

关注大农业，投资小品种

——2009 年下半年农业投资策略报告

落后大势

维持评级

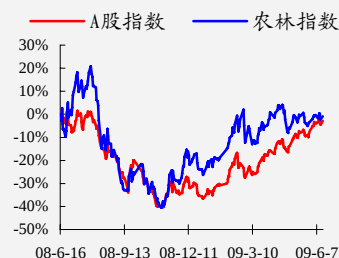
农业 / 种植业

2009 年 6 月 22 日

投资要点:

- 全球大宗商品触底反弹，2009 年上半年大宗农产品产生了 20-90%底部反弹，小麦等大粮食品种表现较弱，糖涨幅较大。
- 国内粮价持续小幅上涨，但只是接近 1996 年高点，价格明显偏低。未来几年，国内粮价可能持续小幅上涨。
- 2008/2009 年度，世界粮食供应上升 7.3%，存货大幅增加 19.6%，世界粮食供应紧张局面得以缓解。
- 2009 年国内外食糖行业由供大于求变为供求不足，糖价坚挺，行业投资机会出现。
- 农业类上市公司整体估值水平在 30-60 倍 PE，3-7 倍 PB，估值缺乏优势。由于粮食危机已经解决，维持农业类上市公司高估值的基础松动，农业行业在下半年将弱于大势。
- 行业有利因素长期存在，经过调整后，农业类上市公司仍可投资。农业表现滞后，预计行业投资机会在 2009 年 4 季度出现。
- 重点关注公司北大荒、大亚科技、中牧股份、农产品、顺鑫农业、绿大地、威华股份、南宁糖业、贵糖股份、天康生物和诺普信，股价降至 30 倍 PE 以下，可以进行投资。
- 谨慎推荐：南宁糖业、贵糖股份、开创国际。推荐理由：行业形势转好估值提升，估值优势明显。

走势图



重要公司	评级
南宁糖业	谨慎推荐
贵糖股份	谨慎推荐
开创国际	谨慎推荐

分析师：钟大举

TEL: (8621)6366 7000-275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhondaju@126.com

地 址: 上海市延东路 45 号 20F

(邮编 200002)

目 录

一、农产品随全球商品反弹.....	3
1.1、全球性的商品价格上涨.....	3
1.2、国内农产品市场较为稳定.....	3
1.3、国内农产品和通胀的判断.....	5
二、粮食供需紧张局面得到缓解.....	7
2.1、世界谷物的供应形势.....	7
2.2、预计 2009 年产量小幅回落.....	7
2.3、世界谷物库存量将大幅回升，增幅大于先前预期.....	8
2.4、3 月份以来国际小麦和稻米价格走弱，但玉米价格走强.....	9
三、寻找行业投资机会：糖.....	11
3.1、世界食工业的特点：供应变化大，糖价波动剧烈.....	11
3.2、食糖供过于求的形势有所改变.....	11
3.3、糖价创 3 年新高.....	12
3.4、糖类公司估值提升.....	14
四、行业投资策略.....	14
4.1、行业“落后于大势”的评级.....	14
4.2、上市公司估值水平较高.....	15
4.3、行业宏观形势仍然有利.....	18
4.4、策略：投资小品种，等待有利时机.....	18
投资评级说明:.....	20
郑重声明:.....	20

一、农产品随全球商品反弹

1.1、全球性的商品价格上涨

从 2008 年 10 月份开始，全球大宗商品市场陆续触底反弹，并在 2009 年上半年出现步调一致的大幅上涨，其中原油从已最低点上涨超过 100%，最弱的品种反弹幅度也在 30% 以上。

连续 6 个月以上的上涨基本可以确认金融危机对经济的最坏影响或是最坏预期已经过去。在此背景下，主要大宗农产品价格出现了较大的反弹。本次农产品的价格上涨与供需联系不大，表现为追随其它商品的补涨。在 2008 年中表现强势的小麦和玉米上涨最少，糖、棉花等小品种表现较强，这与 2008 年农产品集体大涨不同。

表 1.1 2009 年 6 月主要矿类大宗商品反弹幅度

品种	低价月份	最低价格	6 月价格	涨幅 (%)
伦敦现镍	2008 年 10 月	8805	15525	+76
纽约原油	2008 年 11 月	33.20	72.04	+117
伦敦现铝	2009 年 2 月	1251	1640	+31
纽约黄金	2008 年 10 月	681.7	939.7	+38
伦敦现铜	2008 年 12 月	2778	5235	+88
伦敦现锌	2008 年 12 月	1045	1672	+60
伦敦现锡	2009 年 3 月	9950	13600	+37
伦敦现铅	2008 年 12 月	875	1771	+102

资料来源：东北证券整理

表 1.2 2009 年 6 月主要国际大宗农产品反弹幅度

品种	低价月份	最低价格	6 月价格	涨幅 (%)
美黄豆	2008 年 12 月	776.2	1245.6	+60
美小麦	2008 年 12 月	471	586	+24
美玉米	2009 年 2 月	305.4	426	+39
美棉花	2008 年 11 月	39.28	59.15	+61
美原糖	2008 年 12 月	9.44	15.2	+88

资料来源：东北证券整理

1.2、国内农产品市场较为稳定

与国际市场的强劲反弹相比，2009 年上半年国内农产品价格涨幅都很小，主要品种，小麦、玉米、大豆涨幅低于 20%。棉花、白糖两个小品种涨幅较大。

国内农产品的涨幅较小的原因是国家对市场的干预较强，2008 年金融危机爆发后一直对粮食进行托市保价，农产品价格得以维持，没有发生大的波动。此外，2005 年以来，国家对农业的支持力度很大，施行了粮食收购最低保护价政策。2005

年、2006 年国家在主产区及时启动了稻谷、小麦最低收购价执行预案，从 2007 年以来，稻谷、小麦的价格一直处在稳定的上升通道中。

2009 年河南、山东小麦主产区仍然丰产。自去年 10 月中下旬以来，主产区出现了 50 年一遇的旱情，导致麦苗根系不发达，状苗不足。今年 2 月份后，持续的旱情问题引起了国家高度重视，加大了对主产区的抗旱支持力度，对农户灌溉费用进行补贴。另一方面，3 月份以后，适宜的天气也为小麦成长提供了良好的气候条件，3 月份降雨较多，小麦生产高度虽不如往年，但同时也降低了倒伏的可能性。4 月份是小麦的抽穗季节，而 5 月是小麦的灌浆期，上旬以晴好天气为主，有利于小麦的灌浆，增强饱和度。中下旬以来的降雨可能会带来一定的病虫害威胁，但应属可控范围以内。据专家介绍，同往年相比，如果后期没有恶劣天气出现，以及病虫害防治得当。今年虽然不是高产年，但也是丰产年。

小麦市场价格坚挺。2008 年小麦最低收购价格水平，白小麦（标准品，下同）每市斤 0.77 元，红小麦、混合麦每市斤 0.72 元，今年国家把一级白小麦收购保护价提高至 0.91 元/斤，增幅较大，但低于小麦的市场价，山东、河北的小麦(普麦)价格却在 0.94—0.96 元 / 斤左右。

表 1.3 2009 年 6 月国内大宗农产品反弹幅度

品种	低价月份	最低价格	6 月价格	涨幅 (%)
大连豆	2009 年 4 月	3232	3802	+17
郑州硬麦	2009 年 1 月	1712	1882	+10
大连玉米	2009 年 1 月	1378	1630	+18
郑州棉花	2008 年 11 月	10180	13015	+28
郑州白糖	2008 年 10 月	2484	3808	+53

资料来源：东北证券整理

图 1.1 郑州硬麦 2007 年以来价格走势



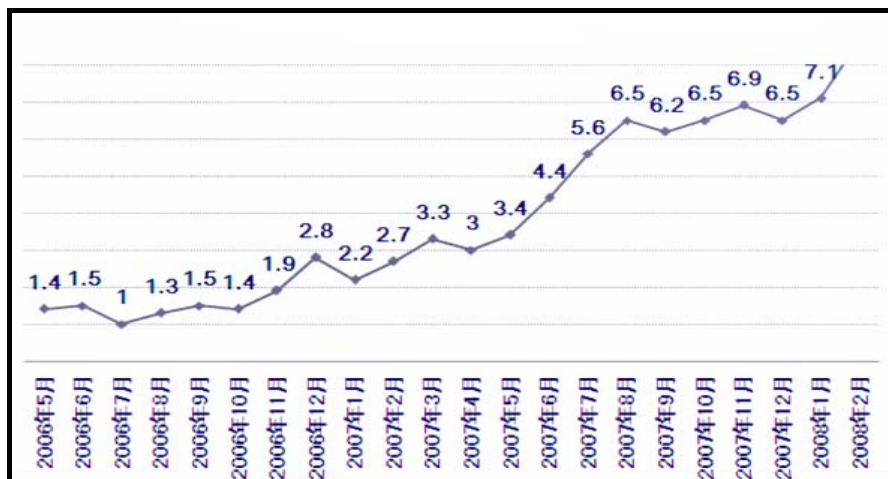
资料来源：东北证券整理

1.3、国内农产品和通胀的判断

农产品价格和居民消费通胀有着密切关系。一般认为农产品价格上涨引起食品价格上涨，继而拉动整体居民消费物价水平。但根据经验，在历次的大通胀中，首先是非农类大宗期货，不动产，金融产品急剧上涨，只有等到上涨中期以后，农产品价格才开始上涨，农产品的上涨往往意味着通胀的顶峰和拐点。因此，本人认为，判断农产品及农业形势需要综合判断是否存在通胀因素。

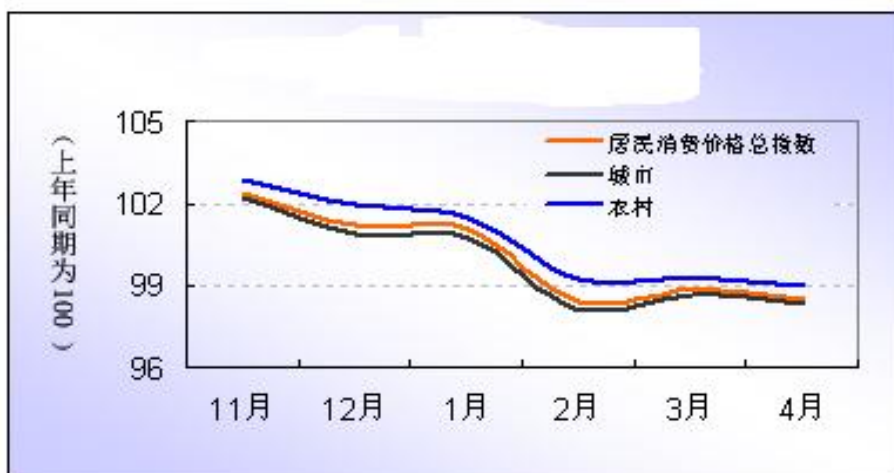
通胀将高位维持，大宗农产品价格在未来几年小幅上涨的可能性较大。2006年是本轮通胀的起点，历经两年，在2008年达到顶峰，2008年末，物价指数才开始小幅回调。5月份，居民消费价格总水平同比下降1.4%。其中，城市下降1.5%，农村下降1.0%；食品价格下降0.6%，非食品价格下降1.7%；消费品价格下降1.4%，服务项目价格下降1.3%。从月环比看，居民消费价格总水平比4月份下降0.3%；食品价格下降0.6%，其中鲜菜价格下降7.1%，鲜蛋价格上涨2.0%。我们看到，虽然物价总数在下降，但食品下降的幅度很小，食品中，也主要是肉及油脂下降较多，其余都同比上涨。肉禽及其制品价格下降15.5%（其中猪肉价格下降32.0%），鲜菜价格上涨22.2%，粮食价格上涨5.0%，油脂价格下降23.1%，水产品价格上涨0.9%，鲜果价格上涨13.6%，鲜蛋价格上涨3.4%，调味品价格上涨3.8%。由于粮食的基础作用，我们认为，食品的上涨仍在持续。

图 1.2 2006-2008 年居民消费价格指数（CPI）变化（%）



资料来源：国家统计局。

图 1.3 中国 2008 年末至今的居民消费物价指数

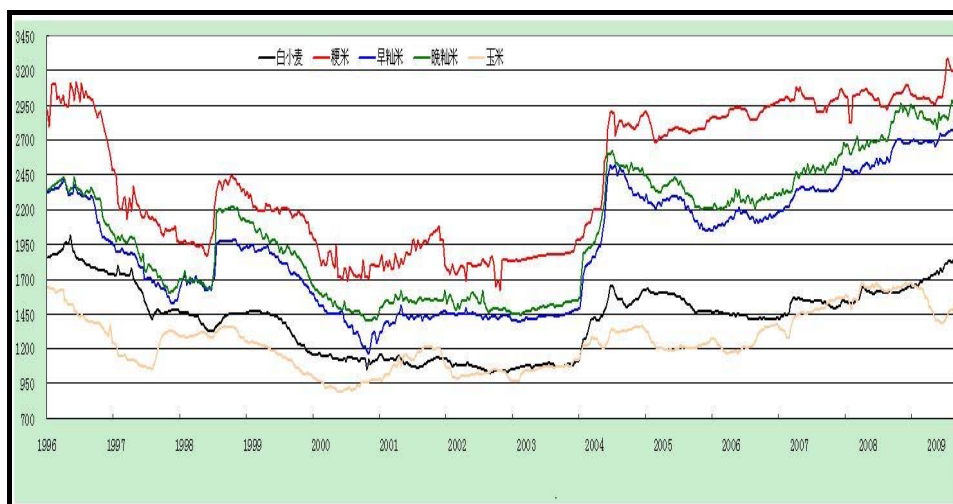


资料来源：国家统计局。

农产品价格继续上涨的基础因素。粮食在所有农产品中具有基础的定价作用，对食品及居民消费的影响较大。从粮价的历史分析，目前的粮价仍然很低，目前的基础粮食品种，小麦、稻谷、玉米的价格与 1996 年高点价格相差不大，而国内大部分的商品已远远高于 1996 年价格水平。2004 年以后，中国粮食价格虽然有所上涨，但基本稳定。

粮食与原油挂钩的倾向越来越明显，1996 国际原油价格为 26 美元，2009 年油价迅速从 33 美元涨至 70 美元，如果用油价来衡量，目前所对应的油价偏高，反过来，粮价偏低。我们认为，国内粮价有长期持续上涨的可能。

图 1.4 中国 1996-2009 年的主要粮食品种价格



资料来源：郑州商品交易所

二、粮食供需紧张局面得到缓解

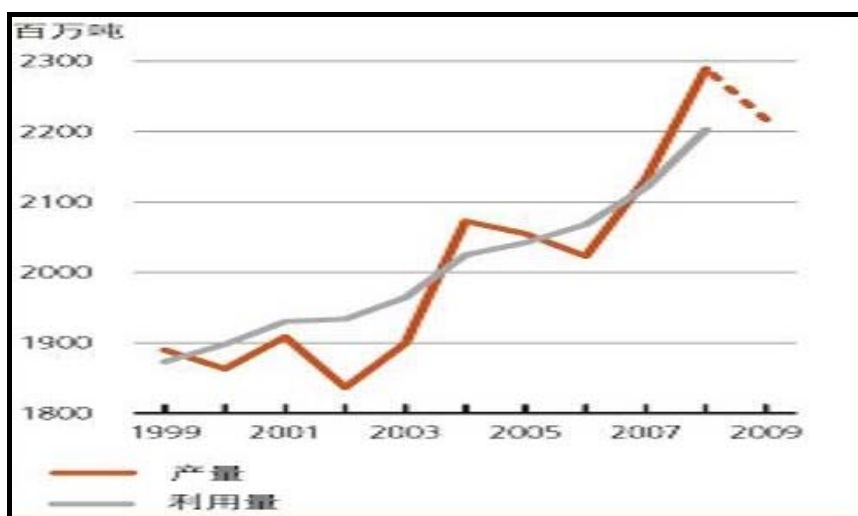
2.1、世界谷物的供应形势

世界谷物供应量大幅回升，2008/09 年度全球谷物库存量猛增

2008/09 年度全球谷物供求关系大幅好转的主要原因是 2008 年世界谷物产量大增，估计达创纪录的 22.89 亿吨，比 2 月份的估算多 200 万吨，比 2007 年的原纪录高 7%。因此，预测 2008/09 年度世界谷物库存量与利用量之比将从上年度的 20.2% 提高至 24.6%。多数谷物国际价格的下滑也确认了全球供应形势的回升，多数谷物的国际价格比 2008 年上半年创下的高点下滑了 50% 以上。但多数发展中国家粮食价格依然处于高位。

基于早期迹象，如果主产区域当前生长季节不出现恶劣天气条件，预测 2009 年世界谷物产量将高于平均水平，但比 2008 年的纪录回落 3%。这对 2009/10 年度供应量的影响可能在很大程度上被当前年度结转库存量的预期增长所抵消，而在新的（2009/10）销售年度的利用水平方面尚存在很大不确定性，当前的经济问题可能对谷物需求造成负面影响，尤其是动物饲料和生物燃料需求，从而造成供给过剩增加和世界市场价格下跌。

图 2.1 世界谷物的产量和利用量



资料来源：世界粮农组织

2.2、预计 2009 年产量小幅回落

粮农组织对 2009 年世界谷物产量的首次预测为 22.17 亿吨（其中稻米以碾米计），比去年的全球纪录低 3.1%，但仍是历史次高收成。预测小麦和粗粮减产，但全球稻米收成可能再次出现略微增长。预计粮食作物减收的部分原因是粮食播种面积总体水平（主要为小麦）在去年达极高水平之后出现减少。在若干主产国，粮价

比一年前大跌，但投入品价格仍相对较高，影响了农民的积极性，例如在欧盟，预计土地主动休耕面积将增加，或者转向油料作物生产，因为油料作物生产成本相对较低，生产效益可能较高。在目前早期阶段，对全球产量的预测还假定 2009 年许多国家的单产水平在去年创纪录之后将回归平均水平或趋势水平。

表 2.1 世界谷物产量预测（百万吨）

年度	2007	2008	2009 预测	2009 相对 2008 的变化（%）
小 麦	610.3	688.5	655.0	-4.9
粗 粮	1 081.4	1 141.9	1 100.0	-3.7
稻米（碾米）	440.8	458.7	461.9	0.7
合计	2 132.4	2 289.1	2 217.0	-3.1

资料来源：世界粮农组织。

2.3、世界谷物库存量将大幅回升，增幅大于先前预期

目前预测 2009 年结束的作物年度世界谷物季末库存量为 5.315 亿吨，比 2 月份的报告高出 3500 万吨，比 2008 年的水平高 19%。做出如此大幅的上调主要基于两个因素：若干国家的产量估算上调至创纪录水平，其中中国对 2006 年以来的产量估算上调幅度最大，以及粮农组织对谷物利用总量的估算进行了下调，这主要是由于受到 2006/07 年度开始的价格上涨对需求造成了影响。预计 2009 年结束的作物年度的世界谷物季末库存量与 2009/10 年度利用总量之比将达 24.6%，比上年度 20.2% 的水平大幅提高，略高于其五年平均值（2001/02-2005/06）。

预测小麦库存量增幅最大，达近 1.94 亿吨，比季初水平高 28%。预测主要出口国小麦库存总量将达 5100 万吨的三年高点。预测澳大利亚、欧盟和美国的库存量将由于 2008 年增产而翻一番以上。因此，预测 2008/09 年度主要出口国季末库存量与其消耗总量（国内利用量加上出口量）之比将比上年度约 11% 的低点大幅提高至 19.5%。预计其他许多国家小麦库存量也将增加，特别是中国。

预测 2008/09 年度世界粗粮库存量也将大幅提高，比季初水平增加 19%，至 2.19 亿吨，增量的大部分来自主要出口国。预测主要出口国季末库存量与其消耗总量之比将提高至 16.8%。预测中国的粗粮库存量也将大幅增加。

在稻米方面，2008 年产量高于先前预期，这造成全球库存量较上次预测进行了上调。因此，各国销售年度季末全球稻米库存量可能增至约 1.19 亿吨，为 2001 年以来的最高水平。在库存量增长中发挥了主要作用的国家包括孟加拉国、中国、埃及、印度、印度尼西亚、韩国、泰国和越南。季末库存量的增加可能将使全球稻米库存量与利用量之比从 2008 年 24.3% 提高至 2009 年的 27%。

表 2.2 世界谷物形势基本情况（百万吨）

制度	2006/07	2007/08	2008/09	2008/09 相对 2007/08 变化(%)
产 量	2 023.0	2 132.4	2 289.1	7.3
小 麦	601.6	610.3	688.5	12.8
粗 粮	992.4	1 081.4	1 141.9	5.6
稻米（碾米）	428.9	440.8	458.7	4.1
利用量	2 068.0	2 120.4	2 202.7	3.9
小 麦	622.2	617.9	646.3	4.6
粗 粮	1 018.4	1 064.6	1 107.3	4.0
稻 米	427.5	437.9	449.1	2.6
库存量	430.5	444.6	531.5	19.6
小麦	160.8	151.3	193.7	28.0
粗粮	165.3	183.9	218.7	18.9
稻米	104.5	109.3	119.1	9.0

资料来源：世界粮农组织。

2.4、3 月份以来国际小麦和稻米价格走弱，但玉米价格走强

3 月份国际小麦价格有所走强，但 4 月前两周的均价略微低于 3 月。市场受到小麦货源充裕和 2009 年作物前景普遍看好的影响，尤其是亚洲和近东主产国生长条件改善的影响。美国农业部 3 月底的一份报告预计该国小麦播种总面积将减少 7%（但减幅低于先前预期），这部分抵消了供应前景看好的影响。美国小麦（2 号硬红冬麦，墨西哥湾离岸价）均价每吨 242 美元，比一年前的水平低了三分之一，仅为 2008 年 3 月份高点水平的一半。在期货市场，价格走势继续受到今年全球季末库存水平不断上调（特别是若干主要生产/出口国）的影响，也受到外围市场走势的影响。因此，小麦期货交投依然低迷，接近 3 月份的交易量。

在 4 月上半月，世界玉米出口价格仍高于上个月均价，但价格走势波动幅度更为剧烈。对玉米行市形成支持的因素包括：南美洲发生旱情、持续多雨的条件可能造成美国播种推迟以及供应紧张和中国需求旺盛造成的大豆价格上涨所引起的溢出效应等。但饲料小麦货源充裕对出口价格形成了一定下行压力。美国玉米（2 号黄玉米，墨西哥湾）均价每吨 171 美元，比 3 月份均价高 3.6%。在这一水平上，玉米价格比去年 4 月份低了 31%，比 2008 年 6 月的高点水平低了 39%。在芝加哥，芝交所 7 月交割的玉米期货在 3 月份和 4 月上半月出现波动，原因是股权市场大幅波动、汇率走势不稳以及原油价格前景不明等。美国农业部最新报告显示，由于玉米价格下跌和投入品成本仍然较高，美国玉米播种面积可能比 2008 年下滑 1%。4

月份芝加哥 7 月期货均价比 3 月份高 4%，但比 2008 年同期低了 34%。

尽管进口需求相对较弱且出口供应量巨大，但以粮农组织稻米食品价格指数（2002-2004=100）表示的国际稻米价格自 2009 年 1 月以来保持稳定，指数企稳 270 点。价格较为坚挺的原因是若干主要出口国采取了一系列干预措施。例如，泰国 100%B 级白米 2009 年 4 月（两周）报价每吨 607 美元，比 3 月份低约 5%，但仅略微低于 2009 年 1 月份的每吨 611 美元。但当前国际稻米价格水平比 2008 年 4 月 873 美元的报价低了 30%，当时价格正在逼近其 5 月份高点（962.60 美元）。据报近期行市走弱的很大一部分原因是稻米进口需求持续低迷，而且泰国政府宣布在 4 月中旬从公共库存中投放稻米。尽管越南大量的春季收成投放市场，但其他主要出口国的价格仍保持稳定。稻米市场正在把眼光投向印度，因为该国大选期临近，从而可能放松对稻米出口的限制；这些措施仍对该国稻米出口形成障碍。政府的各项干预措施也对各国的相对竞争力造成了影响，例如美国的价格比泰国平均低 17%。

表 2.3 粮食贸易价格(美元/吨)

年度	2008		2009			
月度	4 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月
美 国						
小麦	382	240	256	241	244	242
玉米	247	160	172	163	165	171
高粱	243	151	148	145	153	151
阿根廷						
小麦	-	177	213	219	214	213
玉米	224	152	160	158	163	168
泰 国						
白大米	873	582	611	624	637	607
碎米	726	310	332	333	335	346

资料来源：世界粮农组织。

三、寻找行业投资机会：糖

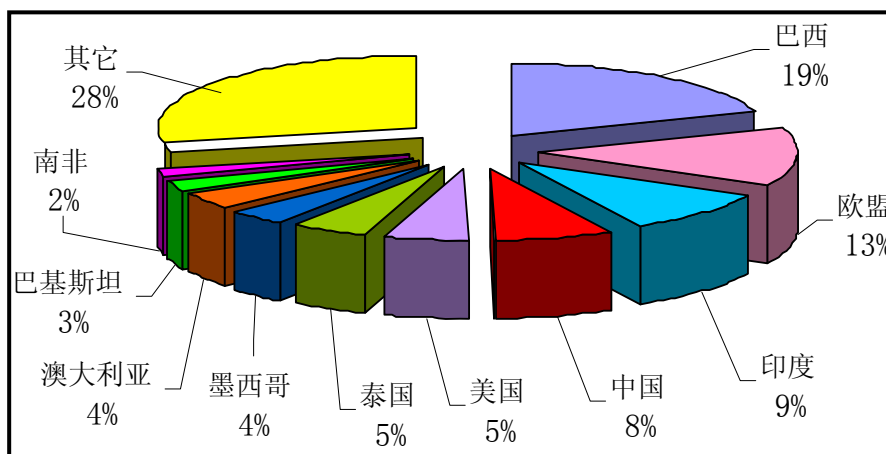
糖是 2009 年上半年涨幅最大的农产品，糖价已创 3 年新高，在粮食等大宗农产品供求缓解的情况下，全球食糖由供大于求变为供应不足。食糖行业投资机会出现。

3.1、世界食工业的特点：供应变化大，糖价波动剧烈

全球每年甘蔗产量约 10.6 亿吨，每年食糖产量 1.21-1.40 亿吨，消费量约 1.24 亿吨，国际贸易量约 3700 万吨，供求的变化都集中在 3700 万吨的世界食糖贸易量上。

世界食糖现货市场主要特点有：一是生产相对集中，且多数是第三世界国家，如巴西、印度、泰国、古巴。这些主要产糖国大量出口，而大的消费国生产不能自给，需要进口，如俄罗斯、美国。二是市场供求变化较大，价格波动剧烈。世界食糖平均生产成本超过 390 美元/吨，平均价格却经常只有其一半，远低于所有生产国的生产成本。三是各国糖业政策复杂多变，均为政府主导型管理模式，表现为“三高”，即高额国内支持、高进口壁垒和高出口补贴。

图 3.1 世界食糖产量前十国(地区)产量占总产量比例



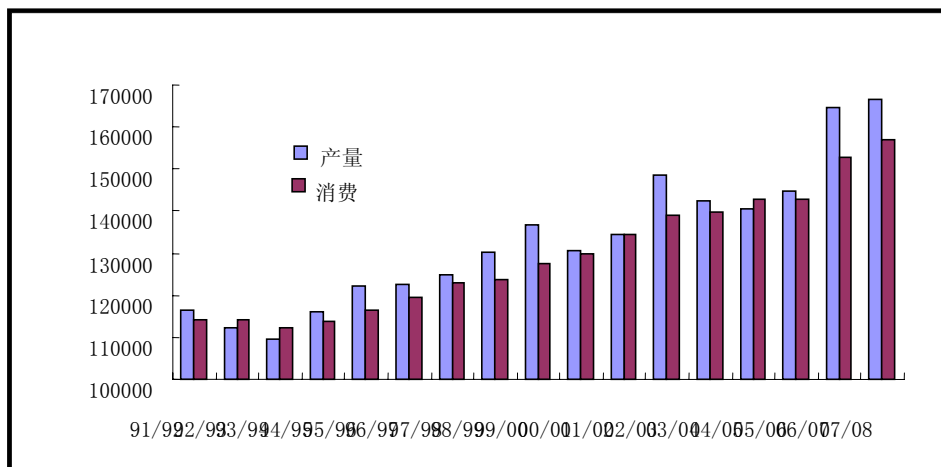
资料来源：郑州商品交易所

世界食糖市场价格波动较大，这是由世界食糖市场供求关系决定的。在食糖国际贸易中，普遍采取双边协议的形式稳定贸易关系，形成了食糖商品率高但自由贸易量小的局面，因此，当需求量增减时，糖价在短期内会暴涨暴跌。

3.2、食糖供过于求的形势有所改变

从 95/96 榨季开始，全球食糖消费量基本以 2% 的速度稳步扩大，产量同步增加，10 年多来，糖维持供过于求的状态，一直到 07/08 榨季。

图 3.2 世界食糖历年产量和消费量



资料来源：郑州商品交易所

国际糖业组织 ISO 预测 2007/08 制糖年全球食糖产量为 1.691 亿吨，供大于求 930 万吨，库存消费比高达 50%以上。预测 2009/10 年制糖期全球食糖供给将出现缺口。全球食糖产量预计为 1.623 亿吨，较上个制糖期减少 640 万吨，降幅为 3.8%。食糖消费量预计为 1.659 亿吨，较上一制糖期增长 2.35%，全球产销缺口为 360 万吨。另外，从初步的统计结果显示，2009/10 年制糖期全球食糖供需缺口有继续扩大的趋势，缺口可能会达到 500 万吨左右。

国内供应也出现了偏紧。在 4.24 日云南昆明举行的 2009 年全国食糖产销形势分析会上，公布的数据显示，2008/09 榨季，国内白糖在去年 1484 万吨产量的基础上减产 250 万吨，今年的产量预计为 1234 万吨，今年国内白糖市场供求关系发生了变换和逆转，由过去供大于求变为供小于求，或者供略小于求。

国际糖业 10 多年的供大于求的局发生了改变，开始出现少量的供应缺口，糖价是导致供需改变的根源。国际原糖在 1995 年就出现 15 美分/磅的价格，而 2008 年、2009 年原糖在 10-17 美分/磅之间波动，与 1995 年相差不大。而其它农产品，小麦、玉米、大豆目前的价格都远高于 1995 年的价格。国内白糖 2005/2006 为 5000-6000 元/吨之间，而 2008 年大部分时间在 3000 元/吨以下，甘蔗种植收益低于其它农作物。糖的比较收益下降明显，生产者种植积极性下降，近期糖价走强对糖价偏低的一种矫正。

3.3、糖价创 3 年新高

近两月来，国内外糖价出现强势横盘走势，郑州白糖连续交易价格在 3700-3850 元/吨之间缓慢上行，美国 7 月份交货原糖创近三年新高，突破 16 美分/磅后也维持在 15.5 美分之上，与此同时，国内外糖的远期合约更高，郑州白糖 2010 年 1 月合约维持在 4200 元/吨之上，美国明年 3 月份合约约为 17 美分/磅之上，显示投资者

对明年糖价更为看好。

在大宗农产品纷纷反弹上涨的背景下，糖的走势又有不同，走势有独立性。2007/2008 大部分农产品大幅上涨之时，糖表现疲弱，而本轮上涨似乎并非反弹，价格创新高有较强的支撑，国内外一致期未来供应偏紧。

图 3.3 郑州白糖连续走势



资料来源：东北证券

图 3.4 郑州白糖远期合约 1001 走势



资料来源：东北证券

图 3.5 美国 7 月份原糖走势



资料来源：东北证券

3.4、糖类公司估值提升

由于和糖价的紧密关联，糖类上市公司的估值较为困难，从历史上来看，糖类股票追随糖市表现，甚至是糖价预期，股价呈现过山车的走势，而公司业绩则是表现滞后。我们仅能根据行业状况，对公司估值作出大致的判断。

预计 2009 年下半年，白糖价格可以维持在 3800 左右价格，这将好于我们 3 月份 3500 元的预期。市场对 2010 年的糖价更为看好，远期合约在 4200 元以上，远好于目前。而国际原糖创新高后走势依然坚挺。综合以上信息，我们认为，糖类股票应有较好表现。

按最近两月数据，重点糖类上市公司 2009 年的预期业绩将有较大增长，市场对 2010 年业绩的预期也更为乐观。

四、行业投资策略

4.1、行业“落后于大势”的评级

2009 年上半年农业股表现远不及 2008 年，广大投资者对农业股关注度较高，但表现很一般。第 1 季度农业股略强于指数，5 月份以后开始弱于大势。我们认为 5 月份的走弱是一个开始，农业股在 2009 年下半年的表现会延续弱势状态。农业股走势的原因是全球范围内粮食供需得以缓解，对农业投资的热情开始降温。另一方面，国际金融危机初步得以修复，投资者信心恢复，不必集中在较为保守的农产品上。在国内，5 月份以后，大盘蓝筹、金融地产重新掌握了主动权，农业股由于行业分散、估值高而自然退场，进入了潜伏期。我们顺应大势，给予行业“落后于大势”的评级。但我们认为，在下半年的一些时段，农业股仍然有不可替代的投资价值，其表现与 2007 年末相似。

图 4.1 A 股触底反弹以来的农林指数走势



资料来源：东北证券整理

图 4.2 农林指数与沪深 300 在 2006 年以来的走势比较



资料来源：东北证券整理

从 2006、2007、2008 年 3 年牛熊表现的行情中看，农业股在大蓝筹行情中滞胀，但在行情末期异军突起，创出新高。从农产品价格表现来看，粮食涨价总在其它商品之后，因此农业股表现有内在的合理性。

4.2、上市公司估值水平较高

2008 农业类上市公司经营业绩表现一般。其中 60% 以上的公司业绩同比下滑，约占半数的公司每股收益在 0.2 元以下，2009 年 1 季度这些绩差的表现极不稳定，波动较大，2009 年 1 季度这种情况没有显著改变。

我们在 2008 年和 2009 年推荐过的公司有：北大荒、开创国际、绿大地、中

牧股份、天康生物、诺普信、农产品、南宁糖业、贵糖股份表现稍好，可以继续关注，是农业类上市公司中价值型公司。

表 4.1 农林类上市公司的业绩指标

子行业	公司	2008 年 EPS	2009 年 1 季 度 BPS	2008 年净利 润同比增长 (%)	2009 年 1 季度 净利润同比 增长 (%)
种植业	北大荒	0.35	2.82	10	-4
	亚盛集团	0.05	1.19	16	-9
	新农开发	-0.26	2.98	-298	163
	新赛股份	0.04	3.75	-48	-89
种子	敦煌种业	0.07	3.09	195	-24
	丰乐种业	0.13	2.29	-18	-20
	禾嘉股份	-0.18	0.92	-2175	-46
	登海种业	0.01	3.78	-66	16
	隆平高科	0.26	3.70	32	-81
水产	好当家	0.20	1.91	-38	-36
	东方海洋	0.38	8.51	20	2
	大湖股份	-0.31	1.15	-1029	39
	开创国际	0.38	2.21	4209	89
	獐子岛	0.55	5.53	-25	7
	中水渔业	-0.06	1.94	-401	84
林产	永安林业	0.02	1.85	-82	-52
	景谷林业	0.07	2.99	-74	-541
	威华股份	0.22	5.64	-60	-224
	升达林业	0.11	2.33	-38	-239
	大亚科技	0.38	3.93	-7	-7
园林绿化	绿大地*	1.03	8.89	35	16
养殖	罗牛山	0.09	1.70	-78	-44
	民和股份	0.48	5.72	-39	-106
	正邦科技*	0.15	1.68	5	9
	福成五丰	0.07	1.87	0	-144
	新五丰	0.05	2.46	-57	24
制糖	南宁糖业*	0.22	2.48	-79	-183
	贵糖股份	0.26	2.54	4	-112
饲料	天邦股份	0.65	2.70	301	17
	通威股份	0.15	1.55	-19	-215
动物疫苗	中牧股份*	0.51	5.07	3	115
	金宇集团	0.41	2.82	-22	-43
	天康生物*	0.65	2.70	34	18
农药制剂	诺普信*	0.59	3.42	44	29
农批	农产品*	0.12	6.29	-69	-29
综合	顺鑫农业*	0.50	5.20	50	-46

数据来源：WIND

整体上看，农业类上市公司的估值水平较高。农业上市公司中绩差股 PE 在 50 倍以上，经营情况良好的上市公司市盈率为 30-40 倍之间。我们按照 2009 年的业绩预期增幅，对其估值水平进行了评估，分为股价充分反映预期、适中、未充分反映（低估）3 大类，股价与业绩无关联的为“否”，36 家上市公司中，大部分公司的股价与业绩增长预期无关联，北大荒、大亚科技、中牧股份、农产品、顺鑫农业的经营情况虽然较好，但估值较高，股价反映过度，PE 在 40 倍左右；估值适中的有绿大地、威华股份、南宁糖业、贵糖股份、天康生物和诺普信，估值适中，但仍远高于主要的蓝筹股，无明显估值优势。只有开创国际一家公司，估值较低，有明显的估值优势。

从 PB 水平上看，农业类上市公司 PB 水平在 3.0 以上，无明显优势，根据经验，绩差农业类上市公司，PB 在 2 以下，政策利好对股价的拉动作用明显，如果 PB 在 4 以上，风险较大。

表 4.2 农林类上市公司股票二级市场的估值

公司	2009 年 6 月 15 日 PE	2009 年 6 月 15 日 PB	2009 年预期增幅 (%)	股价是否反映预期
北大荒	37	4.2	+5	充分反映
亚盛集团	99	3.9		否
新农开发	-34	2.9		否
新赛股份	217	2.5		否
敦煌种业	163	3.9		否
丰乐种业	87	4.8		否
禾嘉股份	-36	6.7		否
登海种业	1383	5.0		否
隆平高科	69	4.7		否
好当家	35	3.5	-30	否
东方海洋	47	2.1	+5	否
太湖股份	-15	3.9		否
开创国际	20	7.0	+23	未充分反映
獐子岛	37	3.7	+10	充分反映
中水渔业	-121	3.8		否
永安林业	330	3.9		否
景谷林业	160	3.7		否
威华股份	42	1.7		适中
升达林业	77	3.5		否
大亚科技	22	2.1		充分反映
绿大地*	33	3.7	+15	适中
罗牛山	48	2.6		否
民和股份	31	2.6		否
正邦科技*	57	4.8		否
福成五丰	88	3.3		否
新五丰	172	3.1		否

南宁糖业*	158	3.6	+170	适中
贵糖股份	38	3.3	+80	适中
天邦股份	18	4.6		否
通威股份	61	6.0		否
中牧股份*	50	6.8	+5	充分反映
金宇集团	36	3.6		否
天康生物*	36	3.6	+20	适中
诺普信*	36	5.9	+30	适中
农产品*	145	2.7	+10	充分反映
顺鑫农业*	23	2.2		充分反映

资料来源：东北证券

4.3、行业宏观形势仍然有利

根据国际粮农组织的报告，2008/2009 年度世界粮食总产量提高了 7.3%，库存量上升了 19.6%，粮食紧张的局面得到了缓解，这使得农产品的炒作降温。但从长期来看，世界粮食偏紧，中国粮食保障不足，作为大国崛起的基础，农业是最薄弱的环节，政策的力度越来越大。中国目前的粮食价格与 1996 年水平接近，处于较低水平，具有持续上涨的可能性。2009 年农业仍有投资机会。

4.4、策略：投资小品种，等待有利时机

当前农业类上市公司估值较高，行业情况也不支持。我们认为，行业整体投资时机应该在 2009 年第 4 季度出现。

重点关注公司北大荒、大亚科技、中牧股份、农产品、顺鑫农业、绿大地、威华股份、南宁糖业、贵糖股份、天康生物和诺普信，股价降至 30 倍 PE 以下，可以进行投资。

开创国际估值优势明显，给予“谨慎推荐”评级；糖业形势向好，给予“谨慎推荐”评级。

其它股价与业绩脱钩的公司，投机性较强，我们建议在 2 倍以下 PB 关注，并配合出台的政策。

谨慎推荐 3 家公司：贵糖股份、南宁糖业、开创国际。

贵糖股份(000833)：2008 年实现营业收入 13.9 亿元，比去年同期增 5.51%；实现净利润 6,457 万元，同比增长 4.22%。机制糖的产量为 12.05 万吨，同比增长 1.09%，糖业收入为 4.64 亿，营业利润率 8.75%；浆纸产量达到了 15.42 万吨（风干），同比增长 1.92%，文化用纸产量 11.19 万吨，同比增长了 4.9%，生活用纸产量 4.12 万吨，同比增长 2.92%，造纸业收入为 9.175 亿，营业利润率为 23.51%。

预计 09 年纸业利润稳定，按当前糖价，公司糖业收入增长 10%，利润净增加 5614 万，2009 年净利润为 12071 万元，每股收益 0.41 元，增幅为 87%。公司股价为 8.46 元，给予“谨慎推荐”。

南宁糖业(000911): 2008 年公司实现营业收入 3,297,842,311.68 元,与上年同比增长 5.16%,营业利润 50,544,476.23 元,同比下降 64.64%,归属于上市公司股东净利润 2692 万元,同比下降 71.15%。2008 年公司实际生产机制糖 74.20 万吨,比上年同期增长 27.25%;机制浆 12.19 万吨,机制纸 5.26 万吨(母公司),与上年基本持平;酒精 1.74 万吨,比上年同期增长 53.98%。公司制糖业收入 18.44 亿元,营业利润率为 16.30%,纸业收入 11.11 亿,营业利润率为 17.11%。

预计公司 2009 年糖业收入上升 15%,公司净利润为 17800 万元,每股收益 0.60 元。公司股价 15.40 元,给予“谨慎推荐”评级。

开创国际(600097): 公司是国内经营最好的远洋渔业公司,拥有中国最大的一支大洋性捕捞船队,涉渔品种主要为竹荚鱼和金枪鱼。根据公司重组时的业绩承诺,2009 年将实现收入 10.8 亿,净利润 1.86 亿,每股收益 0.92 元。根据最近半年的跟踪,公司经营环境稳定,业绩承诺可以实现,2010 年后经过再融资,业绩增长仍可持持续。开创国际当前股价以 2009 年预期每股收益计算,PE 约为 17 倍,是农业板块中估值水平最低的上市公司。估值优势明显,给予“谨慎推荐”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 63367000

传真: (8621) 63373209