

深度报告

农业行业

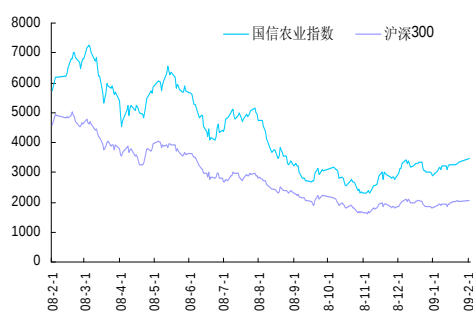
2009 年二季度投资策略

谨慎推荐

(下调评级)

2009 年 3 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



资料来源：国信证券经济研究所

相关研究报告：

《农业行业 09 年投资策略》

2009 年 12 月 9 日

《农业行业 3 月月报》

2009 年 3 月 6 日

分析师：张 如

电话：021-68866233

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

季度投资策略

寻找政策扶持下的景气子行业

● 农业行业始终是政策高度支持的行业

自 08 年下半年以来，政府频繁出台各类农业政策。具体可分为：粮食安全保障类、食品安全监管类、农村民生建设类。从“18 亿亩耕地”和“食品安全”出发，最受政策扶持的子行业无疑为：上游种植产业和动物安全产业。

● 18 亿亩耕地红线确保制种、种植行业景气改善

中央一号文件和“两会”政府工作报告均以“保粮”为首要重点。预计 09 年度春耕的粮食播种面积将会稳定发展。玉米、水稻的播种面积仍将维持稳定，玉米库存和种子库存水平趋降，行业景气复苏。同时，制糖行业因减产，行业拐点将提前显现。

● 食品安全监管、社会卫生保障催化动物疫苗行业高速发展

动植物疫病关系到下游食品安全和社会卫生安全。目前我国强制免疫的疫病仅四种，未来还有很大的发展空间。09 年的《重大动物疫病免疫工作通知》新增猪蓝耳弱毒疫苗将给行业带来新的市场容量，具有生产能力的龙头公司将会受益。

● 重点关注产业上游子行业和公司——南宁糖业、中牧股份

动物疫苗行业景气程度持续向好，行业龙头中牧股份受益明显。制糖行业面临景气复苏的拐点，减产预期下的糖价反弹将支持制糖企业 1 季度业绩环比好转，行业龙头南宁糖业受益明显。

● 风险提示：政策真空期下的估值风险

在 09 年一号文件如期出台之后，两会中三农板块报告中的政策和措施并未超出市场预期。后期政策幅度将会减少，市场预期下降。相应的估值风险也将体现。

重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司	总市值 (百万元)	收盘价 (元)	EPS		PE		投资评级
				2009-3-5	08E	09E	08E	09E
000911	南宁糖业	3443	12.01	0.2	0.63	62.7	20	推荐
600195	中牧股份	6649	17.05	0.42	0.52	41.9	33.6	推荐
600598	北大荒	24390	14.55	0.34	0.41	44	36.4	谨慎推荐
600354	敦煌种业	2581	13.88	0.05	0.18	274.5	79.1	谨慎推荐
600467	好当家	4232	6.64	0.25	0.28	26.7	23.85	中性

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

政府扶持农业行业持续表现强势.....	4
农业板块持续强于大市	4
寻找政策扶植力度最大的子行业	4
“18 亿亩耕地”确保制种、种植行业景气改善	5
“18 亿亩耕地” 确保粮食价格有底，种植行业效益稳定	5
春耕需求消减种子库存，制种行业景气复苏.....	6
制糖业——最坏的时刻已经过去	7
食品安全监管催化动物疫苗行业高速发展	9
动物安全——食品安全监管、社会卫生安全的源头	9
上游生物疫苗行业迎来飞速发展契机	9
下游畜牧养殖业周期性下行趋势已立	11
寻找景气子行业中的成长性公司.....	12
动物疫苗行业——中牧股份.....	12
制种行业——敦煌种业.....	12
制糖行业——南宁糖业.....	12
风险提示： 政策真空期下的估值风险.....	12

图表目录

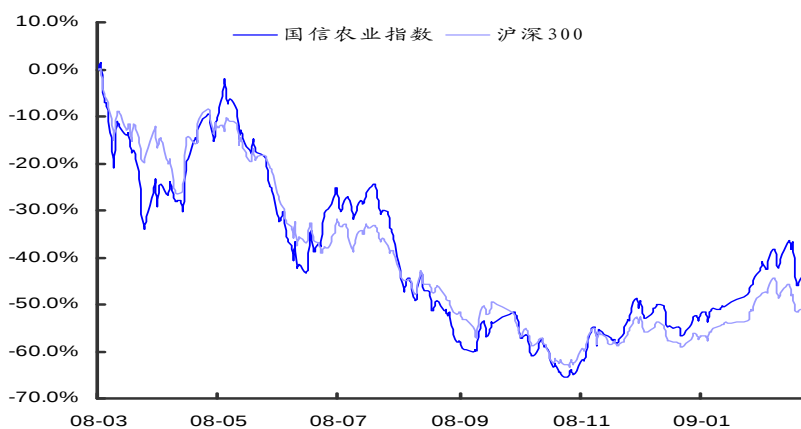
图 1: 国信农业行业指数与沪深 300 指数比较	4
表 1: 近期国家农业政策一览	4
图 2: 国际、国内小麦价格月度走势 (C/B, Y/T)	5
图 3: 国内稻谷价格月度走势 (Y/T)	5
图 4: 水稻、小麦近 5 年最低收购价 (元/斤)	5
表 2: 08 年 10 月至今国家连续 5 次大宗原粮收储一览表	6
图 5: 政府良种补贴 (亿元)	6
图 6: 良种补贴覆盖范围	6
图 7: 国内杂交玉米种子库存变化 (亿斤)	6
图 8: 国际、国内玉米价格月度走势 (C/B, Y/T)	6
图 9: 国内杂交水稻种子库存变化 (亿斤)	7
图 10: 国内玉米、水稻播种面积变化 (千英亩)	7
图 11: 国内食糖价格走势 (元/吨)	7
图 12: 中国、广西地区平均食糖单产趋势 (吨/亩)	7
表 3: 2010 年全国食糖产量情景分析 (假设 2009 年需求 1300 万吨, 2010 年需求 1400 万吨)	8
图 13: 柳州食糖价格与我国食糖产量的对应关系 (元/吨, 万吨)	8
表 4: 近两年国内动物疫情暴发一览表	9
表 5: 2009 年农业部重大动物疫病免疫范围 (蓝色为 09 年新增)	9
图 14: 国内肉类产量 (万吨)	10
图 15: 国内部分动物疫苗市场容量	10
图 16: 国内生猪存栏量 (万头)	11
图 17: 国信猪粮比指数	11
图 18: 国内猪肉价格走势	11
图 19: 国际、国内豆粕价格月度走势 (C/B, Y/T)	11
图 20: 农业行业产业图	13

政府扶持农业行业持续表现强势

农业板块持续强于大市

09 年以来,农林牧渔行业的整体收益持续强于整体 A 股市场。09 年的中央一号文件聚焦“三农”问题给市场强烈预期:今天农业板块是个政策大年。后续将会持续有惠农政策、措施出台,因此农业板块表现强于大盘。

图 1: 国信农业行业指数与沪深 300 指数比较



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所

寻找政策扶植力度最大的子行业

自 08 年下半年以来,政府频繁出台各类农业政策支持三农。具体可分为三大类:粮食安全保障类、食品安全监管类、农村民生建设类。

表 1: 近期国家农业政策一览

类别	日期	政策内容	受益板块
宏观政策	09.2.2	09 年中央一号文件《中共中央、国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	大农业行业
	09.3.5	《09 年政府工作报告(三农部分)》确定今年新增 200 亿直补金额	大农业行业
粮食安全保障	09.2.24	《2008-2015 年我国 16 个优势农产品区域布局规划》	种植业、畜牧业
	08.11.13	《国家粮食安全中长期规划纲要(2008-2020 年)》	种植业
	09.1.25	国家大幅提高小麦、水稻 09 年最低粮食收购价格	种植业、种业
	08.11~09.2	国家连续 5 次增加大宗粮食收储调控供求	种业、种植业
食品安全监管	2009.1.9	《国务院防止生猪价格过度下跌调控预案》	畜牧行业、食品行业
	2009.2.16	《关于做好 2009 年重大动物疫病免疫工作的通知》	动物疫苗行业、畜牧行业
农村民生建设	08.11~09.2	国务院展开“家电下乡”补贴活动	家电行业
	09.2	国务院展开“汽车下乡”补贴活动	国信大农机行业
	09.1	国务院大幅增加 09 年农机补贴金额、范围	国信大农机行业

资料来源: 国信证券经济研究所

政府已将中央一号文件的重点连续 6 年聚焦于三农问题之上,09 年一号文件《中共中央、国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》的核心思想在于“稳粮、增收、强民生、重基础”之上,其中“稳粮”居首位,可见确保 18 亿亩耕地安全生产、粮食平稳供应确是政府三农工作的首要重点。

同时，08 年下半年激起民生众多关注的“三聚氰胺”事件将食品安全这一问题置于政府监管层面。食品保障安全的核心之一在于上游畜牧养殖安全、稳定。因此动物安全是保障食品安全的首要前提。

因此，在整个大农业板块中，最受政策扶持的子行业无疑为：上游种植产业和动物安全产业。

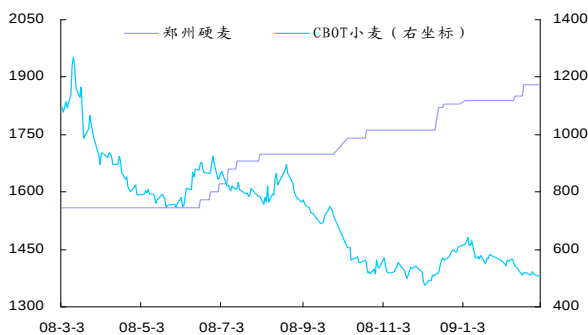
“18 亿亩耕地” 确保制种、种植行业景气改善

“18 亿亩耕地” 确保粮食价格有底，种植行业效益稳定

保障 18 亿亩耕地是国家维持粮食安全的首要前提。导致过去耕地面积不断流失的主要因素之一是从事种粮的绝对和相对收益都不高，农村荒耕严重。在金融危机的冲击下，农民工的“返乡潮”增加了政府“增加农民收入”的难度。能够有效改善这种情况的前提就是提高粮食价格——通过大宗原料对产业链上下游的剩余价值进行重新分配。为达成这一目标，政府主要通过两方面手段指导市场：提高粮食最低收购价格和增加粮食（临时）储备调节大宗原粮市场供求。

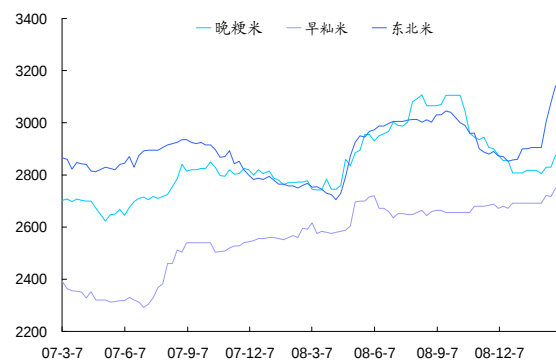
自 08 年开始，在连续多年丰收、库存充裕的环境下，政府大幅提高水稻和小麦的最低收购价，稳定口粮市场价格波动，避免“谷贱伤农”。

图 2：国际、国内小麦价格月度走势（C/B，Y/T）



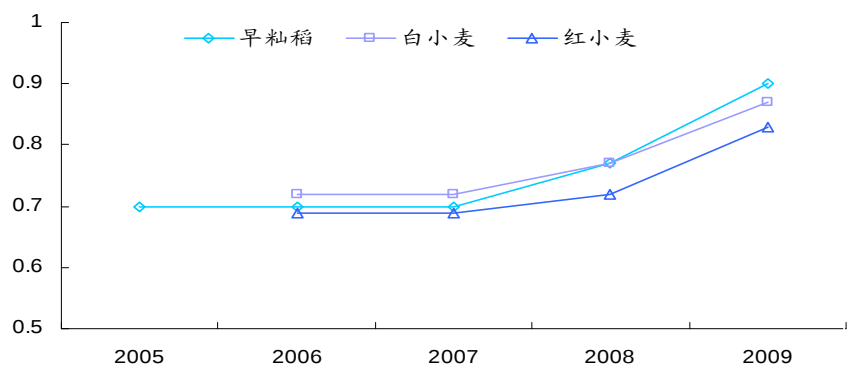
资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 3：国内稻谷价格月度走势（Y/T）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 4：水稻、小麦近 5 年最低收购价（元/斤）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

最低收购价还须配合收购量。自 08 年 10 月至今已经连续 5 次下达（临时）收储任务，总共临时收储大宗粮食 6850 万吨，棉花 272 万吨，食糖 80 万吨。这一力度超出市场此前的预期。同时也确实有效的避免了国内粮食市场在供应明显过剩的年份出现价格大幅下跌的情况。

表 2：08 年 10 月至今国家连续 5 次大宗原粮收储一览表

日期	内容	收购总量
2008.10	大豆 150 万吨 + 玉米 500 万吨 + 稻谷 1000 万吨	1650 万吨
2008.11	大豆 150 万吨 + 玉米 500 万吨 + 棉花 122 万吨	1522 万吨
2008.12	玉米 2000 万吨 + 150 万吨棉花	2150 万吨
2009.1	大豆 300 万吨 + 稻谷 500 万吨 + 80 万吨食糖	880 万吨
2009.2	玉米 1000 万吨	1000 万吨

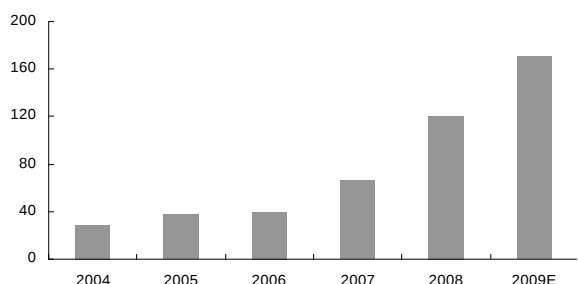
资料来源：国信证券经济研究所

在政策支持的背景下，可以预计 09 年度春耕的粮食播种面积将会稳定发展。玉米、水稻的播种面积仍将维持稳定。

春耕需求消减种子库存，制种行业景气复苏

自 2002 年开始，政府开始设立良种专项补贴资金，并且每年的补贴金额和范围都在日益扩大。虽然仍然不能即刻改善国内种业市场集中度低、龙头品种匮乏的局面，但是制种行业正向着趋好的方向发展。

图 5：政府良种补贴（亿元）



资料来源：国信证券经济研究所

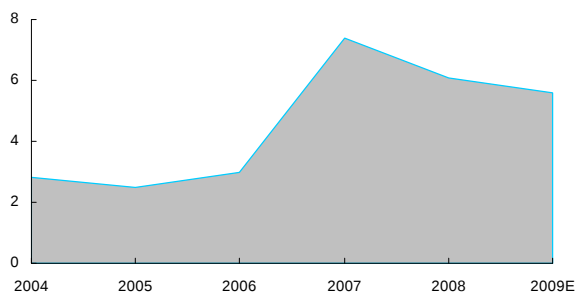
图 6：良种补贴覆盖范围

品种	08 年覆盖面积	09 年覆盖面积
水稻	全覆盖	全覆盖
小麦	2 亿亩	全覆盖
玉米	2 亿亩	全覆盖
棉花	3333 万亩	全覆盖
大豆	4000 万亩	扩大

资料来源：新华网，国信证券经济研究所

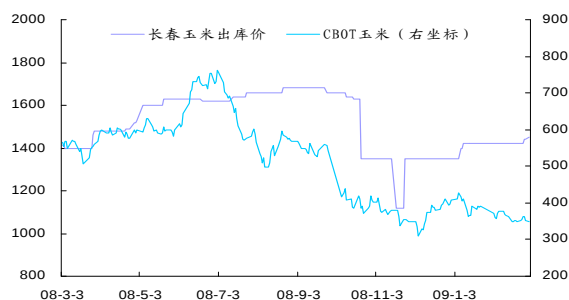
09 年全国玉米种子的供求基本已经走出供大于求的过剩周期，09 年玉米新制种量为 10.2 亿公斤，小于市场预期 10.9 亿公斤的需求。产量持续两年的下滑导致国内市场的玉米种子库存明显减少。同时，政府的托市收购有效稳定了玉米种植的收益，玉米制种行业景气开始复苏。

图 7：国内杂交玉米种子库存变化（亿斤）



资料来源：国信证券经济研究所

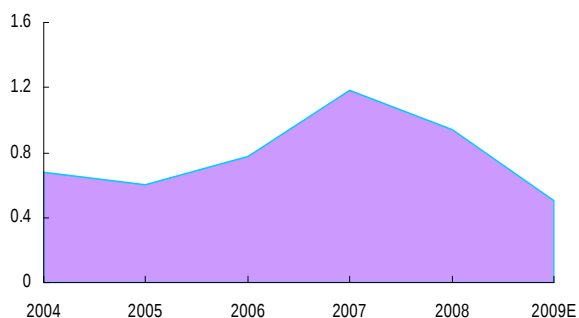
图 8：国际、国内玉米价格月度走势（C/B, Y/T）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

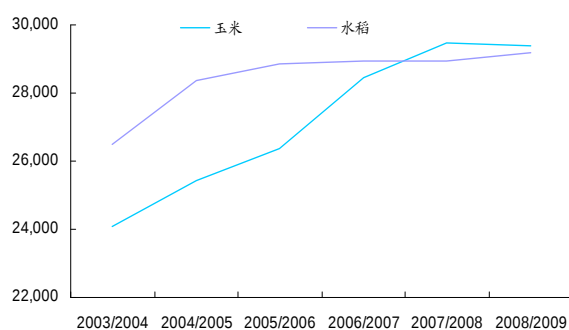
国内水稻种子的供求情况好于杂交玉米种子，已经提前走出过剩周期，预计 09 年供求基本平衡。且水稻属于我国的两大主要口粮之一，是国家重点保有的对象，09 年水稻最低收购价格的大幅上涨能够确保水稻的种植收益具有一定的比较优势。

图 9：国内杂交水稻种子库存变化（亿斤）



资料来源：国信证券经济研究所

图 10：国内玉米、水稻播种面积变化（千英亩）



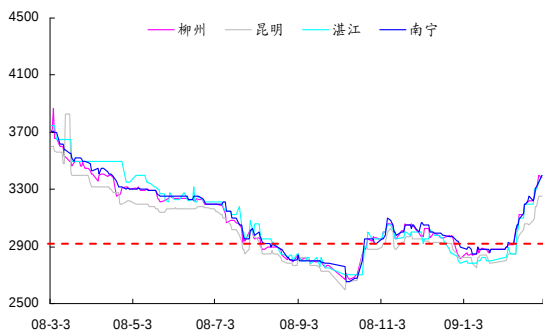
资料来源：USDA，国信证券经济研究所

制糖业——最坏的时刻已经过去

08/09 年度白糖大幅减产导致 09 年一季度国内食糖价格大幅上涨。虽然 2008 年年初的雪灾并未影响广西当年的产量，但还是导致 08/09 年度的甘蔗的单产和糖份齐降。原因有以下几点：

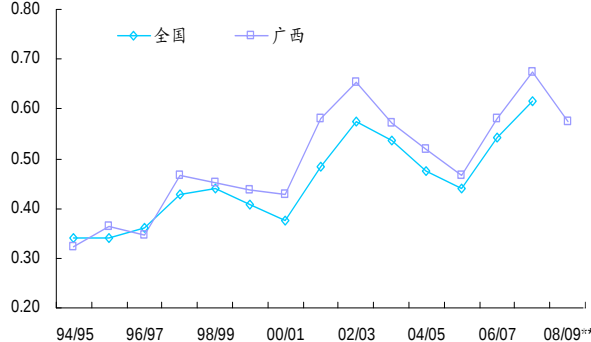
- 2008 年年初冻灾影响了宿根蔗的生长，导致糖份明显下降。
- 2008 年化肥价格高涨，蔗农施肥量明显减少不利于甘蔗生长亩产明显下降。
- 今年广西和广东地区大部分甘蔗的宿根都已经达到了生产的第三年，处于周期性的下降。

图 11：国内食糖价格走势（元/吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 12：中国、广西地区平均食糖单产趋势（吨/亩）



资料来源：国信证券经济研究所

从 3 月份最新的情况来看，广西和广东地区在开榨进入高峰之后均不同程度的出现：蔗农甘蔗单产偏低，糖企出糖率明显偏低。现已经确定广东减产 20 万吨，北方减产 25 万吨，市场的不确定性在于广西，从 100 万吨~200 万吨的减产猜测皆有。这也给与市场充分的炒作题材。

由于 08 年雪灾带来的后遗症，09 年国内食糖生产将提前走出周期性增产的惯性。我们预计 09 年我国食糖最终产量在 1290~1447 万吨之间，销量在 1300~1320

万吨之间，国家收储 80 万吨。关键在于产量的不确定性较强，我们作情景分析：

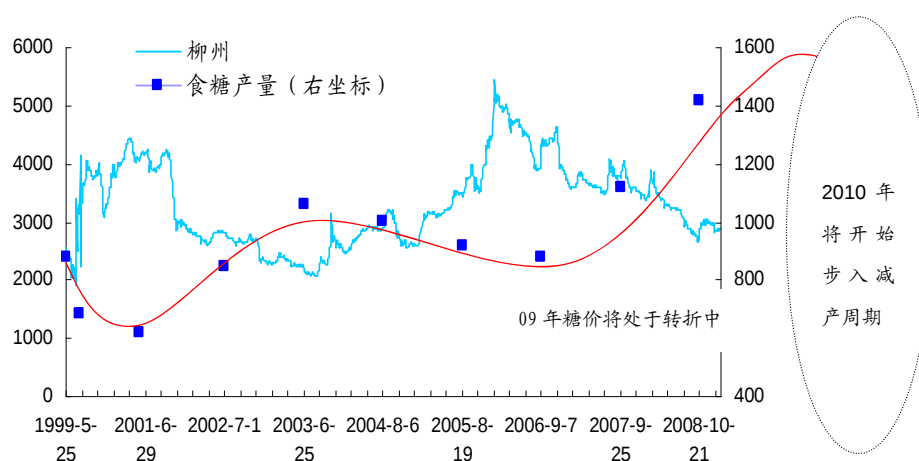
表 3：2010 年全国食糖产量情景分析（假设 2009 年需求 1300 万吨，2010 年需求 1400 万吨）

2009 年产量 (万吨)	2009 年供求平衡 (万吨)	对应 09 年上半年 糖价运行区间 (元/吨)	2010 年产量 (万吨)	2010 年供求平衡 (万吨)
1290	-90	3600 之上	1350	-90
1350	-30	(3600, 3200)	1300~1350	-50~-100
1447	+67	(2800, 3200)	1200	-200

数据来源：国信证券经济研究所

由上述分析中我们可以发现，如果放在一个 2 年的长周期来看，到了 2010 年之后，国内食糖的供求周期将明确进入减产周期，糖价亦将进入上升周期，从历史数据来看，糖价将重回 4000 元/吨之上。

图 13：柳州食糖价格与我国食糖产量的对应关系（元/吨，万吨）



资料来源：国信证券经济研究所

在 2009 年到 2010 年之间的，将是增产——减产的交互敏感期，何时过渡，取决于 2009 年上半年逐渐清晰的食糖产量。虽然 09 年食糖减产幅度现在并不完全确定，但是我们已经能够确定，最坏的时刻已经过去，制糖企业亏损情况将在 09 年 1Q 得到改善。

值得注意的是，在持续低于成本的糖价下，制糖行业将极有可能在 2009 年开展一轮残酷的洗牌，生产成本高、资金紧张的糖企将不得不收缩产能、缩减投资，甚至面临退出行业的局面。由于蔗糖业主要采取订单作业，缺乏实力的糖企退出市场时必将影响到种植农民的利益，为了避免这种情况的发生，地方政府很有可能会介入市场，帮助那些具有资金优势、成本优势的制糖企业进行行业整合，以较低的价格收购过剩的产能和被抛弃的甘蔗，这绝对有利于处于行业龙头地位的制糖企业扩充自身的实力以及影响力，以更加殷实的基础迎接下一个周期的来临。

食品安全监管催化动物疫苗行业高速发展

动物安全——食品安全监管、社会卫生安全的源头

我国食品行业出现“安全危机”问题的原因是多方面的。其中重要的源头之一是上游畜牧行业缺乏“安全”。动物养殖行业竞争激烈，自然风险高，毛利率低。一旦养殖遭到疾病的侵袭，大量存栏动物的病或死容易引起饲料需求大幅波动、食品加工原料——生猪、活鸡的价格上涨，同时，下游猪肉、鸡肉因消费者健康安全担忧有所缩减。侵占了饲料、食品加工行业的利润空间。因而开始有企业设法“偷工减料”降低生产成本。

另一方面，自 SARS 之后，虽然国家加强防控各类动物疫疾病的爆发，但是在传统各类疫情多发的春夏季节，这种风险依然存在。同时，动物病毒的自我变异导致人畜共患的风险不断加大。

表 4：近两年国内动物疫情暴发一览表

性质	日期	城市	疫情种类	后果
牲畜	2008.2	上海	A 型口蹄疫	奶牛场 41 头发病，扑杀 440 头
	2008.12	江苏	禽流感	扑杀 37.7 万只
	2008.12	香港	禽流感	扑杀 8 万只活鸡
	2009.2	山西	高致病性猪蓝耳病	死亡 1056 头
	2009.2	新疆	H5N1 亚型高致病性禽流感	病发 510 只，扑杀 13218 只
人畜	2008.12	北京	人患禽流感	1 人死亡
	2009.1	山东	人患禽流感	1 人死亡
	2009.1	山西	人患禽流感	治愈
	2009.1	湖南	人患禽流感	1 人确诊
	2009.1	新疆	人患禽流感	1 人死亡
	2009.1	贵州	人患禽流感	1 人确诊
	2009.1	广西	人患禽流感	1 人死亡
	2009.1	湖南	人患禽流感	1 人确诊

资料来源：国信证券经济研究所

因此，从这两方面考虑，保障动物安全都是一项长期的、重要的民生工程。动物安全的保障需要动物疫苗做配套支持，从源头避免疾病的发生。

上游生物疫苗行业迎来飞速发展契机

目前已知的动物疾病上百种，常见的有几十种，且超过 60% 的疾病能够进行人畜共患感染。但是被纳入强制免疫范围的仅四种，相配套的、成熟的、被养殖企业广泛注射的疫苗数量也不过数 10 种。因此这一行业未来发展的空间很大。

预计未来政府还将继续增加强制免疫的种类，树立国内养殖行业的健康发展规范。农业部已连续 2 年发布《重大动物疫病免疫工作通知》。并且正逐步扩大免疫范围和强制免疫品种。

表 5：2009 年农业部重大动物疫病免疫范围（蓝色为 09 年新增）

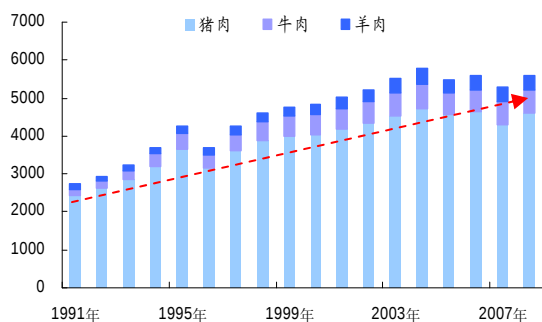
疫病	免疫范围	免疫类型
高致病性禽流感	对所有家禽进行强制免疫，对所有鸡、鸭、鹅和人工饲养的鸽子、鹌鹑等禽类进行高致病性禽流感强制免疫	禽流感—新城疫重组二联活疫苗（rL-H5），重组禽流感病毒 H5 亚型二价灭活疫苗（H5N1，Re-5+Re-4 株），禽流感灭活疫苗（H5N1，Re-4 株），禽流感灭活疫苗（H5N1，Re-5 株），H5-H9 二价灭活疫苗

口蹄疫	对所有猪进行 O 型口蹄疫强制免疫；对所有牛、羊、骆驼、鹿进行 O 型-亚洲 I 型口蹄疫强制免疫； 对受 A 型口蹄疫威胁地区 ，尤其是受威胁边境地区的牛、羊进行 A 型口蹄疫强制免疫	口蹄疫 O 型-亚洲 I 型二价灭活疫苗、口蹄疫 O 型-A 型二价灭活疫苗和口蹄疫 A 型灭活疫苗。 口蹄疫 O 型灭活类疫苗 高致病性猪蓝耳病灭活疫苗、 高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗
高致病性蓝耳病	对所有猪实施高致病性猪蓝耳病强制免疫；	政府招标专用猪蓝耳病疫苗； 传代细胞源疫苗部分试用
猪瘟	对所有猪实施猪瘟强制免疫；	相关疫苗
小反刍兽疫	对受威胁边境地区等区域所有羊实施小反刍兽疫强制免疫	新城疫弱毒活疫苗和灭活疫苗。
新城疫	对所有鸡实施新城疫全面免疫；	相关疫苗
狂犬病	对所有犬实施狂犬病全面免疫，重点做好城高发地区犬的免疫工作，城镇犬按养犬管理规定，必须用灭活疫苗免疫	相关疫苗
炭疽、布鲁氏菌病	炭疽：对三年内曾发生过疫情的乡镇易感染牲畜进行免疫；布鲁氏菌病：对疫病流行区和受威胁区奶牛和公牛以外的易感染家畜进行免疫；猪流行性乙型脑炎：对疫病流行地区的猪等易感染家畜进行免疫	相关疫苗

资料来源：农业部国信证券经济研究所

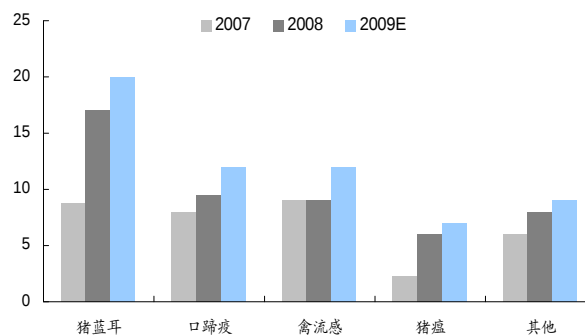
目前国内的动物保健品市场仍然不成熟，规模型企业不多，同质化竞争激烈。依靠政府力量出面增加强制免疫范围和品种，以政府招标采购的形式确定优质疫苗品牌有助于动物疫苗行业中的龙头企业在中短期内继续保持较为稳定的高毛利率水平和市场份额。

图 14：国内肉类产量（万吨）



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 15：国内部分动物疫苗市场容量



资料来源：国信证券经济研究所

对于中国而言，动物疫苗行业是处于成长期的行业。除了食品安全和社会卫生安全的外部因素之外，它具备内生性增长动力。我国下游的肉制品消费能力呈现连续增长的趋势，但是上游的养殖企业处于成本的考虑，却并未能完全执行动物疫苗的免疫注射。政府强制免疫的推行与监管，有助于真正做到 1 对 1 的疫苗配套。动物疫苗市场容量有效扩大。

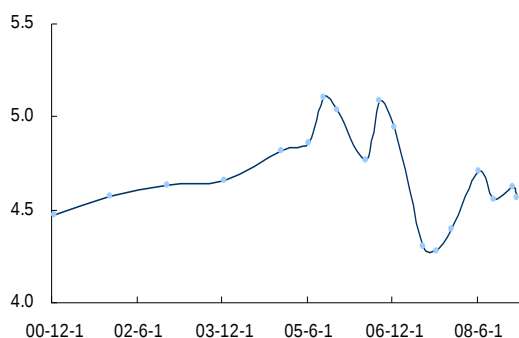
对于 09 年政府新增的高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗，我们保守预计 09 年将会增加猪蓝耳疫苗市场份额 1 亿元左右（弱毒疫苗工艺复杂，市场竞争并不激烈，预计该疫苗将会高价高毛利，但 09 年市场使用比例可能较低），2010 年将出现明显分化，猪蓝耳弱毒疫苗将会成为猪蓝耳疫苗市场新的赢利增长点。目前国内仅有少数几家企业具备实力生产弱毒疫苗，中牧股份和金字集团均在此列。

下游畜牧养殖业周期性下行趋势已立

自2月下旬开始，畜牧养殖业周期性景气已经见顶，下游肉制品供应过剩和需求不旺的双重压力导致国内猪肉价格低迷，养殖企业利润下滑，饲料价格下滑。畜牧行业正式步入景气下降周期。

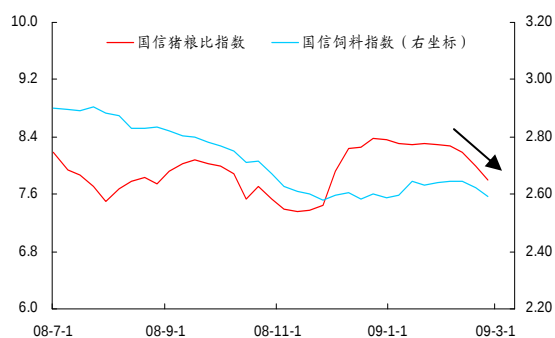
- 猪肉价格——由于08年年底国内能繁母猪存栏数量较高，导致09年1-2月的生猪集中出栏，市场猪肉供应压力大。在春节效应过去后，2月生猪行业周期性拐点出现，自下旬开始猪肉价格明显下跌。从生猪生长周期推算，预计二季度生猪行业仍将维持景气下降的趋势。
- 养殖利润——虽然饲料等养殖成本价格同时在下滑，但是从猪粮比指数推算，自2月份开始，国内生猪养殖户的养殖利润仍阶段性见顶。后期随着猪肉产品需求的不振、价格下跌的影响，养殖利润下滑趋势将持续。
- 饲料利润——09年度饲料原料玉米、豆粕、小麦等本身供求宽裕，国内市场库存数量充足，从饲料企业1-2月的备库周期来看，一季度饲料企业的盈利水平环比下降，二季度随着饲料需求进一步的减弱，饲料价格有进一步下行空间，饲料企业毛利率水平有可能在二季度末开始改善。

图 16: 国内生猪存栏量 (万头)



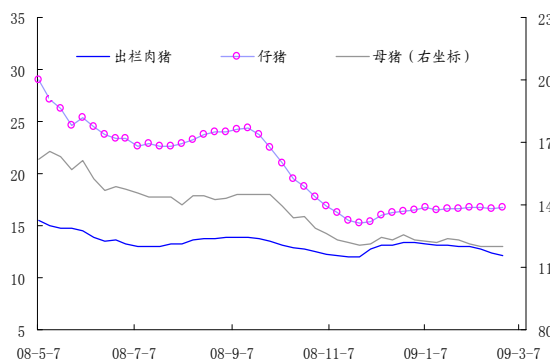
资料来源: 农业部, 国信证券经济研究所

图 17: 国信猪粮比指数



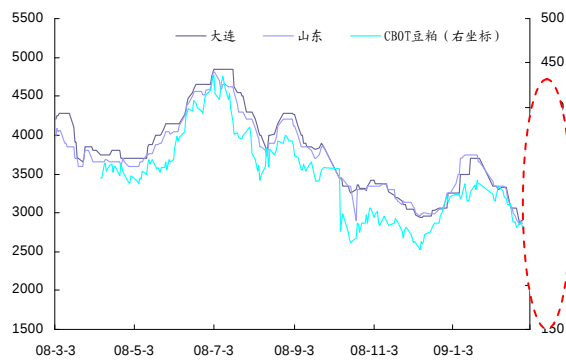
资料来源: 国信证券经济研究所

图 18: 国内猪肉价格走势



资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 国际、国内豆粕价格月度走势 (C/B, Y/T)



资料来源: 国信证券经济研究所

寻找景气子行业中的成长性公司

动物疫苗行业——中牧股份

动物疫苗龙头行业。政府新增的强制免疫品种——高致病性猪蓝耳病弱毒疫苗将有效增强公司 09 年盈利能力，在一定程度上弥补猪耳兰灭活疫苗毛利率下降的风险。同时，A 型口蹄疫免疫范围的扩大也将会带来给中牧股份带来口蹄疫疫苗收入增加的潜在可能性。

预计 09、10 年 EPS 分别为 0.52 元、0.61 元；维持推荐评级。

制种行业——敦煌种业

敦煌种业：国内杂交玉米制种龙头企业。敦煌先锋主要针对春玉米区，季节性需求高峰即将到来，随着新增产能的逐渐释放，盈利能力有望进一步提高。

预计 09、10 年 EPS 分别为 0.18 元、0.24 元；维持谨慎推荐评级。

制糖行业——南宁糖业

南宁糖业：国内制糖业龙头企业。广西减产的真实幅度大约要在 3 月过后才能逐渐清晰。短期内制糖行业面临景气复苏的拐点。08 年下半年国内糖价大幅下跌，制糖企业毛利率水平大幅下降。由于市场预期减产强烈，现货价格上涨较快，有助于企业 09 年 1Q 业绩有所改善。同时非重点蔗区 09/10 年度减少播种面积意愿强烈。如果二季度国内新年度甘蔗播种面积出现明确减少，则制糖行业景气复苏拐点将正式确立。

预计 09、10 年 EPS 分别为 0.63 元、1.27 元；维持推荐评级。

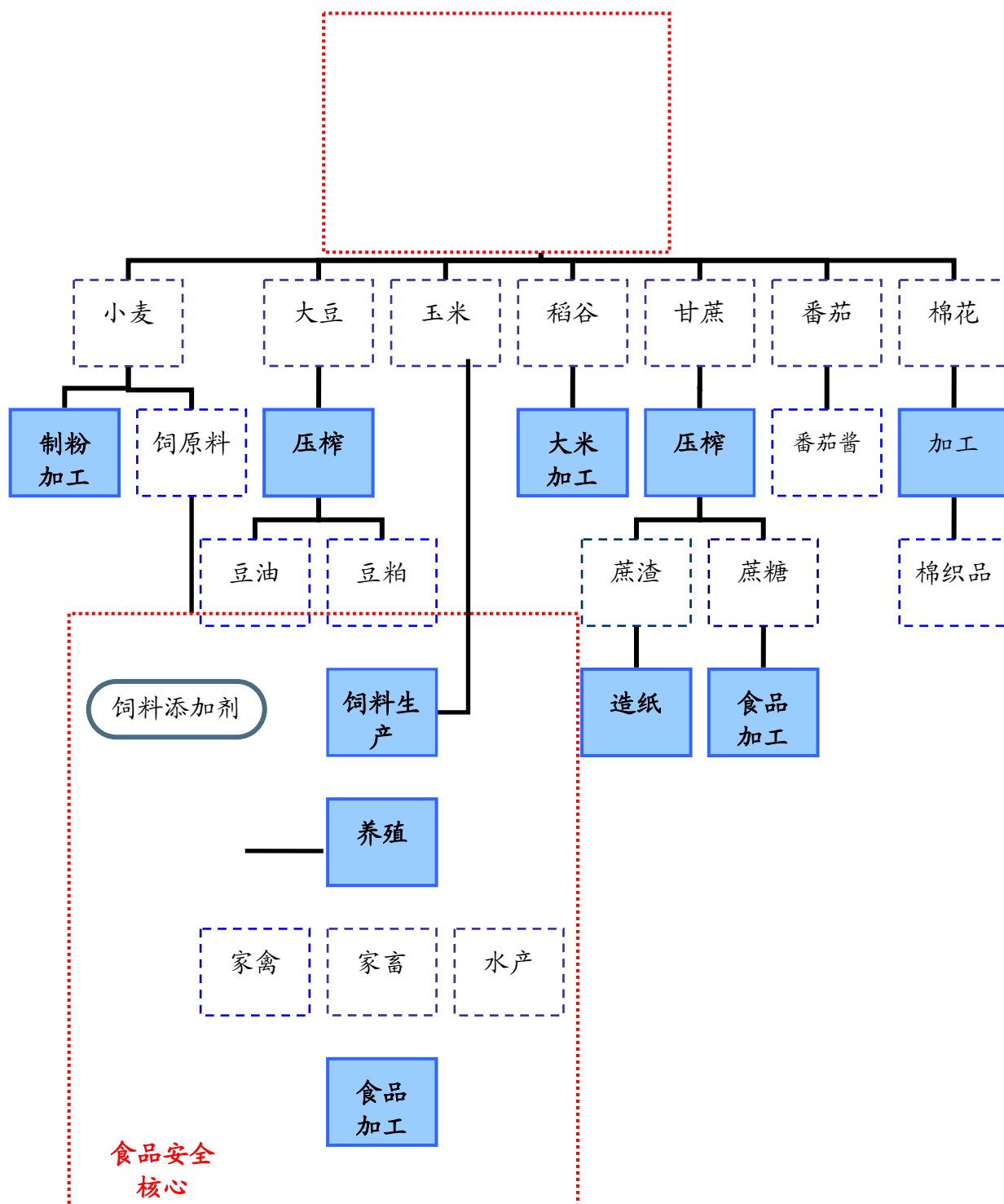
风险提示：政策真空期下的估值风险

在 09 年一号文件如期出台之后，两会中三农板块报告中的政策和措施并未超出市场预期。后期政策幅度将会减少，市场预期下降。

此外，3、4 月份集中发布农业公司年报，由于去年四季度经济形势恶化较快，不少上市公司 4 季度盈利下降，甚至出现明显亏损。虽然已发布业绩预告，但是恶化情况仍有可能超出市场预期。

届时，相应的估值风险将有所体现。

图 20：农业行业产业图



资料来源：国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李 晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑 东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方 焱	电力设备行业首席分析师 彭继忠
批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	化工行业首席分析师 邱 伟	医药行业首席分析师 贺平鸽
家电行业首席分析师 王念春	通信行业首席分析师 严 平	电力行业首席分析师 徐颖真
建筑行业首席分析师 邱 波	建材行业高级分析师 杨 昕	有色金属行业高级分析师 彭 波
医药行业资深分析师 丁 丹	机械行业资深分析师 余爱斌	汽车与汽配行业资深分析师 李 君
固定收益资深分析师 皮 敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	宏观经济资深分析师 林松立
有色金属行业资深分析师 黄安乐	金融衍生品资深分析师 董艺婷	房地产行业分析师 陈 林
银行业分析师 谈 煜	银行业分析师 黄 飙	保险行业分析师 武建刚
证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平	宏观经济分析师 周炳林
食品饮料行业分析师 黄 茂	策略分析师 崔 嵘	纺织品与服装行业分析师 方军平
有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉	房地产行业分析师 区瑞明
IT行业分析师 王俊峰	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张 如
基金分析师 杨 涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	金融工程分析师 王军清

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wanacs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑 毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘 塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝 彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456