

2009 年 4 月 2 日星期四

强于大势

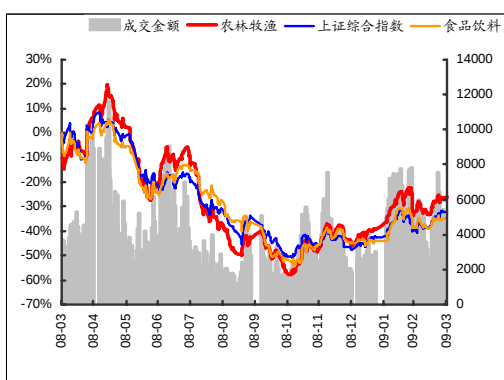
农业

分析师：康敬东

电 话：8610-88656233

E-mail：kangjingdong@cindasc.com

行业相对表现



相关报告

《荣华实业调研报告》2009.3

《2009 年农业策略》强于大势 2008.12

《糖价稳定是政治任务》强于大势 2008.12

《欧盟大豆禁令政治意图明显》强于大势
2008.12

《粮价看涨 维持买入北大荒》买入 2008.9

《南宁糖业低估严重期待回归》买入 2008.8

《2008 年下半年农业策略》强于大势 2008.6

政策、减产及通胀构筑农业安全边际

—— 寻找基本面改善行业和公司

摘要

截止3月25日，农业板块整体涨幅为32.58%，略低于同期大盘涨幅35.53%，但远高于食品饮料16.51%的涨幅。今年以来，种子板块涨幅仅22.95%表现相对滞后，而农产品加工业特别是粮油加工板块涨幅高达71.75%。今年以来农业板块回报相对略弱于大盘，防御特征再次显现。

USDA预计包括小麦粗粮和大米在内的全球谷物库存消费比平均上涨2个百分点。其中小麦库存消费比上升2个百分点，粗粮上升3个百分点，大米只上升1个百分点。最新的棉花08年库存消费比数据较去年11月时的预测上升了8个百分点，显示了棉花较大的库存压力。此外，玉米、油料作物和大豆08/09产季的库存消费比与去年11月相比没有发生变化，或略有减少；

国家粮油信息中心预计今年小麦产量减少1.3%，玉米产量下降1.5%，大豆产量减少3.2%，稻谷产量增长0.1%，油菜产量增长10.2%。农业连续5年增产的高基数上，保持粮食稳定发展非常艰巨，加之冬小麦产区在返青前出现了严重干旱，影响了小麦的正常生育，对单产形成不利影响；

尽管当前处于农业政策的真空期，但我们认为政策、减产预期及通胀构筑了农业投资的安全边际；

维持对农业行业“强于大势”的评级不变，我们认为种子和食糖仍然面临较好的机会，可重点关注敦煌种业、南宁糖业和亚盛集团。

目 录

1. 农业股市场表现逊于大盘.....	2
2 国际农产品价格大幅回落.....	3
3 全球粮食形势有所改观 国内稳产压力大.....	5
4. 政策、减产预期及通胀构筑安全边际.....	8
5 寻找基本面转变的子业和公司.....	9
5.1. 重点关注行业.....	9
5.2. 重点关注公司.....	12

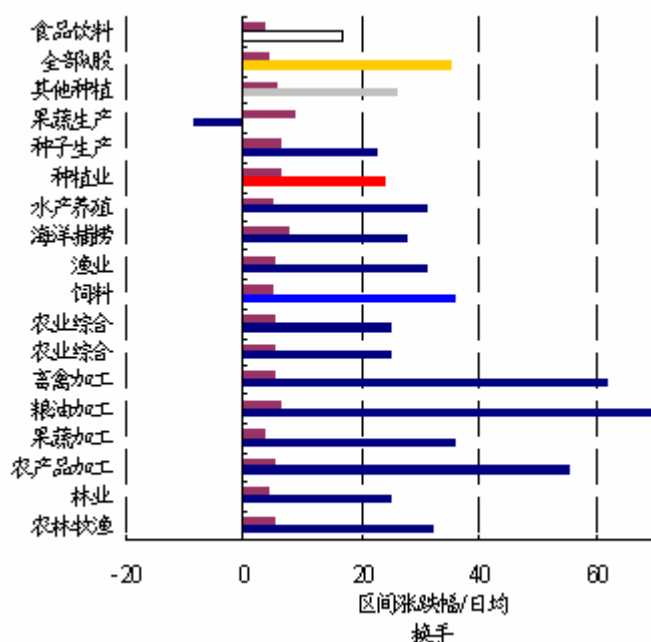
图表目录

图 1: 去年 10 月以来农业板块跌幅小于大盘.....	3
图 2: 近来小麦和玉米价格走势.....	4
图 3: 美国大豆和法国大麦价格走势.....	4
图 4: 美国玉米大豆价格走势.....	4
图 5: 美国小麦和泰国大米价格走势.....	5
图 6: 美国棉花和纽约糖价走势.....	5
图 7: 美国和巴西乙醇价格走势.....	5
图 8: 世界谷物库存消费比.....	6
图 9: 中国主要粮油作物面积预计.....	7
图 10: 中国主要粮油作物产量预计.....	7
图 11: 欧美农业板块估值.....	9
图 12: 发达国家地区和中国农业估值比较.....	9
图 13: 农业子行业PE、PB对比.....	10
图 14: 玉米种子库存变动.....	11
图 15: 国内食糖供求.....	11
表 1: USDA全球主要农产品供求估计.....	8
表 2: 农业公司估值比较.....	13

1. 农业股市场表现逊于大盘

今年以来截止 3 月 25 日，农业板块整体涨幅为 32.58%，略低于同期大盘涨幅 35.53%，但远高于食品饮料 16.51% 的涨幅。上篇策略中我们提到种植业当时是农业板块中唯一上涨的子板块，今年以来，种子板块涨幅仅 22.95% 表现相对滞后，而农产品加工业特别是粮油加工板块涨幅高达 71.75%。今年以来农业板块回报相对略弱于大盘，防御特征再次显现。

图 1：去年 10 月以来农业板块跌幅小于大盘

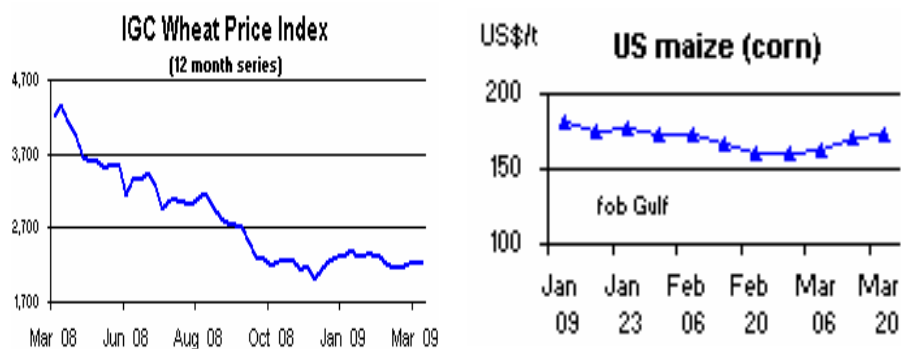


资料来源：信达证券

2 国际农产品价格大幅回落

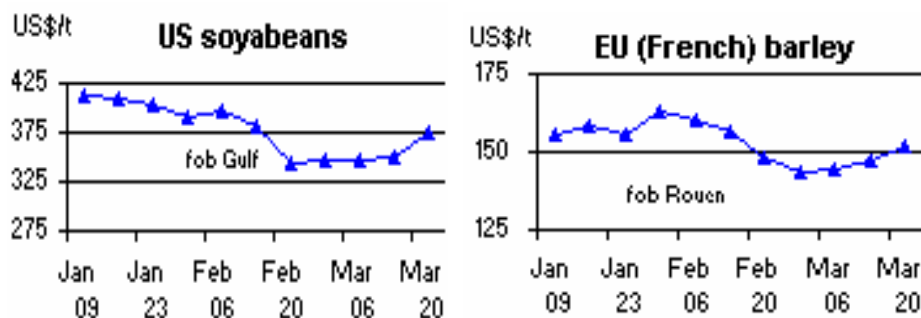
次级债导致的金融危机诱发的流动性紧缩迫使投机资金从农产品市场撤离，导致国际农产品价格大幅下跌。与此同时俄罗斯、委内瑞拉及尼日利亚依靠石油迅速崛起，对美国构成挑战，因而其不得不暂时调整石油价格战略。受石油价格回落，农产品价格也应声回调。但随着二月中下旬以来石油价格的走高，国际主要农产品价格开始转头。

图 2: 近来小麦和玉米价格走势



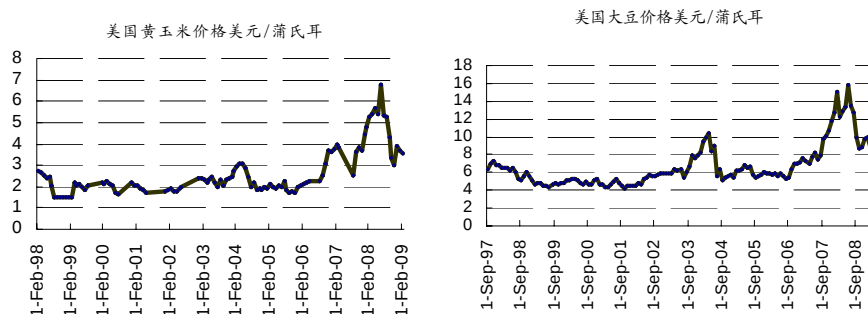
资料来源: IGC

图 3: 美国大豆和法国大麦价格走势



资料来源: IGC

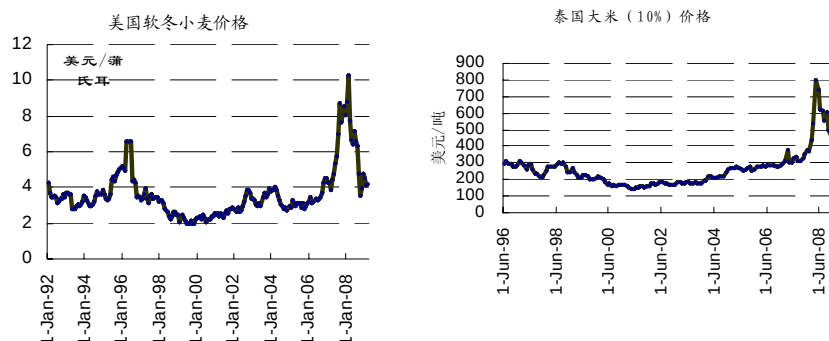
图 4: 美国玉米大豆价格走势



资料来源: bloomberg

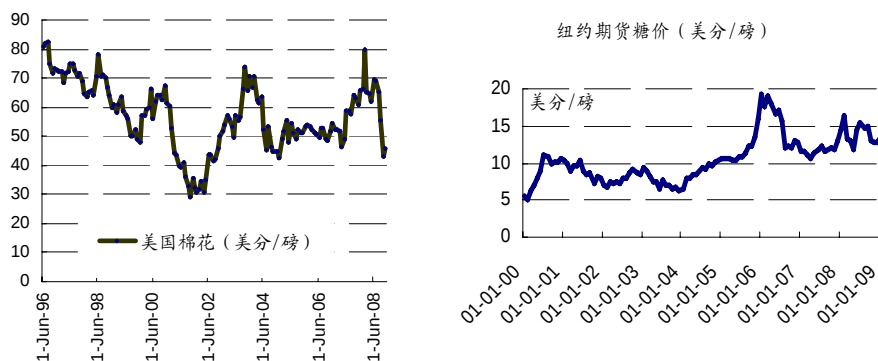
本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。

图 5: 美国小麦和泰国大米价格走势



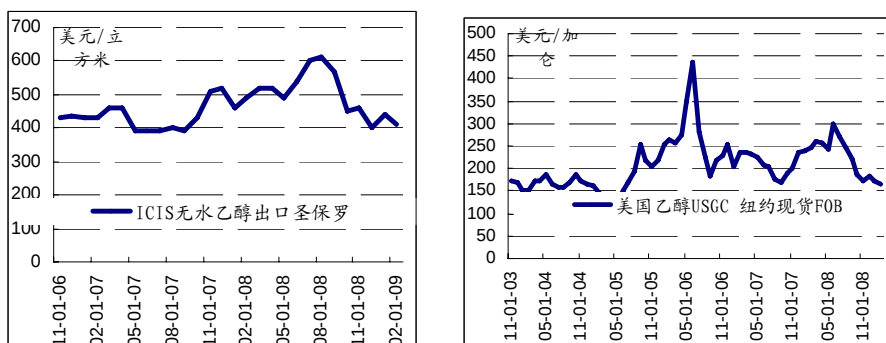
资料来源: bloomberg

图 6: 美国棉花和纽约糖价走势



资料来源: bloomberg

图 7: 美国和巴西乙醇价格走势

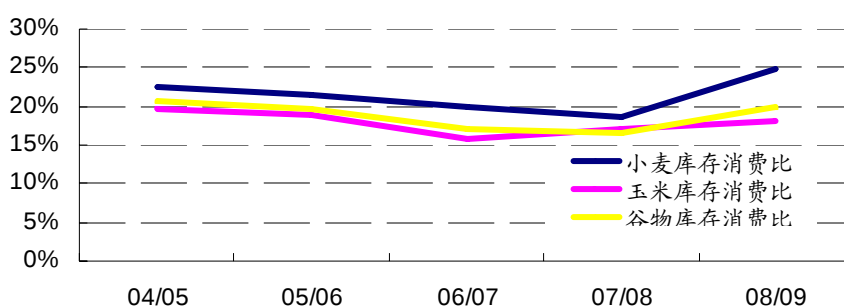


资料来源: bloomberg

3. 全球粮食形势有所改观 国内稳产压力大

相对USDA去年11月对08/09产季全球农产品供求分析，今年3月美国农业部预计包括小麦粗粮和大米在内的全球谷物库存消费比平均上涨2个百分点。其中小麦库存消费比上升2个百分点，粗粮上升3个百分点，大米只上升1个百分点。最新的棉花08年库存消费比数据较去年11月时的预测上升了8个百分点，显示了棉花较大的库存压力。此外，玉米、油料作物和大豆08/09产季的库存消费比与去年11月相比没有发生变化，或略有减少。

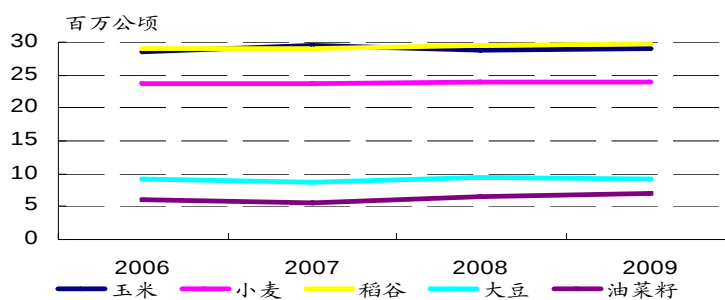
图 8：世界谷物库存消费比



资料来源：IGC

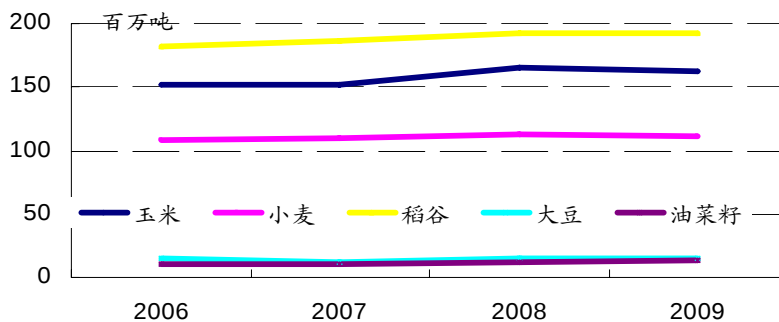
根据国家粮油信息中心3月份对2009年主要粮油作物播种面积和产量的预估，今年小麦播种面积同比增长0.46%，产量减少1.3%；油菜籽播种面积增长7.69%，产量增长10.2%；玉米播种面积增长0.69%，产量下降1.5%；稻谷播种面积增长1.19%，产量增长0.1%；大豆播种面积减少3.66%，产量减少3.2%。农业连续5年增产的高基数上，保持粮食稳定发展非常艰巨，加之冬小麦产区在返青前出现了严重干旱，影响了小麦的正常生育，对单产形成不利影响。

图 9: 中国主要粮油作物面积预计



资料来源: 信达证券

图 10: 中国主要粮油作物产量预计



资料来源: 信达证券

表 1: USDA 全球主要农产品供求估计

		产量	总供给	贸易量	消费	期末库存	库存消费比
谷物合计	06/07	2004.72	2393.15	260.26	2052.83	340.32	16.58%
	07/08估计	2123.7	2464.02	274.17	2105.57	358.45	17.02%
	08/09预测						
	10月份预测	2222.6	2578.73	255.17	2165.39	413.33	19.09%
	11月份预测	2225.47	2583.92	256.09	2154.77	429.14	19.92%
小麦	06/07	596.1	743.56	111.58	616.58	126.98	20.59%
	07/08估计	610.98	737.97	116.58	617.83	120.14	19.45%
	08/09预测						
	2月份预测	682.78	802.37	123.48	652.41	149.96	22.99%
	3月份预测	684.43	804.56	125.34	648.71	155.85	24.02%
粗粮	06/07	987.97	1153.26	117.36	1014.82	138.44	13.64%
	07/08估计	1080.59	1219.03	126.79	1059.27	159.76	15.08%
	08/09预测						
	2月份预测	1100.08	1257.64	102.72	1078.86	178.77	16.57%
	3月份预测	1100.09	1259.86	101.42	1072.63	187.22	17.45%
大米	06/07	420.65	496.33	31.32	421.43	74.9	17.77%
	07/08估计	432.13	507.02	30.8	428.47	78.55	18.33%
	08/09预测						
	2月份预测	439.74	518.72	28.97	434.12	84.6	19.49%
	3月份预测	440.95	519.5	29.33	433.43	86.07	19.86%
棉花	06/07	121.99	184.2	37.1	123.43	62.82	50.90%
	07/08估计	120.55	183.37	38.46	122.74	62.52	50.94%
	08/09预测						
	2月份预测	109.51	171.86	29.33	112.63	61.71	54.79%
	3月份预测	108.65	171.17	29.05	111.11	62.55	56.30%
油料	06/07	404.48	469.22	83.55	328.59	73.34	22.32%
	07/08估计	391.55	464.88	92.69	338.31	62.52	18.48%
	08/09预测						
	2月份预测	408.02	469.96	90.68	342.21	61.58	17.99%
	3月份预测	407.74	470.26	91.21	341.26	62.68	18.37%
玉米	06/07	712.44	837.22	93.8	728.53	108.69	14.92%
	07/08估计	791.96	900.65	95.38	774.18	126.47	16.34%
	08/09预测						
	2月份预测	781.02	903.9	83.1	798.33	105.57	13.22%
	3月份预测	781.36	907.83	82.33	797.71	110.12	13.80%
大豆	06/07	237.54	359.79	71.5	225.6	62.69	27.79%
	07/08估计	220.88	362.42	79.48	229.75	53.19	23.15%
	08/09预测						
	2月份预测	224.15	351.35	78.85	226.62	49.87	22.01%
	3月份预测	223.27	350.49	77.81	225.74	49.95	22.13%

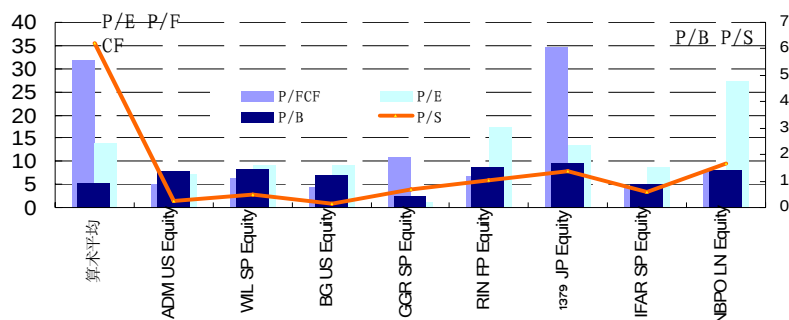
资料来源: USDA

4.政策、减产预期及通胀构筑安全边际

尽管当前处于农业政策的真空期,但我们仍然坚持认为农业、农村、农民问题关系党和国家事业发展全局。在当前经济发展驱动乏力,全球金融危机愈演愈烈,国内需求不振,国内深层次矛盾集中爆发,系统风险加大的关键时刻,三农问题的解决直接关系到中国何时走出经济危局。国内粮食连续五年丰产,减产压力也越来越大,农产品价格向上趋势很难动摇。农业板块未来的政策扶持力度将是深远和实质性的。前期股滞涨的农业股仍然存在补涨的动能。

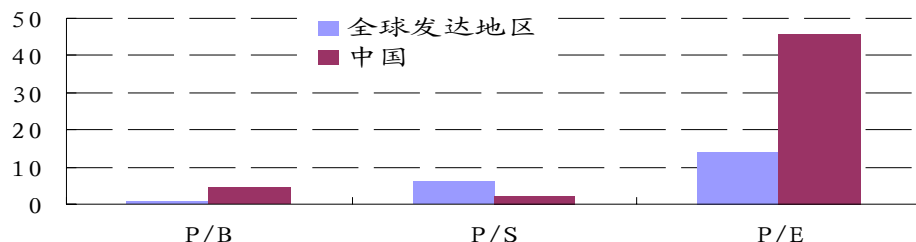
对于此次国际经济危机的判断，我们认为本质是西方财团人为制造以期重新划分利益并且谋取巨额利润。对中国的影响主要体现在人民币与美元间的官方储备机制上以及资源的掠夺。当前美国的印钞举动将直接制造世界范围内的恶性通胀，因此大宗产品价格重新上涨为时不远。另外，中国产品以内需为主的转变也将有效地维持国内相对较高的农产品价格，并且建立自己的定价权。尽管如此，当前国内农业板块估值较全球发达地区仍然较高，农产品价格绝对价格也相对较高。

图 11: 欧美农业板块估值



资料来源: 信达证券

图 12: 发达国家地区和中国农业估值比较



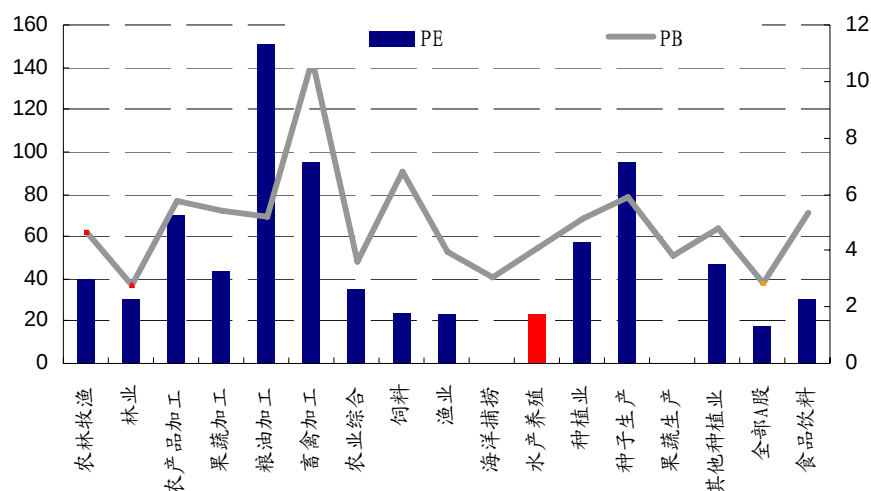
资料来源: Bloomberg

5 寻找基本面转变的子业和公司

5.1. 重点关注行业

当前整个农业板块相对大盘滞涨，农业板块与发达国家相比估值偏高，国内农产品价格相对国际价格较高。我们认为在农业投资安全边际相对较高的背景下，农业投资的重点应放在基本面向好的子行业。

图 13: 农业子行业 PE、PB 对比

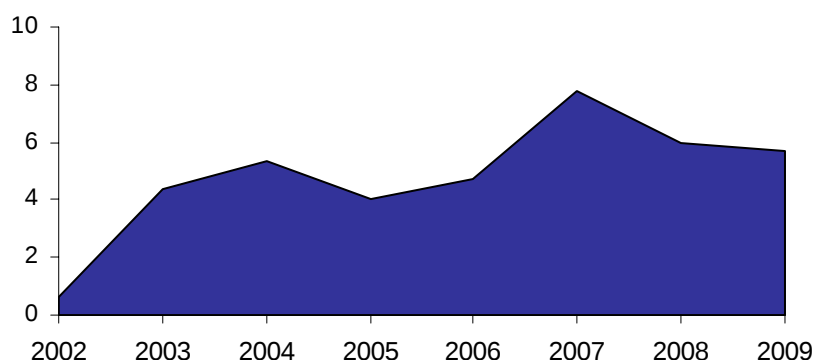


资料来源: WIND

◆ 种子行业库存压力改观 政策扶持力度大

自 2002 年政府开始设立良种专项补贴资金后,每年的补贴金额和范围逐步扩大,促进了制种行业向好。水稻和玉米良种补贴发放模式由制定优良品种转为现金补贴,也有利于具备品种竞争力的种子企业。09 年全国玉米新制种量为 10.2 亿公斤,小于市场预期的 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,玉米种子基本已经走出供大于求的过剩周期;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。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,并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 14: 玉米种子库存变动



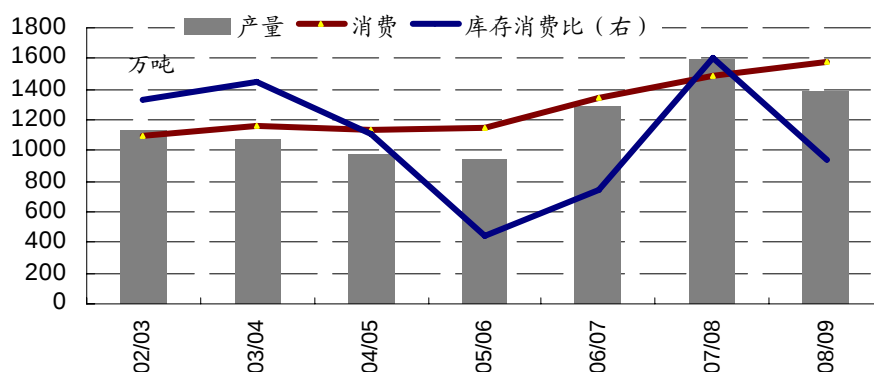
资料来源: 信达证券

◆ 国内食糖库存消费比预期大幅下降

根据美国农业部对全球食糖的预测，2008/2009 榨季世界原糖产量为 1.58 亿吨，而消费将达 1.62 亿吨，缺口将达 332 万吨。中糖协估计 08/09 制糖年中国的食糖产量较 07/08 制糖年的 1484 万吨下降 2.4%，仅能达到 1448 万吨。供求关系的逆转是糖价反转的基石。08/09 榨季全球库存消费比将从 27%下降至近 24%，而国内库存消费比更是由 22%下降至 13%。

减产预期不仅在于去年霜冻的后遗症，糖价长期低于成本加之化肥等农资成本过高以及农产品间的比价效应劣势都是减产的重要理由。另外由于糖价率先下跌，长期相对跌幅过大，也是其成为此轮大宗商品价格反弹的领头品种的内在原因。

图 15: 国内食糖供求



资料来源: 信达证券

5.2. 重点关注公司

敦煌种业 600354

1、先锋种业销售及增长势头强劲，预计 09、10 年收入分别增长 60%和 90%，且能保持毛利率稳定提升；

2、脱水蔬菜的前景远好于预期，公司不仅拥有极佳的资源优势，而且通往海外市场的渠道优势明显；

3、预计公司 09 年和 10 年 EPS 0.5 和 0.7 元。

南宁糖业 000911

1、08 年业绩大幅下降主要是由于平均销售糖价下跌 182 元/吨，且销售成本提高 2.8%；

2、公司纸业经过二年磨合，盈利能力显著提升，实现连续三年增长，成为重要的盈利来源，且 09 年增长预期明确；

3、由于制糖业盈利对糖价敏感度很高，公司糖业规模优势明显，预期糖价上涨将带动公司盈利大幅增长。我们预计今年内糖价或将重上 4000 元，预期公司业绩达 0.5 元。

亚盛集团 600108

1、装入七家农场（80 万亩其中耕地面积达到 32 万亩）后，亚盛农场面积将达到 95.5 万亩，成为国内第一家拥有土地使用权的农业公司。亚盛集团对 7 个农场的土地拥有完全使用权，而非租赁制，有利于公司集中资源产业化经营；

2、考虑到国家对西部的优惠政策及大股东的实力，预计未来公司将打造成为西部农业龙头和产业示范基地，开展规模化机械化、集约化的生产，提高农业劳动生产率，降低劳动成本，从而带动业绩提升；

3、收购完成后，公司啤酒花市场份额有望提升至全国的 50%，提升公司的行业话语权。利用公司在马铃薯种子上的技术优势，公司计划将新装入的 80 万亩土地计划 50%面积用于生产马铃薯，并打造完整的产业链，将马铃薯打造成亚盛未来的支柱产业。

4、预计 2009 年 EPS 不少于 8 分钱。

表 2: 农业公司估值比较

证券简称	07EPS	08EPS	09EPS	08PE	09PE	08BPS	08PB	PCF*	P	08PEG*	09PEG*	PS
绿大地	0.77	1.01	1.34	46.69	34.97	8.69	5.41	-66.36	46.99	1.14	0.80	11.68
吉林森工	0.16	0.22	0.25	39.67	34.36	4.65	1.87	19.65	8.68	0.82	1.89	1.46
新中基	0.18	0.39	0.50	24.35	19.13	2.88	3.33	11.94	9.60	0.14	0.50	1.18
中粮屯河	0.25	0.37	0.52	45.64	32.38	2.78	6.03	144.66	16.73	0.70	0.60	4.26
高金食品	0.28	0.07	0.30	108.70	27.24	3.44	2.36	18.60	8.12	-1.60	0.10	0.75
农产品	0.38	0.48	0.60	45.48	36.13	6.54	3.32	9.86	21.71	1.22	0.99	4.88
顺鑫农业	0.34	0.56	0.70	26.86	21.30	5.45	2.75	84.91	15.00	0.33	0.67	1.20
山下湖	0.53	0.63	0.67	31.52	29.51	6.75	2.95	-12.58	19.90	1.50	4.00	4.21
天邦股份	0.16	0.65	0.26	15.60	38.92	5.78	1.76	91.47	10.19	0.06	-0.72	1.47
通威股份	0.19	0.31	0.51	45.23	27.93	3.88	3.64	20.69	14.14	0.43	0.28	0.90
獐子岛	0.74	0.51	0.67	40.80	31.24	11.14	1.87	-32.73	20.83	-1.26	0.98	7.05
东方海洋	0.31	0.37	0.47	39.06	30.49	8.63	1.66	-20.59	14.30	2.78	1.27	4.39
好当家	0.32	0.33	0.40	26.75	22.49	2.05	4.34	22.39	8.91	4.30	0.89	5.49
丰乐种业	0.16	0.21	0.20	58.77	61.33	2.30	5.39	21.39	12.40	1.66	1.04	2.84
登海种业	0.04	0.22	0.38	121.00	70.96	4.20	6.42	31.23	26.97	0.20	0.71	10.61
敦煌种业	-0.08	0.10	0.34	134.88	39.31	3.37	3.97	-17.39	13.38	0.54	0.15	3.00
北大荒	0.32	0.37	0.42	45.51	39.23	2.72	6.12	23.40	16.64	2.66	2.03	4.25

数据取自3月24日，*表示最新年报

资料来源: WIND

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

评级		说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司(以下简称“本公司”)认为可靠的已公开信息,但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不保证报告信息已做最新变更,也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下,本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保,投资者据此投资,投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意,任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址: 北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编: 100045

传真: 010-88656483

网址: www.cindasc.com

本公司及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,还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。