

## 农林牧渔行业 2010 年下半年投资策略

# 布局农业，首选种子

### 投资要点

- ❖ **我国农业发展步入转型新阶段。**农业发展转型新阶段具有三个基本特点：一是农产品价格进入中长期上升趋势，这是由我国农业资源禀赋稀缺和居民生活水平上升决定的；二是农业扶持政策更加全面、深入和强化，这是由我国经济步入工业化中后期的阶段所决定的；三是行业盈利模式升级，农业企业步入上规模、创品牌阶段，高端农产品对低端农产品的替代加快。
- ❖ **关注未来 3-5 年转型最快的子行业。**我国农业各个子行业发展的阶段不尽相同，转型速度也不一样。对于投资者而言，选择转型最快的子行业是最佳的投资策略。转型最快的子行业具有三个特征：技术和品牌的优势开始显现，高端产品对低端产品的替代加速；行业管理政策发生聚变，带动行业集中度快速提升；龙头企业竞争优势得到强化，盈利能力显著提高。
- ❖ **种子、动物疫苗、林业等子行业进入快速转型期。**种子是未来 3-5 年内变化最快的子行业。主要推动因素有：政府致力于做大做强种业，以应对外资竞争；国内龙头企业营销理念提升，高端种子对低端种子的替代进入加速期；行业集中度将显著提升，龙头企业盈利能力明显提高。此外，林业步入变革加速期，动物疫苗行业步入整合期，高端养殖行业品牌价值开始体现，这些子行业都已经步入转型加速期。
- ❖ **风险提示：**自然灾害；通货紧缩；食品安全。
- ❖ **维持行业“强于大市”评级，种子将继续领涨农业。**我们维持农林牧渔行业“强于大市”的投资评级，维持“种子领涨农业”的基本观点。我们认为，在行业加速转型阶段，在通胀稳定上升时期，以种子为主导的农业板块仍然能够获得较高的溢价。建议重点关注登海种业、隆平高科、丰乐种业、敦煌种业、中牧股份、顺鑫农业、獐子岛、圣农发展、海大集团、正邦科技等。

### 重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS (元)				PE				评级	目标价
		2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E		
隆平高科	20.88	0.16	0.18	0.35	0.50	131	116	60	42	增持	--
登海种业	54.60	0.01	0.53	1.30	2.00	5460	103	42	27	买入	80.00
丰乐种业	12.82	0.10	0.25	0.49	0.66	128	51	26	19	买入	17.31
敦煌种业	20.91	0.07	0.16	0.60	1.00	299	131	35	21	买入	24.00
中牧股份	24.79	0.42	0.58	0.80	0.95	59	43	31	26	买入	28.00
顺鑫农业	17.46	0.5	0.37	0.78	0.85	35	47	22	21	增持	22.00
正邦科技	16.43	0.15	0.26	0.50	0.70	110	63	33	23	增持	17.50
安琪酵母	36.09	0.39	0.77	1.05	1.30	93	47	34	28	买入	--
大亚科技	7.83	0.38	0.39	0.60	0.72	21	20	13	11	增持	12.00
大北农	38.25	0.36	0.7	1.13	1.63	106	55	34	23	增持	56.50
圣农发展	31.63	0.44	0.49	0.75	0.99	72	65	42	32	增持	35.00
獐子岛	28.99	0.28	0.46	0.68	0.85	104	63	43	34	增持	--
海大集团	25.85	0.45	0.53	0.75	0.98	57	49	34	27	增持	--
荃银高科	37.25	0.46	0.64	0.80	1.02	81	58	47	37	--	--

资料来源：中信数量化投资分析系统。注：股价为 2010 年 6 月 21 日收盘价

强于大市（维持）

### 中信证券研究部

毛长青

电话：010-84588226

邮件：mcq@citics.com

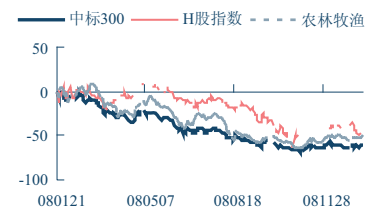
执业证书编号：S1010207110120

联系人：施亮

电话：010-84588274

邮件：liangshi@citics.com

### 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

### 相关研究

- 《农林牧渔行业 2010 年投资策略——行业超配，种子领涨》.....2009-12-09
- 《农林牧渔行业 6 月投资策略——种业政策超预期或成市场催化剂》.2010-06-03
- 《隆平高科跟踪报告——刘石出任总裁，公司经营拐点开始显现》...2010-04-26
- 《登海种业 2010 年 1 季报预增点评——业绩超市场预期，高成长趋势确立》.....2010-04-19
- 《大北农新股询价报告——产品定位高端，产能扩张加速》.....2010-03-24
- 《丰乐种业（000713）深度报告——种子农化推动业绩增长，资产质量保障估值安全》.....2009-12-29
- 《敦煌种业跟踪报告——先锋公司高速增长，食品加工增厚业绩》.....2009-11-13

## 目 录

引言：行业估值的困惑与出路 .....	1
中国农业步入转型新阶段 .....	2
农产品价格进入中长期上升阶段 .....	2
农业扶持政策更加全面、深入和强化 .....	6
行业集中度提高，盈利模式升级 .....	11
关注未来 3-5 年转型最快的子行业 .....	16
集中度、政策、技术与品牌是快速转型的重要特征 .....	16
种子将是转型最快的子行业 .....	21
动物疫苗、林业以及高端养殖业也进入快速转型期 .....	30
维持行业“强于大市”评级，种子继续领涨农业 .....	33
转型新阶段提升行业估值 .....	33
重点上市公司投资要点 .....	36
附：行业基础知识 .....	46
见微知著：我国三代农业企业家的创业历程 .....	46
国际比较：世界典型国家农业结构的演变 .....	49

## 插图目录

图 1：农业类上市公司不具代表性 .....	1
图 2：2010 年农业行情突破季节性规律 .....	1
图 3：我国人均农业资源远低于世界均值 .....	2
图 4：养殖产品产量增速总体快于粮食 .....	2
图 5：粮食价格总体保持震荡向上的态势 .....	3
图 6：主要经济作物产品价格 .....	3
图 7：全国生猪存栏及结构向合理水平发展 .....	3
图 8：猪肉价格筑底回升态势逐步显现 .....	3
图 9：我国粮食年人均占有量 .....	4
图 10：全国作物成灾面积呈上升趋势 .....	4
图 11：粮食生产的雇工单价大幅提高 .....	5
图 12：三种粮食亩均人工成本涨至历史高点 .....	5
图 13：高价格是中国农业的必由之路 .....	6
图 14：2004 年以来农业新政策的主要脉络 .....	7
图 15：国家对粮食价格调控的基本流程（流通环节） .....	9
图 16：粮食安全是我国最高级别的农业政策 .....	9
图 17：我国“粗放农业→轻型农业→精细农业”的转变的动因分析 .....	11
图 18：全国中央财政预算农业综合支持总量连续 8 年增加 .....	12
图 19：种养殖产业链上下游之间存在联动关系 .....	13

图 20: 我国畜牧业规模养殖比重.....	14
图 21: 规模养殖推动我国饲料产量增长.....	14
图 22: 饲料市场份额正逐步向大型企业集中.....	14
图 23: 民营企业已成农业类上市公司的主力.....	15
图 24: 登海种业过去 8 年的毛利率水平.....	15
图 25: 疫苗市场占有率提高增强天康生物盈利能力.....	17
图 26: 天康生物毛利润结构变化.....	17
图 27: 大北农(002385)产品结构取决于我国生猪养殖业不同阶段的需求.....	19
图 28: 大北农各饲料品种毛利率稳中有升.....	20
图 29: 大北农综合毛利率处同类公司前列.....	20
图 30: 我国粮食连续 6 年增产.....	21
图 31: 农业综合支持总量连续 8 年增加.....	21
图 32: 我国粮食单产增速低于需求增长.....	21
图 33: 先玉 335 推广面积快速扩张.....	21
图 34: 种子技术、生物技术对农业可持续发展的边际贡献加大.....	22
图 35: 我国种子企业经营模式分析.....	23
图 36: 具有较强杂交水稻选育能力的机构.....	25
图 37: 具有较强杂交玉米选育能力的机构.....	25
图 38: 先玉 335 或持续量增价升态势.....	26
图 39: 登海超试玉米量价或超预期.....	26
图 40: 美国玉米单产是中国的一倍.....	27
图 41: 美国、巴西大豆单产是中国的一倍.....	27
图 42: 我国小麦单产处于世界领先水平.....	27
图 43: 我国水稻单产远高于世界主产国水平.....	27
图 44: 全球主要种业公司每年研发投入占总收入比重.....	28
图 45: 全球十大种子公司份额大幅提高.....	28
图 46: 我国杂交玉米制种量.....	29
图 47: 我国杂交水稻制种量.....	29
图 48: 玉米面积增长较快、水稻总体平稳.....	29
图 49: 两杂种子库存降至接近正常水平.....	29
图 50: 全国强免疫苗市场容量平稳增长.....	30
图 51: 主要强免品种市值稳中有增.....	30
图 52: 我国林业产业总产值持续上升.....	32
图 53: 林业产业总产值结构估算.....	32

## 表格目录

表 1: 农业资源禀赋决定了粮食安全是我国最高级别的农业政策.....	2
表 2: 肉蛋奶水产品产量增加导致粮食需求量大幅提高(2008 年).....	3
表 3: 我国主要农产品生产成本持续上升至历史高点(剔除人工成本).....	4
表 4: 我国三农新政的基本框架.....	7

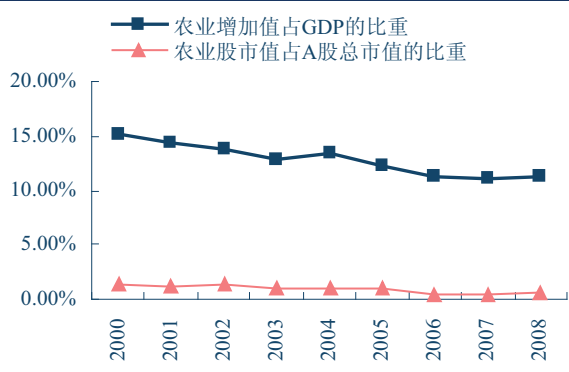
表 5: 近 6 年我国粮食最低收购价稳步提高.....	8
表 6: 近 7 年来我国农业补贴持续增加.....	8
表 7: 国家对主要粮油产品具有绝对控制力.....	9
表 8: “杂交育种”是生物育种的六大方法之一.....	10
表 9: 国家林业产业振兴规划(2010-2012)要点.....	10
表 10: 农业产业化国家重点龙头企业扶持政策.....	12
表 11: 我国农业类企业规模化水平正在逐步提高.....	13
表 12: 较早上市的农业产业化龙头企业重组和转型情况.....	15
表 13: 企业家执着的产业理想推动农业类公司获得经营溢价.....	16
表 14: 2015 年全国农作物优势区域布局规划(以种植业为例).....	17
表 15: 美国政府农业直接补贴数量.....	18
表 16: 日本农业生产标准化体系.....	18
表 17: 大北农(002385)研发投入稳步增长.....	19
表 18: 大北农(002385)技术创新管理体系主要内容.....	19
表 19: 先玉 335 全新的技术推广和营销模式.....	20
表 20: 世界种业龙头与与国内相关公司收入(2006)差距较大.....	22
表 21: 2009 年底全国共发放各类经营许可证 8423 个.....	23
表 22: 全国种子市场集中度总体保持缓慢向上的趋势.....	24
表 23: 国家种业政策预期.....	24
表 24: 中国种子市值及 2015 年市场空间测算.....	24
表 25: 2008 年销售收入超过 2 亿元的种子公司共有 16 家.....	25
表 26: 先锋公司(先玉 335)的成功模式.....	26
表 27: 国内外种子公司研发着眼点差异是研发实力处在不同阶段的具体表现.....	28
表 28: 国内外种业公司市场营销模式比较.....	28
表 29: 全国两杂种子价格进入上升通道.....	30
表 30: 建国以来我国林业政策变迁.....	31
表 31: 林木业上市公司在产业链上的分布.....	32
表 32: 农林牧渔行业重点公司业绩/估值一览表.....	34
表 33: 农林牧渔行业重点公司 2010 年分季度每股收益预测.....	35
表 34: 登海种业盈利预测.....	36
表 35: 全球水稻主产国种植统计表.....	37
表 36: 丰乐种业盈利预测.....	38
表 37: 敦煌种业盈利预测.....	39
表 38: 中牧股份盈利预测.....	40
表 39: 大北农盈利预测.....	41
表 40: 海大集团盈利预测.....	42
表 41: 顺鑫农业盈利预测.....	43
表 42: 圣农发展盈利预测.....	44
表 43: 安琪酵母盈利预测.....	45
表 44: 日本主要农作物种植结构变化.....	50
表 45: 美国主要农作物的种植结构.....	52

## 引言：行业估值的困惑与出路

上市公司不具代表性，且具有资源属性，是农林牧渔行业总体估值水平相对整个 A 股市场存在溢价的主要原因。2008 年全国农业增加值占 GDP 比重为 11.3%，根据 wind 分类统计，农林牧渔行业上市公司截止 2010 年 6 月的总市值为 1338 亿元，仅为全部 A 股市值的 0.73%（2009 年全国 GDP 为 33.5 万亿元，2010 年 6 月，A 股市场总市值为 18.3 亿元，股票市值占 GDP 的 54.6%）。因此总体上看，目前 A 股市场农业类上市公司其实并不能普遍代表国民经济范畴内农业领域的相关子行业，投资标的的稀缺性（例如，实体经济领域，某子行业出现利好，股票市场却找不到优质标的，或找不到标的），是行业估值水平存在溢价的主要原因。

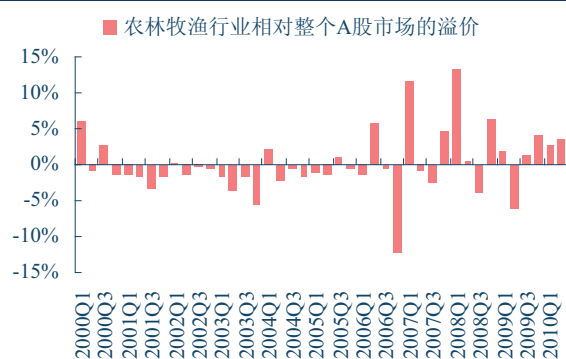
产生估值溢价的另一个重要原因，是许多农业类公司具有资源属性。多数农业上市公司掌握了包括初级农产品在内的大量的生产性农业资源（或者拥有获取平价初级农产品的渠道，以及特许经营权），最典型的如北大荒拥有接近 1000 万亩的耕地经营权，好当家、獐子岛分别拥有几十万亩的养殖水面，林业公司拥有大量可采伐林地资源等。我们认为，当宏观经济进入通胀（高于 3%，但非恶性通胀）周期时，这些公司受益于大宗商品价格的上涨，被赋予了资源品属性，进而成为市场投资“抗通胀主题”的选择标的之一。

图 1：农业类上市公司不具代表性（单位：%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：2010 年农业行情突破季节性规律（单位：百分点）



资料来源：Wind，中信证券研究部

注：上述数据是整个 A 股与农林牧渔行业环比涨幅的差值

周期性特征明显，第一、四季度一般是溢价高点。据 Wind 统计，2000 年以来整个 A 股市场与农林牧渔行业的走势，有 6 年第 1 季度农业行业指数涨幅明显高于 A 股市场，2010 年 1 月的溢价水平为 5.74 个百分点，尤其是 07、08 两年的溢价水平高达 12 个百分点左右；07 年以来，连续 3 年的第 4 季度，行业指数涨幅明显高于全市场，溢价水平在 4 个百分点以上。主要逻辑，一方面与农产品销售、消费旺季大多都集中在每年的第 1 季度、4 季度有关，另一方面也是过去 7 年锁定农业的中央 1 号文件等扶持政策推动的结果。

行业 2010 年的跨季度行情表现加深了市场的估值困惑。历史上来看，全行业相对 A 股市场年化的估值溢价普遍存在，但每年的估值也会因为外部政策环境及产销周期的变化，而出现较大幅度的波动，跨季度行情几乎没出现过。近期的估值溢价从 2009 年 4 季度开始至今（2010 年 2 季度），仍处在较为明显的水平。

我们认为，行业基本面向好趋势的推进节奏，先于市场预期；上市公司业绩的实际增速已经摆脱市场趋势外推的预测模式，是导致当前估值困惑的主要原因。实际上，我国农业发展阶段的演变（粗放农业→轻型农业→精细农业，目前处在粗放向轻型转变的过程之中），政策扶持推动（十七届三中全会，7 个中央 1 号文件及大量利好政策），以及行业自身质变（集中度提高、核心技术与品牌价值提升、企业家产业理想明确）等影响下，农业类企业成长性、竞争力与治理结构正在经历快速的变革。以 20 年前的农业类企业的综合实力来对现代农业企业估值，产生阶段性困惑是难免的。我们认为，充分理解行业转型过程中，上市公司盈利能力、治理结构以及成长性的积极变化，彻底抛弃由历史原因形成的对农业类企业的偏见，是当前解决估值困惑的唯一出路。



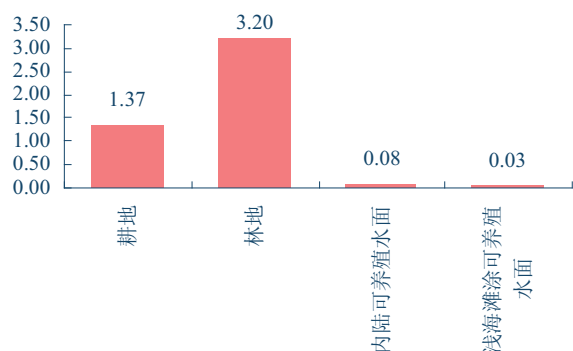
# 中国农业步入转型新阶段

## 农产品价格进入中长期上升阶段

### 农业资源人均占有率低，农产品供给增长率低于需求增速

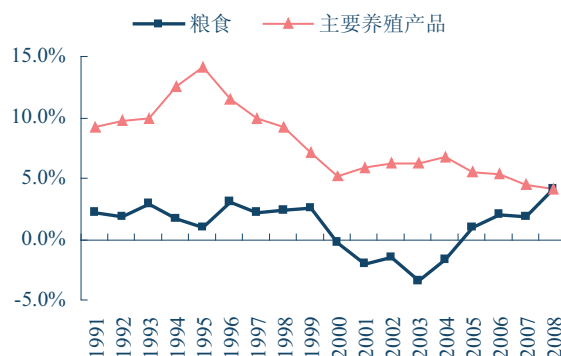
我国耕地、水面、林地等农业生产资源的人均占有率低于世界平均水平，是导致中长期农产品产能不足的主要原因。同时，与多数世界农业发达国家相比，我国还是自然灾害多发国。近 20 年来，我国每年因各类自然灾害导致的农作物受灾面积约占总播种面积的 15%-20%。既定的农业生产资源短板和极端气候频发的自然环境，是我国农业资源禀赋弱于世界平均水平的主要表现。

图 3：我国人均农业资源远低于世界均值（单位：亩/人）



资料来源：中信证券研究部

图 4：养殖产品产量增速总体快于粮食（单位：%）



资料来源：中信证券研究部 注：为减少产量周期性扰动的影响，上述数据已经过 5 年移动平均处理；养殖产品指肉、蛋、奶、水产

表 1：农业资源禀赋决定了粮食安全是我国最高级别的农业政策

年份	粮食产量 (万吨)	产量指数	亩产 (kg)	亩产指数	人均粮食 (kg)	人均指数
1996	50,454	100	298.9	100	412.2	100
2000	46,218	92	284.1	95	364.7	89
2003	43,070	85	288.8	97	333.3	81
2006	49,748	99	314.4	105	378.5	92
2009	53,082	105	324.7	109	397.7	97

资料来源：中信证券研究部

而经济发展推动的人们消费结构升级的持续性，加速了市场对基础农产品需求的增长（以肉蛋奶水产品产量与饲料的相关性为例）。动物、水产类产品产量增加基础，归根到底是大幅增加了全社会对粮食的消费需求。2008 年，全国肉、蛋、奶、水产品的产量达到 1.7 亿吨，对应的玉米需求量达到 6900 万吨，如果考虑饲料中蛋白类成份的用量，则全国因养殖规模的扩大，而导致的粮食需求增长量则会更大。我们预计随着上述养殖类产品需求量的持续增长（近几年的年均增速大约为 3%左右），我国粮食需求中长期将持续保持旺盛的态势，价格的趋势性上涨也就难以避免。

表 2: 肉蛋奶水产品产量增加导致粮食需求量大幅提高 (2008 年)

项目	产量 (万吨)	料比 (估算)	工业饲料普及率 (估算值, %)	工业饲料		玉米在饲料中的占比及需求量	
				需求量 (万吨)	比重 (%)	所占比例 (%)	需求量 (万吨)
猪肉	4621	3.2	30	4436	32.71	58	2573
禽肉	1665	23.	70	2681	19.76	55	1474
禽蛋	2702	2.7	40	2918	21.52	53	1547
牛、羊肉	994	2.3	20	457	3.37	60	787
奶类	3782	0.3	30	340	2.51		
水产养殖	3413	2.0	40	2730	20.13	18	491
合计	17177			13563	100.00	88.4	6872

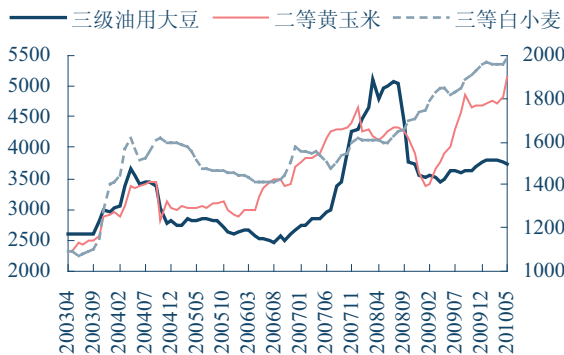
资料来源: 中信证券研究部

短期来看, 我国农产品价格还存在周期性波动的规律, 这主要是由短期的供需结构变化引起的。由于农作物生产的周期长, 部分农产品剔除国家调控因素的影响, 价格变化总体遵循“蛛网理论”规律; 同时, 对于农业生产而言, 天气、疫病等外部突发因素, 也动态改变着市场的产量预期, 进而影响相关产品价格。

从近一年全国粮食价格走势来看, 虽然市场因粮食持续增产, 而存在库存偏高的阶段性压力, 但国家为保持粮价平稳向上采取的系列措施, 以及南北方的极端气候, 改变了市场本身的周期性波动。我们预计, 国内粮价在政策的严控之下, 短期仍将保持平稳向上的局面, 其中, 前期涨幅较大的玉米、粳米等品种的涨幅有望逐步收窄。

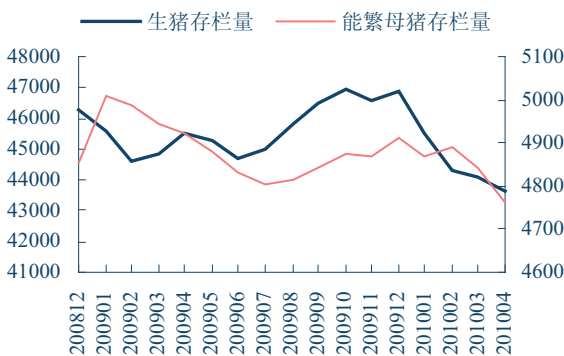
其它农产品价格或将出现分化。白糖市场在新榨季包括中国在内的全球主产国大幅增长的预期下, 或将继续下跌至 4200 元/吨附近, 全年均价保持在 4500 元/吨左右。棉花短期的盘整, 并不会改变由全球供给缺口推动的年度价格震荡向上的趋势。生猪存栏量下降、国家收储政策实施, 猪价已经进入筑底回升通道。

图 5: 粮食价格总体保持震荡向上的态势 (单位: 元/吨)



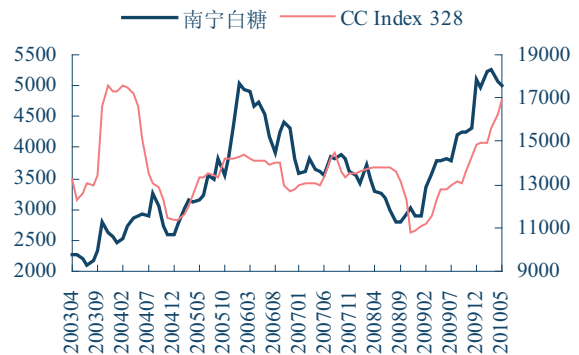
资料来源: 中信证券研究部

图 7: 全国生猪存栏及结构向合理水平发展 (单位: 万头)



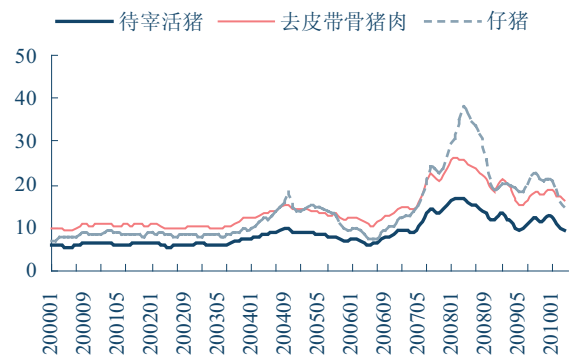
资料来源: 中信证券研究部

图 6: 主要经济作物产品价格 (单位: 元/吨)



资料来源: 中信证券研究部

图 8: 猪肉价格筑底回升态势逐步显现 (单位: 元/公斤)



资料来源: 中信证券研究部

总体上看，我国人均农业资源禀赋的薄弱，消费需求的刚性增长，是推动我国农产品价格中长期上涨的根本力量之一。从这个意义上讲，日本、韩国、中国台湾等人均农业资源不足的区域，其农产品价格数倍于国际市场的现状，未来必然也会在中国市场上演。

### 高成本已经成为中国农业生产的现实

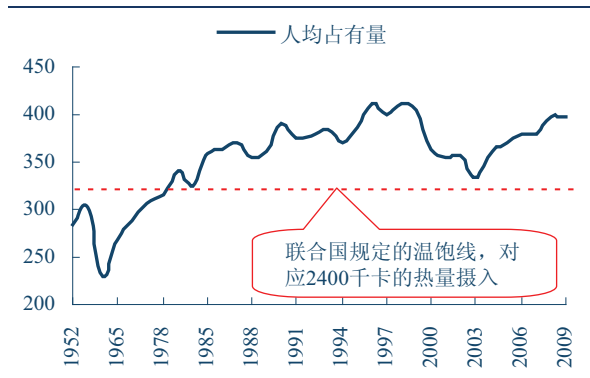
从近几年全国农业生产形势来看，过去 50 年解决了全国人民吃饭问题的“粗放农业”的外部经济环境已经发生了深刻的变化，其发展基础随之受到动摇。我们认为，中长期看，我国农业产业的发展，客观上存在由“粗放农业”向“轻型农业”转变的内在需求；这同时也是未来 5-10 年国家积极调整农业产业结构的阶段性方向。主要的触发因素是，近些年来，高成本已经成为我国农业生产的现实问题。具体表现在，农业生产的人口红利在逐年消失，农业生产资料在逐年涨价，为抵御自然灾害而追加投入的年景越来越多。

表 3：我国主要农产品生产成本持续上升至历史高点（剔除人工成本） （单位：元/亩；元/头）

	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
蔬菜	762.65	919.93	877.39	998.66	1076.26	1121.93
油料	145.40	169.12	166.62	177.80	201.50	239.73
棉花	284.72	297.80	295.49	323.03	346.19	403.39
甘蔗	347.32	374.80	361.29	424.15	460.40	513.04
苹果	544.82	636.55	559.15	735.41	1357.47	1051.54
散户养猪	507.23	652.14	636.67	606.97	882.01	1128.68

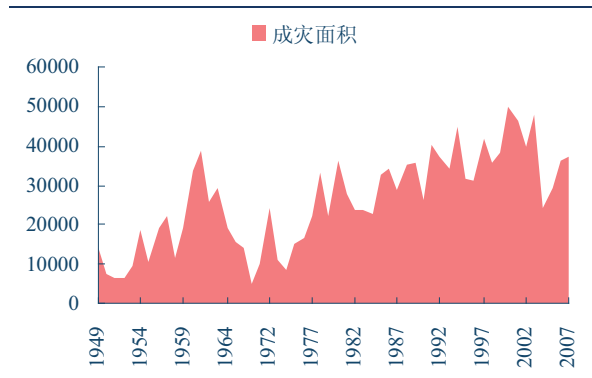
资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 9：我国粮食年人均占有量 （单位：公斤/人）



资料来源：中信证券研究部 注：未考虑库存对人均占有量的贡献

图 10：全国作物成灾面积呈上升趋势 （单位：万亩）

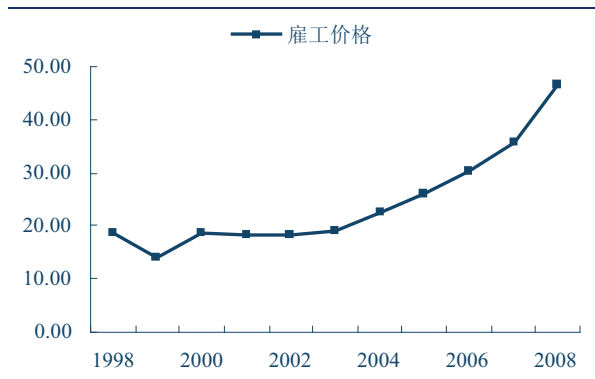


资料来源：农业部，中信证券研究部

首先来看劳动力价格上涨，引发的种粮直接成本和机会成本的大幅上升。在刘易斯的农业剩余劳动力无限供给的发展模型中，经济发展的关键因素是通过利润的再投资来增加新的资本和吸收更多的非资本主部门的劳动力，从而获得更多的利润。如此反复进行，直到多余劳动力吸收完毕，导致其实际工资出现上涨时为止。费景汉和拉尼斯将此过程分为三个阶段。

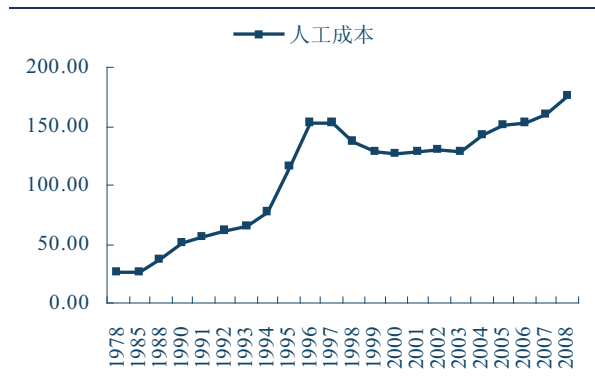


图 11: 粮食生产的雇工单价大幅提高 (单位: 元/日)



资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

图 12: 三种粮食亩均人工成本涨至历史高点 (单位: 元/亩)



资料来源: 国家发改委, 中信证券研究部

第一阶段, 传统农业部门存在大量的隐蔽失业, 其中有相当一部分劳动者的边际生产率接近于零。当这部分劳动力向现代工业转移时, 农业总产量维持不变。第二阶段, 随着工业的扩张, 逐步吸收边际劳动生产率低于平均产量的隐蔽失业人口, 直到全部吸收完毕为止。由于这部分劳动力的边际生产率是正值, 他们转入工业部门会引起农业总产量下降, 农业剩余不能满足他们转入工业后的需要, 从而开始出现粮食短缺。第三阶段, 经济进一步发展, 要求扩大资本积累, 推动技术进步和提高劳动生产率, 以此解决粮食短缺问题。费景汉和拉尼斯由此得出结论, 要使刘易斯二元经济体系继续发展而不中止, 那么农业必须和工业一起增长。

这种趋势对我国的农业生产产生了长期的影响。农民工工资的上涨, 以及农民工就业条件的不断改善, 加大了农村劳动力务农的机会成本, 2009 年农民工工资上涨至 1400 元/月, 较 2007 年上涨 32%, 近 5 年的复合增长率达到 7.3%。同时, 我随着国由劳动力充足向劳动力短缺的过渡, 人口红利的逐渐消失, 预期我国未来劳动力的工资水平将逐步市场化, 不同部门将按照统一的市场工资水平雇佣劳动力。目前, 我国农村剩余劳动力转移已经到了临界点, 低价劳动力供不应求, 农业生产的劳动力成本仍将继续上升。

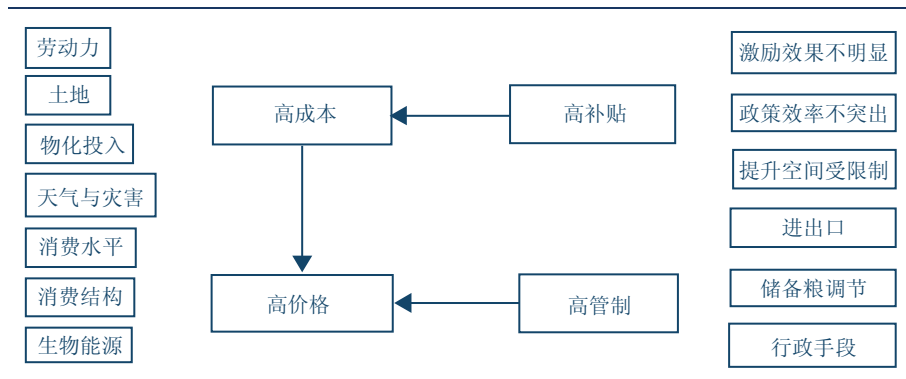
此外, 农产品从生产到最终的消费存在一个较长的价值链条, 中间还要经过收购、运输、加工等环节, 其价格形成、传导和利益流向是一个涉及面广、影响因素多的复杂问题。农业部的调研表明, 在农产品产销链条中农民投入多、耗时长、风险大, 吸收了大部分成本上涨的压力, 但是由于生产分散, 自主定价能力弱, 成本向下游转移的能力不强。近期包括大蒜、绿豆、花椒等小产品价格的上涨, 剔除供需关系这一核心因素对价格的影响外, 涨价主要来自劳动力成本增加的推动和产后各环节的加价。

## 高价格是中国农业的必由之路

高价农业主要指高粮价、高油价、高肉价等市场价格较高的农业作物及相关产业。粮食价格是油、肉等产品价格的基础, 同时也是其它农副产品的价格参考。因此, 从中长期来看, 粮食价格走向其实是决定中国农业整体价格趋势的风向标。为此, 过去 30 年国家始终把对粮食价格的调控放在比较重要的位置, 出台的措施主要包括补贴、提价等。历史上看, 提价的效果总体上好于补贴。

第一次提价是在 1979 年, 国家规定从夏粮上市起, 粮食统购价提高 20%。在粮食收购价格上升的刺激下, 提高了农民生产积极性, 促进了粮食生产的发展, 到 1984 年全国粮食产量达到 4073 亿公斤。第二次提价是 1988-1989 年, 粮食收购价分别提高 13.2% 和 26.7%。1990 年产量上去了。第三次提价是在 1994 年, 国家提高粮食收购价格, 幅达 50% 以上, 第四次是在 1996 年, 再提高粮食收购价 42%。1998 年的粮食产量达 5213 亿公斤, 创历史最好水平。第五次是 2003 年下半年开始到 2004 年, 我国粮食价格出现大幅上扬, 平均涨幅达到 30%, 其结果是我国粮食迎来了连续 6 年的增产。历史证明, 中国的粮食产量与粮食价格呈高度相关, 提高粮食价格是保障粮食生产和供应最为直接的市场手段。

图 13：高价格是中国农业的必由之路



资料来源：中信证券研究部

对于高粮价，政府的主要担心来自两个方面，一是高粮价引发通货膨胀，二是高粮价造成低收入人群的生活困难。对前者的担心已经成为当前政府控制粮食价格的主要目标。粮价上涨所带来的食品价格上涨的确可能引发通货膨胀，但是粮食价格的温和上扬并不会带来恶性通胀，相反粮价温和上涨有助于改善工农产品比价关系，维持国家在工业化后期的农产品中长期供应，进而维护物价的相对稳定。

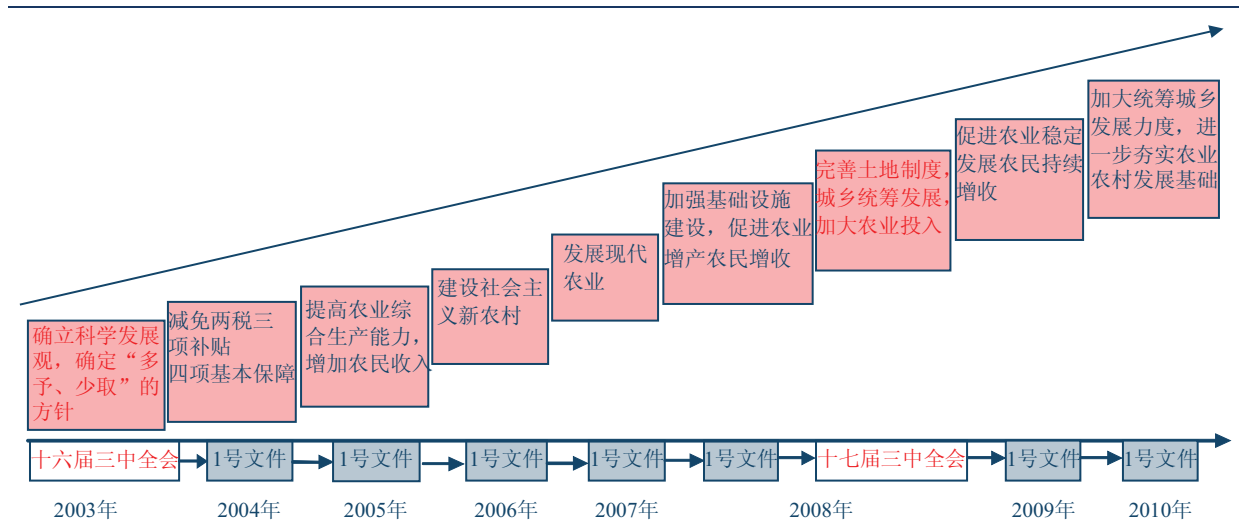
我们认为，粮价上涨给低收入人群所带来的生活困难问题，完全可以通过补贴来实现。按照我国目前城镇消费者的收入水平，绝大多数人对于粮价上涨是有经济承受能力的。增加对生产环节的补贴来维持粮食的低价格，实则意味着全社会都在享受农业补贴所带来的好处。如果对终端低收入消费者进行补贴，同时提高粮食价格，则意味着农民和终端低收入消费者能从中受益，这样也能提高财政补贴的效率，同时也可以规避 WTO 政策对农业黄箱补贴的约束。

综合以上几个方面的分析，我们认为，农业的高补贴并不能抵消高成本带来的压力，通过一系列手段人为压低农产品价格的高管制措施必然不能持久，进入高价格时代已经是中国农业发展的必由之路。

## 农业扶持政策更加全面、深入和强化

我们可以看到，本届领导班子对“三农”问题的重视程度是历史上最高的。其背后主要有两个原因，一是改革开放三十年农村发展严重滞后，城乡分割所带来的收入差距拉大的现象已经成为社会经济发展最为突出的问题，现在已经到了必须解决这些问题的时候。二是本届领导班子对“三农”问题比较了解，也非常关心，所以在解决整个三农问题过程中，脉络和思路非常清晰，步骤和计划很有条理。

图 14：2004 年以来农业新政策的主要脉络



资料来源：中信证券研究部

第一个层面，是把农村生产资源和生活资源逐步资产化，使之能够按照市场原则进行有效配置，提高资源的使用效率；第二个层面，是实现农村与城镇的统筹协调发展，首先是要打破城乡居民人为的二元分割体制，给予农民和市民同等的待遇，允许人口在城乡之间的合理流动；第三个层面，逐步改变社会分配和再分配制度，向农村进一步倾斜。

表 4：我国三农新政的基本框架

新政目标	具体政策	实施情况
种地不缴税	免除农业税	四减免：农业税、农业特产税、牧业税、屠宰税 标志：全面取消农业税 04 年提出降低税率 1 个百分点（税费改革后税率为 7%，附加为正税的 200%），当年有 8 个省区市免征 05 年税率再降 3 个百分点，当年免征省区市达到 28 个 05 年 12 月 29 日废止 1958 年颁布的《农业税条例》，06 年全面取消农业税，减轻农民负担 1250 亿
上学不交费	义务教育“两免一补”	两免一补：免学杂费、免课本费，补助贫困寄宿生生活费（05 年是“西部贫困家庭”，06 年是“西部地区”，07 年“全国范围”） 1.5 亿农村义务教育阶段学生免学费、课本费，780 万贫困寄宿生得到生活补贴
看病不太贵	新型农村合作医疗	04 年提出建立新型农村合作医疗制度，中央出 20 元，地方出 20 元，农民自己出 10 元，大病和住院报销一定比例 截至 2008 年，新型农村合作医疗农民参合率达到 86%，09 年达到 100%，补偿资金 591 亿，累计农民 9.24 亿人次受益
走路不太累	以道路为主的农村基础设施建设	03 年提出“六小工程”（即节水灌溉、人畜饮水、乡村道路、农村沼气、农村水电、草场围栏），主体是乡村道路 03-08 年，新建改建农村油（水泥）路 99 万公里，是 1949-2002 年 53 年总和的 2.9 倍
生产有补贴	以“四补贴”为主的直接补贴	四补贴：种粮直补、良种补贴、农机补贴、农资补贴 02 年已开始良种补贴（东北大豆），04 年开始种粮直补、农机补贴，06 年开始农资价格综合补贴 “四补贴”资金规模：04 年 145 亿，09 年 1230 亿（亩均 67 元，农民人均按农业户籍人口计算 130 元、按乡村人口计算 169 元）
生产有补贴	其他补贴	养殖业补贴：奶牛良种补贴（06 年）、能繁母猪补贴、母猪保险补贴、规模化养殖补贴（07 年） 农业保险保费补贴（07 年 20 亿，08 年 60 亿） 农业生产大县奖励补助：粮食（05 年，08 年 140 亿）、生猪（07 年 15 亿、08 年 25 亿）、油料（07 年，去年 21 亿） 农民培训补贴（03 年）
生活有保障	最低生活保障制度	07 年建低保，各级财政投入 120 亿，其中中央财政 30 亿，2008 年中央财政增加到 90 亿 截至 2008 年底，全国 31 个省区市的 4284 万农村人口纳入低保；今年，养老保障也开始起步

新政目标	具体政策	实施情况
其它方面	促进农业生产发展	产业化龙头企业农产品深加工增值税进项抵扣率从 8-10%提高到 13% (03 年) 小型农田水利建设专项补助资金 (05 年): 83 年下放地方 13 亿, 04 年还是 13 亿, 05 年 20 亿 新增千亿斤粮食生产能力建设: 计划总投资 4000 亿, 主要安排在黑龙江、吉林、河南等产粮大省 (08 年); 实施国家种子战略, 做大做强民族种业。
	善待农民工	“公平对待、合理引导、完善管理、搞好服务”十六字方针 (02 年) 取消专门针对农民工的不合理规定和收费 (03 年) 产业工人的重要组成部分 (04 年) 下发专门文件 (国发[2007]5 号)
	完善乡村治理机制	保障村级组织运转经费 (07 年) “大学生村官”计划 (08 年) 保障村干部工资收入, 不低于当地劳动力平均收入水平——浙江等地按照当地农民人均收入的 3 倍计算 (09 年)

资料来源: 中信证券研究部整理

### 以国家稳定粮食生产的扶持政策为例 (核心内容: 加大投入、提高粮价)。

我国粮食价格的形成机制, 主要是以市场自我调节为主, 但国家调控主导了粮食收购和供给市场。我们认为, 目前在政策保障与国家粮食的实际控制力上, 均达到了历史最好状态。

自 2003 年以来, 我国粮食产量连续 6 年取得丰收, 这首先要得益于国家在生产、流通环节等方面对粮食产销的宏观调控 (例如, 每年保持粮食最低收购价的稳步上调, 每年保持四项补贴为主的农业补贴稳步增加), 使得农民种粮收益的预期始终保持在持续提高的状态; 同时, 也与这些年来, 各地通过对全国农田水利设施为主的农业生产设施的修缮、营造, 中低产田改造取得阶段性成效, 使得部分产地农作物的抵抗自然灾害的能力有所增强有关。

表 5: 近 6 年我国粮食最低收购价稳步提高

(单位: 元/斤)

	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2010	0.93	0.97	1.05	0.90	0.86	0.86
2009	0.90	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2007	0.7			0.72	0.69	0.69
2006	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2005	0.7	0.72	0.75			

资料来源: 中信证券研究部

表 6: 近 7 年来我国农业补贴持续增加

(单位: 亿元, %)

	粮食直补	良种补贴	农机补贴	农资综合补贴	农业补贴资金合计	平均 (元/亩)
2004	116	28.5	1		145.5	11.41
2005	132	38.7	3		173.7	13.22
2006	142	41.5	6	120	309.5	23.31
2007	151	51	20	276	498	37.31
2008	151	120.7	40	712	1030	71.98
2009	151	154.8	130	795	1230.8	79.04
2010	151	186	140	858	1335	85.73

资料来源: 农业部, 中信证券研究部

国内供给和库存稳步增加, 国内粮价在国际市场暴涨暴跌的背景下, 仍保持了平稳上扬的态势。我国的粮食调控政策对市场起到了很好的稳定作用; 同时, 连续丰收也使得中央储备和临时储备粮库存大幅增加, 总收储量达到产量的 40% 左右 (我国约有 40% 的粮食产量为农民自产自销, 不进入市场流通), 国储 (中央储备和临时储备) 一举成为当前国内市场的主要粮源, 政府对粮价的调控能力达到了历史最高水平。

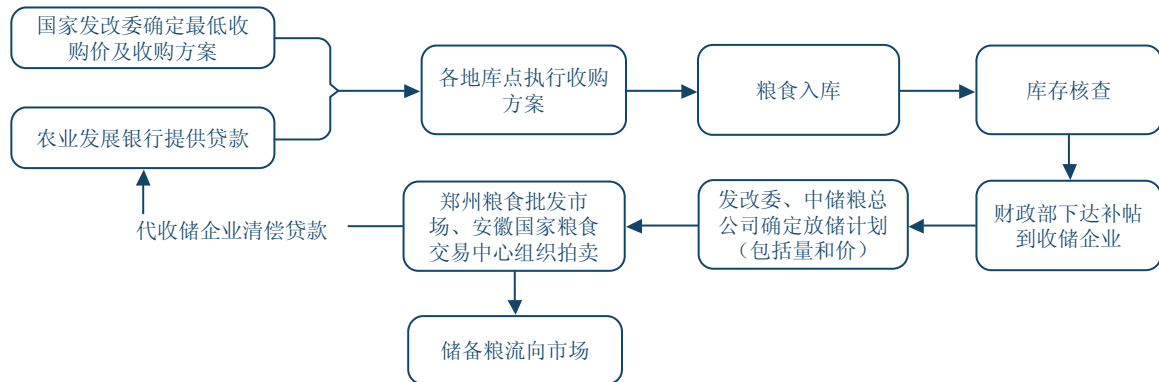
表 7：国家对主要粮油产品具有绝对控制力（以 08/09 年度为例）

	产量（万吨）	商品化率	收储量（万吨）	收储占产量比重	收储量占流通量比重	收储价（元/吨）
小麦	11250	50%	4500	40.0%	80.00%	1440-1540
玉米	16550	52%	4000	24.2%	46.48%	1500
大豆	1650	80%	750	45.4%	56.82%	3700
水稻	19300	45%	2250	11.7%	25.91%	1840-1880
棉花	760	70%	272	35.8%	51.13%	12600
糖	1448	100%	120	8.3%	8.29%	3300

资料来源：中信证券研究部 注：收储量为计划收购量，实际收购量可能略小于计划收购量

从制度保障上来看，目前实行的“最低收购价收储、顺价销售、资金封闭运行”的粮食调控制度，既调动了农民的种粮积极性，同时也调动了粮库的收储积极性。现行政策下，粮库可获得中央财政支付的 0.025 元/斤的收购费用、0.04 元/斤的保管费用以及贷款贴息，粮库的收储积极性普遍要比 2003 年以前高很多。政策粮的抛售，主要由国家发改委、财政部、中储粮总公司共同决定，一般是根据上周粮价行情，决定下周抛售计划，具体拍卖工作主要由郑州粮食批发市场和合肥国家粮食交易中心执行（收取政策粮交易费用万分之八的手续费，批发市场的会员单位包括加工企业、购销企业和储备企业）。

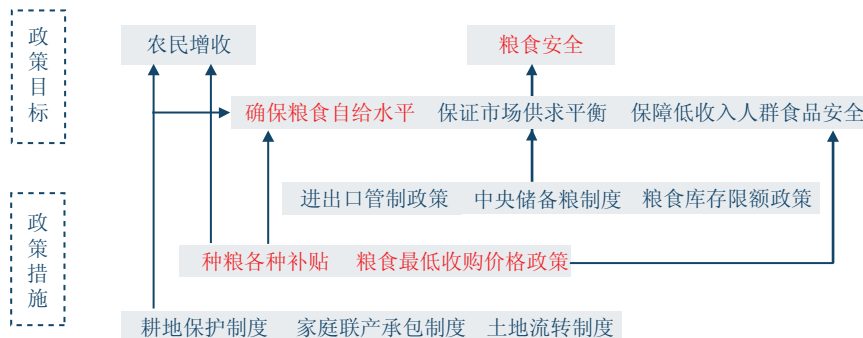
图 15：国家对粮食价格调控的基本流程（流通环节）



资料来源：中信证券研究部

从国储粮拍卖的组织形式来看，目前全国各省均已建立了省属的粮食批发市场，在每周的储备粮拍卖过程中，这些批发市场以分会场的形式配合郑州粮食批发市场、合肥国家粮食交易中心，完成国储粮的销售工作。我们认为，这种销售机制，通过保障国家对粮食价格的调控政策迅速、准确地被执行，大幅增强了国家对粮价的调控能力。

图 16：粮食安全是我国最高级别的农业政策



资料来源：中信证券研究部



我们预计，无论从粮食安全，还是农民增收，或是满足下游用粮需求的增长方面，政府必然会围绕全国粮食增产（这是我国最高级别的农业政策），进一步加大对粮食生产、流通等环节的投入力度，以实现到 2020 年生产 5.4 亿吨粮食，自给率稳定在 95% 以上的中长期规划目标。

### 政策直接推动子行业发展：以“国家种子战略”、“林业产业振兴规划”等为例。

1、2010 年中央 1 号文件首次提出，提高农业科技创新和推广能力，就是要切实把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系建设。继续实施转基因生物新品种培育科技重大专项，抓紧开发具有重要应用价值和自主知识产权的功能基因和生物新品种，在科学评估、依法管理基础上，推进转基因新品种产业化。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。

表 8：“杂交育种”是生物育种的六大方法之一

育种类别	原理	方法	优点	缺点
杂交育种	基因重组	利用具有不同基因组成的同种（或不同种）生物个体进行杂交，获得所需要的表现型类型	通过自然遗传获得优势基因序列，操作简单、成功率高	必须处理大量的实验材料
诱变育种	基因突变	利用人工诱变的方法获得生物新品种	提高基因突变频率	必须处理大量的实验材料
单倍体育种	染色体变异	利用花药离体培养技术获得单倍体植株，再诱导其染色体加倍，从而获得所需要的纯系植株	缩短育种时间	技术复杂，需要杂交育种配合
多倍体育种	染色体变异（染色体加倍）	秋水仙素处理植物萌发的种子或幼苗生长点，使其染色体加倍	克服远缘杂交的不育性	技术复杂，需要杂交育种配合
细胞工程育种	体外基因重组	用细胞融合的方法获得杂种细胞，利用细胞的全能性，用组织培养的方法培育杂种植株	克服远缘杂交不亲和的障碍，扩展了可用于杂交的亲本组合范围	技术复杂，需要其它育种方法的配合
基因工程育种	细胞膜流动性、染色体变异	转基因	克服远缘杂交不亲和的障碍	技术复杂，新品种的安全性存在争议

资料来源：中信证券研究部

我们认为，政策明确了推动良种培育体系以及推广体系建设的战略意义之后，诸如规范市场竞争秩序，出台农业知识产权纲要（2010-2020），鼓励以企业为主体加大科技创新力度，以及相关配套的制度完善等均有望陆续出台细则，直接在操作层面上利好整个行业、行业内龙头企业的发展。

2、首次中央林业工作会议于 2009 年 6 月召开，会议强调，全面推进集体林业制度改革，必须确保实现资源增长和农民增收两大基本目标，建立以家庭承包经营为基础的现代林业产权制度和支持林业发展的公共财政制度两项根本制度。此后，加快推进集体林地确权、流转，以及林木加工、林下经济等保障政策也陆续出台。最具指导意义的是我国林业产业振兴规划（2010-2012）的出台，其核心是要对林业产业进行战略性调整、提高林业产业竞争力，有效增加林产品市场的集中度。

表 9：国家林业产业振兴规划（2010-2012）要点

政策目标	政策内容	具体任务分解
林业产业生产总量平稳增长	总产值由 2008 年的 1.44 万亿元增加到 2012 年 2.26 万亿元，增速保持 12% 左右	人造板产量稳定在 1 亿立方米左右
林产品出口市场保持稳定	2012 年林产品国际贸易总量达到 900 亿美元以上，出口总额达到或超过 500 亿美元	人造板、木地板、家具、木门等优势产品继续保持世界出口第一国地位
林业产业结构进一步优化	2012 年林业第二产业和以生态旅游为龙头的林业第三产业占林业总产值的比重分别增加到 50% 以上和 18% 以上。	全面整顿人造板为主的木材加工企业；相关国家标准和行业标准得到修订（制订），落后产品及装备基本淘汰；名优林产品的形象得到树立，龙头企业带动作用突显。
增加农村劳动力就业	2012 年林业产业就业人数由 2008 年的 4500 万人增长到 5700 万人	第一产业实现就业 3000 万人，第二产业 1100 万人，第三产业 1600 万人
后备资源基地得到扩大，境外资源进口基本稳定	2012 年各类工业原料林基地面积迅速扩大；木材及制品（含纸类）进口渠道得到稳定	年均进口境外木材资源稳定在 1.6 亿立方米以上

资料来源：中信证券研究部

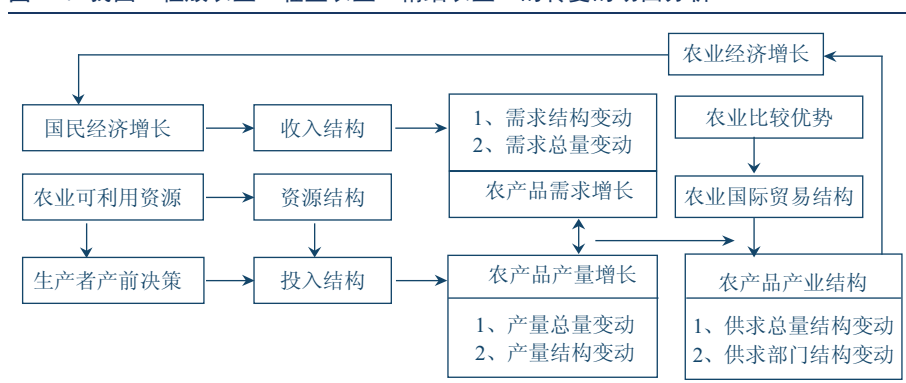
我们认为，以全面推进集体林权制度改革为核心的林业改革，将极大地调动农民造林育林护林积极性，促进森林面积和蓄积的“双增长”，并有望有效地盘活森林资源资产，促进农民就业增收，同时，也将大幅促进林地的集约化和产业化经营，提高林业的质量和效益。

总体上看，上述政策措施的出台，直接有利于行业的发展。国家层面的政策，能够使得农业生产领域的子板块获得直接扶持，一大批相关龙头企业（上市公司）有望直接受益，这是建国以来的首次。这表明，国家在对宏观经济调控的过程中，已经充分意识到农业产业结构调整的外部性、重要性与战略意义；预计在当前整个经济结构面临转型，农业结构面临调整的新形势下，未来类似直接扶持农业行业部分子行业的政策还将陆续出台，政策的力度、强度与针对性将更加突出，许多具有核心竞争力的大农牧企业在被扶持做大做强后，也将背负参与国际市场竞争的重任。

## 行业集中度提高，盈利模式升级

分析农业结构演变的动因以及发达经济体的农业结构演变过程可以看出，实现农业经济增长是农业结构演变的最主要动因。我们认为，随着经济的不断增长和人均收入水平的不断提高，人们生产与生活的需求结构都将发生转变，并引发出产结构和生产方式的变动。

图 17：我国“粗放农业→轻型农业→精细农业”的转变的动因分析

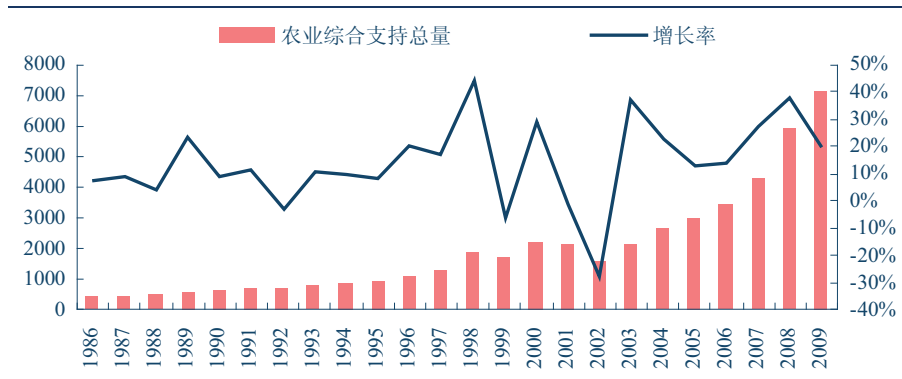


资料来源：中信证券研究部

回顾过去 30 年我国农业行业发展的历程，引发结构演变的动因除了行业经济发展规律主导的内生调整需求外，国家因为经济结构或巩固政权的需要，而付诸的宏观调控等外部推动，也深刻影响着行业的发展。包括持续加强中央财政对农业的支持力度，对产业化龙头企业提供贴息、补助、担保、税费减免等优惠政策，以及通过“市场+行政”的手段规范行业竞争秩序等。

2009 年，中央财政预算安排“三农”支出达 7161.4 亿元，比 08 年增加 1205.9 亿元，增幅达 20.2%，加上地方财政持续增加的投入量，全国财政支出为夯实农业基础、促进农民持续增收、推动农村经济社会发展发挥了重要作用。

图 18: 全国中央财政预算农业综合支持总量连续 8 年增加 (单位: 亿元, %)



资料来源: 农业部, 中信证券研究部

在对企业的直接扶持上, 以培育农业产业化龙头为核心, 在全国范围内选出了一批有基础、有优势、有特色、有前景的龙头企业作为国家支持的重点, 在基地建设、原料采购、设备引进和产品出口等方面, 政府给予了具体的帮助和扶持。我们统计, 从 2000 年开始, 农业部、国家发改委等八部委联合公布了四批 (截止 2008 年底共 934 家) 农业产业化国家重点龙头企业。

表 10: 农业产业化国家重点龙头企业扶持政策

	项目	政策安排
信贷	资金安排	重点倾斜
	利率	原则上不能上浮
	技改项目	优先安排
	产品收购	给予一定的授信额度
财政	中央	对于企业的生产基地建设给予支持
	地方	对于企业的生产基地建设作出具体安排
税收	所得税	暂免征收所得税
	研发费用	参照国家促进技术进步的相关优惠政策实施
	技改设备	参照国家促进技术进步的相关优惠政策实施
	设备引进	免征进口关税和进口环节增值税
出口	中央外贸发展基金	对出口项目融资予以贴息
	国有商业银行	对农产品出口所需流动资金贷款按信贷原则先安排, 重点支持, 给予一定的授信额度
	工商行政	适当降低重点龙头企业成立进出口公司的资格, 并适当放宽其经营范围
上市融资		鼓励符合条件的企业申请发行股票和上市

资料来源: 中信证券研究部

发达国家农业产业经营模式与产业结构的变化规律表明, 过去 30 年我国积累的行业发展基础, 正在从近几年开始逐步进入效益释放期。微观层面上看, 我们认为主要表现在以下三个方面: 1) 随着政策壁垒、外部环境以及企业自身经营水平的提高, 行业规模化水平在逐步提高 (企业做大的前提); 2) 以产品升级与创新服务为核心的农业企业工业化进程加速推进 (提高盈利能力的保证); 3) 一大批拥有产业理想、懂得公司经营的民营企业投身农业类公司 (实现持续经营的必要条件)。

## 行业规模化水平在逐步提高

由于我国没有权威数据, 对农林牧渔行业整体的经营规模水平进行统计分析。本文仅以国内农业类大、中、小型企业的收入增长率、净资产收益率、技术投入比率, 来简要描述行业的规模化经营状态。数据显示, 大型企业的上述三个指标均远高于中、小型企业, 表明 2002-2008 年中、大型企业的成长性远好于小企业, 而中大型企业远高于小企业的增速, 也必然会大幅提高行业内各子板块整体的规模化水平与集中度。

表 11：我国农业类企业规模化水平正在逐步提高

(单位：%)

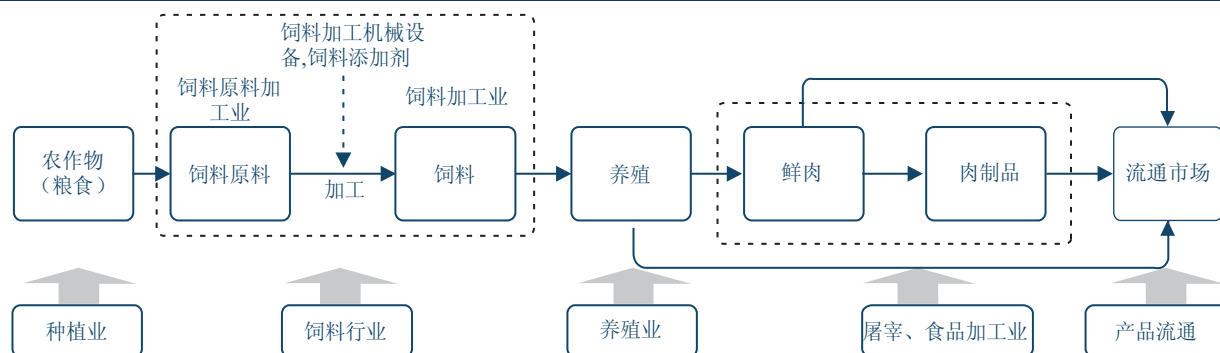
项目类型	企业规模	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
收入增长率	大型企业	16.9	30.7	40.7	33.9	18.6	25.7	30.3
	中型企业	22.8	32.6	33.9	45.7	19.8	24.8	28.8
	小型企业	24.8	19	15.4	34.7	9.7	17.3	18.1
	全行业平均	21.2	24.6	26.5	40.1	15.7	18.9	21
净资产收益率	大型企业	9.2	8.3	8.6	17.4	11.9	13.2	13.8
	中型企业	7.8	8.2	6.7	14.8	10.8	11.6	12.1
	小型企业	4.9	5.6	6.3	8.5	6.2	6.3	6.6
	全行业平均	6	6.9	7.3	9.8	7.1	7.5	7.8
技术投入比率	大型企业	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	1.5	1.5
	中型企业	0.9	0.9	1	1	1	0.8	0.8
	小型企业	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5
	全行业平均	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.5	1.5

资料来源：中信证券研究部，国家统计局

我们统计发现，在国家认定的 934 家农业产业化龙头企业中，有超过 40% 的农业产业化龙头企业分布在养殖、种植等中游产业，企业利润率普遍较低、风险普遍较大；约 33.6% 的企业分布在利润率较高的上游产业，其中大多数集中在食品制造、服装制造等传统制造业；休闲农业、有机农业、高科技农业等新兴业态企业在龙头企业中的占比“逐批”增加。

这里以产业化龙头企业分布占比较高的养殖、种植等中游产业环节上的养殖和饲料加工业为例（相关 A 股上市公司市值占全部农业类 A 股上市公司的 44.5%）。我们认为，规模效益、防疫需求、产品质量安全等是推动我国规模养殖比例提高的重要因素，而规模养殖比例的上升，也大幅度提高了全国饲料商品化率和行业集中度。

图 19：种养殖产业链上下游之间存在联动关系

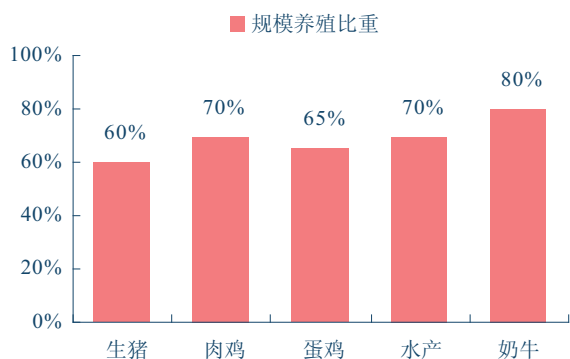


资料来源：公司招股书，中信证券研究部

2004 年，我国各类畜禽规模化养殖小区达到 4 万多个，初步形成了几种畜禽的优势产业带，2004 年，位于长江中下游和华中地区的生猪产业带猪肉产量达 3016.5 万吨，占全国总量的 64.2%；集中在中原和东北 8 省区的肉牛产业带牛肉产量达 414.1 万吨，占全国总产量的 61.3%；分布在中原、东北、西北和西南 18 省（市、区）的肉羊产业带羊肉产量达到 342.2 万吨，占全国总产量的 85.7%，此外，还有肉鸡产业带和禽蛋产业带等。目前，全国各类养殖小区已突破 6 万个。全国年出栏生猪 50 头以上、肉鸡 2000 只以上、奶牛 5 头以上的规模化养殖比例均比 2000 年提高 10 个百分点以上。

我们预计，2007 年以后，在国家补贴规模养殖猪场，增加奶牛小区建设补贴等政策措施的推动下，全国畜牧业规模养殖比重较 2004 年又会发生了比较大幅度的提高，此前规模化水平偏低的生猪养殖业，截止到 2010 年的全国规模养殖比例可能也已接近 60%。

图 20: 我国畜牧业规模养殖比重 (单位: %)



资料来源: 中信证券研究部 注: 上述数据为我们的推测值。规模化饲养是指饲养规模在年生猪出栏 50 头以上、肉鸡出栏 2000 只以上、蛋鸡存栏 500 只以上、奶牛存栏 5 头以上、水产品人工养殖比例。

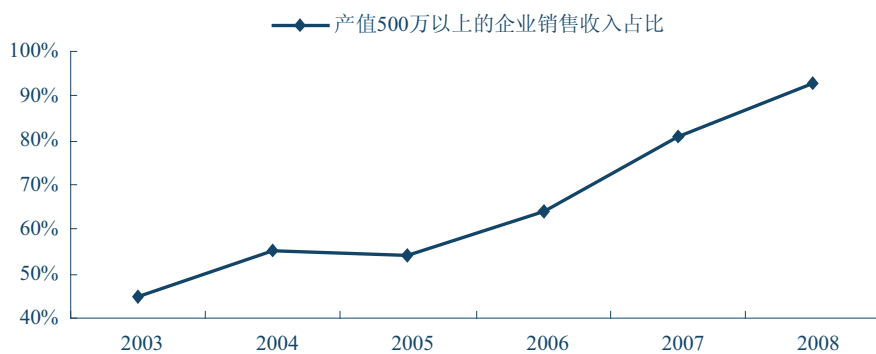
图 21: 规模养殖推动我国饲料产量增长 (单位: 万吨)



资料来源: 中国饲料工业协会, 中信证券研究部

在规模养殖比例不断提高的推动下, 到 2000 年末我国饲料总产量已近 7500 万吨, 年均复合增长率达 8.57%, 2000 年后, 我国饲料工业开始步入稳定成长期, 饲料总产量平稳增长, 饲料产品的科技含量逐步加大; 2005 年至 2008 年我国工业饲料产量连续 4 年突破亿吨大关, 占世界产量 1/5, 连续 18 年稳居世界第二, 仅次于美国。2007 年以前, 我国饲料企业数量相对稳定, 此后企业数量开始加速减少。2008 年减少 1764 家, 同比下降 11.47%, 饲料企业总数降为 13612 家。

图 22: 饲料市场份额正逐步向大型企业集中 (单位: %)



数据来源: 国家统计局, 中信证券研究部

此外, 种子、制糖业、果蔬饮料加工、农产品流通 (主要是农批市场) 等子行业的规模经营水平也存在不同程度的提高。例如, 目前的果蔬饮料的竞争格局基本已经进入寡头垄断的局面; 制糖产能主要集中到了广西主要的甘蔗优势产区。

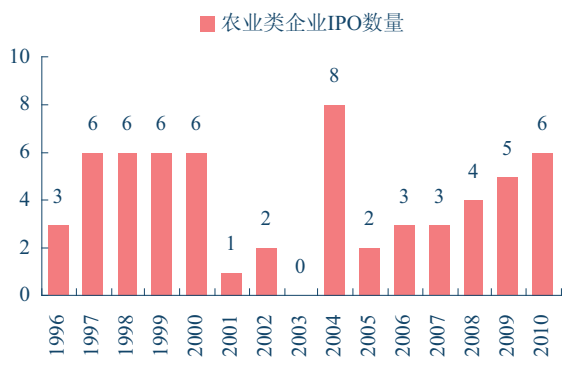
### 产品结构升级在不断加速

我们认为, 行业近几年经历的第二个方面的大变化主要体现在, 能够有效提升企业盈利能力的产品结构升级加速上; 产品结构升级主要包括产品升级与创新服务。由于过去的农业类上市公司主要以国有企业为主, 而这些国有企业一般都是从事业单位或农垦系统中分离出来的单位, 企业凭借既有的垄断资源优势, 即能够达到维护在任经营者利益的生存底线 (上级的考核, 如政府国资委等部门), 所以很多公司的市场意识与创新观念在 2006 年股权分置改革之前, 始终处于极度薄弱的状态。



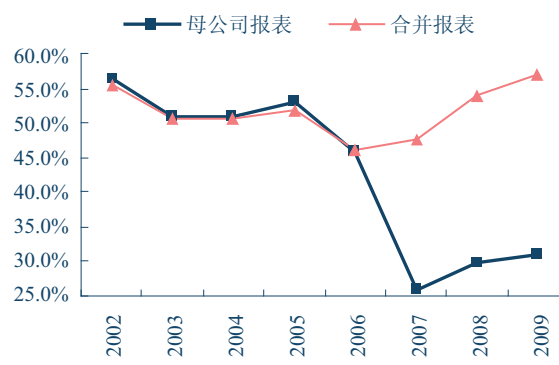
但随着凭借企业自身的市场竞争力，在民间成长起来上市公司的增多（05 年以后上市的农业企业，除天康生物以外，全部为民营股东背景），整个板块内上市公司的经营水平得到了大幅度的提高，产品结构升级也开始随之加速（当然期间也出现了一批因经营失败而退市或被重组的企业）。

图 23：民营企业已成农业类上市公司的主力（单位：个）



资料来源：中信证券研究部 注：已剔除退市、重组和转型的企业

图 24：登海种业过去 8 年的毛利率水平（单位：%）



资料来源：中信证券研究部 注：2006 年先玉 335 开始销售

例如，2006 年以来登海先锋与敦煌先锋凭借先玉 335 这个品种，加上及时有效的以田间指导为主，涵盖产前、产中、产后的全程售后服务，实现了产品以高于主流品种 4 倍左右的价格进入市场，仍然供不应求的成功经营范例。此外，还有疫苗产品、饲料配方、养殖模式、农产品批发市场服务内容的快速升级等，都使相关企业大幅提升自身的盈利能力的同时，进一步提升了企业在行业内的市场影响力。

### 企业家的产业理想推动公司治理持续改善

历史上看，农业类企业的经营者主要可以分为三类：官员、商人、企业家。**官员经营企业**，很大程度上都是政府直接委派，其本身对行业并不熟悉，且这类企业的经营管理者，经营思路一般会以能够决定其“升迁、贬谪”的上级领导的意志的变化而变化，因此企业本身并不会，也不可能去制定符合产业发展规律的经营战略，企业经营管理的中心是凸显掌门人的“政绩”，而并非是企业的行业地位与利润最大化，所以经营计划也都比较短视。**商人经营企业**，主要目的是为了圈钱，因为其本身并没有任何产业理想，对已经从事或计划从事的行业的理解能力也相对有限；他们一般会在适当的机遇期，选择他们认为适当的行业的去赚取更高的利润，许多早期上市的农业类公司从事农业的目的，主要是看重农业企业能够获得国家优惠政策，上市门槛略低等，上市融得资金之后不久，立即以各种理由实施转型，去做他们认为赚钱多、赚钱快的行业。

表 12：较早上市的农业产业化龙头企业重组和转型情况

证券代码	证券简称	原简称	首发上市日期	类型	原主营业务	现主营业务
600709	ST 生态	蓝田股份	1996-06-18	退市	水产养殖	主业基本瘫痪
600703	ST 三安	天颐科技	1996-05-28	重组	食品油加工	电子产品
600728	SST 新太	远洋渔业	1996-07-16	重组	渔业	计算机产品
600893	航空动力	吉发股份	1996-04-08	重组	玉米深加工	航空发动机
000780	ST 平能	草原兴发	1997-06-06	重组	家禽养殖	煤炭采选
000829	天音控股	赣南果业	1997-12-02	重组	水果种植	移动电话销售
600191	华资实业	—	1998-12-10	转型	制糖	参股券商、银行
600251	冠农股份	—	2003-06-09	转型	水果种植	钾盐生产
600180	*ST 九发	—	1998-07-03	*ST	食用菌生产	待定
000918	SST 亚华	—	1999-07-20	ST	种业、乳业	地产业
600248	ST 化建	*ST 秦丰	2000-06-22	*ST	种业、化肥	石油开发

资料来源：中信证券研究部 注：以上统计可能不尽完全

以上现象，使得市场滋生了对农业企业普遍较为谨慎的态度。同时，也由于上述治理结构等方面的缺陷，2002 年前深沪市场上市的农业产业化龙头企业中有 30% 在农业主业经营上出现了巨大困难，其中有 11 家已

经实施了重组并淡出农业；另有 5 家被\*ST 或 ST，面临着重组或退市的危机。一些企业还因各种违规行为受到证监会和交易所的处罚，其中包括“蓝田股份”、“草原兴发”、“秦丰农业”等大案要案。

但这里要重点讨论的是第三类经营者，他们是我们认为推动上市公司拥有战略定位，完善公司治理结构的真正的农业企业家。从 1949 年建国到 1978 年改革开放期间，实际上国内计划经济体制下的政策环境并不允许这样的人存在。而在 1978 年改革开放以后，最早一批拥有产业理想的青年人才开始陆续跃上企业管理的舞台，并且在 80、90 年代全国创业浪潮中，尤其是邓小平南巡讲话之后，行业内快速涌现了第二、第三代产业理想的执行者，现都已成为国内多数农业类 A 股上市公司的实际控制人。

表 13：企业家执着的产业理想推动农业类公司获得经营溢价

公司名称	实际控制人	企业战略及执行情况	成长动力
圣农发展	傅光明	专注封闭产业模式下的肉鸡养殖。打造盈利最稳定的肉鸡养殖企业，生产中国最安全的鸡肉产品。	从业 27 年，成为中国高端鸡肉供应商。快速扩张推动业绩增长。
新希望	刘永好	是刘氏兄弟 30 年创业成果的一个分支，以饲料为起点，打造大农牧企业	产业链协同效应，提升企业盈利能力。
广东温氏	温北英	国内养殖业“公司+农户”的典范。以养鸡、养猪为主，以养牛、养鸭、蔬菜为辅，以动保、加工、肥业、贸易、农牧设备为配套的 10 大业务体系。	1983 年开始创业，09 年集团收入达到 200 亿元。成功模式的快速复制，是企业的增长动力。
山东六和	刘永好	以肉鸡、肉鸭两大产业链为主要构架，发展标准化养殖基地。在山东的饲料市场份额达 46%，全国市场 7.2%。	2009 年集团销售收入 402 亿元，饲料销量达到 1010 万吨，肉食销量 125 万吨，种禽销量 2.16 亿只。成功模式的快速复制，是企业的增长动力。
通威股份	刘汉元	中国水产饲料第一品牌。近三年多元化拖累主业扩张。	加快饲料产能扩张，
海大集团	薛华	技术与服务领先的专业化龙头，注重成本控制与市场研究。	近 10 年发展最快的水产饲料企业，产能扩张、向利润率较高的产业链向上游延伸
大北农	邵根伙	猪饲料细分产品的龙头，已建成覆盖范围最广的营销网络。	服务型营销+高端产品组合，保障公司持续高增长
登海种业	李登海	全国研发能力最强的杂交玉米种业公司。	持续推出高产、多抗、广适性好的新品种，加快改进营销模式。
隆平高科	伍跃时	全球最好的杂交水稻，领先的杂交玉米，国内最优秀的管理、研发团队，国际化布局等战略已经完成。	管理水平提高（包括解决少数股东权益，提升企业战略执行力），推广能力提高，国际化进程加快。

资料来源：中信证券研究部 注：除上述企业以外，还有许多实际控制人拥有产业理想的农业类企业，这里不作完全列举

我们由此认为，过去几年农业类上市公司治理结构的问题，实质上并不是农业行业内企业的通病，自然风险给农业公司带来的经营性风险，也并非无法抵御，出现重大治理问题与颠覆性经营风险的根源，主要在实际控制人对企业战略取向的价值观。预计随着拥有产业理想的企业家在上市公司实际控制人中占据主导地位，整个行业内企业的治理结构将更趋完善，企业盈利模式也有望更具抗风险能力。

## 关注未来 3-5 年转型最快的子行业

### 集中度、政策、技术与品牌是快速转型的重要特征

#### 集中度的快速提高，包括产品市场占有率与产业区域化布局

我们认为，行业的集中度主要包括两个方面，一是行业发展区域的集中度，二是行业内企业产品的市场占有率。行业发展区域的集中度，决定了整个行业的宏观竞争力，产品市场占有率则是上述行业发展条件下，不同竞争力的表现。

从行业优势区域的集中度来看，2008 年以来，我国种植业、养殖业在国家优势区域规划的推动下，行业集中度已经有了显著的提高，优势产区相关农产品的产量均达到了全国总量的 60%以上，优质、高产的生产趋势比较明显。我们预计，随着 2007 年制订的“2008-2015 规划”的落实，我国农产品生产基地区域优势有望更加突出，社会资源对行业发展的贡献度也将进一步提高，这将给企业成长提供更加扎实的行业环境。

表 14：2015 年全国农作物优势区域布局规划（以种植业为例）

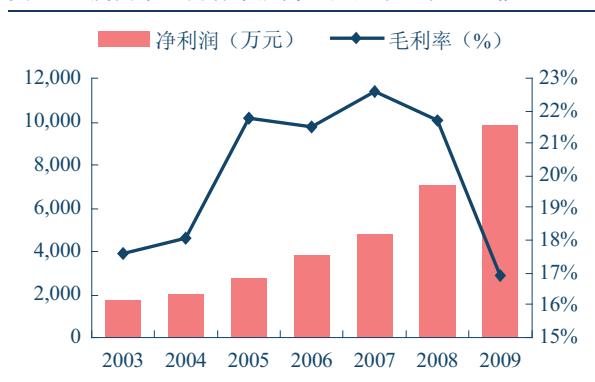
	面积	产量	单产	其它	区域化布局
水稻	4.4 亿亩，占全国 98%	1.93 亿吨，占全国总产量的 99%	435 公斤/亩，比 2007 年提高 1.4%	优质稻发展到 3.6 亿亩，优质率达 80%；粳稻 1.4 亿亩，占全国总面积 30%以上；超级稻 1.6 亿亩，占全国的 35%。	东北平原、长江流域和东南沿海
小麦	3.18 亿亩，占全国 93.6%	总产 10523 万吨，占全国总产的 95.2%	331 公斤/亩，较全国平均水平高 6 公斤/亩	优势区重点发展县种植面积 2.374 亿亩，占全国的 69.8%，总产 8060 万吨，占全国总产的 72.9%	黄淮海、长江中下游、西南、西北和东北
玉米	3.1 亿亩以上，占全国 70%左右	总产量 1.4 亿吨以上，占全国约 80%	452 公斤/亩，较全国平均水平高 52 公斤/亩		北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南玉米区
大豆	9776 万亩，占全国 67.4%；	1579 万亩，占总量的 72.6%；	161 公斤/亩，比 2006 年提高 41 公斤	含油率 21% 的高油大豆占 60% 以上，蛋白含量 45% 以上的高蛋白大豆占 30%。	东北高油豆优势区、黄淮海高蛋白豆优势区
油菜	1.39 亿亩，占全国 95%	总产达到 1912 万吨	单产 138 公斤/亩，较 2007 年提高 14.3 公斤/亩	“双低”油菜普及率达 90% 以上，商品油菜籽芥酸和硫甙含量达到农业部颁标准，含油量提高 2 个百分点，达到 43% 以上。	长江流域上、中、下游，北方油菜优势区
甘蔗	1780 万亩，占全国 74.2%；	9600 万吨，占总产量的 80%。产糖量 1140 万吨，占全国总量的 87.7%	5.4 吨/亩，糖分 15%，分别较全国平均高 0.4 吨/亩，0.5 个百分点		桂中南、滇西南、粤西琼北
柑橘	2100 万亩，占全国 70%	2430 万吨，占全国总产量的 80%	平均单产 1 吨/亩以上，加工原料果 2 吨/亩左右	等级（商品）果比例达到 75%，其中优质果率提高到 60% 以上	长江上中游、赣南-湘南-桂北、浙-闽-粤、鄂西-湘西
棉花	稳定在 8500 万亩左右	810 万吨	95 公斤 / 亩	满足国内需求量的 50% 以上；陆地长绒、中长绒、中短绒比例调整为 5：85：10。	黄河流域、长江流域、西北内陆
苹果	稳定在 2000 万亩左右	2800 万吨，产量占全国的比重每年提高 1 个百分点	1400 公斤/亩	优质果率每年提高 2 个百分点。产后加工处理量每年增加 1 个百分点，达到总产量的 40%，鲜苹果和浓缩汁出口分别占全国的 70%、99%	渤海湾、黄土高原

资料来源：中信证券研究部

从企业市场占有率的角度来看，拥有一定的市场占有率是企业获得稳定收入和利润的重要保障，同时在集中度提高，逐步形成寡头竞争格局的过程中，企业的盈利能力也得到一定程度的提升。

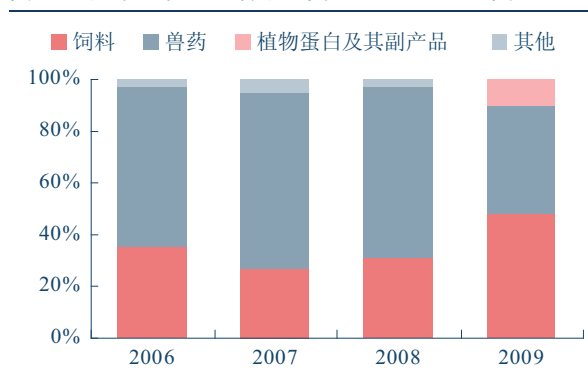
例如，天康生物从 06 年开始大规模进入疫苗市场，产品销入全国 10 几个省市，07 年产品进入全国 20 个省市，到 08、09 年公司生物疫苗制品已经遍布全国 31 个省市，口蹄疫疫苗的市场占有率达到 20% 左右。疫苗业务的快速增长，大幅提高了公司的综合毛利率与盈利能力（09 年河南宏展并表核算，饲料业务规模扩大摊薄的公司的综合毛利率）。

图 25：疫苗市场占有率提高增强天康生物盈利能力



资料来源：公司年报，中信证券研究部 注：06-08 年为疫苗扩张期

图 26：天康生物毛利润结构变化（单位：%）



资料来源：公司年报，中信证券研究部

此外，利用行业区域发展优势，和企业自身市场份额的扩大，提升企业盈利规模和能力的典型案例还有山东六和、广东温氏等。我们认为，通过在优势产区布局，降低上市公司单位成本，提高产品市场竞争力，是企业实现业绩快速增长的有效途径。因此，在对行业转型过程中的投资标的选择方法上，集中度是一项重要指标。

## 国家政策的推动，包括补贴、制度设计等综合配套扶持

农业本身的基础性地位，决定了国家必须对产业化发展提供战略性的政策扶持；而农业的弱质性、分散性特征，决定了国家必须对相关企业发展提供必要的政策优惠。这是因为农业公司的原始积累相对其它产业范畴内的企业要艰难许多，农业类公司除了在经营层面需要面临市场风险之外，还需要付出额外的成本去抵御农作物/动物生长过程中面临的自然风险。

美国、日本和新加坡等 12 个国家的农林牧渔类上市公司总营业收入之所以能够占居全球接近 70% 的比重，是因为这些国家都在行业、企业层面给予了极大的政策性扶持与规范，加上配套补贴资金的跟进，农业竞争力得到迅速提高。

表 15：美国政府农业直接补贴数量

(单位：百万美元)

政府补贴	2005	2006	2007	2008	2009
总直接补贴	24395.9	15788.8	11903.2	12237.6	12633.9
固定直接补贴	5198.8	5052.0	5097.7	5110.4	5150.0
反周期补贴	4073.8	4035.8	1124.9	712.1	1230.0
贷款差额补贴	5080.3	730.5	54.5	84.8	123.9
其它	10043.0	5970.5	5664.1	6330.3	6130.0

资料来源：美国农业部，中信证券研究部

在日本，除了许多国家通行的给予农业补贴之外，为了提高农产品品质，降低产品交易费用，政府还通过制订大量能够解决生产与最终农产品标准化问题的政策法规，大幅提升了相关企业的在生产操作上的安全性与产品的溢价水平。有历史数据表明，日本通过实施农业标准化，使得国内的农产品质量达到了全球最安全的水平，相关企业的国际竞争力也随之得到了大幅提升。

表 16：日本农业生产标准化体系

标准类别	农业标准	操作办法	法律依据
农业生产作业标准	地方农业生产作业标准	各地农业改良普及机构以及农业协同组织根据地方气候、土壤等特点，制定具有地方特色的生产标准。	《日本农业改良助长法》、《日本农业协同组织法》
	县级特别栽培农产品标准	农业生产者根据国家标准，对产品进行品质表示	《关于有机农产品及特别栽培农产品品质表示的指导方针》、《日本农林物资标准化及质量表示规范化法律》
	国家级 JAS（日本农林标准）	根据农林水产省大臣或利益相关者提出的申请，动态制订 JAS 制度和 JAS 质量表示标准制度	《日本农林物资标准化及质量表示规范化法律》
日本最终农产品标准	最终农产品质量安全标准	检测农产品中残留农业化学投入品	《食品卫生法》
	最终农产品质量表示标准	生产商、销售商或进口商必须表示农产品的“名称”和“原产地”；自愿加贴公开信息标识	JAS
	最终农产品分等分级标准	农协建立选果场，在农产品上市交易前，对其进行分等分级、分别包装。	
	最终农产品私有标准		

资料来源：中信证券研究部

因此，本文所说国家政策扶持，主要是指能够推动行业发生变化的综合政策措施，而并非是简单的定期财政补贴。我们认为，这类综合政策措施至少应当包括两个方面，即政策性补贴与制订行业运行规范。目前，我国在政策性补贴方面，还只停留在种粮补贴、养殖补贴、减免税收等鼓励农业生产积极性的最浅显的层面，但在出现生产风险时或恶性竞争时，为农民、企业挽回损失或调节市场失灵的生产保险投入与制度安排上，尚与发达国家存在较大差距。而在行业运行规范的制订方面，国家政策的扶持力度则显得更为薄弱，整个市场的竞争秩序总体上处于无序的状态，“低价倾销”的恶性竞争时常发生。



综上所述，当政策将焦点集中在制度设计与补贴支持等标本兼治的行业中长期发展规划，着力自下而上扶持企业做大做强，以提升整个行业的市场竞争力的时候，标的子行业就有可能成为此后 3-5 年内变化最快、发展最快的板块。

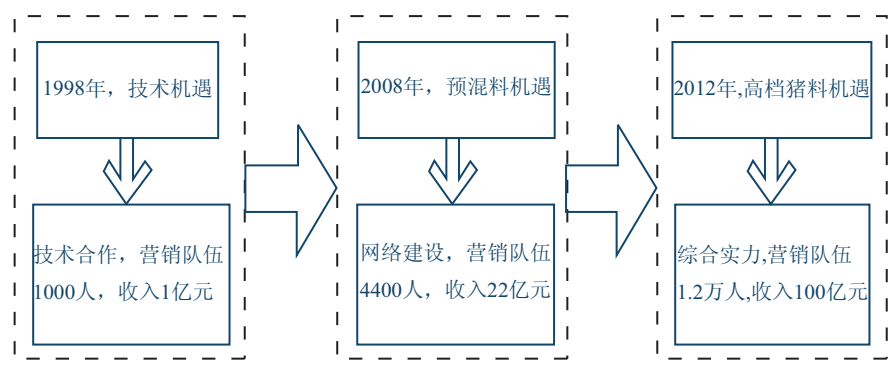
## 技术与品牌的支持，包括科技转化能力与产品推广能力

无论是农业类企业，还是其它行业的企业，产品创新永远是一个经营主体，保障自身在市场上立于不败之地的核心竞争力。但产品结构升级与产品本身的升级，实际上对我国农业企业来讲，是一个比较高的要求。因为在中国，农业科技创新对企业效益的贡献还体现得不是那么明显，因此在创新上的差异，使得很多企业最终在市场地位上出现了较大分化。

另一方面，从农业类上市公司过去 10 年的发展历程来看，产品营销是很多企业面临的短板。造成这方面经营短板的主要原因有两个：1) 农业类上市公司中，普遍缺乏善于市场运作与产品营销的人才；2) 以种子、饲料、疫苗、种苗为主营的企业，面对的客户主要是养殖、种植户，群体的地域性比较分散，很多企业的营销网络难以覆盖全面，产品可达性不足；3) 多数企业的营销工作只是简单的产品销售，而并没有在销售环节通过增值服务等形式为产品创造附加值（包括打开产品提价空间、稳定现有客户群体的忠诚度、开拓潜在客户等）。

以饲料企业为例，在现有的上市公司中，能够把握市场不同发展阶段的需求，依靠技术创新进行产品创新与升级做得最好的应当是上市不久的大北农（002385）。公司经过多年的发展，目前已经从 5 年前的市场补缺者的地位，上升至目前市场引领者的水平，在众多猪饲料细分市场上获得了较高的品牌影响力。

图 27：大北农（002385）产品结构取决于我国生猪养殖业不同阶段的需求



资料来源：中信证券研究部

表 17：大北农（002385）研发投入稳步增长

项目	2006	2007	2008	2009
研发经费总金额（万元）	9,963.00	12,409.00	11,812.00	13,651.00
当年公司营业收入（万元）	162,570.43	227,030.69	360,717.86	397,537.76
占公司营业收入比例	6.13%	5.47%	3.27%	3.43%

资料来源：招股书，中信证券研究部

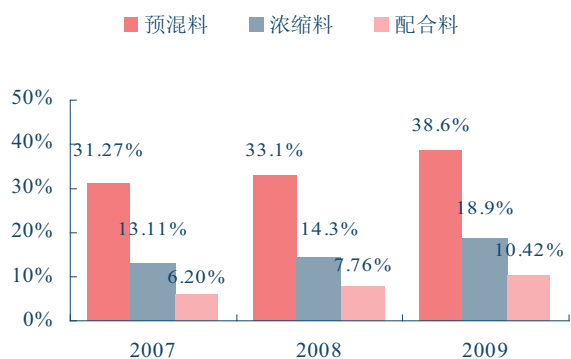
表 18：大北农（002385）技术创新管理体系主要内容

制度设计	操作安排	备注
科研激励机制	根据科研人员的能力、贡献大小等设置了多个量化考核指标。	年终进行精神和物质奖励，
内部立项制	员工根据市场需求自主提出课题并进行开发。	实现创新管理扁平化
柔性组织结构	保持相对固定的技术和信息服务等部门的设置，根据业务发展的实施情况灵活调整各业务部门的力量，临时组建非常设的项目组。	保持派出机构的效率的高效状态
灵活的人才引进和技术合作机制	与国内多家重点院校及科研院所建立了长期的技术支持与合作关系，同时外聘了享受国家级政府津贴的专家、国家级突出贡献中青年专家若干名；引进、交流等多种形式招收优秀毕业生。	提升公司技术开发能力

资料来源：公司招股书，中信证券研究部

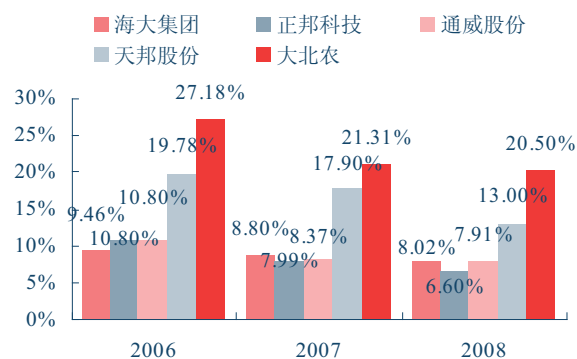


图 28: 大北农各饲料品种毛利率稳中有升 (单位: %)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部

图 29: 大北农综合毛利率处同类公司前列 (单位: %)



资料来源: 公司招股书, 中信证券研究部,

注: 2009 年, 原料采购成本下降, 使得公司的毛利率上升至 24.09%

除了大北农公司这种适应产业发展各阶段产业需求的重点, 而调整产品结构引发的产品升级之外, 我们认为, 企业产品结构升级还是一个创造需求的过程。以种子为例, 2006 年先玉 335 导入市场, 2009 年超级玉米导入市场, 这两个品种创造的商业模式是高价、高品质、优质服务, 以换取各产区种植户对传统老品种的替换需求, 市场本身由于集中度不高、容量比较大等, 目前来看基本看不到需求疲软的风险。

实际上, 先锋种业在产品定价与营销策略上, 遵循的是实现企业与农民双赢的原则。即综合的价格和价值的同步提升, 促进农民生产效率的提高和增收; 而客户价值的提升, 也必将进一步提升他们购买更好的种子的欲望。这样, 种子的价格提升和农业综合生产效率的提高便能够进入一个良性循环的轨道: 种子提价→研发、生产质量、服务提高→农民产量提高→农民收入提高→种子成本相对下降(百分比)→农民愿意付更高的价格购买更好的种子。

表 19: 先玉 335 全新的技术推广和营销模式

营销模式和技术推广手段	效果
召开现场脱粒会	有力地证明先玉 335 种子本身的优势性
使用条形码识别种子	实现全程跟踪, 保障种子质量可控性
按粒包装 (4400 粒/包, 8800 粒/包)	凸显良种价值
实行单粒播种、推广气吸式播种机	省种、省肥、省人工并节约大量资源, 先锋在 2007 年提供 200 多万元资助推广了 2600 多台气吸式播种机。今年将增加至 800 万元以推广 8500 台。
每年培训 1 万多名零售商和数万农民, 给予经销商较高的利润空间	提供最及时有效的田间服务

资料来源: 中信证券研究部

我们认为, 这种以不断推出新产品, 创造市场需求, 或根据需求研发新产品的商业模式, 也是过去计划经济时期 (半市场经济时期) 所未曾有过的, 它能够为企业带来极高的超额收益。

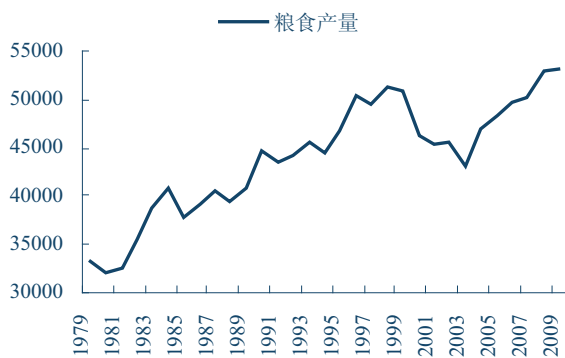
## 种子将是转型最快的子行业

### 国家种子战略进入规划执行阶段

#### 1、种子是农业的芯片，种子安全就是粮食安全

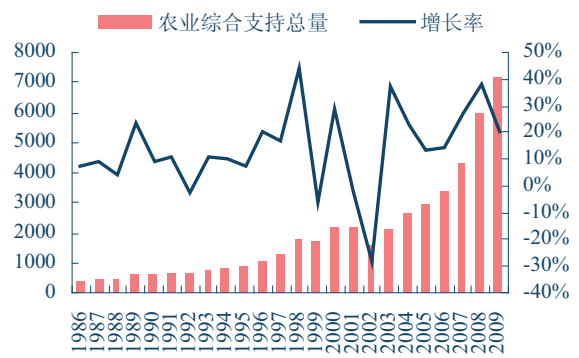
2009 年，全国粮食总产量预计 10616 亿斤，再创历史新高，连续 6 年增产，首次实现连续 3 年超万亿斤，较 2003 年增产 23%。这一方面得益于中央财政农业支持总量的持续增加，2009 年中央财政预算安排“三农”支出达 7161.4 亿元，比上年增加 1205.9 亿元，增长 20.2%；同时，也是国家持续提高粮食最低收购价，增加财政对种粮农民补贴，有效维护了农民种粮积极性保持稳定的成果。

图 30：我国粮食连续 6 年增产 (单位：万吨)



资料来源：农业部，中信证券研究部

图 31：农业综合支持总量连续 8 年增加 (单位：亿元，%)

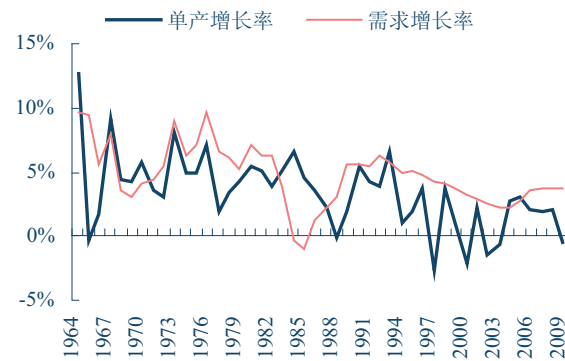


资料来源：农业部，中信证券研究部

但中长期看，我国粮食安全隐忧依然较为突出，人均耕地少限制了粮食播种面积增长、单产提高缓慢且在天气因素影响之下波动较大，过去 5 年，我国粮食需求年均增长 4%左右，而单产平均提高幅度仅为 2%。为此，国家在维护粮食安全上，从未有过一丝松懈，中央 1 号文件已连续 7 年以农业为主题、粮价每年提高的幅度在 3%-5%，种粮补贴由 2004 年的 145 亿元提高到 2009 年的 1230 亿元。

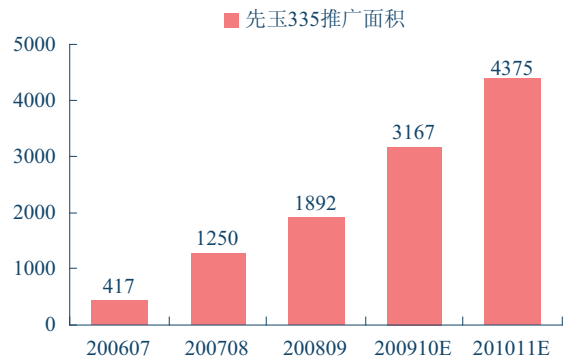
据农业部统计，良种对粮食增产的贡献率由 2003 年的 36%提高到目前的 40%，2008 年水稻平均单产比 2003 年增加了 8%，小麦提高了 21%、玉米提高了 15%，良种的有效供应为实现粮食连续六年增产，农民持续增收做出了重要贡献。根据美国的研究结果，在过去一百年中，农作物产量提高的约 60%是由于种子科技的进步所贡献的，其它化肥，农药，栽培等方面的技术进步的贡献约为 40%。

图 32：我国粮食单产增速低于需求增长 (单位：%)



资料来源：中信证券研究部 注：上述数据为 4 年移动平均

图 33：先玉 335 推广面积快速扩张 (单位：万亩)



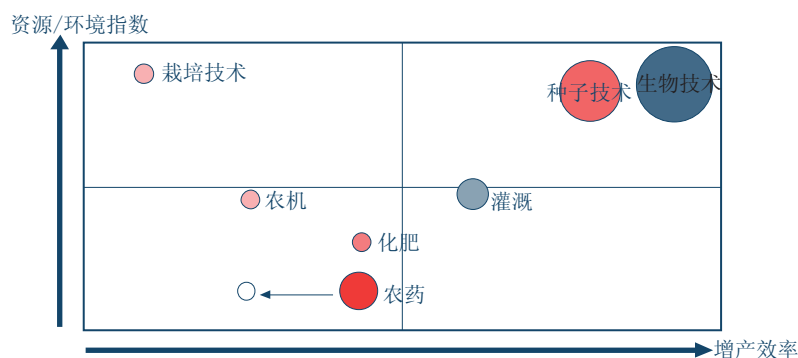
资料来源：中信证券研究部 注：数据为估计值，非官方统计数据

我们认为，在所有农业生产的要素中：种子、化肥、农药、土壤、气候、农业机械、灌溉、栽培技术等，种子是决定收成最核心的因素，是“内因”；而其它所有的因素都是辅助因素，是“外因”。在中国，种子技术对于农业增产 40%左右的贡献率，实际上是远远低于美国 60%的贡献率的，这说明，中国的种子产业对于农业生产的贡献还有很大的提高空间。

同时，由于生物技术的出现，特别是与种子产业的结合，使得种子产业在全球范围内在过于十几年见到了突飞猛进的发展。这一技术目前在中国政府的大力扶持下已经出现，并逐渐成熟起来，只是相关技术的商业化尚未起步（转基因抗虫棉技术除外），种子产业的发展聚集了相当大的“势能”。我们认为，一旦相关技术商业化开放，必将引起种子产业飞跃式的增长，且这一技术的市场开放只是时间问题。

基于此，我们认为在所有农业生产要素中，如果用 1) 对农业生产产量的贡献率；2) 环境破坏/资源消耗两个维度来分析，可以清晰的发现，种子技术和生物技术的应用对于农业生产增产的贡献最大，而资源消耗最小，对于环境没有破坏。其它要素如农药，化肥，农机，灌溉，栽培技术等，要么对环境破坏大，要么消耗资源多，要么增产贡献率低。

图 34：种子技术、生物技术对农业可持续发展的边际贡献加大



资料来源：刘石新浪博客，中信证券研究部

上图除了横坐标是增产效率（越靠右则增产效率越高），纵坐标是资源环境指数（越靠上对于环境越好，资源消耗越小）之外，我们还可以看到第三个维度：即圆的大小，圆形图越大，说明这一技术在未来发展的潜力越大，反之则较小。应该讲，种子是农业的芯片，而对于我国这样一个人均耕地偏少的农业大国，粮食安全作为我国农业发展最高级别的政治任务，种子安全直接关系到国家的粮食安全。

表 20：世界种业龙头与与国内相关公司收入（2006）差距较大

名次	中国(亿美元)	世界(亿美元)
1	1.05	44.76
2	1.03	27.81
3	0.84	17.43
4	0.80	10.35
5	0.79	7.56
6	0.75	6.15
7	0.60	4.30
8	0.52	4.25
9	0.49	4.01
10	0.45	3.52
合计	8.22	130.14

资料来源：中信证券研究部

为此，在近 3 年外资种子公司强势进入中国市场（美国先锋以 10%左右的市场份额，获取了杂交玉米种子行业接近 50%的净利润，且目前来看，市场占有率还处在快速上升通道内）的背景下，2010 年中央农村

工件会议在研究“抓好农业科技创新和推广能力建设”时首次提出，要切实加快良种培育、做大做强种业作为战略举措来抓，2010 年的中央 1 号文件中，还专门对国家种子战略作出了具体论述，国家把对种子行业重要性的认识上升到了战略的高度。

## 2、中央政府系列措施扶持我国种子行业

我们认为，国内种子企业当前竞争力普遍不足，一方面与我国当前种子企业规模普遍偏小有关（杂交玉米、杂交水稻种子市场集中度仅 25%和 36%，2008 年全国前 10 强的市场份额仅 12%）；同时也是在计划经济体制之下（2000 年种子法出台以后行业发展环境才略有改观），我国种子产业主要环节分属不同的经营主体（育种归口科研院所，制种归口种子企业，销售归口当地种子站），导致种子企业研发实力与营销模式方面普遍存在缺陷。

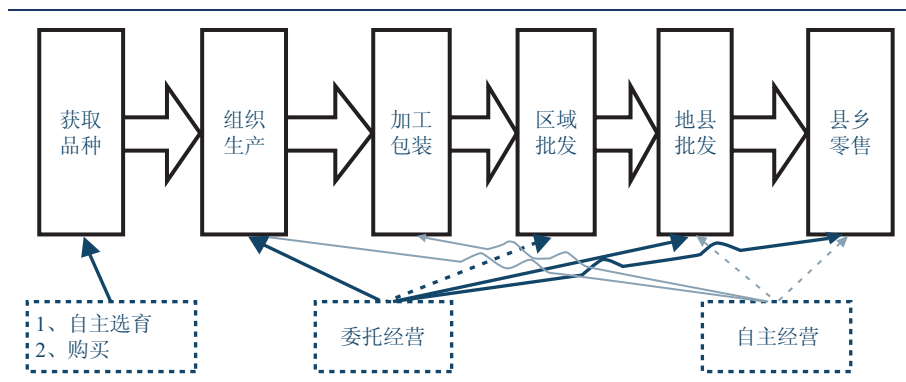
表 21：2009 年底全国共发放各类经营许可证 8423 个（涉及的企业约为 3500 多家）

经营许可证级别（类别）	个数
农业部证	245 个
其中：育繁推	91 个
进出口	97 个
中外合资	37 个
转基因(棉花种子)	95 个
省级证	3028 个
地市级证	2650 个
县级证	2500 个

资料来源：农业部，中信证券研究部

2000 年《种子法》实施，全国种业市场开始逐步转向市场化。我国通过历届“双交会”成功推广了郑单 958、浚单 20、鲁单 981 等杂交玉米品种，丰两优 1 号、扬两优 6 号等杂交水稻品种、郑麦 9023、邯 6172 等小麦品种，为粮食增产做出了重大贡献。中国种业的市场价值也从 2000 年的 250 亿元增加到了目前的 600-700 亿元，其中玉米、水稻、转基因棉花、蔬菜、瓜果和花卉种子约占市场总量的 80%，通过 3 次大规模更新换代，推广用良种 4000 多个，年更换率 12%-13%，良种对增产增效的贡献率在 40%左右。

图 35：我国种子企业经营模式分析



资料来源：中信证券研究部

全国商品种子繁育生产能力由 50 亿公斤增加到 80 亿公斤，加工能力由 30 亿公斤增加到 50 亿公斤，种子包衣从无到有，应用面积达 5 亿多亩。商品种子由 30 亿公斤增加到 60 亿公斤，基本实现了精选加工、包装和标牌销售。

我们同时也发现，虽然《种子法》的实施在制度设计上打破了国有种子部门的垄断（各县种子公司垄断当地种子供给），极大地刺激了种子产业的发展，但改革的不彻底，同样也使得国内企业的创新机制依然未能得到有效建立。过去 10 年，大约 88%的品种仍主要来源于科研单位（美国 80%的新品种来自企业研发），

育种与推广的脱节，又使得我国的品种审定效率不足 1%。2000-2008 年，全国共审定 3200 多个玉米品种，其中大约十分之一能够商业开发，且能够与郑单 958、浚单 20、先玉 335 构成竞争的品种不足 10%。

表 22：全国种子市场集中度总体保持缓慢向上的趋势

年份	前10营业额（亿元）	占市场%	前50营业额（亿元）	占市场%
2000	23.5	9.4	38.7	15.5
2002	28.8	10.9	63.9	24.2
2007	45.8	12.4	98.1	26.6
2008	51.8	12.9	109.4	27.3

资料来源：农业部，中信证券研究部

美国先锋进入中国之后，从 2006 年开始以先玉 335 的快速市场导入，在 2009 年以接近 10% 的市场杂交玉米种子市场份额，获取了全行业接近 50% 的净利润。外资公司无论在品种表现上，还是在商业模式上，都对国内的民族种业构成了极大的威胁。

表 23：国家种业政策预期（种子战略：打造民族种业航空母舰，应对国际巨头竞争）

政策方向	实施方式	具体措施
增强经济实力	广开外源资本介入的渠道	债权、股权融资条件放宽
提升核心竞争力	加大育种研究的投入	鼓励企业收购科研院所育种团队
建立现代企业	吸收先进管理模式	学习先锋等国际领先企业的成功经验
鼓励企业开发	加强知识产权保护力度	加大力度保护品种使用、受益权；补贴企业实施育种研发
公平竞争	营造公正的市场环境	采用 DNA 手段鉴定品种，打击假冒、套牌

资料来源：中信证券研究部

我们预计，针对我国育种领域研发实力偏弱的现状，中央财政有望从 2010 年开始加大这方面科研经费的支持力度，同时积极引导良种培育主体尽快形成规范的育种流程，投资建设国家育种材料基因分类数据库，以大幅提高我国良种选育的效率。

### 3、内资龙头有望受到重点扶持，成长为“种业航母”

客观地讲，我国种子市场容量达 700 亿元以上，存在发展民族种业航母的市场土壤。1999 年，杜邦以 90 亿美元左右的成本，收购了美国先锋种业公司，而当时美国种子市场的份额我们估算仅为 60 亿美元，全球玉米种子的估算市值为 150 亿美元左右。因此，从我国种子市场总市值发展的潜力，以及国外种子企业在高速成长过程中可获得高溢价的历史经验来看，我国内资龙头种业企业有望在国家政策的重点扶持下，凭借现有研发体系的不段完善，新品种与创新服务对毛利率水平的提升，成长为民族种业的航母。换句话说，即使不考虑未来我国种子企业向海外拓展的可能性，仅我国国内种子市场的容量，实际上也已存在孕育种业航母的市场基础。

表 24：中国种子市值及 2015 年市场空间测算

	当前市值（亿元）	市场潜力测算（2015 年，亿元）
杂交玉米	100-120	250-300
杂交水稻	90-110	180-250
蔬菜种子	200-230	250-280
其它	200-250	220-300
总计	600-700	900-1130

资料来源：中信证券研究部

同时，从国家政策扶持的导向来看，发展现代农业和确保粮食安全对种业提出了新的要求，种子是农业的芯片，种子安全就是粮食安全，粮食安全关系到国家安全。在当前国际种业龙头大举进入中国，并对国内种子行业形成较大冲击的背景之下，国家存在扶持国内种子企业，以应对外资竞争的内存意愿，从而从中长期的时间跨度内，保障大宗粮食作物良种的自给率，以保障我国的粮食安全。



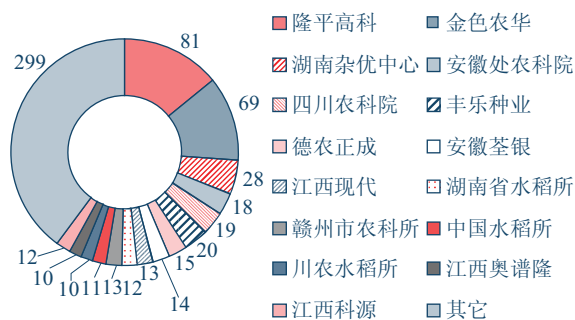
在上述两个大的背景与逻辑下，我们认为，内资龙头有望受到重点扶持，成为未来的民族种业“航母”。经营层面看，1) 龙头公司掌握了国内现有的大部分高端品种（如先玉 335、登海超试系列、隆平 206、浚单 20、丰两优 1 号、扬两优 6 号、金优 207 等），这些品种即使在整个行业处于供给过剩的周期内，价格与需求也保持着良好的表现，企业整体的销售收入等业务基础（育种材料丰富）比较扎实；2) 龙头公司聚集了国内大部分种业界的优秀人才，企业的管理运作水平相对其它小企业要优秀很多。政治层面上看，目前国内的许多大的种子企业，一般都由种子法改革之前的国有种子单位改制或股权民营化而来，或者这些企业的掌门人在国内种业界的政治地位较高，他们在政策制定与决策层的话语权较大，因此获取政策扶持与优惠的能力也就较强。

表 25：2008 年销售收入超过 2 亿元的公司共有 16 家

2008 种子总销售收入	排名	企业名称
5-8 亿元	1	袁隆平农业高科技股份有限公司
	2	黑龙江北大荒种业集团有限公司
	3	甘肃省敦煌种业股份有限公司
	4	北京德农种业有限公司
	5	中国种子集团公司
2-5 亿元	6	辽宁东亚种业有限公司
	7	山东登海种业股份有限公司
	8	江苏省大华种业集团有限公司
	9	合肥丰乐种业股份有限公司
	10	山东冠丰种业科技有限公司
	11	北京奥瑞金种业股份有限公司
	12	山西屯玉种业科技股份有限公司
	13	河南农科院种业有限公司
	14	北京金色农华种业科技有限公司
	15	湖北荆楚种业股份有限公司
	16	襄樊正大农业开发有限公司

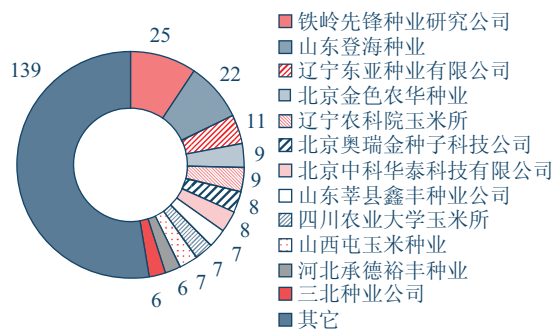
资料来源：中信证券研究部

图 36：具有较强杂交水稻选育能力的机构 单位：次数



资料来源：农业部，中信证券研究部 注：国家区试表现优秀次数

图 37：具有较强杂交玉米选育能力的机构 单位：次数



资料来源：农业部，中信证券研究部 注：国家区试表现优秀次数

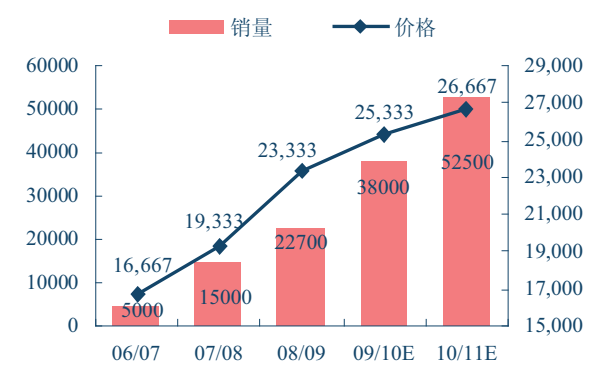
总体上来看，预计拥有技术、营销水平等核心竞争优势的内资企业有望得到政策的大力扶持。从上市公司层面，我们认为，隆平高科、登海种业、丰乐种业、大北农、万向德农、敦煌种业等均可能成为政策的重点扶持对象，其中隆平高科有望凭借当前的饱满的业务结构、优秀研发体系下丰富的品种储备、国内最优秀的管理团队，加上关联人袁隆平先生在种业界、决策层的特殊政治地位，最有希望成为国家下一步花大气力扶持的重点企业。

## 盈利模式变迁加速，向好趋势比较明确

### 1、高端种子快速替代低端品种，企业盈利能力增强

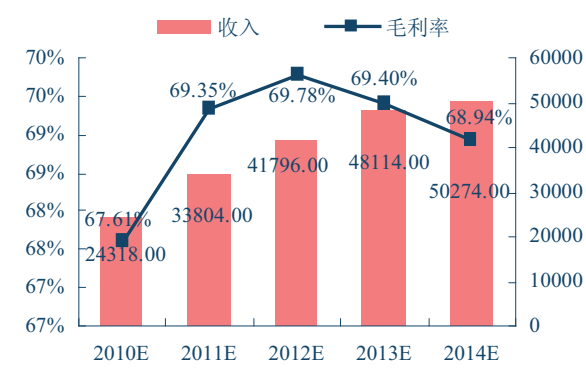
我们认为，通常所说的种子过剩主要是指总量过剩，同时也是结构性过剩，供需关系的品种间差异较大，优秀品种比如先玉 335、郑单 958、浚单 20、丰两优 1 号、超级水稻等，在过去景气低迷期依然保持了较为稳定的销售与价格，尤其是先玉 335 等表现突出的品种，近三年的经营业绩大幅领先于其它国产品种，实现了逆市高速增长。

图 38：先玉 335 或持续量增价升态势（单位：吨，元/吨）



资料来源：中信证券研究部

图 39：登海超试玉米量价或超预期（单位：万元，%）



资料来源：中信证券研究部

2001 年开始，郑单 958 导入 3 年后，推广面积达到 2135 万亩，5 年后达到 8000 万亩左右（低价策略导入，四家授权单位：北京德农、金博士、秋乐和金娃娃）；2006 年开始，先玉 335 导入 3 年后，推广面积接近 2000 万亩（高价策略导入，两家授权单位：登海先锋、敦煌先锋）。因此我们预计，2010 年之后，杂交玉米种子行业，先玉 335 与登海超级玉米种子有望同时发力，国产品种登海超试系列的推广量与销售价格均存在大幅超预期可能。

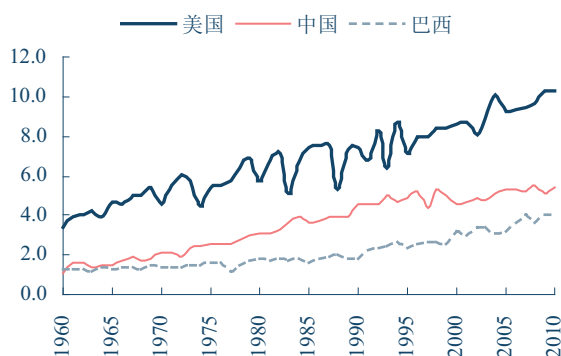
表 26：先锋公司（先玉 335）的成功模式

项目	特点一	特点二	我们的点评
品种	边际效应小，稳产性好	脱水快，解决东北晾晒难问题	品种（先玉 335）在产销环节都存在较明显优势
技术	单粒播种，适应打工经济和轻型栽培	穗烘干，保证质量、保持种子高活力（实现单粒播种技术的前提）	做好每一个细节研究，提升边际优势的边际效益
服务	补贴播种机，解决播种问题	代种、代收、代脱、代售	售后服务及时跟上，提升产品溢价水平
效益	企业效益增加	农民效益增加	实际企业与农民的双赢

资料来源：中信证券研究部

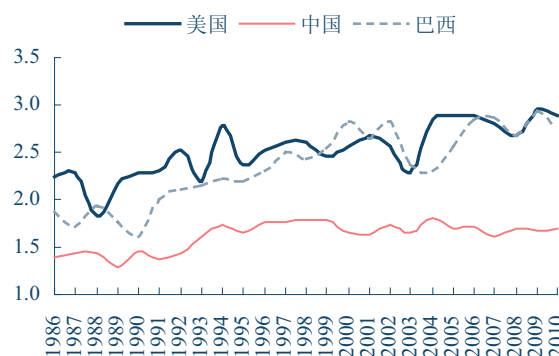
我们这里所说的未来的高端种子，其实并不完全将稳产性好的品种归类到高端的行列，因为一个好的品种应当是既能使农民的种粮效益最大化，又能使企业和经销商利益最大化，即社会效益的最大化。我们认为，从全球范围来看，传统育种发展到现在这个阶段，真正能够在外部环境一致的情况下，能够实现大幅度增产（20%以上）的品种已经越来越少，选育的难度也越来越大。因此，未来种子产品的竞争焦点很可能是在细节上，通过选育、生产、加工、包装等环节近乎完美的流程管理，使得新品种能够对老品种不足 5%的超越（任何有利于生产、流通、消费的方面），获得高于老品种 50%（甚至 100%以上）的超额收益。我们认为，这是由农业科技产业化推动的高端品种迅速替代低端品种对相关企业的吸引力最大的地方。

图 40: 美国玉米单产是中国的一倍 (单位: 吨/公顷)



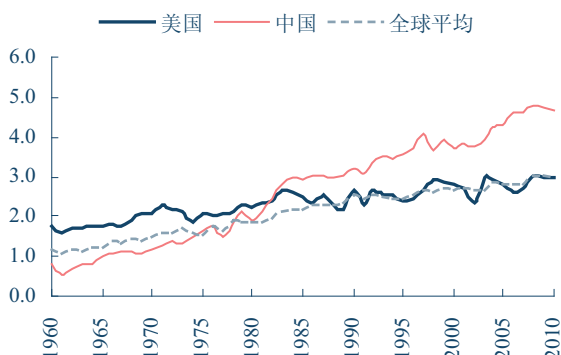
资料来源: 美国农业部, 中信证券研究部

图 41: 美国、巴西大豆单产是中国的一倍 (单位: 吨/公顷)



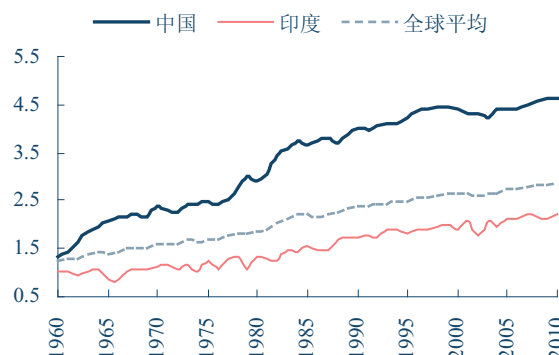
资料来源: 美国农业部, 中信证券研究部

图 42: 我国小麦单产处于世界领先水平 (单位: 吨/公顷)



资料来源: 美国农业部, 中信证券研究部

图 43: 我国水稻单产远高于世界主产国水平 (单位: 吨/公顷)



资料来源: 美国农业部, 中信证券研究部

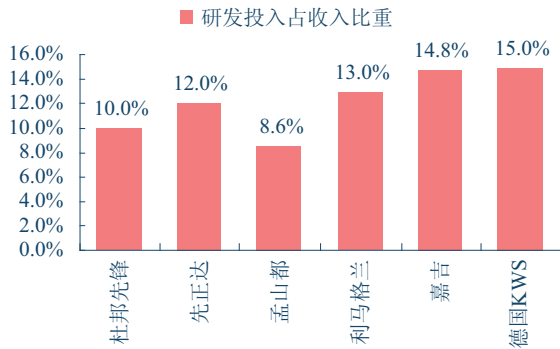
对中国市场而言, 我国种子产业的竞争格局存在一定的结构性差异, 如玉米、大豆等单产水平严重落后的品种, 行业未来的发展方向将首先经历由选育能够大幅提高单产的品种, 来推动的企业盈利能力的提升(我们认为, 我国在玉米种子选育水平上, 落后美国为首的发达国家 30 年); 小麦、水稻等品种的选育经营方面, 由于我国已经处于世界领先水平, 未来行业内的竞争格局有望更加偏重由能够增加生产、销售、流通、消费等环节边际效用的各种细节, 实现相关企业盈利能力的大幅提升。

此外, 盈利模式的升级, 还表现在市场与政策共同推动下的产业整合步伐加速。龙头公司外延式扩张的进程有望得到快速推进, 这将使得现有并购主导方的收入规模实现暴发式增长, 强者愈强的行业发展趋势将更加明确, 资产负债率较低, 或具有融资条件的龙头公司有望成为产业整合的主体。

## 2、国际经验：“品种（研发）+营销（服务）”是核心竞争力

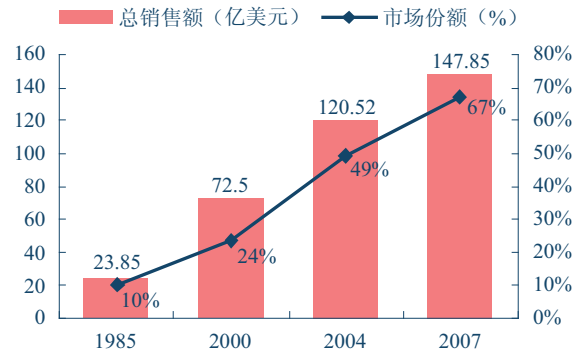
世界十强种子企业从 1985-2006 年的 20 年间集中度从 13% 上升到 37%。2006 年世界十强种业公司销售额达 126 亿美元, 占全球种子市场的 37%; 居于世界第一、第二的种子企业孟山都、杜邦-先锋各占全球种业市场的 11.8% 和 8.2%。研究上述巨头近 100 年的发展历史发现, 企业发展贯彻始终是主要是研发体系的建设与服务模式的创新。这方面的投入, 是企业运作过程中规模最大的成本之一, 其中仅研发一项, 就占到整个收入的 10% 左右 (甚至更多)。

图 44：全球主要种业公司每年研发投入占总收入比重



资料来源：中信证券研究部 注：上述为 2006 年数据

图 45：全球十大种子公司份额大幅提高



资料来源：中信证券研究部

举例来看，以孟山都、先锋为首的国外种业公司研发目标更着眼长远，能够充分考虑农民需求及未来环境适应性，致力于选育氮高效、抗逆性等广适性为主的品种；每年的研发投入占销售收入的比重高达 8%-15%。而我国种业企业中，以隆平高科、登海种业为首的种业龙头，过去 10 年的研发思路则主要以杂种优势、理想株型的超高产品种的选育为主攻方向。我们认为，外资与内资企业在研发着眼点上的差异，实际上是国内外种子公司研发实力处在不同阶段的具体表现。

表 27：国内外种子公司研发着眼点差异是研发实力处在不同阶段的具体表现

	理念	目标	关键技术	关键环节	制约因子	解决途径
国外种业企业 (以孟山都为例)	致力于农业	粮食产量翻番、改善农民生活、节约 1/3 的资源	传统育种与分子标记	转基因技术	中低产田、干旱、盐碱、病虫害	氮高效、耐旱、耐碱、抗病虫
国内种业企业 (以隆平高科为例)	发展杂交水稻造福世界人民	超级杂交水稻 1.35 万 kg/hm <sup>2</sup>	亚种间杂交	传统育种	优势不强、产量偏低	杂种优势、理想株型

资料来源：中信证券研究部

在营销模式上，孟山都、先锋种业公司采用代理商制，如孟山都在中国采用总代理方式，先锋种业在中国采用类似麦当劳加盟连锁店的直销模式；中国种业公司主要采用区域经销形式，如奥瑞金、金色农华、川农高科、国豪种业等为代表的种业公司。

表 28：国内外种业公司市场营销模式比较

企业	营销模式	核心基地建设
孟山都	代理商制（中国：总代理）	自繁（中国：代繁）
先锋种业	代理商制（中国：类似麦当劳加盟连锁店的直销模式）	自繁（中国：代繁）
登海种业	总代理方式为主，区域经销为辅	委托代繁为主
隆平高科	网络直销与区域代理结合	自繁为主
川农高科	区域经销模式	自繁与代繁结合
国豪种业	区域经销模式	自繁为主、代繁为辅
神农大丰	区域经销为主，网络直销、合同零散购买为辅	代繁为主
金色农华	区域经销模式	自繁为主、代繁为辅
奥瑞金	区域经销模式	自繁为主

资料来源：中信证券研究部

从国际种业巨头的发展历程来看，“品种（研发）+营销（服务）”是种业公司最核心的竞争力；我国种业繁、育、推体系目前正处于逐步调整、理顺历史遗留问题的过程中，率先在品种研发与创新营销等方面取得先发优势的种业公司，有望快速成长为拥有国际竞争力的民族种业龙头。

## 供需关系改善，行业进入 2-3 年的景气周期

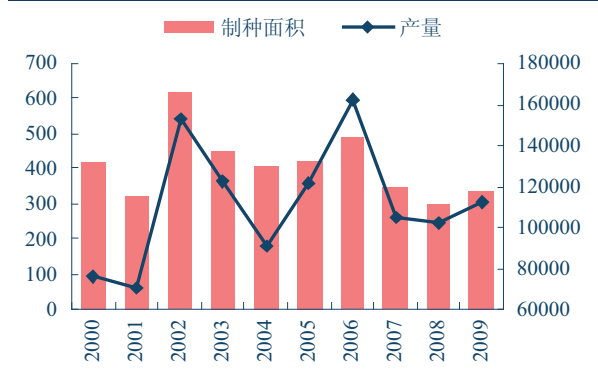
### 1、2006-2008 年过剩库存已经得到消化

2007 年，我国种子供给量达到历史最高水平，产品供给过剩的矛盾空前突出，低端产品的库存量偏大成为行业盈利能力普遍下降的主要原因；为消化 2005、2006 年玉米制种市场盲目扩产增加的库存，2007、2008 年全国“两杂”制种面积持续下降，国内主要种子企业通过缩减育种面积、转商销售、调整品种结构（先玉 335 等相对高端产品实现旺销）等方式，大幅调降了国内种子的库存量，到 2009 年杂交玉米可供种量约为 16.3 亿公斤，预计玉米播种面积 4.39 亿亩，用种量 11 亿公斤左右，库存 5.3 亿公斤（全国农技推广中心 2009 年 11 月预估数据）。

### 2、减产、成本等因素推动种子价格上涨

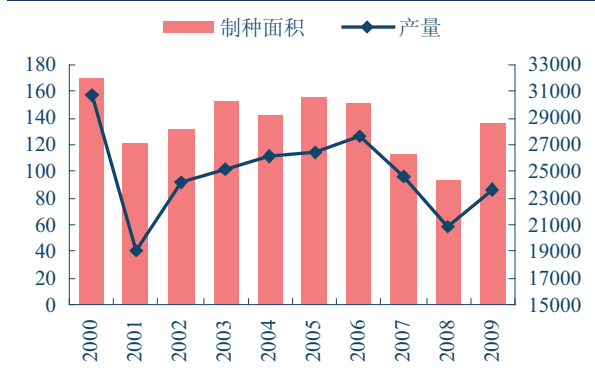
虽然供过于求，但库存持续减少，目前已逐步接近合理库存水平（2.5-3 亿公斤），制种业随之开始走出景气低点。受此影响，2008、2009 年两杂种子多数品种的收购价格普遍有所回升，部分新品种的价格涨幅甚至达到了 15% 以上。同比 2008 年度，2009 年度我国杂交玉米种子初始价格上涨 1.16 元/公斤，收尾价格上涨 1.48 元/公斤；杂交水稻种子初始价格上涨 2.36 元/公斤，收尾价格上涨 1.30 元/公斤。

图 46：我国杂交玉米制种量（单位：万公斤，万亩）



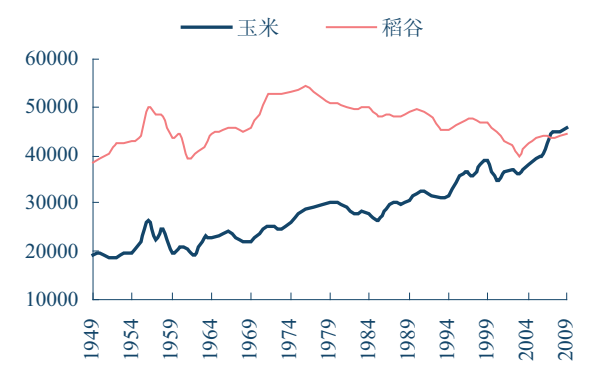
资料来源：农业部，中信证券研究部

图 47：我国杂交水稻制种量（单位：万公斤，万亩）



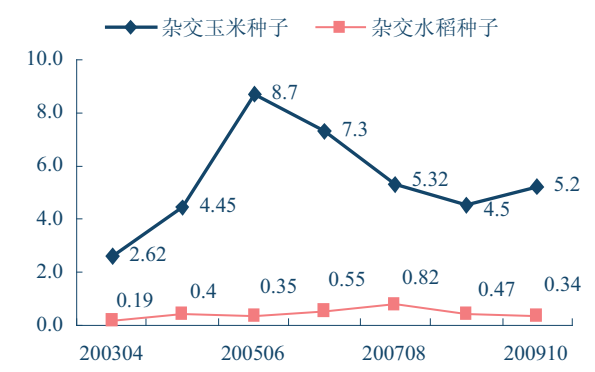
资料来源：农业部，中信证券研究部

图 48：玉米面积增长较快、水稻总体平稳（单位：万亩）



资料来源：农业部，中信证券研究部

图 49：两杂种子库存降至接近正常水平（单位：亿公斤）



资料来源：农业部，中信证券研究部

2009/2010 年度，由于全国海南、江苏、甘肃等主要制种基地部分区域，受到干旱及台风等自然灾害对单产造成的不利影响，预计三系杂交水稻种子减产幅度或达 15%-20%，两系杂交水稻种子减产幅度或达 15% 左右，杂交玉米种子单产下降 12% 左右，同时加上制种成本同比提高 10%，并在稳定增长的刚性需求之下，我们预计今年“两杂”种子出厂价的上调幅度或将达到 20% 以上（杂交水稻种子提价幅度或高于杂交玉米）。



表 29: 全国两杂种子价格进入上升通道

年份	杂交玉米 (元/kg)	杂交水稻 (元/kg)
2006	10.4	23.45
2007	9.3	22.95
2008	10.1	25.3
2009	12.2	30.4
2010	14.2	37.2

资料来源: 中信证券研究部

### 3、行业景气进入维持 2-3 年的上升周期

中长期看, 由于提高制种面积需要亲本、土地等基本准备, 而这些基础条件由于农业播种周期等方面原因, 至少需要 1-2 年才能得以满足, 这就决定了一个完整的种子价格波动周期大约为 6-7 年的时间 (如图 7 所示)。我们认为, 2006 年全国种子产量达到阶段性高点之后, 近 3 年库存消化已经比较充分, 目前行业景气正处于触底回升阶段, 预计行业基本面支持之下的我国种业景气有望持续 2-3 年。

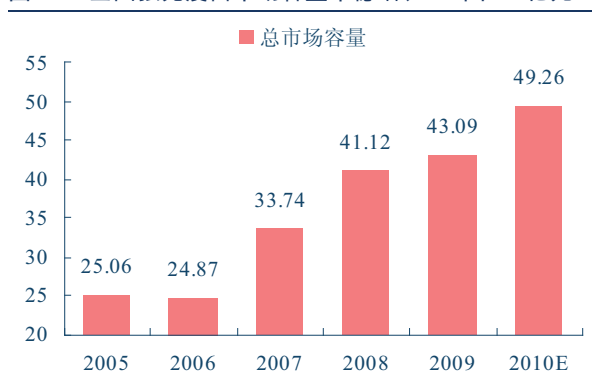
## 动物疫苗、林业以及高端养殖业也进入快速转型期

### 1、标准化养殖及其配套行业, 当前的布局标的是动物疫苗及养殖业龙头。

我们认为, 标准化养殖的需求, 首先是来自消费者对肉类产品质量安全的需求, 同时也是企业抵御自然风险, 提高产品溢价水平的有效方法。由于标准化养殖行业也是目前国家政策重点扶持的标的, 且行业集中度处在持续提高的过程中, 再加上企业自身经营管理水平的提高, 我们基本可以认定其已经进入快速转型期。由此, 作为配套产业的动物疫苗等也随之进入快速转型期。

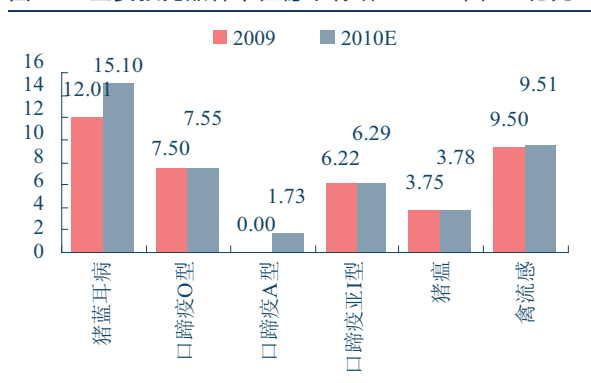
**动物疫苗行业内生性增长较快。**从过去 5 年全国强免疫苗市场的份额来看, 整个行业的容量呈现了平稳向上的趋势。这一方面与过去几年持续新增强免品种的疫苗品质有关, 同时也与国家根据重大动物疫病的传播情况, 不定期增加强免品种有关。因此, 我们认为, 分析动物疫苗行业的增长, 短期主要看产品结构升级 (如多价苗、合成肽、弱毒蓝耳苗等) 带来的相关企业市场占有率、毛利率的提高; 中长期还需要兼看新增强免品种对市场容量的扩充, 预计狂犬、布病、猪乙脑等较为流行的人畜共患病, 未来均有望被列入国家强免目录之中。目前, A 股市场仅有的三家动物疫苗类上市公司——中牧股份 (600195)、天康生物 (002100) 和金宇集团 (600201) 均有望受益于行业的稳定增长。

图 50: 全国强免疫苗市场容量平稳增长 (单位: 亿元)



资料来源: 中信证券研究部

图 51: 主要强免品种市值稳中有增 (单位: 亿元)



资料来源: 中信证券研究部

**“标准化”推动养殖企业盈利能力提高。**以正邦科技 (002157) 为例, 未来 10 年公司要建立自己的养殖育种体系, 对生猪产业链, 公司未来的工作重心预计将主要放在建立生猪繁育、养殖的标准与体系, 计划通过解决引种问题, 发展曾祖代、祖代和父母代的种猪养殖, 以实现 2010-2012 年 40 万头、80 万头、120 万头的出栏规模, 通过专卖店、超市等渠道销售鲜肉产品, 产品的主要卖点分别是可追溯、土特品种。

由于每头生猪的单位价值相对较高，完全以封闭产业链的形式，由公司自繁自养，在风险控制原则、资本性开支等方面都存在较大的障碍。因此，“公司+专业户”是公司生猪产业的核心盈利模式，这种模式预计将占到公司未来整个生猪养殖产业的 70%-80%，除此以外的 20%-30%公司将发展产业链全封闭的养殖示范产。为了解决质量控制的问题，公司在生产环节将建立一套严格的生产养殖标准，并通过自有养殖场实施示范，通过技术人员对养殖户进行辅导监督等（这与日本的地方农业生产作业标准的做法比较接近）。

虽然目前这一套养殖标准还尚未完全得以完善，也并未为企业带来经济效益，但实际上，作为产业发展的正确方向，正邦科技（002157）或其它农业类企业在未来 3-5 年内，必然存在实施标准化养殖、屠宰加工、销售肉食品的可能性。除此以外，如圣农发展（002299）、獐子岛（002069）、顺鑫农业（000860）、新希望（000876）等。

## 2、林产品加工业，当前的布局标的是“林板一体化”企业。

我国是一个多山的国家，山区占全国国土面积的 69%、人口占全国的 56%，特别是在南方，许多省区都是“八山一水一分田”，农村的山地面积是耕地的数倍，在这些地区，林业收入占农民总收入的比重高达 50% 以上。因此，没有集体林权制度的农村改革是不全面的、不彻底的、不完善的。而中长期看，近 5 年来，国家推行的林权改革，既是稳定和完善农村基本经营制度的必然要求，也是促进农民就业增收的战略举措，更是建设生态文明建设的重要内容。这是因为，近几年气候变化带来的危机几乎每天都在发生，30 年前，我国经济建设缺的可能是人力资源和物质资本，而 30 年后，更为稀缺的可能是生态资本。

由于林业改革涉及到全国范围内的利益调整，历史遗留问题也较多，因此改革开放以来，我国集体林权制度虽经数次变革，但产权不明晰、经营主体不落实、经营机制不灵活、利益分配不合理等问题仍普遍存在。从粮食安全、木材安全和生态安全的现状看，我国林业发展现状总体上远落后于农业。

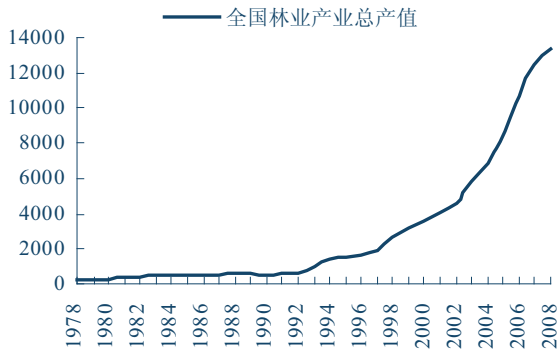
表 30：建国以来我国林业政策变迁

历史阶段	相关法律政策	所有权和经营权归属	主要内容	点评
土地改革 (1949-1953)	1950 年《中华人民共和国土地改革法》	山林以个人所有为主	农民分得了林地,形成了“四权”统一的林地个人所有制。	林农对个人所有的山林拥有支配权,激发了林农经营的生产积极性。
初级农业合作化 (1953-1956)	1953 年《关于发展农业合作社的决议》 1955 年《农业生产合作社示范章程草案》	山林仍归个人所有,实行合作社集体合作经营	农民个人仅保留自留山上的林木及房前屋后的零星树木的所有权,山权及成片林木所有权通过折价入社,转为合作社集体所有。	社员对入社的林业资产不再享有直接的支配权、使用权和占有处分权,但并没有丧失财产的所有权。
高级农业合作化 (1956-1960)	1956 年《高级农业合作社示范章程》	山林名义上个人所有,集体经营	国家开始从归国家所有的天然林中采伐木材,且通过集体化控制集体林的采伐。	公有产权成了唯一的产权类型,农民只有名义上的生产资料,农民的退出权大受限制。
人民公社及文革 (1960-1981)	1958 年《关于在农村建立人民公社问题的决议》	山林集体所有、统一经营	国家和集体拥有林地的所有权、使用权、收益权和处分权	产权高度集中化,林业效率不升反降提高,林业资源受到严重破坏。
林业“三定” (1981-1991)	1981 年《关于保护森林发展林业若干问题的决定》	集体所有、农民经营	集体林区实施“三定”政策,农民分到了自留山,承包了责任山,林地经营权由集体向农民手中转移。	配套政策落后,农户急功近利导致滥砍滥伐,改革被紧急叫停。
林业产权制度改革探索 (1991-2003)	1995 年《林业经济体制改革总体纲要》; 2000 年《森林法实施条例》	集体所有、多种林权经营形式并存	林地承包期可延长到 70 年,并允许使用权和经营权转让。对“四荒”等荒地进行拍卖,允许这些土地的受益权自由转让。	农民获得了林地使用权和林木所有权,出现了多种经营形式并存的格局。但仍产权不明晰、经营主体不落实、经营机制不灵活、利益分配不合理等问题仍普遍存在。
深化林业产权制度改革 (2003-2008)	2003 年《关于加快林业发展的决定》	集体所有、多种林权经营形式并存,大力发展非公有制林业	允许林地使用权、经营权自由转让	促进产权经营主体多元化的实现,加快了产权的界定、流转,保障了产权权益的实现,进一步解放了林业生产力。
全面推广林业产权制度改革 (2009 以后)	2008 年《关于全面推进集体林权制度改革的意见》	集体林地所有权不变,家庭承包经营为基础、多种经营形式并存、责权利相统一的经营体制	确立经营主体,明晰林地使用权和林木所有权,放活经营权,落实处置权	对农村家庭承包经营体制丰富和完善,配套改革和产业扶持政策有望陆续出台。

资料来源：中信证券研究部

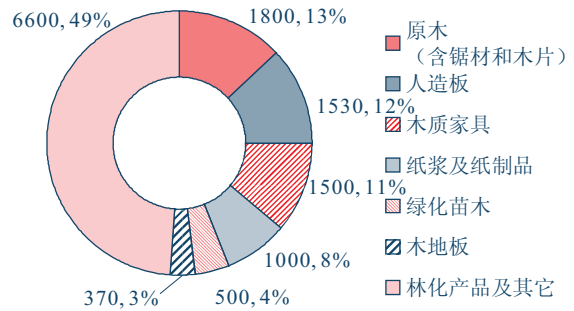
我们认为，30 年前以前，以家庭联产承包为主要内容的农村改革极大地调动了亿万农民的积极性，也大幅提高了农村 18 亿亩耕地的土地产出率，保障了国家的粮食安全；30 年后的今天，中央在总结福建、江西、浙江、辽宁、云南等地“分山到户”的创新实践后，全面推进的集体林权制度改革，实现“耕者有其山”，也必将进一步调动亿万农民耕山致富的积极性，充分释放出 25 亿亩集体林地（全国共有 43 亿亩林地）的巨大潜力，实现农村生产力的又一次大解放。同时，有望于近期出台的国有林权改革，通过取消育林资金政策，放宽限额采伐政策，落实林业生产经营者的财产权、经营权和处置权等措施，林权价值重估也会成为趋势，并且“碳汇”还将成为林业公司新的盈利模式（已经出现的碳汇商业模式：碳汇购买方给林业企业提供低息的中长期贷款，支持企业植树造林，并购买增量林地产出的碳排放权，而企业则获得了现金流和林地资产）。

图 52：我国林业产业总产值持续上升（单位：亿元）



资料来源：林业年鉴，中信证券研究部

图 53：林业产业总产值结构估算（单位：%、亿元）



资料来源：中信证券研究部

由于林地建设投资量大，林木生长周期较长（林地的轮伐期一般在 7-10 年左右），许多生态林建设虽然存在较强的外部效应，但投资回报率偏低，加上行政管制等原因，除绿化苗木之外的以育种和种植为主的中上游环节的市场化程度并不高，主要以国家投资为主；产业链的下游各子行业，多数产业属于国家木材综合利用鼓励的范畴，但由于行业进入壁垒较低，加上地方保护主义原因，行业内小产能重复建设的现象较为严重，全行业家具、人造板、木地板和造纸的产能目前均已处于过剩的状态，但能够实现规模化、集约化、可用于生产高端产品的产能还严重不足。

目前，A 股市场除造纸类上市公司外，涉及林业产业的上市公司共有 12 家，主要分布在中下游，上游环节仅有一家以绿化苗木繁育和绿化工程为主业的绿大地（002200），我们认为，评价林业上市公司竞争力的主要指标一方面是产业链规模，包括产能与林地资源控制力，另一方面要看品牌优势，尤其是家具、木地板等终端消费品的品牌竞争力对企业更为重要。

表 31：林业上市公司在产业链上的分布

公司	产业链环节					备注
	上游	中游	下游			
	苗木、育种	林业种植和管理	人造板	木地板	家具	
大亚科技	无	可控林地面积 56.5 万亩 (其中 10.53 万亩为有林权证的自有林地)	118 中高密度板, 45 万立方米刨花板	2900 万平方米复合地板, 150 万平方米实木地板产能	无	国内中纤板和木地板行业双龙头, 2009 年毛利率 24.2%
绿大地	1.6 万亩苗木繁育基地	无	无	无	无	全国绿化苗木繁育龙头企业, 2008 年毛利率 35.6%
宜华木业	无	10 万亩速生林基地	无	实木地板 50 万平方米、复合地板 80 万平方米的生产能力	实木家具 80 万套件	全国最大的木质家具出口企业, 2009 年毛利率 28.1%
威华股份	无	65 万亩速生林基地	150 万立方米中高密度板	无	无	国内第二大中纤板制造商, 2009 年毛利率 12.3%
升达林业	无	70 万亩速生林基地	16 万立方米中高密度板	957 万平米强化地板, 70 万竹地板, 80 万平米实木复合地板, 20 万平米实木地板产能	无	木地板西南区域龙头, 2009 年毛利率 29.0%

公司	产业链环节					备注
	上游	中游	下游			
	苗木、育种	林业种植和管理	人造板	木地板	家具	
兔宝宝	无	无	15 万立方米胶合板, 12 万立方米装饰贴面板	无	无	国内最大的贴面板生产销售企业, 2009 年毛利率 13.4%
国栋建设	无	无	100 万立方米中高密度板, 10 万立方米刨花板	无	无	中纤板西南区域龙头, 2008 年毛利率 14.0%
吉林森工	无	449 万亩林地采伐权	45 万立方米刨花板, 9 万立方米中高密度板	板 400 万平方米实木复合地, 600 万平方米强化地板	无	拥有林地采伐权最多的公司。2008 年毛利率 21.0%
永安林业	无	182 万亩林地	21 万立方米中高密度板	300 万平方米强化地板	无	拥有林地最多的公司, 2000 年毛利率 19.5%
景谷林业	无	51 万亩林地	7 万立方米中高密度板	无	无	云南省最大的松香、人造板供应商, 2008 年毛利率 6.9%
科冕木业	无	50 万亩林地经营权	10 万立方米中高密度板, 6 万立方米单板层积材	200 万平方米实木复合	无	国内实木复合地板出口龙头企业。2009 年毛利率 23.7%
中福实业	无	100 万亩 (其中 60 万亩有林权证)	43 万立方米中高密度板	无	无	2009 年毛利率 25.8%

资料来源: 中信证券研究部

综合各上市公司的行业地位与盈利能力, 我们判断, 主业处于产业链上、下游的企业具有更强的盈利能力, 中游企业林地资源丰富, 在林业改革过程中, 因林地价值重估而存在估值向上的可能性。我们判断, 绿大地(002200)、大亚科技(000910)和宜华林业(600978)由于是产业链上下游的龙头, 而永安林业(000663)、吉林森工(600189)作为中游具有最大规模林地资源的公司, 有望成为整个林业产业最佳的投资标的。

## 维持行业“强于大市”评级, 种子继续领涨农业

### 转型新阶段提升行业估值

**中国农业的上下 50 年: 粗放农业→轻型农业→精细农业。**建国以来, 我国农业的核心目标是解决全国人民的温饱问题。以此为中心任务, 凭借二元的社会结构与农村巨大的人口红利, 在全国范围内推广起来的“粗放农业”成功解决了全国人民的吃饭问题, 用占世界 9%的耕地, 养活了占世界 20%的人口。目前我国正处于由粗放农业向轻型农业转变的重要时期, 转变的基本标志是农业生产人口红利的下降与社会二元体制的退出, 导致的农业生产劳动力成本不断提高, 但下游大量终端产品消费者(占全国 80%人口的工薪阶层与低收入群体)对物美价廉产品的迫切需求, 对农业生产本身提出了效率优先的要求, 即要以较少的劳动力与时间投入, 获得最大的单位产出(农民称之为“懒汉农业”)。我们预计, 随着人民生活水平的进一步提高, 我国农业生产与日本等资源禀赋相当的国家一样, 也必将过渡到品质优先的运行阶段, 即“精细农业”的大规模推广。届时, 中国农业的标准化(生产标准化决定产品质量安全, 消费流通环节标准化主要是指产品分级)程度将达到全球领先水平, 各个收入层次的群体, 都能以相对自身收入水平合理的价格, 获得生活所需的农产品或食品, 而全国基础农产品的总体价格与品质, 则将上升至全球最高、最优水平之一。

**行业进入发展新阶段, 必然会孕育出一大批优秀的上市公司。**在过去 5-10 年国家惠农政策的扶持下, 加上农业科技水平的持续发展, 农业类企业无论在治理结构, 还是在经营效率方面, 都得到了极大的提高, 人才储备量大幅增加。我们认为, 整个农业行业目前正经历盈利模式的深刻变化, 例如运用快速消费品的营销模式销售农资产品, 建立养殖标准、打造工业化、全产业链的安全养殖模式提升产品竞争力, 为农民提升技术服务、经营指导等产品销售以外的全方位增值服务等; 同时, 由于当前我国农业的产业化水平依然偏低, 因此在本轮经济结构转型过程中, 农业产业升级的空间也就较其它行业大。



所以，当始于传统意义上主题投资的短期炒作，顺势演变为部分投资者实施价值投资的选择的时候，农林牧渔行业的投资逻辑，实际上也在客观上经历加快升级的过程。因为如果仅以传统的“通胀+政策”的逻辑，确定以一季度、四季度（中央 1 号文件发布、国家提高粮价、中央农村工作会议、两会热议农业等）为投资时机的策略，可能会在投资新盈利模式推动之下的高成长农业产业化企业的时点选择上，出现较大的偏差，因为这些公司在受益于“政策+通胀”预期的同时，股价持续上涨的动力，还主要来自于业绩高增长（或超预期）；同时，将正在逐步实现农业产业化（在产业发展上，国家将其定位为新兴产业）的上市公司 PE 估值水平与以传统产业为主要权重的 A 股市场平均估值作简单对比，也同样会存在判断偏差。我们认为，例如以“盈利能力+总市值”等新方法对现代农业企业进行估值，可能是对站在高增长起点上（或通道中）的部分农业类上市公司较为合理的估值方法。

**我们维持行业“强于大市”的评级。**继续坚持通胀是支撑农业股享受高估值的重要基础的观点，流动性充裕与基本面向好，共同推动的通胀预期仍是我们推荐农业板块的重要逻辑（最早在 2009 年 6 月的中期策略报告中提出）。并且认为，在当前整个行业加快转型，优质上市公司更加丰富的过程中，以本文提出的投资“新视角”来“布局农业”的时点也正在到来。农林牧渔行业未来将不再仅仅是 A 股市场主题投资或短期炒概念的阵地，许多优质公司也必将成为率先认识到行业快速变化的投资者们，享受行业高成长、资源属性与非周期属性收益的价值标的。

维持登海种业、丰乐种业、敦煌种业、中牧股份、安琪酵母的“买入”评级，维持隆平高科、顺鑫农业、正邦科技、大北农、獐子岛、圣农发展、海大集团、农产品、宜华木业、中粮屯河、新希望、北大荒等“增持”评级。

表 32：农林牧渔行业重点公司业绩/估值一览表

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB	PS	评级	评级 变动	目标价 (元)
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E					
002041	登海种业	54.60	0.01	0.53	1.30	2.00	5460	103	42	27	11.53	16.59	买入	维持	80.00
000998	隆平高科	20.88	0.16	0.18	0.35	0.50	131	116	60	42	6.09	5.49	增持	维持	--
000713	丰乐种业	12.82	0.10	0.25	0.49	0.66	128	51	26	19	5.82	3.31	买入	维持	17.31
600354	敦煌种业	20.91	0.07	0.16	0.60	1.00	299	131	35	21	6.20	2.57	买入	维持	24.00
600195	中牧股份	24.79	0.42	0.58	0.80	0.95	59	43	31	26	7.29	4.60	买入	维持	28.00
000860	顺鑫农业	17.46	0.5	0.37	0.78	0.85	35	47	22	21	3.07	1.26	增持	维持	22.00
002069	獐子岛	28.99	0.28	0.46	0.68	0.85	104	63	43	34	9.65	8.67	增持	维持	--
002299	圣农发展	31.63	0.44	0.49	0.75	0.99	72	65	42	32	8.47	9.02	增持	维持	35.00
002311	海大集团	25.85	0.45	0.53	0.75	0.97	57	49	34	27	3.78	1.43	增持	维持	--
002385	大北农	38.25	0.36	0.7	1.13	1.63	106	55	34	23	5.37	3.86	增持	维持	56.50
002157	正邦科技	16.43	0.15	0.26	0.50	0.70	110	63	33	23	5.08	0.99	增持	维持	17.50
600298	安琪酵母	36.09	0.39	0.77	1.05	1.30	93	47	34	28	9.74	5.81	买入	维持	--
300087	荃银高科	37.25	0.46	0.64	0.75	1.02	81	58	50	37	3.78	12.02	--	--	--
600737	中粮屯河	11.29	0.31	0.27	0.59	0.65	36	42	19	17	3.68	3.94	增持	维持	18.00
000910	大亚科技	7.83	0.38	0.39	0.60	0.72	21	20	13	11	2.04	0.64	增持	下调	10.00
000061	农产品	16.72	0.12	0.13	0.24	0.30	139	129	70	56	4.40	10.31	增持	维持	--
600467	好当家	9.06	0.2	0.12	0.24	0.30	45	76	38	30	4.52	10.87	增持	维持	12.50
600978	宜华木业	5.67	0.18	0.29	0.35	0.39	32	20	16	15	1.94	2.65	增持	维持	8.80
000876	新希望	9.38	0.52	0.60	0.75	0.86	18	16	13	11	1.98	1.04	增持	维持	--
600598	北大荒	12.61	0.36	0.22	0.32	0.37	35	57	39	34	3.99	3.44	增持	维持	--
600201	金宇集团	10.63	0.26	0.24	0.39	0.48	41	44	27	22	3.82	4.35	增持	维持	--
000972	新中基	11.59	-0.16	0.03	0.20	0.35	-72	386	58	33	3.25	3.37	增持	维持	--
000911	南宁糖业	14.59	0.09	0.43	0.84	0.73	162	34	17	20	3.18	1.18	增持	维持	--
600438	通威股份	8.65	0.15	0.24	0.32	0.40	58	36	27	22	5.09	0.57	增持	维持	--

资料来源：中信证券研究部 注：股价为 2010 年 6 月 21 日收盘价



表 33: 农林牧渔行业重点公司 2010 年分季度每股收益预测

代码	简称	1Q2010	2Q2010E	3Q2010E	4Q2010E
002041	登海种业	0.63	0.26	-0.13	0.54
000998	隆平高科	0.10	0.10	-0.06	0.21
000713	丰乐种业	0.11	0.12	0.07	0.19
600354	敦煌种业	0.12	0.06	-0.08	0.50
600195	中牧股份	0.30	0.15	0.18	0.17
002069	獐子岛	0.21	0.14	0.15	0.18
002299	圣农发展	0.06	0.24	0.26	0.19
002311	海大集团	-0.01	0.32	0.48	-0.04
600298	安琪酵母	0.20	0.30	0.33	0.22
300087	荃银高科	0.11	0.20	-0.05	0.49
000910	大亚科技	0.08	0.15	0.14	0.23
000860	顺鑫农业	0.16	0.24	0.27	0.11
600737	中粮屯河	0.04	0.18	0.09	0.28
002157	正邦科技	0.06	0.11	0.12	0.21
600467	好当家	0.04	0.09	0.03	0.08
600978	宜华木业	0.08	0.07	0.09	0.11
002385	大北农	0.23	0.25	0.30	0.35
000876	新希望	0.15	0.24	0.26	0.10
600201	金宇集团	0.11	0.07	0.06	0.15
000061	农产品	0.04	0.13	0.02	0.05
000972	新中基	-0.06	0.05	0.02	0.09
000911	南宁糖业	0.24	0.19	0.11	0.30
600438	通威股份	-0.05	0.16	0.22	-0.01
600598	北大荒	0.06	0.11	0.06	0.09

资料来源: 中信证券研究部

**继续维持 2009 年 8 月以来，“种子领涨农业”投资策略。**长期来看，种子行业变革加速（品种升级加速+经营管理水平提高）、政策扶持力度加大（种子是农业的芯片，种子安全即粮食安全，国家坚定实施种子战略，扶持民族种业做大做强）、行业景气持续回升 2-3 年（09/10 年减产，库存消费比下降）。短期来看，中央政府继续落实种子战略（近期可能会出政策），政策对企业的扶持更加直接；龙头公司业绩高增长明确，有望共同成为种子板块后续行情的推动力。

具体来看，隆平高科经营拐点出现（6 年完成战略布局，研发体系建设完善），品种储备充足（全球最好的杂交水稻种子+全国领先的杂交玉米种子），刘石担任总裁之后，公司经营效率以及产品推广能力均有望得到大幅提升（刘石+伍跃时：全国最强的种业经营团队），2011 年开始业绩快速增长预期较强；登海种业中报超预期可能是大概率事件，我们预计 2010 年公司超试玉米制种面积可能会达到 7-8 万亩，大幅超过此前公告的 6 万亩左右的计划，超级玉米种子对当年以及 2011 年的业绩贡献有望超预期；从一季度的销售状况来看，公司全 2010 年先玉 335、超试玉米的销量与价格均比较乐观，敦煌种业（近期定增材料报证监会）、丰乐种业股价催化剂较多（定增方案可能于近期上会，外延式扩张工作加速推进），业绩增长较为明确。

同时，建议重点关注动物疫苗、高端养殖业、农产品加工等其它板块的投资机会。

1、养殖（水产+畜牧）、饲料加工板块，大北农、正邦科技、海大集团、圣农发展、通威股份、新希望是主要标的。獐子岛、好当家等其它水产养殖企业，有望在水产品价格持续高位运行的保障下，业绩快速增长预期较为稳定。

2、动物疫苗板块，中牧股份中报业绩预期良好，公司估值安全有保障。近期需要重点关注推动公司提升业绩释放动力的相关事件。

3、农产品加工板块，顺鑫农业白酒业务成长迅速，生猪业务今年盈利能力将显著回升，且今年也是房地产结算高峰，公司估值上具有很高的安全边际，且管理层动力明显上升。同时，继续关注中粮屯河、新中基、国投中鲁等。

短期投资组合上，建议重点关注登海种业、隆平高科、丰乐种业、敦煌种业、中牧股份、顺鑫农业、獐子岛、圣农发展、海大集团、正邦科技等。

## 重点上市公司投资要点

### 登海种业（002041）：超试玉米加速推广，业绩有望持续超预期

**先玉 335、超试玉米持续旺销，共同推动业绩增长。**我们测算，2010 年 1-3 月公司先玉 335 的业绩贡献约为 7000 万元，同比增长 55%，折合 EPS 为 0.41 元，超级玉米贡献净利润约为 3700 万元，相当于贡献 0.21 元的每股收益，除超级玉米产品外，公司本部其它常规种子可能处在盈亏平衡的状态。从公司 2010 年 1-6 月净利润 120-150%的预增幅度来看，先玉 335 有望成为公司二季度净利润的主要来源（判断依据：假设一季报公布的 1.39 亿预收款均来自先玉 335 的贡献，相当于 EPS 0.21 元，单季同比增幅接近 120%）。

**超试玉米与先玉 335 比翼齐飞格局基本形成。**先玉 335，我们预计，2010 年销量将达到 2 万吨，销售均价上涨 10%左右，2011 年销量达到 2.3 万吨，销售均价上涨 5%左右。对应 10/11 财务年度，登海先锋对母公司的净利润贡献或将分别达到 1.42 和 1.75 亿元左右，对应 EPS 分别为 0.81 元、0.99 元，仍是公司 2010、2011 年业绩的主要增长点。**超试玉米**，我们预计，2010、2011 年制种面积有望分别达到 7 万亩、8 万亩，销量分别达到 1.3 万吨，2.7 万吨，贡献 EPS 或接近 0.5 元、1.0 元。

**风险因素：**落实制种面积低于预期；管理、营销等变革进程低于预期；种子侵权行为加剧；粮食价格大幅下跌。

**维持盈利预测和“买入”评级。**我们 2010 年超试玉米的制种面积可能会达到 7 万亩甚至更高，在超试玉米快速推广的过程中，公司业绩未来 2 年仍有望维持高增长态势。我们暂时维持登海种业（10/11/12 年 EPS1.30/2.00/2.70 元）业绩预测，维持“买入”评级，提高目标价至 80 元，相当于 2011 年 40 倍 PE 估值。如果公司制种面积与种子销售价格出现超预期的情况，我们可能还会上调盈利预测。

表 34：登海种业盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	31,402	41,693	57,911	99,435	142,223
增长率 YoY%	10.34	32.77	38.90	65.24	43.03
净利润（万元）	757	260	9,362	22,968	35,172
增长率 YoY%	32.58	-65.63	3,498.09	143.87	53.14
每股收益（元）	0.04	0.01	0.53	1.30	2.00
毛利率%	47.65	53.99	57.13	65.89	68.34
净资产收益率%	1.10	0.33	9.27	16.94	19.08
每股经营性现金流（元）	0.61	1.39	1.46	2.66	3.70

资料来源：中信证券研究部

## 隆平高科（000998）：站在高增长起点上的未来种业航母

### 打造种业航母的战略布局基本完成。

从 2004 年新大新集团成为公司大股东之后，公司用 6 年左右的时间，完成了在国内外种业市场上的战略布局。1) 成立上市公司的种子研发体系，该研发团队在袁隆平先生的亲自指导下，目前已经成为国内最好的杂交水稻育种团队之一，2009 年该团队自主培育的 2 个品种被农业部评定为超级稻；2) 收购亚华种业与山西屯玉，扩充了公司的业务结构，有效补充了公司在两杂种子市场上业务盲点，增强了公司进一步增加两杂种子市场份额的可能性，也提升了企业中长期的投资价值；3) 在印尼、菲律宾分别成立了以研究为主要业务的子公司，为将来以“输出技术、输出管理”的形式进入国际市场做好了铺垫；同时上海隆平的成立，为公司未来在转基因育种领域赢得竞争打下了基础。

### 公司发展前景展望：三大业绩高增长的推动力。

#### 1、公司拥有全球最优秀的杂交稻种子，全国领先的杂交玉米种子。

国内市场方面，公司目前在杂交水稻市场的占有率已经达到了较高水平，但随着未来外两优系列等超级稻品种，以及公司部分自有储备品种的推广应用，公司在杂交稻种子市场的占有率还有进一步提高的空间；完成对屯玉的收购之后，凭借隆平 206、浚单 20 等核心品种的推广，公司杂交玉米种子的销售收入规模有望大幅扩大，盈利规模也将迎来暴发式增长。

表 35：全球水稻主产国种植统计表

（单位：千公顷、吨/公顷）

国家	中国	孟加拉国	印度	菲律宾	越南
水稻面积	29230	11200	44000	4260	7305
杂交水稻	17500	300	1100	341	650
杂交稻占面积比例	60%	7%	4.8%	12.2%	18.8%
水稻单产	6.61	4	3.37	3.82	4.88

资料来源：农业部，中信证券研究部

国际市场方面，与中国一样，许多东南亚国家同样也存在粮食安全问题，他们对杂交稻种子的需求比较旺盛。公司在印尼、菲律宾等国家成立的研发中心或分公司的杂交稻研发工作进展顺利，国家领导人在经济外交与政治外交方面也给予了杂交稻很多支持，未来随着我国对外援助的杂交稻示范工程项目的不断增加，公司杂交稻种子的销量也有望大幅增长。

#### 2、公司拥有全国最优秀的种子经营管理团队。

刘石先生出任公司总裁，董事会对其充分授权，企业经营水平有望跃上新台阶。从刘石先生过去 20 年的经历来看，该高级人才既具有国际视野，又熟悉国内种业情况，对中国种业的盈利模式与发展趋势把握非常到位，经营管理与营销水平处于国内种业界一流水平。

我们认为，以刘石在业内积累的运作经验与理念、在全球种子行业的人脉关系，以及在国内的成功创造先玉 335 模式的实战经历，或将大幅提升隆平高科的经营管理水平，充分打开公司未来在国内，乃至全球市场上的发展空间，并成为公司经营上出现拐点的重要推动因素之一，上市公司为此将获得较高的管理溢价。

#### 3、公司在行业内的政治地位突出，有望成为政策扶持的重点。

目前，公司是国内最大的杂交水稻种子企业，年制种面积达 20 万亩左右（包括水稻、玉米、辣椒等全部作物）。作为民族种业的龙头公司，在国家实施种子战略，扶持大企业做大做强的过程中，有望成为最大的受益者。此外，由于公司以我国杂交水稻之父——袁隆平先生的名字命名，加上公司拥有对湖南杂交稻研究中心选育品种的优先有偿使用权，表明企业在行业内的政治地位非常突出。

**暂时维持盈利预测和“增持”评级。**我们认为，公司基本面已经出现了较多的积极变化，未来 2-3 年公司存在业绩暴发式增长可能性，其中两杂种子与辣椒种子有望成为推动业绩高增长的主要动力；短期考虑到公司少数股东权益偏高，对归属母公司股东净利润增长的抑制明显，同时，公司 2010 年回归主业后，维系过去 3 年业绩的投资收益大幅减少，也会拖累净利润增速。我们暂时维持隆平高科（10/11/12 年 EPS 0.35/0.50/0.60 元）的业绩预测，建议投资者重点关注公司的中长期发展空间与投资价值，维持“增持”评级。

**主要风险：**落实制种面积低于预期；管理、营销等变革进程低于预期；种子侵权行为加剧；粮食价格大幅下跌；少数股东权益偏高。

## 丰乐种业（000713）：外延式扩张推动盈利规模大幅扩大

公司战略调整后进一步清晰，“种子+农化”业务将获重点发展，“两杂”业务规模加速扩张，农化产能瓶颈消除后加速增长可期。

**两杂种子价格上涨有望提升公司盈利能力。**我们了解到，2009/10 年度，全国部分产区天气不利作物生长，两杂种子单产下降 12%-20%左右，直接减少了 2010 年两杂种子的供给量，加上当年制种成本同比提高 10%，全国杂交早稻（930 个样本）同比上涨 20%，中晚稻（694 个样本）同比上涨 24%，杂交玉米（1445 个样本）涨幅 6%-12%。我们预计，两杂种子价格上涨有望提升公司 2010 年的盈利能力。

**2010 年业绩增幅预期逐步明确，地产业务或将贡献 EPS 0.15-0.20 元。**由于全资子公司丰乐房地产开发有限公司开发的“丰乐世纪公寓”项目将于今年 6 月底前全部交付，我们预计，地产业务有望增厚 2010 年每股收益 0.15-0.20 元；同时，公司主要产品种子等销售毛利较上年同期增加，也将成为 2010 年业绩增长的主要推动力。短期来看，中报业绩预增 150%（7800 万元，对应 EPS 0.29 元），甚至超预期，有可能会成为股价催化剂。

**中长期估值溢价来自业绩快速增长与外延式扩张预期。**我们认为，公司获得估值溢价的主要逻辑有两个，一是战略调整之后，公司“种子+农化”两项主营的业绩实现暴发式增长的可能性较大；二是公司正面临着种子行业景气持续回升，政府将大幅增加对国内种业的扶持力度的有利背景，未来实施外延式扩张的预期较为强烈，公司盈利规模有望得到快速提高。

**风险因素：**自然灾害导致 10/11 年制种面积落实难度加大；种子推广速度低于预期；定增募投项目不能按时投产；原油价格大幅上涨。

**维持盈利预测和“买入”评级：**我们维持丰乐种业（不考虑增发摊薄，10/11 年 EPS0.49/0.66 元）盈利预测。考虑到公司未来 2-3 年良好的成长性（主业复合增长率接近 40%），给予公司 2010 年 35 倍 PE，目标价 17.31 元，维持“买入”评级（上述业绩预测与目标价已根据 10 转 2 后总股本增加至 2.7 亿进行了相应调整）。

表 36：丰乐种业盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	95,920	94,121	104,633	145,570	197,609
增长率 YoY%	14.96	-1.88	11.17	39.12	35.75
净利润（万元）	3,542	2,625	6,745	13,356	17,953
增长率 YoY%	30.18	-25.89	156.91	98.01	34.42
毛利率%	24.45	26.80	25.96	27.27	27.76
每股收益 EPS（基本）（元）	0.13	0.10	0.25	0.49	0.66
每股净资产（元）	2.40	2.53	3.07	5.73	6.59
净资产收益率 ROE%	5.38	11.86	17.71	14.44	13.47

资料来源：中信证券研究部



## 敦煌种业（600354）：先玉 335 快速增长预期明确

先锋公司延续高增长，全年税后贡献有望达 1.5 亿元以上。我们测算，09/10 年度先锋公司的净利润可能会达到 2.8 亿元（税前），对 2010 年一季度的税后净利润贡献预计为 6000 万元左右。我们认为，随着敦煌先锋宁夏分公司一期工程的投产，2010/11 年度先玉 335 的销量有望增至 3 万吨左右，先锋公司在 2010 财务年度，对母公司的税后贡献有望达到 1.5 亿元以上。

本部亏损拖累当期业绩增幅，母公司全年业绩有望同比减亏。报告期，母公司亏损 3822 万元，其中 2041 万元是由资产减值损失造成。我们预计，公司 2010 年一季度经营性亏损可能为 1800 万元左右，主要由棉籽加工、棉花产业两个板块引起。全年来看，09/10 年度公司皮棉加工量大幅下降（减少了籽棉收购量，增加了皮棉购销量），棉粕棉油价格下半年有望逐步回升，番茄酱业务成本低于市场平均值（公司每年可无偿获得 2 万吨左右的番茄种子加工产生的副产品——番茄酱原料），母公司 2010 年业绩有望同比减亏。

**风险因素：**自然灾害；皮棉加工业务成本价格持续倒挂；番茄酱和脱水洋葱出口价格大幅下跌；棉籽油、棉粕价格大幅下跌。

**维持盈利预测和“买入”评级：**考虑到敦煌先锋高速增长、食品加工对业绩的增厚预期、棉花业务有望减亏，我们维持敦煌种业（10/11/12 年 EPS0.60/1.00/1.20 元）的业绩预测（不考虑增发对股本的摊薄）。维持 24 元的目标价，相当于 2010 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

表 37：敦煌种业盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	110,998	151,270	179,954	200,676	211,232
增长率 YoY%	47.49	36.28	18.96	11.51	5.26
净利润（万元）	1,391	3,002	11,240	18,658	22,280
增长率 YoY%	-195.48	115.83	274.37	65.99	19.42
每股收益（元）	0.07	0.16	0.60	1.00	1.20
毛利率%	25.88	29.60	36.26	40.28	39.93
净资产收益率%	2.04	3.51	9.91	12.02	10.99
每股经营性现金流（元）	0.70	2.34	-2.12	3.79	4.13

资料来源：中信证券研究部

## 荃银高科（300087）：超预期增长取决于外延式扩张的可能性

公司核心竞争力处于国内第一梯队的中游水平。以通过国审品种的区域试验表现优秀次数为参考，公司研发能力处于全国前 10 的地位；以品种年推广面积为参考，公司主导产品新两优 6 号是全国 10 大杂交稻品种之一，年推广面积超过 300 万亩。过去 3 年主营收入复合增长率 37%，毛利率保持在 43%左右，净利润复合增长率达 33%，杂交稻种子市场占有率上升至超过 2%（在全国排第 6 位），在国内外市场已建立起一定的品牌影响力。总体上看，公司核心竞争力处于国内第一梯队的中游水平。

公司研发体系逐步完善，品种梯队建设有望加强。公司是安徽省高新技术企业，目前已经形成从中稻到晚稻、从三系到两系的杂交水稻品种线，06-08 年公司共有 11 个品种参加国审，其中 4 个品种通过审定，表现最为优秀的“新两优 6 号”被农业部列为“第一批超级稻示范推广品种”。我们认为，从过去几年的成果来看，公司在李成荃、陈金节等研究人员带领下，研发实力在全国种子企业中名列前茅，但品种梯队建设略显不足，加上企业研发体系与激励机制尚未完善，短期依靠产品升级推动的业绩增长预期存在一定的风险，未来这方面的短板在上市之后有望得以解决。

“公司+经销商+农技推广部门”提升企业品种推广能力。公司通过与农技推广部门、经销商结合在一起，探索出了符合公司实际情况的营销体系和良种推广服务体系，在过去 3 年新两优 6 号等品种推广过程中，起到了至关重要的作用。目前公司已经在安徽、江苏、湖北等 16 个省建立起较为合理的营销网络，



种子销售以自主品种为主。我们认为，随着公司产销规模的进一步扩大，公司当前营销推广模式的成功复制，是检验企业推广能力的关键。

**超预期增长取决于外延式扩张的可能性。**公司完成 IPO 之后，融资平台优势较国内其它种业公司大幅领先，应用资本市场进一步建设完善研发体系、推广平台，经过一段时间的调整，推动自有产品结构的升级；同时，在当前行业景气回升、中央政府做大做强民族种业的发展机遇期，短期也有望通过外延式扩张做大做强主业（公司此次 IPO 大规模超募的可能性较大，规模可能在 4 亿元左右），快速提升公司的盈利能力。

**公司业绩弹性较大。暂不给出评级与目标价。**我们认为，公司目前的综合竞争力总体上处于国内领先的水平，IPO 完成后，研发、推广体系都有望得到快速升级，由此带来的企业中长期盈利能力提升的预期较强；同时，公司大规模超募的可能性较大，利用超募资金实现外延式扩张预期也较强，这将在短期内实现盈利规模的快速扩大。我们测算，公司 10/11/12 年全面摊薄后 EPS0.80/1.02/1.33 元。公司中长期投资价值较为突出，但短期业绩增长尚不明确。暂时不给出评级与目标价。建议投资关注公司未来的成长性与当前的估值水平。

主要风险：治理结构风险；品种梯队不饱满；品种推广低于预期；快速扩张可能引发的管理风险。

## 中牧股份（600195）：产品结构调整有助提升竞争力

**主业总体增长平稳，期间费用率仍处高位。**09 年，公司主营业务保持平稳增长态势。其中，生物制品实现收入 11.2 亿元，同比增长 14%，饲料业务收入达到 8.5 亿元，同比增长 18%，兽药为 1.2 亿元，同比增长 11%。费用方面，09 年公司期间费用率为 24%，较 08 年小幅回落 3 个百分点，但与 05-07 年相比，仍处在较高水平，具体来看，09 年财务费用减少 1900 万元（降幅约为 59%），但第四季度管理费用同比增长了 2400 万元（增幅达 54%）。

**高端疫苗产品增长较快，常规苗产量有所回落。**2009 年，公司调降了部分常规苗的销售比重，增加了禽用二价苗、多价苗，口蹄疫合成肽（0.8 元/头份）疫苗等高毛利品种的销量，公司生制品总体销量虽然出现了大幅下降的现象，但收入（+13.97%）与利润（+12.23%）仍保持了稳步增长的态势。具体来看，预计公司 09 年禽流感收入的增幅可能达到 50%以上，即超过 3.3 亿元；口蹄疫收入的增幅可能为 10%以上，达到 4.7 亿元以上；蓝耳病、猪瘟等疫苗品种收入同比大致持平（猪弱毒蓝耳疫苗尚未开始贡献利润，09 收入仅为 1000 多万）。

**维持“买入”投资评级。**我们认为，公司是弱毒蓝耳疫苗与 A 型口蹄疫推广后行业扩容的最大受益者，加上 2010 年收入有望同比增长 10%，三项费用总额增长率控制在 10%以下，兽药产业扭亏等，2010 年业绩增长相对较为确定。维持中牧股份（10/11 年 EPS 0.80/0.95 元）业绩预测，维持“买入”评级，目标价 28 元（相当于 2010 年 35 倍 PE）。

主要风险：公司治理结构风险；饲料原料贸易市场风险。

表 38：中牧股份盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1721	1825	2103	2551	2941
增长率YoY%	16.67	6.01	15.08	20.13	15.30
净利润（百万元）	157	162	228	353	371
增长率YoY%	24.82	3.02	47.96	54.82	5.09
每股收益（元）	0.40	0.41	0.58	0.80	0.95
毛利率%	35.61	44.75	39.78	43.71	44.50
净资产收益率%	15.45	14.75	18.15	19.22	18.89
每股经营性现金流(元)	0.33	1.13	0.29	0.32	0.41

资料来源：中信证券研究部

## 大北农（002385）：产品定位高端，产能加速扩张

我国饲料市场需求潜力较大；行业集中度快速提升过程中，龙头企业受益最大。《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》预测，2015 年末的我国工业饲料年产量将达到 17780 万吨左右，较 2008 年增长 4000 万吨，增长率达到 30%。集中度提高是行业发展的走势，预混料、浓缩料市场有望随规模养殖比例提高而增长 30%以上，盈利能力持续保持较高水平。且拥有科研和服务优势的龙头企业有望在行业整合过程中充分受益。

**预混饲料业龙头地位稳固，种业品种优势明显。**06-09 年饲料收入年复合增速达 30%，归属于母公司净利润的复合增速为 36%，饲料销量复合增速 23%，均远高于行业平均水平；其中预混料销量连续 5 年位居同类企业第一位，09 年销量达 20 万吨，占全国 3% 市场份额。种业方面，主要水稻种子在湖北、江西两个水稻种植大省的市场占有率位居第一，代表品种主要有两优培九和扬两优 6 号，08 推广面积占我国杂交稻种植总面积 4.4%；未来 3-5 年，C 两优 396、天优华占和农华 101 等新品种有望贡献业绩。

**研发能力与服务型营销是公司的核心竞争优势。**公司凭借突出的研究能力，饲料产品的料肉比系数较行业平均水平低 0.2-0.3，是公司近 5 年毛利率保持在 20% 的基础；同时，公司通过向养殖户提供全面技术服务，也是拉动公司快速增长重要因素（公司拥有一支超过 4000 人的技术服务队伍直接为全国的养殖户提供服务）。预计在公司未来的快速扩张过程中，这种核心竞争力有望发挥更大的优势效应。

**募集资金有望加快产能扩张步伐。**募集资金到位后，公司产能扩张加速，除了现有募集项目之外，公司还将加快其它饲料和种子类项目的自建与收购进度，从而大幅缓解产能不足的压力。近年来，公司的产品销售增速较快，但由于产能不足无法满足旺盛的市场需求，制约了公司进一步的发展。募集资金到位后，公司将在 2009 年 128 万吨总产能的基础上增加至 2012 年的 285 万吨，增长 123%；在 2009 年 99 万吨的产量基础上增加到 225 万吨，增长 127%。公司产能不足的问题有望得到解决。

**维持公司盈利预测和“增持”的投资评级。**我们维持公司（10/11/12 年 EPS 1.13/1.63/2.00 元）盈利预测，考虑到公司在营销网络、产品结构方面远领先于行业内同类公司，加上公司稳定的管理团队对中长期发生的贡献，公司中长期投资价值较为突出。暂时维持“增持”的投资评级，目标价 56.50 元，相当于 2011 年 35 倍 PE 估值。

**主要风险因素：**原料价格波动、市场恶性竞争、自然灾害和疫病。

表 39：大北农盈利预测

项目/年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	360,718	397,538	595,096	764,999	998,078
增长率YoY%	58.89	10.21	49.70	28.55	30.47
净利润（万元）	14,395	27,875	45,403	65,137	80,053
增长率YoY%	32.56	93.64	62.88	43.47	22.90
毛利率%	20.50	24.09	24.69	25.59	25.20
每股收益EPS（摊薄）（元）	0.36	0.70	1.13	1.63	2.00
净资产收益率%	22.77	31.78	14.03	17.34	18.33
每股经营性现金流（元）	0.73	0.73	0.73	1.92	1.70

资料来源：中信数量化投资分析系统

## 海大集团（002311）：业绩增速取决于扩张进度

饲料销量较快增长，毛利率有望持续小幅提升。2009 年公司销售饲料 176.13 万吨，其中水产配合料 70.88 万吨，畜禽配合料 104.55 万吨，同比增幅分别为 20.99%、35.39%、12.85%；我们预计，鱼料、虾料销量的同比增幅或达 35%、20%。饲料总体毛利率较 08 年提高 0.52 个百分点至 8.54%。我们认为，粮价较低、水产配合料销量占比提高，是公司毛利率提高有主要原因；2010 年，水产配合料销量占比有望继续提高，带动主业毛利率稳步上行。

饲料产能快速扩张，推动公司业绩持续增长。我们测算，到 2010 年中期，公司饲料总产能有望达到 320 万吨以上，至 2011 年，公司产能将达到 400 万吨（09 年产能为 245 万吨配合料，1.6 万吨预混料）；届时，饲料年销量有望突破 280 万吨，水产料占比由 40%上升至 50%。我们认为，饲料产能快速扩张，是公司业绩持续高成长的重要保障。

苗种业务或将成为新的增长点。从目前市场反馈来看，公司繁育的鱼苗、虾苗优质优价，对比同类产品，公司繁育虾苗的成活率在 90%以上，售价达到 100 元/万尾，而售价为 20 元/万尾的市场苗，平均成活率则不足 40%左右；鱼苗的竞争力主要在发病率低等方面。我们预计，2010 年公司虾苗销量有望达到 60-100 亿尾，收入达 0.7-1.0 亿元，2011 年，已投资 1 亿元新建的 10 个种苗场投产后，销量有望突破 150 亿尾，收入超过 1.5 亿元。

维持“增持”评级。考虑到公司良好的治理结构，未来 2-3 年净利润将保持 30%左右的稳定增长，且分红水平将保持在 20%-30%的区间内，我们长期看好公司的发展前景。维持公司（2010/2011 年 EPS 0.75/0.97 元）盈利预测和“增持”评级。暂不给出目标价。

风险因素：原料价格波动、市场恶性竞争、自然灾害和疫病。

表 40：海大集团盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	272,168	453,032	525,045	655,467	871,796
增长率YoY%	78.30	66.45	15.90	24.84	33.00
净利润（万元）	10,349	13,064	15,515	22,060	28,313
增长率YoY%	83.34	26.23	18.76	42.18	28.35
毛利率%	9.07	7.80	8.54	8.83	9.40
每股收益EPS（全面摊薄）（元）	0.35	0.45	0.53	0.75	0.97
每股净资产（元）	1.76	2.24	7.48	8.28	9.23
净资产收益率ROE%	26.94	26.74	7.16	9.15	10.54

资料来源：中信证券研究部

## 顺鑫农业（000860）：2010 年或将成为业绩集中释放期

本部白酒中高端比例增加，宁城老窖复产复销加速。公司 09 年牛栏山系列白酒销售收入 12.6 亿元，实现净利润 6776 万元，宁城老窖销售收入可能接近 1 亿元，预计实现净利润 1000 万元。09 年中高端白酒收入比例继续提高，目前已达到 54.1%；北京城区、长江三角洲、珠江三角洲、华北和西北市场销售势头良好，增速达 26%-73%不等。我们预计，未来 3 年，产品结构向中高端调整、宁城老窖加速复产复销，将成为公司白酒板块的主要增长动力，增速有望达到 30%以上。

猪价回升将提高肉类业务和种猪业务盈利能力。09 年公司种猪销量同比增长 33%，种猪场种猪、育肥仔猪完成销售收入 1.04 亿元，实现净利润 3928 万元；鹏程食品分公司新增市场销售网点 102 家，生鲜肉产品销量较去年同期增长 24.4%，累计实现销售收入 27.71 亿元，实现净利润 1458 万元；熟食业务加大渠道的开发力度，进一步扩大了高端精加工产品的市场占有率。预计猪价回升将稳步提高公司肉类业务与种猪业务的盈利能力。

**地产业务结算高峰、花博会场馆出租贡献业绩。**我们预计，顺鑫花语、曲阜商贸城尾盘收入的确认，可能会集中在 2010 年上半年，加上包头金瑞和杨镇三期项目的贡献，花博会主场馆完成撤展、改造后的出租租金收益，2010 年公司地产业务有望大幅增长。

**增发项目定位做强主业，公司中长期竞争力有望得到提升。**公司拟非公开发行股票数量为不超过 1.1 亿，募集资金净额不超过 17.3 亿元。其中，8.35 亿元投向牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目，三年后达产；8.93 亿元建设优质种猪繁育和规模化养殖项目，第二年投产。我们认为，本次增发项目，有助于公司做强主业，进一步理顺产业链，利好中长期竞争力的提升。

**维持“增持”评级。**考虑公司白酒业务将继续快速增长、肉类及种猪业务有望稳步盈利回升、果蔬汁和食品加工业务继续减亏以及地产业务结算高峰，以及本次定向增发对白酒及种猪/商品猪的强化，我们维持顺鑫农业（10/11 年 EPS0.78/0.85 元）的业绩预测和“增持”的投资评级。

表 41：顺鑫农业盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4521.13	5175.52	6087.11	8614.73	9059.15
增长率YoY%	40.18	14.47	17.61	41.52	5.12
净利润（百万元）	147.24	221.05	160.61	342.06	372.76
增长率YoY%	50.30	50.13	-27.34	112.98	8.98
每股收益（元）	0.17	0.50	0.37	0.78	0.85
毛利率%	16.54	18.76	20.61	21.52	21.83
净资产收益率%	6.94	9.69	6.70	8.35	9.10
每股经营性现金流（元）	0.15	-1.01	0.31	0.92	1.05

资料来源：中信证券研究部

## 圣农发展（002299）：产能超预期扩张的可能性或提升公司估值水平

**产能快速扩张，支撑公司未来 3 年的高成长。**

根据统计数据，圣农集团作为所在地福建光泽县的农业产业化龙头企业，不仅解决了当地大量劳动力的就业问题，同时也是创造光泽县 GDP 的最主要的企业之一。因此，过去几年，当地政府对于公司发展的政策扶持，达到了尽最大可能的程度。根据光泽县农业部门的规划，该县境内最大肉鸡养殖承载能力为 2 亿只。我们认为，这是公司下一步在 09 年产能基础上，成功实现翻番扩张的重要保障，而进一步的产能扩张，则主要通过管理模式复制上存在相对不确定性的外部发展来实现。

我们认为，我国农村城镇化加速必然快速增加肉鸡养殖业的集中度，这为行业发展打开了空间；而肯德基等优质客户的快速扩张（2010 年开始肯德基以每年 500 家左右的速度，在二三线城市新开门店）后对鸡肉需求的增加，为公司产品销量打开了空间。我们预计随着公司肉鸡养殖能力由 09 年的 7500 万羽，向 2 亿只白羽肉鸡的推进，公司鸡肉销量也将由 09 年的 13.4 万吨，增加至 35 万吨以上；产销量的快速增长，将成为公司未来 3-5 年保持高速增长的基础。

**向产业链上下游扩张延伸的战略，提升公司中长期投资价值。**

“拉长、做大、加强管理”是公司正在实施的发展战略。目前公司肉鸡产业链已经涵盖了从饲料生产、父母代种鸡养殖到商品鸡养殖、屠宰分割等肉鸡养殖一体化的全过程（5 个环节），未来对产业链的拉长，或将主要集中在现有产业链的两端，即上游延伸至祖代鸡养殖，下游向品牌食品和快餐业拓展，客户定位上则由当前的中高端客户为主，向高中低端并进的格局转变，来实现“做大”的目标；并通过降低单位产品折旧、降低财务费用、加强内部管理等方式，提高主营业务毛利率，增强企业盈利能力。

我们认为，上述发展路线，实际上是符合我国肉鸡养殖业的发展方向的，因此对提升公司中长期投资价值具有至关重要的意义。这是因为，公司 27 年前抓住我国食品安全问题突出，安全的鸡肉可获得溢价发展



机遇期，争取到了像肯德基这样的一批高端、优质客户；但随着国内养殖规模化水平的提高，肉类产品质量安全的提高，食品安全为企业带来的竞争优势日益下降，届时，品牌建设与产业链管理能力将有望成为企业获取竞争优势的重要途径，而公司确定的加强产业链管理、养殖祖代种鸡，建设下游熟食品牌的发展策略，则正好有望为 5 年以后，获得品牌先发优势与低成本养殖优势奠定基础。

#### 激励机制相对完善，管理效率相对较高。

公司上市之前，中高级管理层已持股，并有创投资金参与，其中，公司总畜牧师李文迹先生等高管及员工共 15 人持股 642.51 万股，占发行后股本的 1.57%。达晨创投等 8 家法人机构于 2006 年底、2007 年陆续进入。目前，实际控制人傅光明先生及其配偶、女儿，直接和间接持有公司股份合计 2.6 亿股，占公司发行后 4.1 亿股的 63.44%。我们预计，未来公司将通过增发、送股等方式，使得实际控制人的持股比例下降至 30%-40%，以进一步完善公司治理结构。

另外，据我们了解，虽然公司所在地相对偏远，但公司对人才培养与激励，均处于同行业领先水平，除了股权激励之外，公司给予高管及重要技术岗位员工的薪酬待遇水平略高于北京、上海等大城市同类岗位待遇，和充分信任与自主权。这对于招揽优秀人才、稳定现有队伍，起到决定性作用，例如公司总畜牧师已为公司服务 20 多年，现任营销总监为肯德基原中国区副总裁。

#### 维持公司盈利预测和“增持”评级，目标价 35 元。

我们保守预计，2010 年、2011 年公司肉鸡屠宰量将分别达到 9600 万羽、1.2 亿羽，而随着规模效应的显现，固定成本摊销的下降，财务费用率的下降，不考虑短期波动，公司每只肉鸡的净利润有望呈现逐年增加的态势，2010、2011 年有望分别达 3.2、3.3 元。我们上调圣农发展（10/11 年 EPS 分别为 0.75/0.99 元，10/11 年 PE 37/30，当前价 27.78 元，“增持”评级）盈利预测。

同时，考虑到公司拥有极富竞争力的食品安全先发优势，未来可能向祖代鸡养殖与终端品牌熟食延伸的产业链优势，加上肯德基、麦当劳、德克士、太太乐等优质高端客户资源优势，并在公司良好的治理结构及激励机制（管理层已持股）保障之下，未来 3-5 年，公司快速扩张与规模效应推动的业绩持续高增长可期，复合增长率或保持 30%以上，且根据产能扩张的速度，存在超预期增长的可能性。给予公司 2011 年 35 倍 PE 估值水平，目标价 35 元。

**主要风险因素。**异地扩张失败；肉鸡价格波动风险；原材料价格波动风险。

表 42：圣农发展盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（万元）	89,747	129,535	143,769	198,820	287,317
增长率YoY%	55.58	44.33	17.29	38.29	44.51
净利润（万元）	16,733	18,134	20,039	30,753	40,592
增长率YoY%	212.45	8.37	10.50	53.47	31.99
毛利率%	27.24	21.68	20.46	20.51	18.01
每股收益EPS（基本）（元）	0.41	0.44	0.49	0.75	0.99
每股净资产（元）	1.47	1.81	3.85	4.70	5.49
净资产收益率ROE%	30.76	27.22	19.21	15.38	16.74

资料来源：中信证券研究部

#### 獐子岛（002269）：高档水产品养殖业龙头，高成长有望持续

养殖业盈利大幅提升，加工业收入大幅增长。09 年公司海珍品养殖业产能迅猛增长，销量实现大幅增长，虾夷扇贝价格呈 V 形走势，海参与鲍鱼价格前低后高。养殖业收入实现同比增长 21.3%的同时，毛利率水平也提高了 6.84 个百分点至 54.13%（虾夷扇贝毛利率由 37.18%上升至 50.82%）；加工业收入持续保持高速增长态势，毛利率水平保持稳定。



**海冰或致散养户大幅减产，虾夷扇贝价格有望全年维持高位。**进入 2010 年以来，30 年一遇的海冰灾害，推动大连虾夷扇贝连续两次提价，累计幅度达 15% 左右。我们预计，2010 年 1-2 月，公司底播虾夷扇贝销鲜均价同比涨幅可能达 25%，销量的同比增幅或接近 60%（可能连续 5 个月刷新单月历史高点），带动公司收入同比增幅或达到 45%。我们认为，2010 年在 35 万亩收获面积（2011 年有望达 50 万亩）的保障下，公司有望继续实现高速增长。

**“海域资源扩张+市场品牌提升”战略，确立公司中长期投资价值。**报告期内公司顺利完成 65 万亩大规模底播养殖投苗计划，确权海域资源达到 155 万亩，为公司下一阶段的高成长奠定了坚实的基础。我们认为，公司目前正处于资源战略扩张、加工业战略扩张和市场品牌战略提升的重要执行期，未来 3 年公司业绩存在高速增长基础，且为了获取企业进一步发展所需的资金与地方政府的政策支持，公司业绩释放动力也较强。

**维持盈利预测，维持“增持”评级。**公司业内领先的综合竞争优势明显，随着优质海域资源扩张战略和市场网络建设与品牌运营的持续、稳步推进，公司业绩高速增长明确，中长期投资价值突出。考虑到虾夷扇贝价格上涨幅度超预期，我们维持獐子岛（10/11 年 EPS 0.68/0.85 元）盈利预测和“增持”的评级。

**风险因素：**大规模病害；台风、风暴潮等自然灾害；人民币升值；海珍品价格大幅下跌。

## 安琪酵母（600298）：行业地位稳固，持续增长可期

**主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长。**2009 年公司酵母类产品实现销售收入 15.83 亿元，同比增长 29.64%，其中，出口收入达到 6.6 亿元（产品出口到 100 多个国家和地区，保持国内第一大酵母出口企业地位），同比增长 53.65%。我们预计，09 年公司酵母类产品销量或达到 7.5 万吨左右，同比增长 23%，销售均价达 2.1 万元，同比提升 6% 左右。2009 年，“安琪”在国内酵母市场的第一品牌地位得到进一步巩固。

**规模效应增强盈利能力，产能扩张加快业绩增长。**09 年，公司酵母系列产品总产能达到 9.2 万吨，生产规模扩大使得公司固定费用率降低，推动销售毛利率同比上升 2.79 个百分点，达到 36.82%。我们预计，随着 2010 年埃及 1.5 万吨酵母生产线的投产，规模效应有望更加突出；同时，产能瓶颈消除之后，公司收入规模的扩大或将加快业绩的增长；2010 年，公司将力争实现主营业务收入 20.6 亿元，净资产收益率同比有所增加。

**少数股东权益保持较快增长；增发项目于 2010 上半年完成。**2009 年，公司少数股东权益 8900 万元，同比增长 124.9%，在税后利润中的占比由 26.98% 上升至 29.77%（安琪伊利由于存在较大的原料成本优势，可能是少数股东权益的主要贡献者）。我们认为，随着公司定向增发收购安琪伊犁 30% 股权、安琪赤峰 10.5% 股权和宏裕塑业 65% 股权方案的实施，公司治理结构与合并报表业绩有望如期实现改善。

**维持盈利预测，维持“买入”评级：**鉴于公司酵母及其深加工产品量价齐升持续、出口保持较快增长、产能扩张推动的业绩增长可期，加上少数股东权益收回对公司的业绩贡献，我们维持安琪酵母（10/11 年 EPS 1.05/1.30 元）业绩预测，维持“买入”评级。

**风险因素：**糖蜜价格上涨；人民币升值；国际贸易摩擦导致出口受阻。

表 43：安琪酵母盈利预测

项目/年度	2007	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1061	1311	1686	2155	2768
增长率 YoY %	21.70	23.61	28.60	27.82	28.45
净利润（百万元）	91	104	210	262	324
增长率 YoY %	14.72	15.25	101.15	25.36	23.71
每股收益（元）（未考虑增发）	0.33	0.39	0.77	0.97	1.20
毛利率 %	30.42	34.00	36.82	37.84	36.59
净资产收益率 %	11.38	12.07	20.20	21.08	21.32

资料来源：中信证券研究部

## 附：行业基础知识

### 见微知著：我国三代农业企业家的创业历程

（以下信息摘自媒体）

#### 刘永好

##### 人物简介：

刘永好先生，生于 1951 年 9 月，四川省成都市人，毕业于四川电大，高级工程师。现任新希望集团有限公司董事长、中国民生银行股份有限公司副董事长、新希望投资有限公司董事长、希望集团有限公司总裁、四川新希望农业股份公司董事长、山东六和集团有限公司董事长，民生人寿保险股份有限公司监事长，全国政协委员、全国政协经济委员会副主任。曾任全国政协常委、中华全国工商联联合会副主席、中国光彩事业促进会副会长等。

刘永好先后荣获中国十佳民营企业家、中国改革风云人物、中国十大扶贫状元、中国企业管理杰出贡献奖以及美国《商业周刊》评选的“2000 年亚洲之星”、2004 亚太最具创造力华商领袖、2006 年 CCTV 年度经济人物、三农人物。2007 年刘永好先生被美国著名的安永会计事务所评为“安永企业家奖”、荣获 2007 年中国管理 100 “持续创价值”奖、2007 年度“光彩人物榜”。2008 年获称“中国改革开放 30 年影响中国经济 30 人”。

##### 创业历程：

刘永好的创业实践始于中国改革开放全面起步的 1982 年。当时他与包括刘永行在内的三位兄长一道，辞去其在政府部门、教育机构和国有企业的公职，筹集 1000 元人民币到四川成都新津县农村创办鹤鹑饲养企业，经过六年时间，积累了 1000 万元并在 1988 年，刘永好兄弟成功地开发出“希望牌”高档猪饲料，很快占领成都市场。

1992 年，刘永好兄弟开始将希望成功模式向全国复制，在全国各地办厂并取得成功。

1993 年，刘永好先生等联合国内 9 位民营企业家联名发出倡议，动员民营企业家们到中国西部贫困地区投资办厂，培训人才，参与社会扶贫。这一举措旨在响应中国政府提出的用本世纪最后 7 年时间消除 8000 万人贫困的“八七扶贫攻坚计划”的经济社会目标。这项倡议及其行动被称为“光彩事业”，它引起了中国民营企业界的热烈反响，全国先后有 3800 民营企业家参与进来，包括来自香港和澳门的企业家。在中国西部和中部的贫困地区投资近 2 亿元，兴建 14 家光彩事业扶贫工厂。

希望的创业者们在推动企业快速发展的同时，注意到家族式企业在管理方面的弊端，为了使企业跟上发展的潮流，他们分别于 1992 年和 1995 年两次对原有的管理体制进行了调整并明晰产权。1995 年，刘永好四兄弟明晰产权，进行资产重组，分别成立了大陆希望集团、东方希望集团、新希望集团、华西希望集团，各自在相关领域发展。

1996 年，得益于党和政府关于多种经济成分共同发展的政策推动，刘永好组建了最大的本土饲料企业集团——希望集团。同年，刘永好先生作为新任的全国政协委员，与中国工商界的一批知名人士发起成立中国第一家主要由民营资本构成的规范的股份制商业银民生银行。新希望是民生银行的第一大股东，刘永好先生连续两届当选为该银行副董事长。

1998 年，集团控股新希望农业股份有限公司在深圳证券交易所上市。同年，新希望进入房地产，并成功开发成都当时最大房地产项目——锦官新城。2002 年，新希望收购成都滨江化工厂、四川阳平乳业，由

此开始进入化工业、乳业。到 2002 年底，希望集团已发展成为以饲料为主，涉足食品、高科技、金融、房地产、生物化工等行业，拥有 140 多个工厂的全国性集团公司，是国内最大民营企业之一。

作为中国最大的民营农业企业，2009 年新希望集团销售收入超过 500 亿元人民币。在过去这 28 年间，从做饲料起家的新希望悄悄在中国市场绘制着一张复杂的产业版图，在这张复杂的网络中，包含肉、蛋、奶 3 条产业链，涉及饲养、饲料、兽药、屠宰、加工等等诸多环节的数 10 家企业、上百家农户。以饲料为原点，新希望正在产业链最上游围绕农户、农村市场，打造一个“保姆式”的农业服务网络；而在下游，新希望正在通过不断向终端靠近，构建一个从农户到渠道的全产业链大格局。刘永好的战略目标是“以农牧产业链为基础，向消费者提供从原种、饲料、养殖、屠宰、终端销售一体化的可追溯产品，成为世界级农牧企业。”

## 温北英

### 人物简介：

温北英先生于 1936 年出生于封建书香之家，新兴县簕竹镇石头冲村人，小时候在父母的严格要求下，读的是三字经、千字文和四书五经等，吸收了我国传统的儒家思想的精华。1955 年毕业于肇庆师范学校，1957 年被错划为右派，1962 年回家务农。20 年的坎坷经历使他深切了解农民的疾苦，也使他得到了钻研并掌握了鸡苗温室孵化、鸡病防治等群鸡饲养技术，更重要的是使他磨练出顽强坚毅、正直诚挚、勤劳朴实、谦逊好学的意志和品格。

### 创业历程：

1972 年，掌握了养鸡技术的温北英被簕竹公社调用，指导全社各队办养鸡场。1982 年，改革开放的春风吹绿了神州大地。自邓小平提出了“建设有中国特色的社会主义”之后，温北英就敏锐地感觉到创业机会的悄然而至。1983 年，在国家高度重视“三农”问题的气候环境下，温北英带领了 7 户 8 个农民，集资 8000 块钱，承包簕竹公社农场进行经营，以股份制形式创办了簕竹鸡场，1987 年开始研制孵化机建孵化厂，1990 年建成第一家颗粒饲料厂。1993 年，经肇庆市人民政府批准，成立了“新兴县温氏食品集团公司”。公司拥有 7 个种鸡场、4 家饲料厂以及罐头厂、鸡肉分割厂等一大批物业。1994 年，与温氏合作的养鸡户达到 4000 多户，年上市肉鸡 1800 万只。温北英被全国科协授予“科学致富能手”，温氏食品集团后来成为“全国农业产业化国家重点龙头企业”，成为广东省最大的肉鸡生产基地。

创业过程中，温北英形成自己的生产经营模式和管理哲学。生产经营的温氏模式，包括公司+农户、实行全员股份制、组建一体化公司三个方面：1、推行公司+农户。从帮助农民、共同致富的愿望出发，温氏集团把和农户的合作作为生产经营的基本形式，不断推行公司+农户，到现在，和温氏合作的农民已达 29500 户。2、实行全员股份制。温氏集团从 1990 年开始发行职工股票，实行全员股份合作制。平衡各方利益，注意调动各层次员工的积极性。成了深入传播企业文化核心理念的有力手段。3、组建一体化养殖公司。把工业生产的理念引进农业生产，温北英将温氏养鸡公司组建成为包括种鸡场、孵化厂、饲料厂、生产技术部、服务部、销售部、财务部的一体化养殖公司，这样的公司紧抓住种苗、饲料营养、防疫、管理和销售几个主要环节，一头连接广大养户，一头直通市场，实现了肉鸡的规模化、集约化、商品化生产。

温氏集团在发展和摸索中也形成了自己的管理哲学，从经验型管理到科学型管理再到文化型管理。温氏的管理哲学主要体现在以下几点：第一、以人为本。第二、保护首创精神。第三、弹性管理。第四、注重实效。

温北英是一个富有理想的企业家，其核心是共同富裕的大同思想，在创办温氏集团的过程中不断提炼和传播企业的价值观和核心理念。1986 年提出“科技兴场，造福员工，造福社会”，表现出强烈的科技意识，明确了企业的目标宗旨。1989 年提出“温氏食品，人人有分”，体现了温氏人的社会责任感。温北英在 1993 年，写出 44 个字的员工守则：“精诚合作，各尽所能，用科学、办实事、争进步、求效益，文明礼貌，胸怀广阔、磊落光明。同呼吸、共命运，齐创美满生活。”包涵了温氏文化最高层面上所有的内容：企业精神、

价值观、宗旨目标、管理哲学、营销理念等，而其中的“精诚合作，齐创美满生活”就成了温氏文化的核心理念。

## 邵根伙

### 人物简介：

邵根伙先生，生于 1965 年 7 月，是浙江金华人。1982 年至 1986 年就读于浙江农业大学，1986 年至 1991 年在中国农业大学硕博连读，获农学博士学位。1991 年至 1993 年任教于北京农学院，讲师职称。1994 年 10 月创建北京大北农饲料科技有限责任公司，任董事长、总经理。邵根伙先生 2003 年荣获“中关村科技园区第二届优秀企业家”称号；2005 年被评为“全国三十位优秀饲料创业企业家”；2007 年被评为“中国优秀民营企业”；2008 年 12 月，被评为“中关村二十大新领军人物”。2009 年被评为“改革开放 60 年饲料行业十大经济人物”。

主要社会任职包括：中国农学会农业产业化工作委员会副理事长、中国农业技术推广协会副会长、中国饲料工业协会副会长、中国畜牧业协会副会长、中国种业协会副会长、北京市工商业联合会第十一届常委。

### 创业历程：

憧憬与使命感支持邵根伙逆着世俗的偏见选择了农学专业，并成了中国第一个养猪博士；支持他以中国农大的高才生的身份“下嫁”北京农学院；支持他在农学院里承包了农场并注册“大北农”。

1993 年，邵根伙博士辞去了北京农学院的教师职务用二万元创办了大北农饲料科技有限责任公司，大北农成立以来，始终秉承“报国兴农、成就自我”的企业理念，以创建全球最大农业知识企业为发展目标，致力于以高科技发展中国的现代农业事业。为给企业的持续高效发展提供坚实的人才与科技支撑，邵根伙博士力主在 1999 年成立了大北农科技研究院。为给农业、农村培养中高级科技人才，于 1999 年又入主中国农民大学。为给农业、农村、农民提供快速实用的网络信息技术，1998 年大北农开通了“中国农软信息网”，2000 年 4 月份又开通了“中国农网”，8 月份又与中国最大的农业类媒体——《农民日报》合作，由《农民日报》入主中国农网，终于将中国农网打造成了中国第一大农业信息网站。大北农成立之初还很弱小的时候，邵根伙博士便倡导在 5 所农业院校设立了大北农奖学金，1999 年大北农奖学金的发放范围又进一步扩大到了 30 所。1999 年大北农为了支持中国农业科研工作和农业科研成果的快速推广转化，设立了 1000 万元的科技奖励基金，每年用 100 万元奖励中国农业应用型领域的科学家。1999 年 10 月份，首届大北农科技奖励基金已经在北京中国科技馆颁发，获得首届大北农科技奖励基金奖的兰考小麦 906 已经在北方省份得到了大面积种植，其高产稳产性能使农民获得了良好的经济效益；获奖的两优培九优质杂交水稻也在南方的很多地区得到认可，正在进行大面积推广。

虽然大北农一开始经营饲料时只赶了“饲料热”的一个尾巴。但邵根伙迅速定位自己公司，将其放在产业链的上游，通过技术强化产品优势，通过市场固化品牌优势。公司成立初期，邵根伙把产品开发的主攻方向定位在乳猪料配方、乳猪料生产上。在当时看来，乳猪料配方和乳猪料生产一直是国内饲料工业面临的最大难题之一。为此，他专门从中国农业大学邀请了十多名知名专家教授和青年知识分子成立了大北农技术委员会，依靠专家技术委员会这个强大后盾，“大北农牌”乳猪料 551 很快就研制成功了。至今，“预混料”依然是大北农的基础产业，是她不断扩大与发展的基础。这一思路，同样适用于动物保健、种业与种猪，利用农业技术和调动农业人才形成企业巨大的驱动力。

经过十七年发展，大北农形成了以饲料、动保、种业、植保为主体的科技产业，以中国农民大学、农博网为两翼的农业知识产业，拥有 30 名博士、70 名硕士、5 名享受国家级政府津贴的高级专家组成的研发队伍，5000 多名员工、40 多家生产企业、分公司和 500 多家专营店、1000 多个县级知识服务站的农业知识企业集团。



## 伍跃时

### 人物简介:

伍跃时, 1958 年出生, 湖南新化人, 2003 年至 2005 年在北京大学北大国际工商管理硕士班学习, 并于 2005 年 5 月获得 Fordham University 管理学院行政工商管理硕士学位。

伍跃时先生于 1981 年至 1985 年在湖南邵阳市劳动局工作, 1985 年至 1989 年在中共湖南省委党校学习、教学, 1989 年至 1993 年在湖南省劳动厅工作, 1993 年至 1995 年在海南星海工贸技术发展公司工作。1988 年至 1993 年间曾全职在湖南省劳动厅工作。1996 年至 2007 年间, 出任长沙新大新集团有限公司董事会主席; 2001 年至 2002 年, 出任湖南亚华种业股份有限公司之董事兼行政总裁; 2004 年至今, 出任袁隆平农业高科技股份有限公司之董事兼董事长; 2007 年至今, 伍跃时先生出任新大新、长沙新大新威迈农业有限公司及本公司董事兼主席, 并为湖南省工商业联合会副主席, 也是澳优控股、澳优乳品、澳优乳品(香港)、Ausnutria Australia、澳优湖南及 Spring Choice 董事, 2009 年 6 月成为澳优执行董事。

伍先生于 2003 年 9 月曾获中国光彩事业促进会颁发之“光彩事业奖章”, 并于 2004 年 12 月获多个中国主管机关联合授予全国首批“优秀中国特色社会主义事业建设者”殊荣。伍先生亦获中国共产党湖南省委员会及湖南省人民政府授予的省级优秀中国特色社会主义事业建设者殊荣。

## 国际比较: 世界典型国家农业结构的演变

### 日本:

#### 1) 农业结构一直以种植业为主, 农业的经济地位迅速下降

二次大战前日本农业结构一直以种植业为主, 其中种植业的产值长期占农业总产值的 83.3% 以上, 畜牧业很不发达有“无畜农业”之称。第二次世界大战以后, 农林牧渔业均获得较大发展农业生产结构发生明显变化。畜牧业在农业总产值中的比重由 1955 年的 11.2% 上升至 1985 年的 27.4%; 1985-1993 年间畜牧业的产值变化不大 1990 年产值为 30674 日元; 自 1993 年开始日本的畜牧业发展出现萎缩 1993 年农业总产值为 10.56 万亿日元其中种植业占 73.9%, 畜牧业产值上升到 25%。1995 年农业总产值 105846 亿日元, 其中畜牧业产值 26267 亿日元, 占农业总产值的 24.8%。

伴随着日本国民经济的发展, 农业整体的经济地位迅速下降。这种下降不仅体现在农业在经济中比重的相对下降而且也是农业劳动力、土地面积乃至某些主要农产品产量的绝对下降。日本农村人口仅占总人口的 7.6%, 农产品产值只有 10 兆日元(加工值 70 兆, 农产品产值与加工值是 1:7), 农业提供的食品自给率只有 40%, 但日本政府对“三农”问题高度重视, 竭力倾斜, 突出地表现在三个方面:

1994 年农业劳动力约占 5.2%, 林业及水产业仅占 0.6%; 农户平均总收入为 909.1 万日元其中农业收入占 17.5%、非农收入占 60.5%、其他占 22%。

#### 2) 日本种植业内部结构变化

##### ① 农作物种植以稻谷为主

由于日本大部分地区高温多雨利于水稻的生产谷物种植以水稻为主。稻谷的种植面积一直占主要农作物种植面积的 60% 以上。稻谷种植比例最高的是 1969 年为 67.67%。虽有所波动下降但也维持在 60% 至 70% 之间。1970 年由于大米出现过剩, 日本政府采取了限制国内稻米生产的政策水稻种植面积不断减少。2001 年



水稻种植面积为 171.1 万公顷比 1970 年下降了 41.5%。尽管如此，由于日本人民饮食习惯逐渐西化，对动物、油脂、食糖的消费量增加，稻米消费量不断下降，造成日本库存量较高。

表 44：日本主要农作物种植结构变化

年份	1961	1969	1970	1980	1990	1995	2000	2002
大豆	5.29	2.12	2.17	3.8	4.27	2.16	4.31	5.33
稻谷	60.28	67.67	66.45	63.49	60.72	66.58	62.21	59.99
马铃薯	3.97	3.67	3.61	3.3	3.39	3.27	3.33	3.48
蔬菜、瓜	10.18	12.12	13.4	14.61	15.31	15.1	15.67	15.87
水果	4.93	7.9	8.73	9.63	8.67	8.12	8.04	7.97
小麦	11.81	5.91	5.2	5.1	7.62	4.76	6.43	7.35
油菜籽	3.55	0.61	0.44	0.06	0.03	0.02	0.01	0

资料来源：中信证券研究部

### ② 蔬菜和瓜果的种植比例有较大增长

日本种植的蔬菜种类繁多，蔬菜和瓜果的种植面积占有比较大的比重且有持续上升的趋势，1961 年、1980 年和 2002 年的种植比重分别为 10.18%、14.61%和 15.87%。日本的主要水果是柑桔、苹果和梨。水果的种植面积比重 1961 年为 4.93%，此后持续上升 1973 年，种植比重达到最高达 10.12%，后由于水果生产过剩，种植比例持续下降。到 80 年代，由于消费需求结构的变化，进口的种类和数量都在增加，而本国水果消费量和种植面积继续减少，2002 年种植比例降为 7.97%。

### ③ 小麦等其他作物的种植比例比较低

日本小麦的种植比例比较低，主要靠进口。1961 年种植面积比例为 11.81%，随后种植比例下降，至 1973 年降至历史最低只有 1.92%。此后，由于水果的种植面积减少，小麦的种植面积开始持续增加，2002 年种植比重回升至 7.12%。其它如马铃薯的种植面积变化很小最高 1965 年种植比重只有 4.12%种植最少的 1995 年为 3.27%。大豆的种植比例在 6%至 2%之间波动变化远远不能满足本国的需求日本大豆几乎全靠进口满足需求。油菜籽的种植持续减少 1961 年种植比例为 3.55%到 2002 年种植比例接近 0%。

## 韩国：

### 1) 农业内部结构变动特点

1975—1999 年，韩国种植业和林业在农业总产值的比重有所下降畜牧业和渔业的比重有所上升。其中种植业的比重从 82.3%下降至 74.7%；林业的比重由 5.3%下降至 3.7%；畜牧业的比重由 5.9%上升到 13.0%渔业的比重由 6.5%上升到 10.2%。但是，由于世贸组织的成立和 1997 年亚洲金融危机的影响，20 世纪 90 年代后期韩国农业结构经历了较大的波动。种植业的比重曾一度从 1994 年的 70.6%反弹到 1998 年的 77.2%1999 年又回落到 73.1%；畜牧业的比重则从 1995 年的 13.0%大幅度地下降至 1998 年的 6.7%1999 年回复至 11.9%；而渔业的比重在 1994 年达到 12.5%后一路下降 1999 年又回到了 80 年代初的水平。

### 2) 种植业内部结构变化

#### ① 粮棉油的种植比重下降，优质高效作物的比重上升

种植业是韩国农业的主导部门。出于国家粮食安全的考虑，韩国一直追求大米的自给。为达到这一目标，韩国长期以来对粮食生产实施了高强度的保护，由此造成的结果是韩国的粮食价格大大高于国际粮食市场价格。韩国人多地少，完全实行粮食自给的做法既无必要也无可能，于是在确保大米基本自给的前提下开始调减粮食生产。所以水稻又是种植业中的大头。1999 年韩国水稻播种面积为 1066 千公顷，比 1975 年的 1218 千公顷有所减少，但由于单产的提高，大米产量达 5263 千吨，为 1975 年的 113%。同期韩国的大麦、大豆、

玉米的播种面积分别比 1975 年减少了 90%、68%和 38%；与 1990 年相比则分别减少了 52%、42%和 23%。小麦基本上停止了生产。

## ② 油料作物的种植比例经历了先增后减的过程

在传统经济作物中，棉花和蚕茧已基本淘汰出局。油料作物产量经历了 20 世纪 70-80 年代的持续增长后，于 1987 年达到了播种面积和产量的最高峰。此后播种面积和产量一路下降，1999 年的播种面积已不及 1987 年的一半。但需要指出的是，80 年代中期以来韩国油料作物的结构已发生了很大的变化。1975 年油料作物中芝麻、花生和油菜播种面积分别为 52.2、9.1 和 26.8 千公顷，而 1999 年三者的播种面积分别为 49.4、6.8 和 1.3 千公顷。也就是说，目前韩国的油料作物以相对低产的芝麻为主，而相对高产的油菜则只占极低的比重。

## ③ 种植业中发展较快的是蔬菜和水果和花卉

韩国在减少大、小麦、大豆、玉米、棉花、油菜等播种面积的同时积极发展高效益的和具有出口竞争能力的农产品生产主要是蔬菜、水果和花卉。1997 年韩国蔬菜和水果产值分别占农业总产值的 22%和 11%，分别比 1995 年的 18%和 6%提高了 4 个和 5 个百分点。大蒜、辣椒、苹果、西瓜和柑桔等主要蔬菜和水果品种的单项产值就占了农业总产值的 2%以上。值得注意的是，韩国的设施蔬菜生产增长更快，面积由 1975 年 7 千公顷增加到了 1999 年的 86 千公顷，产量由 137 千吨增加到 2742 千吨，分别增加了 11.3 倍和 19 倍。1999 年果园面积和水果产量分别为 174 千公顷和 2385 千吨，分别比 1975 年的 74 千公顷和 543 千吨增加了 1.4 倍和 3.4 倍。韩国的水果品种主要是柑桔、苹果、葡萄、梨和桃，1999 年它们的产量分别为 624 千吨、490 千吨、470 千吨、259 千吨和 157 千吨。

## ④ 花卉是韩国农业中发展最快的产业之一

1999 年韩国花卉栽培面积达 5824 公顷，比 1975 年的 1070 公顷增加了 4.4 倍。同时，花卉生产的专业化程度有了相当大的提高。1975 年从事花卉生产的总农户为 2446 户，其中专业户为 947 户，占 38.7%。到 1999 年从事花卉生产的农户数增加到 12994 户，其中专业户达 10383 户，占 79.9%。韩国的花卉生产已成为韩国农业的新增长点，1998 年是韩国花卉进出口的重大转折点，进口快速减少而出口快速增长。1997、1998 和 1999 年韩国花卉的进口量分别为 3919 万美元、1320 万美元和 1726 万美元。而花卉的出口量分别为 607 万美元、1222 万美元和 1975 万美元，1999 年韩国实现了花卉的净出口。

## 美国：

### 1) 种植业和畜牧业基本保持平行发展，农业结构稳定

美国的农业产业结构具有部门结构的多样性、稳定性。二战以后，美国的农业结构发生了一些变化，但美国的农业结构基本上是稳定的，农业生产结构仍然是种植业和畜牧业的结构关系。20 世纪 50 年代到 70 年代畜牧业的产值比重大于种植业；但从 70 年代后，由于世界市场对粮食需求增加，美国政府暂时放弃了对粮食生产的限制，种植业得到较快的发展导致了种植业的比重超过了畜牧业，其间只有 1978 年和 1979 年畜牧业以 52%占优，种植业和畜牧业大体上保持平行发展。

### 2) 种植业内部结构变化过程与特点

#### ① 玉米的种植比重逐渐增加，小麦的种植比重变化不大

美国栽培的主要谷物有小麦、玉米、燕麦和稻谷等。在粮食作物中以小麦和玉米最为重要。玉米在美国的谷物中玉米的比重逐渐扩大。1961 年玉米在谷物中收获面积和产量的比重分别为 35.9%和 55.8%；1980 年为 41.2%和 66.3%；1994 年产量所占的比重创造历史最高记录占谷物总产量的 71.8%；1999 年玉米收获面积占谷物的比重达到 48.7%。

表 45: 美国主要农作物的种植结构

(单位: %)

年份	1930	1940	1950	1960	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2002
大麦	3.73	4.32	3.49	4.60	3.56	2.74	2.08	3.61	2.51	2.15	1.75	1.42
玉米	29.94	27.62	25.57	26.77	24.24	24.78	23.73	25.73	24.35	24.15	26.34	26.30
棉花	12.52	7.63	5.58	5.08	4.09	2.79	3.78	3.18	3.91	5.48	4.38	4.25
干草	20.05	23.35	23.48	22.33	22.55	19.48	22.59	18.82	20.34	20.46	20.08	22.09
燕麦	11.76	11.32	12.28	8.82	6.82	4.14	2.48	2.54	1.98	1.01	0.78	0.72
花生	0.32	0.66	0.71	0.46	0.54	0.48	0.40	0.46	0.60	0.52	0.45	0.44
水稻	0.29	0.34	0.51	0.53	0.67	0.89	0.95	0.78	0.94	1.06	1.02	1.10
高粱	2.61	6.19	4.82	6.35	6.04	5.59	4.20	5.58	3.51	3.23	3.08	3.28
大豆	0.32	1.54	4.31	7.85	15.50	17.03	19.42	19.17	18.83	21.07	24.29	24.71
小麦	18.48	17.03	19.25	17.21	15.98	22.07	20.37	20.14	23.03	20.87	17.82	15.69

资料来源: 中信证券研究部

二战以来, 虽然小麦的种植面积也在增加, 但幅度并不大。小麦产量的提高主要是单产的提高带来的。1961 年小麦收获面积占谷物的比重为 32.1%; 产量的比重为 20.5%。1990 年小麦在谷物中的比重达到历史最高水平, 面积和产量比重分别达到 42.6%和 23.8%; 到 1999 年小麦面积和产量的比重分别为 37.2%和 18.7%。

### ② 油料作物中大豆和葵花籽的种植比例逐渐上升

大豆是美国农产品中最具比较优势的农产品之一。1961 年大豆的收获面积和产量分别为 1092.8 万公顷和 1846.8 万吨; 1999 年为 2933 万公顷和 7192.8 万吨。1961 至 1999 年大豆收获面积和产量持续稳定增长, 除了 80 年代增长较慢以外其余各个时期都保持着稳定增长的势头。在油料作物中葵花籽的增长速度最快, 1961 年收获面积和产量分别为 17 万公顷和 17 万吨; 到 1999 年分别达到 139.3 万公顷和 196.6 万吨。其中 1979 年收获面积和产量分别创造历史最高记录分别为 218.9 万公顷和 331 万吨。除了 80 年代呈现过负增长之外其余各个时期都取得了惊人的增长速度。1961 至 1999 年葵花籽平均收获面积和产量的平均增长速度分别为 12.3%和 13.3%。70 年代增长速度最快分别为 43.5%和 50.1%。

### ③ 棉花、蔬菜及水果的种植面积和产量比较稳定

美国根据农产品的比较优势, 考虑到出口的需要, 蔬菜包括瓜类所占的比重略有下降。由 1961 年 1.7% 降到 1980 年的 1.2%1990 年比 1980 年有所回升比重达到 1.4%。1999 年蔬菜收获面积所占比重 1.4%; 水果的比重多年来变化不大稳定在 1.1%到 1.3%左右。棉花收获面积所占比重从 70 年代以后相对稳定。

## 荷兰:

### 1) 农业资源贫乏, 但在农业上已成为世界大国和强国

荷兰是一个比较典型的人多地少、农业资源贫乏的小国。全国土地的一半以上低于海平面, 易受涝灾, 光热条件也不够, 理想全年太阳光照时间只有 1600 小时左右。其国土的 60%用于农业生产, 其中 3.5%用于园艺, 24.5%用于耕种农业, 32%为牧场, 人均耕地面积约 1.3 亩与我国基本相当。荷兰充分发挥比较优势, 优化产业结构, 采取适合本国国情的发展战略, 经过几十年的艰苦奋斗, 已经成为世界上最大的乳制品、土豆、猪肉、花卉、蔬菜、鸡蛋出口国, 在农业上已成为世界上的大国和强国。从 60 年代后期以来, 荷兰农业的净出口在世界的第四、第五位, 从 1989 年以来已经稳稳占住了世界第二的位置, 仅次于美国。近年来, 每年农业的净出口值保持在 130 多亿美元的水平上。荷兰农业劳动者 (从事种植业和畜牧业) 为 20 万人约占社会总劳动力的 4.9%。

## 2) 荷兰农业结构演变特点

### ① 大幅度削减了缺乏优势的谷物的生产，农业结构由土地密集型向技术密集型的转变

本世纪 50 年代以前，荷兰作为一个典型的人多地少的国家，属土地密集型农业。因主要是大田谷物生产，所以在国际市场上缺乏竞争力。为了提高农业的国际竞争力，荷兰以国际需求为导向，结合本国国情的农业发展战略，较好地利用了本国的资源比较优势，发展高效农业，不断优化农业生产结构，提高土地生产率，最终达到了节省土地的目的。

从 50 年代以来荷兰较大幅度地削减了缺乏优势的土地密集型农业，降低谷物的自给率（1991 年谷物的自给率仅为 28%）而从周围土地较多的国家获得这些农产品。与此同时荷兰充分利用本国降雨量充足，地势平坦，水域有机质沙土适宜牧草生长，发展畜牧业条件较好等优越的自然条件，大力发展欧洲市场需求旺盛的畜产品和蔬菜、花卉等园艺产品，在大大提高了本国土地生产率的同时，强化了农业技术密集的产品。1994 年荷兰农业总产值中畜牧业占 60%（园艺业占 30%，大田种植业占 10%）达 190 亿荷盾。从农场的数量来看 1994 年荷兰农场总数 11.6 万个。其中从事大田作物生产的 1.5 万个仅占 13%；温室园艺 1.6 万个占 14%；其他占 73% 的农场从事畜牧业。

### ② 农产品深加工与增值

近二、三十年来其农产品的生产与出口量一直处于世界领先地位农产品出口居世界第二位仅次于美国。有些产品如蔬菜、奶酪、啤酒、可口等产品的出口量居世界第一位。其最根本的原因在于荷兰创造了世界一流水平的农业产业化经营农业集约化、市场化和现代化水平很高。围绕农产品加工增值进行大进大出，即大量进口食品、加工业初级农产品，而大量出口高附加值的加工食品。荷兰 1994 年农产品加工所产生的总附加值达 178.26 亿荷盾(其中净附加值为 131.56 亿元)，接近农业生产总值的 50%。在荷兰工业生产中也是举足轻重的。荷兰农产品加工业产值占整个工业产值的 28%，创造的效益占国民总收入的 10%。



## 分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：1）研究报告所提出的一切推荐意见均基于市场公开信息做出，且为分析师本人对报告所涉证券或发行人的独立判断；以及 2）研究报告中所涉证券或发行人是分析师本人通过自上而下研究、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论。

## 免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
行业投资评级	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海浦东新区世纪大道 1568 号中建大厦 22 楼 (200122)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68761565	(0755)83196279	(852)22376409
传真:	(010)84868307	(021)68761669	(0755)82485240	(852)21046580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			hkresearch@citics.com.hk
网址:	http://www.citics.com			http://www.citics.com.hk
	http://www.spcitic.com			