

农林牧渔行业 2008 年投资策略

寻找拥有资源并致力打造纵向产业链的潜力品种

熊峰 农业/食品 行业 研究员
电话: 020-87555888-615
eMail: xf@gf.com.cn

汤玮亮 农业/食品 行业 研究员
电话: 020-87555888-634
eMail: twl@gf.com.cn

我们按上中下游对农林牧渔行业及其 50 多家上市公司进行分类。

上游行业包括种植业、养殖业、林业、种业等。我国种植业正处于景气上升期；我国林业资源更是绝对短缺，目前国家林业产业政策将极大利好林业企业；畜禽养殖业处于景气复苏的初期；而水产养殖业则一直保持着较好的发展态势；种业总体上产能过剩，市场供大于求且市场秩序混乱，短期尚无投资机会。

中游行业目前处于低附加值、低毛利、少品牌的阶段。目前绝大部分农产品加工企业都处于初加工阶段，进入门槛低、技术水平低、产能过剩，竞争激烈，所以加工环节毛利率普遍都偏低。

下游我们重点关注像好当家、獐子岛、新五丰等致力于自身终端营销网络建设的公司，虽然目前该环节都处于亏损状态，但长期来说无疑具有战略意义。

在现阶段，我们认为土地和水域是农林牧渔行业最核心的战略性资源。拥有这些稀缺土地或水域的上市公司才拥有了立足之本。

拥有上游战略性资源虽然具备了立足之本，但如果仅仅满足于已有资源，局限于简单的初级加工，经营粗放，不仅损失了产品的附加价值，而且这样的公司缺乏终端，没有品牌，很难成为长期快速成长的优秀公司。只有那些致力于精深加工、终端和品牌建设的公司才具备长期生存的能力。纵向一体化公司的优势一是毛利率得到提升，公司的利润空间打开；二是减少了赋税环节；三是可以熨平产业和产品周期，提升公司的抗风险能力；四是有利于树立公司品牌。

所以，我们对 2008 年农林牧渔行业的投资策略是，寻找那些拥有资源并致力打造纵向产业链的潜力品种。

重点公司推荐：好当家、新中基、北大荒、通威股份

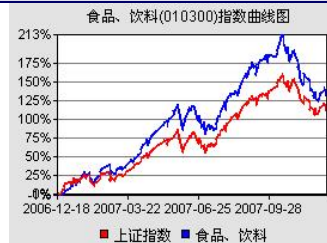
行业评级



前次评级

持有

行业走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
行业指数	-8.29%	-16.15%	139.22%
上证综指	-5.80%	-7.63%	120.23%

目录索引

一、农林牧渔业及其上市公司图谱.....	4
二、上游：景气上升、资源为王.....	5
（一）粮食第四年增产，但国际粮食紧张和国内通胀推动国内粮价上涨..	5
（二）棉花种植业：棉价有望回升.....	6
（三）其他种植业	7
（四）林业：绝对短缺+政策利好.....	7
（五）畜禽养殖业：景气复苏.....	9
（六）水产养殖业：持续向好.....	10
（七）种业：市场供大于求且市场秩序混乱.....	10
三、中游（加工业）：低附加值、低毛利、少品牌.....	12
（一）粮食加工行业：毛利率低.....	13
（二）棉花加工业：亮点在棉籽油价格大幅上涨.....	13
（三）饲料行业：原料涨价，产能过剩，但景气有望回升.....	13
（四）林木加工业：林板（林纸）一体化.....	15
（五）番茄酱产业：出口旺盛.....	15
（六）水产加工行业：国内外市场风险都较大.....	15
（七）榨糖工业：完全依赖于原料产区.....	16
四、下游：市场导向.....	16
（一）农批市场：盈利模式有待成熟.....	16
（二）终端建设：短期效益有限但品牌效应明显.....	17
五、投资策略：寻找拥有资源并致力打造纵向产业链的潜力品种.....	17
（一）寻找具有资源优势的公司.....	18
（二）瞄准纵向一体化的公司.....	19
六、重点公司推荐：好当家、新中基、北大荒、通威股份.....	20

图表索引

图1: 1991年-2006年粮食生产状况.....	6
图2: 我国谷物单位面积产量.....	6
图3: 历年棉花产量变化情况.....	7
图4: 国内棉花价格指数变化.....	7
图5: 2004.11-2007.11国内原木累计进口数量.....	8
图6: 2004.11-2007.11国内原木进口均价.....	8
图7: 2007.1-2007.10的消费价格指数.....	9
图8: 1980-2006年中国水产品产量及增长率.....	10
图9: 2005.1-2007.9玉米价格走势.....	11
图10: 95-06年玉米产量.....	11
图11: 棉籽加工产品.....	13
图12: 全国畜产品饲料价格走势.....	14
表1: 农林牧渔业及其上市公司图谱.....	4
表2: 农林牧渔类上市公司各板块比较.....	5
表3: 林业上市公司木材产品毛利率.....	8
表4: 相关林业政策.....	8
表5: 07、08年杂交玉米制种面积和产量.....	11
表6: 全国部分玉米种子市场价格.....	12
表7: 07、08年杂交水稻制种面积和产量.....	12
表8: 2015年饲料产品社会需求量.....	14
表9: 典型的拥有上游土地资源的公司.....	18
表10: 拥有适宜养殖的清洁水域的公司.....	19
表11: 瞄准纵向一体化的公司.....	20
表12: 新中基公司番茄酱产品预测.....	21
表13: 重点公司盈利预测与投资评级.....	22

一、农林牧渔业及其上市公司图谱

我国的农林牧渔业共有60多家上市公司，其中子行业众多，且各有特点。虽然在市场上公认的蓝筹“白马”公司不多，但不时总有几匹“黑马”脱缰而出。这里，我们按上、中、下游对农林牧渔行业及其50多家上市公司进行分类，作为下一步行业投资策略分析的框架。

表 1: 农林牧渔业及其上市公司图谱

	子行业	主要上市公司	主要品种
上游	种植业	北大荒、亚盛集团、新农开发、新赛股份、冠农股份、香梨股份	水稻、小麦、玉米、大豆、棉花、甘蔗、番茄、甜菜、蔬果
	林业	吉林森工、永安林业、景谷林业	木材、竹材
	养殖业	畜禽养殖：新五丰、福成五丰、ST 罗牛、通威股份	猪、鸡、鸭
		水产养殖：獐子岛、好当家、东方海洋、山下湖、洞庭水殖、武昌鱼	鱼类、贝类、海参、虾蟹、鲍鱼
	种业	玉米种子：登海种业、敦煌种业、丰乐种业 杂交水稻种子：隆平高科、亚华种业、丰乐种业、金健米业	杂交玉米种子、水稻种子、棉花种子、蔬菜种子
中游-加工业	饲料加工业	通威股份、新希望、正虹科技、天康生物、中牧股份、天邦股份、新五丰、ST 大江	水产饲料、禽饲料、猪饲料
	食品加工业	北大荒、金健米业、荣华实业、亚盛集团	谷物、淀粉等
	棉花加工	新农开发、新赛股份、冠农股份、敦煌种业	皮棉及其副产品
	屠宰业	顺鑫农业、新希望、双汇发展、高金食品	
	水产品加工	獐子岛、好当家、东方海洋、山下湖	
	木材加工	吉林森工、永安林业、景谷林业	
	榨糖工业	南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河	蔗糖、甜菜糖
	榨油工业	金健米业、敦煌种业、北大荒、新赛股份	棉油、豆油、菜籽油、米糠油
	番茄酱产业	新中基、中粮屯河、敦煌种业	
下游	其他	九发股份、银广夏、莱茵生物	
	终端建设	好当家、獐子岛、北大荒、通威股份、新五丰	
	农批市场	农产品、顺鑫农业	

数据来源：广发证券发展研究中心

上游行业包括种植业、养殖业、林业、种业等。种植业方面，我国粮食棉花产量有望实现第四年增产，同时国际粮棉供求紧张带动国内粮棉价格上涨，受惠于三农政策与通货膨胀，我国种植业正处于景气上升期。我国林业资源更是绝对短缺，目前国家林业产业政策将极大利好林业企业。畜禽养殖业处于景气复苏的初期，而水产养殖业则一直保持着较好的发展态势。种业总体上产能过剩，市场供大于求且市场秩序混乱，短期尚无投资机会。

中游行业的竞争激烈毛利率一直处于低水平徘徊。饲料行业现阶段竞争十分激烈。林木种植企业则积极推进林板一体化。番茄酱产业出口旺盛。

水产品加工面临的国内外市场风险都较大。

下游行业中，主要以市场为导向来调整经营模式。农产品批发市场有望迎来了新一轮的发展，但盈利模式仍有待成熟，以适应新的经营环境。

表 2: 农林牧渔类上市公司各板块比较

板块名称	每股净资产 07 年三季度	06 年 ROE %	毛利率 06 %	ROE 今年三季度 %	毛利率 07 年三季度 %	市盈率 07 三季度×4/3
畜禽加工	1.5479	38.73	9.17	21.06	12.17	72.2
其他种植业	2.5413	10.03	27.57	7.56	27.71	50.3
饲料	1.0155	7.4	10.31	9.27	10.71	86.73
制糖	3.9734	6.98	18.54	1.58	16.08	168.69
水产养殖	2.1507	6.77	30.33	6.44	31	84.16
种植业	2.4505	6.76	27.17	2.27	26.66	172.49
渔业	2.1373	5.54	29.88	5.5	28.9	91.76
种子生产	2.3392	3.37	26.94	-6.38	26.3	-44.24
果蔬加工	2.0119	2.27	10.28	1.92	9.69	285.47
林业	3.4887	0.58	20.5	1.36	21.52	268.32
果蔬生产	2.2894	-3.96	22.88	-0.78	14.07	-1183.11
粮油加工	1.4557	-13.96	2.13	-9.24	-4.95	-42.67

数据来源: Wind 资讯, 广发证券发展研究中心

二. 上游: 景气上升、资源为王

上游行业包括种植业、养殖业、林业、种业等。种植业方面,我国粮食棉花产量有望实现第四年增产,同时国际粮棉供求紧张带动国内粮棉价格上涨,受惠于三农政策与通货膨胀,我国种植业正处于景气上升期。我国林业资源更是绝对短缺,目前国家林业产业政策将极大利好林业企业。畜禽养殖业处于景气复苏的初期,而水产养殖业则一直保持着较好的发展态势。种业总体上产能过剩,市场供大于求且市场秩序混乱,短期尚无投资机会。

不过,由于我国的种植业受分产到户、分散经营的体制所限,普遍产业化程度低,以公司形式规模化种植的较少,所以种植业的上市公司并不多,主要有北大荒、亚盛集团、新农开发、新赛股份、冠农股份、香梨股份等。在过去几年,受政策、体制、市场等因素的影响,我国的农业种植业处于景气低迷期,所以这些公司普遍经营业绩一般比较稳健。但在目前我国“三农”政策和通货膨胀的大环境下,种植业开始景气上升,相信这些种植业类的上市公司也会随行业一起复苏。

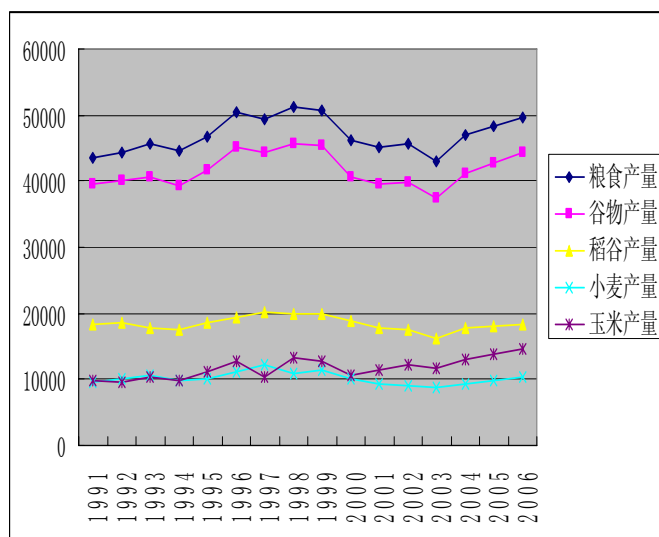
(一) 粮食产量有望实现第四年增产,但国际粮食供求紧张以及国内通货膨胀,带动国内粮价上涨

从长期来看,我国粮食产量呈现缓慢增长的趋势,但也具有一定的波动性,2003 年我国粮食产量 8614 亿斤,降到 14 年来的最低点。2004 年之后,粮食产量连续三年增长。2006 年,我国粮食产量超过 9800 亿斤,

今年有望超过10000亿斤。

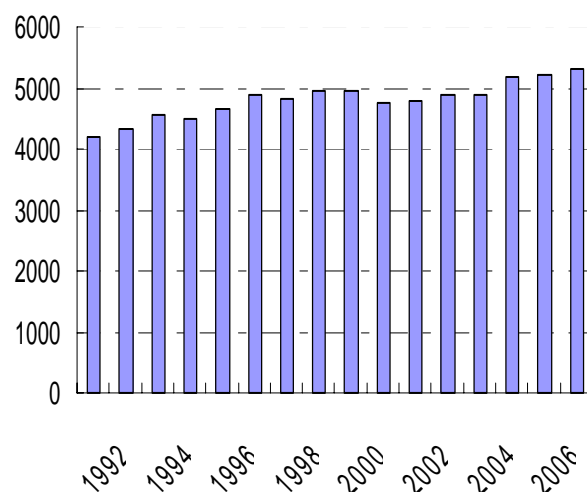
我国粮食作物历年播种面积增加不大，粮食增产主要源于单位产量的提高。随着农业技术的进步，高效能肥的使用，谷物单位面积产量呈现逐年上升的态势，从1991年的4206公斤/公顷增加到了2006年的5321公斤/公顷。而粮食的需求量则相对稳定，并随着人口的增加和人均GDP上升而稳步增加。

图1：1991年-2006年粮食生产状况（单位：万吨）



数据来源：中经网

图2：我国谷物单位面积产量（单位：公斤/公顷）



数据来源：Wind资讯

从粮食需求方看，随着经济复苏，消费者收入增加，对食品的需求增加。联合国贸发会议说，发展中国家人均收入增加和城市人口增多将导致畜产品、水果和蔬菜的消耗量增加。国际谷物理事会预计，今年全球谷物产出增至16.6亿吨，创下历史记录，但仍无法满足高速增长的需求，预计今年谷物需求将达到16.8亿吨。

由于供不应求，国际市场粮食价格自去年下半年起持续上涨，并延续到目前。国际市场粮价变动直接传导并推动了国内粮价的上涨。虽然04年以来国内粮食产量连续3年增产，但从去年二季度开始我国农产品价格仍呈现持续快速上涨的趋势，其原因一方面是国际市场粮食价格上涨的带动；另一方面是由于国家对农产品价格的保护。

稻谷、小麦和玉米是国内农产品的三大品种，产量和消费量都十分巨大。同时国内稻谷、小麦和玉米有着大致相同价格变动趋势，小麦和玉米都是重要的粮食作物，同时小麦和玉米也可用作饲料原料，由于用途基本相同，价格变动的趋向也基本相同，表现为大趋势上同升同降。

（二）棉花种植业：棉价有望回升

棉花是关系国计民生的重要战略物资，也是仅次于粮食的第二大农作物。我国的棉花生产总体上平稳发展，稳步增长，棉花消费需求逐年上升。同时，人们生活水平的不断提高导致棉服饰的需求重新超过了对化纤产品的需求。目前，我国已成为世界第一大棉花生产国和消费国。

根据美国农业部（USDA）于11月发布的全球棉花供需预测月报，预

计本年度全球产量2598.8万吨，较上月预测减少19.5万吨。预计全球消费2814万吨，减少5.6万吨。本年度全球库存将达到1193.3万吨，同比减少10%。USDA预测中国本年度的供给量为772.9万吨，消费量为1197.5万吨，库存373.6万吨。ICAC预测07/08年度国际棉价每磅上涨9美分，达68美分。因此，今年的棉花销售价格有望回升。

图3: 历年棉花产量变化情况 单位: 万吨

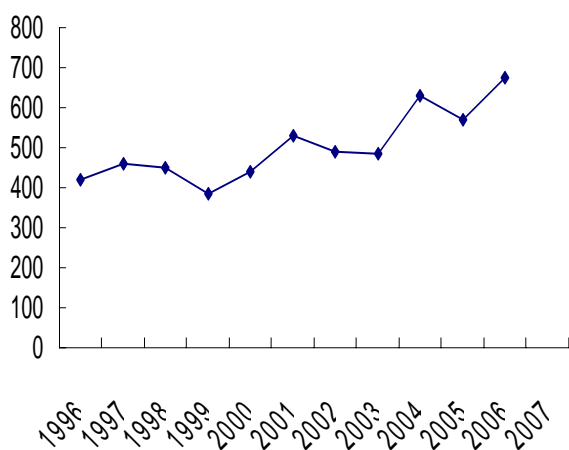
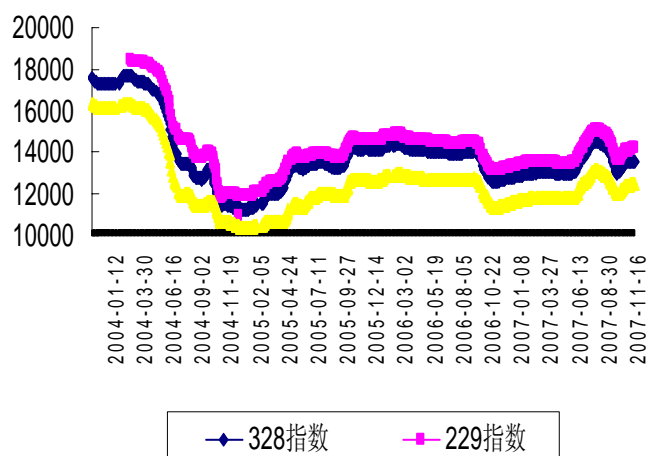


图4: 国内棉花价格指数变化



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

国内籽棉受6-8月份国内棉花价格形势好转、今年植棉成本上升以及棉农预期提高等因素影响, 9月份的籽棉收购均价2.91元/斤, 是2004年以来同期最高价, 同比每斤上涨0.21元, 涨幅7.75%。

(三) 其他种植业

除水稻、小麦、玉米三大口粮和棉花外, 大豆、甘蔗、番茄、甜菜、蔬果等品种的种植在面积、产量、供求、价格等方面虽然各异, 但它们也都同样受惠于三农政策与通货膨胀, 处于景气上升的阶段。

小结: 由于我国的种植业受分产到户, 分散经营的体制所限, 普遍产业化程度低, 以公司形式规模化种植的较少, 所以种植业的上市公司并不多, 主要有北大荒、亚盛集团、新农开发、新赛股份、冠农股份、香梨股份等。在过去几年, 受政策、体制、市场等因素的影响, 我国的农业种植业处于景气低迷期, 所以这些公司普遍经营业绩一般比较稳健。但在目前我国“三农”政策和通货膨胀的大环境下, 种植业开始景气上升, 相信这些种植业类的上市公司也会随行业一起复苏。

(四) 林业: 绝对短缺+政策利好

第六次全国森林资源清查结果显示, 我国森林面积列世界第五位, 但人均森林面积0.132公顷, 不到世界平均水平的1/4, 人均森林蓄积9.421立方米, 不到世界平均水平的1/6。总的来说我国森林资源比较匮乏, 属缺林少材的国家。因此, 在未来很长一段时间内, 我国林木资源的市场供需还存在较大的缺口。据《林业发展‘十一五’规划专题研究报告》预测, 2010年全国商品材供给量约为1.83亿立方米, 需求量约2.42-2.47亿立方

米，存在1.42-1.69亿立方米的缺口。原木的进口价格也呈现逐年上升到态势。

图5：2004.11-2007.11国内原木累计进口数量
(单位：万立方米)

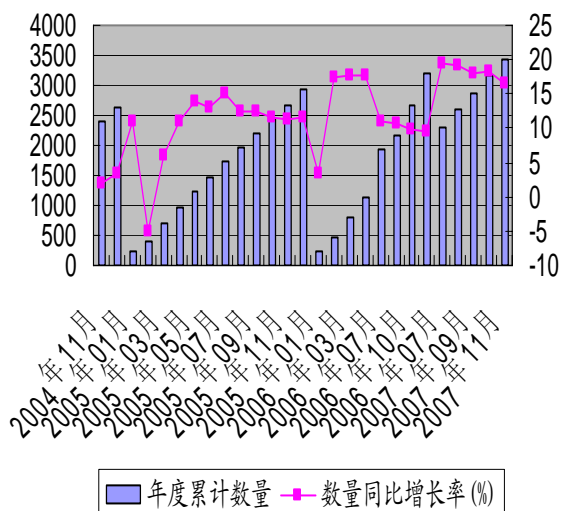
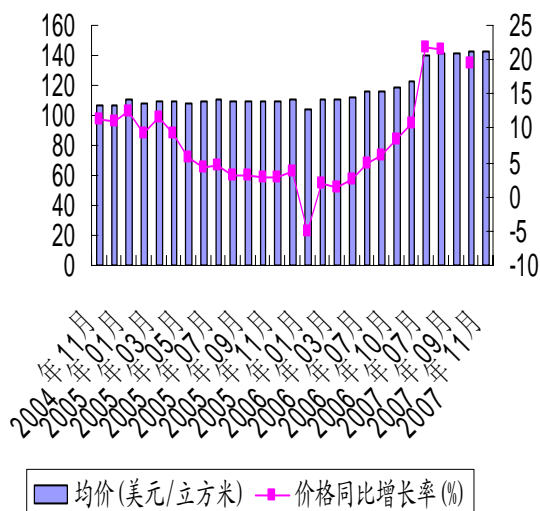


图6：2004.11-2007.11国内原木进口均价
(单位：万立方米)



数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

林木产品的供应能力受到自然资源及国家政策的限制，而需求则一直处于增长的状态，因此拥有森林资源的林木种植企业木材产品的毛利水平一般比较高。上市公司吉林森工和永安林业2004-2007年的木材产品毛利率均在45%左右浮动，相对其他农业产品处于比较高的水平。相关的行业管理、税收和产业政策对林业的影响也十分巨大。

表 3： 林业上市公司木材产品毛利率

		2007 中报	2006 年报	2005 年报	2004 年报
永安林业	木材(%)	44.28	50.56	44.36	39.41
	木材二次加工产品(%)	16.26	13.97	15.52	NA
吉林森工	木材产品(%)	53.08	42.91	50	53.99
	人造板产品(%)	21.21	21.18	21.03	23.41
	实木复合地板(%)	18.55	14.52	18.23	18.86

数据来源：Wind资讯，广发证券发展研究中心

表 4： 相关林业政策

时间	政策名称	内容
2001.1	《关于林业税收政策问题的通知》（财税[2001]171号）	对包括国有企事业单位在内的所有企事业单位种植林木、林木种子和苗木作物以及从事林木产品初加工取得的所得暂免征收企业所得税。
2003.6	《关于加快林业发展	确立了林业在经济社会发展全局中的战略地位，明确了林业

展的决定》(中发 改革的方向和一系列政策措施。

[2003]9号)

2006.3 《国民经济和社会 到 2010 年,把实现森林覆盖率达到 20%,林业产业总产值发展第十一个五年 达到 12,000 亿元等作为“十一五”期间我国经济社会发展的重规划纲要》 要奋斗目标。

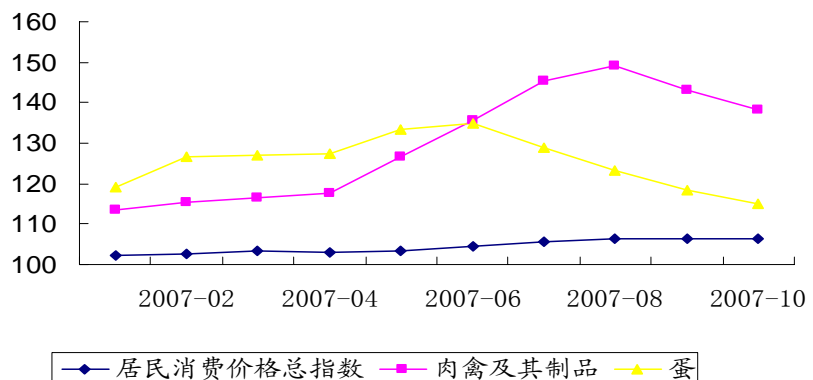
2007.8 《林业产业政策要 全面、系统地明确了在财政、金融、税收等方面扶持林业产点》(林计发 业发展的系列政策,支持符合条件的重点龙头企业在国内资[2007]173 号文) 本市场上市。

数据来源:财政部、林业局、发改委

(五) 畜禽养殖业: 景气复苏

猪肉价格上涨将带动牲畜养殖业的复苏。2007 年1-11月,因国内生猪供应出现短缺,存栏量下降、货源紧缺,总体上生猪价格呈上升的态势,一直处于高位运行,猪粮比曾经到了9.3:1,11月份猪粮比依然保持在8.36:1的高位,连续15个月高于5.5:1的盈亏平衡点,因此当前养猪收益大增。11月份全国仔猪、活猪、猪肉平均价格分别为23.84元/公斤、14.13元/公斤、22.35元/公斤,与去年同期相比132.6%、69.4%、67.4%。

图7: 2007.1-2007.10的消费价格指数 %



数据来源:国家统计局,广发证券发展研究中心

国家对生猪养殖业也给予了大量资金和政策上的扶持。当前,中央安排了3亿元投资,对50余个生猪原种场、100多个扩繁场和40多个资源场进行扶持。此外,中央还安排了25亿元资金,对标准化规模养殖场(小区)的粪污处理、猪舍标准化改造以及水电路、防疫等基础设施建设给予支持。

同时,在猪肉价格的带动下,07年的蛋和其他肉禽及其制品价格都出现了不同程度的上涨,但又各有特点。整个畜禽养殖业有望景气复苏。

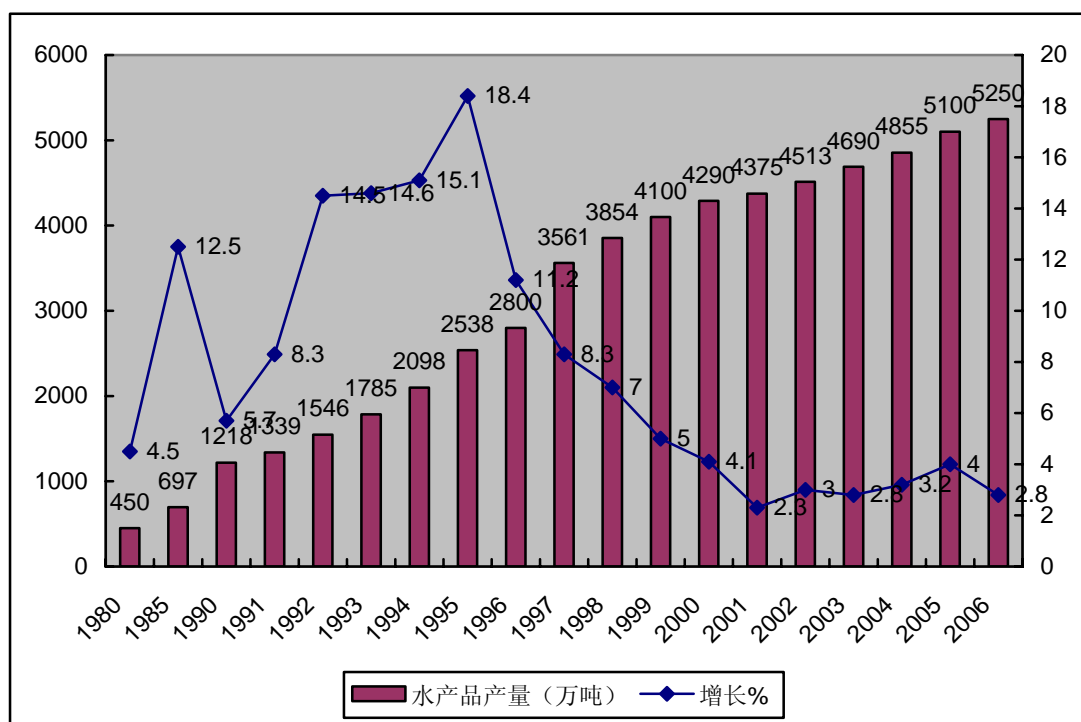
(六) 水产养殖业: 持续向好

随着国民经济的持续快速增长和消费结构的转型,水产品需求的快速

增长。水产品需求的增长促进了中国水产品产量持续稳定快速增长，年均增长在3%左右。2006年全年水产品产量5250万吨，增长2.8%，预计2007年——2010年我国水产品总需求量仍将以每年超过2%的速度增长。

随着水产捕捞量基本持平甚至走低，水产品产量的增加主要来源于水产品养殖产量的增加。中国的水产养殖量已占到全球的70%以上。我国水产养殖业具有劳动力资源丰富、加工能力强等较强的比较优势。

图8：1980-2006年中国水产品产量及增长率



数据来源：八度信息咨询有限公司

养殖业有其特有风险。养殖产品毛利率高，竞争激烈，且自然灾害不可预测，存在着价格波动和经营风险。价格下跌和自然灾害的发生将给养殖类企业经营业绩产生一定影响。

（七）种业：市场供大于求且市场秩序混乱

种子行业位于处于整个农业产业链的起点位置，决定了农作物产量和质量，专家预测到2010年我国市场规模将达到300亿元人民币，潜在市场总额是800亿元。同时，国家还积极利用WTO的绿箱政策来加大对种子行业的扶持。

种子生产和销售具有明显的季节性，生产和销售在不同时段进行的，由此造成了生产中存在很大的盲目性，导致了现在全国种子供应量严重过剩一个重要原因。同时，国家制定的“良种补贴”政策由于缺乏明确的操作规范，某些地方政府在实际操作中照顾了当地所属的种子公司，而一些真正的良种反而受到排挤。

1. 玉米种子销售疲软，先玉335一枝独秀

目前，玉米种子是我国商品化率最高的种子，商品化率接近100%，市场容量十分巨大。随着玉米价格的提升和种植面积的扩大，玉米种子特

别是是优质良种的需求的扩大将是一个长期趋势。

图9: 2005.1-2007.9玉米价格走势

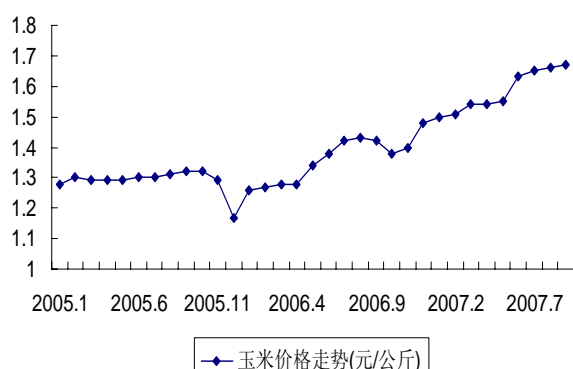
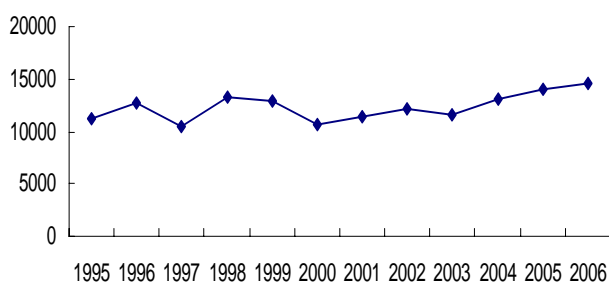


图10: 95-06年玉米产量 单位: 万吨



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

但是当前玉米种子市场形势严峻,行业面临新一轮的整合。最近几年,中国的玉米种子市场一直处于供大于求的状态,今年玉米种子积压的情况特别严重。根据全国农技中心的观察与分析,2007年杂交玉米种子市场价格较2006年同期相比,平均降幅在10%左右。

2008年可供种量17.9亿公斤,计划种植面积4.28亿亩,需种量10.7亿公斤,余种量7.2亿公斤,因此预计08年玉米种子供过于求的情况依然十分严重。

表5: 07、08年杂交玉米制种面积和产量

07年	制种面积	345万亩
	制种产量	10.5亿公斤
	有效库存	7.4亿公斤
08年	可供种量	17.9亿公斤
	计划种植面积	4.28亿亩
	需种量	10.7亿公斤
	余种量	7.2亿公斤

数据来源: 全国农技推广服务中心, 广发证券发展研究中心

虽然从总体上看,我国玉米种子供过于求,但优质良种产品所占比重较低,某些品种供不应求的现象仍然存在。玉米种子的销售主要取决于品种的优劣。优质良种将成为市场竞争中各公司争夺的制高点,对种业公司的规模要求更趋严格。先玉335则有望成为未来玉米种子市场的新亮点。该玉米品种具有丰产、抗病虫害的能力强的特点,可以达到“一粒一穴”,该品种的生产有着一整套规范、系统、科学的生产管理体系,当前在市场上处于供不应求的状态。登海种业与美国先锋公司合资投产的先玉335夏玉米品种,上半年实现收入5546.86万元,毛利率高达68.05%。目前,敦煌种业与美国先锋公司合作的先玉335春玉米品种第一期项目也已建成投产,第一期的5500吨玉米种子已被订购一空,出厂价格高达32元/公斤,而同期郑单958的销售价格仅为5-8元/公斤。

随着该品种投放量的增加,预计对玉米种子市场将造成较大的冲击,引发行业的重新洗牌。

表6: 全国部分玉米种子市场价格

品种	价格 元/公斤	交易地点	时间
登海9号	5.80	内蒙古科尔沁左旗保康种子市场	07.11.12
郑单958	5.60	内蒙古科尔沁左旗保康种子市场	07.11.12
硕秋8号	6.50	内蒙古科尔沁左旗保康种子市场	07.11.12
郑单958	7.40	内蒙古曼旗大沁他拉镇种子分公司商店	07.11.12

数据来源: 中国种子网

2. 杂交水稻种子供过于求

我国是世界上最大的杂交水稻生产国和消费国。2007年杂交水稻种植面积2.5亿亩左右, 种子需求量约3亿公斤, 市场供需总量平衡略有余。根据农技推广中心的调查显示, 2007年全国推广面积排在前15位的杂交水稻种子市场价格, 平均每公斤降1元。由于大量农村劳动力进城务工耕作制度发生改变等多方面原因, 预计08年的用种量的减少6000万公斤左右, 杂交水稻种子仍然处于供过于求的状况。预计明年杂交水稻种子市场价格预计总体与2007年持平。

表7: 07、08年杂交水稻制种面积和产量

07年	制种面积	114万亩
	制种产量	2.15亿公斤
	有效库存	1.2亿公斤
08年	可供种量	3.35亿公斤
	计划种植面积	2.36亿亩
	需种量	2.35亿公斤
	余种量	1亿公斤

数据来源: 全国农技推广服务中心, 广发证券发展研究中心

三. 中游(加工业): 低附加值、低毛利、少品牌

目前绝大部分农产品加工企业都处于初加工阶段, 进入门槛低、技术水平低、产能过剩, 竞争激烈, 所以加工环节毛利率普遍都偏低。所以拉长产业链, 致力于精深加工、终端和品牌建设的企业才具备长期生存的能力。

目前, 在农产品类上市公司中, 虽然很多公司也在努力拉长产业链、努力建设终端和品牌, 但大部分效果并不显著。

(一) 粮食加工行业: 毛利率低

随着我国国民经济的快速发展, 粮食加工业(包括谷物磨制、米、面制品制造和淀粉及淀粉制品制造)也取得长足进步。但总体上看, 目前我国粮食加工行业存在产业链条短、附加值低等问题, 规模都普遍较小。据统计资料显示, 截至2007年8月, 全国规模以上谷物磨制企业3925个, 米、面制品制造企业386个, 淀粉及淀粉制品制造企业723个。今年1-8月, 这三类企业的销售收入分别为1461亿元、116亿元和571亿元, 利润总额为

59.1亿元、5.6亿元和36.1亿元。其中大约10%的谷物磨制企业处于亏损状态，上述几类的粮食企业的毛利率总体都不高。

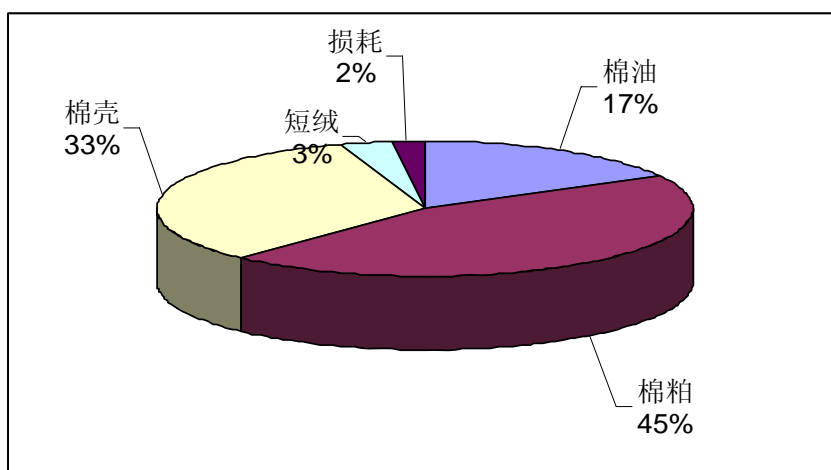
从当前趋势来看，营养、安全、环保已成为粮食加工未来的主流和方向。以淀粉及淀粉制品制造行业为例，6月3日，国务院发布《节能减排综合性工作方案》确定，“十一五”期间，13个行业的落后产能将成为重点淘汰对象，而味精行业落后产能也位列其中，行业将淘汰落后生产能力20万吨。节能减排的推行将带来一次味精行业的大洗牌，这也将对而淀粉及淀粉制品制造行业的市场格局产生巨大的影响。

（二）棉花加工业：亮点在棉籽油价格大幅上涨

但对于棉花加工业而言，籽棉的收购价格依然是棉花加工企业盈利能力的重要影响因素。但今年棉花加工业的亮点在于棉籽油价格大涨。

随着供需矛盾的加剧和原油价格的飙升，植物油价格上涨势也不甘落后。从农业部9月份发布的数据看，豆油、菜油、花生油和棕榈油价格同比均有大幅度的增长，与去年同期相比平均增幅在50%以上。在油价上涨的背景之下，棉籽加工项目收益也十分可观，今年三级棉籽油售价可达8300元/吨，同时棉籽加工的其他产品价格也有很大的提高。

图11：棉籽加工产品



数据来源：广发证券发展研究中心

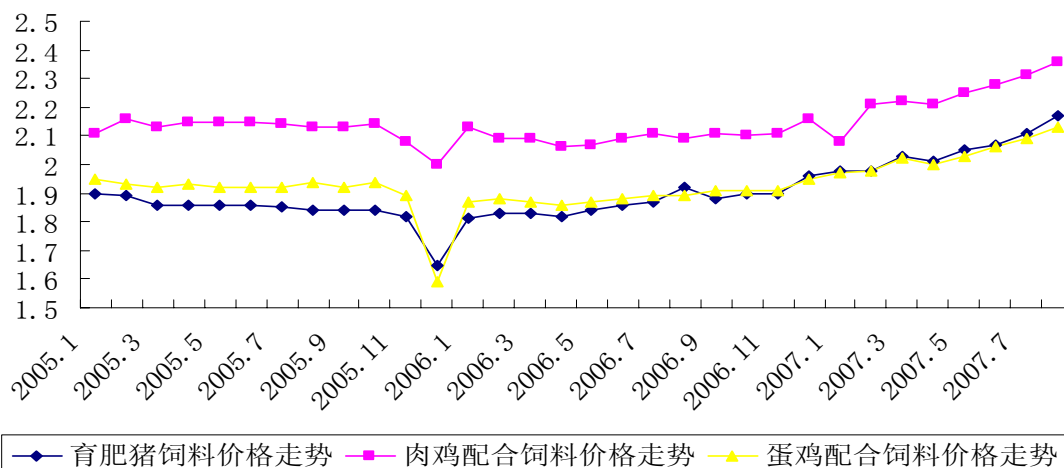
（三）饲料行业：原料涨价，产能过剩，但景气有望回升

2002年-2006年，我国饲料总产量保持了5.8%的平均增长速度，增长势头良好，饲料工业总产值年均复合增速为8.82%。根据饲料工业“十五”计划，到2015年国内工业饲料需求量达到1.778亿吨。假设这些饲料需求全部由国内生产者供给，饲料行业产量从2006年至2015年每年的复合增长率为5.37%。饲料行业的发展潜力巨大，值得长期关注。

2006年我国饲料行业整体步入调整期。进入2007年后，我国饲料行业形势开始回升，工业总产量、价格呈上升态势。07年上半年饲料产量同比增3.7%，高于06年全年的3.0%。水产饲料则延续近年来的高增长，增长14.5%。饲料价格也呈现逐步上升的趋势。但由于生猪存栏量的下降的原因，猪饲料产量下降了14.2%。在饲料销量得以增加的同时，毛利率

却未能同步增加。受主要原材料价格大幅上涨、养殖效益下降，生猪存栏不足以及禽流感、猪蓝耳病等疫情的影响，饲料行业的利润率普遍下滑，给行业的生产经营带来了一定的困难。但随着养殖业景气程度上升，需求拉动使饲料产品具有更多的议价空间。

图12: 全国畜产品饲料价格走势



数据来源: Wind资讯, 广发证券发展研究中心

从行业角度看, 未来我国饲料行业集中度会逐步提高, 优势企业将得到发展壮大, 工业饲料的社会需求量也呈现逐年增大的趋势, 行业将会迎来新的投资机会。

表 8: 2015 年饲料产品社会需求量 单位: 万吨

动物产品品种	产量	料比	工业饲料普及率	工业饲料需求量
猪肉	5587	3.0	45%	7542
牛、羊肉	1352	2.0	30%	811
禽肉	1983	2.0	70%	2776
海水养殖	1600	1.8	45%	1296
淡水养殖	1900	1.8	45%	1539
合计	18670			17780

数据来源: 《饲料工业“十五”计划和2015年远景目标规划》

(四) 林木加工业: 林板(林纸)一体化

为充分地利用林木资源并提高产品附加值, 市场化运作的主要林木种植企业一般采取“林板(林纸)一体化”的产业布局战略, 在种植林木的同时, 还进行人造板或纸张的生产和加工, 如国内上市公司吉林森工、永安林业、景谷林业、岳阳纸业等等。

永安林业现拥有181万亩原料林, 其中人工林约99.5万亩, 天然林约81.5万亩, 预计到2008年, 其培育的速生丰产林将逐年进入主伐期; 吉林森工拥有450万亩森林资源采伐权, 且是国内较大的实木复合地板生产商之一; 岳阳纸业拥有100多万亩速生丰产林, 晨鸣纸业计划营造300万亩

速生丰产林，等等。

（五）番茄酱产业：出口旺盛

全球番茄生产区域有限。酱用番茄最适宜生长地区集中在北纬34-50度之间，目前世界上番茄主要产地，比如中国新疆天山南北麓、内蒙古河套地区、欧洲地中海周边国家、美国加州等都在这条种植带上。目前，欧美番茄酱产业基地向中国的转移正在形成趋势。

国内外番茄酱消费增长空间巨大。除了传统的欧洲和北美（人均年消费20公斤以上）等番茄酱消费区域保持年均3%的增长外，中东、中亚、南亚、东亚、非洲等新兴市场番茄酱消费也呈现不断上升趋势。在日本、新加坡、中国香港等发达国家和地区，番茄制品人均年消费约3公斤，而目前我国番茄制品消费人均仅为0.2公斤。但2001至2006年，我国番茄酱消费以每年18%的速度递增，随着消费习惯的逐渐改变，今后我国番茄酱消费也将逐年加速。

中国番茄产业抓住世界番茄制品消费增长的机遇，市场份额迅速提高，成为世界番茄产业中增幅较快的部分。1999年至2006年间，世界番茄酱出口贸易量增长了约70万吨，年均增长6.5%，中国增长超过50万吨，年均增长超过30%。1999至2006年，我国番茄酱出口份额从占世界出口市场的7.7%上升到超过30%。我国番茄酱以红色素高著称，色差、粘稠度和霉菌指数均达到世界同类产品先进水平，而且我国的番茄以人工采摘为主，这与欧美国家以机械采摘为主相比，其实质量更好（因为人工对番茄成熟度的识别比机械要高的多）。而中国的人工成本大致为美国和欧洲的1/20，新鲜番茄收购价格也只有美欧的一半，与美欧相比中国番茄酱具有明显的价格优势。

总之，我们认为，中国番茄酱产业目前处于成长初期，未来若干年仍将保持较高增长速度。由于进入门槛高（主要是原料来源），国内市场形成了双寡头垄断的市场格局，番茄酱生产企业可以充分利用欧美产业转移和产业发展所带来的巨大商机。

（六）水产加工行业：国内外市场风险都较大

我国水产加工行业是市场集中度较低、竞争充分的行业，也是一个缺少品牌的行业。在水产业激烈竞争的同时，开始出现行业分化，初步产生了水产行业内的领先企业和龙头企业。这些企业重视品牌建设和市场开发，关注并严格把握产品和技术标准，对产品质量有着较高的追求，并不断开展自主创新，积极参与国际市场竞争。

汇率波动和国际市场价格变动是水产品加工行业的重要风险。目前，水产品出口国外市场比例较大，经营模式包括自产和收购产品加工出口和来进料加工出口。人民币升值和国际市场产品价格波动将会使该类出口产品毛利率下降。

（七）榨糖工业：完全依赖于原料产区

国际糖业组织（ISO）认为，2007/08制糖年全球的食糖产量将创下1.69亿吨的历史新高，较2006/07制糖年的产量增加407.6万吨，食糖总消费量较2006/07制糖年将增长2.3%，达到1.59亿吨，2007/08制糖年全球

食糖市场的供给过剩量将从2006/07制糖年的910万吨上升到1080万吨。国内市场上，食糖产量预计也将大量增产。今年广西的气候对甘蔗生产相当有利，而且进入十月以后广西的气候非常有利于糖分的积累。广西的种植面积本榨季预计为1320~1350万亩，较上榨季增加140万亩左右，预计广西产量将增加15%-20%，也就是820~850万吨之间。加上云南、广东及甜菜糖的产量，预计可达1400万吨左右。

但我国国民经济保持较高增长速度，将推动饮料和食品加工业的高速增长，成为食糖消费增长最强大的动力；农副产品等物价上涨会拉动糖价和销量；城镇化步伐加快和农民收入增长，城镇居民和农村消费能力进一步增强，也将有力地拉动食糖消费的增长。预计2008年我国食糖生产和消费将基本平衡，食糖市场价格波动相对较小，正常情况下广西食糖价格应该在3600-4200元/吨区间内，多数时间应该在3850元/吨左右运行。

目前，榨糖工业的发展空间主要取决于原料产区。以广西省为例，在甘蔗的收购上，广西政府对甘蔗实行统一定价，分区管理，政策的立足点主要是体现“三农”政策，保护蔗农利益。近几年来，广西将甘蔗种植区划分为10个片区，每个片区成立一个糖业集团。每个糖业集团只能在所辖的甘蔗种植区内收购甘蔗，不得跨区收购。甘蔗收购区域的大小决定了糖业公司的发展空间大小。

四、下游：市场导向

（一）农批市场：盈利模式有待成熟

我国是农业生产大国，也是农产品流通和消费大国，这些农产品有70%经过批发市场流通。随着国家市场化进程的推进，作为农产品流通重要环节的农产品批发市场则迎来了新一轮的发展。截至2006年底，全国农产品批发市场共有4300家左右，其中亿元以上市场有1497家，成交额达9300亿元。亿元以上农产品批发市场1497家，其中专业市场有686家。近年来，在国家惠农利农政策的扶持下，我国农产品批发市场发展迅速，目前，一些规模较大的农产品批发市场正在积极拓展面向零售终端的配送业务，“农产品批发市场+超市”、“配送中心+超市”等模式得到了快速发展。农产品(000061)的农批市场和顺鑫农业的石门农批市场均保持了超过70%的毛利率。

但是该行业也面临着巨大的竞争压力，新竞争对手不断涌现，大型批发超市分流了大量的业务。种种竞争压力迫使农批市场必须改进自身的盈利模式，从而更好地应对经营环境的深刻变化。

（二）终端建设：短期效益有限但品牌效应明显

终端营销网络建设是农产品类公司获得最大收益的必然选择。目前大部分农产品类公司的产品除了通过农批市场等渠道进行销售外，大部分都是通过经销商进行销售的，没有形成自己的终端营销网络，如北大荒就是典型的例子。这类公司存在两大弊端：

一是没有自己的营销通道，导致销售受制于他人的被动局面，不利于扩大盈利空间，而且这种代理销售模式导致生产和销售两层皮，销售商经

常为了自身的利益向公司施加压力，在市场中处于被动地位。

二是不利于品牌建设，在传统的代理分销模式下，生产商与销售商从各自的利益出发，都容易忽略对品牌的培育和投入。所以北大荒大米尚未真正从东北大米中脱颖而出，没有自己的终端销售是主要原因。

目前，北大荒正在进行的可转债项目中，其中一个营销网络建设项目，总投资9120万元。虽然投资额并不大，但却是北大荒从根本上改变原有营销模式的一次实质性探索。该模式分为终端物流中心、核心连锁店、加盟连锁店三个层面。在北京、上海、广州三个城市各建设一个终端物流中心，通过配置地区性物流中心，公司的大米将直接运至各物流中心进行抛光、上色、分装，然后统一配送到市区，这种物流模式大大减低了运输成本，同时与以往的分装后再运至各销售市场相比，可以在大幅降低运输中的损耗的同时，保证销售时大米的新鲜度，提高产品品质和竞争能力。相信这种探索对提高北大荒的利润率和品牌都会大有帮助。

此外，像好当家、獐子岛、新五丰等公司都在致力于自身的终端营销网络建设，虽然目前都处于亏损状态，但长期来说无疑具有战略意义。

五. 投资策略：寻找拥有资源并致力打造纵向

产业链的潜力品种

我们认为，我国的农林牧渔业虽然子行业众多，且各有特点，但其中的上游领域除种子业外，其他行业如种植、养殖、林业等基本都处于景气上升阶段，这不仅为经济数据所证实，而且也是符合逻辑的：我国地少人多，人均水域更少，随着人口的不断增长、工业化、城市化进程的不断推进，土地、水域等资源将越来越稀缺；随着农业人口的非农化，规模化种植（养殖）将成为大方向，随之而来的便是种植（养殖）业的商品化程度将不断提高，单位种植（养殖）成本将不断下降；国家的“三农”政策以及国家对种植（养殖）业的各种投入、补贴、税收优惠等将直接降低种植（养殖）业的成本，提高种植（养殖）主体的利润率；通货膨胀的经济环境将使农产品生产者成为最大的受害者之一。

但同时我们也认识到，我国农产品的加工环节在较长时期内仍将保持低毛利率的状态，原因有二：一是农产品加工业普遍产能过剩，无序竞争；二是农产品加工业停留于初级加工，尚未形成品牌效应，所以加工产品的附加值很低。

所以，我们的结论是：在我国的农林牧渔业上市公司中，那些既拥有上游资源，又具备从农产品从初加工到精深加工的能力、营销能力和品牌意识的公司，将不仅成为此轮行业景气上升期的最大赢家，而且将逐步形成长期抗风险的能力和长期持续盈利的能力。我们就是要寻找这样的品种作为我们长期投资的对象。

（一）寻找具有资源优势的公司

在农林牧渔行业，关键性的资源包括稀有土地、水域、技术（专利权等）、品牌等，在现阶段，我们认为土地（适宜种植相关作物的耕地、林地、或具有某种紧密联系的基地等）和水域（用于养殖的海域和淡水水域）

是最核心的战略性资源。拥有这些稀缺土地或水域的上市公司才拥有了立足之本。

1. 拥有适宜种植的土地资源

拥有土地（适宜种植相关作物的耕地、林地、或具有某种紧密联系的基地等）资源的上市公司主要有：北大荒、吉林森工、景谷林业、永安林业、新中基、中粮屯河、南宁糖业、贵糖股份、亚盛集团、新农开发、新赛股份、冠农股份、香梨股份、银广夏、莱茵生物等。缺乏土地资源的公司在生产经营上常常处于被动的地位，以贵糖股份为例，由于前两年广西甘蔗收购市场一度非常混乱，周边地区如湛江、玉林等地的小糖厂纷纷跨区竞价收购，导致本榨区甘蔗大量外流，贵糖股份的蔗源严重不足，经营十分困难。

下表对其中典型的拥有上游土地资源的公司分别介绍。

表 9：典型的拥有上游土地资源的公司

公司名称	生产产品	资源区域	资源背景	资源特点
新中基	番茄酱	位于新疆地区。我国番茄酱生产区域仅限于新疆地区、内蒙古的河套平原和甘肃的少量地区。	80%左右的原料由兵团所属的农场供应（目前新中基与兵团的合同基地约有 40 万亩），由于新中基本身就是新疆建设兵团的下属企业，与各团场之间天然地存在各种经济上、行政上、利益上的联系。在价格相同的前提下，团场的番茄肯定是优先供应给新中基。	新中基的优势就是新疆地区的生产线基本上分布在团场的附近，这样大大节约了番茄的运输成本，这也是新中基番茄酱的毛利率达 30% 左右，远超过屯河（22%）的主要原因之一。
北大荒	粮食、经济作物等	三江平原上，土壤肥沃	目前北大荒股份拥有耕地 946 万亩，荒地 360 万亩。上述土地是北大荒股份上市时由北大荒农垦集团一次性注入的。	北大荒股份以收租为主的业务模式享受了很大的一块国家对商品粮基地的“隐性补贴”。
荣华实业	淀粉、谷氨酸	甘肃武威地区	公司地处我国著名的玉米生产基地河西走廊，在玉米收购环节中有 50% 依托于当地粮食部门，另外 50% 自行收购，基本上不存在原料短缺的困扰。	西北地区煤炭资源丰富，劳动力价格相对较低，与东部沿海地区相比，成本上有着明显的优势。

数据来源：广发证券发展研究中心

2. 拥有适宜养殖的清洁水域

水产养殖的前提是水域储备，随着工业化程度的推进和环境污染的加剧，适合水产养殖的清洁水域越来越成为稀缺资源。所以，那些拥有大面积水域的渔业公司将具有长期竞争力。

目前我国渔业上市公司中拥有大面积水域的公司主要有：獐子岛、好当家、东方海洋、山下湖、洞庭水殖、武昌鱼、通威股份等。其中好当家、獐子岛和洞庭水殖是佼佼者。

表 10：拥有适宜养殖的清洁水域的公司

公司名称	主要产品	资源区域	资源背景
好当家	海参等	位于胶东半岛。适合养殖刺参的海域非	公司现有养殖面积 4 万亩左右，其中适合养殖海参的有 3 万亩左右（包括围堰和虾池两部分）。另外，荣成市

獐子岛	以虾夷扇贝为主	常有限, 仅局限在辽东半岛、胶东半岛一带。	人民政府已于 07 年 10 月 8 日发文, 同意公司在苏山岛以南未开发海域进行海珍品底播养殖, 使用海域面积 6773 公顷 (101595 亩)。
		辽东半岛	拥有已确权海域资源约 63 万亩, 目前虾夷扇贝在养面积约 50 万亩, 可收获面积约 25 万亩, 而且还有约 40 万亩潜在海域可供收购,
洞庭水殖	淡水鱼、珍珠	湖南、安徽	拥有淡水养殖水域 50 万亩左右, 居国内淡水养殖的首位。新疆博斯腾湖的收购正在洽谈中。

数据来源: 广发证券发展研究中心

(二) 瞄准纵向一体化的公司

拥有上游战略性资源虽然具备了立足之本, 但如果仅仅满足于已有资源, 局限于简单的初级加工, 经营粗放, 不仅损失了产品的附加价值, 而且这样的公司缺乏终端, 没有品牌, 很难成为长期快速成长的优秀公司。

目前绝大部分农产品加工企业都处于初加工阶段, 进入门槛低、技术水平低、产能过剩, 竞争激烈, 所以加工环节毛利率普遍都偏低。因此, 拉长产业链, 致力于精深加工、终端和品牌建设的公司才具备长期生存的能力。纵向一体化公司的优势一是毛利率得到提升, 公司的利润空间打开; 二是减少了赋税环节; 三是可以熨平产业和产品的周期, 提升公司的抗风险能力; 四是有利于树立公司品牌。

在农产品类上市公司中, 虽然很多公司也在努力拉长产业链、努力建设终端和品牌, 但大部分效果并不显著。

我国农产品加工行业已经形成的纵向产业链主要有: 饲料——养殖——屠宰——深加工; 大桶番茄酱——小包装番茄酱——番茄红素; 大米加工——米糠蛋白、米糠油等——销售终端; 玉米加工——淀粉——淀粉糖——谷氨酸——味精; 甘蔗种植——制糖——蔗渣造纸; 海水养殖——冷冻加工——终端, 等等。致力于打造纵向产业链的公司主要有: 顺鑫农业、双汇发展、通威股份、新希望、荣华实业、贵糖股份、金健米业、新中基、中粮屯河、獐子岛、好当家、银广夏、莱茵生物等。其中最为成功的当首通威股份、双汇发展、新中基、新希望、荣华实业、好当家等。

表 11: 瞄准纵向一体化的公司

公司名称	一体化产品	纵向产业链打造
通威股份	鱼链、猪链、鸭链	公司在邛崃组建若干“通威村”, 进行“电脑猪”养殖试点。通威成立担保公司, 解决养殖户的资金问题; 在生猪饲养环节, 采取“公司+农户”的形式, 以养殖户为主体, 公司提供种猪、仔猪苗和饲料, 并对生猪养殖全程实行微机全程监控管理。并且和下游的肉制品加工企业如金利等进行深层次合作。
新希望	猪链	努力在全国范围内建立一个涵盖饲料、育种、养殖、屠宰、深加工、销售一体的养猪体系。引入海波尔猪, 建立基因库和育种基地, 同时控股了北京千喜鹤食品有限公司。
双汇集团	猪链	与国外企业合作, 引进优良种猪, 建立了四川的生猪养殖基地。利用“公司+基地”的模式, 推进“双汇绿色工程”的实施。
好当家	海参等	努力拓展终端。公司 2004 年引进一条日本生产线, 开始生产真空包装的即食海参及其他即食海产品, 到目前已发展了 150 多家专营店, 其中

新中基	番茄酱	公司自己投资的大约六、七家，其余的都是加盟店。为提升品牌效应，公司还逐年加大广告投入。
新五丰	猪链	在终端产品的开发与拓展上，新中基已远远走在了屯河的前面。新中基在小包装产品上做出了一系列实质性的动作。包括收购法国品牌、以天津中辰作为拓展小包装产品业务的平台、在上海设立销售公司尝试性地拓展国内市场、2006 年的定向增发资金很大部分都用于终端产品的产能建设上
北大荒	粮食加工	公司经营最大的亮点在于将产业链向上游和下游延伸，打造涵盖饲料、育种、养殖、屠宰、深加工、销售于一体的养猪体系。拥有自己的饲料、种猪、商品猪生产基地，和鲜肉销售店。
荣华实业	玉米深加工	北大荒的大米加工主要局限在大米初加工，因此毛利率很低。但北大荒的可转债项目中有三个深加工项目，就是为了有效地拉长大米加工业的产业链，克服资源浪费，提高资源的综合利用效益，尤其是在粮食不断涨价的今天，深加工将显著提高公司消化原材料涨价的能力。
		2007 年荣华实业先后投入 6 个亿假设年产 12 万吨谷氨酸生产线项目。公司将依托原有的 40 万吨淀粉产能，全力打造玉米深加工的产业链。而且公司拥有产能为 18 万吨的高浓度废水处理设备，在污水处理过程中，可以用高浓度有机废水生产新型复合肥，市场前景可观。

数据来源：广发证券发展研究中心

六. 重点公司推荐：好当家、新中基、北大荒、通威股份

我们相信，在农林牧渔行业中，那些既拥有上游资源，又具备从农产品从初加工到精深加工的能力、营销能力和品牌意识的上市公司，将可能成为这轮牛市中最具潜力的品种。

表12：重点公司盈利预测与投资评级

	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	09PE	投资评级
好当家	0.30	0.37	0.49	47.8	38.8	29.3	买入
新中基	0.45	0.69	0.88	34.2	22.3	17.5	买入
北大荒	0.38	0.42	0.48	38.4	34.8	30.4	买入
通威股份	0.29	0.37	0.52	44.5	34.9	24.8	买入

数据来源：广发证券发展研究中心

（一）好当家（600467）

1. 公司的核心竞争优势：现有和潜在的海域资源

今年海参大幅涨价，上半年好当家海参的平均销售价格为163元/公斤，与今年初相比上涨了35%以上，最近最高涨到接近每公斤260元左右。公司现有养殖面积4万亩左右，其中适合养殖海参的有3 万亩左右（包括围堰和虾池两部分）。以这部分养殖海参的海域，如果人工礁全部投放到位，公司将具备年产大约2500吨海参的养殖能力。而去年海参产量仅1000吨，今年海参产量估计1300吨左右。

2. 公司的战略取向：基地规模+终端品牌

公司未来的发展战略十分清晰：一是对现有海域精耕细作，二是外延式扩大养殖面积；三是大力拓展终端，树立品牌；四是根据市场变化及时调整业务和产品结构；五是加大育苗场建设和科研投入。我们认为，公司在上述几方面的战略取向都是非常明智和正确的，但由于资金等方面的限制，很多方面推进的力度有限。根据我们与公司高层的沟通，公司有计划在今明两年内安排一次再融资，主要用于投放人工礁、加大鱼苗场规模和科研投入、建设10万亩新增养殖海域和品牌建设等。我们认为此次股权融资对公司股价的影响也是正面的。

3. 盈利预测与投资评级

由于海参具备极佳的营养价值，消费升级产生的需求呈较快增长趋势，海参的供求缺口将存在，所以我们估计海参价格虽然存在淡季和旺季的价格差别，但今后几年价格仍将基本上保持刚性上涨态势。所以行业前景可以长期看好。我们假设2007——2009年海参平均价格分别为170、175、180元/公斤。

我们预计今年公司海参捕捞量将达到1300吨，同比增长18%左右。随着人工礁的全面铺设（目前已经完成大约2/3），现有围堰海域的海参产量还将进一步提高。我们估计08年公司养殖业务产量大约有20——30%左右的增长，09年的产量则取决于公司新增海域投入养殖和捕捞的进度以及新增人工礁投放量的大小，我们保守估计也应有30%以上的产量增长。

在以上预期和假设的前提下，我们预测公司2007——2009年的税后利润分别为1.88亿元、2.35亿元、3.10亿元，按63360万股的总股本计算，公司未来三年的EPS分别为0.30元、0.37元和0.49元。按08年45倍的市盈率计算，公司一年内的合理价值为17元。由于公司在国内海参产业的龙头地位越来越巩固，我们认可公司的长期投资价值，给予“买入”的投资评级。

（二）新中基（000972）

1. 新中基的主要竞争优势

一是新中基对番茄酱产业的高度专一和专业精神。二是对原料基地的控制。三是在终端产品的开发与拓展上，新中基已远远走在了屯河的前面。四是在原料的综合利用和新产品的开发上新中基正进行各种大胆尝试。

2. 新中基公司主业集中、战略清晰、成长性好

中国番茄产业目前处于成长阶段，公司的原料酱产能布局已基本完成。终端品牌产品将是未来发展重点。虽然目前终端产品的毛利率暂时低于大桶酱，但我们相信，只要公司坚定不移地经营自己的终端产品，随着销售规模和品牌效应的不断提升，随着国内消费的逐步上量，终端产品的毛利率最终一定会超过原料酱。

2007年，天津中辰合并天一食品后，小包装酱产能将从去年的6、7万吨提高到今年的15万吨。法国公司以生产小包装产品为主，由于生产成本较高，法国项目一直亏损，公司准备将在法国的生产线逐步迁移到国内，法国只作为销售、配货中心。中基汉斯今年2万吨番茄沙司生产线投产，将为公司每年带来几百万元的利润。公司与小包装产品配套的制罐项目今年7-8月份将投入使用，可满足40%的制罐需求，将为公司带来约900万

元的内部利润。从明后年开始，随着番茄红素生产线的投产和达产，其将成为新中基明后年的重要利润增长点之一，当然，如果该项目达不到预期效果，也有可能成为公司的一大包袱。总之，随着终端产品的产量提高，终端产品的利润贡献将逐年增加。

表13: 新中基公司番茄酱产量预测 单位: 万吨

	2006	2007	2008	2009
新疆中基	25	27	29	32
内蒙中基	5	8	10	13
天津中辰	9	14	21	29
合计	39	49	60	74

资料来源: 广发证券发展研究中心

3.公司业绩预测与投资评级

按照以上的产量预测，考虑人民币升值、番茄酱及番茄涨价等因素给公司主营业务利润带来约增长5——6%的影响，我们估计2007到2009年公司的净利润分别为1.45亿元、2.22亿元、2.82亿元，按3.22亿的股本计算，公司的EPS分别为0.45元、0.69元、0.88元。

由于番茄酱行业的周期性，公司业绩主要体现第四季度，预计今年上半年业绩约为1500万元至1800万元，可能与去年同期持平，或略有增长。

考虑到我国番茄酱行业处于成长初期，该公司在我国番茄酱行业的龙头地位，且公司未来三年至少将保持平均每年30%以上的增长速度，我们给予该公司30倍市盈率的估值。按30倍市盈率的估值计算，该公司2007——2009年的合理股价分别为13.5元、20.7元和26.4元，所以我们给予“买入”的投资评级。

(三) 北大荒 (600958)

1.土地承包费将是公司长期稳定的收入来源

在所有的农业类上市公司中，北大荒是唯一的一家以土地承包费收入为主要收入来源的公司。收取土地承包费的业务模式最大的特点是收入来源非常稳定，而且毛利率远高于公司的其他几种业务。

随着种植业景气度的不断提升，农场对承包费的涨价能力也在提高。我们估计今后每年公司对承包费平均具备3%左右的涨价空间。

2.直销模式有助于树立终端品牌和打开利润空间

公司的可转债项目中，其中一个营销网络建设项目，总投资9120万元。虽然投资额并不大，但却是北大荒从根本上改变原有营销模式的一次实质性探索。这种模式的意义在于：一是有利于提升“北大荒”品牌的知名度，使公司的经营真正进入品牌式经营的商业模式。二是从根本上改变产品销售受制于他人的被动局面，有利于扩大盈利空间

3.盈利预测与投资评级

由于我国种植业正处于景气上升周期，所以我们估计土地承包费平均每年有大约3%的上涨空间。我们假定公司半年内完成可转债的发行，项目的建设期为一年半，投产后第一年80%达产，第二年100%达产。

在上述假设基础上，我们估计公司2007——2009年公司的净利润分别为6.13亿元、6.79亿元和7.78亿元，EPS分别为0.38元、0.42元、0.48

元。按35倍的合理市盈率，公司一年内的每股合理价值为14.7元。该公司作为稳健的价值型投资品种，随着可转债项目的实施，成长性有望得到一定程度的提高，所以该公司具备一定的长期投资价值，我们给予“买入”的投资评级。

（四）通威股份（600438）

1. 饲料业务有望景气回复

在猪肉涨价的带动下，养殖业趋旺，增加了饲料的市场需求，饲料价格上涨明显，产业链拉长拓宽了公司的利润空间。同时公司对原料成本的控制能力正在提高。

2. 盈利预测与投资评级

假设原料涨价与饲料涨价的因素互相抵消。假设公司今年内能完成增发1亿股，募集10亿元资金，每股发行价约10元，公司增发后新增产能约235万吨，其中2008年增加产量140万吨，2009年全面达产。这样，考虑到增发的摊薄效应和产能释放的滞后效应，我们初步预计公司2007——2009年的税后利润分别为2亿元，2.9亿元，4.1亿元，EPS分别为0.29元、0.37元、0.52元。我们给予公司35倍的动态市盈率，一年后公司价值将介于13元——18元之间，所以我们给予该公司“买入”的投资评级。

广发证券——行业投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，行业指数优于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，行业指数相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，行业指数弱于大盘 10% 以上。

食品、饮料(010300)行情走势



相关研究报告

相关研究报告	作者	发表时间
成长性有待观察：獐子岛调研简报	熊 峰	2007 年 12 月 4 日
业绩受限于规模和糖价：贵糖股份调研简报	熊 峰	2007 年 11 月 19 日
百废待兴，轻装上阵：荣华实业调研简报	熊 峰、汤玮亮	2007 年 11 月 9 日
海参养殖海域渐成稀缺资源：好当家调研简报	熊 峰	2007 年 10 月 22 日
纵向一体化从水产走向畜禽：通威股份调研简报	熊 峰	2007 年 9 月 2 日
稳健中追求成长：北大荒调研简报	熊 峰	2007 年 8 月 21 日
立足原料，着眼终端：新中基调研简报	熊 峰	2007 年 7 月 29 日
回归主业，打造“猪链”：新希望调研简报	熊 峰	2007 年 7 月 12 日

广州

上海

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。