

2013 年农林牧渔投资策略

——作茧成蛹 期待羽化成蝶

报告摘要：

截止 11 月 30 日，沪深 300 指数本年度累计下跌 8.79%，而农林牧渔指数下跌幅度高达 18.97%。农业板块低迷的原因在于经济疲态和主题投资烧退之下，板块遭到业绩和估值双杀，其中农产品加工、农业综合、渔业、动物保健、畜禽养殖和种植业各二级子行业，分别下跌 27.32%、26.25%、22.97%、20.22%、18.27%和 17.26%。

海水养殖：主产区的海参适养资源已基本挖掘完毕，其中围堰几乎到了饱和的状态，潜在的适养资源也逐步被开发利用。现有技术条件下，海参产量增长空间存在天花板，我们预计未来海参价格将会趋于稳定。2012 年产量可能超过 16.60 万吨。根据山东、辽宁等地海参养殖规划，我们预计 2015 年中国海参总产量将会达到 21.58 万吨，复合增长率为 10.61%。

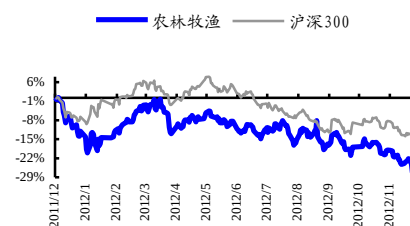
肉禽养殖：我们对 2013 年猪肉价格整体偏谨慎，随着 2013 年 2 月春节传统消费旺季的到来，生猪价格将会小幅度上涨，但之后可能猪肉价格可能会持续下探，下半年有望引来反弹，反弹高度将受补栏量情况影响。经测算，2013 年一季度生猪出栏的成本价 14.5 元/千克，二季度出栏成本在 13.0 元/千克左右，若生猪价格到时低于成本线，可预判其存栏量变化和下半年猪肉价格反弹高度。和肉猪养殖类似，2013 年若无重大疫情，我们仍对肉禽价格走势偏谨慎。

油脂加工：2011 年由于南、北美洲大豆减产，全球主要油籽产量同比下降了 4.60%，仅有 4.36 亿吨。考虑到农作物的生长周期和库存消费比低于历史均值，未来 2 年油籽供应偏紧仍是大概率事件。在单产水平无显著提升下，我们认为油脂供应未来将会出现偏紧的局面，特别是主产区的自然灾害会加剧供需矛盾。国内大豆压榨压榨产能过剩，行业开工率偏低，兼并重组将进入实质启动阶段。而玉米油品牌在经过数年的品牌建设和市场开拓下，目前形成了“金龙鱼”、“福临门”、“西王”和“长寿花”四大品牌，未来玉米油细分市场强者将在其中胜出。

行业投资策略：我们认为 2013 年农业板块表现整体偏谨慎，但仍会存在阶段性机会。上半年在南方海参养殖规模萎缩情况下，海参价格同比可能将回暖；一季度南美天气炒作，油脂加工存在交易性机会；进入下半年后，肉价有望实质性反弹，可关注畜禽和饲料板块。

重点公司推荐：壹桥苗业、獐子岛、西王食品、东凌粮油和金新农。

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-10.10%	-12.17%	-31.91%
相对收益	-5.62%	-8.93%	-16.77%

重点公司

投资评级

壹桥苗业	推荐
獐子岛	谨慎推荐
西王食品	推荐
东凌粮油	谨慎推荐
金新农	谨慎推荐

相关报告

《山东海参养殖草根调研》

2012-11-06

《潮水退去 关注业绩增长的确定性》

2012-06-25

证券分析师：郭伟明

执业证书编号：S0550512030002

(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

目 录

1. 2012 年行情回顾	4
2. 粮食价格长期上涨	5
3. 海水养殖孕育价值	6
3.1. 海参价格趋于稳定	6
3.1.1. 山东复合增长 11.89%	7
3.1.2. 辽宁复合增长 7.37%	8
3.1.3. 北参南养规模将萎缩	9
3.2. 鲍鱼因灾价格跳涨	10
3.3. 扇贝整体稳定	10
4. 畜禽养殖保持谨慎	11
4.1. 13 年猪肉价格先扬后抑	11
4.2. 禽肉价格走势谨慎	12
5. 油脂加工或存机会	13
5.1. 油脂供应有缺口	13
5.2. 大豆产能过剩 行业整合启动	14
5.3. 玉米油高成长 主力品牌形成	15
6. 重点公司推荐	15
6.1. 壹桥苗业	15
6.2. 獐子岛	16
6.3. 西王食品	16
6.4. 金新农	16
6.5. 东凌粮油	16

图表目录

图 1: 农业相对于大盘走势.....	4
图 2: 沪深行业涨跌幅.....	4
图 3: 农业二级行业涨跌幅.....	4
图 4: 主要粮食种植成本.....	5
图 5: 国内粮食作物产量.....	5
图 6: 近 5 年稻谷最低收购价.....	6
图 7: 近 3 年小麦最低收购价.....	6
图 8: 中国海参产量.....	6
图 9: 中国海参养殖面积.....	6
图 10: 海参价格.....	7
图 11: 山东海参养殖面积.....	7
图 12: 山东海参产量.....	7
图 13: 辽宁海参产量.....	8
图 14: 福建海参养殖面积.....	9
图 15: 福建海参产量.....	9
图 16: 世界鲍鱼产量.....	10
图 17: 中国鲍鱼产量占比 86%.....	10
图 18: 中国鲍鱼产量.....	10
图 19: 鲍鱼价格跳涨.....	10
图 20: 世界扇贝产量.....	11
图 21: 扇贝价格.....	11
图 22: 肉猪出栏头数.....	11
图 23: 猪肉、生猪肉价.....	12
图 24: 猪粮比.....	12
图 25: 生猪存栏量.....	12
图 26: 肉猪养殖利润.....	12
图 27: 13 年猪肉价格预判.....	12
图 28: 毛鸡、鸡苗价格.....	13
图 29: 毛鸭、鸭苗价格.....	13
图 30: 2011 年油籽减产 4.60%.....	13
图 31: 油籽库存消费比 8 年新低.....	13
图 32: 全球植物油产量.....	14
图 33: 全球植物油产量构成.....	14
图 34: 世界人口预测.....	14
图 35: 油脂需求预测.....	14
图 36: 大豆压榨量、产能以及产能利用率.....	15
图 37: 前十大压榨企业占比.....	15
表格 1: 2012 年农业板块涨跌幅前十.....	5
表格 2: 中国海参产量测算.....	7
表格 3: 山东海参产量测算.....	8
表格 4: 辽宁海参产量预测.....	9
表格 5: 国内主要玉米油品牌.....	15

1. 2012 年行情回顾

2012 年市场表现不佳，而农业板块更是逊于大盘。截止 11 月 30 日，沪深 300 指数本年度累计下跌 8.79%，而农林牧渔指数下跌幅度高达 18.97%。农业板块低迷的原因在于经济疲态和主题投资退烧之下，板块遭到业绩和估值双杀，其中农产品加工、农业综合、渔业、动物保健、畜禽养殖和种植业各二级子行业，分别下跌 27.32%、26.25%、22.97%、20.22%、18.27%和 17.26%，而业绩增长平稳的饲料板块跌幅较少，仅为 8.95%，林业板块在主题投资炒作下，上涨幅度 4.30%。

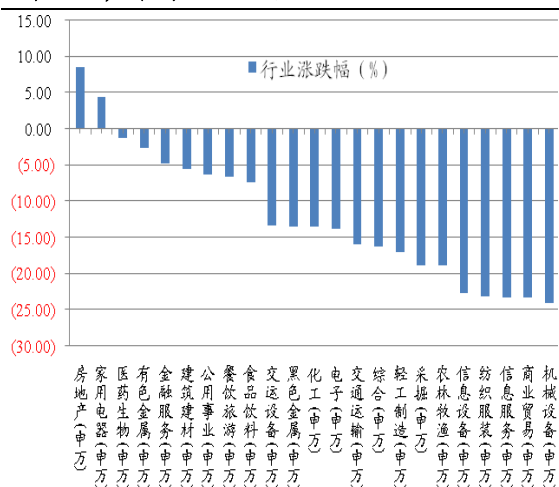
个股方面，涨幅较大的基本上存在于走势较强的二级子行业，例如饲料板块的大北农、通威股份和海大集团，分别上涨了 18.81%，14.45 和 11.79%，林业板块的永安林业、福建金森分别上涨 37.15%和 17.32%，而中水渔业和壹桥苗业作为业绩高增长，分别上涨了 28.30%和 24.40%。

图 1：农业相对于大盘走势



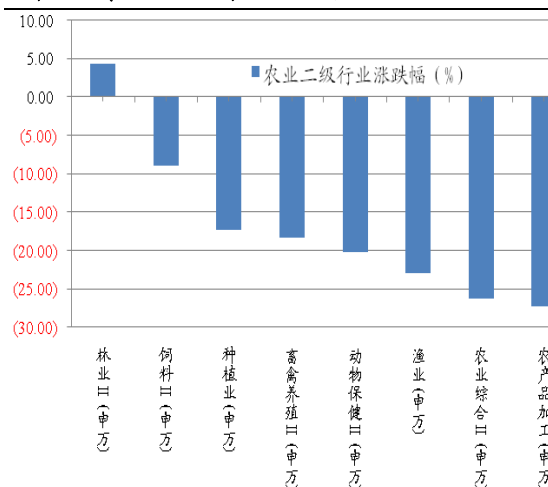
数据来源：东北证券

图 2：沪深行业涨跌幅



数据来源：东北证券

图 3：农业二级行业涨跌幅



数据来源：东北证券

表格 1: 2012 年农业板块涨跌幅前十

序号	股票简称	涨幅 (%)	序号	股票简称	跌幅 (%)
1	永安林业	37.15	1	安琪酵母	-55.27
2	中水渔业	28.30	2	万福生科	-52.88
3	雏鹰农牧	27.88	3	菇木真	-42.42
4	壹桥苗业	24.40	4	獐子岛	-42.40
5	大北农	18.81	5	圣农发展	-42.30
6	亚盛集团	17.96	6	敦煌种业	-40.29
7	福建金森	17.32	7	龙力生物	-38.86
8	通威股份	14.45	8	荃银高科	-38.62
9	海大集团	11.79	9	西王食品	-37.08
10	罗牛山	10.92	10	*ST 新农	-37.07

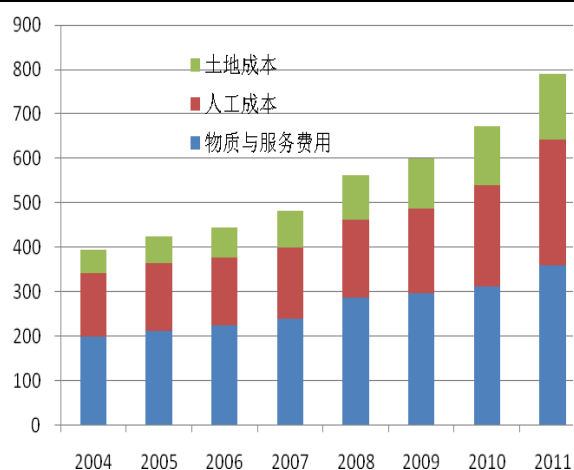
数据来源: 东北证券

2. 粮食价格长期上涨

国内劳动力成本、土地价值和收购政策依然是推动主要农产品价格上涨的主要因素, 在未来的很长一段时间内, 这些因素仍将起作用。2011 年三种主要粮食的种植成本中, 物质与服务费、人工成本和土地成本占比分别是 45%、36% 和 19%。三者中土地成本和人工成本同比增速提升明显, 2004 年至今, 土地成本和人工成本复合增长率 15.66% 和 10.44%, 高于物质服务费的增速 8.68%。

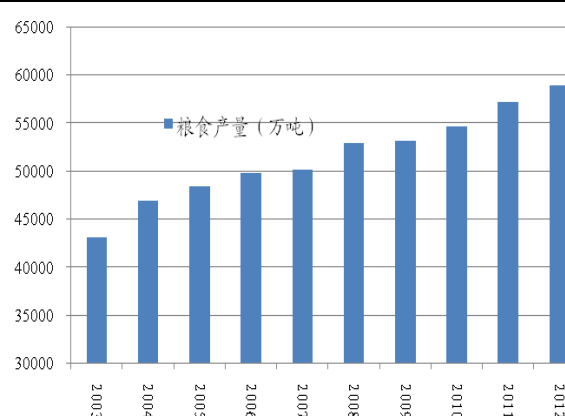
2012 年全国粮食总产量连续九年增长, 达到了 58957 万吨, 比 2011 年增长 3.2%。多数地区粮食播种面积保持稳定或略有增长, 个别地区播种面积有所下降。主要粮食作物品种中, 稻谷、玉米分别达到 30297 千公顷和 34949 千公顷, 分别比 2011 年增加 240 千公顷和 1407 千公顷; 小麦和大豆播种面积分别为 24139 千公顷和 7177 千公顷, 分别比 2011 年减少 131 千公顷和 712 千公顷。

图 4: 主要粮食种植成本



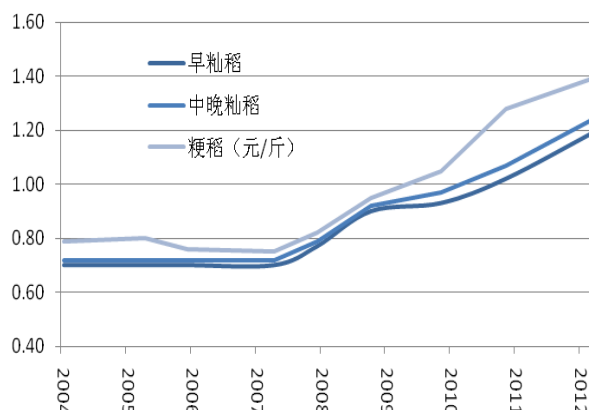
数据来源: 农产品成本收益资料汇编

图 5: 国内粮食作物产量



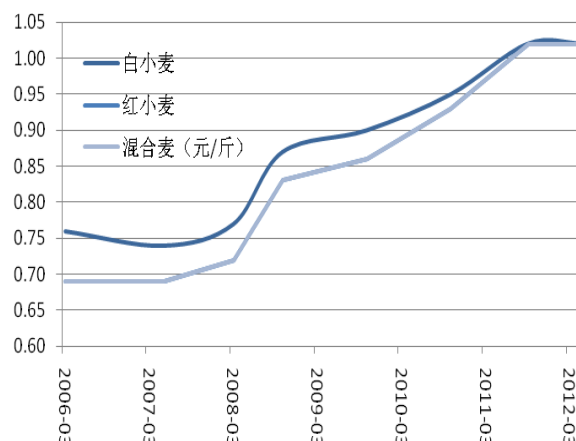
数据来源: 统计局

图 6: 近 5 年稻谷最低收购价



数据来源: 发改委

图 7: 近 3 年小麦最低收购价



数据来源: 发改委

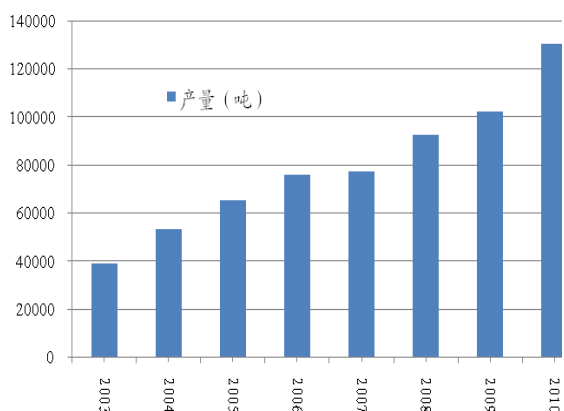
3. 海水养殖孕育价值

3.1. 海参价格趋于稳定

海参在我国适养范围北起辽宁丹东,南至江苏北部沿海。近年来,由于需求和价格的提升使得人工养殖的兴起,养殖范围扩散至福建沿海等地。根据调研情况,主产区的海参适养资源已基本挖掘完毕,其中围堰几乎到了饱和的状态,潜在的适养资源也逐步被开发利用。现有技术条件下,海参产量增长空间存在天花板,我们预计未来海参价格将会趋于稳定。

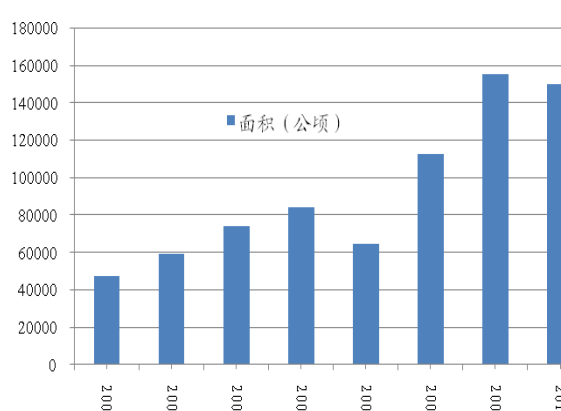
2003 年,我国海参产量 3.90 万吨,养殖面积 4.72 万公顷,到了 2010 年,产量达到了 13.03 吨,养殖面积 15.01 万公顷,产量复合增长率 18.83%。2012 年海参养殖的多事之秋,上半年在南养海参集中上市的冲击下,海参价格大幅走低,而下半年受宏观经济影响,经销商备货意愿不强,价格虽然在辽宁减产预期下有所回暖,但是整体价格并不强势。根据山东、辽宁等地海参养殖规划,我们预计 2015 年中国海参总产量将会达到 21.58 万吨,复合增长率为 10.61%。

图 8: 中国海参产量



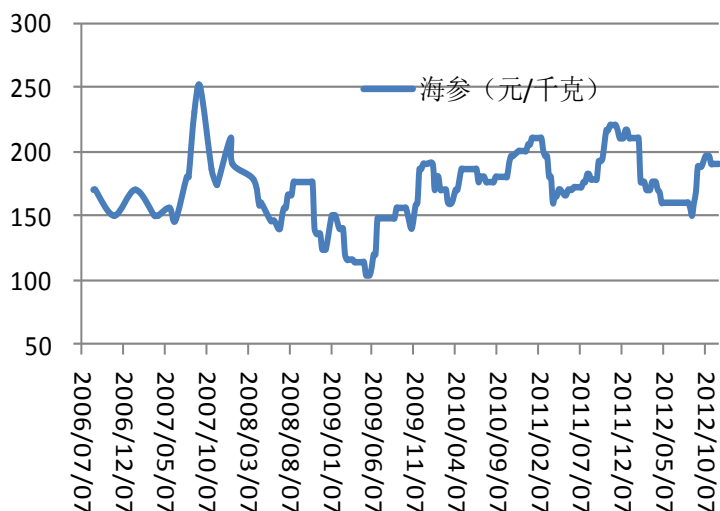
数据来源: 渔业统计年鉴

图 9: 中国海参养殖面积



数据来源: 渔业统计年鉴

图 10: 海参价格



资料来源: 威海水产品批发市场

表格 2: 中国海参产量测算

单位: 吨	2013E	2014E	2015E
辽宁	73400	79900	85300
山东	93600	106300	120500
福建	10000	10000	10000
合计	177000	196200	215800

数据来源: 东北证券

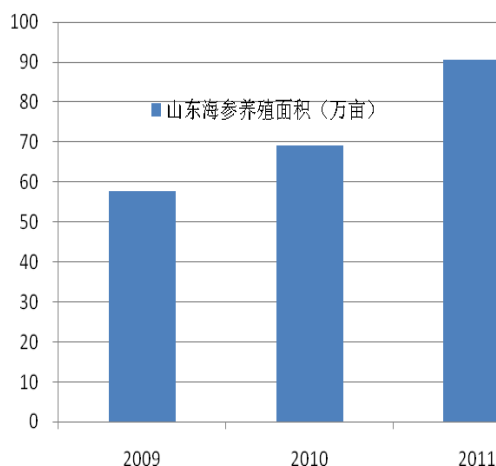
3.1.1. 山东复合增长 11.89%

山东海参育苗和人工养殖始于上世纪 50 年代, 90 年代中期起技术日趋完善, 2003 年的“非典事件”促使海参产业崛起。养殖区域从北到南, 从西到东依次有滨州、东营、潍坊、烟台、威海、青岛和日照, 其中烟台、威海、青岛是主要产区, 三者占全省养殖面积的 77.97%, 产量的 93.76%。

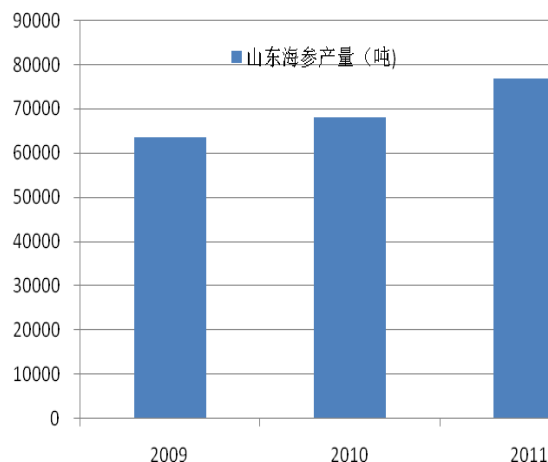
2011 年山东海参养殖面积约 91 万亩, 年产鲜参约 7.69 万吨, 我们预测 2012-2015 年山东海参产量分别是 8.27 万吨、9.36 万吨、10.63 万吨和 12.05 万吨, 年均复合增长 11.89%。

图 11: 山东海参养殖面积

图 12: 山东海参产量



数据来源：东北证券



数据来源：东北证券

表格 3: 山东海参产量测算

单位: 吨	2012E	2013E	2014E	2015E
滨州	300	500	1000	2000
东营	4000	6000	10000	15000
潍坊	500	3000	4000	5000
烟台	29000	30000	31000	32000
威海	36000	40000	45000	50000
青岛	11000	12000	13000	14000
日照	1900	2100	2300	2500
合计	82700	93600	106300	120500

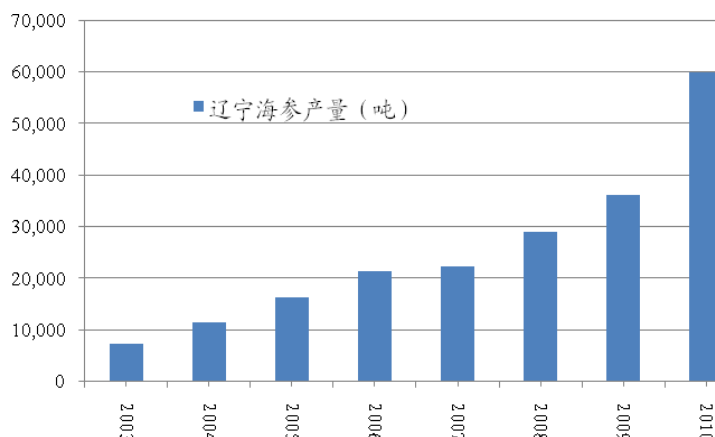
数据来源：东北证券

3.1.2. 辽宁复合增长 7.37%

辽宁特别是大连，海参养殖和消费历史悠久，涌现了诸如“獐子岛”、“棒棰岛”和“晓芹”等著名品牌，抢占了国内海参养殖、加工和销售的制高点。

通过开发因病害废弃的虾池，辽宁海参养殖规模迅速增长。2003 年辽宁海参产量 0.72 万吨，养殖面积 3.03 万公顷，2010 年产量 5.98 万吨，面积 8.66 万公顷，产量年复合增长率 16.21%。我们预测 2012-2015 年辽宁海参产量分别是 6.60 万吨、7.34 万吨、7.99 万吨和 8.53 万吨，年均复合增长 7.37%。

图 13: 辽宁海参产量



数据来源：渔业统计年鉴

表格 4: 辽宁海参产量预测

单位: 吨	2012E	2013E	2014E	2015E
葫芦岛	4000	4400	5000	5500
锦州	5000	8000	9000	10000
盘锦	5500	5800	6000	6200
营口	5500	6000	6500	7000
大连	45000	48000	52000	55000
丹东	1000	1200	1400	1600
合计	66000	73400	79900	85300

数据来源：东北证券

3.1.3. 北参南养规模将萎缩

前几年, 福建海参产量一直维持在 1000-2000 吨之间, 养殖面积不到 200 公顷。2011 年后, 由于海参养殖效益较高, 南养海参规模迅速扩张, 预估到了 2012 年福建海参产量超 2 万吨。

我们认为北参南养模式下, 苗种供应并不是关键, 而是在于解决海参如何度夏, 或者找到更为经济的方法使得海参养到 10 头/斤。我们预计福建海参养殖规模将有所下降, 预计未来产量将处于 1 万吨-2 万吨之间。

图 14: 福建海参养殖面积

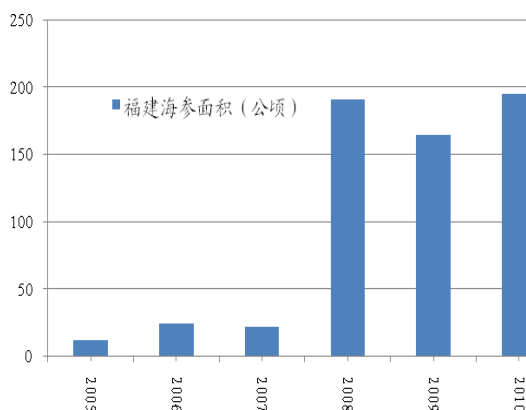
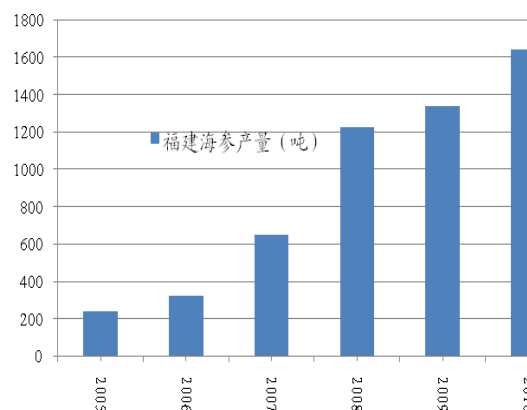


图 15: 福建海参产量



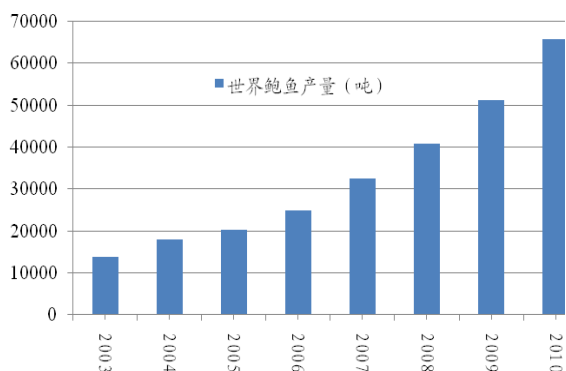
数据来源：渔业统计年鉴

3.2. 鲍鱼因灾价格跳涨

鲍鱼被称为海洋生物中的“软黄金”，世界上共有 70 多个品种，其味鲜美，细嫩可口，营养丰富，具有重要的经济价值。目前鲍鱼有底播养殖，筏式笼养和工厂化养殖等。近几十年，由于墨西哥、菲律宾和美国产量急剧下降。墨西哥从最高年产 17000 吨下降到 2010 年的 756 吨，产量提升最快当属中国和韩国，中国 2003 年产量仅有 9810 吨，2010 年产量达到了 56511 吨，年均增长 28.42%，韩国 2003 年 1159 吨，2010 年 6463 吨，年均增长 27.83%。

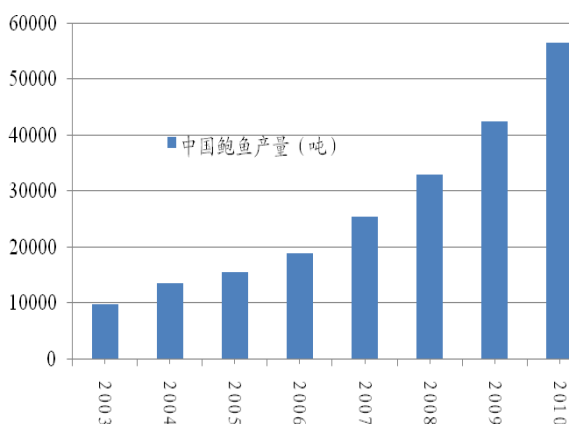
现在辽宁、山东、福建、广东等地区养鲍已成为沿海地方支柱产业之一。不过，鲍鱼养殖过程中的病害问题也日益凸显，养殖死亡率逐年升高。此外，鲍鱼今年价格跳涨的原因还在于赤潮、台风等自然灾害，仅今年 5-6 月份，在福建省大规模爆发的赤潮灾害就给鲍鱼养殖业带来巨大影响。

图 16: 世界鲍鱼产量



数据来源：FAO

图 18: 中国鲍鱼产量



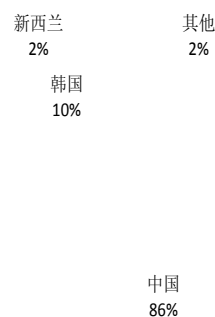
数据来源：FAO

3.3. 扇贝整体稳定

目前我国主要扇贝品种有虾夷扇贝、海湾扇贝、栉孔扇贝等，其中虾夷扇贝、海湾扇贝为引进品种，栉孔扇贝为我国土著品种。虾夷扇贝养殖产量主要在大连长海县海域，海湾扇贝主要以河北、山东为主，栉孔扇贝在大连、山东均有养殖。扇贝养殖的主要方式包括底播增殖和浮筏养殖两种。近年来由于浮筏养殖密度过

数据来源：渔业统计年鉴

图 17: 中国鲍鱼产量占比 86%



数据来源：FAO

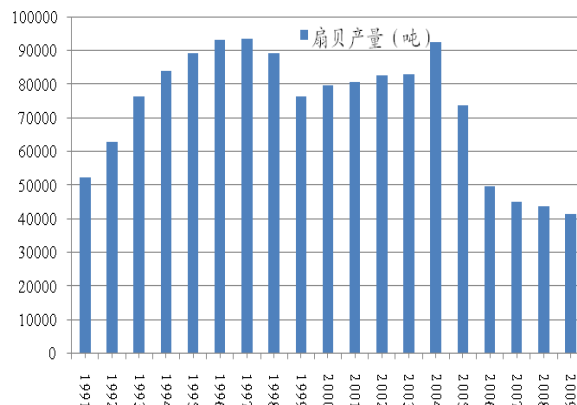
图 19: 鲍鱼价格跳涨



数据来源：威海水产品批发市场

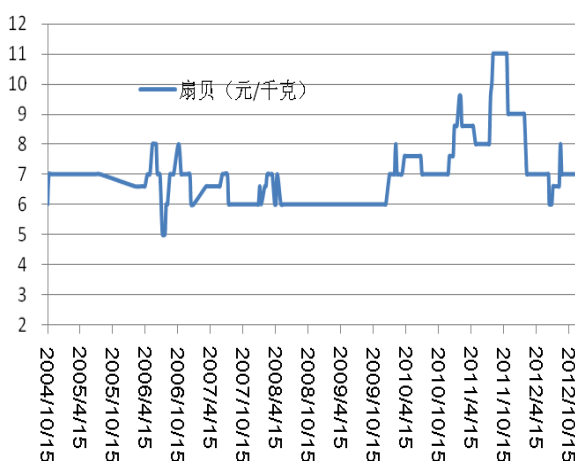
大，环境污染和种质等问题，导致浮筏养殖死亡比例较大，虾夷扇贝已经开始从浮筏养殖向底播增殖转变。据统计，2011 年我国扇贝养殖总面积达到 45 万公顷，虾夷扇贝产量约 25 万吨，其中底播产量 8 万吨，浮筏产量 17 万吨，海湾扇贝产量约 80 万吨，栉孔扇贝产量为 20 万吨，其它扇贝产量为 10 万吨。

图 20: 世界扇贝产量



数据来源: FAO

图 21: 扇贝价格



数据来源: 威海水产品批发市场

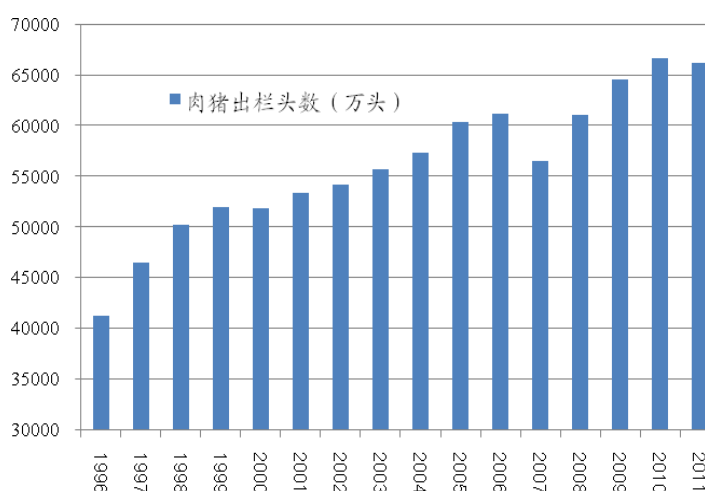
4. 畜禽养殖保持谨慎

4.1. 13 年猪肉价格先扬后抑

2012 年猪肉价格在春节后就一路下探，毛猪最低价格到 13.66 元/公斤，猪肉最低价格 21.04 元/公斤。虽然进入下半年，猪肉价格有所回暖，但是上涨幅度远低于市场预期。由于存栏量创历史新高，使得供给量增加，2012 年全国出栏肉猪价格平均价 14.30 元/公斤，较 2011 年的价格低 18.48%。

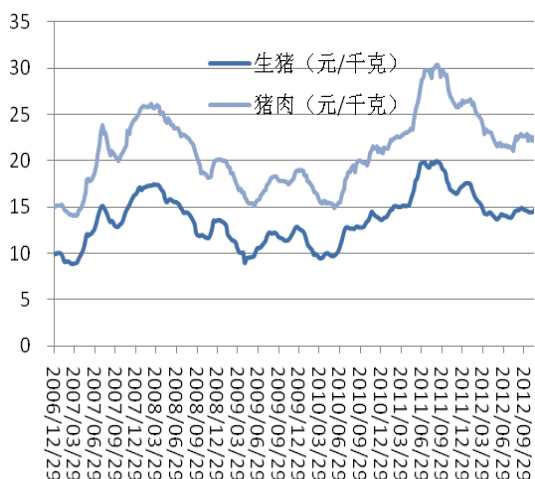
我们对 2013 年猪肉价格整体偏谨慎，随着 2013 年 2 月春节传统消费旺季的到来，生猪价格将会小幅度上涨，但之后可能价格可能会持续下探，下半年有望引来反弹，反弹高度受补栏量情况所致。经测算，2013 年一季度生猪出栏的成本价 14.5 元/千克，二季度出栏成本在 13.0 元/千克左右。

图 22: 肉猪出栏头数



数据来源: 统计局

图 23: 猪肉、生猪肉价



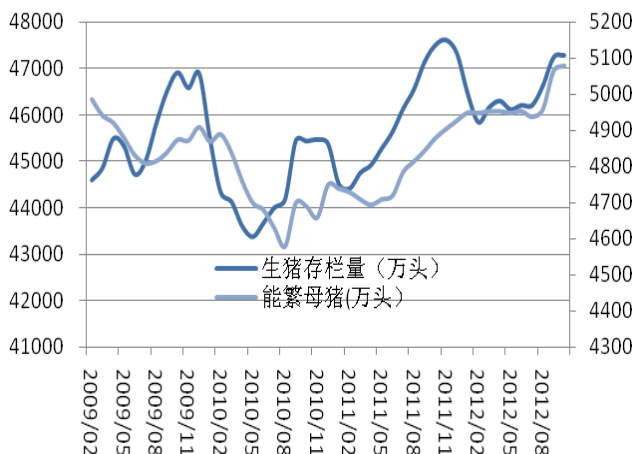
数据来源: 中国畜牧业信息网

图 24: 猪粮比



数据来源: 中国畜牧业信息网

图 25: 生猪存栏量



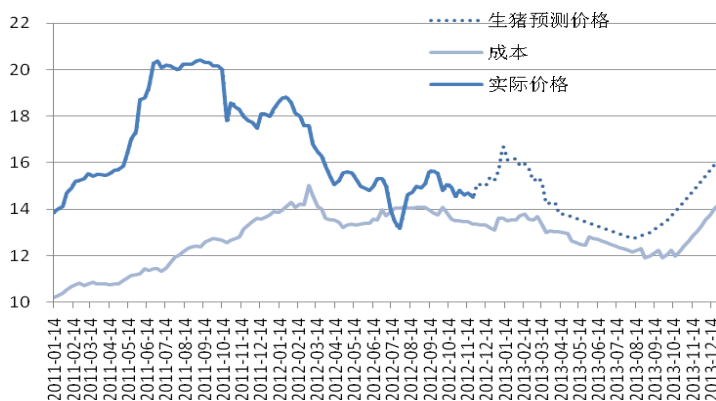
数据来源: 中国畜牧业信息网

图 26: 肉猪养殖利润



数据来源: 中国畜牧业信息网

图 27: 13 年猪肉价格预判

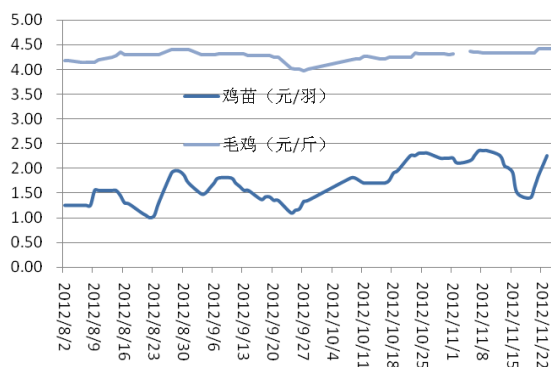


数据来源: 东北证券

4.2. 禽肉价格走势谨慎

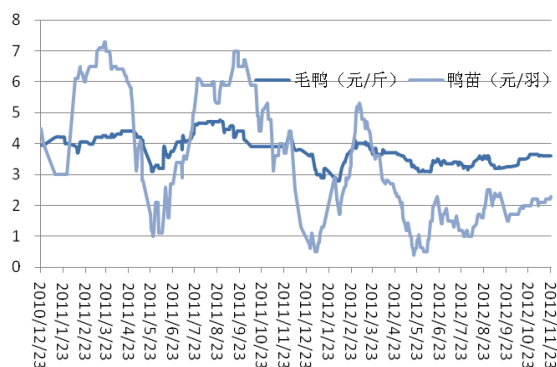
和肉猪市场类似，禽类养殖也持续低迷了将近一年。2012 年全国白条鸡价格平均价 18.76 元/公斤，较 2011 年的价格相差不大，但是养殖成本的高企吞噬了利润空间，使得行业处于景气低点。肉禽价格跟随猪肉价格，2013 年若无重大疫情，我们仍对肉禽价格走势偏谨慎。

图 28: 毛鸡、鸡苗价格



数据来源：中国畜牧业信息网

图 29: 毛鸭、鸭苗价格



数据来源：中国畜牧业信息网

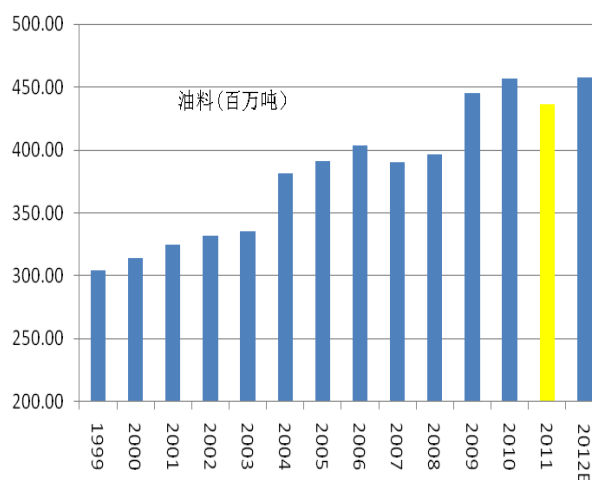
5. 油脂加工或存机会

5.1. 油脂供应有缺口

2011 年由于南、北美洲大豆减产，全球主要油籽产量同比下降了 4.60%，仅有 4.36 亿吨。考虑到农作物的生长周期和库存消费比低于历史均值，未来 2 年油籽供应偏紧仍是大概率事件。在单产水平无显著提升下，我们认为油脂供应未来将会出现偏紧的局面，特别是主产区的自然灾害会加剧供需矛盾。

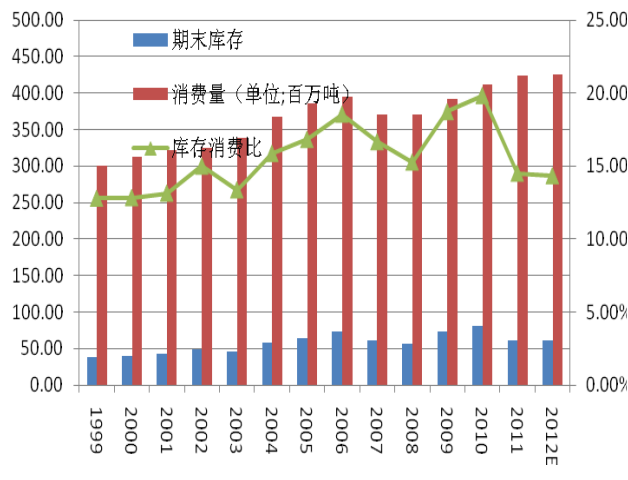
保守估计油脂需求缺口 2400 万吨。未来 10 年人均油脂消费零增长，而全球人口 2020 年达到 76.13 亿，则油脂的总需求将达到 1.90 亿吨。相对于 2010 年植物油 1.46 亿吨和动物性脂肪约 0.2 亿吨的产量，预计 2020 年将会有 2400 万吨油脂缺口。在目前的种植水平下，需要新增大豆种植面积 5420 万公顷或油棕种植面积 783 万公顷，这相当于大豆种植面积的再增加 52.65%或马来西亚和印尼的油棕面积再增加 59.15%。

图 30: 2011 年油籽减产 4.60%



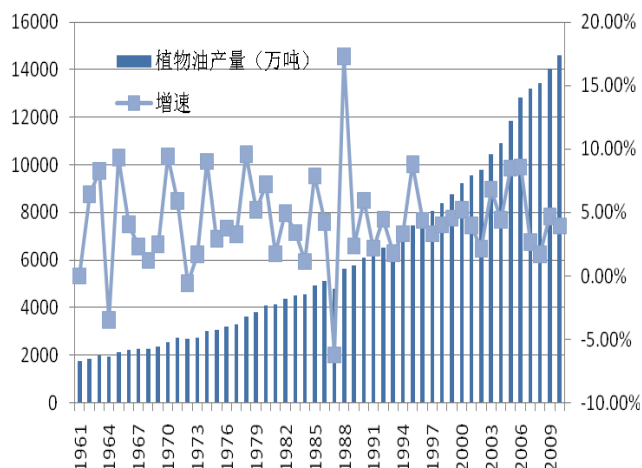
数据来源：USDA

图 31: 油籽库存消费比 8 年新低



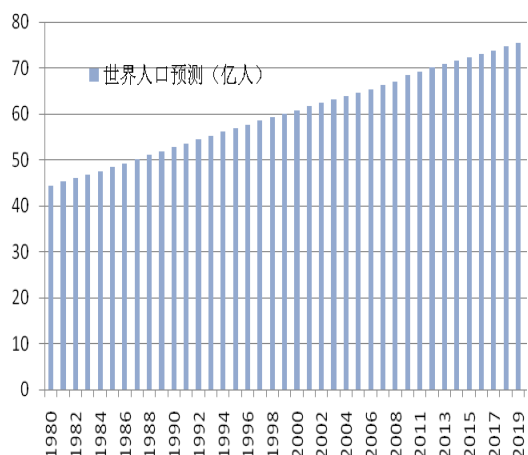
数据来源：USDA

图 32: 全球植物油产量



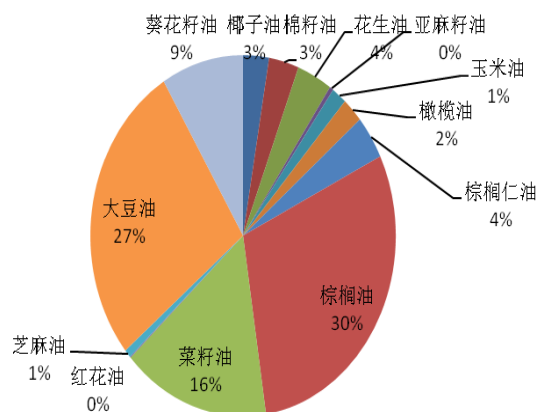
数据来源：FAO

图 34: 世界人口预测



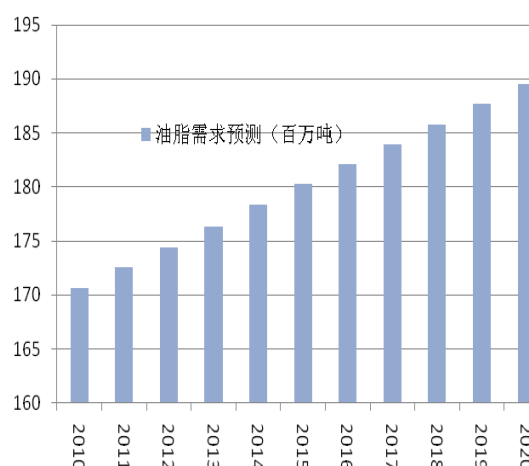
数据来源：世界银行

图 33: 全球植物油产量构成



数据来源：FAO

图 35: 油脂需求预测



数据来源：东北证券

5.2. 大豆产能过剩 行业整合启动

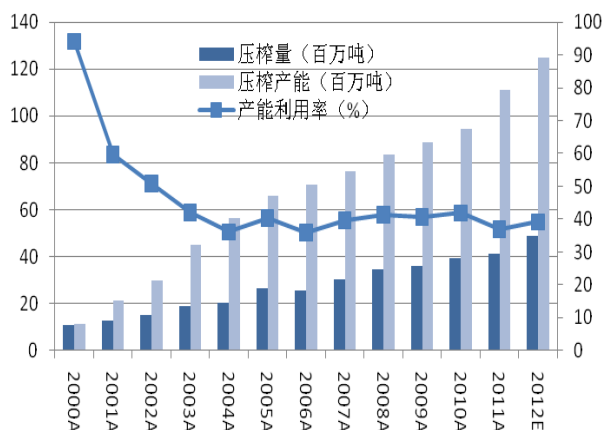
国内先后经历了两次影响深远的“大豆风波”，如今已失去对全球大豆定价的话语权，形成了“美洲种大豆，中国买大豆，粮商定价格”的局面。近年来，国内大豆压榨产业呈现出新的特点，一是压榨产能过剩，行业开工率偏低，二是兼并重组将进入实质启动阶段。

由于下游需求增长和行业进入门槛低，推动了大豆压榨产能的急速扩张。1999年，外资开始大举进入行业后，大豆压榨年产能轻松地突破了1000万吨。根据公开资料显示，中粮、中储粮和金光油脂等大型油脂企业都有压榨项目在建，预估到2012年底，国内大豆压榨产能接近1.25亿吨。近年大豆压榨产能扩张速度远远超过需求的增长，致使全行业开工率不足40%。同时，由于大豆加工主要产成品的同质化，进一步压低了行业的利润空间。

在国家限制外资、主张重组的大方针下，我国油脂行业的兼并重组将进入实质启动阶段。大型企业通过收购整合资源，提高行业集中度，规模较小企业的生存空间将

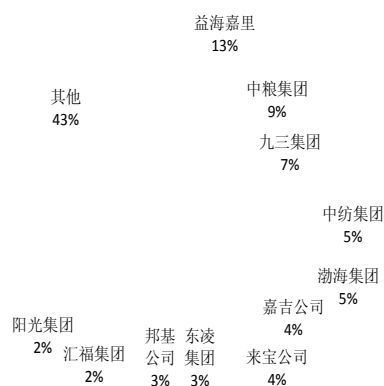
进一步被压缩。据资料显示，全国前十的压榨企业（集团）产能占比 56.68%。

图 36: 大豆压榨量、产能以及产能利用率



数据来源: USDA 东北证券

图 37: 前十大压榨企业占比



数据来源: 东北证券

5.3. 玉米油高成长 主力品牌形成

大豆油、菜籽油、花生油和棉籽油分别占中国植物油产量的 44%、29%、11%和 10%，而玉米油占比仅为 1%。过去十年，中国玉米油产量和消费量复合增长率超过 10%，远高于植物油总体 5.60%的增长率。

虽然市场上常见的瓶装食用油品牌在我国已有近 30 年发展历史。但玉米油品牌起步较晚，在经过数年的品牌建设和市场开拓下，目前形成了“金龙鱼”、“福临门”、“西王”和“长寿花”四大品牌，而未来玉米油细分市场强者将在其中胜出。

表格 5: 国内主要玉米油品牌

公司/品牌	概况
金龙鱼	99 年第一瓶玉米油上市，市场占有率第一
福临门	拥有“福临门”、“四海”等多个品牌
西王食品	玉米油精炼能力 30 万吨/年，小包装玉米油生产能力 30 万吨/年
三星油脂	年可加工玉米胚芽 25 万吨，精制玉米油 20 万吨，葵花籽油 8 万吨。
天茂油脂	年产精炼食用植物油 18 万吨,储油罐储油能力达 3 万余吨

数据来源: 东北证券

6. 重点公司推荐

我们对于 2013 年农业整体表现相对谨慎，但仍可能会存在阶段性机会。上半年在南方海参养殖规模萎缩情况下，海参价格同比可能将回暖；一季度南美天气炒作作为油脂炒作提供素材，由于全球低库存量加速粮油价格波动，油脂加工存在交易性机会；进入下半年后，肉价有望实质性反弹，可关注畜禽和饲料板块。

6.1. 壹桥苗业

捕捞面积高增长确保业绩。预计公司 2013-2014 年可捕捞面积约 8000 亩和 12000 万亩。随着未来捕捞海域中小苗比例的上升，公司亩产水平将可能会维持在 250-300 公斤区间内，毛利水平将很可能会回升至 70%以上。

公司高增长仍将持续，长期投资价值凸显。预计 2012-2014 年实现销售收入 3.49 亿元、5.72 亿元和 8.09 亿元，EPS 分别为 0.64 元，1.07 元和 1.54 元，继续给予推荐评级。

6.2. 獐子岛

13 年亩产水平维持今年水准是大概率事件。由于浅海大贝面积增长和海域结构调整，14 年公司亩产水产有望回升，而公司未来在经过 3 年时间调整新旧海域捕捞比例后，亩产有望稳定。

我们预计公司 12-14 年销售收入 30.98 亿元、33.75 亿元和 39.00 亿元，EPS 为 0.54 元和 0.68 元和 1.00 元。公司具有“资源”+“品牌”双重优势，我们认为买入机会在销售出现明显的回暖迹象后或者市值远低于其海域价值，给予谨慎推荐评级。

6.3. 西王食品

玉米油行业内形成了“金龙鱼”、“福临门”、“西王”和“长寿花”四大全国性品牌，和诸如“融氏”、“天下五谷”等区域性强势品牌。在经历了行业高增长后，我们认为公司可能于年底或明年推出新油种。由于公司一直以来塑造健康高端的品牌形象，新油种可能会在橄榄油和山茶油二者选其一。

我们预计销售收入 25.64 亿元、31.79 亿元和 42.31 亿元，EPS 为 0.66 元和 0.94 元和 1.42 元，给予推荐评级。

6.4. 金新农

未来 5-10 年饲料行业将进入整合时期，小饲料企业很可能被淘汰。公司去年提出了“1036”计划，用 10 年时间达到年出栏 300 万头生猪和销售饲料 600 万吨。公司凭借之前的产品质量、日渐改善的销售能力和产业链优势后，将在行业集中度提升过程中受益。

公司募投项目进入产能释放阶段，同时销售能力得到改善，预计 12-14 年营业收入分别为 18.57 亿元，24.42 亿元和 33.16 亿元，EPS 分别为 0.51 元，0.67 元和 0.93 元，维持谨慎推荐评级。

6.5. 东凌粮油

与市场以短期豆类产品价格涨跌或者压榨利润波动判断投资机会不同，我们尝试从更高的角度来审视公司和行业。在油脂长期供应有缺口的预期之下，油脂油料价格波动公司始终存在交易性投资机会，给予谨慎推荐评级。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760