

黄璐 86-755-82943241
 huanglj@cmschina.com.cn

 朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

2009年3月2日

年报大幅低于预期，两会将近行情面临收官

农业股2008年年报前瞻

非周期性消费品

农林牧渔

中性（维持）

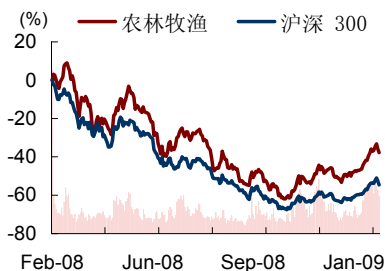
上证指数 2083

行业规模

		占比%
股票家数（只）	48	3.0
总市值（亿元）	1639	1.1
流通市值（亿元）	1002	1.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	8.7	8.1	-41.3
相对表现	3.4	16.0	12.5



相关报告

- 《16个优势农产品区域布局规划（2008-2015年）点评-集中度提升将提高我国优势农产品竞争力》2009/2/2
- 《2009年中央一号文件点评-中央一号文件关乎整个宏观经济战略》2009/2/3
- 《2008年中央农村工作会议点评-政策重在引导预期，确保粮食增产农民增收》2008/12/29
- 《农业2009年度投资策略——储粮过冬》2008.12

截止目前为止，农业上市公司中只有亚盛集团在昨日发布了年报，不过大部分公司公布了业绩快报，结合我们最新跟踪信息，我们初步判断农业上市公司年报整体低于我们先前预期，更远低于市场预期。

- **养殖及饲料——四季度价格低迷，企业盈利骤减。**因水产品特别是海珍品价格的大幅下滑，獐子岛业绩下滑25%，预计好当家也面临20%以上的下滑；畜禽水产品的价格低迷和上半年饲料原料的高涨，饲料业务情况也不佳，天邦股份饲料业务只收得微利，大幅低于上年同期，预计通威股份饲料业务也面临下滑。
- **种子加工——登海种业和敦煌种业也公布了业绩快报，均实现微利，EPS分别为0.02和0.05左右，其中两家和先锋公司分别合作的先玉335品种盈利情况良好，但登海自身种子库存的计提减值准备和敦煌自身种子代繁业务、棉花加工业务的巨亏基本抵消了先锋子公司的业绩。**
- **番茄酱加工——虽然新榨季番茄酱价格是上一榨季的一倍以上，但新中基受原料争夺和奥运停运的影响，08年番茄酱的产销量小幅下滑，加上天津中辰小罐酱业务、中基汉斯制罐企业、法国普罗旺斯小罐酱继续亏损，08年难有增长；中粮屯河番茄酱业务情况略好于新中基，但糖价低迷使公司甜菜糖业务面临大幅减少。**
- **从09年一季度的基本面来看，我们认为农业股基本面还没有转好的迹象：**种植养殖的利润仍未回升；食糖价格此前虽有政策刺激触底回升，但需求的减少比供给的减少比想像中更甚，我们对全年糖价并不乐观；种子销售在一季度稍回暖，但仅限先玉335等热销品种受益，几家种子公司的库存计提仍是长期问题；番茄酱价格见顶回落，新中基和中粮屯河增长将低于原先判断，不过仍是长期投资首选，只是短期交易性机会不大。
- **两会将近，年末延至年初的交易性行情面临收官。**农业股在年末至年初政策频发的时段存在板块交易性机会，今年也不例外，两会将近，在企业基本面没有明显好转的情况，我们预计板块交易性机会面临收官。

重点公司主要财务指标

	股价	07EPS	08EPS	09EPS	07PE	08PE	PB	评级
獐子岛	18.35	0.74	0.56	0.67	25	33	3.5	中性-A
好当家	6.14	0.32	0.24	0.30	19	26	3.3	中性-A
新中基	6.50	0.18	0.20	0.56	36	33	2.4	中性-A
中粮屯河	11.00	0.25	0.30	0.49	44	37	4.4	中性-A
北大荒	13.44	0.32	0.33	0.41	42	41	5.3	中性-B
登海种业	19.68	0.04	0.02	0.20	458	1017	5.3	中性-A
敦煌种业	12.41	-0.08	0.05	0.25	-158	248	4.7	中性-B
天邦股份	10.38	0.16	0.70	0.25	64	15	3.9	中性-B
南宁糖业	12.04	0.45	0.14	0.28	27	86	2.6	中性-B

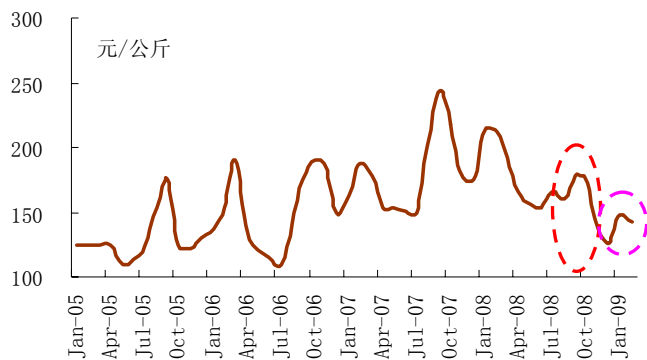
资料来源：招商证券

截止目前为止，农业上市公司中只有亚盛集团在昨日发布了年报，不过大部分公司公布了业绩快报，上市公司业绩不尽人意。最近我们对大部分上市公司进行全面扫描跟踪，对 08 年业绩情况有了全面的把握，根据业绩快报和最新跟踪信息可以看出（见表 1），农业上市公司年报整体低于我们先前预期，更远低于市场预期。

獐子岛、好当家——四季度价格低迷，公司盈利水平骤减。獐子岛于 2 月 24 日公布了业绩快报，其销售收入高达 10.27 亿元，同比增长 60% 高于我们先前预测，但净利润只实现 1.26 亿，同比下滑 24.76% 则低于预期，原因是（1）收入的增长是低毛利率的水产加工业务的增长，并不是原有核心养殖业务的增长，（2）养殖业务中虽然鲍鱼和海参的销量都大幅增长，但主导产品扇贝销量的增长并不明显（3）三种海珍品的销售价格四季度都有较大滑坡，造成四季度单季净利润同比下滑 43%，下滑程度大于三季度，这个是业绩下滑的关键；**好当家**仍未公布业绩，不过根据其四季度海参价格对照公司历史盈利水平来看，四季度虽然是旺季，但海参价格为近三年四季度单季中最低的，加上苗种成本的上升，我们预计四季度难以盈利，因此判断全年业绩维持在三季度 EPS0.21 元左右。

通威股份、天邦股份——饲料板块 08 年遇寒冬。通威股份未发布业绩快报，我们预计其 08 年业绩难以增长，一是全球多晶硅供大于求，订单价格暴跌，多晶硅业务难保盈利，这与此前判断相差甚远，二是受 08 年饲料原料价格先暴涨后暴跌及养殖业低迷的影响，饲料成本上升、销量减少，价格上涨滞后，饲料业务预计较 07 年情况差；天邦股份公布其 08 年业绩 0.695 元，净利润 9515 万元，其中包括本部厂房搬迁的收益 8000 多万，其核心业务饲料的营业利润仅实现 145 万元，大幅少于上年同期的 1722 万元，原因也是因为养殖的低迷以及原料、人力成本、财务费用等成本的大幅上涨。

图 1、山东刺参价格走势



资料来源：招商证券研发中心，注：其中 4-6 月、10 月为刺参捕捞旺季

图 2、山东刺参价格走势（年度比较）

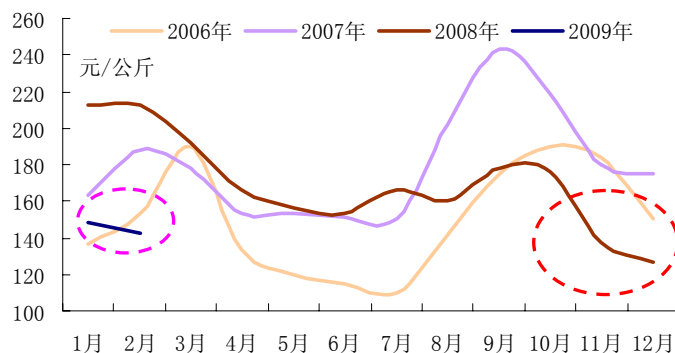
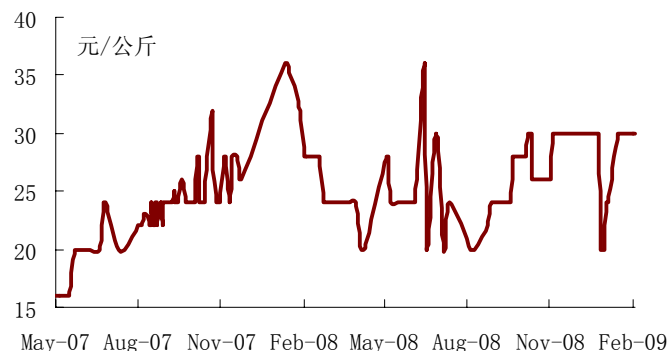


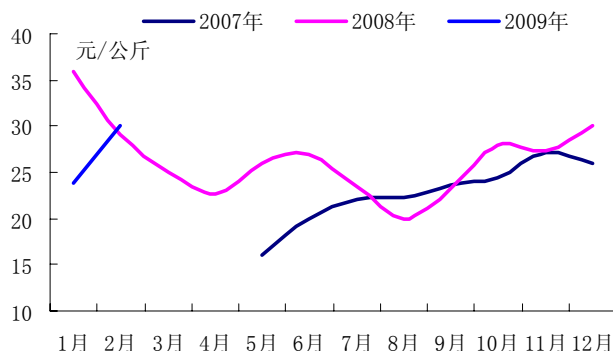
图 3、北京市场大扇贝价格走势



资料来源：招商证券研发中心

敬请阅读末页的免责条款

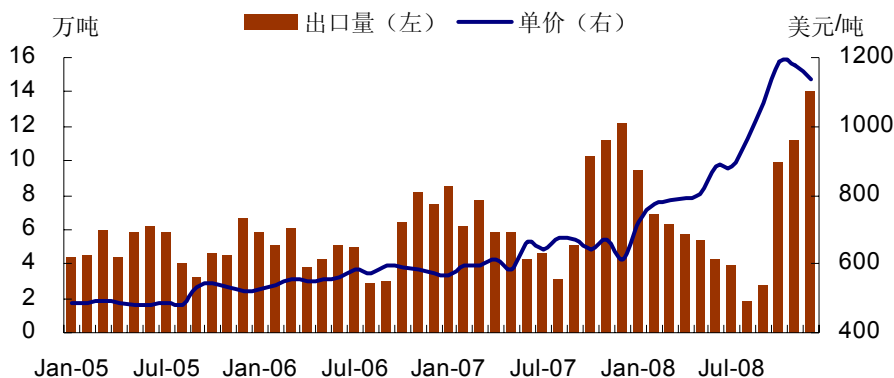
图 4、北京市场大扇贝价格走势（年度比较）



资料来源：招商证券研发中心

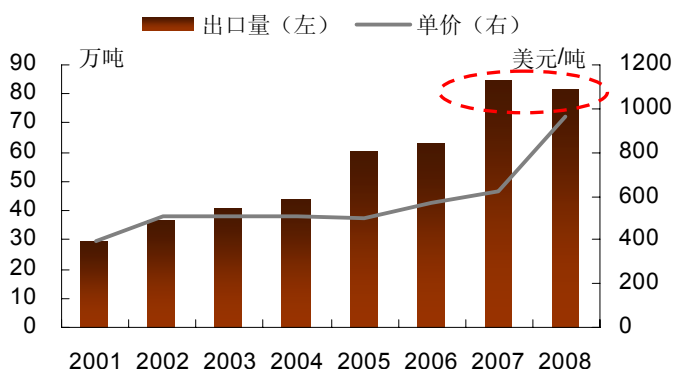
新中基——原料争夺及奥运停运使番茄酱产量销量均同比减少，中粮屯河——增长受糖拖累。新中基也未公布年度业绩，根据我们最新了解到的情况，业绩可能远低于此前预期。虽然 08/09 榨季番茄酱出口均价有一倍以上的增长，但高盈利水平吸引了许多新兴加工厂（图 7 可说明一定问题），导致公司 08 年产量不但没有增长还有所下降，再加上奥运期间车辆停运的影响，全年大桶酱的销量微幅下滑，大桶酱业务盈利增长恐有困难。此外，子公司天津中辰、中基汉斯仍未有效打开市场，法国普罗旺斯也未调整到位，预计亏损额度略少于 07 年。总体来说，我们预计新中基 08 年 EPS 较 07 年仅有小幅增长。中粮屯河的番茄酱加工业务同样也受到番茄原料争夺的影响，不过基于屯河这两年来积极扩张，对上游原料的控制能力有所增强，因此情况要比新中基略好，销量应有小幅增长，由于没有小罐酱的拖累，番茄酱业务整体盈利水平应好于新中基；不过 08 年屯河最大的拖累是甜菜糖业务，虽然屯河所在的新疆地区糖价高于广西地区，但糖价也较 07 年下滑 20% 左右，加上公司在 08 年四季度——08/09 新榨季开始糖价十分低迷时销量较同期大幅减少，因此全年食糖销量也会有所下滑。总体来说，制糖业务难以盈利，番茄酱业务增长不多，全年业绩估计在 0.3 元左右。

图 5、番茄酱罐头出口量和出口价格（月度）



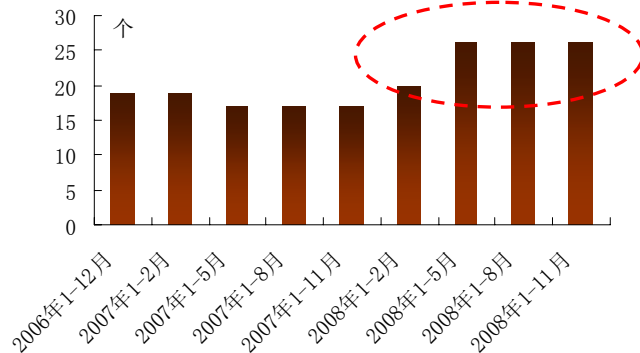
资料来源：招商证券研发中心；注：数据截至 2008 年 12 月。

图 6、番茄酱罐头出口量和出口价格（年度）



资料来源：招商证券研发中心

图 7、新疆罐头生产企业个数变化情况



资料来源：招商证券研发中心

登海种业、敦煌种业——登海种业 1 月份就发布了业绩修正公告，原先预计 08 年同比增长 5-35%，后改为同比下降 40-70%，原因一是增加计提存货跌价准备，二是销售季节市场启动延后，预计 08 年业绩仅有 0.02 元左右；敦煌种业也于 1 月发布了预盈 1000 万左右的公告，原因是先玉 335 销售良好，不过远低于市场预期，虽然棉花业务和代繁种子业务在三季度已表现出大幅亏损，市场也纷纷调低其业绩，但四季度棉花和代繁业务仍不理想，亏损面仍在加大。

表 1、农业板块盈利预测及估值

	名称	代码	投资评级	股价	总股本	市值	EPS			最近预期相对 此前一致预期	P/E	
							07	08E 市场	08E 新		09E	10E
养殖类	獐子岛	002069	中性 A	18.35	2.26	41.51	0.74	0.52	0.56	8%	0.67	0.91
	好当家	600467	中性 A	6.14	6.34	38.90	0.32	0.33	0.24	-28%	0.30	0.40
	洞庭水产	600257		4.01	4.27	17.12	0.03		0.02			
	福成五丰	600965		5.39	2.79	15.06	0.07	0.09	0.07	-21%		
	新五丰	600975		6.90	1.80	12.44	0.10	0.10	0.05	-48%		
远洋捕捞类	民和股份	002234	中性 B	14.75	1.08	15.86	0.79	0.93	0.54	-42%		
	开创国际	600097	中性 A	13.14	2.03	26.62	0.02	0.80	0.75	-6%		
	中水渔业	000798		5.96	3.19	19.04	0.02		(0.05)			
	中鲁 B	200992		11.22	2.66	3.87	0.21		0.05			
	北大荒	600598	中性 B	13.44	16.76	225.30	0.32	0.36	0.33	-8%	0.41	0.45
种子加工	绿大地	002200		31.53	0.84	26.47	0.77	1.00	1.03	3%		
	登海种业	002041	中性 A	19.68	1.76	34.64	0.04	0.27	0.02	-93%	0.20	0.30
	敦煌种业	600354	中性 B	12.41	1.86	23.08	-0.08	0.09	0.05	-42%	0.25	0.30
	万向德农	600371		11.36	1.55	17.61	0.23	0.09	0.09	0%		
	隆平高科	000998		18.27	2.52	46.04	0.20	0.21	(0.15)	-173%		
饲料加工	丰乐种业	000713		12.16	2.25	27.36	0.16	0.21	0.19	-10%		
	通威股份	600438		8.28	6.88	56.93	0.19	0.29	0.18	-38%		
	天邦股份	002124	中性 B	10.38	1.37	14.22	0.16	0.66	0.05	-83%	0.18	0.25
	新希望	000876		8.25	7.57	62.43	0.40	0.47	0.20	-58%		
	正邦科技	002157		6.55	2.26	14.80	0.14	0.22	0.18	-18%		
大豆加工	正虹科技	002702		4.08	2.67	10.88	-0.36		0.04			
	天康生物	002100		12.48	1.26	15.73	0.38	0.42	0.56	34%		
	广州冷机	000893		14.30	2.22	31.75	0.13	0.05	0.75	-		
	新赛股份	600540		8.63	2.33	20.10	0.08	0.18	0.03	-83%		
	新农开发	600359		8.23	3.21	26.42	0.13	0.16	(0.50)	-417%		
制糖	南宁糖业	000911	中性-B	12.04	2.87	34.51	0.45	0.24	0.14	-43%	0.32	0.40
	贵糖股份	000833		7.74	2.96	22.92	0.21		0.15			
	双汇发展	000895		31.90	6.06	193.31	0.93	1.13	1.12	0%		
	高金食品	002143		8.86	1.61	14.22	0.28	0.07	0.14	95%		
	东方海洋	002086		14.07	1.22	17.15	0.31	0.38	0.41	8%		
水产品加工	天宝股份	002220		15.45	0.98	15.14	0.49	0.75	0.71	-5%		
	新中基	000972	中性 A	6.80	4.19	28.50	0.18	0.43	0.20	-53%	0.26	0.29
	中粮屯河	600737	中性 A	11.91	10.06	119.77	0.25	0.39	0.30	-24%	0.39	0.51
	国投中鲁	600962		9.54	2.02	19.24	0.41	0.33	0.32	-4%		
	金健米业	600127		6.02	5.44	32.78	0.02		(0.01)			
马铃薯加工	亚盛集团	600108		4.51	14.41	64.9977	0.04		0.05			
	中牧股份	600195										
疫苗	金宇集团	600201										

资料来源: wind, 招商证券研发中心, 注 1: “名称”一列中加粗的为招商股票池公司, 非粗体为备选公司; 注 2: 双汇发展我们归为食品饮料类研究, 因其利润主要来自肉制品, 中牧股份和金宇集团归为医药研究; 注 3: 股价为 2009 年 2 月 27 日收盘价; 注 4: “EPS08E 新”一列, 蓝色为我们预测值, 黑色为公司已公告值; 注 5: 天邦股份为预测业绩为饲料主业的业绩。

表 2、农业股国际估值对照表

分类	名称	国别	滚动 PE	PE08E	PE09E	PB	市值	营收	ROE	利润率
种子加工	MONSANTO	US	18.6	16.2	14.1	4.6	41744	11365	24.0	17.8
	DU PONT	US	6.8	9.4	8.0	2.5	16931	30529	22.5	9.8
	SYNGENTA	SZ	14.5	12.3	11.0	3.4	20698	11624	23.3	12.0
	登海种业	CH	495.9	217.7	68.2	5.4	521	40	1.1	2.4
	敦煌种业	CH	-	159.4	46.7	4.2	347	99	-2.6	-1.9
粮食贸易	ADM	US	6.8	7.7	8.4	1.3	17113	69816	14.6	2.6
	BUNGE	US	7.3	6.9	6.1	0.8	5702	52574	14.3	2.1
	中粮控股	HK	5.6	4.2	5.2	1.0	1552	3700	13.4	3.8
果蔬加工	HJ HEINZ	US	11.2	11.3	11.7	7.6	10279	10071	45.3	8.4
	CAMPBELL SOUP	US	12.9	12.6	11.8	9.2	9619	7998	89.2	14.6
	CONAGRA FOODS	US	9.9	10.2	9.4	1.4	6742	11606	18.8	8.0
	汇源果汁	CH	17.5	32.6	31.1	2.4	1698	349	20.6	24.1
	中粮屯河	CH	39.4	46.6	43.3	7.7	1778	389	21.6	8.4
	新中基	CH	38.6	15.1	13.7	2.4	418	316	6.6	3.1
	国投中鲁	CH	19.3	24.9	26.5	2.7	284	202	15.1	5.4
	安德利	CH	3.1	3.2	3.1	-	136	219	24.9	12.9
	海升果汁	HK	2.4	1.9	1.8	0.5	76	247	20.6	8.6
玉米深加工	大成生化科技	HK	1.5	2.3	2.5	0.3	248	871	16.1	13.9
	中国淀粉	CH	4.4	5.5	4.4	1.3	167	177	41.7	15.1
	希望糖业	HK	1.6	2.7	2.1	0.5	100	271	27.8	17.5
	大成糖业	HK	3.1	3.0	2.2	0.4	84	204	23.7	12.1
饲料加工	通威股份	CH	44.3	25.6	15.7	6.0	843	887	14.4	1.9
	大成食品	CH	3.8	2.0	1.7	0.6	124	894	19.7	2.5
	正邦科技	CH	40.0	23.4	18.4	4.4	224	214	13.4	1.9
	天邦股份	CH	60.5	14.5	19.6	4.9	212	73	11.1	4.0
生物能源	ABENGOA	SP	9.2	7.4	6.6	2.3	1175	4558	27.4	3.7
	VERASUN	US	-	-	-	0.0	3	848	4.2	3.1
	丰原生化	CH	144.7	-	-	2.3	612	548	1.4	2.5
	AVENTINE	US	0.4	0.9	-	0.0	9	1572	10.4	2.2
制糖	ABF	GB	14.4	11.9	10.7	1.1	7336	16281	8.1	5.4
	TATE & LYLE	GB	8.5	6.8	6.5	1.2	1730	6871	20.5	5.7
	DANISCO	DE	15.9	11.8	11.2	0.7	1668	3609	10.1	6.7
	EBRO PULEVA	SP	19.1	11.9	10.1	1.2	1745	3465	10.9	3.4
	COSAN	BZ	-	-	13.3	0.9	1411	1497	-1.9	-1.7
	CSR LIMITED	AU	7.0	8.6	8.0	0.7	807	2799	13.4	5.5
	ILLOVO SUGAR	SA	12.4	12.2	10.5	3.2	862	954	28.9	8.8
	AGRANA BETEIL	AS	593.8	-	16.2	0.8	850	2643	7.3	3.4
	GREENCORE	IR	4.3	4.1	3.8	0.6	188	1964	21.1	8.7
	南宁糖业	CH	23.9	45.3	28.2	2.6	490	409	10.8	4.2
	BALRAMPUR	IN	15.0	10.8	8.3	1.2	230	362	8.4	-3.4
	贵糖股份	CH	35.5	-	-	3.2	323	172	9.4	4.7
	BAJAJ HINDUSTHAN	IN	-	17.2	5.5	0.4	117	503	0.2	0.1
水产养殖	TOYO SUISAN KAI	JN	17.1	16.0	14.7	1.6	2628	2753	8.3	3.6
	NIPPON SUISAN	JN	9.3	-	37.3	0.6	580	4670	8.5	1.8
	MARUHA NICHIRO	JN	83.2	-	23.9	0.9	595	7388	-0.3	0.0
	好当家	CH	19.6	20.5	17.7	3.6	576	101	20.1	26.1
	獐子岛	CH	25.1	23.6	20.3	3.6	616	84	15.0	26.2
	LEROF SEAFOOD	NO	19.3	7.9	6.5	0.7	339	1072	9.1	4.4
	洞庭水殖	CH	123.2	-	-	2.8	257	48	2.3	3.9
	KYOKUYO	JN	8.0	-	-	1.0	200	1292	8.3	1.0

资料来源：BLOOMBERG，注：分类别按市值降序排列；市值、主营收入的单位统一为百万美元；主营收入、利润率数据为前 12 个月滚动数据，ROE 为最近财政年度数据；PE、PB 数据按 2009 年 2 月 27 日价格计算。

分析师简介

朱卫华: 清华大学经济学学士, 中国科学技术大学管理学硕士, 拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格, 8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长, 连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名, 2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄珺: MBA 在读, 拥有证券从业资格, 4 年证券从业经验, 现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起, 调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准, 公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下: (详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》)

公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价相对同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准 (沪深 300 指数) 的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归招商证券所有。未经我公司书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。