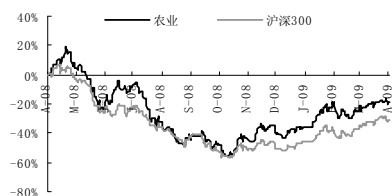


农林牧渔-农业

维持评级：强于大市

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
农业	0.2%	22.4%	-21.6%
沪深 300	4.9%	26.6%	-31.8%

重点公司	6m%	YTD%	评级
敦煌种业	88.7	-25.3	增持
南宁糖业	40.9	-37.6	增持
天康生物	117.8	30.4	增持
北大荒	30.0	-25.3	增持

相关报告

《供需格局缓解下的投资机会—2009 年二季度农业投资策略》，2009 年 3 月
 《关注政策 寻找业绩增长—2009 年 3 月农业投资策略》，2009 年 2 月

分析师

孙霞
 电话：0755-83706347
 邮件：sunx@ghzq.com.cn

分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

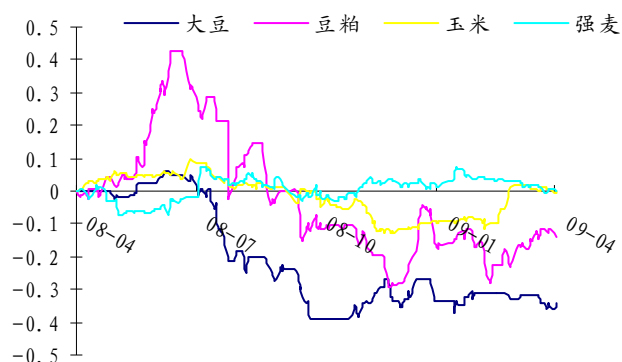
- 4 月份国内外农产品价格止跌回稳，略有上升。因国产大豆油脂加工企业开工率低及饲料行业的低迷，对原料需求不足，我们认为价格反弹幅度有限。在国家政策的支持下，农产品价格也将保持稳定。
- 粮食增产计划实施将扩大良种需求，但短期影响有限。在制种面积连续下滑导致种子供应量下降、粮食最低收购价提高促进种植积极性下，09 年种子过剩程度缓解。09 年良种补贴范围扩大，也将加大对良种的需求力度。而粮食增产规划是我国在较长一段时间内的重要任务，对于良种的需求是长期的，需求量也将提高，但短期内对种业的影响有限。
- 08/09 榨季食糖减产幅度达预期，糖价将上升。从 3 月底的产销数据及各产区 4 月份的收榨情况看，预计 08/09 榨季食糖减产幅度将达到先前的预期。从各含糖食品前 3 个月的产量预计，我国食糖消费可能基本与去年持平，08/09 榨季食糖供需将紧平衡或供略小于求。消费高峰期即将来临，且 09/10 榨季的种植面积将略有降低，我们预计糖价将会继续上升。
- 猪肉价格将继续下滑，但幅度不会太大。生猪正处出栏期，且猪肉消费已经进入淡季，猪价将继续维持下滑趋势。在配方饲料中，因豆粕和鱼粉使用量加大，目前猪粮比已有所失衡。最近召开的国务院会议也提出，将适时启动调控措施，稳定猪价。因此，我们认为在接近成本价的基础上，猪肉价格因消费淡季而下调的幅度不会太大。但目前猪流感对行业的影响存在一定的不确定性，我们将密切关注。
- 棉花种植业依然处于低迷。受出口退税影响，全国纱产量与纺织服装出口额累计增速比上月有所回升，下游纺织企业略有回暖。但与去年同期相比，仍有较大幅度下跌，需求并没有出现明显的回升。而收储计划已基本完成，棉花价格上涨的幅度有限。
- 在农产品价格稳定及国家对农业的一贯支持，我们维持行业“强于大市”评级。在子行业选择上，我们依然推荐种子和制糖行业，建议关注敦煌种业（600354）和南宁糖业（000911）。
- 风险提示：猪流感病毒可能对生猪供应量产生不利影响。

农产品将维持稳定，上行和下行空间均有限

4 月份国内外农产品价格止跌回稳，略有上升。在流动性增加带来美元预期贬值下，CBOT 玉米、小麦回稳、豆粕上涨 9.45%、大豆上升 6.2%。国家临时收储政策效果显现，供需矛盾趋缓，国内大豆、小麦和玉米的价格稳定，豆粕上涨 3.51%。

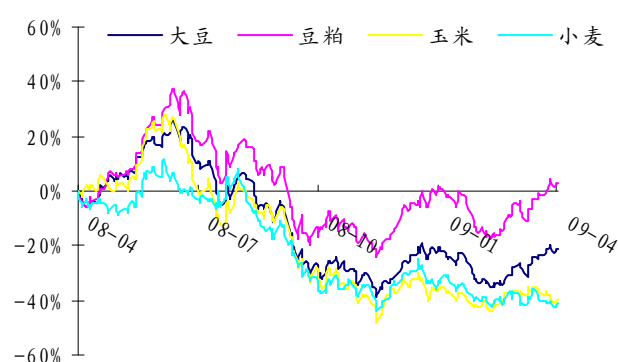
因国产大豆油脂加工企业开工率低及饲料行业的低迷，对原料需求不足，我们认为价格反弹幅度有限。目前，国内农产品价格主要还是以国家政策主导。22 日召开的国务院常务会议也旨在通过八项措施稳定农产品价格，因此，农产品价格下行空间也有限。

Figure 1 国内主要农产品期货价格走势



资料来源：WIND

Figure 2 CBOT 主要农产品价格走势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

粮食增产计划实施将扩大良种需求，但短期影响有限

《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划（2009~2020 年）》已于 8 日召开的国务院常务会议上原则性通过。《规划》提出，到 2020 年，我国粮食生产能力达到 11000 亿斤以上，比现有产能增加 1000 亿斤；耕地保有量保持在 18 亿亩，基本农田面积 15.6 亿亩，粮食播种面积稳定在 15.8 亿亩以上，粮食单产水平达到 700 斤。

粮食的种植面积基本保持稳定，增长幅度有限，因此，粮食增产主要体现在单产的提高。在提高单产方面除了改进田地质量、提升农业机械化水平外等外，还在于良种的大力推广。良种推广同时，必将加大对良种的需求。

在制种面积连续下滑导致种子供应量下降、粮食最低收购价提高促进种植积极性下，09 年种子过剩程度缓解。09 年良种补贴范围扩大，也将加大对良种的需求力度。而粮食增产规划是我国在较长一段时间内的重要任务，对于良种的需求是长期的，需求量也将提高，但短期内对种业的影响有限。

08/09 榨季食糖减产幅度达预期，糖价将上升

08/09 榨季食糖减产幅度达预期。2 月 19 日糖协会议预计 08/09 榨季广西减产 180 万吨，减幅为 19%；广东减产 30 万吨；北方减产 20 万吨，合计减产 230 万吨。截止 3 月底，全国已累计产糖 1127.52 万吨，同比减少 125 万吨；广东同比减产 30 万吨，已有 34 家收榨；广西同比减产 58 万吨。今年 3 月底广西收榨企业数量已与上年 4 月底持平，若与上年 4 月底累计产量相比，广西将减产 187 万吨。因此，我们预计 08/09 榨季食糖产量减产幅度将达到先前的预期。

Figure 3 08/09 榨季收榨情况

	截止 3 月底	4 月份
广东	累计产糖 102.42 万吨；34 家已收榨	
广西	累计产糖 707 万吨；64 家已收榨	截止 4 月 19 日，已收榨 89 家，占总产能的 88.18%
云南	累计产糖 169.17 万吨；11 家已收榨	截止 4 月 10 日，产糖 185.99 万吨，15 家已收榨
海南	累计产糖 45.56 万吨；19 家已收榨	已结束，产糖 46.15 万吨，比上榨季减少 5.52 万吨，减幅 10.56%

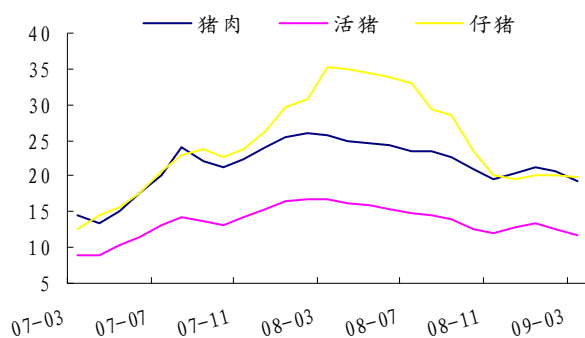
资料来源：中国食糖网、广西糖网

糖价将上升。食糖的销量低于去年同期水平，主要是因为市场双方以观测为主。目前食糖减产幅度已基本明确，从各含糖食品前 3 个月的产量预计，我国食糖消费可能与去年基本持平，08/09 榨季食糖供需将紧平衡或供略小于求。消费高峰期即将来临，且 09/10 榨季的种植面积将略有降低，我们预计糖价将会继续上升。

猪肉价格将继续下滑，但幅度不会太大

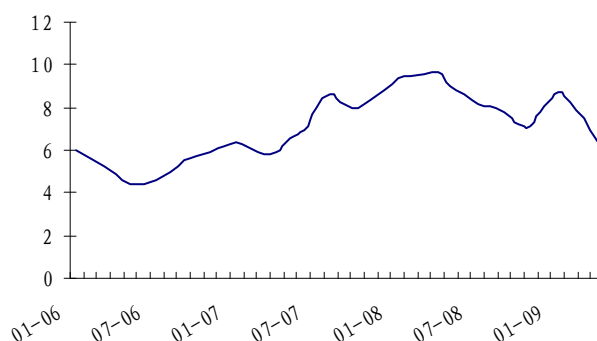
09 年猪肉价格自春节创下阶段性高点后，一路下滑。根据农业部 3 月份监测数据显示，3 月份我国猪肉、生猪、仔猪价格分别为 19.3 元/公斤、11.63 元/公斤和 19.75 元/公斤，比 1 月份下降 9.18%、13.27%、1.55%，生猪价格下滑幅度最大。而 4 月 17 日四川泸州批发市场上猪肉、生猪、仔猪的价格降至 18 元/公斤、10 元/公斤和 10.6 元/公斤。

Figure 4 全国生猪、猪肉、仔猪价格走势



资料来源：农业部

Figure 5 我国猪粮比走势



资料来源：农业部

猪肉价格将继续下滑，但幅度不会太大。生猪正处出栏期，且猪肉消费已经进入淡季，猪价将继续维持下滑趋势。目前猪粮比为 6.4:1，按照今年 1 月国家发改委等六部门发布的《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》(下称“预案”)中所设的区域分类，猪肉价格处于安全区间。但实际情况并非如此，目前猪价已经接近成本价，有地区甚至已跌破成本价。主要原因在于配方饲料中，豆粕和鱼粉的使用量逐渐加大。在饲料原料构成中，玉米只占总量的 60%~65%，豆粕已经占到 20%~25%，小麦麸占到 15%~20%左右。而豆粕价格高于玉米价格一倍左右，单纯以猪价比玉米价格的猪粮比已有所失衡。最近召开的国务院会议也提出，将适时启动调控措施，稳定猪价。因此，我们认为在接近成本价的基础上，猪肉价格因消费淡季而下调的幅度不会太大。

但目前猪流感对行业的影响存在一定的不确定性，我们将密切关注。

Figure 6 生猪调控五种区域

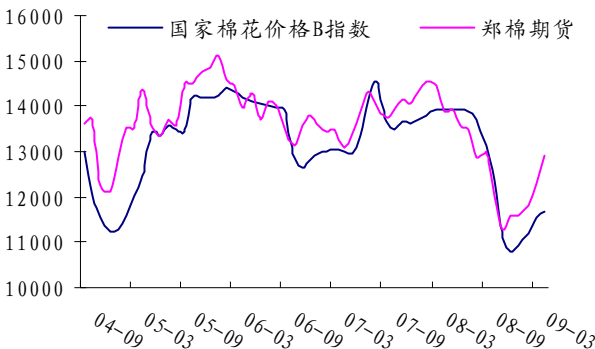
种类	区域	猪粮比	生猪市场情况
一	绿色区域	9: 1~6: 1	生猪生产和价格处于正常情况，无需政府采取调控措施
二	蓝色区域	6: 1~5.5: 1	生猪价格出现价格轻度下跌，生猪生产效益下降，政府要适度采取措施
三	黄色区域	5.5: 1~5: 1	生猪市场明显供大于求，价格出现中度下跌，生猪生产明显亏损，政府需要加大政策力度
四	红色区域	低于 5: 1	生猪市场严重供大于求，价格出现重度下跌，生猪生产明显亏损，政府需要加大政策力度
五	生猪价格异常下跌的其他情况，其他因素引发生猪价格过度下跌的情况，需要及时研究采取相应措施		

资料来源：《防止生猪价格过度下跌调控案（暂行）》

棉花种植业依然处于低迷

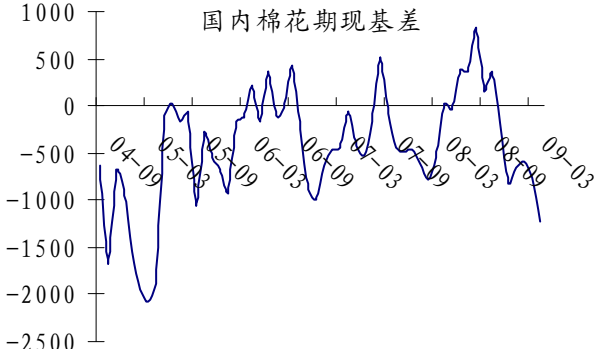
收储政策效果已初步显现，国内棉花价格触底回升。截止 4 月 24 日，国家棉花价格 B 指数为 11695 元/吨，较年初上涨 8.4%。期限基差绝对值扩大到 1235 元/吨，超过我们认为是 600 元/吨的合理值。目前，棉花现货价格低于国家收储的 12600 元/吨，但收储已基本完成。若国家继续加大收储，现货价格将可能继续上涨。

Figure 7 我国棉花现货价格与期货价格走势（元/吨）



资料来源：中国棉花信息网

Figure 8 国内棉花期限基差（元/吨）

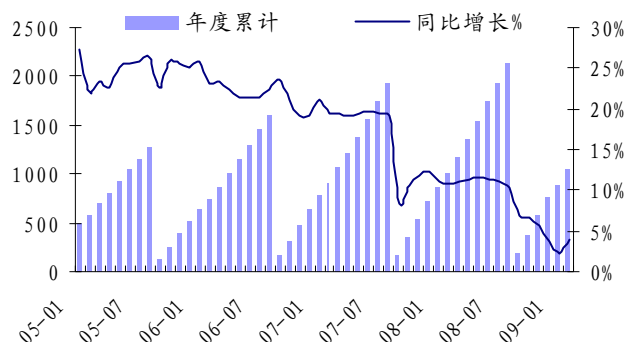


资料来源：中国棉花信息网

受出口退税影响，纺织业略有回暖。截止 3 月底，08/09 年度全国纱产量累计达到 1233.2 万吨，同比增长 5.05%。2009 年 1~3 月，纺织服装出口额累计达 340.62 亿美元，同比下降-9.03%。

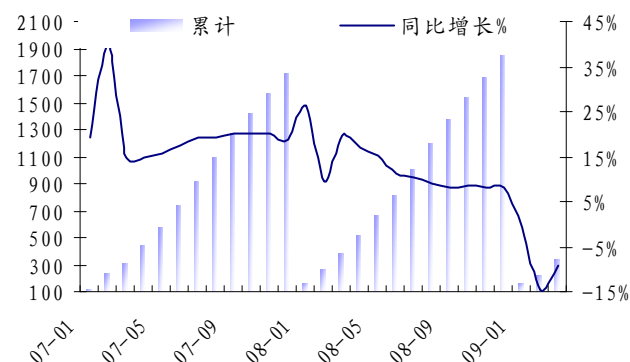
棉花种植业依然处于低迷。全国纱产量与纺织服装出口额累计增速虽比上月有所回升，但与去年同期相比，仍有较大幅度下跌，国外需求并没有出现明显的回升。而收储计划已基本完成，棉花价格上涨的幅度有限。

Figure 9 全国纱产量 (万吨)



资料来源：中国棉花信息网

Figure 10 纺织服装品出口额 (亿美元)



资料来源：中国棉花信息网

仍维持“强于大市”评级

在农产品价格稳定及国家对农业的一贯支持，我们维持行业“强于大市”评级。在子行业选择上，我们依然推荐种子和制糖行业，建议关注敦煌种业（600354）和南宁糖业（000911）。

Figure 11 行业重点公司估值情况

股票简称	投资评级	市价 (元)	EPS (元)			PE		
			08E	09E	10E	08E	09E	10E
		4.24						
敦煌种业	增持	13.32	0.05	0.34	0.68	266	39.18	19.59
南宁糖业	增持	11.20	0.09	0.52	0.90	124	21.54	12.44
北大荒	增持	13.84	0.35	0.38	0.42	39.54	36.42	32.95
天康生物	增持	17.38	0.51	0.71	0.85	34.08	24.48	20.45

资料来源：国海证券研究所

重点公司分析

南宁糖业（000911）：糖价上升带来投资机会

一季度南宁糖业(000911)业绩大幅下滑。一季度实现主营业务同比减少 23.86%；净利润-5624 万元，同比下降 219.12%。

年初在食糖减产及下调下榨季甘蔗收购价的预期下，糖价出现上升，但一季度食糖销售均价仍低于去年同期。一季度公司亏损额与 2008 年四季度基本相当，我们预计公司一季度食糖销售量可能仅有 15 万吨

左右。预计 08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口，2009 年糖价将在 3300~4000 元/吨之间，后期随着消费高峰来临，糖价将继续上升，全年销售均价约为 3700 元/吨。一季度少销将可能对公司全年业绩形成利好。预计公司本榨季食糖减产幅度在 25%左右，加上去年库存的 11 万吨，全年销售量约为 63 万吨。

预计 2009、2010 年公司每股收益 0.52 元、0.90 元，考虑制糖行业的拐点已现，糖价上升带来投资机会以及公司稳定的股息率，给予增持评级。

敦煌种业 (600354): 先玉 335 供不应求，产能逐步释放

敦煌先锋的产能将逐步释放。公司与美国先锋合作生产销售先玉 335 春玉米，该产品毛利率高达 50~60%。2008 年是正式运作销售的第一年，一季度销售量为 5400 吨，市场供不应求。目前二期已建成投产，产能达到 1.4 万吨，预计这期的销售将达到 1.2 万吨。明年三、四期将陆续建成投产，届时产能将扩大到 2.8 万吨。公司所能达到的最大销量也只占到整个春玉米市场的 10%左右，因此，销售不会受到影响。在惠农政策支持下，农民种植积极性的提高，玉米种子行业供需趋缓，可使价格保持适度的上涨。

预计公司 08、09、10 年公司每股收益分别为 0.05、0.34、0.68 元，鉴于种业供需格局转缓，先锋种子的产能释放给公司未来两年盈利带来增长动力，给予“增持”评级。

风险提示

猪流感即猪流行性感，病原为猪流感病毒。常因气候骤变，猪舍阴暗、潮湿，猪只拥挤、营养不良，内、外寄生虫病感染而发病。猪流感病毒在生猪间传播速度快，一旦感染，将会引起全群爆发。因此，猪流感可能对生猪供应量产生不利影响。

国海证券投资评级标准

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。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

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。本报告版权归国海证券所有。