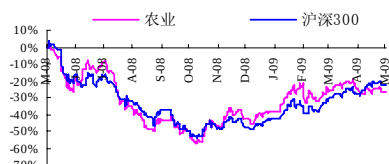


农林牧渔-农业

下调评级: 中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
农业	-3.2%	-7.2%	-26.8%
沪深 300	6.5%	18.9%	-23%

重点公司	6m%	YTD%	评级
南宁糖业	69.7	-23.7	增持
敦煌种业	48.8	-23.6	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
 《行业仍具投资机会—2009 年 5 月份农业投资策略》，2009 年 4 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。

- 流行性增加,美元贬值,农产品价格略有上扬。我们之前的相关性分析及 Granger 因果检验显示,农产品价格走势与美元价格之间有显著的负相关性、与原油价格之间有显著的正相关性,且美元价格走势具有价格先导作用。
- 未来价格走势主要看政策。稳定农业生产、促进农民增收是今年农业的重点工作。在我国粮食供过于求下,国家采取最低粮食收购价及国家临时收储措施稳定农产品价格。而若需求增加带来农产品价格上升,反弹至一定程度,国家就有可能通过抛储而抑制农产品价格的上升。
- 继续看好制糖行业。美国农业部(USDA)最新报告预测 08/09 榨季全球食糖产量或将下降 11%。本榨季广西食糖减产 178 万吨,全国食糖减产幅度已基本明朗。截止 4 月本榨季的产销率超预期,但不排除中间贸易商的补库,因此 5 月份的销售数据至关重要。09/10 榨季广西甘蔗收购价的出台,有利农民控制糖料种植面积,及使农民与糖企利益更关联。
- 国家抛储或将抑制棉价的上调。随着生产有所恢复,纺织企业开始集中补充棉花库存,棉花价格出现上涨行情。据中储棉花信息中心的系统摸底调查结果显示,截止 4 月底,国内皮棉商业库存约 110 万吨左右,加上进口棉等其它资源,仅能维持 2 个月的国内消费需求。面对资源可能紧张,中国储备棉管理总公司拟抛出 150 万吨储备棉。储备棉的抛储将对棉花价格的上升起到抑制作用。而根据储备棉出库预案,将会择机投放储备棉,稳定棉花市场价格。
- 我国生猪养殖企业仍处于低谷,《调控预案》将启动。目前,全国猪粮比已经低于 5.5:1,进入黄色区域,有的地区甚至已进入红色区域。《调控预案》即将启动,但以何种方式、何时进行收储,尚不明确。据有关部门统计,我国生猪及母猪存栏量均高于正常水平,我国生猪养殖业仍处于低谷,但收储将平抑猪肉的下滑速度。
- 在国家政策下,农产品价格将保持稳定。农业板块静态市盈率、市净率分别为 44.72、3.64,分别是沪深 300 的 2.25、1.3,估值不具优势,下调行业评级至“中性”。继续推荐制糖和种子行业,建议关注南宁糖业(000911)和敦煌种业(600354)。

流动性增强，美元贬值，农产品价格略有上扬

在美国政府增加货币供给下，美元出现贬值，原油价格上升。据我们之前的相关性分析及 Granger 因果检验显示，农产品价格走势与美元价格之间有显著的负相关性、与原油价格之间有显著的正相关性，且美元价格走势具有价格先导作用。美元价格的走低带来农产品价格的上升。5 月份，CBOT 大豆、豆粕、小麦和玉米的涨幅分别为 8.14%、13.32%、9.30%和 4.11%。

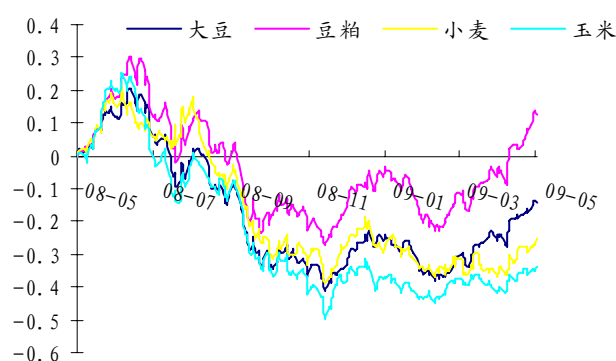
国内农产品期货价格也随之出现上涨，但上升幅度低于 CBOT 农产品期货。5 月份，国内大豆、豆粕、强麦和玉米的涨幅分别为 3.51%、2.54%、5.24%和 2.11%。

Figure 1 国内主要农产品期货价格走势



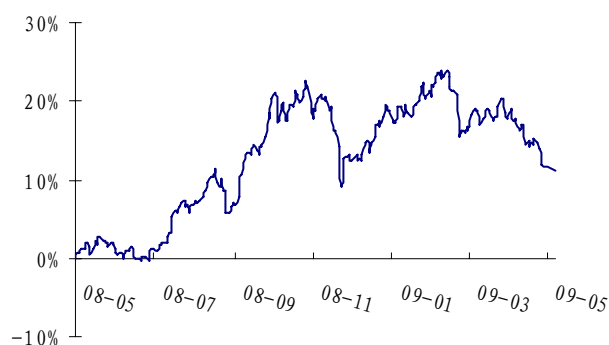
资料来源：WIND

Figure 2 CBOT 主要农产品期货价格走势



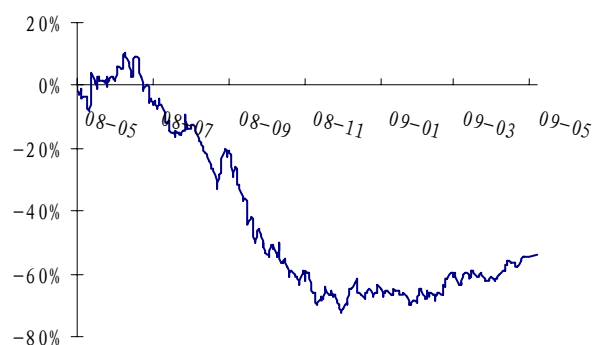
资料来源：WIND

Figure 3 美元价格走势



资料来源：WIND

Figure 4 ICE 布伦特原油价格走势



资料来源：WIND

国内农产品未来价格走势主要看政策

国家收储力度大。在已实施五次收储的基础上，进一步加大国家收储，4 月 29 日国家粮食局下达粮食收储计划，拟收储大豆 125 万吨。国家计划共收储量占各类粮食总产量的比重较大，大豆收储预计占大豆总

产量的 43%左右；玉米收储量约占总产量的 24%；稻谷收购量约占总产量的 12%。

未来价格走势主要看政策。稳定农业生产、促进农民增收是今年农业的重点工作。在我国粮食供过于求下，国家采取最低粮食收购价及国家临时收储措施稳定农产品价格。而若需求增加带来农产品价格上升，反弹至一定程度，国家就有可能通过抛储而抑制农产品价格的上升。

Figure 5 2008 年 10 月以来国家计划收储量及价格

	大豆	玉米	稻谷
收储量（万吨）	725	4000	2250
收储价格（元/吨）	3700	1500	东北粳稻：1840 南方稻谷：1880
预计收储量占 2008 年产量的比重	43%	24%	12%

资料来源：国海证券研究所

继续看好制糖行业

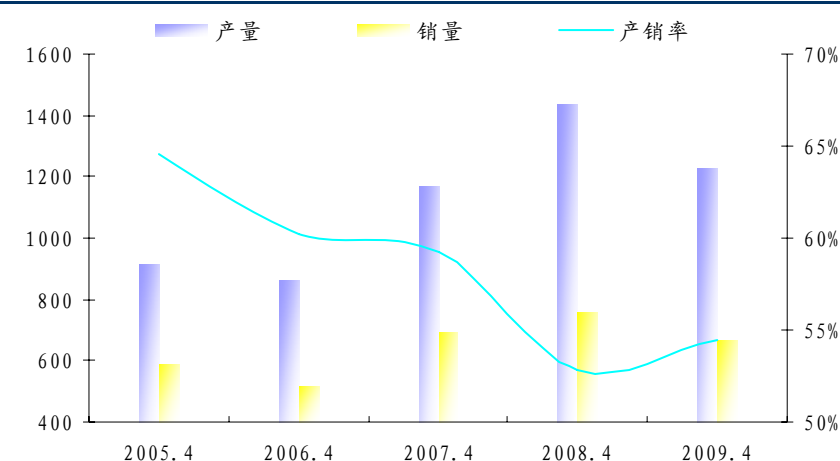
美国农业部（USDA）预测 08/09 榨季全球食糖产量或将下降 11%。5 月 21 日 USDA 最新报告显示，由于印度食糖产量骤降导致全球食糖生产缺口扩大及食糖库存下降，预计 08/09 榨季全球食糖产量降至 1.487 亿吨，较上榨季的 1.665 亿吨的产量下降 11%。因印度食糖产量的增加，09/10 榨季全球食糖产量预计上升 7.5%，达到 1.599 亿吨。但 09/10 榨季全球食糖消费量将上升至 1.5904 亿吨。

08/09 榨季减产已明朗。截止 4 月底，本榨季全国累计产糖 1230.31 万吨，除广东 1 家、广西 1 家、及云南少数糖厂尚未停榨外，其它糖厂均已停榨。5 月 25 日，广西已全面收榨，减产 178 万吨。我们将 2008/09 榨季 4 月份的累计产糖量与上榨季各地区的总产量进行对比，08/09 榨季食糖产量将达到糖协原先预期的 230 万吨已经明朗。

产销率超市场预期。截止 4 月底，全国食糖累计产销率为 54.47%，比去年同期上升 1.6 个百分点，说明市场已经从观望转向逐渐认可糖价处于上升趋势。产销率的上升也不排除中间贸易商的补库。5 月份已进入下游企业消费旺季，对原料糖的需求也会加大。因此，5 月份的销售数据至关重要。

Figure 6 历年4月底累计产量、销量及销糖率

单位: 万吨



资料来源: 国海证券研究所

09/10 榨季广西甘蔗收购价的出台, 有利农民控制糖料种植面积, 及使农民与糖企利益更关联。09/10 榨季甘蔗收购价为 260 元/吨, 与每吨一级白砂糖平均含税销售价格 3500 元/吨联动, 系数值为 6%。与上榨季广西甘蔗收购价比较, 存在的区别是: 第一, 出台的时间提前, 选择在农民种植期推出; 第二, 甘蔗的良种补贴下降, 由本榨季的 15 元/吨降为已成为主要种植品种的加价 5 元/吨、种植面积小且具较高推广价格品种加价 20 元/吨; 第三, 二次结算价由本榨季的 3800 元/吨降为 3500 元/吨。在收购价下调、种植效益比下降及成本上升下, 下榨季甘蔗的种植面积将有所降低。

Figure 7 各榨季广西甘蔗收购指导价及二次结算价 (元/吨)

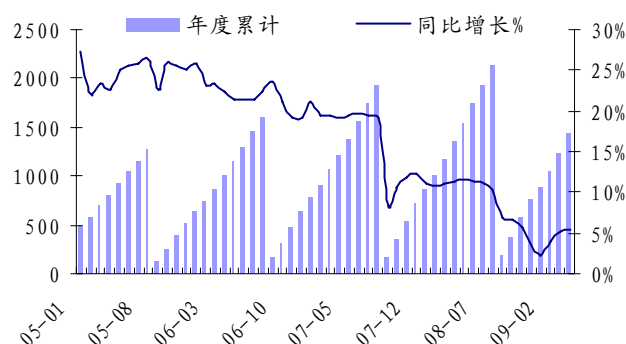
	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10
甘蔗收购价	170	150	145	155	280	260	260	260	260
二次结算价	2700	2300	2200	2200	4500	3900	3800	3800	3500

资料来源: 国海证券研究所

国家抛储或将抑制棉价的上调

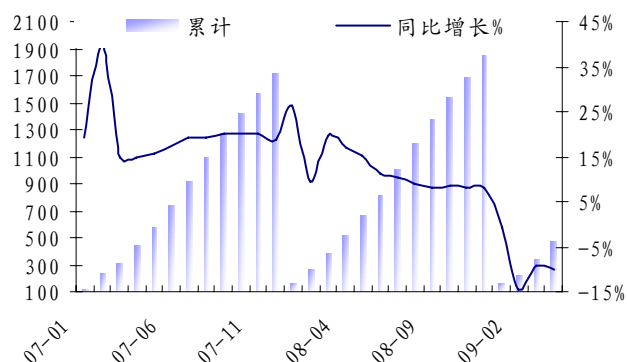
受出口退税影响, 纺织业略有回暖。截止 4 月底, 08/09 年度全国纱产量累计达到 1428.55 万吨, 同比增长 5.40%, 环比略有上升。2009 年 1~3 月, 纺织服装出口额累计达 465.52 亿美元, 同比下降-10%, 下降幅度企稳。

Figure 8 全国纱产量 (万吨)



资料来源：中国棉花商务网

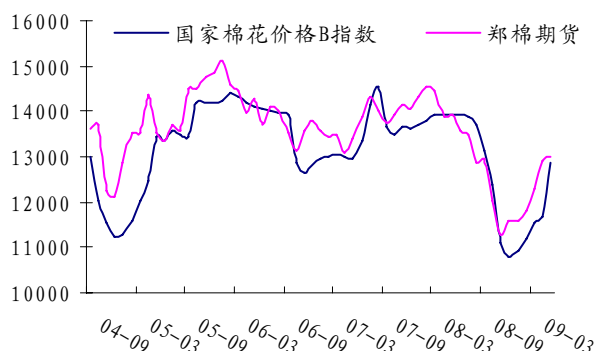
Figure 9 纺织服装品出口额 (亿美元)



资料来源：中国棉花商务网

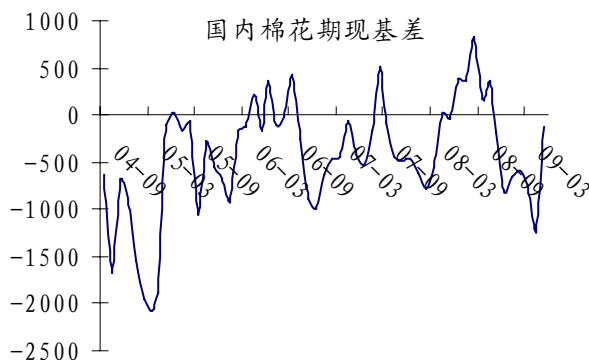
中储棉花信息中心系统摸底调查结果显示，截止4月底，国内皮棉商业库存约110万吨左右，加上进口棉等其它资源，仅能维持2个月的国内消费需求。随着生产有所恢复，纺织企业开始集中补充棉花库存，棉花价格出现上涨行情。截止5月22日，国家棉花价格B指数达到12868元/吨，期限基差绝对值也回到合理区间。

Figure 10 我国棉花现货与期货价格走势 (元/吨)



资料来源：中国棉花商务网

Figure 11 国内棉花期限基差 (元/吨)



资料来源：中国棉花商务网

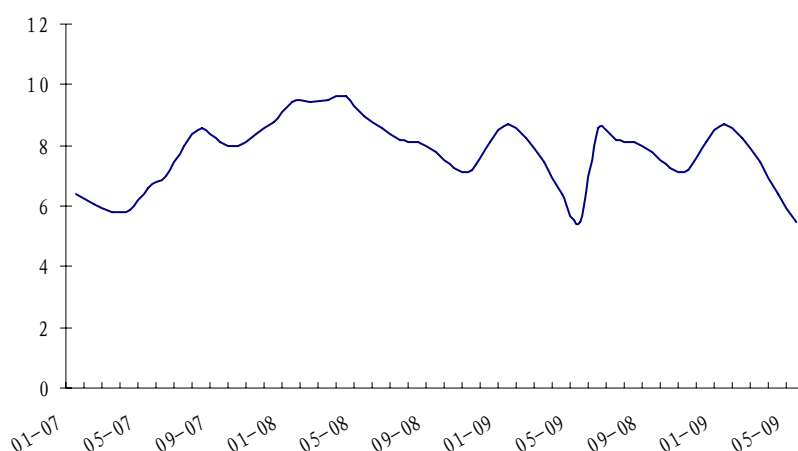
后期棉价主要受政府调控。08/09年度国家收储棉花272万吨，约占总量的37%。5月22日中国储备棉管理总公司发布《关于国家收储棉轮出和临时收储棉花出库销售的公告》，拟抛售150万吨储备棉。储备棉的抛储将对棉花价格的上升起到抑制作用。而根据储备棉出库预案，将会择机投放储备棉，稳定棉花市场价格。

生猪养殖业仍处于低谷，《调控预案》将启动

受猪肉消费淡季及H1N1流感影响，5月份猪肉价格出现快速下跌。截止5月22日，四川泸州批发市场生猪、猪肉、仔猪价格降至8.6元/

公斤、14 元/公斤和 9 元/公斤,分别比上月末下降 14%、22.22%和 15.09%。

Figure 12 我国猪粮比走势



资料来源:农业部

《防止生猪价格过度下跌调控预案》将启动。目前,全国猪粮比已经低于 5.5:1,进入黄色区域,有的地区甚至已进入红色区域。按《调控预案》,在进入黄色区域时,由财政贴息、鼓励大型猪肉加工企业增加商业储备;连续四周处于黄色区域时,进一步增加中央和地方储备。6 月启动《调控预案》已基本明确,但以何种方式、何时进行收储,尚不明确。据有关部门统计,3 月底全国生猪存栏量为 4.49 亿头,同比增长 8.5%,比正常水平高 9.5%;能繁母猪存栏为 4942 万头,同比增长 20.3%,比正常水平高 20.5%。母猪存栏占生猪存栏的比重为 10.6%,处于历史较高水平。我国生猪养殖业仍将处于低谷,但收储将平抑猪肉的下滑速度。

Figure 13 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)》

下调至“中性”评级

在国家政策下,农产品价格将保持稳定。农业板块静态市盈率、市净率分别为 44.72、3.64,分别是沪深 300 的 2.25、1.3,估值不具优势,下调行业评级至“中性”。继续推荐制糖和种子行业,建议关注南宁糖业(000911)和敦煌种业(600354)。

Figure 14 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
		5.26						
敦煌种业	增持	12.28	0.07	0.25	0.41	175	49.12	29.95
南宁糖业	增持	13.27	0.09	0.52	0.90	147	25.52	14.74

资料来源：国海证券研究所

重点公司分析

南宁糖业（000911）：糖业转牛 公司估值提升

09 年是我国食糖业的转折之年。08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口。从 4 月份的累计产量及收榨情况看，本榨季食糖减产数量已经明朗。从各含糖食品前三个月的产量增速粗略计算，预计销量将与上榨季基本持平。由于种植面积可能略下降及年初干旱对种植的影响，09/10 榨季将供小于求。糖价重心逐步上移，09 年糖价最高或能达到 4000 元/吨。

从 2005~2008 年看，公司主营业务收入、利润同比增速波动幅度较大，但变动方向与公司糖销价走势基本一致。

糖价上升带来公司盈利能力的提高。随着消费高峰来临，糖价将继续上升，09 年全年销售均价可能达到 3700 元/吨。我们预计公司食糖减产幅度在 25%左右，加上去年库存的 11 万吨，全年销售量约为 63 万吨。

根据 DDM 估值，南宁糖业每股中枢价值为 13.10 元，合理波动区间为 11.65~15.24 元。

预计公司 2009、2010 年的每股收益为 0.52、0.90 元，对应的 PE 分别为 24、14 倍，PB 分别为 2.64、2.41。若糖价每变动 100 元/吨，对 EPS 的影响约为 0.12 元。与公司近 10 年历史均值相比较，PB 与均值 2.61 基本相当，但 PE 相对均值 37.7 还有较大的空间，维持“增持”评级。

敦煌种业（600354）：敦煌先锋业绩快速增长

敦煌先锋产能逐步释放。三、四期将于下半年投产，09 年先玉销量将达到 1.3 万吨，比去年将增长 60%以上。敦煌先锋与宁夏政府签订合同，将投资 2 亿在贺兰县建立子公司。子公司的产能规模与进度将与分公司一致，一期将于明年投产。

预计公司 09、10 年的每股收益为 0.25、0.41 元，对应的市盈率为

48、29 倍。国家对粮食增产加大重视，种业长期受益。敦煌先锋产能的扩张及种子的高盈利，为公司未来两年业绩的快速增长提供动力，给予“增持”评级。

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。