

2009.03.02

农业股将进入“淡季”

秦军

021-38676768

qinjun@gtjas.com

本报告导读：

政策密集期与价格憧憬期结束后，资本市场难以找到新兴奋点。
在估值高企的情况下，农业股即将进入三月“淡季”。

投资要点：

- 二月份农业股的表现强于我们的预期，当月跑赢沪深 300 指数 8.9 个百分点。流动性宽裕基础上的大宗农产品价格反弹是主要原因，白糖的表现尤为典型。
- 农业股 12 个月相对收益仅有 10.8%，如果 10 月末反弹起点算，则高达 37.7%，时点选择对农业股非常重要。目前农业股静态估值 39.1 倍，相对沪深 300 估值溢价 137%，处于高位。
- 广西减产导致白糖价格短期内快速上涨，背后则是流动性充裕导致期货市场的活跃。本榨季累计食糖销量仅为去年同期的 68%，全年供需缺口可能低于 100 万吨，考虑国储的库存，市场供应不会出现问题。
- 其他大宗农产品的价格经历了反弹之后，又进入了下降通道，大体的理由基本相同，一是丰收过后的供应充裕，二是经济下滑导致需求不振。我们预计国储会再度收储以稳定粮价。
- 2008 年下半年能繁母猪比例偏高的事实，将在 09 年转化为生猪供应量的上升。我们对 2009 年生猪、猪肉价格的基本判断是延续向下趋势，幅度缩小。
- 历史上，农业股在三月份表现都差强人意，主要的原因可能是政策密集期与价格憧憬期结束后，资本市场难以找到新的兴奋点。在估值很高的情况下，我们提醒投资者注意农业股的三月“淡季”。

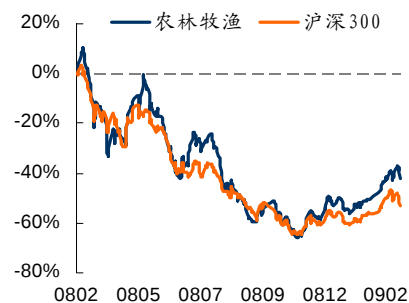
细分行业评级

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

- 行业月报 0901：
行业表现平淡，估值难再攀升
(09.02.04)
- 行业月报 0812：
估值仍高企，粮价难乐观
(08.12.31)
- 年度策略：
业绩增长、估值与资产属性
(08.11.28)

1. 行业表现：火热的二月

我们在上一份月报中基于相对估值较高、粮价年内看淡等理由，认为农业股继续大幅跑赢指数的概率不大。恰恰相反的是，而到目前为止，农业股在二月份跑赢沪深 300 指数 8.9% 个百分点。所谓一年之计在于春，在主要的农业生产活动还没开始的时候，在政策密集释放期，在对农产品价格可以充满遐想的时候，我们低估了在每年在这个时候市场照例对农业股的热情追捧，这是我们需要检讨的地方。

回顾过去一年，我们的起点已经到了农业股 07-08 跨年行情的末端，这时候看农业股 12 个月的相对收益，也仅仅只有 10.8% 而已。不过，如果以 10 月末为起点，情况则大为不同了，农业股的相对收益高达 37.7%。这似乎告诉我们，对农业股的投资，时点选择非常之重要，当然，这个问题不在本文讨论之列。

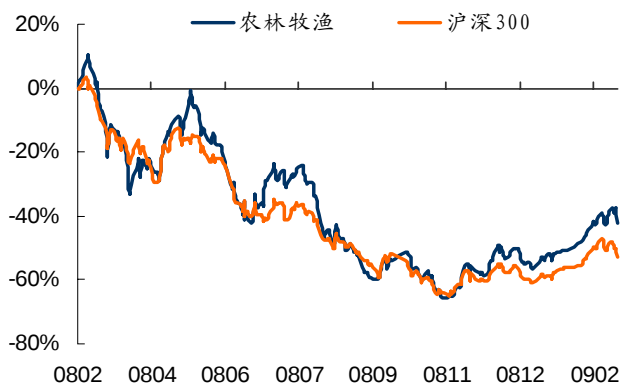
梳理在 2 月份涨幅位于上半区的农业股名单，主要由制糖、种业、养殖以及一些农产品加工类股票构成。尤其是制糖类股票，在期货糖价格回升的背景下，出现了明显的反弹，业绩对糖价极敏感的南宁糖业，在 2 月份的累计涨幅高达 49.3%。

尽管很难，我们仍然要对三月份的农业股走势做一个判断。经过 2 月份的上涨，目前农业股相对沪深 300 的估值溢价已经达到史无前例的 137%，滚动 4 个季度的动态估值已达 39.1 倍，以 09 年业绩为基础的动态估值也在 30 倍以上，在 A 股市场中堪称最贵。

回顾历史上的三月，最近 5 年的经验告诉我们，农业股的相对收益没有太好的表现。我们可以将其理解为，在价格憧憬期、政策密集期逐步过去之后，农业股缺乏更多的业绩支撑，其表现差强人意也不令人意外。

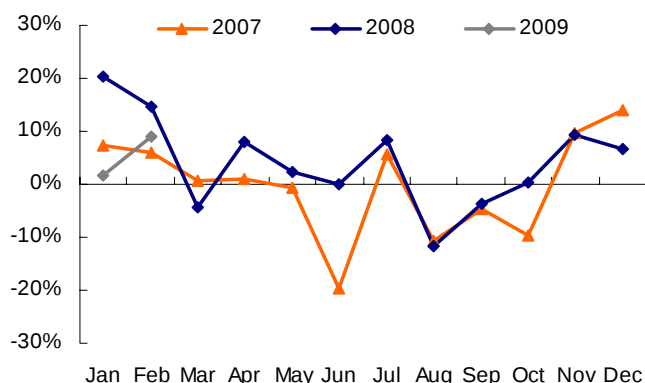
随着一些地方春耕的开始，对农业生产形势的全年展望将逐步落到实处，对价格的憧憬也将被检验。在对 2 月份的判断出现偏差后，我们 3 月份仍然对农业板块保持谨慎的态度，在相对、绝对估值水平都处于高位的基础上，对行业整体“维持”中性判断。

图 1：农业指数相对沪深 300 走势



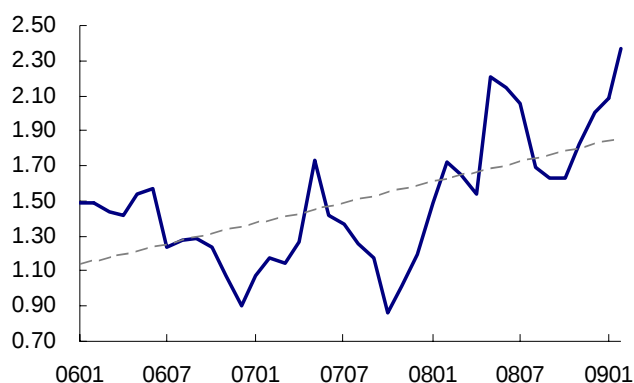
数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 2：农业指数单月相对收益（沪深 300 为基准）



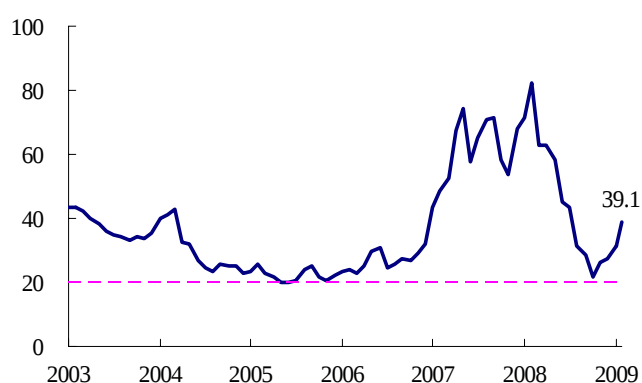
数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

图 3: 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 4: 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. 农产品动态

最近农业股中最抢眼的股票是糖业股,而农产品市场最引人注目的就是糖价上涨。在国家地方收储、广西蔗糖减产的刺激下,国内白糖现货、期货在元旦以后累计涨幅超过 20%,而南宁糖业的股价涨幅则接近 80%。

对糖市参与各方而言,糖价上涨是符合多方利益最大化的。因此,目前持仓量、交易量最大的主力合约约为 9 月交割合约,而交割期临近的 3 月、5 月合约则交投清淡得多。我们认为国内糖价上涨与流通性宽裕有直接关系,按目前持仓量计算,郑糖 0909 的资金容量大约在 40-50 亿元级别,其中不乏各大制糖厂的身影。

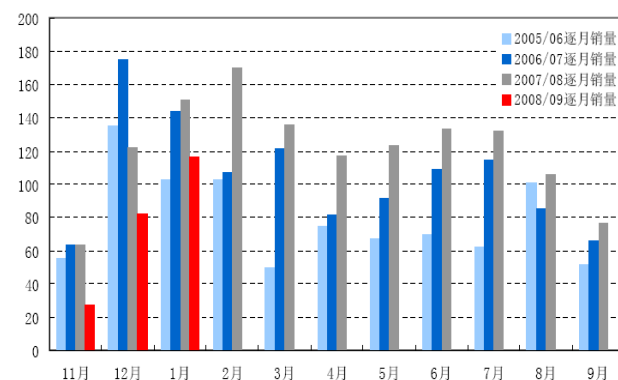
目前,广西的减产是支持看高糖价的最大理由,如果按广西糖协减产 180 万吨的说法,去年广西甘蔗单产仅有 4.1 吨,而根据测算,即便考虑减产的情况,单产水平也应在 4.7-4.8 吨的水平。退一步看,即便本榨季确实减产 180 万吨,国储手中 250 万吨以上的库存也可保证市场供应。最近几个月的销售情况表明,经济下滑给白糖消费也造成了明显的影响,截至 1 月末本榨季食糖销量 225.8 万吨,仅为上榨季同期的 68%;产销率 38.6%,同比下降 9.6 个百分点。如果全年消费量也 10%以上,则供需缺口就会小于 100 万吨,现货市场的供应不会出现问题。

图 5: 郑糖期货近月合约价格 (元/吨)



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

图 6: 全国食糖月度销售情况 (万吨)



数据来源: 中糖协, 国泰君安证券研究所

大宗农产品方面，农产品期货价格在经历了年初的反弹后，重新进入下降通道。经济萧条不仅对可选消费产生影响，对必须消费品也产生了不小的冲击，由于美国玉米出口下降，且播种面积预估高于预期，对玉米价格产生了一定的打压。

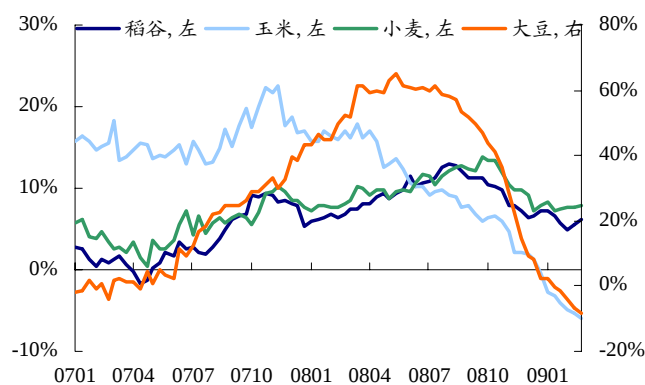
如我们上一份月报所说，国内粮食价格并没有因为国储收购价格提高而提高，近期仅是出现企稳。由于去年同期粮价处在上涨阶段，同比涨幅继续下降，玉米、大豆的收购价格已经低于去年同期。我们维持前期对粮价的总体判断，并且预计在粮食年度过半之后，国储会再度实施收储以缓解粮价下跌的压力。

图 7: CBOT 农产品期货价格一年走势



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

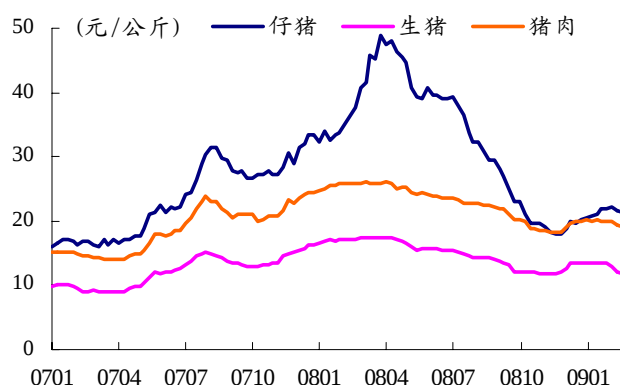
图 8: 国内农产品收购价格同比涨幅



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

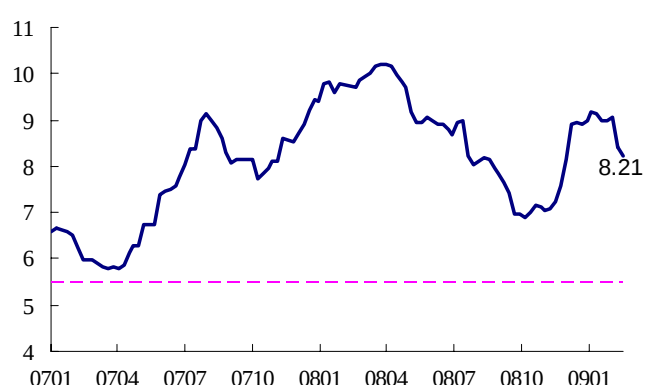
生猪、猪肉价格在春节过后出现了预期中的下滑，由于玉米价格企稳，猪粮比小幅下滑到 8.21。近期进入了动物疫病高发期，也是导致生猪价格下跌的原因之一。我们相信，08 年下半年能繁母猪比例偏高的事实，将在 09 年转化为生猪供应量的上升。非周期消费品在经济下滑时期是否真正做到非周期？更准确的说法可能是弱周期。猪肉消费受到经济下滑的影响会某种程度在消费量、销售价上体现，我们对 2009 年生猪、猪肉价格的基本判断是延续向下趋势，幅度缩小。

图 9: 全国生猪、仔猪、猪肉均价



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

图 10: 全国猪粮比均值



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究所

3. 上市公司动态

绿大地：业绩符合预期，估值相对偏低

绿大地发布业绩快报，08 年 EPS 为 1.03 元，基本符合预期。由于其 08 年绿化工程收入快速增长，我们认为公司在苗木销售上做了一些储备，使其 09 年实现业绩目标的压力不大。绿大地在春节之后涨幅明显落后于中小板指数，目前的动态估值也比平均水平略低。我们认为以绿大地的公司质地论，目前的估值水平偏低。

天宝股份：业绩低于预期

天宝股份业绩快报披露公司 2008 年实现净利润 6693 万元，增长 40.3%，全面摊薄 EPS 为 0.683 元，比我们此前的预测 0.74 元低 7%。公司披露，受金融危机的影响，增长速度较预期有减缓。我们一直以来推荐天宝股份的逻辑是业绩高增长下的低估值，目前天宝仍是农业股中估值最低的品种，我们认为即便其 09 年业绩低于我们的预期，幅度也很有限，其股价回调幅度有限。

4. 行业推荐策略

三月份，大多数越冬小麦开始返青，南方的早稻、春玉米也开始播种，是一年中农业生产活动开始繁忙的时候。而农业股在历史上 3 月份的表现则正好相反，属于典型的淡季。

如我们前文所述，农业股三月份表现不佳的主要原因可能是政策密集期与价格憧憬期结束后，资本市场难以找到新的兴奋点。从估值角度看，经过 2 月份的上漲，农业股的静态绝对估值接近 40 倍，相对沪深 300 的估值水平高出 137%，从基本面出发，很难对行业整体过分乐观。因此，我们维持对行业的中性评级。个股方面，我们仍然维持对绿大地、天宝股份、农产品公司基本面的长期看好。

公司名称	收盘价	EPS（元）			PE		PB	流通市值	总市值	评级	
	2009-2-3	07	08	09	07	08		09	（百万）		（百万）
天宝股份	17.06	0.49	0.67	0.96	35.1	25.6	17.8	3.3	430	1,672	增持
绿大地	33.91	0.77	1.03	1.43	44.2	32.8	23.7	4.0	1,824	2,846	增持
农产品	15.80	0.38	0.16	0.40	41.9	98.9	39.1	2.5	4,376	7,143	增持
北大荒	14.30	0.33	0.36	0.42	44.0	40.0	34.3	5.5	23,971	23,971	增持
中牧股份	16.12	0.40	0.44	0.53	40.0	36.4	30.2	5.6	2,926	6,287	增持
好当家	6.75	0.32	0.26	0.34	21.2	25.8	19.9	3.5	2,547	4,277	谨慎增持
獐子岛	20.03	0.74	0.56	0.69	27.0	36.0	29.0	3.7	2,115	4,531	中性
登海种业	21.39	0.04	0.05	0.19	523.8	402.9	115.4	5.6	3,498	3,765	中性

作者简介:

秦军: 西安交通大学工学学士, 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

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

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: 100140

电话: (010) 59312799

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