审定的品种3个。2005年以来，“中心”共推出10个超级稻品种，包括Y两优1号和Y两优7号。
- 高科技含量及拥有核心技术的公司应享受较高的PE水平。

隆平高科盈利预测表

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,081.30	1,054.75	1,280.40	1,591.77	2,010.24	2,503.46
增长率(%)	51.85	-2.46	21.39	24.32	26.29	24.54
归属母公司股东的净利润(百万元)	43.77	48.47	74.60	141.77	216.37	300.22
增长率(%)	-11.27	10.74	53.92	90.03	52.62	38.75
每股收益-摊薄(元)	0.1737	0.1749	0.2691	0.5114	0.7805	1.0830
基准股本(百万股)	252.00	277.20	277.20	277.20	277.20	277.20
市盈率	87.39	106.40	121.03	52.31	34.27	24.70

创新科技化之登海种业

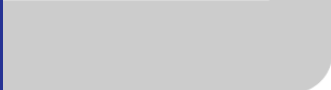
- 研企合作----登海种业与泰安五岳泰山种业有限公司合资成立新公司，注册资本3000 万元，其中登海种业出资1530 万元，占股本的51%。五岳泰山种业与山东省农科院有着较好的协作关系和历史合作，所以不排除公司与山东省农科院进一步建立类似隆平高科与湖南省农科院一样的合作意向。
- 新品储备----向北京农林科学院购买2011 年国审玉米新品种“京科968”的生产、经营权。
- 自主知识产权品种“登海605”继续放量。

登海种业盈利预测表

盈利预测综合 值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百 万元)	416.93	579.12	937.8	1,101.66	1,406.09	1,741.49
增长率(%)	32.77	38.9	61.94	17.47	27.63	23.85
归属母公司股 东的净利润(百 万元)	2.6	93.62	208.75	252.27	349.74	436.55
增长率(%)	-65.63	3,498.09	122.97	20.85	38.64	24.82
每股收益-摊薄 (元)	0.0148	0.5319	1.1861	0.7167	0.9936	1.2402
基准股本(百万 股)	176	176	176	352	352	352
市盈率	1,077.03	65.6	55.57	42.22	30.45	24.4

创新科技化之大北农

- 大北农创始人是北农大博士科班出身。1994年下海创业。
- 大北农一向重视科研投入。2007-2009年累计投入研发费用3.8亿元，2010年投入研发费用0.52亿元，2011年上半年投入研发费用0.34亿元。研发投入总额和相对比例均居同行业之首。
- 公司在疫苗、兽药、种业、微生态和养殖方面的进行大量人才引进和研发投入，各领域均储备大量品种。其中玉米品种“农华101”的产量潜力已超过合资品种先玉335。



大北农收入盈利预测表

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	3,607.18	3,975.38	5,248.38	7,750.74	12,014.33	16,233.74
增长率(%)	58.89	10.21	32.02	47.68	55.01	35.12
归属母公司股东的净利润(百万元)	143.95	278.75	311.23	503.63	692.8	915.05
增长率(%)	32.56	93.64	11.65	61.82	37.56	32.08
每股收益-摊薄(元)	0.5623	0.8199	0.7765	1.2566	1.7285	2.2831
基准股本(百万股)	--	--	400.8	400.8	400.8	400.8
市盈率	--	--	52.04	25.47	18.51	14.02

外延扩张化之新希望

- 外延扩张化： 横向一体化和纵向一体化
- 新希望由以前单纯饲料行业向全产业链扩张。千亿级规模的畜禽养殖业三年内有望达成。
- 新希望之横向一体化
 - 品种上：鸡产业链、猪产业链、鸭产业链
 - 地理上：国内，孟加拉，中东，东南亚
- 新希望之纵向一体化
 - 种苗-饲料-养殖-屠宰-肉制品加工

新希望盈利预测表

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	7,263.06	6,797.47	7,785.17	66,131.20	77,123.36	89,877.37
增长率(%)	51.57	-6.41	14.53	749.45	16.62	16.54
归属母公司股东的净利润(百万元)	228.61	408.61	579.48	2,492.69	2,878.05	3,316.04
增长率(%)	-24.57	78.74	41.82	330.16	15.46	15.22
每股收益-摊薄(元)	0.3021	0.54	0.6962	1.426	1.6469	1.8957
基准股本(百万股)	756.7	756.7	832.37	1,748.02	1,747.51	1,749.22
市盈率	21.02	25.52	30.09	12.17	10.53	9.15

外延扩张化之雏鹰农牧

- 横向一体化举措：2011年1月18日雏鹰农牧与三门峡市人民政府签署了《生态养猪项目投资合作意向书》。公司募投项目“年出栏60万头生猪产业化基地”2011年底基本完工投产。
- 纵向一体化举措：在新郑市薛店镇中原绿色食品工业园内建设年产15万吨冷鲜肉屠宰加工项目。
- 设立担保公司：为公司快速扩张提供了金融基础。

雏鹰农牧盈利预测表

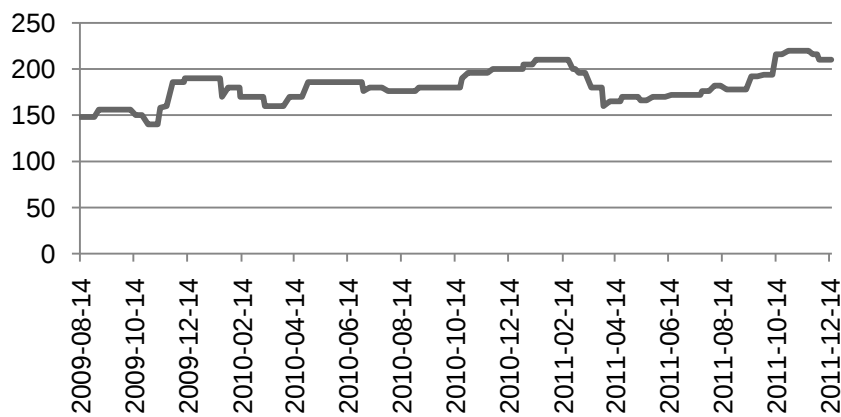
盈利预测综合 值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (百万元)	364.16	541.08	682.96	1,306.24	1,857.61	2,564.20
增长率(%)	74.74	48.58	26.22	91.26	42.21	38.04
归属母公司股 东的净利润 (百万元)	62.5	88.32	122.97	391.05	415.15	527.49
增长率(%)	188.6	41.32	39.24	218.01	6.16	27.06
每股收益-摊 薄(元)	1.3888	0.8832	0.9211	1.4646	1.5549	1.9756
基准股本(百 万股)	--	--	133.5	267	267	267
市盈率	--	--	62.21	15.92	14.99	11.8

消费升级，关注水产养殖

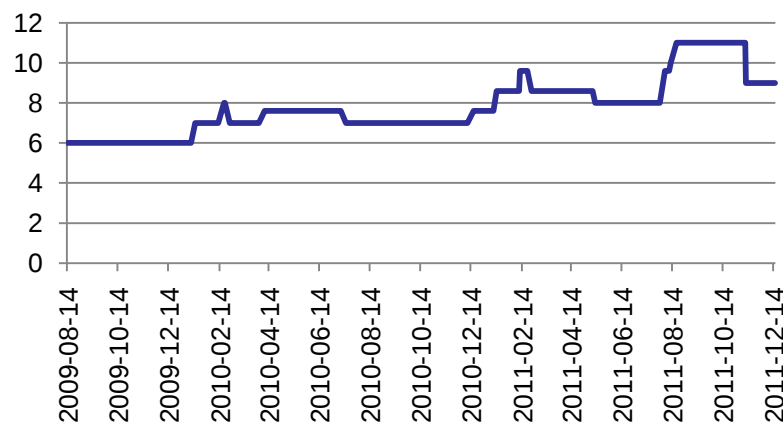
一是冬令进补，海参扇贝等高档海产品将会受消费者青睐。

二是水产品价格上升，海参和扇贝都在高位运行。扇贝价格上调幅度较为剧烈，扇贝业务占比较大的獐子岛和壹桥苗业应受益更多。

海参



扇贝



消费升级，药补不如食补

- 海参同人参、燕窝、鱼翅齐名，是世界八大珍品之一。海参不仅是珍贵的食品，也是名贵的药材。
- 《本草纲目拾遗》中记载：海参，味甘咸，补肾，益精髓，摄小便，壮阳疗痿，其性温补，足敌人参，故名海参。
- 现代研究表明，海参具有提高记忆力、延缓性腺衰老，防止动脉硬化、糖尿病以及抗肿瘤等作用。
- 近年来，海参的营养价值正逐渐被消费者意识到，在健康意识增强和消费升级的带动下，海参消费由北向南，由东向西快速扩张。

消费升级之壹桥苗业

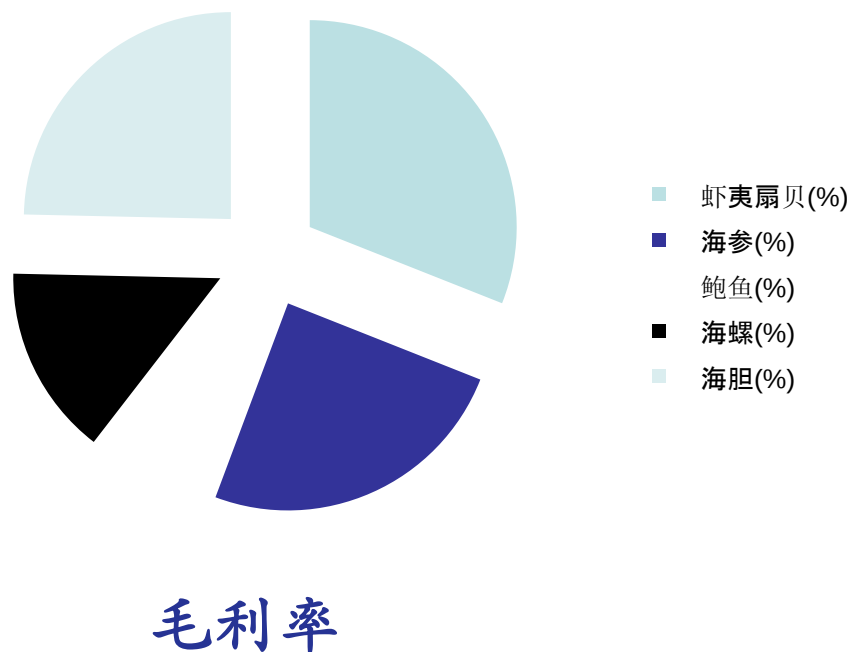
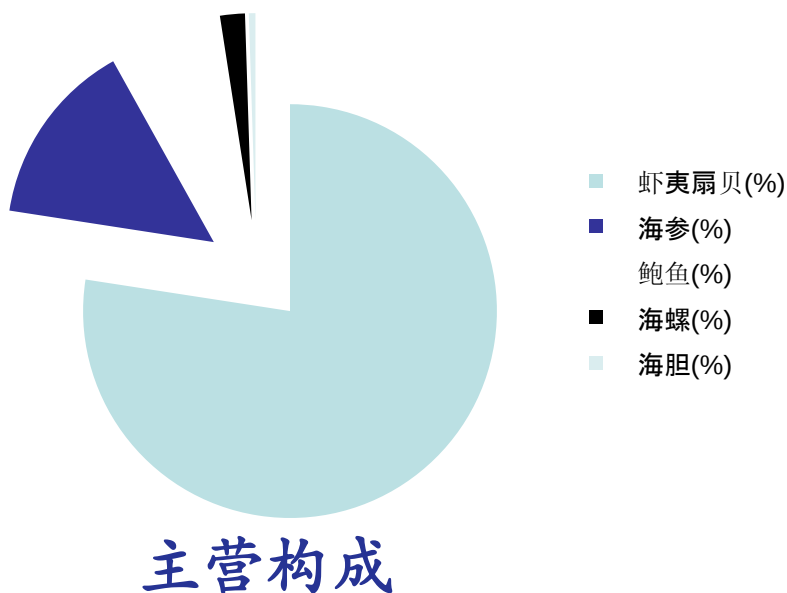
- 公司是国内最大的扇贝苗种繁育企业。2011 年三季度，公司海参深加工生产线投产，标志着公司正式成为集“育苗-养殖-加工”为一体的海参全产业链企业。
- 2011-2015 年，公司可捕捞海参的海域面积分别为 500/3786/6274/13930/16447 亩。11-15 年公司海参捕捞量分别为 11/93/170/415/535 万公斤。
- 公司贝苗繁育技术和市场份额领先，综合毛利率稳定在 50%以上的高水平，下游客户资源丰富。
- 海参和扇贝双核驱动，有望带动公司穿越周期。
- 风险在于海水油污染和核污染。

壹桥苗业盈利预测

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	133.62	153.20	195.61	201.06	359.51	520.63
增长率(%)	19.62	14.65	27.69	2.79	78.80	44.82
归属母公司股东的净利润(百万元)	38.82	43.13	60.20	71.19	143.66	217.15
增长率(%)	23.13	11.12	39.57	18.26	101.80	51.15
每股收益-摊薄(元)	0.7763	0.8627	0.8985	0.5313	1.0721	1.6205
基准股本(百万股)	--	--	67.00	134.00	134.00	134.00
市盈率	--	--	87.84	59.66	29.57	19.56

消费升级之獐子岛

- 拥有生态海洋牧场，建设规模达到285万亩，是目前国内最大的底播海水养殖企业。
- 虾夷扇贝业务是公司未来最大看点，从投苗时间序列上看，预计未来三年公司可采捕面积分别为51万亩、65万亩和120万亩。



獐子岛盈利预测

盈利预测综合值一览	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入(百万元)	1,006.99	1,512.54	2,259.05	3,133.81	4,152.17	5,422.70
增长率(%)	56.99	50.20	49.35	38.72	32.50	30.60
归属母公司股东的净利润(百万元)	125.22	206.59	422.75	543.76	806.20	1,152.30
增长率(%)	-25.34	64.98	104.64	28.62	48.26	42.93
每股收益-摊薄(元)	0.5536	0.9133	0.9345	0.7647	1.1337	1.6204
基准股本(百万股)	226.20	226.20	452.40	711.11	711.11	711.11
市盈率	28.22	41.11	45.85	31.42	21.20	14.83

特别声明

- 一、行业评级
- 推荐 - Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
- 中性 - In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数
- 二、股票评级
- 买入 - Buy: 预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来6个月股价跌幅 $>10\%$
- 特别声明
- 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我及其关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。