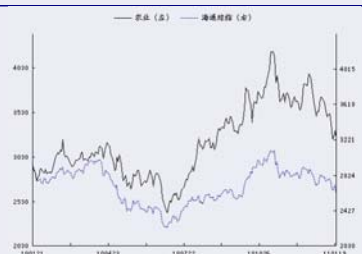


增 持 维持

农林牧渔行业

2011 年 1 月 27 日

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

一号文件点评	2010.02
农林牧渔行业二季度策略	2010.03
USDA 6 月供需报告	2010.06

农林牧渔行业首席分析师

丁 频

SAC 执业证书编号: S0850203100085

电 话: (021) 23219405

Email: dingpin@htsec.com

联系人

夏 木

电 话: (021) 23219748

Email: xiam@htsec.com

看价格，选公司

- **农产品价格稳步上扬维持板块投资环境。**农产品价格是研究农业行业必须关注和考量的重要因素。一方面，农产品价格的涨跌决定了上市公司的盈利高低；另一方面，农产品价格的上涨对农业板块的走势起到至关重要的作用。我们认为放在全年的角度，国内农产品价格温和上涨，国际农产品价格可能面临更大的上涨，因此农业板块的投资环境依然较为乐观。
- **维持农业行业“增持”的投资评级。**基于我们对国内和国际农产品价格上涨的基本判断，我们维持对农业行业“增持”的投资评级。但受以下因素的影响，我们认为板块全年的相对收益较为温和。1) 控制物价成为政府的首要任务；2) 农业板块的整体估值创下历史新高。
- **农产品价格依然是择股的主要依据。**尽管货币发行量的增加，可能推升所有农产品价格，但涨幅最大的依然是供需存在缺口的品种。2011 年我们依次看好的品种是大豆、白糖、番茄酱、海珍品、棉花等。1) 阿根廷减产、美国播种面积增长缓慢推升大豆价格；2) 霜冻导致广西白糖产量可能继续下降，糖价创新高的概率大；3) 中国番茄酱产量下降 30%，欧盟补贴完全取消将促使番茄酱价格反转；4) 受资源所限供应量增幅减小和需求稳定增长，海珍品价格继续上涨；5) 供需缺口仍存在以及进口价格上升导致国内棉花价格将高位震荡。
- **投资策略。**我们认为农业股的投资机会可大致分别三类：1) 寻找价格上涨型，这类公司的投资思路是选对时点，投资时间也可能较为短暂，比如东凌粮油、南宁糖业、中粮屯河、新赛股份。2) 寻找受扶持行业中优质上市公司耐心持有，比如登海种业、獐子岛、圣农发展、海大集团。3) 改善型。寻找出现积极变化的上市公司，比如通威股份、敦煌种业等。
- **主要不确定性。**经济下滑；自然灾害。

代码	股票名称	EPS			投资评级	
		2010E	2011E	2012E	上期	本期
002041	登海种业	1.17	1.91	2.49	买入	买入
002069	獐子岛	0.92	1.32	1.78	买入	买入
000911	南宁糖业	0.64	1.00	0.75	增持	增持
002299	圣农发展	0.68	1.17	1.57	增持	增持
600962	国投中鲁	-0.05	0.22	0.35	增持	中性
000860	顺鑫农业	0.68	0.88	0.98	增持	增持
600438	通威股份	0.31	0.37	0.44	中性	增持
600598	北大荒	0.21	0.22	0.23	中性	中性
600467	好当家	0.22	0.32	0.42	中性	中性
002311	海大集团	0.71	0.94	1.25	中性	增持
002234	民和股份	0.42	0.62	0.87	中性	中性
600737	中粮屯河	0.09	0.54	0.65	中性	增持

## 目 录

1. 农产品价格稳步上扬维持板块投资环境 .....	4
1.1 历史经验表明农产品价格上涨会带动农业行业表现.....	4
1.2 农业股 2010 年大幅战胜大盘 .....	5
1.3 预计农产品价格维持强势 .....	6
1.4 特殊的天气可能成为板块表现催化剂 .....	7
2. 涨幅温和暗示板块不会大幅跑赢大盘 .....	7
2.1 控制物价成为政府的首要任务 .....	7
2.2 行业估值处在历史新高 .....	8
3. 农产品价格依然是择股的依据 .....	9
3.1 大豆、豆油未来看涨.....	9
3.2 糖价继续创新高的概率大 .....	10
3.3 番茄酱价格恢复较为明确 .....	12
3.4 海珍品价格仍将维持强势 .....	14
3.5 棉花价格将会高位震荡 .....	14
4. 从行业发展的角度：种业是受扶持力度最大的子行业.....	18
5. 重点上市公司及投资建议 .....	19
6. 主要不确定性 .....	21
附录 1. 全球主要农产品价格 .....	22
附录 2. 全球主要农产品预测变化 .....	25

## 图目录

图 1 国内农业行业相对A股走势与高盛谷物指数对比.....	4
图 2 国内农业行业相对A股走势与国内批发价格指数对比 .....	4
图 3 国内农产品批发价格指数与高盛谷物指数 .....	5
图 4 2010 年A股市场行业涨跌排名 .....	5
图 5 2005 年以来农业板块的超额收益与国内农产品批发价格指数.....	6
图 6 国内农产品批发价格指数与农业股相对全体A股的估值倍数.....	8
图 7 农业行业整体P/E与全部A股对比.....	8
图 8 国际大豆和玉米的比价 .....	10
图 9 美国大豆播种面积（百万英亩） .....	10
图 10 美国玉米播种面积（百万英亩） .....	10
图 11 全球加工用番茄产销量（万吨） .....	13
图 12 36/38 番茄酱天津口岸FOB价格和意大利产地价格.....	13
图 13 我国番茄酱出口的月度数据 .....	13
图 14 威海地区海参价格（元/公斤） .....	14
图 15 威海地区鲍鱼价格（元/公斤） .....	14
图 16 国内 328 级棉花价格（元/吨） .....	15
图 17 NYMEX棉花价格（美分/磅） .....	15
图 18 我国近期各主产棉区种植面积变化(万亩).....	16
图 19 全球厄尔尼诺指数(ONI Index).....	16
图 20 全国棉花消费量与纺织服装行业产量、固定资产投资额增长对比(%) .....	17
图 21 我国棉花进口数量与增速.....	18
图 22 主要对华棉花出口国出口量与增速 .....	18
图 23 国内大豆价格（元/吨） .....	22
图 24 CBOT大豆价格（美分/蒲式耳） .....	22

图 25 国内豆粕价格（元/吨） .....	22
图 26 CBOT 豆粕价格（美元/短吨） .....	22
图 27 国内豆油价格（元/吨） .....	22
图 28 CBOT 豆油价格（美分/磅） .....	22
图 29 国内小麦价格（元/吨） .....	23
图 30 CBOT 小麦价格（美分/蒲式耳） .....	23
图 31 国内玉米价格（元/吨） .....	23
图 32 CBOT 玉米价格（美分/蒲式耳） .....	23
图 33 国内棉花价格（元/吨） .....	23
图 34 NYBOT 棉花价格（美分/磅） .....	23
图 35 国内粳米价格（元/吨） .....	24
图 36 泰国 AFET 破碎率 5% 的大米期货价格（泰铢/公斤） .....	24

## 表目录

表 1 近年粮食收购价格（元/50 公斤） .....	6
表 2 国际农产品价格 .....	7
表 3 农产品价格与上市公司综述 .....	9
表 4 阿根廷大豆预测产量（百万吨） .....	9
表 5 最近四个榨季食糖产区的产量（万吨） .....	11
表 6 食糖下游主要需求工业的产量 .....	11
表 7 全国棉花近年的种植面积与供需状况 .....	15
表 8 全国杂交玉米种子近年的供需状况 .....	18
表 9 全国杂交水稻种子近年供需状况 .....	18
表 10 种子行业的进入门槛提高 .....	19
表 11 重点农业上市公司盈利预测及投资评级 .....	21

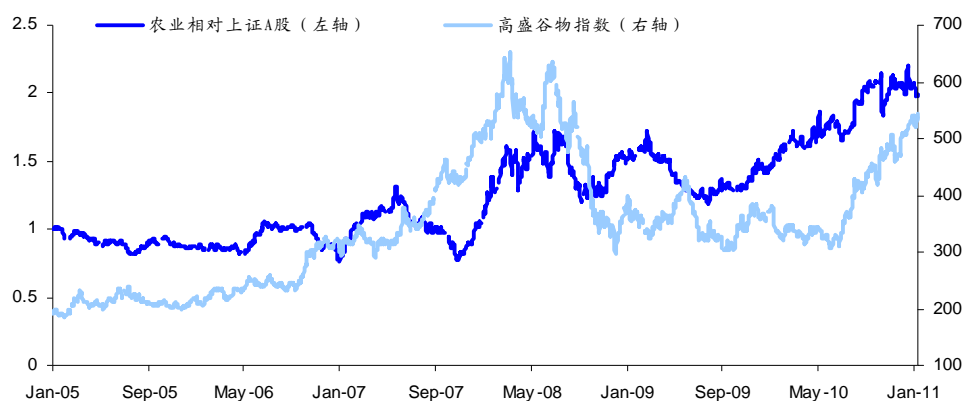
## 1. 农产品价格稳步上扬维持板块投资环境

农产品价格是研究农业行业必须关注和考量的重要因素。一方面，农产品价格的涨跌决定了上市公司的盈利高低；另一方面，农产品价格的上涨对农业板块的走势起到至关重要的作用。

### 1.1 历史经验表明农产品价格上涨会带动农业行业表现

我们将农业行业相对上证 A 股的强弱指数与高盛谷物指数进行了对比，我们发现其走势有着一定的关联。特别是 2008 年以来两者的关联度更为密切。这可能与国内市场日益开放，国内投资者越来越关注国际农产品价格，同时也表明随着市场的开放，国内农产品已经不能独善其身，全球化也体现在农产品上。

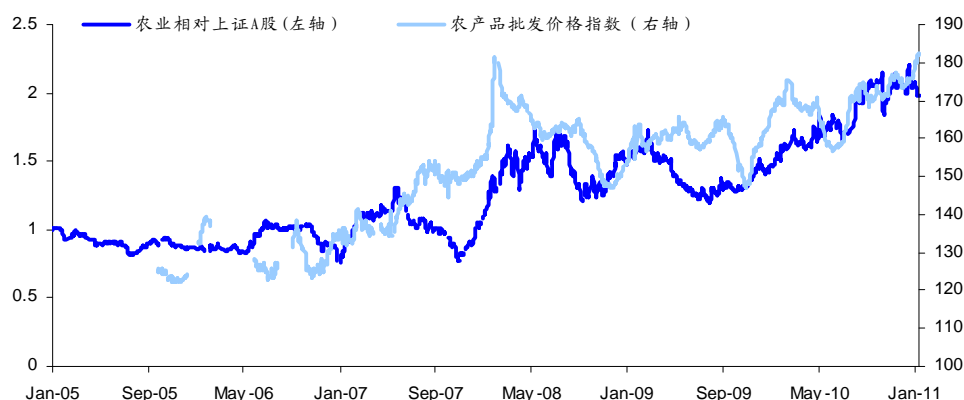
图 1 国内农业行业相对 A 股走势与高盛谷物指数对比



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

同时，我们还将农业行业的相对强弱指数与国内农产品批发价格指数进行了对比，我们发现其一致性就更高了。特别是在农产品价格突然上涨后，往往可以带动板块较为明显的上扬。

图 2 国内农业行业相对 A 股走势与国内批发价格指数对比

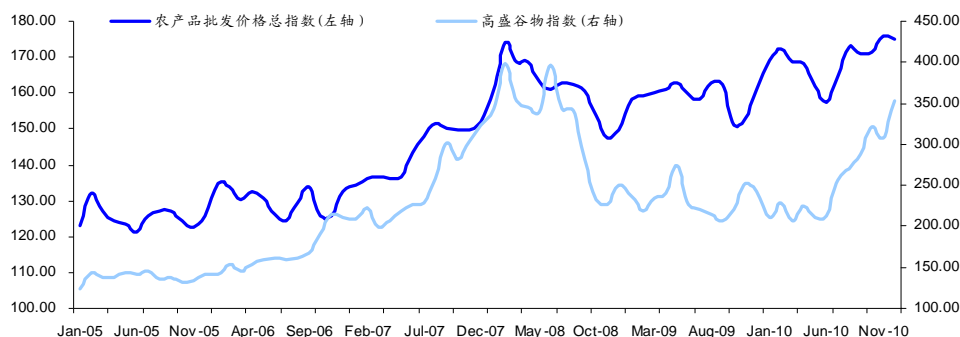


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

我们将高盛谷物指数和国内农产品批发价格走势进行了对比。我们发现，高盛谷物指数的表现更为跌宕起伏，而国内农产品批发价格指数表现的更为稳健。表明国际农产

品价格的波动更为剧烈。而国内农产品价格由于成本稳步上扬以及供给相对充裕的原因而表现的更为平稳。

图 3 国内农产品批发价格指数与高盛谷物指数

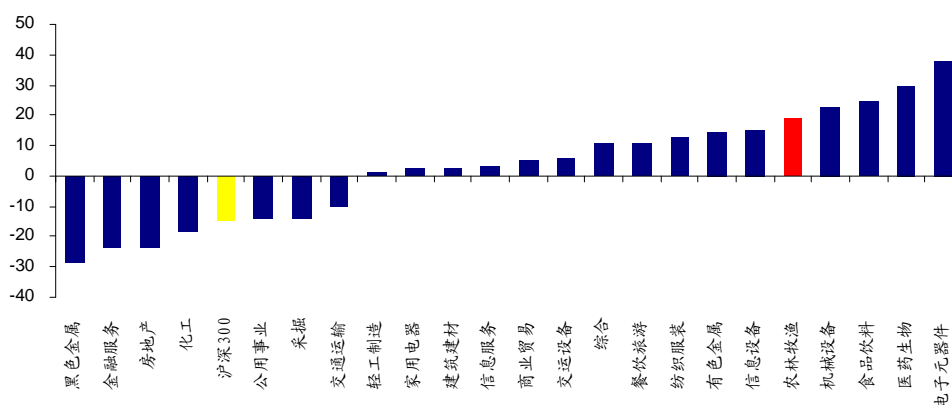


资料来源：Bloomberg, Wind, 海通证券研究所

## 1.2 农业股 2010 年大幅战胜大盘

2010 年,农业股大幅战胜大盘。沪深 300 全年下跌 14.89%, 而农业板块上涨 18.9%。从板块涨跌幅的对比看, 农业行业位列第五位, 仅次于电子元器件行业、生物医药、食品饮料和机械设备。

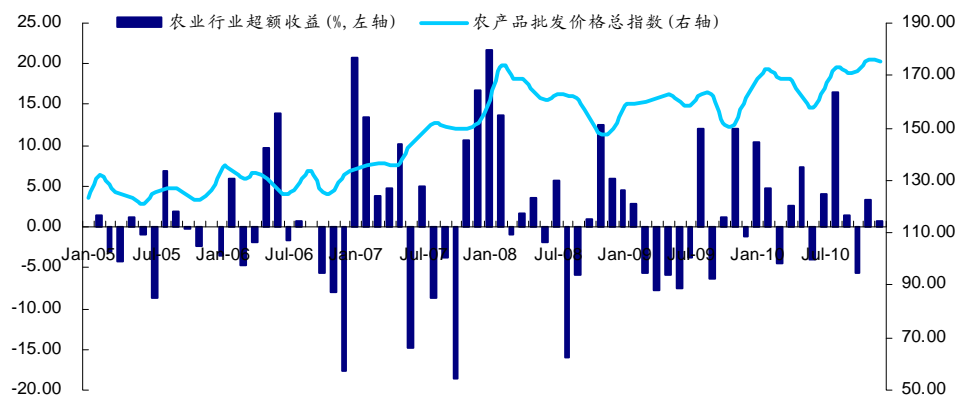
图 4 2010 年 A 股市场行业涨跌排名



资料来源：Wind, 海通证券研究所

从超额收益的季度贡献看, 对 2010 年贡献最大的是第三季度, 这个季度农业板块跑赢大盘 22.13 个点, 其次是一季度 10.63%, 二季度 5.94%, 四季度跑输大盘 1.71%。我们认为三季度的大幅跑赢与国内农产品价格加速上扬有关系。而当时“蒜你狠”、“糖高宗”、“豆你玩”更是推升了投资者的投资热情。

图 5 2005 年以来农业板块的超额收益与国内农产品批发价格指数



资料来源：Wind，海通证券研究所

### 1.3 预计农产品价格维持强势

国内最低收购价政策将为农产品价格上升提供基础支撑。2011 年粮食最低收购价政策将继续执行，小麦的最低收购价已经公布，白小麦、红小麦、混合麦的收购价格分别较上年每市斤提高 0.05、0.07、0.07 元，提升幅度高于 2010 年。预计稻谷的最低收购价也将会有所提升。

表 1 近年粮食收购价格（元/50 公斤）

	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2004	70	72	75	-	-	-
2005	70	72	75	-	-	-
2006	70	72	75	72	69	69
2007	70	72	75	72	69	69
2008	77	79	82	77	72	72
2009	90	92	95	87	83	83
2010	93	97	105	90	88	86
2011				95	95	93

资料来源：国家发改委

国际农产品价格伴随国外经济的复苏也开始上涨，玉米上涨 70%，大豆上涨 47%，小品种棉花更是上涨 94%，白糖在 2010 年表现靓丽，创下 30 年新高。



表 2 国际农产品价格

	单位	最新价	周涨跌(%)	双周涨跌(%)	月涨跌(%)	3月涨跌(%)	年涨跌(%)	最高价	最低价
CBOT 大豆	美分/蒲式耳	1422.50	4.77	3.87	9.76	19.69	46.88	1426.00	900.00
CBOT 豆粕	美元/短吨	388.10	8.08	6.27	12.66	19.23	29.80	381.90	249.20
CBOT 豆油	美分/磅	57.27	1.63	0.65	4.51	20.95	51.51	58.42	35.75
CBOT 小麦	美分/蒲式耳	773.25	-0.10	-2.00	7.25	10.35	46.52	841.00	425.50
CBOT 玉米	美分/蒲式耳	648.75	9.03	7.77	12.92	14.37	70.28	652.00	324.50
NYBOT 棉花	美分/磅	141.44	0.60	0.16	-2.11	23.13	93.99	159.12	66.55
CBOT 燕麦	美分/蒲式耳	392.00	5.73	3.77	1.29	4.26	59.35	407.75	188.25
泰国大米	泰铢/公斤	15.20	1.33	4.83	-0.98	11.76	-14.56	17.82	12.35
CBOT 糙米	美分/英担	14.01	4.63	2.60	0.25	3.13	2.19	15.30	9.30
NYBOT11#原糖	美分/磅	30.89	-2.03	2.15	0.36	10.56	11.28	34.77	13.00
CME III级牛奶	美分/磅	13.51	1.35	2.19	-1.96	-19.68	-5.85	16.94	12.50
CME 脱脂奶粉	美分/英担	127.50	3.66	3.66	7.37	9.44	1.19	127.50	105.00
NYMEX 咖啡	美分/磅	234.60	1.69	0.69	8.26	25.05	62.52	243.00	126.00
NYMEX 可可	美元/吨	3019.00	5.93	6.68	3.67	4.83	-11.00	3485.00	2579.00
CME 瘦肉猪	美分/磅	79.53	0.13	-0.31	15.38	8.94	15.17	90.18	64.20
CME 活牛	美分/磅	109.38	2.82	2.48	7.41	13.84	26.23	110.75	85.13
NYBOT 橙汁	美分/磅	173.05	-8.24	-5.62	8.12	22.64	30.16	190.00	126.05

资料来源：国家发改委

## 1.4 特殊的天气可能成为板块表现催化剂

回想 2008 年的冰冻灾害催生了 2008 年一季度农业股的火爆行情。2007 年 9 月至 2008 年 5 月，赤道东太平洋地区的海温连续 9 个月低于历史均值 0.5 度以下，形成严重的拉尼娜现象，造成东亚地区经向环流异常，加速我国北方冷空气的南下，形成大范围大风降温天气。与此同时，大量来自太平洋、印度洋的暖湿气流频频光顾南方地区，与此前迅速南下的蒙古西伯利亚冷气团形成“交锋性”互动。受此两股冷、暖气团的共同影响，我国大部分地区出现持续性的强降雨(雪)，尤其是华东、华中、华南、西南等地，遭受多年罕见的低温雨雪天气。恶劣的天气对农业生产造成重大的负面影响，由于连续的雨雪冰冻天气，我国农作物受灾面积达 1.78 亿亩，其中成灾 8000 多万亩，绝收 2000 多万亩。

当下，恶劣天气再次袭击我国的部分地区。南方“千里冰封”，北方“干旱少雪”成为现阶段国内极端天气的真实写照。北半球气候异常源自北极冷风，而南半球目前则主要受海面温度偏冷的拉尼娜现象困扰。极地冷空气不断扩散南下，强烈影响了中高纬度的国家和地区。而且，同期既没有明显的偏南暖湿气流北上，也没有偏东风从东部海域带来水汽，所以中国华北、黄淮难以形成降水，导致大面积干旱。

## 2. 涨幅温和暗示板块不会大幅跑赢大盘

### 2.1 控制物价成为政府的首要任务

尽管国内农产品价格在局部时段内的上涨幅度可能较大，但放在全年的角度，我们认为涨幅仍会温和。主要源于政府对控制物价的决心。1 月 14 日，央行宣布再次提高存款准备金率，是继去年两次加息、六次上调存准后的又一收紧举措。粗略估算，此次上调后，央行可一次性冻结银行体系流动性 3500 亿元左右。这是央行 2011 年的首次货币政策动作。不难看出，在物价上涨、通胀来袭的背景下，政府防通胀决心强烈。

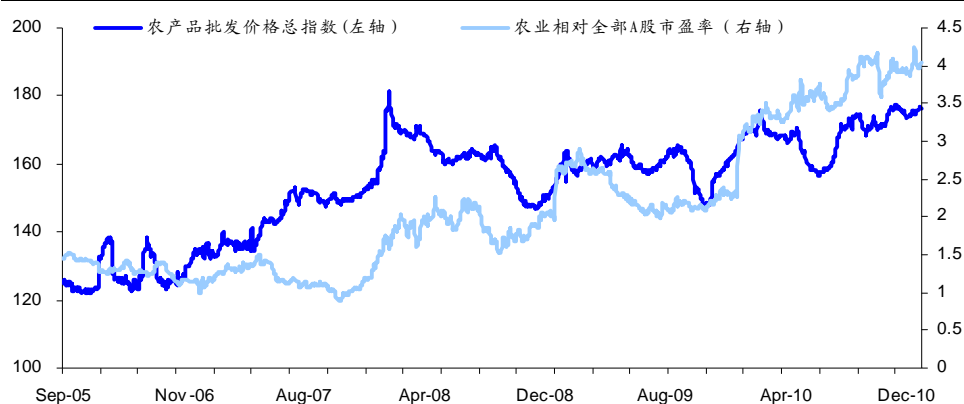


同时，政府还出台以下措施防止国内农产品价格快速上涨：1) 在价格连续上涨过快并超过限定幅度时，采取行政措施限制价格继续上涨；2) 在各省继续强化“菜篮子”市长负责制，防止部分大城市蔬菜自给率过低、蔬菜价格因供应不足而涨价过快。3) 如果上涨幅度过大，地方政府或将利用蔬菜基地建设基金等对价格进行补贴，防止继续上涨。4) 严惩囤积居奇，尤其加大对炒作棉花和玉米行为的惩罚力度。

## 2.2 行业估值处在历史新高

在盈利表现稳定的时候，农业行业的表现更多地依赖于估值水平的提升。而在农产品价格上涨的过程中，农业板块相对市场整体的估值倍数已达到历史新高。当前农业股的整体估值已经超越 2008 年，因此我们认为农业股的整体估值水平再次大幅提升的概率较小。

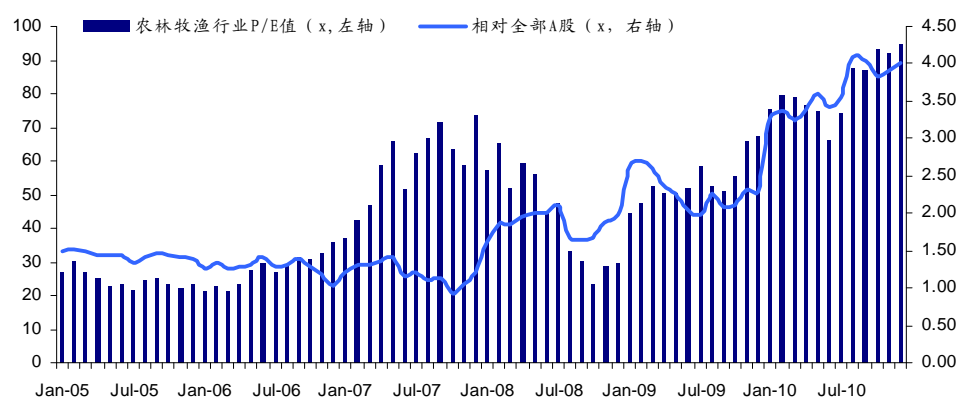
图 6 国内农产品批发价格指数与农业股相对全体 A 股的估值倍数



资料来源：Wind，海通证券研究所

目前农业股的估值达到历史高点，根据 Wind 的统计，当前，行业整体 PE09 达到 95x，是市场平均水平的 4.01 倍。相对大盘的估值水平已经较 2008 年初期农业股表现最好时更高。

图 7 农业行业整体 P/E 与全部 A 股对比



资料来源：Wind

### 3. 农产品价格依然是择股的依据

尽管货币发行量的增加，可能推升所有农产品价格，但涨幅最大的依然是供需存在缺口的品种。2011 年我们依次看好的品种是大豆、白糖、番茄酱、海珍品棉花等。

表 3 农产品价格与上市公司综述

品种	国内情况	国际情况	价格上涨的确定性	有关上市公司	产品价格与上市公司盈利的密切程度
糖	本榨季预计继续减产，仍有供需缺口。	供需缺口缩小	确定	南宁糖业、中粮屯河、贵糖股份	密切
大豆	消费量的 80% 以上依赖进口，以国际市场定价	主要生产国阿根廷由于干旱减产	确定	东凌粮油、金德发展	密切
棉花	产量因种植面积增长而有增长，但需求仍保持旺盛。	下产季全球棉花库存消费比下降	较为确定	新农开发、新赛股份、敦煌种业	密切
玉米	工业增长迅速，进口增多。	库存消费比继续下降	确定	登海种业、敦煌种业	密切
禽畜制品	预计养殖行业的状况会好于上年	价格已有回升	较为确定	民和股份、新五丰	密切
海参	消费升级需求稳步增长，供应量受资源影响增幅下降	NA	确定	好当家、獐子岛	密切
番茄酱	产量大幅下降	预计供应量下降，价格开始回升	确定	中粮屯河、新中基	密切

资料来源：海通证券研究所

#### 3.1 大豆、豆油未来看涨

我们看好大豆的价格基于以下理由：

1) 拉尼娜现象导致阿根廷大豆产区高温干燥、威胁大豆生长，USDA 对于阿根廷的产量预测步步下调。最新预测，10/11 年度阿根廷玉米产量为 50.50 百万吨，同比下降 7.33%。

表 4 阿根廷大豆预测产量（百万吨）

	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11* (11 月)	10/11* (12 月)	10/11* (1 月)
期初库存	16.47	22.61	21.76	16.59	22.55	22.45	22.28
产量	48.80	46.20	32.00	54.50	52.00	52.00	50.50
进口	1.99	2.95	1.24	0.00	0.00	0.00	0.00
压榨量	33.59	34.61	31.24	34.12	39.30	39.30	39.00
国内总消费	35.09	36.16	32.82	35.72	40.95	40.95	40.65
出口	9.56	13.84	5.59	13.09	13.00	13.00	12.50
期末库存	22.61	21.76	16.59	22.28	20.60	20.50	19.63
库存消费比(%)	64.43	60.18	50.55	62.37	50.31	50.06	50.06

资料来源：USDA，海通证券研究所

2) 美国大豆播种面积的增幅小于玉米。大豆和玉米存在典型的播种面积之争，当

前大豆和玉米的比价处在偏低位置，新年度，美国玉米的种植面积为 88.20 百万亩，同比增长 1.97%，而同期大豆种植面积为 77.7 百万英亩，较上年增长 0.02%。大豆的播种面积较玉米仍增长缓慢。我们建议投资者关注 3 月底 USDA 将公布的最终种植面积数据。

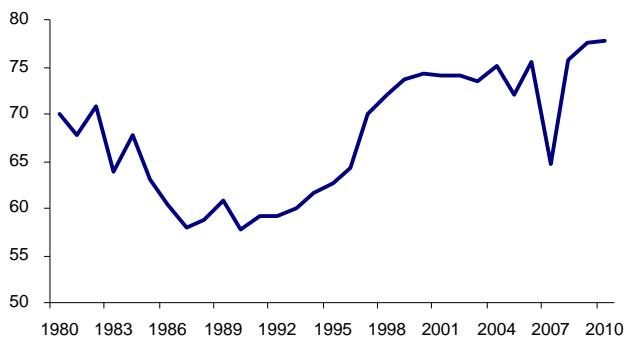
图 8 国际大豆和玉米的比价



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

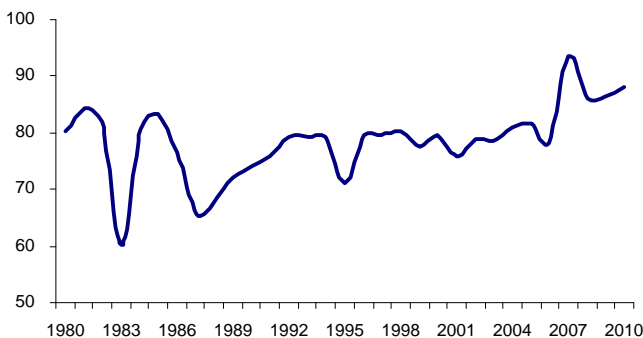
美国农业部 1 月份供需报告预计 2010 年美国大豆产量下降，平均亩产水平预估为 43.5 蒲式耳，比 11 月份的预估低 0.4 蒲式耳，而比 09 年的亩产水平低 0.5 蒲式耳。预计 2010 年美国大豆产量为 33.29 亿蒲式耳。同时，美国农业部预期 2010/11 年度美国大豆期末库存水平为 1.4 亿蒲式耳，比 12 月份的 1.65 亿蒲式耳的预估水平低 2500 万蒲式耳。大豆有望成为 2011 年领涨品种。

图 9 美国大豆播种面积（百万英亩）



资料来源：USDA

图 10 美国玉米播种面积（百万英亩）



资料来源：USDA

大豆的投资标的是东凌粮油和金德发展。

### 3.2 糖价继续创新高的概率大

2010 年由于国内甘蔗减产导致食糖产量同比下降 13.6%，达 1073 万吨，供需缺口达到 300 万吨，国内糖价创下历史新高，最高达到 7650 元/吨。展望新榨季，糖料播种面积由于糖价上升而有增长，但由于土地面积有限以及竞争品种如木薯和玉米等的价格也同样提升，因此，增长的幅度并不巨大。根据广西省的统计，甘蔗播种面积为 1520 万亩，同比增长 2.70%。新榨季初期糖业协会给出的估产数据为 1198 万吨，同比增长

11.59%。然而由于收榨时期的霜冻影响，我们预计产量将达不到原先估计。甘蔗最重要的产区广西的食糖产量可能会较上榨季继续下降。

表 5 最近四个榨季食糖产区的产量（万吨）

	产糖量 (10/11E)	增长 (%)	产糖量 (09/10)	增长 (%)	产糖量 (08/09)	增长 (%)	产糖量 (07/08)	增长 (%)
全国合计	1198.30	11.59	1073.83	-13.60	1242.89	-16.25	1484.02	23.73
甘蔗糖小计	1099.30	8.43	1013.83	-12.05	1152.76	-15.73	1367.91	27.30
广东	105.00	22.42	85.77	-18.99	105.87	-27.16	145.35	13.68
其中：湛江	90.00	23.24	73.03	-20.75	92.15	-23.67	120.72	10.38
广西	760.00	7.01	710.20	-6.92	763.00	-18.59	937.20	32.26
云南	200.00	12.90	177.15	-20.66	223.29	3.26	216.25	18.07
海南	24.00	-24.55	31.81	-31.07	46.15	-10.68	51.67	37.71
福建	3.30	-5.17	3.48	-40.82	5.88	-16.83	7.07	21.90
四川	3.00	22.45	2.45	-53.86	5.31	-13.94	6.17	16.64
湖南	1.50	2.04	1.47	16.67	1.26	-42.73	2.20	-26.67
其他	2.50	66.67	1.50	-25.00	2.00	0.00	2.00	-39.39
甜菜糖小计	99.00	65.00	60.00	-33.43	90.13	-22.38	116.11	-7.03
黑龙江	24.00	142.67	9.89	-65.30	28.50	-9.24	31.40	29.86
新疆	52.00	35.28	38.44	-6.77	41.23	-32.14	60.76	-14.21
内蒙古	15.00	113.98	7.01	-54.77	15.50	-13.89	18.00	-10.00
河北	4.30	36.08	3.16	-18.97	3.90	-21.21	4.95	-33.02
其他	3.70	146.67	1.50	50.00	1.00	0.00	1.00	-60.00

资料来源：广西食糖网

有关国内食糖需求量。国内食糖消费量预计达到 1450-1480 万吨，同比增长 4.3-6.4%。我们注意到下游食品工业的产量增长仍可谓快速。除了碳酸饮料，其余品种都实现稳定增长。

表 6 食糖下游主要需求工业的产量

	2007		2008		2009		2010.1-11	
	产量 (万吨)	增长 (%)	产量 (万吨)	增长 (%)	产量 (万吨)	增长 (%)	产量 (万吨)	增长 (%)
糖果	98.88	24.96	121.37	22.74	145.31	19.72	156.67	23.57
糕点	63.43	7.36	79.91	25.99	98.04	22.69	133.69	51.70
饼干	223.76	25.39	282.69	26.34	343.07	21.36	409.21	33.56
乳制品	1787.40	22.46	1810.56	1.30	1935.12	6.88	1953.95	10.93
罐头	513.60	26.10	595.29	15.91	745.07	25.16	833.80	26.54
碳酸饮料	1040.33	18.69	1107.40	6.45	1254.24	13.26	1144.84	-0.84
果汁及果汁饮料	1078.55	25.44	1182.51	9.64	1447.61	22.42	1621.54	24.71
冷冻饮料	205.25	24.45	205.53	0.14	233.90	13.80	234.91	37.00

资料来源：中经网

由于 2009/10 榨季国储投放 170 万吨原糖以平抑价格，因此国库的供应量大幅减少，可售数量在 40 万吨左右。因此新榨季国内白糖仍处在紧平衡状态。我们预计在榨季结束后，糖价继续上扬的概率大。

国际糖市新榨季的供需状况较国内复杂。这也是最近国际糖价表现较为震荡的主要

原因。短期看，全球食糖市场供给偏紧的格局将继续对国际糖市形成支撑：俄罗斯糖产量或下降 14%，从去年的约 331 万吨减少到 285 万吨、澳大利亚的食糖出口量较 09/10 制糖年的 290 万吨或下降 17%，至 240 万吨，更凸显了全球食糖供给紧张的格局。

最大的不确定因素在印度。虽然今年印度糖厂普遍推迟开榨使市场方面迫切想知道使新制糖年印度究竟能产多少糖的愿望再次落空，而且最近印度食糖主产区雨水偏多又给新制糖年印度的食糖生产前景平添了一层迷雾，市场方面对印度拟出台的食糖出口政策更是众说纷纭，不过，目前普遍的说法是印度政府可能会同意国内企业出口 150-200 万吨新制糖年产糖。

虽然 10/11 月份两个月印度头号产糖区--马哈拉什特拉邦的食糖产量因下大雨影响了生产进度而较去年同期下降了 10%，但该邦的生产进度已开始往前赶已不可阻挡（10 月 1 日-11 月 15 日期间的糖产量较去年同期下降 29%），而且印度糖厂协会在政府下调食糖预期产量至 2450 万吨的背景下依然坚持认为新制糖年印度将产糖 2550 万吨。如果经评估后糖产量很大程度上与最初的预期吻合，即超过 2500 万吨，对糖价当然会构成负面影响。

白糖的投资标的是南宁糖业和中粮屯河。

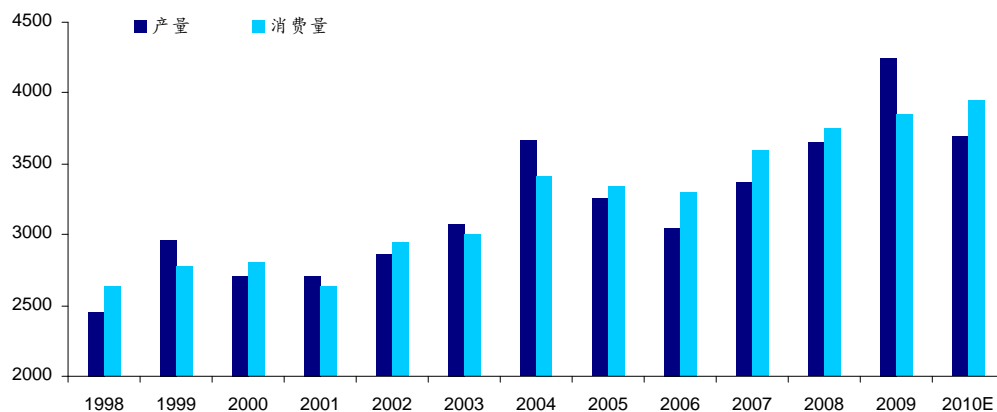
### 3.3 番茄酱价格恢复较为明确

2010 年全球番茄酱产量大幅下滑，主要原因在于中国新疆和欧洲等主产区（意大利、土耳其等）恶劣的气候条件导致当地番茄减产，同时受 2009 年番茄酱产量和供给过剩的影响，2010 年全球番茄种植面积出现萎缩。虽然目前各国实际番茄产量的数据尚未最终确定，但从 WPTC（全球加工番茄联合会）10 月下旬公布的最新全球加工用番茄产量数据来看，2010 年全球番茄大幅减产、供不应求的情况已成定局，因此我们认为，2011 年番茄酱价格回升趋势比较明确。

据世界番茄加工理事会最新预测，2010 年全球番茄减产 13%，三大主产国美国、欧盟和中国均减产，其中中国减产幅度最大，在 30% 左右。2010 年前 9 个月我国番茄酱出口均价一直低于 800 美元，随着全球减产及库存逐步消化，新榨季以来，番茄酱的出口价格稳步攀升，已经由最低时的 727 美元/吨上升至 794 美元/吨。

10 月份 WPTC 最新更新了全球加工用番茄的产量预测，预计 2010 年全球加工用番茄产量为 3694 万吨，较 2 月份更新时的数据 3948 万吨下调了 6.4%，较 2009 年下降 13.1%。其中预计 10 年欧洲产量为 1132.1 万吨，较 2 月预测下调 4.9%，较 09 年下降 14.7%；美国加利福尼亚地区产量为 1115.8 万吨，较 2 月预测下调 2.4%，较 2009 年下降 7.6%；中国产量为 621 万吨，较 2 月预测下调 20.4%，较 2009 年下降 28.2%。可见全球新榨季供给紧缩的状态愈发明显。

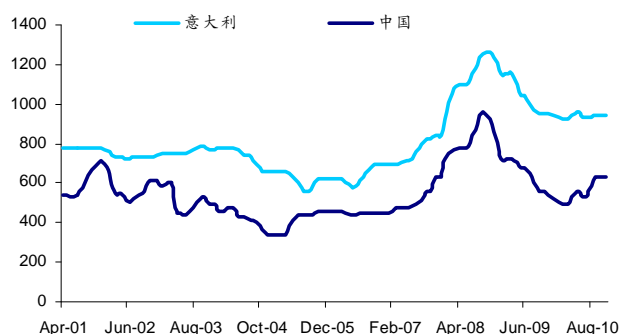
图 11 全球加工用番茄产销量(万吨)



资料来源: WPTC, 海通证券研究所

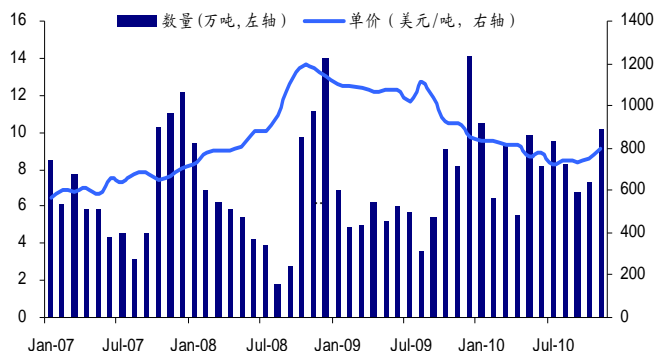
目前全球番茄制品价格保持稳步回升的态势, 中国 36/38 浓度天津口岸 FOB 价格已上升到了 850 美元/吨, 较 10 年 3 月份时的低点 670 美元/吨上涨了 26.9%。意大利的产地价格也在经历触底反弹, 11 月份意大利产地价格为 940 欧元/吨, 较 10 年 3 月份低点时的 920 欧元/吨小幅上涨了 2.2%。

图 12 36/38 番茄酱天津口岸 FOB 和意大利产地价格(欧元)



资料来源: 全球加工番茄联合会, 海通证券研究所

图 13 我国番茄酱出口的月度数据



资料来源: 中国海关, 海通证券研究所

在经历过 09/10 榨季的丰产后, 本榨季的产量出现大幅下滑, 这与 05/06 榨季的情况比较类似。当年全球番茄酱产量在经历了 04/05 榨季的丰产后也出现了滑坡, 从 2004 年的 3660.6 万吨下降到 3254.4 万吨, 下滑 11.1%, 而本榨季产量下滑幅度更为明显, 达到 13.1%, 为 10 年来最大跌幅。从地域分布来看, 全球两大主产区中国和意大利的产量下滑幅度最为明显, 分别达到 28.2% 和 14.7%。中国大幅减产的主要原因是新疆地区恶劣的气候条件导致番茄亩产量下降, 对意大利产区而言, 除了恶劣天气的影响之外, 10 年大量的番茄酱进口导致当地番茄种植相对受益下降, 番茄种植面积和农民种植积极性都出现下滑。随着 2011 年欧盟三大番茄酱主产国 (意大利、西班牙和希腊) 完全取消番茄种植补贴, 预计全球番茄种植面积将进一步减少, 结合日益加剧的供需缺口, 我们认为 2011 年番茄酱价格将进入上升通道。

番茄酱的投资标的有中粮屯河和新中基。



### 3.4 海珍品价格仍将维持强势

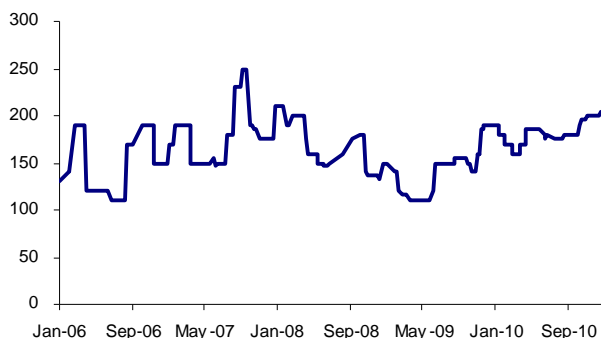
在经济复苏、人们消费能力与水平逐步恢复的背景下，我们认为海产品尤其是鲍鱼、海参、扇贝等高档海产品是最为受益的行业，同时也是抵御通胀预期的优秀品种。我们看好海珍品的理由是：1）水产品需求的稳步增长。在此我们不再一一赘述，2）受养殖条件所限，海珍品的供给增速在下降。

山东、辽宁等地养殖海参的虾池、围堰及底播水域都被最大限度地开发利用，未来养殖面积可能不增反降。一方面，适养海域基本被开发殆尽，另一方面工业化和城市化的进程导致已被开发海域不断被征用，刺参有效养殖面积开始进入逐步削减阶段。

3）冰冻灾害导致海珍品死亡。这在海参身上表现的最为明显。野生小海参习惯生长于浅水区域，并经常附着于礁石之上，由于体质弱，根本无法抵抗 30 年不遇的冰冻，所以大量小海参无法成活。除此之外，冰层阻挡光照，影响藻类生长和海水内的氧气含量，促使大批海参因缺氧死亡。

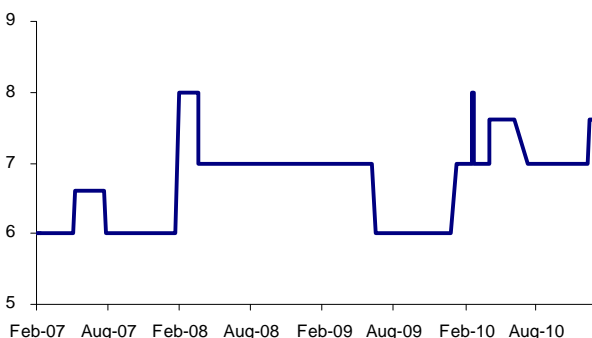
海参价格 2010 年快速恢复，当前海参的价格已经达到 210 元/公斤，与 2007 年的高点 220 元/公斤已经及其接近了。

图 14 威海地区海参价格（元/公斤）



资料来源：威海水产品批发市场，海通证券研究所

图 15 威海地区鲍鱼价格（元/公斤）



资料来源：威海水产品批发市场，海通证券研究所

扇贝：02-05 年间，养殖扇贝的热潮在大连周边地区的养殖户间兴起，这造成浮筏贝的产量快速增长。不过随着规模的不断扩大，目前当地适宜浮筏养殖扇贝的海域已经不多，因此不少养殖户纷纷采取扩大养殖密度的方式来增加产量，但过度的密集养殖往往造成海水环境恶化，从而使扇贝的死亡率增高。2010 年的冰冻灾害更是导致高密度养殖的农户损失惨重。因此供给的下降以及消费需求上升为扇贝的价格坚挺提供了很好的外部环境。

海珍品企业有獐子岛、好当家和东方海洋。

### 3.5 棉花价格将会高位震荡

长期以来，与其他农作物相比，我国棉花种植成本较高，相对收益较小，农民种棉的积极性较低。自 2007 年以来，我国棉花种植面积呈逐年下降的趋势，产量也一路下滑。与此同时，国内需求却持续保持刚性(08 年受金融危机影响出现阶段性回落)，库存量和消费库存比不断下降。随着全球经济复苏以及中国下游纺织服装行业的高景气行情，棉花的需求量也将继续维持高位。预计 2011/2012 年供需失衡的状况将有所好转，但总体趋势依旧偏紧，预计仍将有 370 万吨以上的供需缺口。



表 7 全国棉花近年的种植面积与供需状况

	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E
种植面积（千公顷）	5061.80	5408.87	5926.00	5754.14	4951.83	5066.70	5472.00
产量（万吨）	571.42	753.28	762.36	749.20	637.68	625.00	680.00
期末库存（万吨）	392.13	447.21	446.34	487.06	397.35	287.84	-
国内消费（万吨）	979.78	1088.64	1110.41	958.00	1066.87	1023.32	1059.40
消费库存比（%）	40.02	41.08	40.20	50.84	37.24	28.13	-

资料来源：USDA，国家统计局，海通证券研究所

伴随着 2010 年全球气候异常所导致的棉花大面积减产，国内压抑已久的供需矛盾爆发，巨大的供需缺口带动棉价一路上扬。基于对 2011 年棉花供需基本面依然偏紧的预期，我们认为，在不断提升的国内种棉成本和国外进口成本双重支撑下，棉价将维持高位震荡的格局。

图 16 国内 328 级棉花价格（元/吨）



资料来源：CEIC

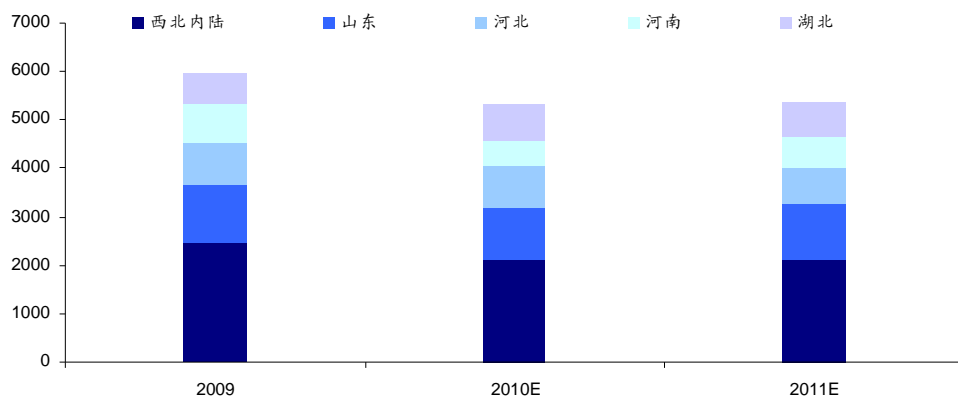
图 17 NYMEX 棉花价格（美分/磅）



资料来源：Bloomberg

国内供给方面。今年全国棉花减产已成定局，结合中棉协和中国棉花交易市场的最新调研结果，我们预计 2010/2011 年全国棉花种植面积约 7600 万亩，相同定案数据对比下，与去年基本持平；总产量为 625 万吨，同比下滑约 2%。展望 2011/2012 年，受益于 2010 年下半年高棉价的激励，全国棉花种植面积将有所扩张，根据我们从中国棉花产业经济功能研究室和全国棉花交易市场获取到的初步植棉意向调查结果，预计扩张幅度大约为 8%，其中尤以河南和安徽的增幅较大，分别达到 17.96%和 8.19%。但近几年来恶劣多变的气候条件导致我国棉花亩产量连年下降，从 2007 年的 88.7 千克/亩，滑落至 2010 年的 85.4 千克/亩，2011 年可能存在的异常天气同样将对棉花产量产生重大的影响，伴随着国储棉库存量不断减少所导致的供给调控能力下降，国内棉花供给面临较大的压力。

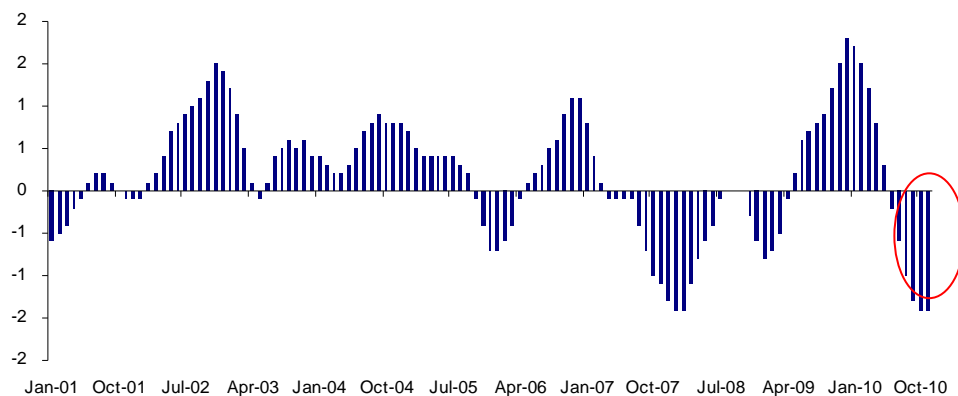
图 18 我国近期各主产棉区种植面积变化(万亩)



资料来源：中国棉花产业经济功能研究室，全国棉花交易市场，海通证券研究所

由于棉花种植周期较长，天气状况对于棉花的产量与供给影响非常大。进入 21 世纪以来，全球及地区性气候异常出现的频率明显加大。就全球范围而言，频发的厄尔尼诺和拉尼娜现象，对于农作物，尤其是大豆和棉花的生长极为不利。自 2010 年 7 月起，ONI 指数已经连续 5 个月低于 -0.5，形成拉尼娜现象，而来自 NOAA 的最新消息显示，未来 ONI 的下行偏离趋势并无明显改观现象，仍将维持在 -1.0 左右的低位，继续保持“中至强”等级(Medium to Strong)的拉尼娜现象，气候模型预计拉尼娜现象至少将持续到一季度末。棉花产区方面，澳大利亚受其影响最大，提前进入雨季，连绵不断的雨水和大气异常严重推迟了棉花播种和生长进程。我们认为，随着 2011 年上半年拉尼娜现象的持续增强，以巴西和澳大利亚为代表的各南半球棉花主产国的产量将低于市场预期，全球范围内棉花供给的压力和不确定性继续加大，进一步拓展棉价上升空间。

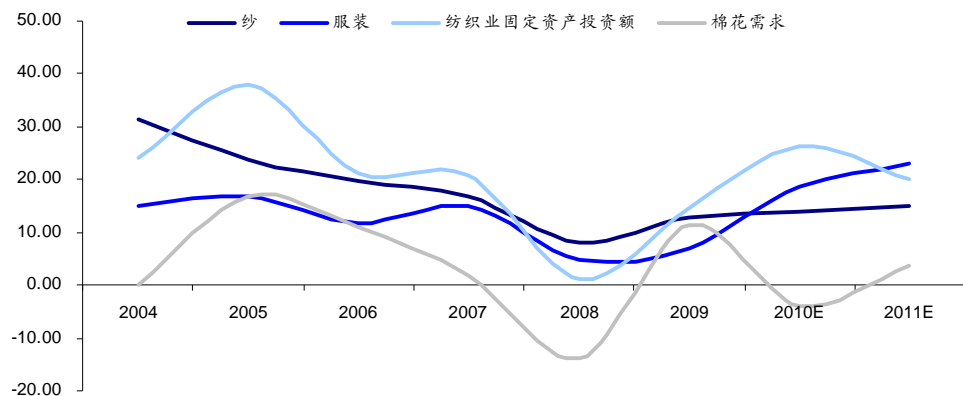
图 19 全球厄尔尼诺指数(ONI Index)



资料来源：NOAA / National Weather Service，海通证券研究所

需求方面。根据 USDA 今年 1 月份最新预测报告，2010/2011 年度的国内棉花总消费量达 1023.3 万吨，继续维持高位水平。在我国棉花需求量中，纺织工业用棉约占 95% 左右，随着全球经济的复苏，国内纺织服装行业在 2010 年全面回暖，全国全年产纱总量累计 2716.9 万吨，同比增长 13.7%，服装产量达 285.2 万件，同比增长 19.03%，纺织业固定资产投资同比增长 26.4%。受制于 2010 年的高增长基数，服装外需增速在 2011 年可能出现回落，但相对刚性的下游纱、布生产需求、城镇居民收入水平提升所带来的品牌服装消费升级、以及农村服装市场的广阔前景，将有力拉动纺织服装行业内销提速的步伐，我们预计 2011 年全国服装行业总体增速可达 23%，将进一步确保棉花需求的持续旺盛。

图 20 全国棉花消费量与纺织服装行业产量、固定资产投资额增长对比(%)



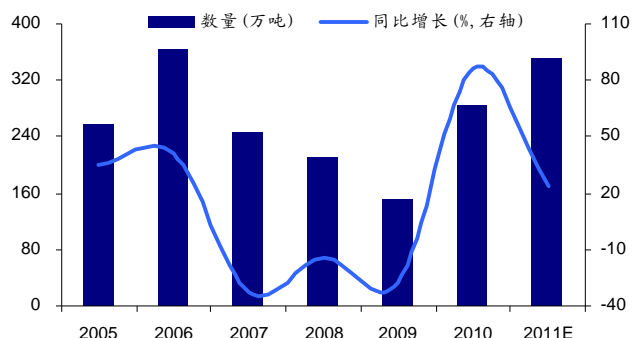
资料来源：USDA，国家统计局，海通证券研究所

棉花种植成本与进口成本构成棉花价格的“双支撑”。我国除新疆地区外，棉花种植的机械化、规模化程度较小麦、水稻明显偏低，劳动力成本很高，加之近期持续上涨的种子和地膜等物化费用，种植总成本的上升将对 2011/2012 年度棉花价格形成支撑。中国棉花协会的最新统计显示，2010 年全国棉花生产总成本为 1242.6 元/亩，同比上涨 17.5%，其中物化成本为 554.5 元/亩，上涨 13.5%；人工成本为 560.8 元/亩，上涨 21.7%。我们认为，国家“十二五”期间大力发展现代化农业的要求，将加快推动我国由粗放式的数量型农业向轻型的结构优化型农业的转变，进一步提高劳动力务农机会成本。我们认为 2011 年用工成本将继续保持高速增长趋势，并占据总成本的 50% 以上，而其提升将主要来源于每亩工作价的提升，尤其是拾花费的大幅提升，而非每亩工作量的增长。

2010 年我国累计进口棉花 283.7 万吨，同比大幅增长 86%。来自商务部的最新数据显示，2010 年 12 月份我国进口棉花到港棉价为 2656 美元/吨，环比上涨 12.7%，折合进口棉基准价 17583 元/吨，远超 11397 元/吨的滑退税标准，按照 570 元/吨计征从量税，折合棉花进口成本价近 21000/吨，对国内棉价形成支撑。基于 10 年的高基数以及国内种植面积的扩张，USDA 和中棉协等机构纷纷看淡 2011 年的棉花进口需求增速。我们认为，进口增速的下降并不意味着进口压力的舒缓和进口成本的缩减，理由如下：1) 作为中国最重要的棉花进口国之一，印度在 2010/2011 年棉花出口政策上的限制和可能出现的反复，将对全球棉花交易市场注入极大的不稳定因素。虽然来自印度国有棉花公司(CCI)的数据显示，截止一月中旬印度皮棉累计收购量达 1626.5 万包，同比增长 7%。但印度官方近期仍表示暂不提高棉花出口额度(50 万包)。随着巴基斯坦与孟加拉国对印棉进口力度的持续加大，将进一步挤兑国内印棉进口量。2) 目前美棉签约率已达 92%，而去年同期仅为 56%，高水平的签约率使得后期美棉出口空间急剧缩小。3) 以乌兹别克斯坦为首的中亚地区棉花出口量出现下滑，USDA 最新预测报告进一步下调中亚地区 10/11 年棉花出口量至 568 万包。

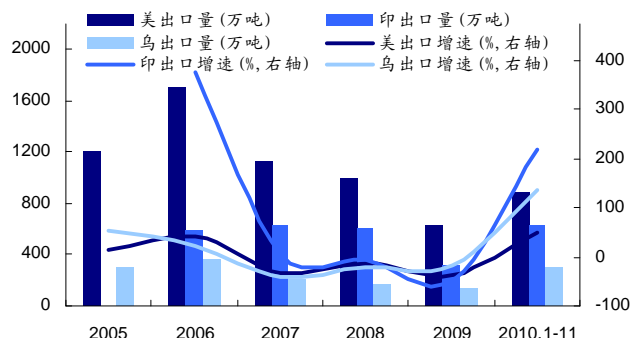
棉花的投资标的是新赛股份。

图 21 我国棉花进口数量与增速



资料来源：海关信息网，海通证券研究所

图 22 主要对华棉花出口国出口量与增速



资料来源：商务部，海通证券研究所

## 4. 从行业发展的角度：种业是受扶持力度最大的子行业

仔细分析农业行业的下属子行业，我们认为种业正处在黄金发展期，是受扶持力度最大的子行业。

首先，种子价格稳步上扬，优质种子供不应求。我们预计今年种子价格仍将上扬，从涨幅约在 10% 以上。主要理由：1) 粮食价格上升。预计国内粮食价格仍将稳步上扬。2) 制种成本上升。受成本上升和气候异常因素影响，全国主要制种基地成本上扬。3) 杂交玉米种子和水稻种子的供需形势良好。特别是玉米种子的库存数量还在下降中。

表 8 全国杂交玉米种子近年的供需状况

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
制种面积 (万亩)	375.00	400.00	490.00	345.00	301.00	334.00	388.00
制种产量 (亿公斤)	9.70	11.00	16.20	10.50	10.20	11.50	11.50
有效库存 (亿公斤)	2.80	1.00	3.00	7.40	6.10	4.50	4.30
可供种量 (亿公斤)	12.50	12.00	19.20	17.90	16.30	15.70	15.80
计划种植面积 (亿亩)	3.60	3.70	4.28	4.28	4.39	4.55	4.90
需种量 (亿公斤)	9.20	9.50	10.70	10.70	11.00	10.50	11.30
余种量 (亿公斤)	3.30	2.50	8.50	7.20	5.30	5.20	4.50

资料来源：海通证券研究所

表 9 全国杂交水稻种子近年供需状况

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
制种面积 (万亩)	144.00	150.00	150.00	114.00	94.60	137.00	150.00
制种产量 (亿公斤)	2.60	2.70	2.70	2.15	2.09	2.37	2.54
有效库存 (亿公斤)	0.50	0.80	0.80	1.20	0.82	0.47	0.47
可供种量 (亿公斤)	3.10	3.50	3.50	3.35	2.91	2.84	3.00
计划种植面积 (亿亩)	2.90	3.00	2.50	2.36	2.46	2.50	2.58
需种量 (亿公斤)	2.00	2.50	3.00	2.35	2.44	2.50	2.60
余种量 (亿公斤)	0.20	0.50	0.50	1.00	0.47	0.34	0.40

资料来源：海通证券研究所

其次，种业发展被高度关注。农业部在 2010 年 10 月公布的《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿将两杂种子企业申请生产经营许可证的注册资本标准由 500 万元提高到 3000 万元，且要求固定资产不得低于 1500 万元，直接用于生产种子的固定资产比例不低于 70%。行业门槛的提高势必会加快行业整合速度。同时，政府鼓有意引导支持育繁推一体化企业通过并购、参股等多种形式，开展兼并重组，改变种子企业“多、小、散、弱”的状况，提高市场集中度和竞争力，做大做强民族种业。种业类上市公司都是行业内发展不错的公司，未来并购的可能性极大。荃银高科上市后就收购了杨凌登峰种业公司。隆平高科也一度打算收购屯玉种业。

表 10 种子行业的进入门槛提高

	《农作物种子生产经营许可管理办法》征求意见稿	《农作物种子生产经营许可管理办法》2005
生产许可证	<p>申请杂交稻、杂交玉米种子生产许可证的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元；</p> <p>申请其他主要农作物种子生产许可证的，注册资本不少于 500 万元，其中固定资产不少于 250 万元。固定资产中直接用于种子生产的比例不低于 70%；</p> <p>申请转基因稻、玉米、小麦种子生产的，注册资本不少于 1 亿元，其中固定资产不少于 5000 万元。</p> <p>申请其他农作物种子生产的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元。固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%；</p> <p>申请杂交玉米、杂交水稻种子经营许可证，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%；</p>	<p>生产常规种子（含原种）和杂交亲本种子的，注册资本 100 万元以上；</p> <p>生产杂交种子的，注册资本 500 万元以上</p>
经营许可证	<p>申请杂交玉米和杂交水稻种子以外其他农作物种子经营许可证，注册资本不少于 500 万元，其中固定资产不少于 250 万元，直接用于种子生产的资产比例不低于 70%；</p> <p>从事种子进出口业务的公司申请种子经营许可证，注册资本 3000 万元以上，其中固定资产不少于 1500 万元，直接用于种子生产经营的资产比例不低于 70%；</p> <p>申请转基因稻、玉米、小麦种子经营的，注册资本不少于 1 亿元，其中固定资产不少于 5000 万元；</p> <p>申请其他农作物种子经营的，注册资本不少于 3000 万元，其中固定资产不少于 1500 万元，固定资产直接用于种子生产的比例不低于 70%；</p> <p>注册资本达到 1 亿元以上，其中固定资本不少于 5000 万元，直接用于种子生产的资产占固定资产的比例不低于 70%；</p>	<p>申请主要农作物杂交种子经营许可证，注册资本 500 万元以上；</p> <p>申请主要农作物杂交种子以外的种子经营许可证，注册资本 100 万元以上</p>
选育、生产和经营相结合	<p>有品种的经营量占公司经营总量的比例达到 50%以上；申请许可的农作物种子经营量应当连续三年占全国该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达到 20%以上；</p> <p>申请主要农作物种子经营许可证，近 10 年内通过国审的主要农作物品种 1 个以上或不同省（区、市）审定（不含引种）的主要农作物品种 5 个以上（须为 2 个以上不同作物）。</p> <p>申请非主要农作物种子经营许可证，近 10 年内获得植物新品种权保护的品种 5 个以上。</p>	<p>申请注册资本 3000 万元以上；有育种机构及相应育种条件；自有品种的种子销售量占总经营量的 50%以上；有稳定的种子繁育基地；有加工成套设备；有相对稳定的销售网络等；</p>

资料来源：海通证券研究所

种子的投资标的是登海种业、敦煌种业、隆平高科、丰乐种业。

## 5. 重点上市公司及投资建议

根据我们的观点，我们认为农业股的投资机会可大致分别三类：1）寻找价格上涨型，这类公司的投资思路是选对时点，投资时间也可能较为短暂，比如东凌粮油、南宁糖业、中粮屯河、新赛股份。2）寻找受扶持行业中、优质上市公司耐心持有，比如登海种业、獐子岛、圣农发展、海大集团。3）改善型。比如通威股份、敦煌种业等。

登海种业是杂交玉米种子的龙头企业。超试系列的推广成功和子公司先锋的持续快速增长导致 2010 年盈利大幅增长。伴随着登海 605 的审定，2011 年超试系列的推广面



积将会大幅上升，再加之登海先锋可能的扩产计划将继续保持 30% 以上的增长幅度，因此未来两年公司仍会维持高增长的态势。我们预计公司 2010 年向上修正业绩的概率较大，预计 2010-2012 年的每股收益分别为 1.17、1.90 和 2.49 元。当前股价再次具有投资吸引力。

东凌粮油是国内民营大豆压榨企业。基于我们看好大豆及豆油价格的判断，东凌粮油是贴切的投资标的。由于公司此前公告南沙二期项目已获批并将于 2011 年底竣工投产，因此公司产能扩张的预期已明确。预计 2011 年豆类价格及压榨利润将持续上升，2012 年产能释放。我们预计 2010-2012 年公司的每股收益为 0.75、1.10 和 1.53 元。近期公司公布了股权激励方案：拟对包括公司管理人员及核心业务骨干共计 40 人进行股权激励。属于中国大陆居民的激励对象授予股票期权 710 万份，拟对属于非中国大陆居民的激励对象授予股票增值权 60 万份。行权条件：以 2010 年净利润为基数，2011-2013 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%、60%。2011-2013 年各年加权平均净资产收益率不低于 20%。行权价格 27.55 元/股。股权激励方案将有利于提高员工积极性，保持核心骨干的稳定性。

南宁糖业是国内最大的食糖生产企业之一。我们预计南宁糖业 2010 年全年销售 48 万吨，根据我们对公司销售进度的判断，综合估算出全年的销售均价大致为 5800 元/吨，预计 2010 年的每股收益为 0.64 元。展望新榨季，我们预计公司产量为 42 万吨，2011 年销售食糖 45 万吨，销售均价为 6000 元/吨，则每股收益达到 1.00 元。我们也对 2011 年的盈利做了敏感性分析。糖价每上升 100 元，新增公司每股盈利 0.07 元。

獐子岛是国内农业上市公司中最大的水产养殖和加工企业。在经历了两年的调整期后，2010 年业绩表现出色，我们认为推动公司业绩增长的因素 1) 市场开拓取得成效导致加工量增加，进而鲜销竞争压力减轻，最终导致鲜销毛利率提升；2) 科学化养殖导致亩产增长；3) 利用资金优势不断收购海域面积使得可捕捞面积不断扩大；4) 品牌提升导致产品价格提升等等并未消失，未来三年的盈利仍将快速增长。我们预计 2010-2012 年的每股收益为 0.92、1.32 和 1.78 元。

海大集团公司是水产饲料企业，凭借着优秀的技术和服务意识，公司的生产规模不断扩大，行业地位不断提升。另一方面，公司投入资金对养殖产业链上有竞争优势的环节进行研发，储备技术，向具有竞争优势、技术储备趋于成熟、且具有更高附加值的养殖链其他环节延伸。我们预计 2010-2012 年的每股收益为 0.71、0.94 和 1.25 元。

圣农发展是肉鸡产业一体化企业。肯德基和麦当劳是公司最主要的两大客户。也是继福喜和铭基之后的第三家中国区麦当劳直供商。公司最大的竞争优势在于产业链完整，产品质量可控，容易获得大客户的信赖。根据公司增发预案和合资公司的销售计划，2013 年，公司肉鸡生产产能将合计达到 2.52 亿羽，相当于现有产能的 2.6 倍。公司也在进一步延伸产业链来完善这种模式，2010 年公司开始养殖祖代鸡。我们预计 2010-2012 年的每股收益为 0.68、1.17 和 1.57 元。

通威股份是水产饲料企业。公司 08 年开始进入化工新能源业务，但在技术、生产、管理等方面对于公司来说则完全是一个陌生的行业，公司着实的走了一段弯路，但失败的教训也将促使公司今后的管理思路和策略等势必更加成熟。2010 年剥离新能源后，公司开始重归饲料主业，对下属资产进行清理整顿，将不盈利资产转让或是注销。并以新建为主、收购为辅的方式扩大饲料业务规模，同时通过改善产品结构的方式，提高饲料的盈利能力。我们对新任总裁的改革动作抱有期待。我们预计 2010-2012 年的每股收益为 0.31、0.37 和 0.44 元。

表 11 重点农业上市公司盈利预测及投资评级

代码	公司名称	总市值(亿元)	EPS (元)			PE (x)			评级
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
002041	登海种业	100.67	1.17	1.91	2.49	48.89	30.26	22.97	买入
002069	獐子岛	167.16	0.92	1.32	1.78	40.16	27.99	20.76	买入
000911	南宁糖业	55.52	0.64	1.00	0.75	30.27	19.37	25.83	增持
002299	圣农发展	150.06	0.68	1.17	1.57	53.82	31.28	23.31	增持
600962	国投中鲁	22.57	-0.05	0.22	0.35	NA	50.86	31.97	中性
000860	顺鑫农业	79.86	0.68	0.88	0.98	26.78	20.69	18.58	增持
600438	通威股份	60.23	0.31	0.37	0.44	28.26	23.68	19.91	增持
600598	北大荒	216.37	0.21	0.22	0.23	60.10	57.36	54.87	中性
600467	好当家	71.66	0.22	0.32	0.42	51.41	35.34	26.93	中性
002311	海大集团	77.17	0.71	0.94	1.25	37.32	28.19	21.20	增持
002234	民和股份	20.11	0.42	0.62	0.87	44.55	30.18	21.51	中性
600737	中粮屯河	147.92	0.09	0.54	0.65	163.44	27.24	22.63	增持
平均						48.17	30.42	25.00	

资料来源：海通证券研究所 交易价格采用 1 月 25 日收盘价 圣农发展已出年报

## 6. 主要不确定性

经济的下滑；历史数据显示经济的下滑也会对农产品价格构成打击，近期最明显的例子是 2008 的下半年。

自然灾害；大范围的自然灾害可能会改变我们对国内农产品价格温和上涨的判断。



## 附录 1. 全球主要农产品价格

图 23 国内大豆价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 24 CBOT 大豆价格（美分/蒲式耳）



资料来源: Bloomberg

图 25 国内豆粕价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 26 CBOT 豆粕价格（美元/短吨）



资料来源: Bloomberg

图 27 国内豆油价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 28 CBOT 豆油价格（美分/磅）



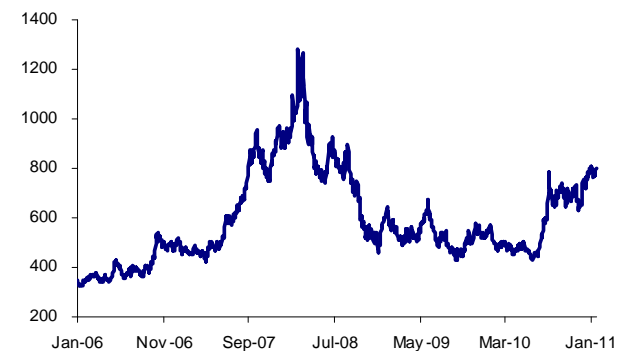
资料来源: Bloomberg

图 29 国内小麦价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 30 CBOT 小麦价格（美分/蒲式耳）



资料来源: Bloomberg

图 31 国内玉米价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 32 CBOT 玉米价格（美分/蒲式耳）



资料来源: Bloomberg

图 33 国内棉花价格（元/吨）



资料来源: Bloomberg

图 34 NYBOT 棉花价格（美分/磅）



资料来源: Bloomberg

图 35 国内粳米价格（元/吨）



资料来源：郑州粮食批发市场

图 36 泰国 AFET 破碎率 5% 的大米期货价格（泰铢/公斤）



资料来源：Bloomberg

## 附录 2. 全球主要农产品预测变化

注：带\*年份中的数据表示预测数据，括号中带有月份的表示当月预测的 2010/2011 年度的数据，最后一列的预测变化率则指最新预测数据较上月的变化

### 大豆

表 1 世界大豆供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	38.6	47.46	53.11	62.96	52.89	43.98	60.4	60.41	60.23	-0.30%
产量	215.95	220.44	237.44	221.21	211.96	259.92	257.36	257.78	255.53	-0.87%
进口	63.73	64.18	69.16	78.12	77.17	87.72	95.47	96.17	96.01	-0.17%
压榨量	175.74	185.03	195.9	201.87	192.71	209.22	224.38	225.78	225.21	-0.25%
国内总消费	205.41	215.21	225.52	229.74	220.79	238.43	254.67	256.24	255.49	-0.29%
出口	64.65	63.92	71.5	79.59	77.25	92.75	97.15	98	98	0.00%
期末库存	48.23	52.94	62.69	52.96	43.98	60.44	61.41	60.12	58.28	-3.06%
库存消费比(%)	23.48	24.60	27.80	23.05	19.92	25.35	24.11	23.46	22.81	-0.03

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 2 美国大豆供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	3.06	6.96	12.23	15.62	5.58	3.76	4.11	4.11	4.11	0.00%
产量	85.01	83.37	87	72.86	80.75	91.42	91.85	91.85	90.61	-1.35%
进口	0.15	0.09	0.25	0.27	0.36	0.41	0.27	0.27	0.41	51.85%
压榨量	46.16	47.32	49.2	49.08	45.23	47.67	45.31	45.31	45.04	-0.60%
国内总消费	51.4	52.61	53.47	51.63	48.11	50.71	48.48	48.48	48.03	-0.93%
出口	29.86	25.58	30.39	31.54	34.82	40.77	42.73	43.27	43.27	0.00%
期末库存	6.96	12.23	15.62	5.58	3.76	4.11	5.03	4.49	3.82	-0.15
库存消费比(%)	13.54	23.25	29.21	10.81	7.82	8.10	10.38	9.26	7.95	-0.14

资料来源：USDA，海通证券研究所

表 3 中国大豆供需平衡表（百万吨）

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	2.1	4.7	4.57	2.7	4.25	9.05	14.47	14.47	14.47	0.00%
产量	17.4	16.35	15.97	14	15.54	14.7	14.4	14.4	14.4	0.00%
进口量	25.8	28.32	28.73	37.82	41.1	50.5	57	57	57	0.00%
压榨量	30.36	34.5	35.97	39.52	41.04	48.83	57.8	57.8	57.8	0.00%
国内总消费	40.21	44.54	46.12	49.82	51.44	59.43	68.85	68.85	68.85	0.00%
出口	0.39	0.35	0.45	0.45	0.4	0.2	0.45	0.45	0.45	0.00%
期末库存	4.7	4.47	2.7	4.25	9.05	14.62	16.57	16.57	16.57	0.00
库存消费比(%)	11.69	10.04	5.85	8.53	17.59	24.60	24.07	24.07	24.07	0.00

资料来源：USDA，海通证券研究所

## 豆粕

表 4 世界豆粕供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	5.66	5.93	6.1	6.54	6.36	4.23	5.95	5.88	5.94	1.02%
产量	138.5	145.6	154.16	158.44	151.43	164.83	176.82	177.88	177.6	-0.16%
进口量	45.32	50.57	52.48	54.21	51.18	52.48	56.31	57.04	56.98	-0.11%
国内总消费	136.12	145.7	152.17	157.24	151.94	160.69	174.47	175.25	174.85	-0.23%
出口量	46.54	51.32	54.28	55.77	52.82	55.06	58.45	59.39	59.44	0.08%
期末库存	6.83	5.09	6.28	6.18	4.23	5.78	6.15	6.16	6.23	1.14%
库存消费比(%)	5.02	3.49	4.13	3.93	2.78	3.60	3.52	3.51	3.56	0.01

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 5 美国豆粕供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	0.19	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.28	0.27	0.27	0.00%
产量	36.94	37.42	39.06	38.36	35.47	37.72	35.86	35.86	35.86	0.00%
进口量	0.13	0.13	0.14	0.13	0.08	0.13	0.15	0.15	0.15	0.00%
国内总消费	30.45	30.11	31.18	30.15	27.9	27.67	27.76	27.67	27.67	0.00%
出口量	6.66	7.3	7.99	8.38	7.71	10.12	8.26	8.35	8.35	0.00%
期末库存	0.16	0.29	0.31	0.27	0.21	0.27	0.27	0.27	0.27	0.00%
库存消费比(%)	0.53	0.96	0.99	0.9	0.75	0.98	0.97	0.98	0.98	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 6 中国豆粕供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
产量	24.03	27.3	28.47	31.28	32.48	38.64	45.78	45.78	45.78	0.00%
进口量	0.07	0.84	0.03	0.2	0.22	0.07	0.1	0.1	0.1	0.00%
国内总消费	23.46	27.78	27.63	30.85	31.67	37.46	44.68	44.68	44.68	0.00%
出口量	0.63	0.36	0.87	0.63	1.02	1.25	1.2	1.2	1.2	0.00%
期末库存	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0.00%
库存消费比(%)	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

## 豆油

表 7 世界豆油供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	2.64	2.89	3.38	3.71	3.12	2.75	2.94	2.98	3.05	2.35%
产量	32.29	34.49	36.39	37.54	35.7	38.67	41.7	41.96	41.88	-0.19%
进口量	8.8	8.92	9.82	10.39	8.92	8.66	8.97	9.17	9.21	0.44%
国内总消费	31.67	33.58	35.78	37.68	35.87	38.09	41.68	41.67	41.81	0.34%
出口量	9.13	9.82	10.58	10.88	9.12	9.08	9.45	9.65	9.52	-1.35%
期末库存	2.93	2.89	3.23	3.09	2.75	2.91	2.49	2.79	2.81	0.72%
库存消费比(%)	9.25	8.61	9.03	8.2	7.67	7.64	5.97	6.70	6.72	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 8 美国豆油供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	0.49	0.77	1.37	1.4	1.13	1.3	1.52	1.52	1.52	0.00%
产量	8.78	9.25	9.29	9.34	8.5	8.87	8.61	8.61	8.62	0.12%
进口量	0.01	0.02	0.02	0.03	0.04	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00%
国内总消费	7.91	8.15	8.43	8.32	7.38	7.24	7.76	7.76	7.76	0.00%
出口量	0.6	0.52	0.85	1.32	1	1.54	1.23	1.23	1.23	0.00%
期末库存	0.77	1.37	1.4	1.13	1.3	1.44	1.2	1.2	1.21	0.83%
库存消费比(%)	9.73	16.81	16.61	13.58	17.62	19.89	15.46	15.46	15.59	0.01

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 9 中国豆油供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	0.34	0.25	0.2	0.25	0.23	0.47	0.17	0.17	0.17	0.00%
产量	5.42	6.15	6.41	7.05	7.31	8.7	10.32	10.32	10.32	0.00%
进口量	1.74	1.52	2.4	2.73	2.49	1.6	2	2	2	0.00%
国内总消费	7.21	7.61	8.67	9.69	9.49	10.44	12.2	12.2	12.2	0.00%
出口量	0.04	0.11	0.09	0.1	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.00%
期末库存	0.25	0.2	0.25	0.23	0.47	0.25	0.22	0.22	0.22	0.00%
库存消费比(%)	3.47	2.63	2.88	2.37	4.95	2.39	1.80	1.80	1.80	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

## 小麦

表 10 世界小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	132.22	147.37	147.76	128.94	124.38	165.33	195.4	196.68	197.43	0.38%
产量	626.64	588.56	595.62	611.02	683.26	682.15	642.89	646.51	645.82	-0.11%
进口量	109.95	110.38	114.02	113.45	136.93	133.56	124.13	122.65	122.95	0.24%
饲用量	106.63	104.28	106.16	96.61	118.44	116.28	122.27	124	123.73	-0.22%
国内总消费	608.75	615.2	615.19	617.3	642.3	650.95	665.79	666.47	665.26	-0.18%
出口量	110.45	109.43	111.58	117.21	143.66	135.33	127.23	125.58	125.64	0.05%
期末库存	150.12	120.74	128.18	122.66	165.33	196.53	172.51	176.72	177.99	0.72%
库存消费比(%)	24.66	19.63	20.84	19.87	25.74	30.19	25.91	26.52	26.75	0.01

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 11 美国小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	14.87	14.7	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	26.55	26.55	0.00%
产量	58.74	57.28	49.22	55.82	68.02	60.37	60.1	60.1	60.1	0.00%
进口量	1.92	2.21	3.32	3.07	3.46	3.23	2.99	2.99	2.99	0.00%
饲用量	4.96	4.35	3.19	0.43	6.95	4.07	4.9	4.9	4.63	-5.51%
国内总消费	31.82	31.36	30.94	28.61	34.29	30.93	32.55	32.28	32.01	-0.84%
出口量	29.01	27.29	24.73	34.36	27.64	23.98	34.02	34.02	35.38	4.00%
期末库存	14.7	15.55	12.41	8.32	17.87	26.55	23.08	23.35	22.26	-4.67%
库存消费比(%)	46.20	49.59	40.11	29.08	52.11	85.84	70.91	72.34	69.54	-0.04

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 12 中国小麦供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	43.29	34.89	34.39	38.45	38.97	45.69	54.31	54.31	54.31	0.00%
产量	91.95	103.5	108.47	109.3	112.46	115	114.5	114.5	114.5	0.00%
进口量	6.75	0.7	0.38	0.05	0.48	1.39	1	1	1	0.00%
饲用量	4	4	4	8	8	8	11	12	12	0.00%
国内总消费	102	101	102	106	105.5	105	107.8	108.8	108.8	0.00%
出口量	1.17	2.5	2.78	2.84	0.72	0.89	2	1	1	0.00%
期末库存	38.82	35.59	38.45	38.96	45.69	56.19	60.01	60.01	60.01	0.00%
库存消费比(%)	38.06	35.24	37.70	36.75	43.31	53.51	55.67	55.16	55.16	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所



## 玉米

表 13 世界玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	103.86	130.69	124.67	109.37	131.32	148	147.95	147.19	147.11	-0.05%
产量	712.63	696.36	711.05	792.44	797.77	810.29	818.52	820.71	816.01	-0.57%
进口	77.11	79.47	90.81	98.36	82.38	88.45	90.9	89.93	89.33	-0.67%
饲用量	471.14	476.31	477.71	497.1	478.25	480.39	495.78	495.65	492.31	-0.67%
国内总消费	685.2	704.03	726.98	771.95	781.09	810.22	837.31	837.91	836.12	-0.21%
出口	78.27	80.93	93.8	98.56	84.48	92.17	93.18	93.03	91.44	-1.71%
期末库存	131.28	123.02	108.74	129.86	148.00	148.07	129.16	130.00	127.00	-2.31%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.96	16.82	18.95	18.28	15.43	15.51	15.19	-0.02

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 14 美国玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	24.34	53.7	49.97	33.11	41.26	42.5	43.37	43.37	43.38	0.02%
产量	299.91	282.31	267.5	331.18	307.14	333.01	318.52	318.52	316.17	-0.74%
进口	0.28	0.22	0.3	0.51	0.34	0.2	0.25	0.38	0.51	34.21%
饲用量	156.43	156.34	142.02	150.21	131.63	131.25	134.63	134.63	132.09	-1.89%
国内总消费	224.65	232.06	230.67	261.63	259.27	281.87	291.61	291.61	291.61	0.00%
出口	46.18	54.2	53.99	61.91	46.97	50.47	49.53	49.53	49.53	0.00%
期末库存	53.7	49.97	33.11	41.26	42.50	43.37	21.01	21.14	18.92	-10.50%
库存消费比(%)	19.16	17.47	14.35	15.77	16.39	15.39	7.20	7.25	6.49	-0.11

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 15 中国玉米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	44.85	36.56	35.26	36.6	39.39	53.17	53.31	53.31	53.31	0.00%
产量	130.29	139.36	151.6	152.3	165.9	155	168	168	168	0.00%
进口	0	0.06	0.02	0.04	0.05	1.3	1	1	1	0.00%
饲用量	98	101	104	105	107	109	113	113	113	0.00%
国内总消费	131	137	145	149	152	156	162	162	162	0.00%
出口	7.59	3.73	5.27	0.55	0.17	0.15	0.2	0.2	0.2	0.00%
期末库存	36.56	35.26	36.6	39.39	53.17	53.32	60.11	60.11	60.11	0.00%
库存消费比(%)	27.91	25.74	25.24	26.44	34.98	34.18	37.10	37.10	37.10	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

## 棉花

表 16 世界棉花供需平衡表 (百万包)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	43.04	56.09	62.21	63.13	60.61	60.42	43.65	44	43.85	-0.34%
产量	120.31	115.71	121.99	119.91	107.14	101.36	115.25	115.53	115.46	-0.06%
进口	33.33	44.06	37.41	38.99	30.03	36.19	38.86	38.66	38.32	-0.88%
国内总消费	108.81	116.16	123.43	122.97	109.94	117.74	116.82	116.25	116.58	0.28%
出口	34.99	44.68	37.1	38.47	30.07	35.54	38.85	38.68	38.35	-0.85%
损耗	-1.09	-2.64	-1.74	-2.06	-2.65	-2	-0.11	-0.13	-0.14	7.69%
期末库存	53.98	57.67	62.82	62.66	60.42	46.69	42.20	43.39	42.84	-1.27%
库存消费比(%)	49.61	49.65	50.90	50.96	54.96	39.66	36.12	37.32	36.75	-0.02

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 17 美国棉花供需平衡表 (百万包)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	3.45	5.5	6.07	9.48	10.05	6.34	2.95	2.95	2.95	0.00%
产量	23.25	23.89	21.59	19.21	12.82	12.19	18.42	18.27	18.32	0.27%
进口	0.03	0.03	0.02	0.01	3/	3/	3/	0.01	0.01	0.00%
国内总消费	6.69	5.87	4.94	4.59	3.59	3.46	3.45	3.55	3.6	1.41%
出口	14.44	17.55	13.01	13.65	13.26	12.04	15.75	15.75	15.75	0.00%
损耗	0.11	-0.06	0.25	0.41	-0.32	0.08	-0.04	0.02	0.02	0.00%
期末库存	5.5	6.05	9.48	10.04	6.34	2.95	2.20	1.90	1.90	0.00%
库存消费比(%)	82.21	103.07	191.90	218.74	176.60	85.26	63.77	53.52	52.78	-0.01

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 18 中国棉花供需平衡表 (百万包)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	14.96	14.06	22.54	20.54	20.5	22.37	15.25	15.25	15.25	0.00%
产量	29	27.5	35.5	37	36.7	32	30	30	30	0.00%
进口	6.39	19.28	10.59	11.53	7	10.9	15	15	15	0.00%
国内总消费	38.5	45	50	51	44	49	47	47	47	0.00%
出口	0.03	0.04	0.09	0.06	0.08	0.02	0.03	0.03	0.03	0.00%
损耗	-1.25	-2.2	-2	-2.5	-2.25	-2	0	0	0	0.00%
期末库存	13.06	18.01	20.54	20.5	22.37	18.25	13.22	13.22	13.22	0.00%
库存消费比(%)	33.92	40.02	41.08	40.20	50.84	37.24	28.13	28.13	28.13	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

## 大米

表 19 世界大米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	85.39	74.44	75.68	75.14	80.63	91.11	95.37	95.32	94.77	-0.58%
产量	400.67	418.06	420.43	434	448.15	441.51	451.44	452.41	452.37	-0.01%
进口	26.31	25.94	28.52	29.26	27.15	27.37	28.72	28.73	28.87	0.49%
国内总消费	407.92	416.03	421.21	428.14	437.67	438.16	452.55	452.97	452.77	-0.04%
出口	28.24	30.21	31.32	31.25	28.97	30.09	30.47	30.49	30.53	0.13%
期末库存	78.15	76.47	74.9	81	91.11	94.46	94.27	94.76	94.37	-0.41%
库存消费比(%)	19.16	18.38	17.78	18.92	20.82	21.56	20.83	20.92	20.84	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 20 美国大米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	0.76	1.21	1.37	1.27	0.92	0.96	1.15	1.15	1.15	0.00%
产量	7.46	7.11	6.27	6.34	6.4	6.92	7.4	7.4	7.44	0.54%
进口	0.42	0.54	0.65	0.76	0.61	0.6	0.62	0.62	0.57	-8.06%
国内总消费	3.94	3.84	4.1	4.08	3.96	3.86	4	4	4	0.00%
出口	3.5	3.66	2.92	3.35	3	3.47	3.64	3.64	3.58	-1.65%
期末库存	1.21	1.37	1.27	0.94	0.96	1.15	1.53	1.53	1.59	3.92%
库存消费比(%)	30.71	35.68	30.98	23.04	24.24	29.79	38.25	38.25	39.75	0.04

资料来源: USDA, 海通证券研究所

表 21 中国大米供需平衡表 (百万吨)

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10*	10/11*(10月)	10/11*(12月)	10/11*(1月)	预测变化率
期初库存	43.92	38.93	36.78	35.92	38.02	38.9	40.85	40.85	40.85	0.00%
产量	125.36	126.41	127.2	130.22	134.33	137	136	139.3	139.3	0.00%
进口	0.61	0.65	0.47	0.3	0.34	0.3	0.33	0.33	0.33	0.00%
国内总消费	130.3	128	127.2	127.45	133	134.5	135	136.5	136.5	0.00%
出口	0.66	1.22	1.34	0.97	0.78	0.85	0.9	0.9	0.9	0.00%
期末库存	38.93	36.78	35.92	38.02	38.9	40.85	41.28	43.08	43.08	0.00%
库存消费比(%)	29.88	28.73	28.24	29.83	29.25	30.37	30.58	31.56	31.56	0.00

资料来源: USDA, 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

丁频：农林牧渔&食品行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

### 投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
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 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
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海通综指的涨跌幅。	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

汪昇明 所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德 副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

路颖 副所长  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

陈露 所长助理  
(021) 23219435  
chenl@htsec.com

江孔亮 所长助理  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

### 宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434  
汪辉 (021) 23219432  
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com  
wanghui@htsec.com  
liutj@htsec.com

### 联系人

高远 (021) 23219669  
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com  
lin@htsec.com

### 策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197  
吴一萍 (021) 23219387  
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com  
wuyiping@htsec.com  
shanl@htsec.com

### 联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

### 基金研究团队

娄静 (021) 23219450  
单开佳 (021) 23219448  
吴先兴 (021) 23219449

loujing@htsec.com  
shankj@htsec.com  
wuxx@htsec.com

### 倪韵婷

(021) 23219419

niyt@htsec.com

### 杨俭秋

(021) 23219605

yangjq@htsec.com

### 联系人

唐洋运 (021) 23219004

tangyy@htsec.com

徐益鋈 (021) 23219443

xuyj@htsec.com

陈瑶 (021) 23219645

chenyao@htsec.com

### 金融工程研究团队

周健 (021) 23219444  
丁鲁明 (021) 23219068

zhouj@htsec.com  
dinglm@htsec.com

### 联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

### 固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445  
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com  
qiuqd@htsec.com

### 政策研究团队

陈久红 (021) 23219393  
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com  
zrchen@htsec.com

### 计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409  
联系人  
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com  
jiangk@htsec.com

### 煤炭行业

刘惠莹 (021) 23219441

liuhy@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403  
潘鹤 (021) 23219423  
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com  
panh@htsec.com  
wanglt@htsec.com

### 建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422  
联系人  
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com  
zhaoj@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

### 机械行业

龙华 (021) 23219411  
方维 (021) 23219438  
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com  
fangw@htsec.com  
shuh@htsec.com

### 联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

### 农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405  
联系人  
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com  
xiam@htsec.com

### 纺织服装行业

联系人  
唐爽爽 (021) 23219716

tangss@htsec.com

### 非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389  
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com  
dl5573@htsec.com

### 电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413  
联系人  
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com  
zhangxd@htsec.com

### 互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935  
联系人  
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com  
baiyang@htsec.com

### 交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420  
钱列飞 (021) 23219104

ymniu@htsec.com  
qianlf@htsec.com

### 联系人

虞楠 (021) 23219382

yun@htsec.com

### 汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaox@htsec.com

### 食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282  
联系人  
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com  
qiy@htsec.com

### 钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

### 医药行业

江维娜 (021) 23219610  
联系人  
刘宇 (021) 23219608  
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com  
liuy4986@htsec.com  
liuj5068@htsec.com

### 有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406  
联系人  
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com  
liub5226@htsec.com

### 基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267  
联系人  
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com  
yith@htsec.com

### 家电行业

陈子仪 (021) 23219244  
联系人  
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com  
kongwn@htsec.com

### 建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

### 电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383  
联系人  
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com  
fangq@htsec.com

## 公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415  
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com  
baiy@htsec.com

## 银行业

联系人

冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

## 社会服务业

罗少平 (021) 23219390

luosp@htsec.com

## 房地产业

涂力磊 (021) 23219747

tll5535@htsec.com

谢盐 (021) 23219436

xiey@htsec.com

联系人

贾亚童 (021) 23219421

jiayt@htsec.com

## 海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理

(021) 63609993

chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理

(021) 23219381

hzh@htsec.com

## 深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381

hzh@htsec.com

胡雪梅 (021) 23219385

huxm@htsec.com

毛艺龙 (021) 23219373

maoyl@htsec.com

辜丽娟 (021) 23219397

gulj@htsec.com

刘晶晶 (021) 23219671

liujj4900@htsec.com

## 上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386

gaoq@htsec.com

季唯佳 (021) 23219384

jiwj@htsec.com

黄 毓 (021) 23219410

huangyu@htsec.com

朱 健 (021) 23219592

zhuj@htsec.com

肖文宇 (021) 23219442

xiaowu@htsec.com

## 北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454

sunj@htsec.com

殷怡琦 (010) 58067944

yinyq@htsec.com

## 海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219381

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com