

危机中的最后一根稻草

——通胀背景下的农业股投资选择

如果你控制了石油，你就控制了所有国家，

如果你控制了粮食，你就控制了所有的人，

如果你控制了货币，你就控制了整个世界。

——美国前国务卿 亨利·基辛格

研究结论

- **供需失衡推动农产品价格中长期上涨，危机或将到来：**短期来看，在人口增长、消费转型推动农产品实物消费需求稳步增长的同时，地下水资源匮乏、基础设施建设滞后、种植成本上升等一系列因素已经给农产品的供给带来了巨大的压力，同时，结合前期玉米、小麦上市遭到哄抢、中粮、嘉里等粮食巨头高价收购粮源、农民全面惜售、国内粮食进口大幅度增长、部分粮库空虚等现象，我们应该看到，我国粮食库存水平早已处于极度的紧平衡之中，一旦灾害天气影响超出预期，粮食危机或将全面爆发。长期来看，国内价格管制所形成的农产品价格低估局面已经严重制约了农民消费水平的提高以及农地货币化的有效推进，而这一系列“三农问题”中的结构性矛盾也只能通过农产品价格上涨来解决。
- **通胀压力已然巨大，未来仍将加剧：**金融危机之后，各国在政策刺激之中所发行的天量货币为新一轮的高通胀深深地埋下了种子。当前，在宽松的流动性之下，极低的资金成本已经使资产价格泡沫从股票、房地产市场蔓延到了小宗、大宗农产品等泛资产领域。我们认为，未来一段时间新涨价因素的压力仍十分巨大，而粮食价格的上涨与通胀预期的循环加强则将进一步推高通胀水平。
- **对冲高通胀风险，农业股将迎来投资机遇：**回顾过去，我们发现农产品供求关系的失衡曾经带来了投机性需求的全面暴涨，从而为国际市场上的炒作创造足够的噱头。同时，滞涨时期农产品价格的优异表现和美元中期贬值所带来的有力支撑也让我们相信，在当前滞涨背景下，农产品价格上涨将是大概率事件。A股市场上，2008年高通胀时期农业股极其突出的表现向我们展示了股票市场投资人在高通胀风险下的对冲选择，具体来看，通胀周期中，农业股超额收益最为明显的是由温和通胀转向高通胀的阶段，此后农产品价格的每一次反弹都会体现为农业股较为明显的超额收益，因此，展望未来，在通胀水平高涨的背景下，农业股将有望成为下一阶段的投资主题。
- **重点推荐子行业及公司：**综合考虑子行业投资价值、业绩增长预期及估值等方面因素，我们重点推荐种子行业中的**敦煌种业**和**登海种业**。水产行业中关注**东方海洋**和**好当家**。推荐养殖产业链中的**正邦科技**。同时关注受益于价格上涨的**中粮屯河**（番茄酱）、**国投中鲁**（苹果汁）。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2010年8月12日

郑文琦

股票策略分析师

8621-63325888x6081

zwq@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030005

叶烽

农业分析师

8621-63325888x6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

东方证券策略团队

王明旭

股票策略分析师

执业证书编号：S0860209100201

刘俊

股票策略分析师

执业证书编号：S0860208110153

王晓李

股票策略分析师

执业证书编号：S0860108081123

杨娜

股票策略分析师

执业证书编号：S0860108111177

王鹏

股票策略分析师

执业证书编号：S0860110060012

周学帆

联系人

8621-63325888x6077

zhouxuefan@orientsec.com.cn

相关报告

《策略专题报告：猪肉可能再惹祸！——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强》

2010年05月17日

目 录

一、供需失衡推动农产品价格进入中长期上涨通道.....	5
1.1 农产品酝酿着新一轮的需求膨胀	5
1.2 结构性矛盾催生未来巨大供给压力，危机或将到来	8
二、通胀背景下农业股有望获得超额收益	17
2.1 通货膨胀压力已然巨大，未来仍将加剧	17
2.2 对冲高通胀风险，农业股将迎来投资机遇.....	19
2.3 农业股具有小盘股投资风格	20
三、建议关注种子、水产等子行业.....	22
3.1 种子行业——质变、量变进行时	22
3.2 水产行业——消费升级和资源是最大驱动力	23
3.3 畜禽养殖产业——产业链一体化是未来趋势	25
3.4 番茄酱行业——价格有望在年底反转	26
四、重点推荐公司	28
敦煌种业（买入）：业绩有望大幅超预期	28
登海种业（增持）：玉米种子最专业公司	29
正邦科技（买入）：看好公司出栏生猪量价齐升	30
东方海洋（无评级）：海参业务成为利润增长点	31
好当家（无评级）：最受益于海参价格上涨.....	31
中粮屯河（无评级）：整合预期依然强烈	32
国投中鲁（无评级）：新兴市场值得期待	33

图表目录

图 1：我国农产品人均占有量稳步上升	5
图 2：我国未来粮食需求结构	6
图 3：小宗农产品遭到爆炒，金融属性剧增	6
图 4：CBOT 小麦 CFTC 报告持仓	7
图 5：CBOT 玉米 CFTC 报告持仓	7
图 6：CBOT 大豆 CFTC 报告持仓	7
图 7：NYMEX 原油 CFTC 报告持仓	7
图 8：农产品价格与美元指数存在共同上行区间	8
图 9：农产品价格与美元指数存在共同上行区间	8
图 10：CBOT 小麦期货价格（美分/蒲式耳）	11
图 11：我国各产业用水结构和历年我国有效灌溉面积	11
图 12：农资价格指数走势	14
图 13：2006-2008 年各农产品每亩施肥量对比	14
图 14：2008 年每亩人工成本和产值增速比较（相比 2006）	15
图 15：城乡人均收入剪刀差	15
图 16：历年耕地占比结构情况	16
图 17：2006-2008 各农产品每亩收益比较	16
图 18：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）	17
图 19：实际通胀压力并未体现在 CPI 之中	17
图 20：央行指标显示巨大通胀压力	18
图 21：未来物价预期指数 2 季度上升 4.7 个百分点	18
图 22：企业商品价格（CGPI）	18
图 23：物价满意指数	18
图 24：二手房租金价格指数	19
图 25：大蒜及绿豆价格	19
图 26：农产品价格上涨孕育农业股超额收益	20
图 27：月度累计超额收益比较	21
图 28：人均水产消费支出平稳增长	23
图 29：2008 年农村水产消费与城市差距巨大	23
图 30：国内水产产量快速增长，人工养殖占主导	24
图 31：海参价格走势	25
图 32：牧业总产值及其占比	25
图 33：番茄酱出口量价走势	27

表 1：2009 年末开始的西南五省市旱情	9
表 2：南方部分洪灾重灾区灾情.....	10
表 3：政府支持决心反映水利建设薄弱程度.....	12
表 4：总市值较大的农业股（数据日期为 2010-8-10）	21
表 5：产业链一体化是大企业发展趋势	26
表 6：近年来各国番茄酱价格	26
表 7：敦煌种业盈利预测	28
表 8：登海种业盈利预测	29
表 9：正邦科技盈利预测	30
表 11：东方海洋盈利预测.....	31
表 12：好当家盈利预测	32
表 13：中粮屯河盈利预测	32
表 15：国投中鲁盈利预测	33

一、供需失衡推动农产品价格进入中长期上涨通道

供需状况是决定农产品价格中长期趋势的根本因素。从特征上看，需求方面，多数农产品作为必需消费品（或相关必需食品的原料），其价格弹性较小；供给方面，农民往往根据当期价格决定下期供给，下期供给和需求再进一步形成下期价格。因此，在需求缺乏弹性的情况下，农产品价格主要受供给变动影响，在供需的动态平衡中呈现周期性波动。

在过去数年中，由于油价高企带动农资价格上涨，城乡收入剪刀差带动人工成本增加等因素，农业生产抛荒现象日益严重，而频发的自然灾害则使水资源匮乏、农业生产模式滞后、短期难以实现规模化等一系列长期性问题日益突出。我们预计，短期难以解决的结构性矛盾将导致以粮食为代表的农产品供需进一步呈现失衡态势，从而推动其价格进入中长期上涨通道。

1.1 农产品酝酿着新一轮的需求膨胀

1.1.1 人口增长、结构升级带动消费性需求稳步增长

从粮食需求来看，其需求主要来自三方面，即口粮、饲料用粮和工业用粮。在我国对工业用粮有明确限制的条件下，决定我国粮食需求的两大变量将是人口增长和消费升级。

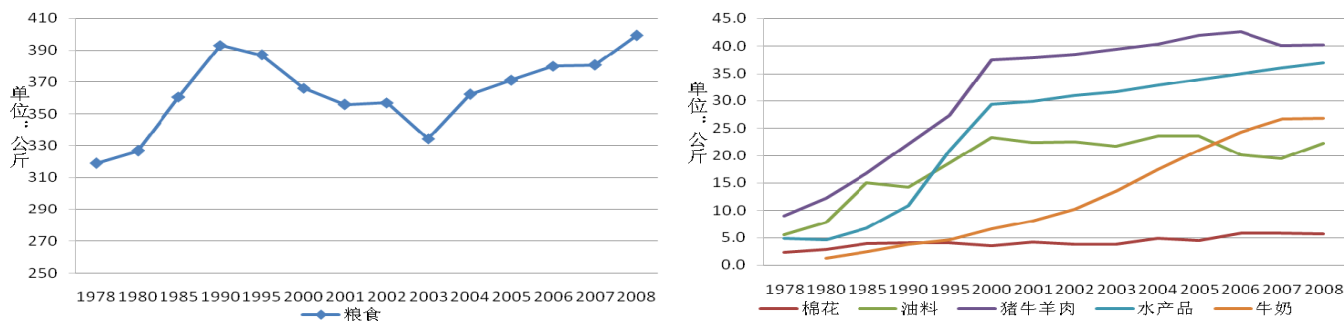
首先，至少在 2020 年前，我国人口仍将保持增长，对刚性的粮食需求在不断增长；

其次，居民收入增长将导致食品消费结构的巨大变化，即通常所说的消费升级，其中高级农产品消费占比将明显提高，特别是对于动物蛋白的消费。

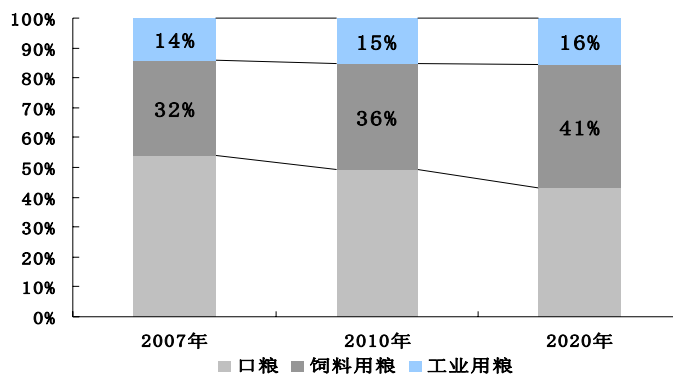
政策方面，《国家粮食安全中长期规划纲要》也验证了我们的观点，未来，口粮销量占比将下降，但高级农产品所需的饲料用粮占比将不断提高。由于农业初级产品向次级、高级产品转化时，每向上一级能量转化率不到一成，因此，在维持人均摄入量不变的保守假设之下，高级农产品消费比重的提高将会导致粮食需求总量的增加。以猪肉为例，按料肉量比 3:1 计算，以 07 年我国猪肉的产量计，耗粮达 1 亿吨以上，占粮食需求总量的 20%。

结构变化上，需要强调的是，未来随着我国城镇化率的不断提高，消费升级的主体将逐渐转变为城镇中低收入人群及农村居民，其整体收入水平的提高将使其进一步加大对于肉、禽、蛋等动物蛋白的消费需求，人与动物的粮食争夺也将愈演愈烈。

图 1：我国农产品人均占有量稳步上升



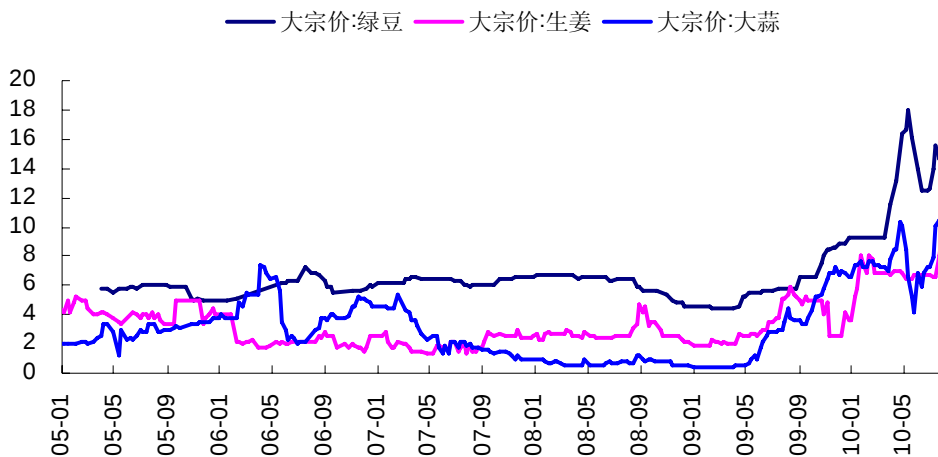
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：我国未来粮食需求结构


资料来源：《国家粮食安全中长期规划纲要》，东方证券研究所

1.1.2 货币超发或将引爆投机性需求

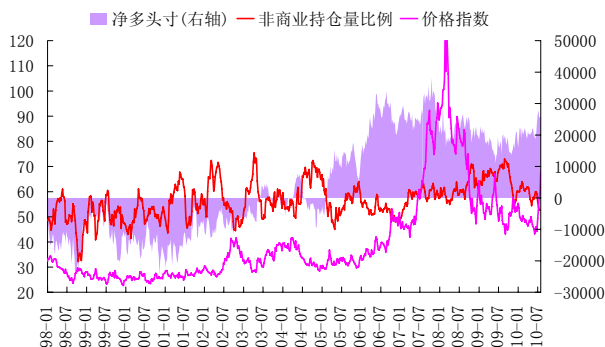
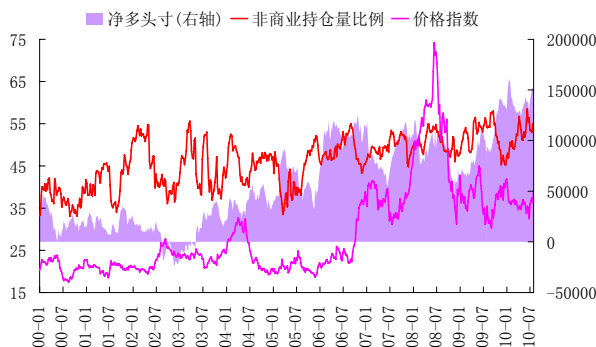
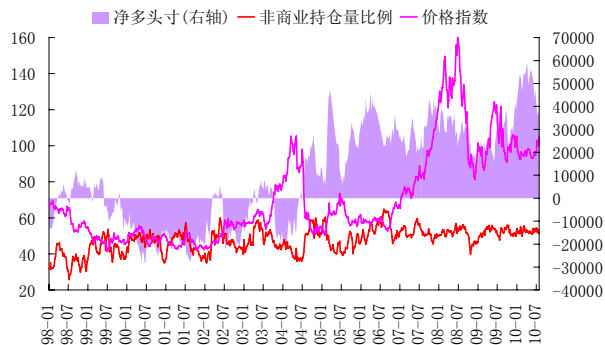
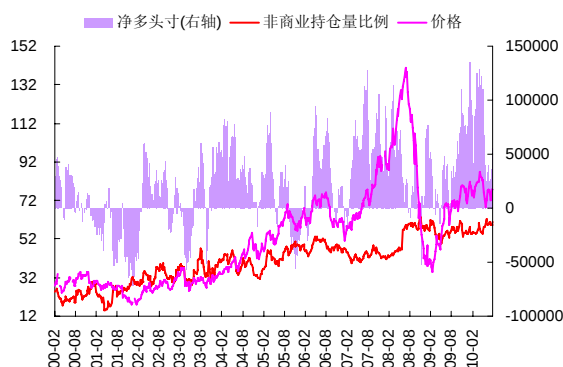
回顾 2008 年波澜壮阔的大宗商品走势，再回到今年以大蒜、绿豆、生姜、玉米、小麦为代表的各类小宗和大宗农产品爆炒，我们可以看到，农产品作为一种“泛资产”，决定其价格的需求因素实际上已经开始包含其金融属性所带来的投机性需求。我们认为，由于此前货币过量发行、资金成本过低所带来的流动性泛滥，很可能传导至农产品价格这一末端，进而拉动各类农产品的投机性需求全面爆发。

图 3：小宗农产品遭到爆炒，金融属性剧增


资料来源：Wind，东方证券研究所

近期, CBOT 小麦期货价格创下了 37 年来的最大月度涨幅, 在这背后, 我们可以看到, 根据 CBOT 小麦的 CFTC 持仓数据, 投机客自截至 7 月 13 日的一周转向净多持仓, 随后 3 周不断增持多头。指数基金持仓自 2009 年 3 月以来翻了一倍, 截至 8 月 3 日, 小麦期货和期权净多头为 36118 手, 较前一周上升 37%, 是两周前的两倍多。其中商品指数基金持有净多头 197401 手, 较前一周下降 252 手。此前指数基金净多头在 5 月份达到 197713 手, 创下 2006 年 6 月以来最高。结合 08 年投机客在原油的疯狂炒作, 我们相信, 未来农产品供求关系的失衡同样会给带来投机性需求暴涨带来足够的噱头。

此外, 我们认为, 未来世界范围内可能出现的大范围滞涨(中国已经进入滞涨阶段)和美元的中期贬值也为大宗商品价格提供了有力的支撑, 因为一方面, 我们看到, 在滞涨时期, 农产品往往可以跑赢大宗商品整体, 而另一方面, 在农产品价格供求短缺程度足以覆盖美元升值所带来的币值压力之时(即成为强势品种时), 农产品与美元指数共同上涨的情形是完全可能出现的。从这个意义上来说, 美元的短期反弹并不能阻碍未来农产品价格的进一步上涨。

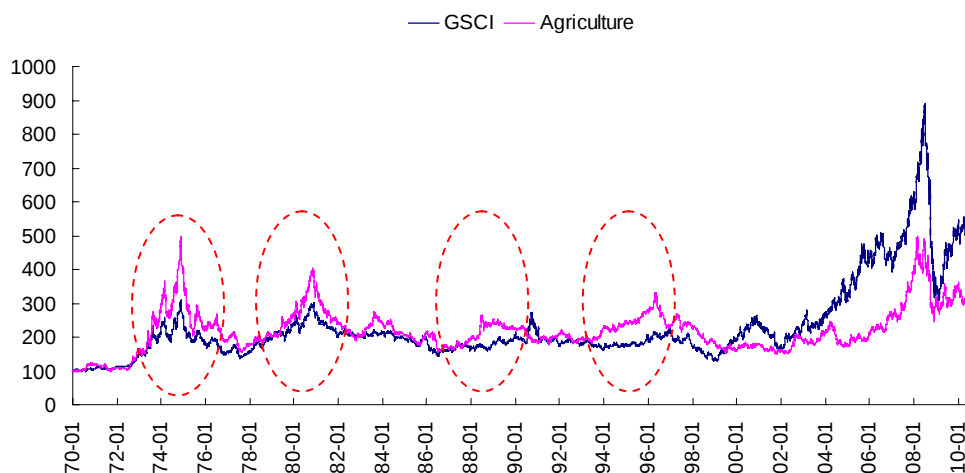
图 4: CBOT 小麦 CFTC 报告持仓

图 5: CBOT 玉米 CFTC 报告持仓

图 6: CBOT 大豆 CFTC 报告持仓

图 7: NYMEX 原油 CFTC 报告持仓


资料来源: CFTC, 东方证券研究所

资料来源: CFTC, 东方证券研究所

图 8：农产品价格与美元指数存在共同上行区间


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：农产品价格与美元指数存在共同上行区间


资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2 结构性矛盾催生未来巨大供给压力，危机或将到来

由于农产品生产存在季节性及生产周期较长（数月甚至一年）等特点，因此，一旦供给在一个周期之内发生短缺，便无法在短时间内进行补充，于是便会使供需失衡的状况反映在价格的大幅波动之中。

考虑到前期玉米、小麦上市遭到哄抢、中粮、嘉里等巨头高价收购粮源、农民种植成本上升而全面惜售、国内粮食进口大幅度增长等一系列现象、再结合此前关于粮库空虚的报道，我们不得不怀疑，我国粮食库存水平可能已经较为紧张。一旦未来灾害天气影响及通胀预期进一步蔓延，国内可能将爆发新一轮粮食危机。

1.2.1 频发灾害天气影响短期供给

在连续 6 年实现粮食增产之后，2010 年年初西南地区的干旱已使夏粮出现减产，根据国家统计局对夏粮主产区抽样调查和非主产区统计，2010 年全国夏粮总产量为 12310 万吨（2462 亿斤），比上年减少 39 万吨（8 亿斤），减少 0.3%。

7 月以来，长江、淮河、黄河、辽河、松花江、海河等七大流域都不同程度地发生了洪涝灾害，全国有 40 多条较大河流发生超过历史记录的特大洪水，长江三峡水库、汉江安康水库、第二松花江白山水库均发生建库以来的最大入库洪峰，165 座县级以上城市受淹，上千座水库出险。全国 28 个省份遭受洪涝灾害，农作物受灾 9721 千公顷，受灾人口 1.4 亿人，因灾死亡 1072 人，失踪 619 人，倒塌房屋 110 万间，直接经济损失约 2096 亿元。全国水利工程水毁损失已达 400 多亿元，较常年偏多 3 倍多。湖北、湖南、吉林等多个粮食主产区受灾情况严重，给秋粮供给带来极大压力，

根据农业部农情调度，截至目前，强降雨已经造成浙江、安徽、江西、湖北、湖南、重庆、四川、云南、贵州 9 省(市)农作物受灾 4162 万亩，其中成灾 2062 万亩，绝收 471 万亩。据中华粮网实地考察，2010 年早籼稻部分产区减产高达 20%，总产预计将减产 10%左右，收获期将推迟 7-15 天左右，单产、总产同比小幅下降。中华粮网南方办事处主任、粮油市场研究员孙忠也表示，“气候异常，洪灾严重，早稻面临减产的趋势”。我们预计，洪水等恶劣天气的影响将至少在未来 1 个月内持续。

表 1：2009 年末开始的西南五省市旱情

省份	范围	生活	损失	农业
云南	滇中、滇东、滇西东部的大部地区旱情百年一遇	742 万人饮水困难，缺粮人数也达到 700 多万	直接经济损失超过 200 亿	3000 多万亩农作物受灾，小春作物基本绝收。农业部门预测，粮食产量将下降 50%，甘蔗将减产 20%
贵州	84 县连续 226 天无雨成特重旱灾区	受灾总人口 1728 万人，有 557 万人、267 万头大牲畜饮水困难；需要口粮救济的人口为 312.9 万人	直接经济损失 28.77 亿	农作物受旱面积 1244.5 万亩，占夏收农作物播种面积的 60%左右，其中重旱 434.2 万亩，干枯 177.5 万亩
广西	广西 77 县发生气象干旱，其中特旱 8 个，重旱 21 个，中旱 12 个，轻旱 36 个	218.12 万人、111.17 万头大牲畜饮水困难，需要送水才能解决生活饮水的人数为 31.86 万人，其中百色市 18.89 万人，河池市 12.97 万人	因旱农业经济损失 4.66 亿元	农作物受旱面积 1126.38 万亩，其中轻旱 733.84 万亩，重旱 358.52 万亩，干枯 34.02 万亩；水田缺水 227.65 万亩，旱地缺墒 508.17 万亩
四川	13 个市(州)71 个县、市(区)受灾	受灾人口 828.8 万人，184.9 万人饮水困难，全省 138.2 万群众需救济	直接经济损失 13.8 亿元	222.9 万头大牲畜饮水困难；农作物受灾面积 51.1 万公顷，成灾面积 24.8 公顷，绝收面积 5.7 万公顷
重庆	轻旱到中旱；34 个区县出现旱情	94 万人出现饮水困难	/	农作物受害 270 万亩，其中重旱 65 万亩、干枯 9 万亩、水田缺水 230 万亩，旱地缺墒 150 万亩，42 万牲畜临时饮水困难

资料来源：腾讯网，东方证券研究所

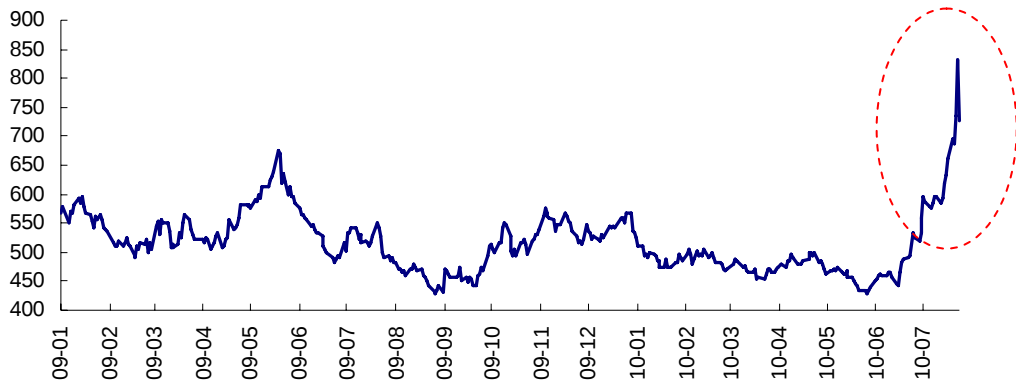
表 2：南方部分洪灾重灾区灾情

	城区	受灾范围	重灾区	受灾人口 (万)	死亡 (人)	失踪 (人)	转移安置 (万人)	农作物受灾 (千公顷)	绝收 (千公顷)	统计时间
2010年7月份 洪灾	辽宁	4 市 10 县	沈阳/锦州/铁岭/盘锦	149.7			10.5	51.7	1.1	7.19-7.21
	吉林	14 县市	四平/辽源/长春	45.5			2.4	41.45	1.65	7.19-7.21
	陕西	3 市 22 个县	安康/商洛/汉中	166	41	107	12.05	101		7.16-7.20
	安徽	12 个市 65 县	池州 安庆	661.75	5		12.05	455		7.8-7.16
	湖北	17 市州	随州 黄冈	978	70	4	33.1	1359.5	149.2	7.3-7.19
	湖南		湘西		11	6	27			7.4-7.12
	四川	18 市州 85 个县	达州 广元	1196	32	38	63.5			7.15-7.20
	重庆	16 个县区	合川 城口	103.39	7	8	11.01	41.76	4.79	7.15-7.19
	江西	35 县	景德镇/上饶/九江	241.756	8		19.95	173.984		7.1-7.15
	贵州	25 个县(市)	桐梓 道真	173.6	8	2	15	125.7	13.2	7.8-7.12
6 月 洪灾	全国	14 省市		5988.3	273	218	312.9	4049.15	619.75	7.1-7.21
	福建	77 个县市区	南平/三明/龙岩	404.86	78	79	101.5	119.8		6.13-6.27
	广东	9 市 22 县	汕尾/汕头/东莞	50	1	2	7.8			6.22-6.26
	江西	102 个县	临川/余江/永丰	1061	14	9	140.7	827		6.17-6.27
	广西	8 市 54 县	钦州/玉林/南宁	108.14	1		5.13	58.1	5.252	6.19-6.25
5 月 洪灾	湖南	6 市 45 县	湘西/怀化	380	6	2	12.4			6.6-6.9
	江西	88 个县市		487	19			498		5.22
	湖南	6 市	株洲/湘潭		10	3	6.2			5.5-5.7
	湖南	8 市 27 县	邵阳/娄底	399.28	47	37		243.91	44.13	5.3
	重庆	12 个区县	垫江/梁平/彭水	89.78	29	1		13.3	1.39	5-6
	重庆	4 个区县	潼南/城口	103.39	7	8	11.01	41.76	4.79	5-19

资料来源：新浪财经，东方证券研究所

国际方面，受全球变暖趋势影响，近年来，极端灾害性天气事件也时有发生，使全球和中国农业生产的不稳定性大增，并带动相关农产品价格大幅波动。从近期情况看，7 月份北半球热浪持续不断，南亚地区深受洪涝灾害影响，有研究称，预计 2010~2011 年度全球谷物产量为 17.53 亿吨，供应缺口升至 2100 万吨。受此影响，全球农产品价格快速上涨，小麦自 6 月低点反弹已经超过 60%，上周国际市场多数农产品价格环比也再次出现上涨。

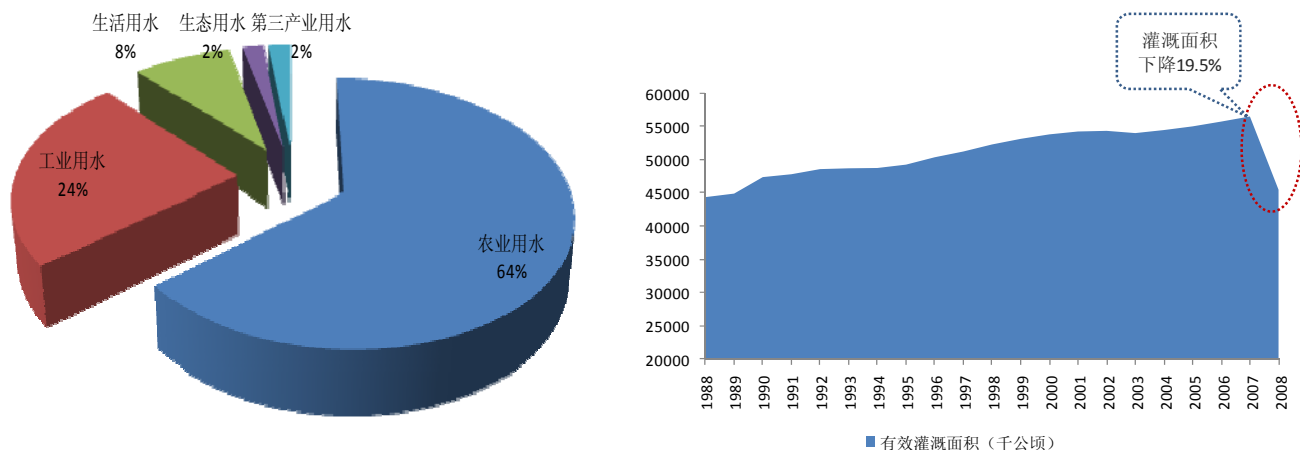
近期，因俄罗斯、乌克兰和哈萨克斯坦遭遇百年一遇的干旱，俄罗斯据此甚至表示将禁止小麦出口，CBOT 小麦价格 7 月份因此上涨 42%，创 50 年以来最大单月涨幅。

图 10：CBOT 小麦期货价格（美分/蒲式耳）


资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2.2 水资源将成为主要瓶颈

从各产业用水结构看，农业是水资源的最大的用户，占到用水总量的 64%。中国水资源是一个严重缺水的国家，总量在 2.7 万亿立方米左右，但人均占有量只有 2200 立方米，仅为世界平均水平的 1/3，美国人均占有水量的 1/5。因此，从这个角度来讲，水资源的越来越匮乏将给农业生产带来的巨大影响。2008 年我国有效灌溉面积同比下降了 19.5%，随着气候变暖加剧，干旱频繁的发生，水资源匮乏将影响未来几年粮食的单产。

图 11：我国各产业用水结构和历年我国有效灌溉面积


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

正如我们在此前关于水利建设的报告（7 月 22 日/《百年大计，水利建设——关于中央要求尽快启动水利薄弱环节工程建设的点评》，7 月 23 日/《策略专题报告——警钟已响，水利投资加码在即：迎接严重旱涝灾害之后水利建设投资新高潮》）中所指出的那样，“十一五”的五年实际上是在偿还“十五年”欠下的“水利投资债”。

在整个 20 世纪 80 年代实施的“六五”、“七五”计划中，全国水利财政支出占国家财政支出的比重仅分别为 3.4%、2.5%，甚至低于改革前“四五”、“五五”时期的 4.8%、5.7%水平，也就是说，在我国农业生产水平大幅提高的同时，水利建设程度却没有有效跟进，随着地下水资源的开采，投入不足的负面效应开始逐步呈现。据了解，我国水库中有 42.5%是病患水库，几乎都是中小水库。中小河道治理长期投入不足，带来严重隐患。有些小型水库在丰水期不敢蓄水，旱季解决不了供水问题，雨季稍微下点雨就溢满成灾。

实际上，近期我国极端灾害性天气突发多发，除去天灾因素外，背后还存在基层水利设施连年欠账，城乡水利资源分布不均等原因。本次西南省份在遭受特大旱灾之后，又遭受了洪灾，甚至发生溃坝决堤事件。发生旱灾之后，水库储水出现严重不足，部分水库甚至是干涸的，但却无法应对之后发生的洪涝，显然，这场旱灾暴露出了中国抗旱水源工程不足、水资源调蓄能力较低、水利基础设施建设相对滞后的问题。6 月 21 日，江西省境内第二大河流抚河的唱凯堤决口，周边乡镇十多万人被洪水围困；6 月 26 日云南马龙水库漫坝，洪水肆虐，所到之处，农田尽毁。这一连串的事件凸显我国水利基础设施标准低、配套差、老化失修、功能退化的致命弱点。

今年以来，水利部长陈雷强调必须把中小河流治理作为民生水利的重要内容，要加大投入，加快治理。他在撰文谈西南特大干旱时指出，大力加强水利建设，全面提升抗旱减灾综合能力是一项十分重要而紧迫的战略任务。尽管“十一五”期间农田水利建设将得到国家重点扶持，吸引投资高达 3624 亿元，相当于之前十五年的投资额总和，但我们认为，此次政府的极大决心恰恰说明，当前水利设施建设显然严重滞后于经济发展的，在短期内问题难以解决的背景下，客观形势十分严峻。

表 3：政府支持决心反映水利建设薄弱程度

时间	部门	事件	内容
2010-7-21	国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议	主持召开国务院常务会议	会议指出，要继续把加强水利建设放在突出位置，尽快启动水利重点薄弱环节的工程建设。会议讨论并原则通过《中华人民共和国水土保持法(修订草案)》
2010-7-20	广东省水利厅	扩大会议	省水利厅将以省委十届七次全会精神为动力，大力促进民生水利和水文化建设
2010-7-13	财政部	财政拨款	拨付内蒙古2010年中央财政小型农田水利设施建设补助专项资金1.39亿元用于2010年第二批小型农田水利重点县建设和专项工程建设
2010年7月5-6日	中共中央、国务院	召开西部大开发工作会议	考虑到西部在2010年洪涝灾害频发，会议指出在继续推进西部大开发时，加快西部地区基础设施建设，重点加强综合交通网络、信息基础设施和水利基础设施建设
2010-6-22	黑龙江省委	人大工作会议	利用5天的时间，深入全省各地对水利工程建设情况进行集中视察，督促又好又快地落实省委关于大力发展现代水利的战略决策
2010-6-4	水利部部长陈雷		要痛定思痛，举一反三，针对西南大旱暴露出来的突出问题，实行水利建设、石漠化治理和生态建设相结合的三位一体治本之策，增辟水源，兴修水利，彻底解决西南地区水利欠账问题
2010-4-7	水利部部长陈雷	国家防总抗旱	会议决定派出三个专家组会同有关流域机构深入云南、贵州、广西

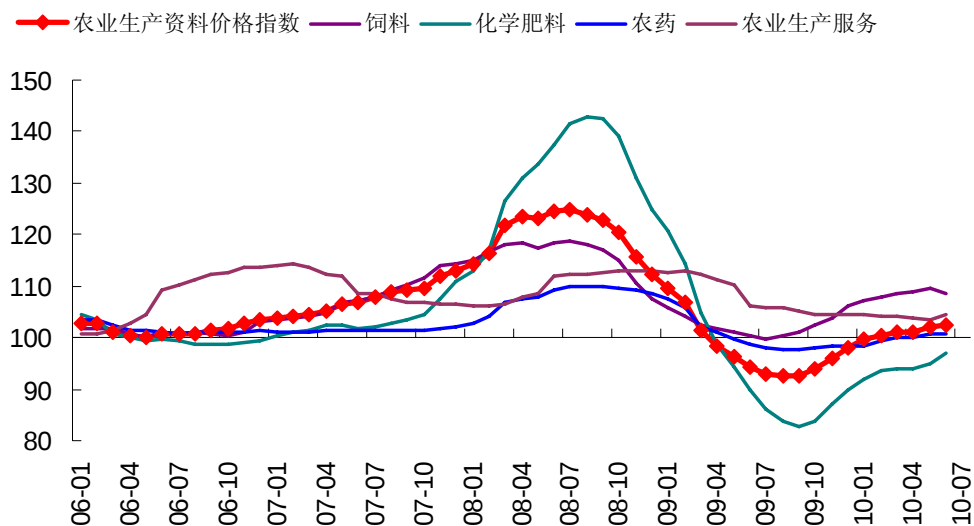
		会商会	等旱区一线调研，采取超常规措施，尽快完成西南地区重点水源工程和小型水利设施建设规划及全国抗旱规划，做好规划之间的协调和衔接，争取早日实施
2010年4月3-5日	国务院总理温家宝	贵州考察	2010年温总理三下西南，检查指导抗旱救灾工作。温家宝对水利建设提出四项要求：一是抓紧编制重点水源工程近期建设规划，二是加快小型农田水利设施建设，三是加强田间节水工程建设，四是抓好因灾受损水利设施修复
2010年3月21-23日	国家主席胡锦涛	宁夏考察	应对宁夏地区年初持续的旱灾，胡锦涛对水利工作作出了“加强水利基础设施建设、大力改善生态环境、解决群众饮水安全、做好抗旱救灾”等重要指示
2010-3-28	国家防汛抗旱总指挥部秘书长、水利部副部长刘宁，和水利部总规划师兼规划计划司司长周学文	国务院新闻发布会	西南持续的旱情启示，刘宁指出今后将加大西南水利建设力度
2010年3月	云南省	规划部署	利用3年时间投资270亿元，建设100件大型水利工程，同时建设一大批小型水源工程
2010-3-28	水利部副部长矫勇	全国水利建设与管理工作会议	全力打好大规模水利建设攻坚战。2010年，中央水利投入安排已超过800亿元，全行业水利投入有望达到2000亿元。水利建设规模将持续加大，民生水利工程建设范围将进一步拓展，水利建设任务更加艰巨。各级建设部门要进一步鼓足干劲，以保进度、保质量、保安全为中心，强化建设管理，全力打好水利建设攻坚战

资料来源：东方证券研究所

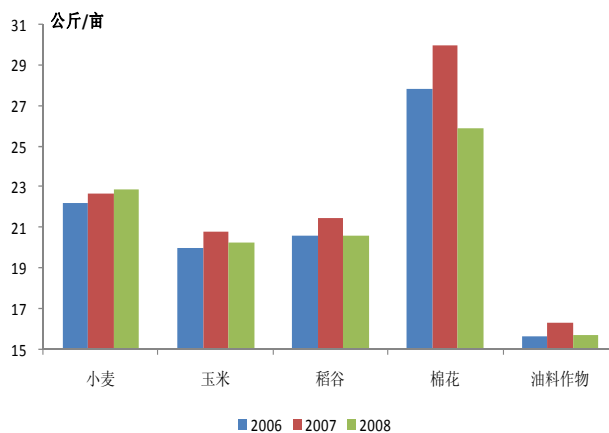
1.2.3 成本提高引起比价效应降低

在过去数年中，农资成本的大幅提升使种植利润出现大幅下滑，同时，工资性收入增加（主要是外出打工所得）逐渐取代家庭经营纯收入（主要是务农收入），成为农民收入提高的主要来源。此外，相比其他经济作物，种植粮食作物利润偏低，即使农民在家务农，较低的粮价也成为影响农民种植粮食作物的制约因素。具体来说，以下诸多因素都严重影响着农民的种粮积极性。

- **农资价格上涨带来单位面积施肥减少。**不管从逻辑上还是数据，我们都看到了化肥价格与石油价格有很强的相关性。2008年石油价格创出新高的同时，化肥价格也来到了历史的高点。显而易见，化肥价格这种快速飙升的态势，使收入处于社会下层的农民最受伤害。从2008年的数据我们看到，随着化肥价格的高企，支付能力有限的农民对绝大部分农作物的单位面积施肥量做了明显的减少，我们认为，在测土配方还未在农村普及的条件下，农民施肥量的减少将透支土地的肥力，而长期以往必将导致粮食单产下降。实际上，这典型的一幕已经发生在广西甘蔗种植上，未来一旦化肥等农资价格跟随石油价格再次上涨，将引起农民的抛荒。从而为后续农业生产带来巨大困难，带来更大的粮食减产风险。

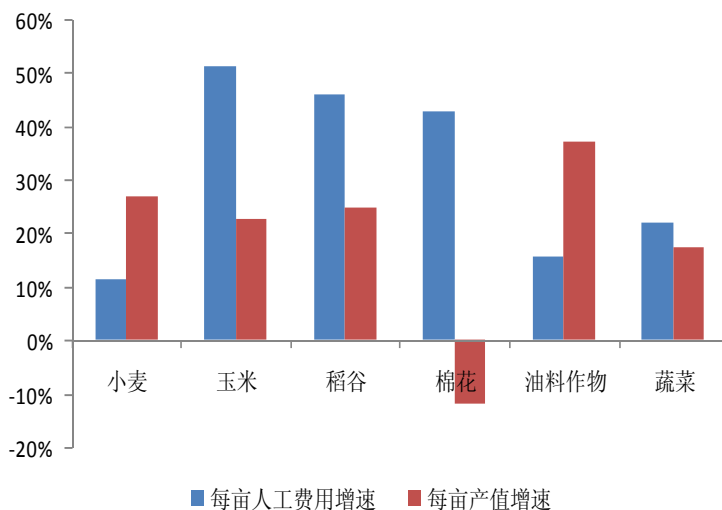
图 12：农资价格指数走势


资料来源：CEIC，东方证券研究所

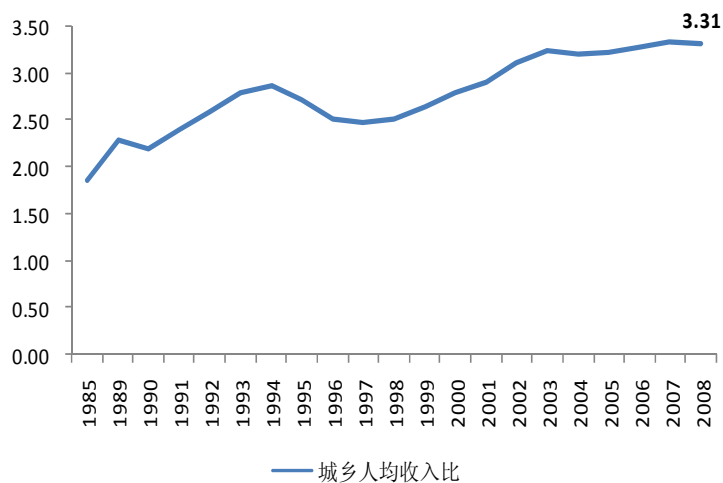
图 13：2006-2008 年各农产品每亩施肥量对比


资料来源：发改委，东方证券研究所

- **人工成本快速增长打击农民积极性。**城乡人均收入剪刀差不断扩大，是导致农村生产力价格不断上涨的主要原因。2008 年城乡人均剪刀差为 3.31，仍然维持在高点，这将进一步加速农村生产力的流失（特别是青壮年），这一方面使得一些地区的农村生产力明显不足，另一方面导致生产力价格上涨的同时，农业生产的效率并没有得到大的提高。从 2008 年与 2006 年的对比数据来看，对于大部分农作物来说，农民每亩产值的增速要远落后于每亩人工费用的增速。很显然，这将很难提高农民的种植积极性。农民工进城，土地闲置抛荒这样的现象在农村大量存在。

图 14：2008 年每亩人工成本和产值增速比较（相比 2006）


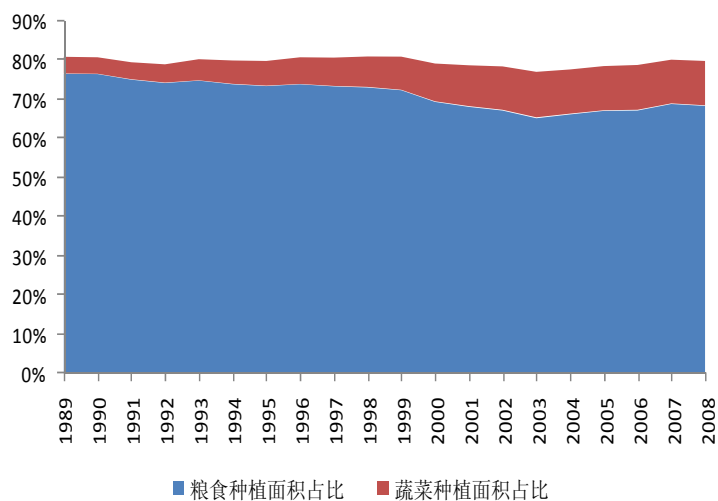
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 15：城乡人均收入剪刀差


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

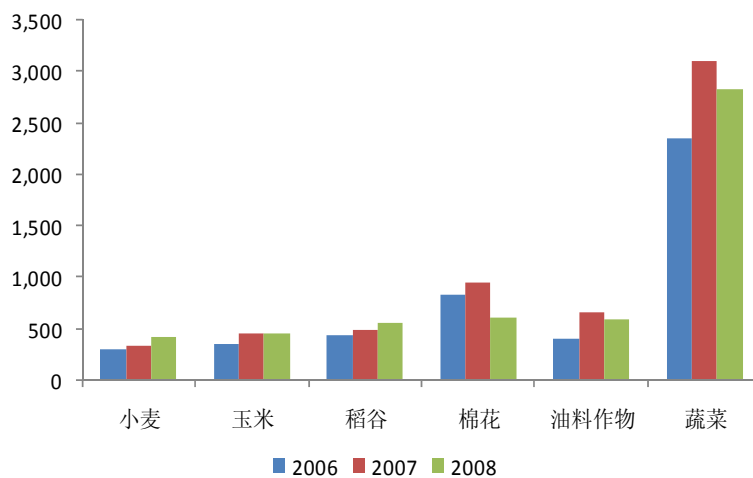
- **比价效应导致粮食种植面积扩大有限。**从耕地面积上来看，粮食种植面积的扩大十分有限。从长期看，整个耕地面积处于下滑态势，在政策的保护下，耕地面积得到了有效维稳，维持在 18.3 亿亩左右。但即便耕地面积保持稳定，从一个长期的角度看，比价效应导致的果蔬以及经济作物种植面积增加也将带来粮食耕种面积的下降。2008 年，果蔬的每亩收益几乎是粮食收益（已经包括补贴）的 6.7 倍。

图 16: 历年耕地占比结构情况



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 17: 2006-2008 各农产品每亩收益比较



资料来源：发改委，东方证券研究所

二、通胀背景下农业股有望获得超额收益

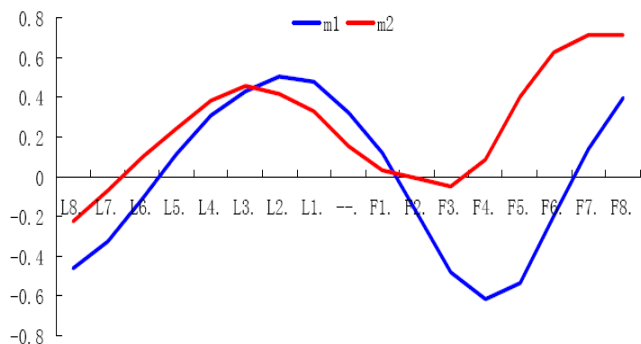
2.1 通货膨胀压力已然巨大，未来仍将加剧

正如我们在此前 7 月 30 日报告《不谋万世者，不足谋一时：2010 年秋季 A 股投资前景展望》中所指出的那样，由于通胀本质上是货币现象，因此，2008 年末经济危机后各国政府在实行刺激政策后所超额发行的货币必然会造成新一轮的通胀，在当前实际生活中的涨价压力和未来的新涨价因素（包括灾害天气的滞后影响，未来猪价和粮食价格上涨压力等）都将在三季度得以体现。

著名经济学家、诺贝尔经济学奖得主米尔顿·弗里德曼曾经说过：“无论何时何地，通货膨胀都是一种货币现象。想要控制通货膨胀，只需要控制货币供给。”根据货币数量论的观点，通货膨胀最终都是货币的表现。通过简单的相关系数分析可以发现，自 96 年以来，货币供应量增速平均会领先 CPI 和 PPI 大约 1-3 个季度。尽管更严格的计量分析由于方法选择的不同会有不同的结果，但大致来讲，货币供应的增长最终都会通过或长或短的时间反映到物价上来。来源于经济刺激政策的货币供应高速增长最终将全面推高通胀水平。

实际上，尽管 CPI 仍维持低位，但我们在现实生活中所感受到的通胀压力已经十分巨大，而自去年以来，大蒜、绿豆、小麦、早籼稻、棉花、房租、电子元器件等价格的大幅上涨并未体现在 CPI 之中。如果从广义的通货膨胀角度看，09 年房地产、股票等资产价格的暴涨，实际上也已经体现出了明显的“通货膨胀”，这也对普通居民形成通胀预期起到了推波助澜的作用。如果政府未来不采取足够积极的措施进行调控，通胀预期可能将愈演愈烈，从而使真实的通货膨胀形势更加严重，进而对未来经济增长和社会稳定造成更大的危害。

图 18：货币供应量与 CPI 的季度增速相关系数（L 表示货币的领先期数）



资料来源：东方证券研究所

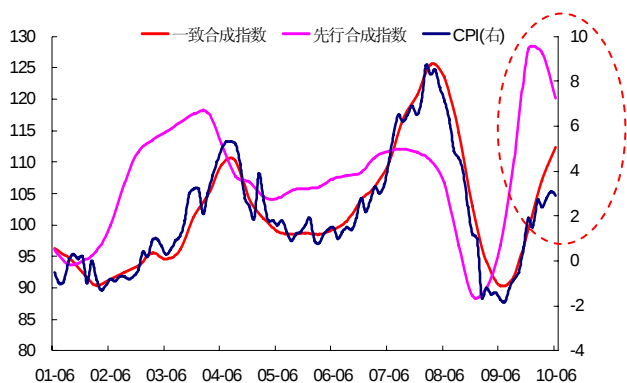
图 19：实际通胀压力并未体现在 CPI 之中



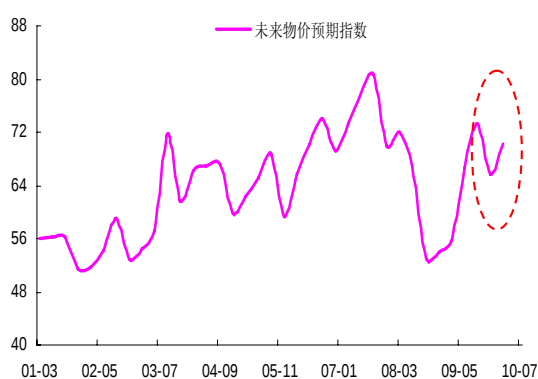
资料来源：东方证券研究所

由于统计范围有所偏差等多方面原因，国家统计局所公布的 CPI 绝对水平与群众实际感知物价水平有较大差异，因此，我们弃用传统的 CPI，而综合采用其他指标来判断当前的实际通胀水平，具体包括 PMI 购进价格指数、央行发布的物价满意度、企业商品价格指数（CGPI）、中国农产品批发价格总指数。目前，无论是从这些指标，还是从各种价格的绝对水平来看，涨价早已到来。

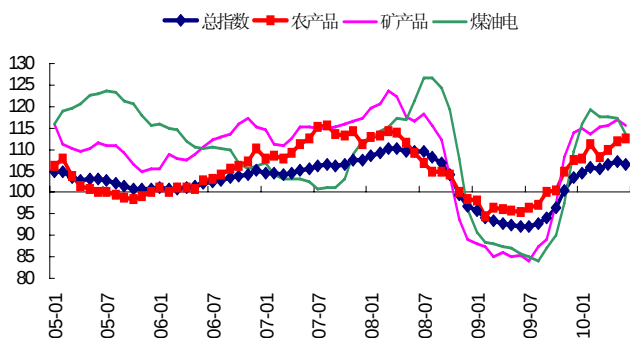
实际上，央行在最新发表的宏观形势分析报告就用隐晦的语言表达了对通胀的担忧。结合其独特的监测体系，我们可以看到，历史上与CPI高度吻合的央行CPI一致合成指数在二季度与统计局CPI显著偏离，而尽管当前通胀先行合成指数已经开始呈略微下降的趋势，但绝对值上这一指标的水平仍较高，而且未来仍有可能上升。另外，需要注意的是，5000户工业企业产品销售价格景气指数从上季的53.2%上升至二季度的54.2%，已经连续六个季度上升，未来物价预期指数则在2010年二季度达70.3%，比上季上升4.7个百分点。央行认为，未来依然存在通胀因素，包括“一是食品价格的涨幅可能回升；二是前期货币信贷高增长的时滞效应还未完全显现；三是劳动力价格的提高也会推高物价水平；四是通胀预期仍较高”等。

图 20：央行指标显示巨大通胀压力


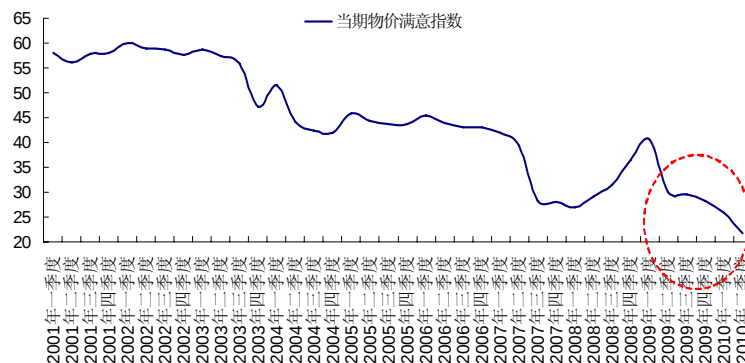
资料来源：东方证券研究所

图 21：未来物价预期指数 2 季度上升 4.7 个百分点


资料来源：东方证券研究所

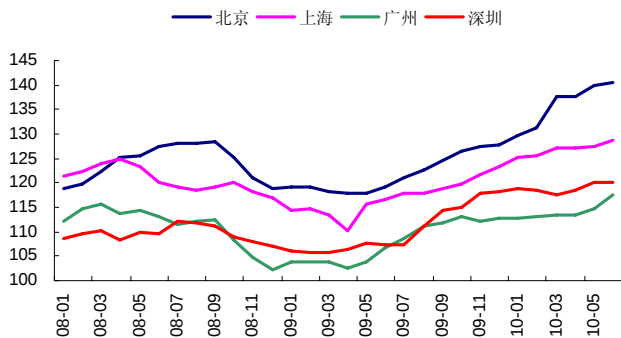
图 22：企业商品价格（CGPI）


资料来源：央行《季度中国宏观经济形势分析》，东方证券研究所

图 23：物价满意指数


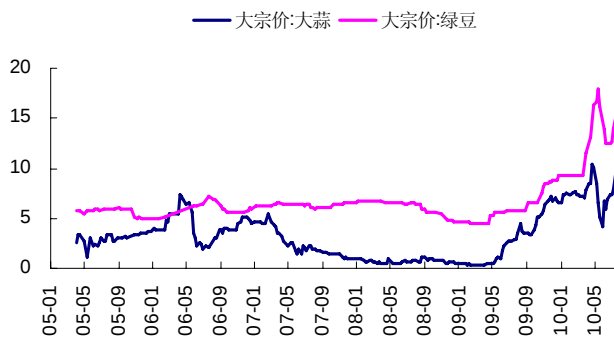
资料来源：央行《季度全国城镇储户问卷调查综述》，东方证券研究所

图 24：二手房租金价格指数



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 25：大蒜及绿豆价格



资料来源：农业部，东方证券研究所

即使考虑 CPI 等因素，未来猪价及粮食价格的上涨也将带来巨大压力。尽管翘尾因素有所回落，但是新涨价因素将会明显提升，三季度中后期有可能成为年内通胀高峰。

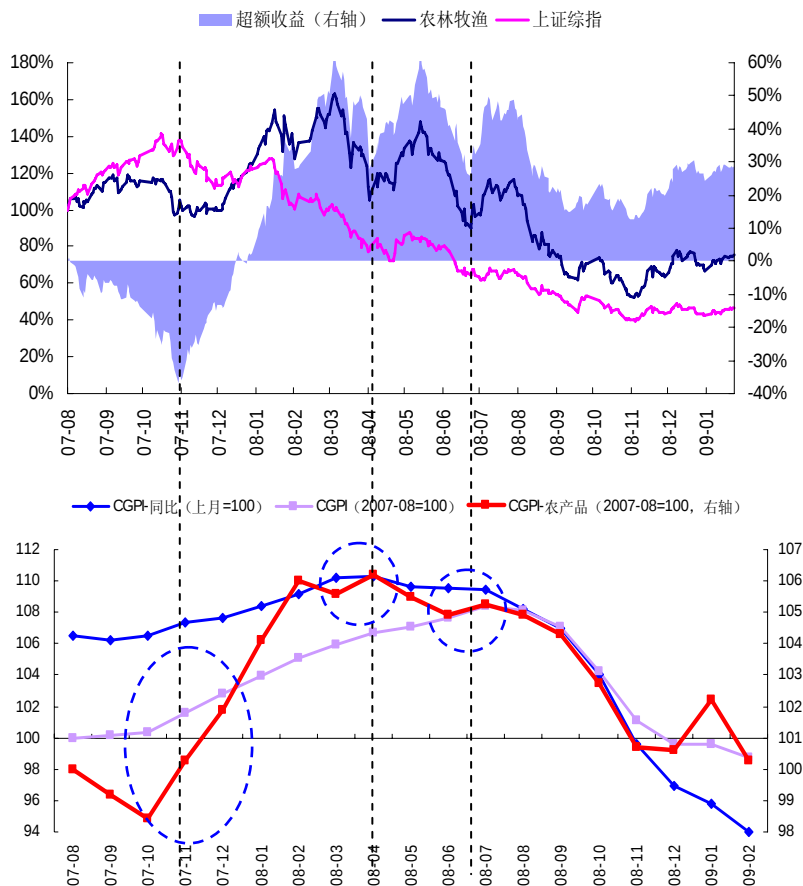
此外，从中期角度来看，中国经济长期积累的深层次矛盾（不合理的国民收入分配格局、过多的超国民待遇、低估的生产要素价格以及过低的环境维护成本）加上仍然较大的货币供应量，尽管目前工业品价格出现显著下跌，但我们尚不能断言通胀压力已经减弱。

2.2 对冲高通胀风险，农业股将迎来投资机遇

在通胀背景下，我们认为，农业股将再次迎来较好的阶段性投资机遇。我们通过，对 2008 年股票市场表现的梳理发现，作为 A 股市场为数不多对冲高通胀风险的行业，农林牧渔板块表现极其突出，其中在部分时间区段甚至可以获得正收益。

从投资时点及相应股价表现的回顾中，我们发现，在通胀周期中，农业股超额收益最为明显的是由温和通胀转向高通胀的阶段，此后农产品价格的每一次反弹都会体现为农业股较为明显的超额收益，具体来说，农业股超额收益最大的阶段正是由温和通胀转向高通胀的 2008 年 1-2 月，随后在 3 月及 6 月两次农产品价格反弹，农业股则分别在 4 月及 7 月取得了较好的相对收益。

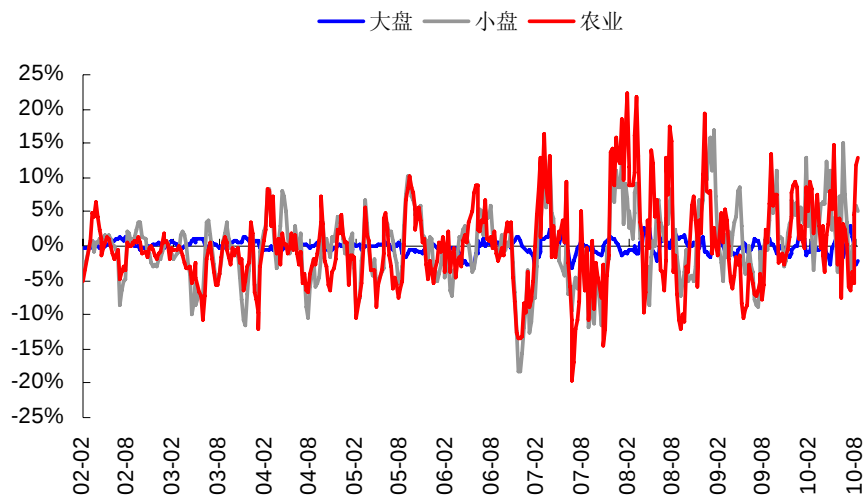
由此可以看出，在一轮通胀周期之中，由于农产品价格引发物价上涨，通胀预期循环加强，投资者为了对冲高通胀会选择超配农业，从而使其获得超额收益。展望下一阶段，我们认为，在通胀水平高涨的背景下，农业股将有望成为下一阶段的投资主题。

图 26：农产品价格上涨孕育农业股超额收益


资料来源：WIND，东方证券研究所

2.3 农业股具有小盘股投资风格

投资风格方面，我们注意到，由于农业上市公司规模和市值通常较小，走势上十分接近于小盘股。另外，由于其行业所具有低经济周期相关性，因此，通常在大盘下跌的情况下，农业股获得超额收益的概率相对较大。实际上，超额收益的比较也证实了农业板块的小盘风格。因此，我们认为，未来一段时间内，在经济形势仍不乐观，大盘走势可能维持低迷的背景下，非周期性的农业股将有望获得资金青睐。

图 27：月度累计超额收益比较


资料来源：Wind，东方证券研究所

表 4：总市值较大的农业股（数据日期为 2010-8-10）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	利润 2010E (亿元)	2010PE
600598.SH	北大荒	247.63	247.63	4.57	54.2
002069.SZ	獐子岛	175.44	165.54	3.10	56.6
002385.SZ	大北农	156.31	23.71	3.71	42.1
600737.SH	中粮屯河	134.35	107.63	3.18	42.2
000061.SZ	农产品	131.65	110.50	5.36	24.5
002299.SZ	圣农发展	130.59	13.06	2.73	47.9
002041.SZ	登海种业	108.59	100.91	1.99	54.6
600108.SH	亚盛集团	91.54	75.95	1.71	53.5
000860.SZ	顺鑫农业	90.43	47.92	3.40	26.6
002311.SZ	海大集团	81.54	20.38	2.20	37.1
000930.SZ	丰原生化	79.08	79.08	3.34	23.7
000876.SZ	新希望	71.25	69.76	4.56	15.6

资料来源：Wind 资讯

三、建议关注种子、水产等子行业

3.1 种子行业——质变、量变进行时

质变：中国种业的生物技术时代即将到来。

- 客观上，粮食生产和消费的矛盾决定了发展生物技术育种是大势所趋。转基因种子在全球主要国家已得到普遍应用，且发展迅速。
- 我们应从国家粮食安全的战略高度理解转基因种子在中国商业化发展的必然性。明确的政策路线或转基因粮食作物试点或将破题。
- 立足传统育种技术研发优质品种依然是种子企业发展的根本。

量变：种子行业将步入高盈利时代。

- 国内种子相对价格远低于国际水平。种子质量、服务和良种补贴水平的提高都将为种子价格上升打开巨大空间。制种地供求关系的发展趋势决定制种成本上升空间有限。
- 种子行业盈利模式类似于软件研发产业，应给予估值溢价。

重点布局玉米种子细分市场，以“拿来主义+自主创新”赢得品种争夺战。

- 玉米种子的遗传特性和玉米市场的容量和潜力决定了种子企业把玉米种子业务作为战略发展方向符合企业长期利益。
- 出色的企业会积极购买优秀新品种的使用权，以品种养研发 研发新品种的模式，兼顾企业短期利益和长期战略。

延伸下游产业链，以“全方位的服务”带动利润增长。

- 通过向产业链横向和纵向延伸，为农户提供农资和技术配套服务，将最大限度地发挥种子的产量潜力并节约种植成本，促进种子的推广销售。
- “种子+农资技术服务”的商业模式是种业未来发展方向。

选择具备优势玉米品种的公司

推荐敦煌种业、登海种业。关注具备生物技术研发能力和存在潜在引进技术可能的公司，建议关注大北农(未评级)、奥瑞金（未评级）、隆平高科（未评级）。

风险因素

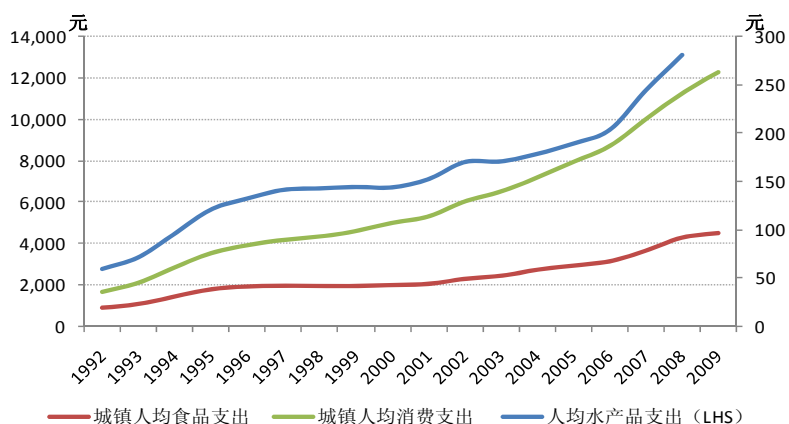
种子制种关键期出现大规模自然灾害，导致种子大幅度减产，提升种子成本；
粮食价格大幅度下跌，影响农民种粮积极性，减少种子需求。

3.2 水产行业——消费升级和资源是最大驱动力

3.2.1 水产消费：消费升级是水产行业持续增长的动力

随着人们收入的增加和生活水平的提高，对于蛋白质的需求也在快速的增长，对于水产的需求也在快速增长。2008 年，我国城镇人均水产品消费支出达到 280.28 元，比 2005 年增长了 48.45%，同时这三年间人均水产消费支出复合增长率达到 14.1%，高于消费支出 12.3%和食品消费支出 13.5%的复合增长率。

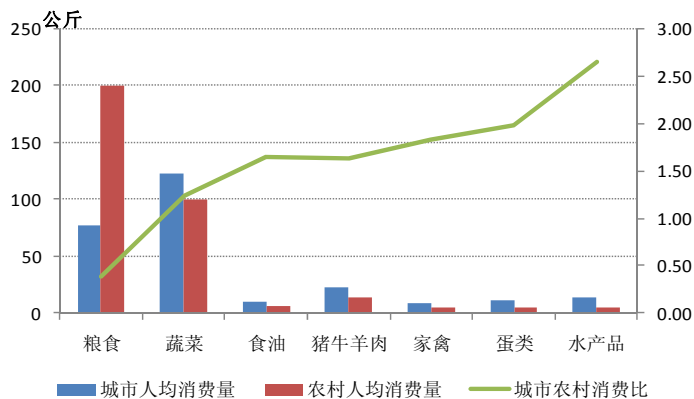
图 28：人均水产消费支出平稳增长



资料来源：东方证券研究所

从农村与城市差距来看，水产消费是城乡消费差距最大的。我们判断，未来受益于政府不断地加速推进国内城镇化，农村人口向城市不断的涌入，整体收入水平的提高，农村人口对于水产消费意愿也将随之提升（同为中国人，很难用口味去解释农村和城市消费的差异）。我们估计水产消费仍将保持 10%左右快速增长的态势。

图 29：2008 年农村水产消费与城市差距巨大

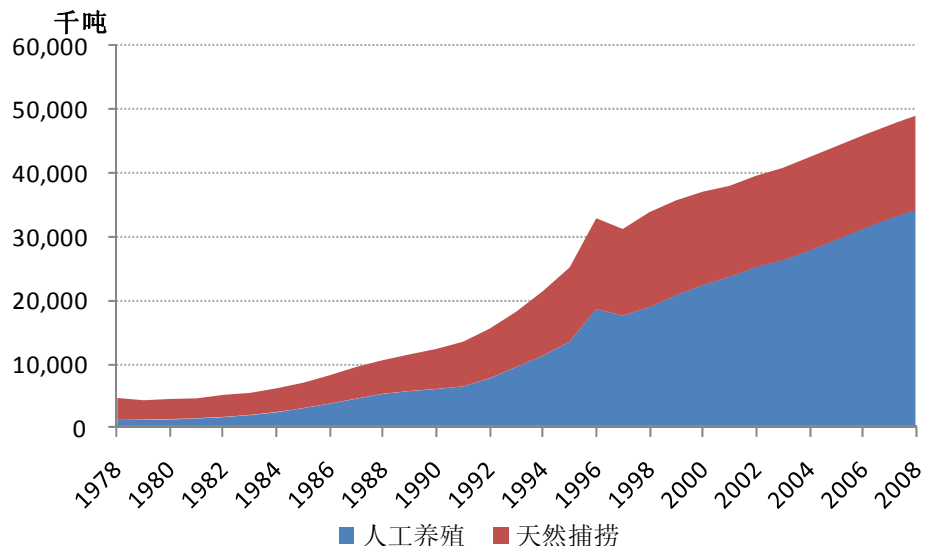


资料来源：东方证券研究所

3.2.2 水产资源面临重估

我国是世界上最大的水产品生产国，同时也是世界上惟一个养殖产量超过捕捞产量的国家。2008年，中国的水产总量超过 4896 万吨，占到世界水产总产量的 1/3 以上，其中中国人工养殖量达到 3413 万吨，占世界养殖总量超过 70%。

图 30：国内水产产量快速增长，人工养殖占主导



资料来源：东方证券研究所

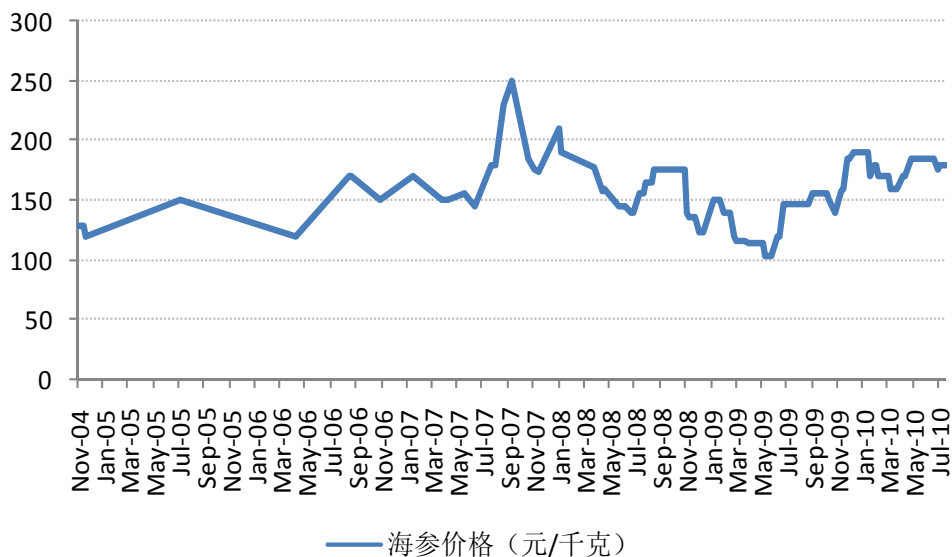
养殖替代捕捞的这种趋势不可逆转。2008 年世界养殖占比已经从 1980 年的 6.5% 攀升至 36.92%，根据 FAO 的估计，2010 年养殖占比可望达到 38.33%。根究其原因，我们认为有几方面的因素：

1) 气候、污染以及过渡的捕捞导致世界鱼种资源的下降是这种趋势的主导，未来捕捞越来越不能满足日益增长的水产需求；2) 随着各类水产养殖技术的突破和日益成熟，水产养殖的技术壁垒越来越低，同时养殖的经济效益逐步显现出来。从国内看，《渔业发展“十一五”规划》明确指出要继续巩固和完善海洋伏季休渔和长江禁渔制度，保护渔业资源，合理适度发展近海捕捞，同时《规划》提出了把养殖捕捞比从 2005 年的 2.33 : 1 扩大到 2010 年的 3.79 : 1。这显示出政府限捕捞鼓励养殖的态度。因此，我们认为，未来水产养殖将成为趋势。

养殖资源稀缺，未来面临重估。养殖资源的稀缺可以理解为优良高产需求的水域。举个例子来说，刺参属于冷水系水产，在南方无法进行规模化养殖，因此在未来刺参需求增长的趋势，能养刺参的海域就凸显出其稀缺的一面。我们认为水域资源的稀缺有两大方面：1) 污染、水面面积的缩小，直接导致资源的减少；2) 相对于需求，某些资源凸现出的稀缺。**相比较前者，后者才是未来资源重估和资源争夺的主导。**随着后续水产需求的持续提升，资源稀缺面临重估。

3.2.3 通胀：高端海产品弹性最大

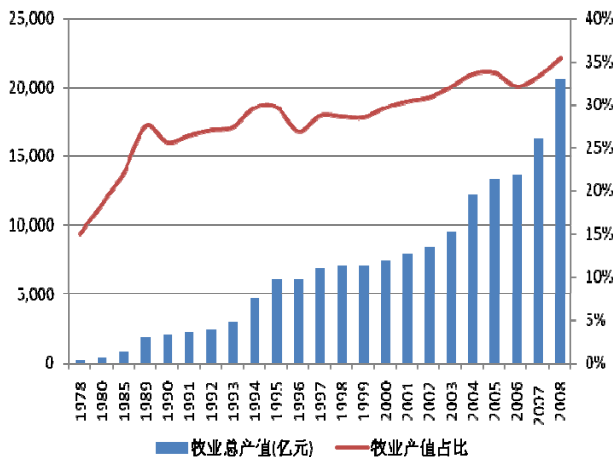
水产品中高端海产品的弹性最大。从行业周期特性看，高端海产品作为可选消费品，见底以及复苏的周期都要滞后于经济周期一段时间，而且其需求弹性要远大于一般消费品。因此如果说经济在 2009 年已经见底回升，那么可以预测，2010 年后几年将是高端海产品快速复苏的几年，价格有望进入上升通道。另一方面，通胀将带来农产品涨价的机会，我们认为，高端海产品类似于白酒，也存在巨大的涨价机会。

图 31：海参价格走势


资料来源：东方证券研究所

3.3 畜禽养殖产业——产业链一体化是未来趋势

畜牧养殖业处于农业产业链的中游，其上游是饲料业，下游是牲畜屠宰和肉制品加工业。畜牧养殖包括猪、牛、羊和家禽等的养殖。近些年，我国畜牧养殖的产值呈逐年上升阶段，在农业产值中的比重也稳重有升。2008 年，畜牧业产值达 2.06 万亿元，占比超过 35%。我们认为，畜牧产值及占比未来仍能保持稳中有升的局面。我们乐观的原因在于，人们消费结构的改变，以及中国经济长期向好，人们生活水平长期稳步增长的预期。

图 32：牧业总产值及其占比


资料来源：东方证券研究所

产业链一体化是未来的趋势。产业链一体化是畜牧行业发展未来的趋向。从国外的状况看，美国的多数饲料生产企业与养殖企业是结合在一起的，且这类企业生产的饲料量逐年增加，而商用性饲料的产量逐年下降，如全美 10 个最大的产业链农场的生猪产量占到了全美猪肉市场供应的 38%，他们都已经形成了一体化的产业链。美国的 FARMLAND 公司年生产猪饲料 200 万吨，屠宰生猪 900 多万头，牛 600 万头，同时它又是全美著名的食品生产加工制造企业，其肉类加工产品在美国家喻户晓，在国内，这种一体化的趋势同样也在加快其步伐。新希望在 2007 年收购了北京奥运会猪肉制品的独家供应商千喜鹤，为其打造一条完整的“饲料+养殖+屠宰/加工销售”产业链奠定基础，而接下去可能注入上市公司的六合同样是巨型的农牧一体化公司。

表 5：产业链一体化是大企业发展趋势

公司名称	总部	上下游产业延伸
正大	泰国	涉足农产品种植、畜牧养殖业
蓝多湖 (Land O' Lakes)	美国	世界最大的奶制品企业之一
泰森食品 (Tyson)	美国	世界最大的禽肉加工销售企业
泰高 (Nutra) (Nutreco)	荷兰	禽肉加工生产销售, 占西班牙禽肉市场30%
Sadia	巴西	巴西最大的鸡肉加工厂
Smithfield	美国	世界最大的猪肉加工销售企业
新希望	中国	奶业、猪业、禽业三条链已经初具规模
圣农发展	中国	肉鸡养殖一体化

资料来源：东方证券研究所

3.4 番茄酱行业——价格有望在年底反转

我国的番茄加工业处于上升阶段。全球最适合种植加工番茄的区域主要集中在地中海沿岸、美国加州河谷以及中国新疆、内蒙和甘肃地区，这三地的番茄酱产量占到了全球的 85%。由于我国西北部种植的番茄品质高、成本低，因此我国生产的番茄酱迅速占领国际市场。

表 6：近年来各国番茄酱价格

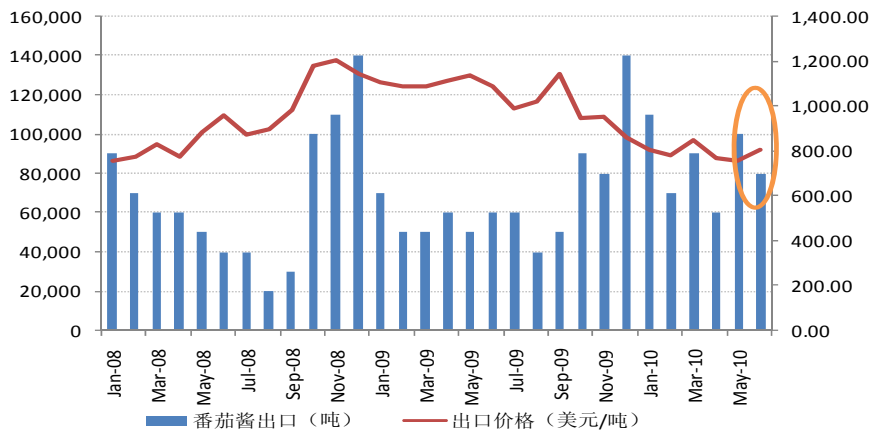
单位：美元/吨	中国	加利福尼亚	意大利
2004	32	56	67.5
2006	33.7	54	73.125
2008	54.7	77	127.49

资料来源：东方证券研究所

近期，WPTC 预测 2010 年全球加工用番茄产量为 3872.2 万吨，减产 9%，其中中国下降 10% 以上，加州下降 9%。本榨季全球产量下跌原因主要是：1) 全球气候异常的影响；2) 上榨季番茄

丰产，番茄酱价格明显下跌，种植农户和加工企业积极性低。我们预期本榨季的减产将成为番茄酱价格见底的标志，同时我们预期未来随着欧洲 CAP 补贴的改革，欧洲番茄酱补贴的下降，欧洲番茄酱产量将趋于下滑，年底番茄酱价格的反转可以预见。

图 33：番茄酱出口量价走势



资料来源：东方证券研究所

四、重点推荐公司

综合考虑子行业投资价值、业绩增长预期及估值等方面因素，我们重点推荐种子行业中的**敦煌种业**和**登海种业**。水产行业中关注**东方海洋（未评级）**和**好当家（未评级）**。养殖产业链中推荐**正邦科技**。同时建议关注受益于价格上涨的**中粮屯河、国投中鲁（苹果汁）**。

敦煌种业（买入）：业绩有望大幅超预期

- 我们预计公司业绩最大的贡献者敦煌先锋种业业绩有望出现爆发式增长，同时母公司和其他子公司业务今年有望大幅减亏，从而减少对公司业绩的拖累。因此，公司全年的业绩有望出现大幅度的增长。
- 敦煌先锋公司今年落实制种地情况良好，预计玉米制种面积实际数量超过 8 万亩。宁夏新建加工能力今年投产后，敦煌先锋公司加工产能有望扩大至 3 万吨以上。因此增加的制种面积与加工产能将相匹配，使今年敦煌先锋先玉 335 销量有望大幅增加，预计为母公司贡献净利润达约 2 亿元。
- 种子代繁业务方面，我们认为公司将不会盲目维持产能，而精选每公斤代繁利润为一定金额以上的项目。同时在自有知识产权品种方面，扩大利润相对较高的自有知识产权品种在种子业务中的比重。今年代繁业务和自有品种制种面积大体相当，预计未来公司计划进一步扩大自有品种比例至 80%以上，将进一步提升母公司种子业务盈利能力。
- 棉花业务今年形势较好。公司大幅缩减籽棉加工业务，把籽棉加工集中在瓜州、金塔两个万吨优质棉公司进行，其他各加工企业不再自营棉花收购加工业务。且籽棉收购早于产品销售时期，而皮棉和棉籽价格呈现逐渐走高的趋势，估计今年棉花加工业务不会出现大幅亏损。预计今年棉花业务毛利润贡献 3000-4000 万元。
- 食品加工业务今年形势喜人，有望进一步增加对公司利润的贡献。其中棉蛋白加工业务产能随着收购玛纳斯油脂项目迅速扩大；番茄酱业务业绩预计稳步增长；脱水洋葱粉产品供不应求，产销率 100%。
- 盈利预测与评级：基于以上基本面判断，我们预测 2010 年每股收益为 0.83 元，基本维持 2011 年的盈利预测。基于 40 倍 P/E 水平，我们将敦煌种业的目标价上调为 33.2 元，维持买入评级。

表 7：敦煌种业盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	1,109.98	1,512.70	2,113.21	2,641.98
增长率(%)	47.49	36.28	75.37	25.02
归属母公司股东的净利润(百万元)	13.91	30.02	154.14	285.15
增长率(%)	195.48	115.83	492.85	84.99
每股收益-摊薄(元)	0.07	0.16	0.83	1.53
市盈率	334.76	155.05	30.17	16.37

资料来源：东方证券研究所

登海种业（增持）：玉米种子最专业公司

- **登海种业是国内种业公司中最执着于玉米种子的公司。**公司长期坚持玉米优质良种的培育和产业化，拥有国内领先水平的玉米种质资源和新品种研发能力，是目前玉米种子市场上最专业的公司。
- **我们十分看好公司旗下玉米品种先玉 335 的推广前景。**从目前的市场反应和推广趋势来看，先玉 335 在黄淮海地区将进一步抢占市场，其推广面积将超越郑单 958，最终成为推广面积第一的玉米品种。随着制种面积的扩大和登海先锋加工产能的配套建设，预计公司先玉 335 玉米种子的销量在未来三年将分别达到 2300 万公斤、2772 万公斤和 2956 万公斤。
- **我们谨慎看好公司超试系列玉米品种的市场推广潜力。**尽管其大规模大田种植效果尚存在不确定性，其区试和生产性试验阶段所表现出的高产特性为市场提供想象空间。我们谨慎估计其未来三年的销售量达到 1200 万公斤、1600 万公斤和 2000 万公斤。
- **后续仍有提升空间。**公司制种基地在穗烘干等加工技术和设备方面的投入体现了公司提升种子质量，推广单粒播模式方面的战略设想，为保证和进一步提升种子销售利润率奠定基础。
- **盈利预测与估值：**基于对登海种业主要玉米品种推广面积和销量的保守估计，我们预计公司 2010 年每股收益为 1.01 元。基于 55 倍 2010P/E，其目标价为 55.6 元，因此我们给予买入评级。

风险因素：

- 西北地区大面积的自然灾害，使制种成本上升。
- 粮食价格大幅下跌影响农民种粮积极性，种子需求下降。
- 超试玉米的大田生产实际效果不佳，致其推广面积低于预期。

表 8：登海种业盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	579.12	1,552.00	1,852.26	2,030.71
增长率(%)	38.9	198.46	19.35	9.63
归属母公司股东的净利润(百万元)	93.62	177.49	305.57	371.26
增长率(%)	3,498.09	157.23	72.16	21.5
每股收益-摊薄(元)	0.53	1.01	1.74	2.11
市盈率	116	61.09	35.46	29.24

资料来源：东方证券研究所

正邦科技（买入）：看好公司出栏生猪量价齐升

- **随着生猪价格的回升，饲料行业回暖，下半年毛利率有望出现上升。**2010年上半年，公司在收入大幅增长的情况下，净利润近增长11%，原因主要是：1、综合毛利率下降0.25个百分点，至7.27%；2、由于三项期间费用率的大幅上升，费用率提高0.49个百分点至5.98%。
- **饲料业务收入同比大幅大增，毛利率微降。**2010年上半年，公司饲料业务收入达到25.61亿元，同比增长55.84%，饲料总销量达到41.40%。销量和收入的快速增长主要由09年下半年新项目投产带来。上半年，公司饲料业务重点布局北方区域，该区域营业收入增长107%，其它区域营业收入增长也在25%-35%左右。由于上半年生猪价格低迷，饲料需求下降，加之饲料原料成本不断上涨，公司饲料业务毛利率下降至6.03%，降幅0.77个百分点。6月中旬以来，随着政府第五批收储的来临，以及生猪供应的阶段性的低位，国内生猪价格在猪肉消费淡季触底快速反弹，生猪养殖利润不断提高，补栏积极性上升明显，我们预判下半年生猪市场将继续回暖，饲料需求必然有所回升。
- **生猪出栏量翻倍，看好下半年猪价表现。**2010年上半年，公司生猪出栏量同比增长96.5%，生猪养殖收入增长2.66倍，达到2.8亿元，受上半年猪价低迷及养殖成本上升的影响，毛利率下降4.82个百分点，降至16.57%，生猪养殖业务贡献净利润1941万元，占公司净利润的比重已经超过50%。我们看好公司的理由主要是看好公司的生猪养殖业务。随着IPO变更项目共计28万头断奶仔猪生产基地的投产，以及今年3月增发项目的逐步实施，公司生猪养殖规模将会不断扩大，未来三年每年出栏量都有翻番的可能。今年6月以来，生猪价格强劲反弹，扭转了近5个月生猪养殖亏损期，我们依旧看好下半年生猪价格的表现，公司的生猪养殖业务对此明显受益，我们认为公司是在A股公司中受益猪价上涨最好的投资标的。
- **维持盈利预测和评级：**预计2010-2012年EPS分别为0.51、0.69和0.84元，维持公司“买入”评级。

风险因素：

- 食品安全事件的发生
- 生猪疫情发生的不利影响。

表 9：正邦科技盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业总收入(百万元)	2,696.37	4,458.53	6,003.00	7,749.00
增长率(%)	65.31	65.35	28.46	29.09
归属母公司股东的净利润(百万元)	33.16	53.73	136	185
增长率(%)	4.78	62	119.35	36.03
每股收益-摊薄(元)	0.15	0.24	0.51	0.69
市盈率	117.3	72.41	33.76	24.96

资料来源：东方证券研究所

东方海洋（未评级）：海参业务成为利润增长点

- 公司主要从事海水鱼虾贝藻育苗、养殖及海洋水产加工出口业务，是集科研、技术咨询和推广服务、生产加工和国际贸易于一体的农业产业化国家重点龙头企业、国家火炬计划重点高新技术企业。公司地处烟台，渔业资源丰富，是我国重点渔区之一，公司拥有目前北方最大的海带育苗基地。目前公司已经具备年产 5.8 万吨的冷藏水产品（真鲷鱼、红鱼、鳕鱼、鲱鱼和鲈鱼等）加工能力和年产海带苗 11 亿株、年产大菱鲆、牙鲆鱼等鲆鲽鱼 500 吨、底播海参 4.14 万亩的名贵海水产品的育苗和养殖能力。公司海水养殖产品全部供应国内市场，加工水产品则主要销往欧盟、日本和美国等发达国家和地区，与二十多家国际公司形成了长期密切的合作关系。
- 公司此前增发的 4 个项目已经投入完毕，未来 3-5 年内，公司海参养殖量将迅速增长，并成为公司利润的主要增长点。另外，公司也在由加工型企业向“养殖+加工”型企业转型，目前经过十个多月的渠道建设，公司已经在部分城市完成了“高纯度海洋生态食品”渠道建设的基本工作，首批渠道商已经开始销售高纯度胶原蛋白肽，东方海洋官网网上商城也已开始正式运营，营销网络初步建立。

表 11：东方海洋盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	473.51	578.25	706.68	856.68
增长率(%)	-15.46	22.12	22.21	21.23
归属母公司股东的净利润(百万元)	55.3	73.84	103.94	136.88
增长率(%)	20.54	33.51	40.77	31.69
每股收益-摊薄(元)	0.2268	0.3028	0.4262	0.5613
市盈率	60.14	45.05	32	24.3
PEG1	1.79	1.11	1.01	--
PEG2	1.37	1.06	--	--

资料来源：Wind 资讯

好当家（未评级）：最受益于海参价格上涨

- 公司为全国最大海珍品养殖基地，主营中高档海产品的养殖、加工与销售。公司附近拥有中国北方最大的渔港石岛港，拥有 7.6 万平方米的工厂化养殖车间，3 万多亩的浅海滩涂及深水养殖面积，主导产品有鲍鱼、海参、牙鲆鱼等。公司已形成了育苗、养成一体化，繁育着鲍鱼、海参、扇贝等苗种，实现了公司养殖业苗种的自给自足。公司下属企业生产的面类、肉类和蔬菜系列速冻方便食品已通过海外多国认证，成为对日出口免检产品，在国内外市场上具有较强的竞争力。

- 公司 2011 年新增围堰海域 1 万亩，预计明年海蜇产量将翻番。另外，公司近年对虾池进行改造未来也将使精养海参产量进一步增长。而作为战略储备的 20 万亩苏山岛海域中有 9 万亩适合海参养殖，未来也将逐步开发，从而为海参产量大幅提高奠定基础。

表 12：好当家盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	528.29	655.75	781.41	913.57
增长率(%)	11.23	24.13	19.16	16.91
归属母公司股东的净利润(百万元)	75.28	149.09	202.02	262.51
增长率(%)	-39.51	98.06	35.5	29.94
每股收益-摊薄(元)	0.1188	0.2353	0.3188	0.4143
市盈率	86.62	43.73	32.28	24.84
PEG1	0.88	1.23	1.08	--
PEG2	1.03	1.15	--	--

资料来源：Wind 资讯

中粮屯河（未评级）：整合预期依然强烈

- 公司是以番茄加工为主业，涉及制糖、果品加工的农副产品深加工企业。目前，公司是世界最大的番茄制品生产企业，是全国最大的甜菜制糖企业，公司目前拥有年产番茄酱及其系列产品 45 万吨的产能，产品包括番茄大桶酱、番茄沙司、小包装番茄酱、番茄红素、番茄汁、番茄粉等。公司还拥有林果产品 3.3 万吨、食糖 18 万吨的生产能力。04 年公司爆发“德隆事件”，财务发生危机，其后中粮集团成为公司的实质控制人，为公司带来了新的生机。
- 2010 年公司计划生产番茄酱 35 万吨，白沙糖 33 万吨，预计实现销售收入 36 亿元。未来中粮将继续根据集团和公司发展战略，以上市公司为平台，对番茄及其下游产业相关项目、食糖及其下游产业相关项目、农业开发相关项目进行新建和收购，未来资产注入及整合空间十分值得期待。

表 13：中粮屯河盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	2,879.49	3,477.98	3,867.06	4,397.20
增长率(%)	-16.06	20.78	11.19	13.71
归属母公司股东的净利润(百万元)	267.69	339.39	388.29	502.57
增长率(%)	-13.9	26.78	14.41	29.43
每股收益-摊薄(元)	0.2662	0.3375	0.3861	0.4998
市盈率	50.19	39.59	34.6	26.73
PEG1	1.87	2.75	1.18	--
PEG2	2.23	1.65	--	--

资料来源：Wind 资讯

国投中鲁（未评级）：新兴市场值得期待

- 公司主要从事浓缩果蔬汁、饮料生产和销售，主导产品为浓缩苹果汁。公司拥有多项自主研发的核心技术，先后开发出苹果浊汁、脱色果汁、梨汁等 20 多种产品，产量、出口、效益连续多年位居国内行业第一，在国内同行业中率先取得 HACCP 认证、ISO9000 等质量体系认证。公司产品出口量占中国果汁总出口量的 20%，在国际市场的占有率达 10%，是亚洲最大的浓缩果汁生产厂家之一。产品远销美国、日本、澳大利亚等 20 多个国家和地区，与世界著名的三菱公司、雀巢公司等保持着密切的贸易伙伴关系。
- 国际方面，目前，公司 99% 市场分布在美国、日本、欧洲、加拿大、澳大利亚、俄罗斯等国家和地区。未来，针对国际环境的变化，公司已经开始采取“稳中求升”的销售战略，主动拜访客户、参加全球食品行业重要展会，跟踪了解客户需求。以客户为中心，挖掘新兴市场中具有潜力的合作客户。
- 国内方面，公司已经与重点采购商娃哈哈、农夫山泉、喜之郎等知名企业建立了长期合作关系。公司的生产基地从东部的胶东半岛逐步向西部欠发达地区集中，并向西南少数民族地区延伸，下属子公司遍布山东、山西、陕西、云南、江苏、河北和辽宁等 7 个省份。

表 15：国投中鲁盈利预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	905.45	1,032.20	1,245.98	1,398.68
增长率(%)	-33.48	14	20.71	12.26
归属母公司股东的净利润(百万元)	7.09	37.37	71.41	101.24
增长率(%)	-90.56	427.11	91.11	41.78
每股收益-摊薄(元)	0.0351	0.1853	0.354	0.5019
市盈率	323.65	61.31	32.09	22.63
PEG1	0.76	0.67	0.77	--
PEG2	0.71	0.72	--	--

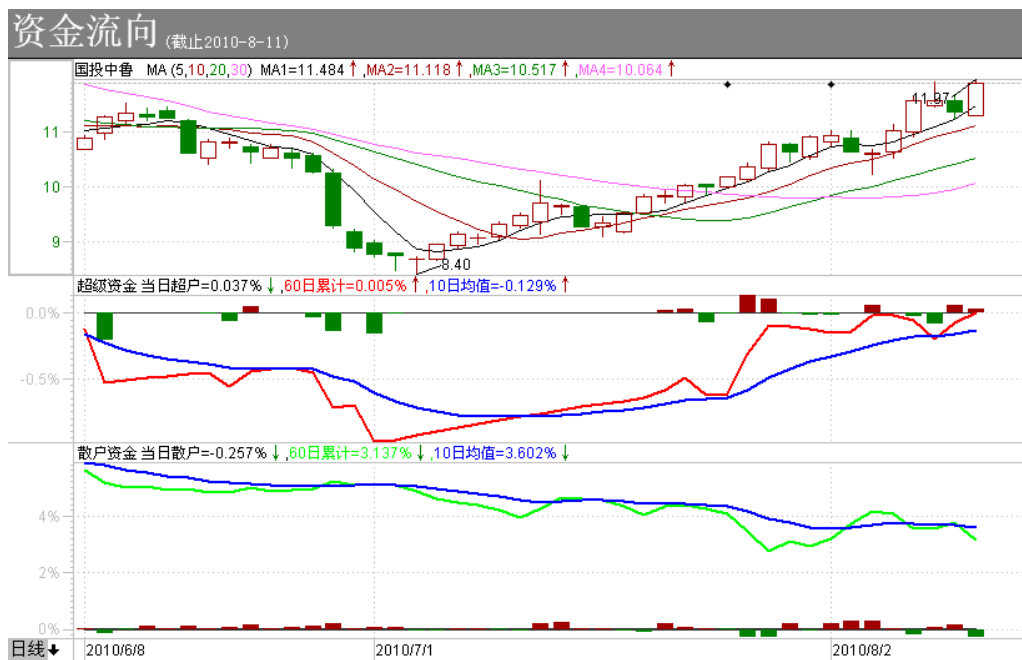
资料来源：Wind 资讯

附图：相关上市公司近期资金流向









注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

东方证券研究所策略团队 2010 年已发布报告一览

定期策略/市场策略报告	
1 月 05 日	2010 年 1 月份 A 股投资策略——沿着政策指引的方向前行
2 月 02 日	2010 年 2 月份 A 股投资策略：全面认识区域振兴的战略意义
3 月 01 日	2010 年 3 月份 A 股投资策略：追寻“两会”政策风向标指引
4 月 19 日	2010 年 2 季度 A 股投资策略——拥抱世博
1 月 11 日	东方策略周报——风格转化的“最后一根稻草”
1 月 18 日	东方策略周报——盈利、流动性以及 A 股市场
1 月 25 日	东方策略周报——区域振兴打造经济增长重要新引擎
3 月 29 日	东方策略周报——人民币短期不会升值
5 月 07 日	宏观策略报告——复苏、通胀以及政策退出选择
5 月 12 日	政策调整渐露端倪 结构转型任重道远——A 股市场投资前景展望
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——将防御进行到底：从滞胀走向通缩
6 月 21 日	2010 下半年度策略报告——防御的学问：滞胀和通缩下的防御策略
6 月 25 日	策略反馈报告——防御策略的再探讨：对两篇防御策略报告客户反馈的释疑
7 月 30 日	不谋万世者，不足谋一时：2010 年秋季 A 股投资前景展望
专题策略报告	
1 月 08 日	策略专题报告——美元如何影响世界专题策略系列报告之一：国际货币体系的前世今生
1 月 11 日	策略专题报告——从媒体报道宝钢新疆扩产计划再验证我们前期对于新疆新增投资的测算
1 月 22 日	策略专题报告——不宜过于悲观：对宏观调控、地产新政的解读
1 月 28 日	策略专题报告——“冰海”渔“机”：渤海湾遭遇 30 年最严重冰灾所蕴含的交易性机会
2 月 04 日	策略专题报告——长风几万里，吹度玉门关：从国家战略高度理解新疆区域振兴
2 月 10 日	策略专题报告——谋局者得天下：“谋”策略在 2010 年的应用
2 月 22 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之一：推动中国经济增长的下一个支柱产业
2 月 23 日	策略专题报告——股指期货对风格影响并不显著
2 月 24 日	策略专题报告——渤海湾冰冻专题：瀚海百丈冰渐融
2 月 25 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之二——“天生我”材”必有用
3 月 02 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之三——科技点亮未来
3 月 10 日	策略专题报告——欧元会解体吗？
3 月 15 日	策略专题报告——寻找“投资蓝海”系列之一：国际产业链重构背景下的中国出口升级
3 月 18 日	战略性新兴产业专题系列投资策略报告之四——移动互联网时代，掘金超级终端
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之一：推动产业革命 引领科技未来
4 月 07 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之二：科技让世博更精彩——上海世博科技创新技术应用及展示
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之三：广厦千万间，寒暑俱欢颜——从世博看节能建筑的 未来
4 月 08 日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之四：冷暖革命——上海世博，新型空调技术应用的普

	及大使
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之五：飞跃20年，通往未来之路——把握世博赋予的新能源汽车发展契机
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之六：争奇斗艳展芳菲——世博新媒体展示技术应用及发展
4月09日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之七：一切皆有智能——上海世博智能信息技术应用研究
4月14日	策略专题报告——市值有望为市场所重估：主板公司分拆子公司创业板上市的投资机会
4月19日	一边是火山，一边是海水——冰岛火山喷发所造成的市场影响
4月22日	策略专题报告——玉树震后重建或存短期投资机会
4月23日	“世博，科技推动力”专题系列投资策略报告之八：炫丽的科技展示盛会——世博会试运行初体验及游览攻略
5月05日	策略专题报告——结束还是开始：全球主权债务危机深度研究
5月06日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之一：站在更高的起点，上海国资整合倒计时
5月07日	策略专题报告——除了足球、钻石，还有……——寻找南非世界杯所蕴含的投资机会
5月17日	猪肉可能再惹祸！——猪价底部回升对未来通胀可能会循环加强
5月18日	低风险主题投资策略系列之一——“天时、地利、人和”：股权激励专题策略报告
6月08日	“三板市场改革”专题策略报告——最后一块拼图：迎接A股多层次资本市场建设新时代
7月13日	低风险主题投资策略系列之二——一诺千金，关注尚未履行的资产重组股改承诺
7月19日	策略专题报告——唯有民富，经济方能转型成功：日本“国民收入倍增计划”启示录
7月23日	策略专题报告——警钟已响，水利投资加码在即：迎接严重旱涝灾害之后水利建设投资新高潮
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之二——东风已至，号角吹响：上海国资整合渐入佳境
7月26日	“2010国资整合年”专题系列策略报告之三——大视野，大机遇：把脉央企整合投资机会
7月30日	策略专题报告——潮来汹涌潮去静：定向增发解禁对股价的影响分析
8月09日	策略专题报告——举牌公告带来的机遇：对举牌历史案例的统计分析及总结
临时策略/点评报告	
1月04日	策略点评报告——限售股新政改善投资者预期：对个人转让限售股所得征收所得税点评
1月07日	策略点评报告——雪中觅机：A股各行业在雪灾中的超额收益分析
1月07日	策略点评报告——把握投放节奏，优化信贷结构：央行2010年工作会议点评
1月13日	策略简评——近期央行紧缩流动性政策简评：紧缩流动性政策已响三枪
1月20日	策略简评——1月19日国务院全体会议温总理讲话简评：转变发展方式 防范潜在风险
1月26日	策略点评——世界金融监管体系正在变革：奥巴马银行监管新政点评
2月22日	策略点评——“中美”刺激政策退出”已经在路上：央行上调存准率与美联储提高贴现率简评
2月25日	国务院六措施推动落实产业调整振兴规划简评——战略性新兴产业迎来突破性发展机遇
3月03日	临时策略报告——防御归来
3月08日	《2010年政府工作报告》点评——2010年政府经济工作重心：转方式、调结构
3月10日	策略点评报告——物联网的春天并不遥远：简评物联网国家标准体系建设工作启动
3月15日	2010年宏观调控挑战：实现三目标融合——十一届人大三次会议记者会温总理回答提问解读
3月25日	尽快启动民间投资有助巩固经济复苏态势——国务院四措施鼓励和引导民间投资健康发展简评

3月26日	静待中央宏观调控政策落实——国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的解读
4月19日	房地产调控，这次请不要怀疑中央的决心——关于近期中央连续出台房地产调控政策的点评
4月21日	策略点评——中央“新疆发展扶持规划”已渐行渐近：中央出台“19省市对口支援新疆计划”点评
4月25日	从国家战略高度审视振兴新疆的重要意义——中央政治局召开会议研究推进新疆跨越式发展的点评
5月04日	已经听到加息的脚步声：央行年内第三次上调存款准备金率的点评
5月07日	铁腕整治能否达成减排目标？——5月5日全国节能减排工作会议点评
5月11日	为欧元欢呼？——简评欧盟及IMF7500亿欧元援助计划
5月14日	好政策还需真正落实执行——国务院出台促进民间投资“新36条”点评
5月17日	铁腕减排决心已转为实质行动——《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》点评
5月21日	举全国之力建设美好新疆——国务院新疆工作座谈会议点评
5月21日	资源税改 新疆先行——关于在新疆率先实施资源税费改革的点评
5月28日	重拳淘汰落后产能彰显政府转型决心——全国工业系统淘汰落后产能工作会议点评
6月01日	经济体制改革挺进“深水区”——国务院通过《关于2010年深化经济体制改革重点工作的意见》点评
6月09日	科技，经济发展方式转变的根本推动力——胡锦涛总书记在“两院院士大会”上重要讲话的点评
7月22日	百年大计，水利建设——关于中央要求尽快启动水利薄弱环节工程建设的点评

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn