

2008.12.31

估值仍高企，粮价难乐观

✍ 秦军

☎ 21-38676768

✉ qinjun@gtjas.com

本报告导读： 估值重回高峰，粮价难以乐观，农业股难以重演跨年行情。土地、粮食政策基调已定，一号文件难有惊喜，维持行业中性评级。

投资要点：

- **农业股连续 2 个月大幅跑赢大盘。**我们 11 月初对行业走势的判断基本得到印证，10 月底以来农业指数绝对收益 31.5%，相对收益 21.3%。
- **农业股会重演跨年行情吗？**当时导致农业股持续大涨的三个因素都不复存在，且目前农业股估值溢价重回高峰，跨年行情缺乏基础，仍然维持行业“中性”评级。
- **全球粮食丰收年。**预计 08/09 年度全球粮食增产 9959 万吨，其中 76.8% 为小麦。粮食消费慢于产量增长，预计库存上升 11.3%，达到 3.94 亿吨。中国 2008 年粮食产量 5.25 亿吨，创历史新高。
- **国际粮价颓势难改。**美元短期走势难以预测，但经济衰退、油价低迷导致粮食需求预期下降、供应增加、库存预期上升，粮价颓势难改。
- **国家提高收储价不是粮价上涨的理由！**产量创新高、库存充足使得粮食市场供应充足，在通缩预期下的农户存粮行为表现出的顺周期特性使粮价不容乐观，明年春播季节粮价下行压力巨大！
- **生猪价格还有下行空间。**猪价连续 3 周出现回升，与双节临近、货源紧张有关。由于玉米、豆粕、仔猪等成本下降，生猪养殖效益近来有明显恢复，预计明年生猪供应充足，猪价还有下降空间。
- **明年 1 月农业股可能继续活跃。**主要原因是“一号文件”的发布。土地、粮食这两大主题的政策基调已经确定，“一号文件”难有惊喜，我们对跨年行情保持谨慎。
- **推荐组合：天宝股份、绿大地、农产品、北大荒、中牧股份**
天宝股份：业绩高增长、估值无溢价；
绿大地、农产品：业务模式、资产属性较为特殊；
北大荒：业绩稳定、低增长、高分红，在降息通道中，股息率吸引力逐步增强
- **感谢大家在 2008 年的关心与支持，祝各位 2009 年获得好收成！**

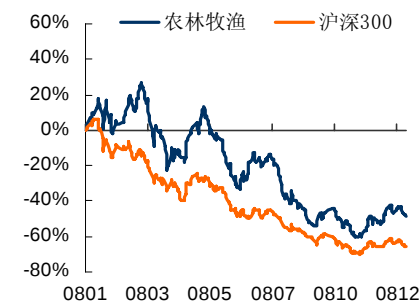
细分行业评级

基础农业生产	增持
相关服务业	增持
农产品初、深加工	中性

重点公司评级

天宝股份/002220	增持
绿大地/002200	增持
农产品/000061	增持
北大荒/600598	增持
中牧股份/600195	增持
好当家/600467	谨慎增持
登海种业/002041	中性
獐子岛/002069	中性

行业指数走势



数据来源：Wind

相关报告

- 年度策略：
业绩增长、估值与资产属性
2008-11-28
- 行业月报：
内需、弱周期基础上寻找业绩增长
2008-11-07
- 行业月报：
价格下跌、估值下降与主题投资
2008-10-08

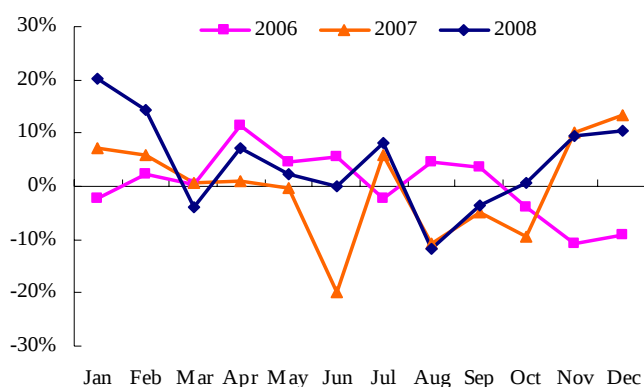
1. 行业表现：历史会重演吗？

农业股连续跑赢指数，不同程度上印证我们最近两次对行业指数的判断：

- 1、11月7日的行业月报中我们认为，农业股8-10月间连续暴跌，20X的动态估值底部有效性将逐步显现，农业股持续跑输大市的概率很小。
- 2、12月初的年度策略报告中我们认为，农业股在震荡下行的2008年中表现出比大盘更好的弹性，历次反弹都有不俗表现，能获得正收益。

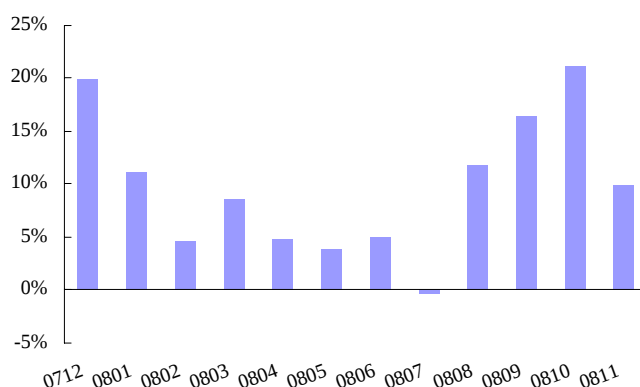
如果你在10月底的时候买入农业股指数（如果存在这样的指数产品☺），你将获得31.5%的绝对收益，21.3%的相对收益，这样的收益是今年你能获得的最好结果。

图 1：农业指数月度相对收益



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

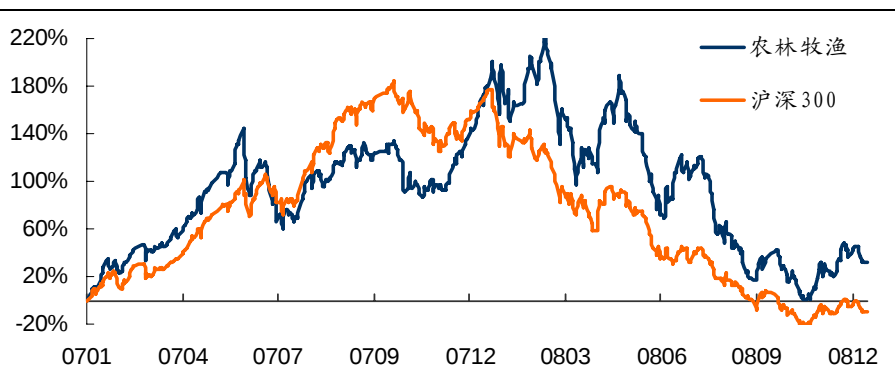
图 2：各月月底迄今农业指数相对收益（累计）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

农业股连续2个月跑赢大盘，似乎在重复2007年年底的走势，07年11月到08年2月的农业股的跨年行情会重演吗？我们认为未必！在我们看来，2007年底的农业股暴涨起因有三：一是油价暴涨导致国际国内农产品涨价预期强烈；二是对土地政策的变化有预期；三是之前连续数月跑输大盘。农业股从07年11月开始连续4个月走强，与当时的大市下跌形成鲜明对比。现在这三个因素都不复存在，并且农业股估值水平两倍于整体市场，实现持续超额收益难度较大！

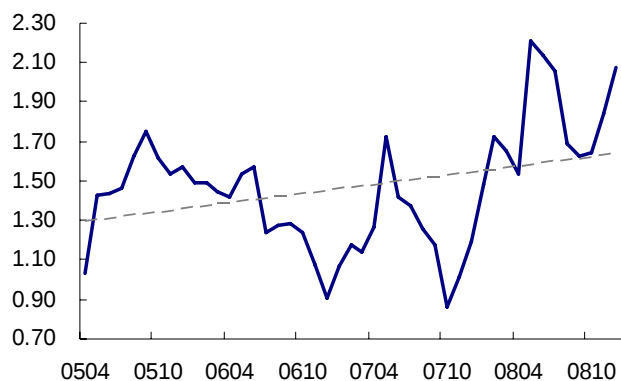
图 3：农业指数过去两年走势（2007年1月-2008年12月）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

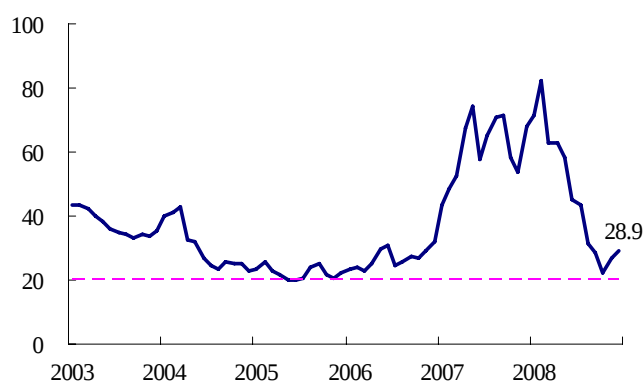
由于估值水平极高，年初的时候我们曾将农业股称为“A股新贵”。时过境迁，股不复新，昂贵依旧！连续两个月跑赢大市后，农业股估值水平已经相当于大市的2.1倍，与5月份的最高峰2.2倍相差不多，而一个月之前这个数字是1.8。动态PE为28.9X，比20X的历史底部高45%。我们对行业的整体评价仍然是：“公司素质平平，估值水平较高”，因此，未来6个月仍然维持行业中性评级。

图 4：农业股相对估值（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 5：农业股绝对估值（Trailing P/E）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

2. 农产品价格

种植面积及产量预估

12 月份的 USDA 报告继续提高了对主要粮食作物的预估值。08/09 作物年度产量将达到 22.16 亿吨，同比增长 4.5；产量增长 9559 万吨中 76.8%来自小麦，预计小麦产量将达到创纪录的 6.84 亿吨，增长 12%。粮食消费增速仅 2.9%，增量约 6090 万吨，明显小于产量增长。直接的结果就是预期库存的上升，预计 08/09 作物年度期末库存将达到 3.94 亿吨，增长 11.3%。这一预估值比 6 月底 USDA 报告中的预估值高了 14.2%。

表 1：全球粮食产量预测（百万吨）

	2004/05	2005/06	2006/07	2007/08	2008/09 Nov	2008/09 Dec
小麦	625.7	620.1	596.2	610.6	682.4	684.0
大米	401.4	418.5	420.6	431.1	434.3	434.6
粗粮	1,016.5	980.3	988.7	1,078.6	1,091.7	1,097.4
合计	2,043.7	2,018.9	2,005.5	2,120.4	2,208.4	2,216.0

数据来源：USDA，国泰君安证券研究所

步入寒冬季节，中国在 12 月份进行的农业生产活动很少，农业部 12 月报告对播种面积、产量预估等没有作任何调整，维持了 11 月报告中的结论。尽管遭遇了异常气候，粮油作物在 08 年还是取得了很好的收成，使得 09 年市场供应充足，在经济增长放慢，需求疲软的大环境下，农产品、食品价格将趋于下行。

表 2: 中国主要粮油作物播种面积与产量预计

	2005	2006	2007	2008 Nov	2008 Dec	YoY, %
播种面积 (千公顷)						
玉米	26,358	28,463	29,478	28,800	28,800	-2.3%
小麦	22,793	23,613	23,721	23,900	23,900	0.8%
稻谷	28,847	28,938	28,919	29,200	29,200	1.0%
大豆	9,591	9,304	8,754	9,650	9,650	10.2%
油菜籽	7,278	5,984	5,642	6,400	6,400	13.4%
产量 (千吨)						
玉米	139,365	151,603	152,300	156,000	156,000	2.4%
小麦	97,445	108,466	109,298	112,500	112,500	2.9%
稻谷	180,588	181,718	186,034	189,000	189,000	1.6%
大豆	16,350	15,082	12,725	16,500	16,500	29.7%
油菜籽	13,052	10,966	10,573	11,500	11,500	8.8%

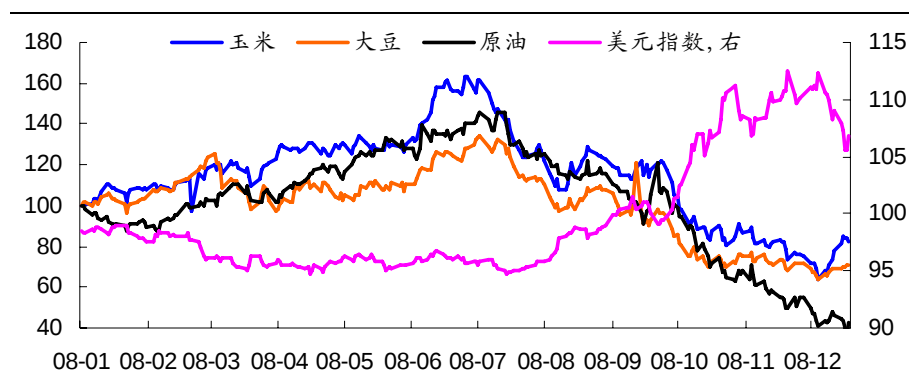
数据来源: 国家粮油信息中心, 国泰君安证券研究所

国际价格: 颓势难改

在连续走强几个月之后, 近来美元指数出现了高位振荡、有所回落的趋势, 玉米、大豆的期货价格触底、小幅反弹则近乎同步。美元与农产品价格仍然表现出较强的短期关联性。美联储率先大幅降息, 使得市场对美国经济率先见底抱有预期, 以美国为中心配置资产的投资者将资金向美国收缩, 这是美元指数在 08 年 7-11 月走强的基本原因。

各大央行的零利率政策使得实体经济对汇率的影响力下降, 这也部分解释了美元汇率近期的剧烈波动。我们一直认为美元是农产品价格的短期驱动力, 而最近美元指数波动非常剧烈, 其对商品价格的指导作用也有所削弱。我们的策略研究员认为美元短期走势难以预测, 即便如此, 由于油价下跌, 对基本供求关系的预期也发生了变化, 农产品价格仍不容乐观。

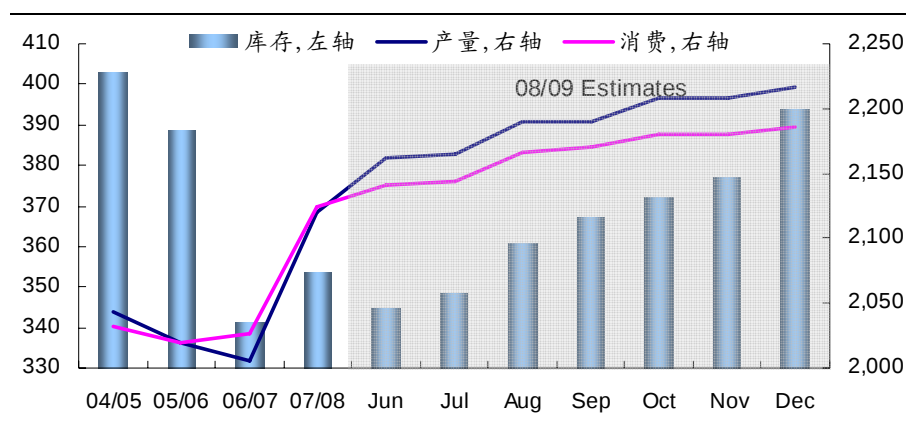
图 6: 美元指数走弱导致农产品价格反弹?



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

USDA 在 12 月份的报告中继续提高了对主要粮食作物的产量、库存预估值，今年以来 USDA 每个月都在做类似的事情，其调整步伐与美元指数的走强表现出很强的同步性。我们认为导致 USDA 做出如此调整的主要原因在于，全球经济衰退、油价低迷导致生物燃料、饲料等工业用途的增长放慢，从而导致对粮食需求的预期下降，相应的对库存的预期上升。供应增加、库存上升令我们对粮价难以乐观。

图 7: USDA 继续提高对产量、库存的预估值



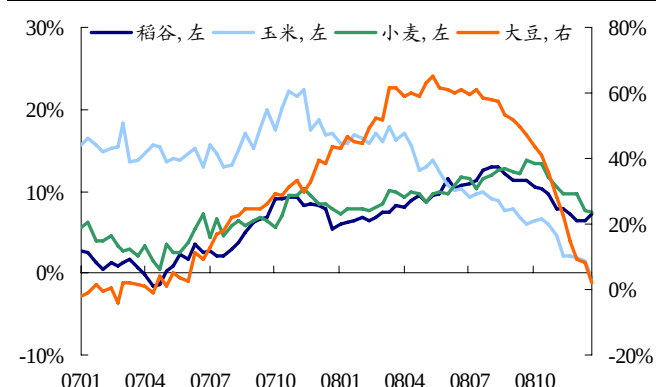
数据来源: USDA, 国泰君安证券研究所

国内粮价: 不容乐观

近期我们在路演过程中，经常听到这样一种观点“国家大幅度提高收储价使得明年粮价值得看好”。我们的判断则恰恰相反，明年粮价不容乐观！

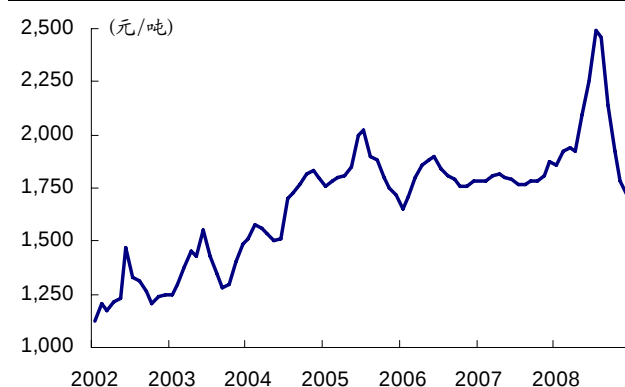
国内秋粮进入收获季节的时候，适逢金融危机恶化导致国际农产品价格暴跌，国内粮食价格也跟随下跌，这使得很多种粮农户出现惜售的行为。更为重要的是，春播季节化肥价格出现暴涨，农民通过减少化肥施用量来对冲成本上涨，但他们做决策的依据是当时的粮价，并且还在上涨过程中。到秋收的时候粮价已经低于春季，如果不提高收储价来稳定种粮农户的预期，来年的粮食生产可能受到一定影响。

图 8: 农产品收购价同比涨幅



数据来源: 商务部, 国泰君安证券研究所

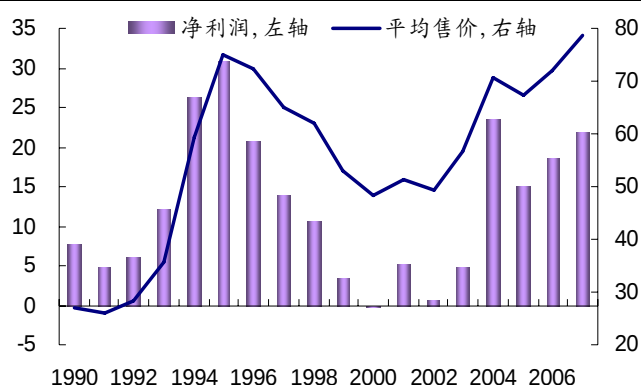
图 9: 尿素月平均市场价格



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

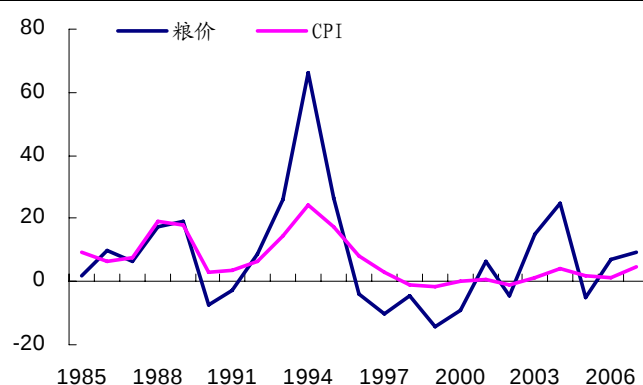
从历史上看，粮价的波动幅度一直远远高于CPI，根本原因在于农户的存粮行为是顺周期模式，这种顺周期模式在物价下行过程中使粮价跌幅更大。我国粮食库存水平约在2亿吨左右，其中农户存量规模据估算在7000-8000万吨左右，数量非常巨大。由于市场价低于国家收储价，农户出现惜售现象很正常。但农户存粮的损耗比正规粮库高很多，到09年春播季节，气温回升，且农户需要资金购买种子化肥等农资，届时粮价将承受更大的下跌压力。不出意外的话，届时国家将出台新的措施干预粮价，例如安排一定数量的临时收储、安排产销衔接等。因此，在2008年粮食产量创新高（5.25亿吨）、库存充足的情况下，粮食市场供应非常充足。在通缩预期明确的背景下，农户的顺周期存粮行为使粮价不容乐观！

图 10: 每百斤粮食平均售价、净利润（单位：元）



数据来源：农业部，国泰君安证券研究所

图 11: 粮价波动幅度明显高于 CPI

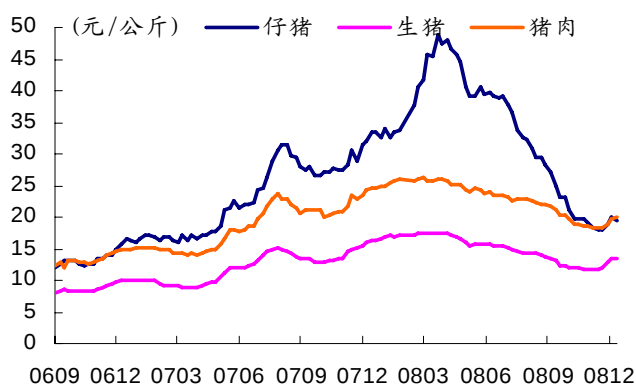


数据来源：农业部，国泰君安证券研究所

生猪价格: 明年可能更低

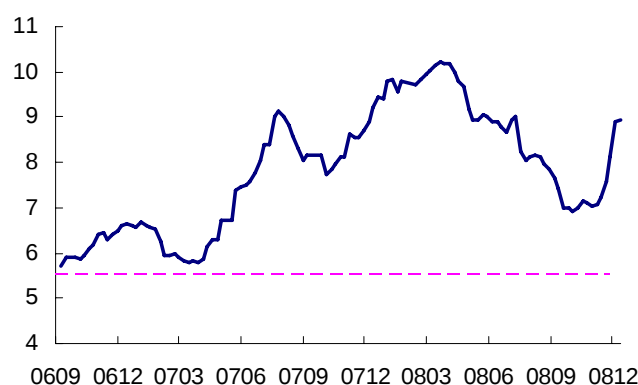
元旦、春节旺季日益临近之际，仔猪、生猪、猪肉的价格都出现了连续3周的回升。由于仔猪价格的下跌幅度更大，仔猪/猪肉价格已回到正常区间。同时，玉米、豆粕等饲料原材料的价格下降，猪粮比已经从10月初的7.0回升到8.95的水平，加上仔猪价格下跌，生猪养殖效益近期有了较为明显的恢复。最近几周的肉价反弹与临近“双节”、货源略显紧张有一定关系。2009年生猪养殖成本下降、供应量充足，猪价还有进一步下降的空间。

图 12: 猪价连续3周小幅反弹



数据来源：商务部，国泰君安证券研究所

图 13: 猪粮比明显回升



数据来源：商务部，国泰君安证券研究所

3. 行业推荐

我们的行业推荐策略与一个月以前并无太大差异，我们对行业仍然保持“中性”评级出于以下两点考虑：

- 1、价格与政策是 08 年农业股的“两大主题”，粮价不容乐观，政策独木难支。
- 2、连续两个月农业股明显跑赢大市，估值溢价重回高位，超额收益难以预期。

一月底我们照例将迎来“一号文件”的发布，其讨论稿已提交日前闭幕的中央农村经济工作会议。我们认为，土地与粮食这两大主题的政策基调已经在十七届三中全会及《国家粮食安全中长期规划纲要》中确定，新一年的“一号文件”会继续强调这些重要问题，却难有意外惊喜。“一号文件”发布前，农业股很可能会照例活跃几天，我们对农业股演绎跨年行情保持谨慎。

我们维持年度策略中的推荐组合：天宝股份、绿大地、农产品、北大荒、中牧股份。之所以将天宝股份放在第一位是由于其业绩增长确定且估值水平较低。相比我们 11 月初的调研报告，天宝股份的累计涨幅已经超过 50%，但仍是农业板块中最便宜的品种，我们对其的定位是“业绩高增长、估值无溢价”。

绿大地、农产品由于其业务模式、资产属性的特殊性，备受投资者关注，其估值水平也水涨船高，我们仍然看好这两家公司的主业发展，建议逢低增持。绿大地限售股解禁不跌反涨，确实出乎我们意料，但我们并不打算改变对其的基本判断。

我们于 12 月 30 日就北大荒大股东限售股解禁事宜召开了电话会议，最多时在线人数多达 51 人，足见市场对北大荒的关注与期待。我们对北大荒的基本定位是：业绩稳定、低增长、稳定分红，在降息通道中，股息率吸引力逐步增强（目前为 2.5%）。

今天是 2008 年的最后一个工作日，感谢大家一年来的关心与支持，在这里祝各位 2009 年获得好收成！

重点公司盈利预测与投资评级

公司名称	收盘价	EPS (元)			PE			PB	流通市值	总市值	评级
	2008-12-30	07	08	09	07	08	09		(百万)	(百万)	
天宝股份	15.93	0.49	0.74	1.03	32.7	21.5	15.5	3.1	401	1,561	增持
绿大地	32.70	0.77	1.05	1.43	42.6	31.2	22.9	3.9	1,759	2,745	增持
农产品	15.85	0.38	0.41	0.56	42.0	38.4	28.4	2.5	4,390	7,165	增持
北大荒	11.35	0.33	0.36	0.42	34.9	31.8	27.2	4.3	6,598	18,744	增持
中牧股份	11.84	0.40	0.44	0.53	29.4	26.8	22.2	4.1	2,149	4,618	增持
好当家	5.50	0.32	0.34	0.38	17.3	16.2	14.5	2.9	2,075	3,485	谨慎增持
獐子岛	15.90	0.74	0.54	0.69	21.4	29.2	23.0	3.0	1,679	3,597	中性
登海种业	16.96	0.04	0.05	0.19	415.3	319.5	91.5	4.4	2,773	2,985	中性

作者简介:

秦军: 北京大学经济学硕士, 7 年证券从业经历, 现为农林牧渔行业研究员。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com