

四季度投资策略——长短期景气相结合，优选养殖、饲料和种子

评级 看好

四季度投资策略

太平洋证券股份有限公司

已获业务资格：证券投资咨询

分析师：程晓东

执业证书编号：S1190511050002

电话：010-8832 1761

Email: chengxd@tpyzq.com.cn

行业评级

种业	看好
水产养殖业	看好
农产品加工业	中性
动物疫苗	中性
农业综合	中性
饲料及养殖业	看好
种业	看好

市场与公司重要数据



相关报告

《2011年下半年投资策略：猪价飚升，寻找养殖产业链上的优质公司》2011-6

- ◆ 后期农产品价格涨幅或回落，水产品价格涨幅有望扩大。我们对下半年农产品价格和食品CPI走势的总体判断是：粮食、生猪、油脂价格有望维持高位，涨幅或缓慢回落，但水产品价格有望持续上涨，涨幅或不断扩大，成为农产品市场里的明星品种。
- ◆ “十二五”规划和种业新政提升种业、养殖业长期景气。“十二五”期间，农业发展的重点将集中在保障农产品产量的稳定增长以及如何加速提升养殖的规模化水平上来。我们判断，“十二五”期间，国家将陆续出台有关推动兼并重组或产业化经营等方面的税收、评估、投资等优惠政策来扶持畜牧行业发展，行业整合步伐也势必加快，行业集中度有望得到显著提升。《农作物种子生产经营许可管理办法》的出台标志着国家种业整合政策取得了实质性进展，预期后期仍将会有相关政策陆续推出。我们认为，新办法规定的较高的注册资金门槛和固定资产投资门槛将会迫使一部分企业主动退出或寻求合作。预计，2012年种子行业整合速度将明显加快，公司数量将会明显减少，优质种子的市场份额会明显提升，种子市场集中度有望得到快速提升。
- ◆ 以量补价，业绩高增长有望延续。之前我们预期农产品价格涨幅会趋缓，这从价格上不利于支持农业板块收入和利润实现高增长。但是，从短期来看，四季度是农产品需求旺季，产销量环比提升会比较明显，同时由于种子丰产、养殖存栏快速恢复、饲料销量大幅增长，全行业有望通过以量补价使得2011年收入和利润增速仍维持在30%以上。从中期来看，预期未来1-2年农业行业即将迎来整合大潮，我们认为在这轮整合大潮中，上市公司有望凭借资本优势和规模优势，通过并购重组实现自身的快速发展，未来数年内有望通过以量补价来实现业绩的持续高速增长。
- ◆ 估值回归历史中位，进可攻，退可守。目前，板块绝对估值水平居于06年以来中位，相对估值水平仍居历史较高位。我们认为：较高的相对估值水平反映了市场对于农产品价格长期上涨的预期，在经济前景悲观的背景下，这种高估值溢价仍将在未来一段时间内持续；而处于中位的绝对估值水平则可能意味着下半年农业板块所面临的估值压力较小，如果其他因素配合，较小的估值压力将会变成上涨的动力。
- ◆ 维持行业“看好”评级。综合考虑到市场环境、价格、政策和估值等因素，给予“看好”评级。行业和公司方面，建议关注行业整合步伐加快的种业，以及未来2-3个季度有望以量补价景气处于高位的畜禽养殖业，和量价齐生且成本上升压力减轻的饲料业，另外价格上涨预期较强的水产养殖业也是我们关注的重点。重点关注的个股有大北农、隆平高科、登海种业、雏鹰农牧、圣农发展、海大集团、新希望和獐子岛。
- ◆ 风险提示。农产品价格大幅回落，整合政策力度弱于预期

目 录

一、	前期回顾：农产品价格不断上扬，但近期涨幅明显回落.....	4
1、	农产品价格不断上扬，其中畜禽产品价格涨幅领先.....	4
2、	调控及基数效应下，农产品价格同比涨幅于近期回落.....	4
二、	后势预判：粮、肉居高位，同比涨幅继续回落，水产价格有望持续上涨，涨幅或扩大..	5
1、	粮食价格：受丰产、宏调以及反价差的影响，中短期内涨幅或回落.....	6
2、	生猪价格：未来 6-9 个月内有希望维持高位，涨幅回落是大势所趋.....	7
3、	水产价格：四季度或大幅上涨.....	8
三、	“十二五”规划和种业新政加速行业整合步伐.....	9
1、	农业和农村经济“十二五”规划侧重提高养殖规模化水平.....	9
2、	种业新政推出或加快行业整合步伐.....	10
四、	业绩：以量补价，业绩高增长或可维持.....	12
1、	毛利率：3、4 季度有望小幅向上.....	12
2、	收入和利润：以量补价，有望维持 30% 以上的增速.....	12
3、	子行业景气：饲料和水产养殖行业景气上升，可重点关注.....	13
五、	估值：回归历史中位.....	14
六、	评级及投资策略.....	14
1、	评级：给予“看好”评级.....	14
2、	投资策略：关注以量补价，优选养殖、饲料和种子行业.....	14

图表目录

图 1：农产品批发价格指数（月度）迭创新高.....	4
图 2：仔猪和猪肉的集贸市场价格指数同比涨幅最大.....	4
图 3：肉雏鸡、仔猪、生猪、白条肉价格涨幅领先.....	4
图 4：农产品批发价格指数（周度）迭创新高.....	4

图 5: 食品 CPI 及 CPI 同比涨幅回落	5
图 6: 农产品批发价格指数同比涨幅及申万农业指数回落	5
图 7: 机构预测 2011 年我国谷物总产量增长 3%以上	6
图 8: 机构预测 2011 年我国玉米总产量增长 7%左右	6
图 9: 机构预测 2011 年我国水稻总产量增长 1-2%	6
图 10: 机构预测 2011 年我国小麦总产量增长 0.7%左右	6
图 11: 目前, 玉米收购价高于小麦现货价, 形成反价差	7
图 12: 2011/12 年度, 中国小麦期末库存消费比 56.72%	7
图 13: 8 月份, 我国能繁母猪存栏量同比增长 5.13%	7
图 14: 近期, 猪粮比价一直在 8 上方运行	7
图 15: 今年 1 季度之前, 猪粮比价一直在 6.5 左右徘徊	8
图 16: 农产品集贸市场畜禽产品价格指数同比涨幅回落	8
图 17: 8 月份以来, 海参和扇贝价格持续上涨	9
图 18: 5 月份以来, 鲍鱼价格持续上涨	9
图 19: 11 年中期, 农业板块毛利率下滑	12
图 20: 11 年中期, 种植业和加工业毛利率下滑明显	12
图 21: 2011 年中期, 农业收入增速上升	13
图 22: 2011 年中期, 农业营业利润增速上升	13
图 21: 2011 年中期, 农业利润增速上升	13
图 24: 9 月 23 日, 板块静态 PE (TTM) 为 46.07, 处于中位	14
图 25: 9 月 23 日, 板块相对 PE 为 4.05, 处于较高位	14
表 1: 国家有关调控政策	5
表 2: “十一五”及“十二五”时期农业和农村经济发展的主要指标对比	9
表 3: 农作物种子生产经营许可证管理办法之新旧比较(生产许可证)	10
表 4: 农作物种子生产经营许可证管理办法之新旧比较(经营许可证)	11
表 5: 近期有关国家种业整合发展政策	11
表 6: 重点推荐公司盈利预测表	16

一、回顾：农产品价格不断上扬，但近期涨幅明显回落

1、农产品价格不断上扬，其中畜禽产品价格涨幅领先

农产品批发价格指数逐渐上行，并迭创新高。截止2011年8月，农产品批发价格指数为196.1，同比上涨了12.9%，环比上升了0.9%，创出了近1年来的新高，也创出了2006年以来的五年新高。其中，5月份至今，指数连续上行，农产品价格一改以往淡季低糜的常态，农产品价格这种不断上扬的走势表明了农产品市场仍然面临着供求趋紧、成本上升等严峻压力。

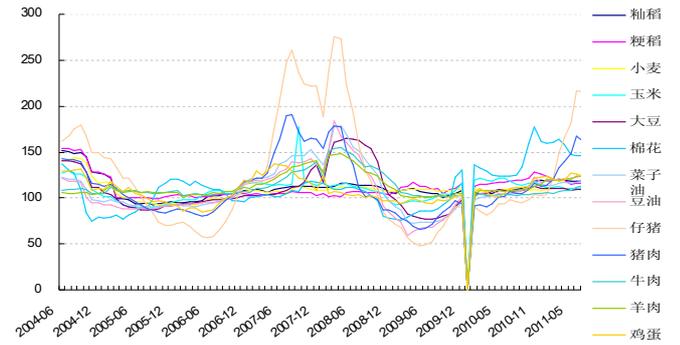
分类别来看，畜禽产品价格涨幅巨大，是最主要的领涨品种。近一年来，农产品价格上涨的主要特点是：1、上涨具有普遍性。截止9月2日，在我们所观察的17种农产品中，除海参微跌外，其他16种农产品价格均较去年有了不同程度的上涨；2、上涨幅度较大，其中畜禽产品涨幅最大，是主要的领涨品种。上涨品种中，有12种农产品价格涨幅在20%以上，排在涨幅后四的分别是黄玉米、大豆、棉花和白小麦，涨幅分别为19%、9%、7%和2%，而生猪和猪肉涨幅均超过50%，仔猪及商品鸡苗价格涨幅超过100%。

图1：农产品批发价格指数（月度）迭创新高



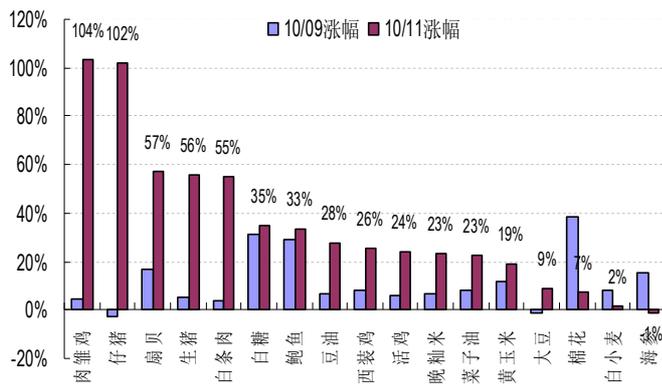
资料来源：农业部，WIND，太平洋证券

图2：仔猪和猪肉的集贸市场价格指数同比涨幅最大



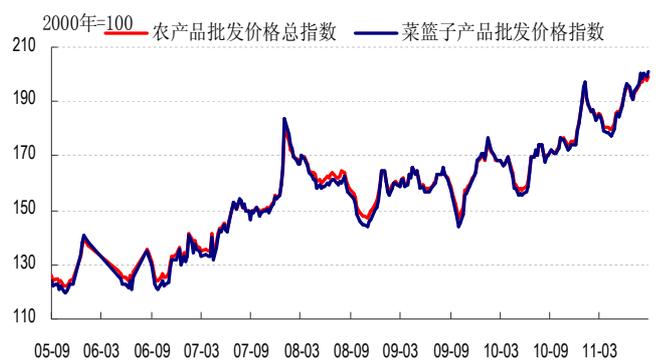
资料来源 WIND，太平洋证券

图3：肉雏鸡、仔猪、生猪、白条肉价格涨幅领先



资料来源：WIND，太平洋证券

图4：农产品批发价格指数（周度）迭创新高



资料来源 WIND，太平洋证券

2、调控及基数效应下，农产品价格同比涨幅于近期回落

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

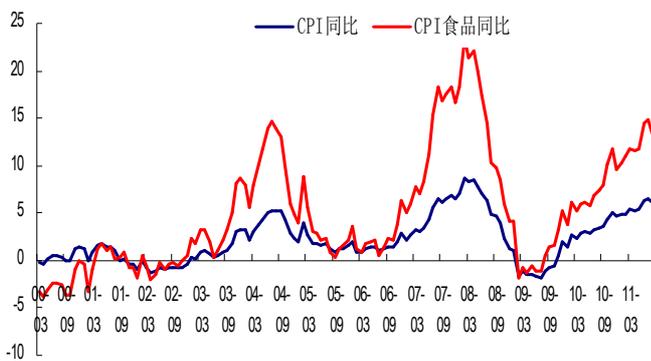
尽管农产品价格不断上涨,但自7月份以来涨幅已经开始出现回落。2011年8月,农产品批发价格指数同比涨幅为12.9%,涨幅较6、7月份分别回落了6.9和4.5个百分点。我们认为,涨幅之所以回落,一方面是由于随着通胀水平的不断上升,国家对物价宏观调控力度不断增强导致价格高处不胜寒,另一方面是由于2010年下半年农产品价格上涨所带来的“翘尾因素”所至。

表1: 国家有关调控政策

时间	事件
2010年11月	国务院办公厅下发了《关于做好秋粮收购和当前粮食市场调控工作的通知》,再次提出控制玉米深加工工业发展。
2011年初至今	央行连续六次上调存款准备金率
10年底至11年4月	发改委先后两次约谈益海嘉里、中粮集团、中纺集团、九三油脂等四大食用油生产企业要求在6月初之前保持价格稳定
2011年4月	财政部和国家税务总局联合下发通知称,为控制玉米深加工过快发展,经国务院批准,暂停玉米深加工企业收购玉米增值税抵扣政策。通知明确,自2011年4月20日起至6月30日,纳税人向农业生产者购进玉米深加工生产除饲料产品之外的货物,不得开具农产品收购发票并计提进项税额。
2011年4月	发改委发布新的产业结构调整指导目录,限制粮食转化乙醇、食用植物油料转化生物乙醇项目;年加工玉米30万吨以下,绝干收率在98%以下玉米淀粉湿法生产线等产能过剩加工项目。

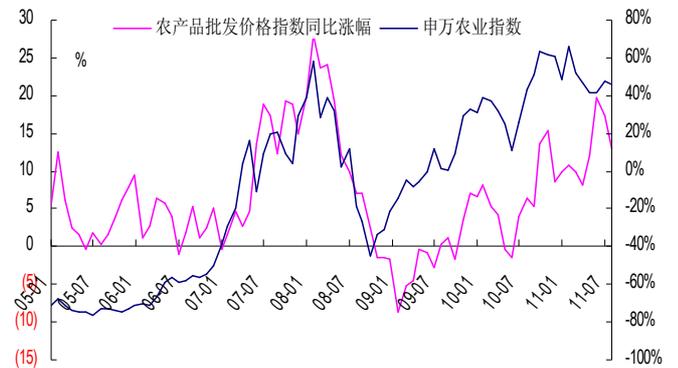
资料来源: 太平洋证券

图5: 食品CPI及CPI同比涨幅回落



资料来源: WIND, 太平洋证券

图6: 农产品批发价格指数同比涨幅及申万农业指数回落



资料来源: WIND, 太平洋证券

二、后势预判: 粮、肉居高位, 同比涨幅继续回落, 水产价格有望持续上涨, 涨幅或扩大

对于未来3-6个月农产品价格的走势,我们的基本判断是: 在成本上升的推动下,粮、肉、油脂价格仍有望继续平稳上行,但受供求关系改善以及国家宏观调控力度不减的影响,上行

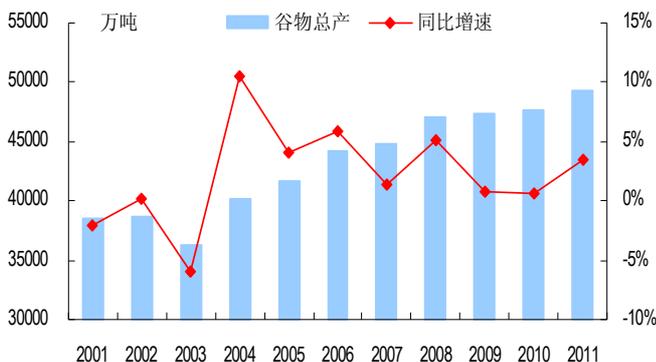
空间比较有限，农产品价格同比涨幅或将在基数效应下缓慢回落。

1、粮食价格：受丰产、宏调以及反价差的影响，中短期内涨幅或回落

我们始终认为，粮食价格长期上涨是大势所趋。但中短期内，由于面临着丰产、宏调力度不减、小麦-玉米价差回归、国际粮价震荡等因素影响，预计难以大幅上涨，走平或小幅走高的可能性较大，涨幅继续回落是大概率事件。

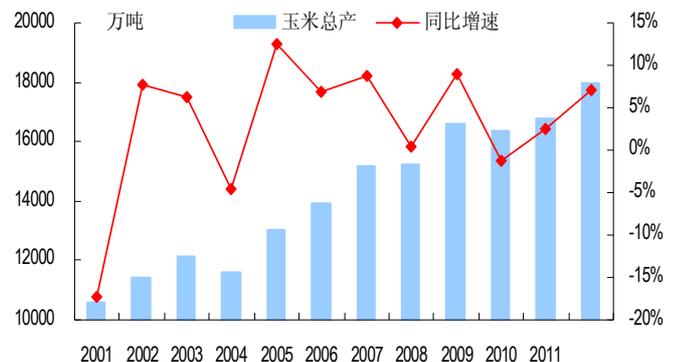
秋粮丰产，谷物总产再创历史新高，增幅为近 10 年较高水平。今年虽是一个气候多变之年，长江中下游五省干旱、西南干旱以及当前秋汛接踵而至，但粮食生产并没有受到太多的影响。农业部部长韩长赋在 9 月份 2011 年夏季达沃斯论坛上表示今年主产区农作物长势良好，粮食生产丰收在望，有望实现 8 连增。从目前中华粮网及美国农业部等主流机构的预测来看，玉米和稻谷的产量均将创出历史新高，较上年增产分别为 1000-1200 万吨和 400 万吨左右，增幅为 7% 和 2% 左右，处于近 10 年来的较高水平。由于玉米和稻谷的丰产，主流机构普遍预测 2011 年三种谷物总产量或将达到 4.935 亿吨，同比增长 3.5%。

图 7：机构预测 2011 年我国谷物总产量增长 3% 以上



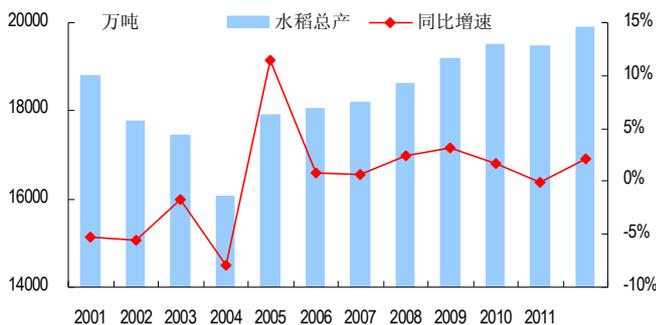
资料来源：WIND，太平洋证券

图 8：机构预测 2011 年我国玉米总产量增长 7% 左右



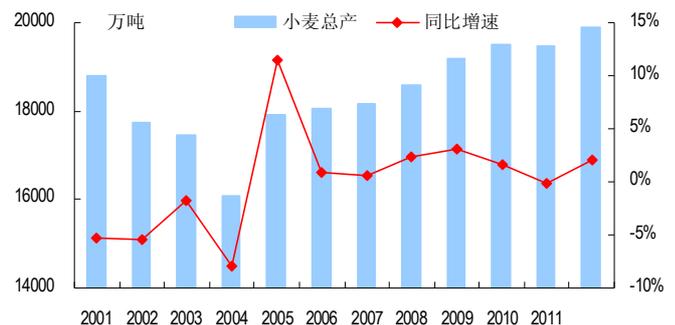
资料来源：农业部，太平洋证券

图 9：机构预测 2011 年我国水稻总产量增长 1-2%



资料来源：WIND，太平洋证券

图 10：机构预测 2011 年我国小麦总产量增长 0.7% 左右



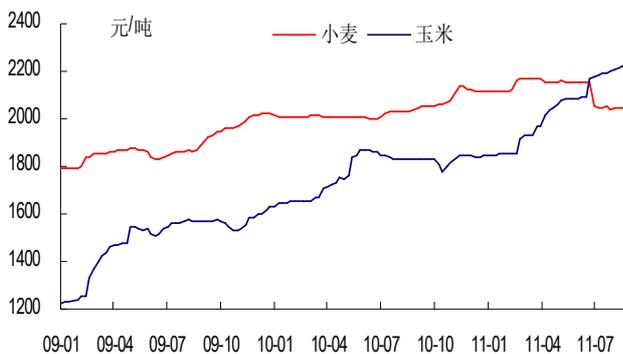
资料来源：农业部，太平洋证券

通胀形势较为严峻，预计中短期内政府宏观调控力度不减。政府在粮食市场上可以采取的宏观调控措施大概有以下几个方面：1、通过国储吞吐来调节市场供求；2、通过改变固定资产投资政策来调节粮食深加工需求；3、通过进口来调节国内市场供求。2011 年年初至今，由

于通胀形势严峻，国家在上述几个方面均采取了相应措施来稳定物价，如持续拍卖国储及地方储备粮、出台政策从6月1日起限制30万吨和淘汰10万吨以下玉米生产线以及增加稻谷和大豆进口量等等。8月份，CPI同比上涨6%，虽有所回落，但仍居高位，通胀形势依然不容乐观。我们认为，在这种情势下，中短期内国家很有可能继续采取一些有效措施来对粮食市场实施宏观调控。

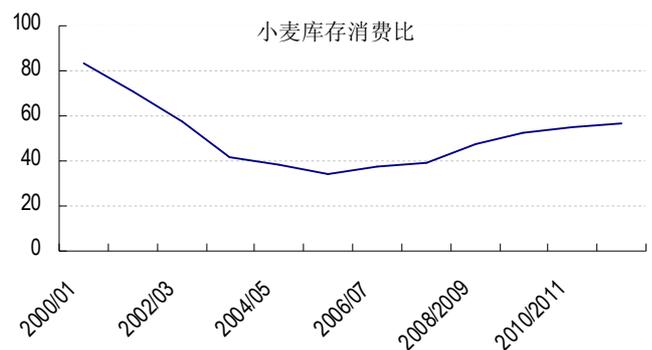
小麦-玉米反价差对玉米价格上涨形成一定压力。从长期走势来看，玉米价格通常处于小麦价格下方运行，两者之间存在一定的价差。我们认为，这与两者在用途上存在差异有密切的关系。目前，随着玉米价格一路上涨，玉米价格已经超过小麦价格，形成了反价差，差距超过150元/吨。有研究表明，当玉米价格超过小麦100元/吨，用小麦大量替代玉米生产饲料饲喂畜禽的经济性更好。因此，我们认为，在替代效应作用下，小麦-玉米反价差现象将会增加小麦的饲料消费和抑止玉米的饲料消费，从而对玉米价格上涨形成一定压力。我们同时还认为，这种反价差现象不会长期存在，主要理由是小麦库存充足，不足以支撑其价格持续上涨。

图 11: 目前，玉米收购价高于小麦现货价，形成反价差



资料来源：农业部、WIND，太平洋证券

图 12: 2011/12 年度，中国小麦期末库存消费比 56.72%



资料来源：农业部、WIND，太平洋证券

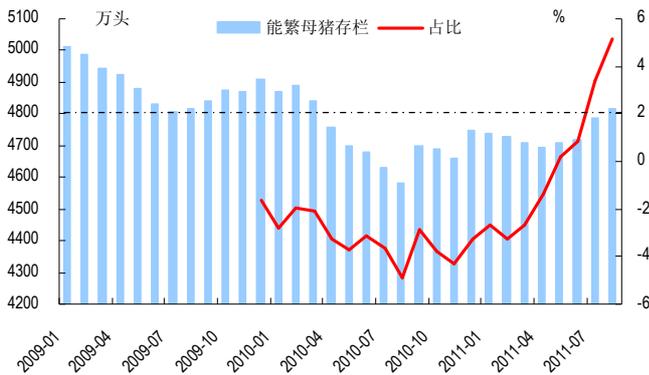
2、生猪价格：未来 6-9 个月有望维持高位，涨幅回落是大势所趋

我们认为：8月份以来，能繁母猪存栏已恢复至正常水平之上，未来仍将继续增长，预计明年中期以后，生猪市场将会出现供过于求的局面，届时生猪价格将会明显回落。而在此之前，生猪价格因供求失衡仍将处于高位。由于基数效应，生猪价格涨幅回落是大概率事件。

能繁母猪存栏已恢复至正常水平之上。农业部统计数据显示，截止2011年8月底，我国能繁母猪存栏量为4815万头，同比增长5.13%，环比增长0.61%，这是自4月份以来连续第四个月的增长。我们从历史数据推算，当前能繁母猪存栏的合理水平可能在4800万头左右，因此我们认为当前存栏水平已经处于正常值之上。由于猪粮比持续在8以上区间运行，显示出养殖环节效益处于比较理想状态，因此预计后期在效益驱动下，能繁母猪存栏量仍将在正常水平之上继续增长。

图 13: 8 月份，我国能繁母猪存栏量同比增长 5.13%

图 14: 近期，猪粮比价一直在 8 上方运行



资料来源: WIND, 太平洋证券



资料来源 WIND, 太平洋证券

预计未来 6-9 个月内生猪价格仍有望维持高位，高基数效应下涨幅或回落。基于前面对母猪存栏恢复情况的预测，假设当前至明年中期的养殖疫病情况不严重，那么我们判断明年中期以后生猪市场供给将会明显增加，加上 6-8 月份是消费淡季等季节性因素，市场很可能会出现供过于求的局面，生猪价格因此而高位回落的可能性较大。而在此之前，生猪价格仍有望维持高位运行态势，4 季度后期仍有望在旺季因素作用下再创新高。在高基数效应下，涨幅回落可能是大概率事件。

图 15: 今年 1 季度之前，猪粮比价一直在 6.5 左右徘徊

图 16: 农产品集贸市场畜禽产品价格指数同比涨幅回落



资料来源: WIND, 太平洋证券



资料来源 WIND, 太平洋证券

3、水产价格：四季度或大幅上涨

我们认为：四季度，海珍品市场将面临需求旺季和供给不足的双重影响，价格大幅上涨的可能性大，同比涨幅或不断扩大，有望成为农产品市场里表现最为惹眼的品种。

需求旺季来临和供给不足共同推动价格上涨。进入八月份以来，海珍品价格持续上涨。WIND 数据显示，截止 2011 年 9 月 23 日，山东威海水产品批发市场海参、扇贝和鲍鱼价格分别 192 元/公斤、11 元/公斤和 250 元/公斤，同比上涨 6.67%、57.14%和 66.67%，其中海参和鲍鱼价格较 1 月前上涨 7.87%和 25%。我们认为海珍品价格大幅上涨，一方面是受到消费旺季来临

因素影响，另一方面和海产品大量死亡，供给不足有关。由于供给不足的影响在短期内难以消除，预计四季度海珍品价格还将保持节节上升态势，同比涨幅有望继续扩大，成为农产品市场里表现最为惹眼的品种。

图 17: 8 月份以来，海参和扇贝价格持续上涨



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 18: 5 月份以来，鲍鱼价格持续上涨



资料来源: WIND, 太平洋证券

三、“十二五”规划和种业新政推动行业加快整合步伐

1、农业和农村经济“十二五”规划侧重提高养殖规模化水平

9 月，农业部发布了《全国农业和农村经济发展第十二个五年规划》，随后又相继发布了《全国种植业发展第十二个五年规划》以及《全国农业机械化发展第十二个五年规划》。在“十二五”规划当中，明确提出了把加强农业现代化作为未来五年农业发展的主攻方向，确定了农业发展的目标。未来五年，奶类、棉花、糖料、水产品 and 肉类总产量年均增速分别为 5.75%、3.27%、3.12%、2.23% 和 1.41%，而到 2015 年粮食播种面积和总产量还稳定在 16 亿亩和 5.4 亿公斤，与 2010 年基本持平。其中，畜牧业产值占农业产值的比重要由 2010 年的 30% 提高至 36%，存栏 100 头以上奶牛规模化养殖比重在五年内由 28% 提高至超过 38%，出栏 500 头以上生猪规模化养殖比重在五年内由 35% 提高至 50%。根据规划，不难看出，“十二五”期间，农业发展的重点将集中在保障农产品产量的稳定增长以及如何加速提升养殖的规模化水平上来。而从其他各国经验来看，扶持培育龙头企业，推动兼并重组或积极发展“公司+合作社+农户”的产业化经营模式，建设企业集团，是快速提高养殖规模化水平的最有效途径。因此，我们判断，“十二五”期间，国家将陆续出台有关推动兼并重组或产业化经营等方面的税收、评估、投资等优惠政策来扶持行业发展，行业兼并重组步伐也势必加快，行业集中度有望得到显著提升。

表 2: “十一五”及“十二五”时期农业和农村经济发展的主要指标对比

类别	指标	2005 年	2010 年	2015 年	2005-2010 年均增长 (%)	2010-2015 年均增长 (%)
	粮食播种面积 (亿亩)	15.64	16.48	>16.0	1.05	
	粮食综合生产能力 (亿吨)	4.84	>5.0	>5.4	2.44	

重要声明: 本报告内容仅代表作者个人观点。本公司和作者本人力求报告内容准确完整, 但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有, 如需引用和转载, 需征得版权所有者的同意。任何人使用本报告, 视为同意以上声明。

	棉花总产量 (万吨)	571	596	>700	0.86	>3.27
	油料总产量 (万吨)	3077	3230	3500	0.98	1.62
	糖料总产量 (万吨)	9452	12008	>14000	4.9	>3.12
	肉类总产量 (万吨)	6939	7925	8500	2.69	1.41
	禽蛋总产量 (万吨)	2438	2765	2900	2.55	0.96
	奶类总产量 (万吨)	2865	3780	5000	5.7	5.75
	水产品总产量 (万吨)	4420	5373	>6000	3.98	>2.23
	农产品质量安全例行监测总体合格率 (%)	94.3	94.8	>96	[0.5]	>[1.2]
农业农村产业结构	畜牧业产值占农业总产值比重 (%)	33.7	30	36	[-3.7]	[6]
	渔业产值占农业总产值比重 (%)		9.3	10		[0.7]
	农产品加工业产值与农业总产值比	1.1	1.7	2.2	[0.6]	[0.5]
	乡镇企业增加值年均增长率 (%)	5.05	11.2		12.9	10
	农垦生产总值年均增长率 (%)	1358.65	3381		20	9
农业物质技术装备条件	农业科技进步贡献率 (%)	48	52	>55	[4]	> [3]
	农业机械总动力 (亿千瓦)	6.8	9.2	10	6.23	1.68
	农作物耕种收综合机械化水平 (%)	36	52	60	[16]	[8]
	新增农田有效灌溉面积 (亿亩)	8.25	8.98	9.38	1.71	[0.4]
	农业灌溉用水有效利用系数	0.45	0.5	0.53	[0.05]	[0.03]
	农村实用人才总量 (万人)		820	1300		6.8
农业生产经营组织方式	农业产业化经营组织带动农户数 (亿户)	0.87	1.07	1.3	4.23	3.97
	奶牛规模化养殖比重 (%) (年存栏 100 头以上)		28	>38		> [10]
	生猪规模化养殖比重 (%) (年出栏 500 头以上)		35	50		[15]
农业效益与农民收入	农林牧渔业增加值年均增长率	22420	40497			5
	转移农业劳动力 (万人)				[4500]	[4000]
	农村居民人均纯收入 (元)	3255	5919	>8310	8.9	>7
农业资源利用和环境保护	农作物秸秆综合利用率 (%)		69*	>80		>[11]
	适宜农户沼气普及率 (%)	12	33	>50	[21]	>[17]
	累计放流各类水生生物苗种 (亿尾)		289			[1500]

注: 带[]为五年累计数;带*为 2009 年数;820 万农村实用人才总量为 2008 年底数;农村居民人均纯收入绝对数按 2010 年价格计算, 增长速度按可比价格计算。

2、种业新政推出或加快行业整合步伐

种业整合新政不断推出。2011 年 8 月, 农业部公布了新的《农作物种子生产经营许可证管理办法》。与旧管理办法相比, 新办法在对申请企业的注册资本金、固定资产投入、以及种子经营量其他条件方面都有了更加严格的要求。

表 3: 农作物种子生产经营许可证管理办法之新旧比较 (生产许可证)

种子类别	老办法(2001 年)	新办法(2011 年)
------	-------------	-------------

常规种子/杂交亲本种子	注册资本 100 万元以上	注册资本 ≥ 500 万元
杂交种子	注册资本 500 万元以上	注册资本 ≥ 3000 万元

资料来源：农业部，太平洋证券整理

表 4：农作物种子生产经营许可管理办法之新旧比较（经营许可证）

种子类别	老办法(2001 年)	新办法(2011 年)
杂交种子	注册资本 500 万元以上	注册资本 ≥ 3000 万元, 固定资产 ≥ 1000 万元, 总加工能力 ≥ 10 吨/h
杂交种子以外种子	注册资本 100 万元以上	注册资本 ≥ 500 万元, 固定资产 ≥ 250 万元
种子进出口	注册资本 1000 万元以上	注册资本 ≥ 3000 万元, 固定资产 ≥ 1000 万元
育繁推一体化企业	注册资本 3000 万元以上, 自有品种销量占总经营量 50%	注册资本 > 1 亿元, 固定资产 ≥ 5000 万元, 主要农作物种子基地 5000 亩以上, 应有 2 个以上自主申请通过的国审品种或 5 个以上自主申请通过的省审品种; 种子经营量在申请之日前 3 年内 (不含申请当年), 有 1 年以上占全国该种类作物种子市场份额的 1% 以上。自主知识产权品种的经营量占公司经营总量的比例 10% 以上;

资料来源：农业部，太平洋证券整理

新办法的出台是国家种业整合政策取得实质性进展的第一步，后期仍将会有政策陆续推出。自 2010 年来, 国家出台了一系列政策, 均明确提出要推动国内种业加快企业并购和产业整合, 引导种子企业与科研单位联合, 抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。我们预计, 后期会有更多的政策措施陆续推出, 如针对种业公司兼并重组的信贷支持、税收支持等。

表 5：近期有关国家种业整合发展政策

时间	政策	主要内容
2010 年 1 月	中央一号文件	提出要推动国内种业加快企业并购和产业整合, 引导种子企业与科研单位联合, 抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。
2011 年 2 月	国务院常务会议讨论通过《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》	提出要提升我国农作物种业创新能力和企业竞争能力, 构建以企业为主体的、育繁推一体化的现代农作物种业体系, 打造一批育种能力强的现代农作物种业集团
2010 年 12 月	农业部发布《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿	提出申请取得生产经营许可证的新标准
2011 年 6 月	国务院在湖南长沙召开全国现代农作物种业工作会议	温家宝对种业发展做重要批示, 回良玉出席会议并讲话
2011 年 8 月	农作物种子生产经营许可管理办法正式颁布	
2011 年 9 月	农业部种子管理局正式挂牌	

以新办法为代表的种业新政将推动行业整合加速，种子市场集中度有望快速提升。新办法自 2011 年 9 月 25 日实施, 同时还规定在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。据中国种子协会统计，目前国内农作物种子经营企业有6000多家，其中注册资本达到3000万元以上仅有256家，达到1亿元以上的仅有19家，不少种子公司将制种和生产包装环节外包，主体实际是空壳销售公司。另外，还有2386家企业经营许可证即将于2012年9月25日前到期，有2351家企业生产许可证即将于2012年4月1日前到期。我们认为，新办法较高的注册资金门槛和固定资产投资门槛将会迫使一部分企业主动退出或寻求合作。预计，2012年种子行业整合速度将明显加快，公司数量将会明显减少，优质种子的市场份额会明显提升，种子市场集中度有望得到快速提升。

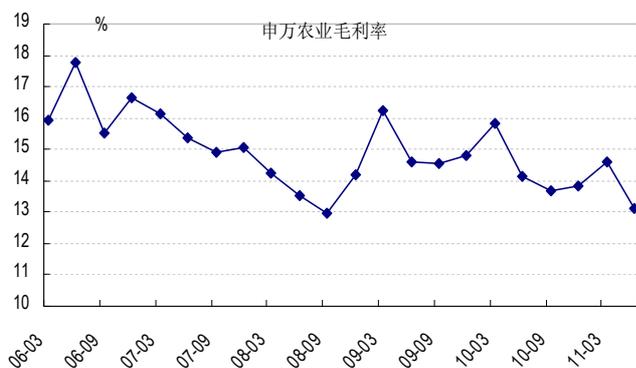
四、业绩：以量补价，业绩高增长或可维持

1、毛利率：3、4季度有望小幅向上

中期毛利率下滑。2011年中期，申万农业板块销售毛利率为13.1%，环比下滑了1.5个百分点，同比下滑了1.06个百分点。毛利率下滑，一方面有季节性因素，另一方面是受到原料农产品价格大幅上涨，生产成本上升压力较大所致。

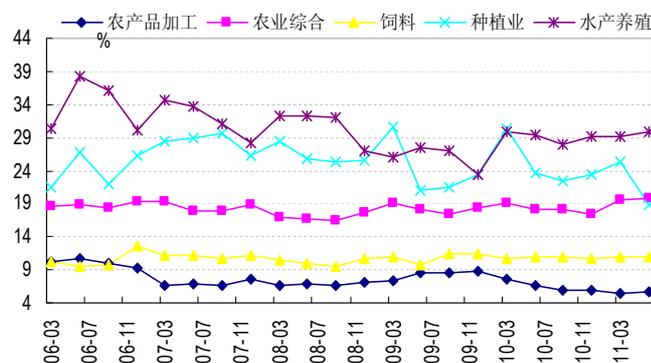
3、4季度有望小幅向上。3、4季度是农产品产销旺季，种子、水产养殖等公司业务结构将呈现季节性变化，主营收入占比通常会有大幅提升，并带动毛利率水平上升，因此我们预计中短期农业板块毛利率水平有所提升是大概率事件。从中期来看，农业板块的毛利率有可能会走平或继续缓慢下降，这主要是基于我们先前对2012年农产品价格走势的判断，我们认为2012年农业上市公司依然会面临成本上升压力，只是相比2011年或有所减轻。

图 19：11 年中期，农业板块毛利率下滑



资料来源：WIND，太平洋证券

图 20：11 年中期，种植业和加工业毛利率下滑明显



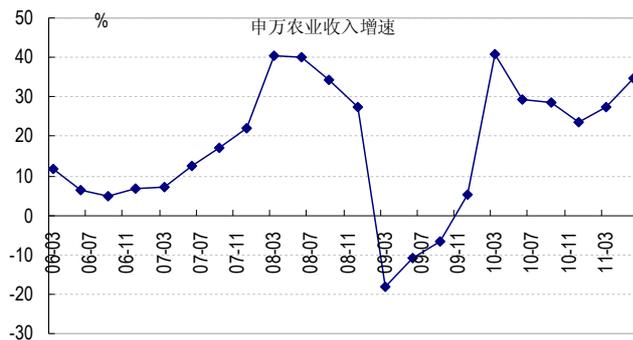
资料来源：WIND，太平洋证券

2、收入和利润：期待以量补价，继续维持 30%以上的增速

中期收入、利润增长约 3 成。2011 年中期，申万农业板块收入同比 34.58%，增速环比上升了 7.31 个百分点，同比上升了 5.14 个百分点；营业利润增速为 32.21%，增速环比上升了 9.49 个百分点，同比上升 1.97 个百分点；利润总额增速为 27.6%，增速环比上升了 10.78 个百分点，同比上升了 4.64 个百分点。收入和利润的增长，主要得益于农产品价格的上涨以及产能的扩张。

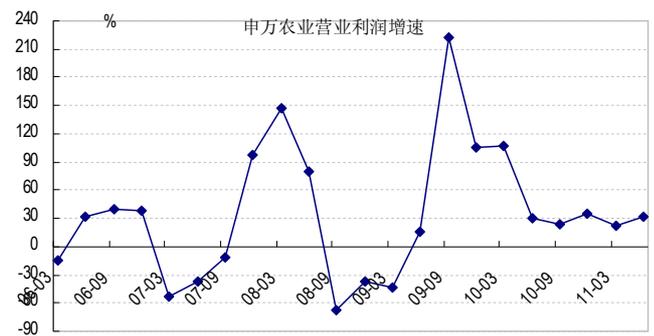
以量补价，未来收入和利润有望维持在 30% 以上的增速。之前我们预期农产品价格涨幅会趋缓，这从价格上不利于支持农业板块收入和利润实现高增长。但是，从短期来看，四季度是农产品需求旺季，产销量环比提升会比较明显，同时由于种子丰产、养殖存栏快速恢复、饲料销量大幅增长，全行业有望实现以量补价，从而使得 2011 年收入和利润增速仍将维持在 30% 以上。从中期来看，预期未来 1-2 年农业行业即将迎来整合大潮，我们认为在这轮整合大潮中，上市公司有望凭借资本优势和规模优势，通过并购重组实现自身的快速发展，未来有望通过以量补价来实现业绩的持续高速增长。

图 21: 2011 年中期，农业收入增速上升



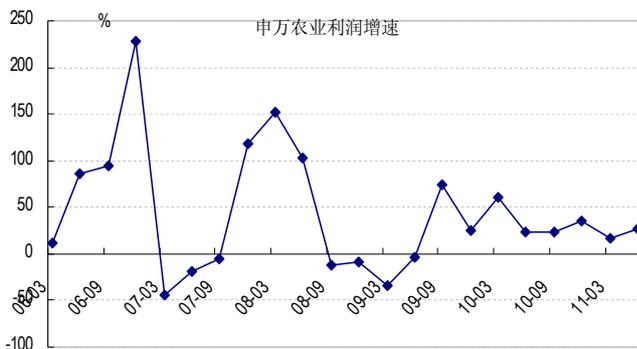
资料来源: WIND, 太平洋证券

图 22: 2011 年中期，农业营业利润增速上升



资料来源: WIND, 太平洋证券

图 23: 2011 年中期，农业利润增速上升



资料来源: WIND, 太平洋证券

资料来源: WIND, 太平洋证券

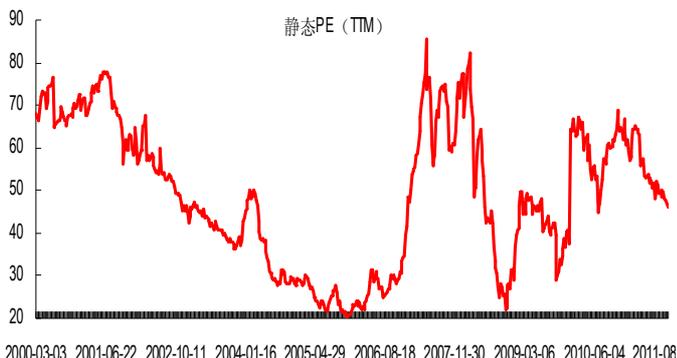
3、子行业景气: 饲料和水产养殖行业景气上升, 可重点关注

饲料和水产养殖行业景气或明显上升。由于各类农产品价格运行趋势不一致，各子行业的盈利状况变化和景气变化也会有差异。粮食和种子价格涨幅趋减可能性大，且有可能低于成本上升幅度，制种业毛利率或有下滑担忧，收入增速和盈利增速中期回落的可能性大，受此影响，景气处于高位持平态势。畜禽产品价格虽可在短期内维持高位但中期逐渐回落是大概率事件，养殖收入和盈利增速中期回落的概率较高，景气将处于高位回落态势。饲料行业受益于需求增长且粮价涨幅回落，收入和利润增速有望扩大，行业景气处于持续上行阶段。而水产养殖业受益于产品价格大幅上涨，带来收入和利润大幅增长，行业景气也处于上行阶段。

五、估值：回归历史中位

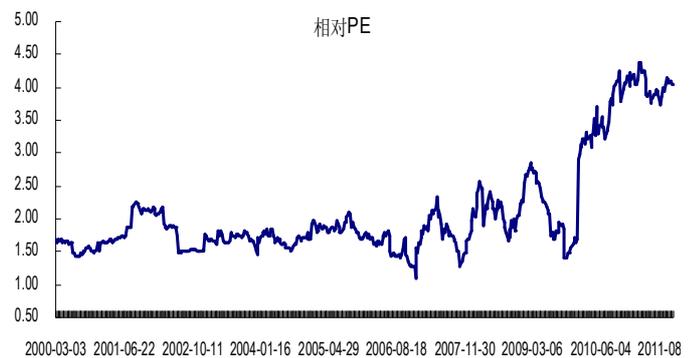
目前（截至9月23日），板块静态PE（TTM，扣除负值）为46.07倍，绝对估值水平居于06年以来中位，相对PE（相对沪深300）为4.05倍，相对估值水平仍居历史较高位。我们认为：板块目前较高的相对估值水平反应了市场对于农产品价格长期上涨趋势所带来业绩提升的预期，这种高估值溢价仍将在市场整体弱市氛围内延续，而回落较多的绝对估值水平则可能意味着下半年农业板块所面临的估值压力较小，如果其他因素配合，较小的估值压力有可能会变成上涨的动力。

图 24：9 月 23 日，板块静态 PE (TTM) 为 46.07，处于中位



资料来源：WIND，太平洋证券

图 25：9 月 23 日，板块相对 PE 为 4.05，处于较高位



资料来源 WIND，太平洋证券

六、评级及投资策略

1、评级：给予“看好”评级

我们认为，尽管中短期内国内农产品价格同比涨幅或趋缓，但价格仍处于长期上涨通道之中；且未来 1-2 年内，农业内养殖、种子、农产品加工等领域的整合有望加速，以量补价的效应将推动农业上市公司的业绩继续保持高增长态势，这将对农业板块的高估值给予有力支撑。综合考虑市场、价格、行业政策和估值等因素，我们认为农业板块下半年至少可获得相对收益，因而给予“看好”评级。

2、投资策略：长短期景气相结合，优选能以量补价的养殖、饲料和种子行业

投资策略：农产品价格涨幅回落背景下，农业公司的业绩增速或将回落，只有行业景气持续向上以及整合步伐明显加快的行业才有可能靠以量补价来保持较高的业绩增速。因此，子行业方面，建议关注行业整合步伐加快的种业，以及未来 2-3 个季度有望以量补价景气处于高位的畜禽养殖业，和量价齐生且成本上升压力减轻的饲料业，另外价格上涨预期较强的水产养殖业也是我们关注的重点。重点关注的个股有大北农、隆平高科、登海种业、雏鹰农牧、圣农发展、海大集团、新希望和獐子岛。

海产养殖行业：估值回归常态，价格上涨趋势明朗，良好业绩前景仍可期待。目前，海产养殖板块受核辐射以及蓬莱漏油事件影响估值水平已经回归常态，压力较小。四季度，海珍品价格有望在需求上升和供给不足的影响上保持节节上升态势，同比涨幅有望继续扩大，成为农产品市场里表现最为惹眼的品种。

投资要点：我们认为，海产品受消费结构升级影响，市场总量可持续快速增长，海产品养殖行业长期景气向上，以价值性投资为主。四季度，海珍品价格有望持续上涨，因此应重点关注具有业绩弹性大的公司。相关公司有獐子岛、东方海洋、壹桥苗业。

畜禽养殖行业：未来 2-3 个季度景气可维持高位，重点关注四季度畜禽价格。由于目前我国畜禽产品消费增速趋缓，年际间需求变化不大，畜禽产品价格走势和行业景气度主要取决于存栏水平升降所导致的供给增减。今年以来，母猪存栏量处于低位且持续下滑，预计未来 6-9 个月生猪供给水平难有大幅度的增长，猪价有望受益于此在下半年维持强势，其中四季度有可能在消费旺季因素作用下创出年内新高。受此影响，行业景气有望在未来 2-3 个季度内继续维持高位。

投资要点：我们认为，畜禽养殖行业受消费增长缓慢影响成长性一般，且估值水平不低，以趋势性投资为主，重点关注畜禽价格的持续性变化，如果畜禽价格在四季度超预期大幅上涨，则行业可迎来趋势性投资机会。重点关注公司有雏鹰农牧和圣农发展。

饲料行业：景气持续回升，重点关注成长性较好、具有核心竞争力的优势公司。由于未来 2-3 个季度畜禽产品价格仍将维持高位，这将刺激畜禽存栏量以及出栏量的增长，提升饲料消费量。另外，粮价涨幅趋减，且下游景气高位阶段，饲料行业有望对产品进行提价以缓解不断攀升的成本上升压力，行业毛利率将得到提升。因此，预计未来 2-3 个季度饲料行业盈利状况同比好转会比较明显。

投资要点：我们认为，饲料加工行业受消费增长较快影响业绩有望持续向好，但当前估值水平并不低，也以趋势性投资为主。重点关注在细分子行业具有核心竞争力，行业地位突出、成长性较好的优质公司，如海大集团、新希望。

种子行业：估值回归常态，行业整合预期明朗，集中度提升可期待。目前，种子板块静态 PE 和预测 PE 分别为 66 倍和 41 倍，估值水平已经回归常态，压力并不十分明显。《农作物种子生产经营许可管理办法》的出台是种业整合政策取得实质性进展的第一步，预计后续仍将有更多利好政策出台，优质上市公司有望凭借其资金优势和核心竞争优势在整合大潮中获得发展良机。但是，由于粮价上涨或趋缓，种子价格涨幅以及毛利率或因此而回落，因此今明两年种子业绩增长或不如预期，只有少数生产优质种子或者产品结构不断优化的公司因处于快速发展期业绩有望继续大幅增长。

投资要点：我们认为，种子行业整合政策有望陆续出台，种子行业将处于长期景气高位，以价值性投资为主。2011 年，行业整体业绩增长或不如预期但部分重点公司业绩仍有望实现较快增长，因此应重点关注具有整合实力，且品种优良、业绩增速较快的公司。相关公司有登海种业、大北农、隆平高科、敦煌种业。

表 6: 重点推荐公司盈利预测表

代码	名称	最新评级	EPS			PE			股价
			2010	11E	12e	2010	11E	12e	11-9-23
000860	顺鑫农业	买入	0.6051	0.96	0.98	28	18	17	17.13
600354	敦煌种业	买入	0.4340	0.75	1.06	54	31	22	23.42
002041	登海种业	买入	1.1861	0.73	1.00	25	41	30	29.55
000998	隆平高科	买入	0.2691	0.50	0.76	112	61	40	30.20
000876	新希望	买入	0.7000	1.22	1.44	29	17	14	20.47
002100	天康生物	买入	0.4800	0.62	0.85	29	22	16	13.80
002385	大北农	买入	0.8200	1.23	1.69	42	28	20	34.30
002069	獐子岛	买入	0.9300	0.82	1.14	29	33	24	26.87
002299	圣农发展	买入	0.6800	0.55	0.75	24	30	22	16.65
002477	雏鹰农牧	买入	1.1346	1.16	1.34	26	26	22	30.05
002311	海大集团	买入	0.7200	0.54	0.72	24	32	24	17.43
002447	壹桥苗业	买入	1.0500	0.51	1.05	31	64	31	32.67

数据来源: 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。