

罗牛山 (000735) 食品加工与肉

— 牲猪、地产业务并驾齐驱，业绩释放尚需等待

投资评级 中性 公司评级 A 收盘价 5.03 元

投资要点:

- **牲猪养殖业务：国内牲猪低迷行情拖累公司主营业务。**从我国生猪目前供求关系来看，我国生猪供给仍然过剩。因此，09年国内生猪养殖业整体不容乐观。而以牲猪养殖业务为主营业务的罗牛山同样面临着行业不景气带来的经营压力，因此，我们认为，09年公司牲猪养殖业务难有起色。
- **教育业务：稳步推进，未来以巩固为基调。**关于教育业务的未来发展，我们认为，由于学校的现有学生规模已达到饱和，未来增加招生数量必将带来学校规模的扩大，而受制于学校占地面积较小，那么要实现招生规模的扩大，学校必须牵址。在调研中我们了解到，公司对于教育业务未来的发展的主基调为巩固，主要通过加强管理，实现内延式增长。因此，我们认为，未来两年公司教育业务较为稳定，快速增长的可能性不大。
- **房地产业：蓄势待发，未来空间无限。**公司于2009年成立子公司海南锦地房地产有限公司，通过该子公司来运营公司房地产业务。目前正在运作项目为“锦地·翰城”。该项目共分四期，占地约180亩，总建筑面积50万平米。按照目前海口4000 元/平米均价计算，整个项目可获得20亿的销售收入。如果考虑到未来海口房价上涨因素，我们认为，该地产项目收益必将大幅提高。目前该项目开发的为一期30亩土地，预计今年四季度可以预售。因此，地产项目09年难以提供业绩，预计将于10-11年产生收益。
- **投资评级：**从公司的资产规模及资产价值来看，公司的PB较低，股价具有明显的安全边际。但如何将公司庞大的资产转化成实际的盈利能力是决定公司未来发展的主要因素，同时也是市场关注的焦点。我们预计，09、10年罗牛山EPS分别为0.05元、0.14元，估值水平偏高，因此，给予公司“中性”投资评级。

2009 年 7 月 27 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	5.19/2.73
上证指数/深圳成指	3088.37/12258.79
50 日均成交额(百万)	126.73
市净率(倍)	2.69
股息率	

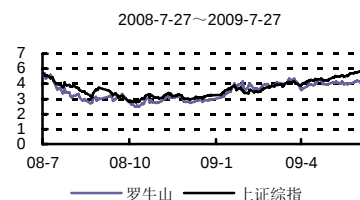
基础数据

流通股(百万股)	879.89
总股本(百万股)	880.13
流通市值(百万元)	4012.28
总市值(百万元)	4013.40
每股净资产(元)	1.70
净资产负债率	36.63%

股东信息

大股东名称	海南罗牛山控股集团有限公司
持股比例	10.31%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

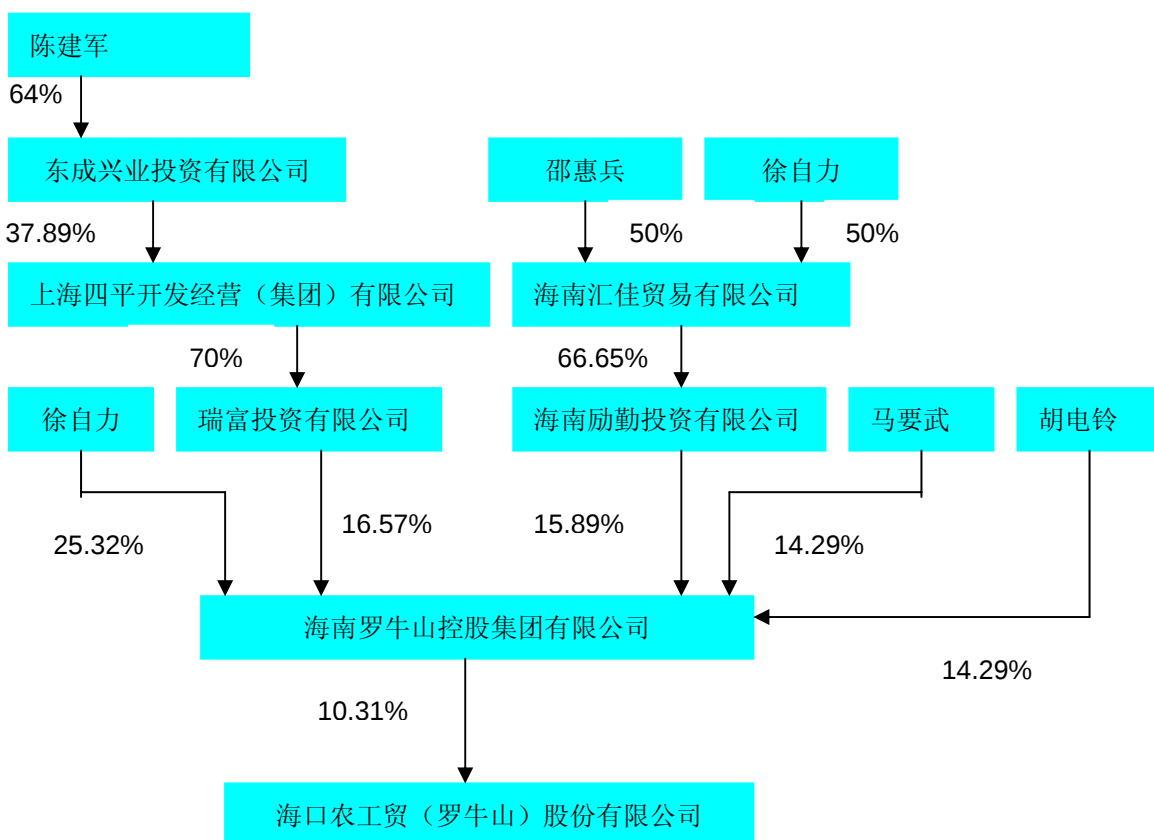
研究员:	周家杏, 蒙俊江
电 话:	021-51097188-1920
电 邮:	Zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

第一部分 公司概况

海口农工贸（罗牛山）股份有限公司是一个涵盖了养殖业、教育业和房地产业等业务的国家农业产业化重点龙头企业。公司充分利用海南无疫区的区位优势和自然条件，立足海口，辐射全岛，大力发展现代生态型畜牧养殖业，成长为海南省规模最大、配套体系最完备的畜牧业龙头企业。近几年，公司始终坚持“稳定、持续的盈利模式”的发展思路，积极推进产业结构调整、已初步构建以生猪养殖、教育和房地产三大产业为核心的主业基础，并围绕主业开展多元化投资综合类上市公司。

自成立以来，海口农工贸（罗牛山）股份有限公司股权就比较分散，目前的控股股东为海南罗牛山控股集团有限公司，09年一季度报显示，海南罗牛山控股集团有限公司有本公司10.31%的股权，为公司控股股东。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 1. 公司的股本结构

股本类别	数量（万股）	占比（%）
限售 A 股	25	0.03
国有法人持股	0	0
其他境内法人持股	25	0.03
流通 A 股	87988	99.97
总股本	88013	100.00

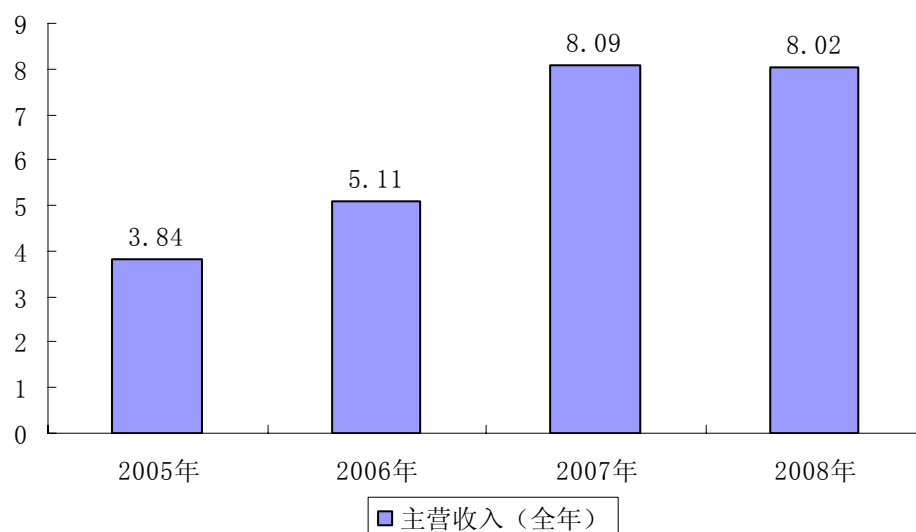
资料来源：公司公告

第二部分 公司主营业务分析

公司的主营业务主要包括生猪养殖业、教育业和房地产业三方面。其中，生猪养殖业收入占主营业务收入的 65%左右，房地产业务收入和教育业务收入占主营业务收入的 10%左右。2008 年年报统计，公司主营业务收入为 8.02 亿元，同比下降 0.87%。细分业务来看，生猪养殖业务小幅下降；教育业务稳步提升；房地产业务大幅增加，增幅达 49%。

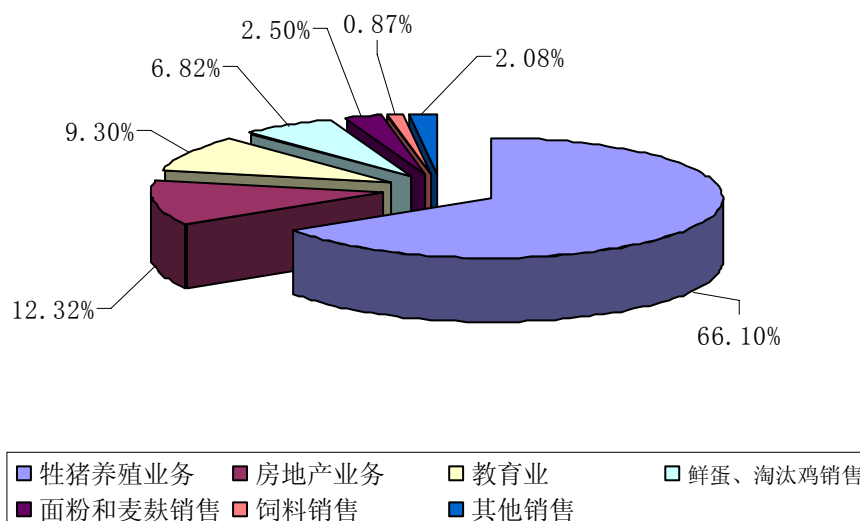
图 2：2005-2008 年公司主营业务收入情况

单位：亿元



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 3：2008 年罗牛山主营业务收入构成



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

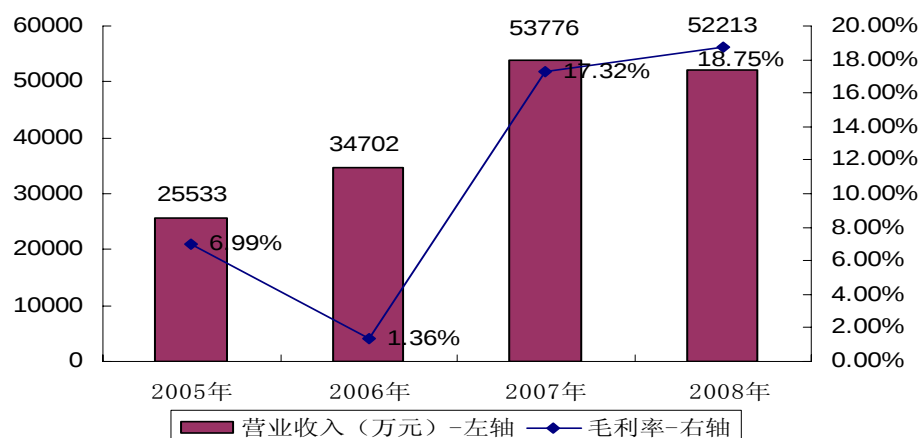
2.1 牲猪养殖业---利润主要来源

牲猪养殖业务是公司的传统业务，自2001年海南岛被农业部纳入无规定动物疫病区示范区，公司充分利用海南无疫区的区位优势和自然条件，大力发展现代生态型畜牧养殖业，公司在海南省十几个市县建有四十几个现代化畜牧养殖基地，拥有海南省最大的“菜篮子”工程基地、种苗生产基地和以畜牧业为主的农业科技示范基地。

从主营业务收入来看，牲猪养殖收入占到主营业务收入65%左右的比例，构成了公司主营业务收入的主要来源；从产能来看，目前罗牛山年出栏商品猪为45万头左右，占海南全省商品猪年出栏量的8%左右（海南全省年出栏商品猪为550万头左右）；年出栏种猪3万头左右。

从我国生猪目前供求关系来看，我国生猪供给仍然过剩。因此，短期内，猪肉价格必将持续下跌，但随着母猪存栏量的不断下降，我们认为，未来猪肉价格跌幅将趋缓，预计于今年三季度见底。因此，从整个行业来看，我们认为，09年国内生猪养殖业整体不容乐观。而以牲猪养殖业务为主营业务的罗牛山同样面临着行业不景气带来的经营压力，因此，我们认为，09年公司牲猪养殖业务难有起色。

图 2：2005-2008 年罗牛山牲猪养殖业务经营情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.2 教育业务--稳步推进，未来以巩固为基调

目前，公司中从事教育业务的单位为海南职业技术学院和海口景山学校，公司持股比例分别为 66.7%和 96.64%。从两个学校的运营来看，海口景山学校由北京景山学校和海口农工贸（罗牛山）股份有限公司合作创建，综合了北京景山学校名校效应和罗牛山股份公司资金优势，实现了企业创办基础教育的探索。海南职业技术学院是经教育部授权海南省政府批准成立、教育部核准备案具有高等学历教育招生资格的海南省唯一一所省属多科性高等职业技术学院。2008 年 7 月，学院被教育部、财政部正式确定为“国家示范

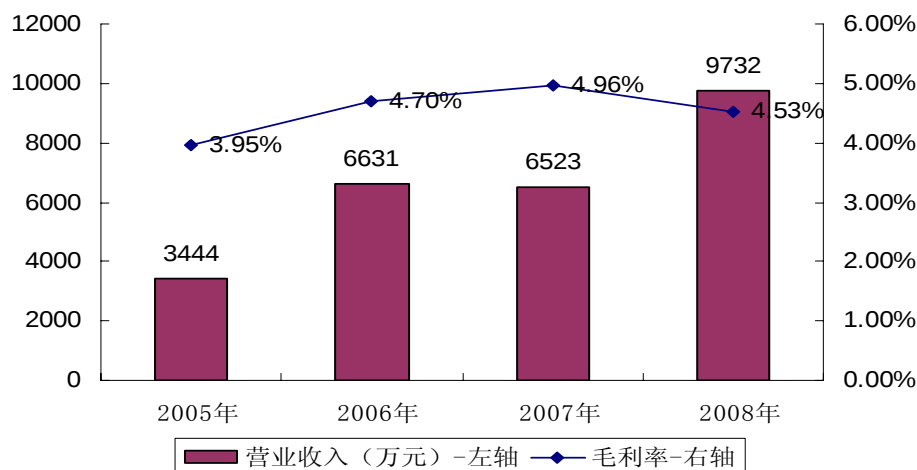
性高等职业院校建设计划”立项建设院校，成为全国百所重点建设的国家示范性高职院校之一，也是海南省唯一的国家示范性高职建设院校。从两个学校的盈利状况来看，海口景山学校因从事的是基础教育，基本上不盈利。因此，整个教育业务的利润均来源于海南职业技术学院。

关于教育业务的未来发展，我们认为，由于学校的现有学生规模已达到饱和，未来增加招生数量必将带来学校规模的扩大，而受制于学校占地面积较小，那么要实现招生规模的扩大，学校必须牵址。在调研中我们了解到，公司对于教育业务未来的发展的主基调为巩固，主要通过加强管理，实现内延式增长。因此，我们认为，未来两年公司业务较为稳定，快速增长的可能性不大。

2.3 房地产业--蓄势待发，未来空间无限

公司很早就涉足房地产业务，主要通过参股其他房地产公司进行运作，但后者经营情况均不好。鉴于公司在海口所具有的土地储备，具有从事房地产业务的优势。公司于2009年成立子公司海南锦地房地产有限公司，通过该子公司来运营公司房地产业务。目前正在运作项目为“锦地·翰城”。该项目共分四期，占地约180亩，总建筑面积50万平米。按照目前海口4000元/平米均价计算，整个项目可获得20亿的销售收入。如果考虑到未来海口房价上涨因素，我们认为，该地产项目收益必将大幅提高。目前该项目开发的为二期30亩土地，预计今年四季度可以预售。因此，地产项目09年难以提供业绩，预计将于10-11年产生收益。

图 2：2005-2008 年罗牛山房地产业务经营情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

第三部分 投资评级

受甲型H1N1疫病的影响，国内生猪养殖业严重受挫，猪肉价格持续下跌，严重影响了行业健康发展，同时也损害了养殖户的利益。由于目前国内生猪处于供大于求态势，行业恢复供需平衡尚需时日。因此我们认为，09年公司生猪养殖业必将面临严峻考验，业绩下滑已成必然趋势。另一方面，由于公司对教育业务未来发展持巩固态度，这就决定教育业务未来业绩增长后劲不足。因此，我们认为，在公司三块业务中，房地产业务未来的发展空间较大，也是公司未来业绩增长的主要动力。随着“海南国际旅游岛”项目的政策陆续出台，未来的海南将是集娱乐、休闲、观光为一体旅游城市，旅游业必将成为海南经济快速发展的主要因素，届时海南房地产也将受旅游拉动而得以快速发展，因此，我们对海南房地产未来的发展持乐观的态度，从而看好公司未来房地产业务。

另一方面，公司资产规模庞大，但总体盈利水平不高。目前市场关注的资产主要包括土地储备和上市公司股权。就公司土地储备来看，公司目前在海口拥有约700-800亩的商业用地储备，随着海南房地产市场的不断发展，土地升值已成为必然趋势。此为，罗牛山目前持有ST东海16.5%股权，为ST东海的第一大股东，而ST东海的主业为酒店旅游业，随着“海南国际旅游岛”政策的陆续明朗，未来海南旅游业将在“海南国际旅游岛”大的背景下得以快速发展，届时公司持有ST东海的股权面临较大的增值机会。

从公司的资产规模及资产价值来看，公司的PB较低，股价具有明显的安全边际。但如何将公司庞大的资产转化成实际的盈利能力是决定公司未来发展的主要因素，同时也是市场关注的焦点。

我们预计，09、10年罗牛山EPS分别为0.05元、0.14元，估值水平偏高，因此，给予公司“中性”投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn