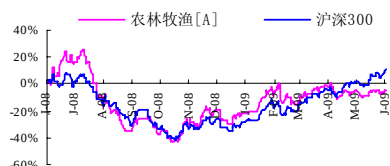


农林牧渔

维持评级：中性

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
农林牧渔	0.1%	6.2%	-4.5%
沪深 300	8.4%	29.4%	11.1%

重点公司	6m%	YTD%	评级
敦煌种业	15.2	4.3	买入
南宁糖业	69.1	-15.6	增持
北大荒	1.2	-8.9	增持
天康生物	102.0	71.9	中性

相关报告

《政策调控价格走向—2009 年 6 月份农业投资策略》，2009 年 5 月
 《行业仍具投资机会—2009 年 5 月份农业投资策略》，2009 年 4 月
 《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

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。

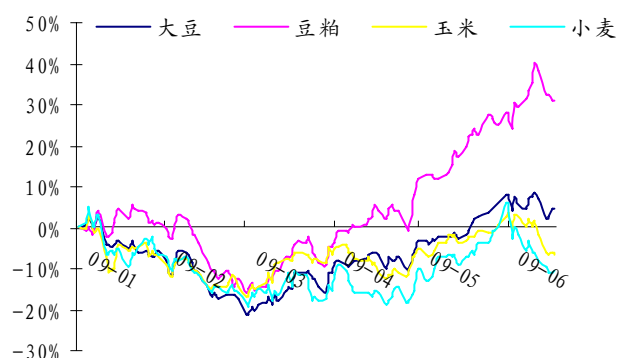
- 国内农产品价格稳中有升，但幅度有限。促进农民增收是我国今年农业的政策目标，若农产品价格下降，国家将会出台政策保持农产品价格的稳定。反弹幅度有限的原因主要在于两点：第一，国产大豆油脂加工业开工率低及饲料行业的低迷，对原料的有效需求不会大幅提升；第二，国家收储力度较大，价格上升到一定幅度，将会面临抛储压力。
- 长期看好糖价。本榨季供需紧平衡基本已经确定。我们预计 4000 元/吨的糖价将是抛储的临界点。目前糖价对消费数据偏好已经反映，因此，我们认为本榨季后期糖价将在高位运行。在本榨季供需紧平衡下，由于种植面积下降而需求可能上升的情况下，我们长期看好糖价。下一波较大行情将可能发生在 9 月份或新榨季来临前后。
- 种业仍处景气周期。粮食最低收购价和种子补贴提高，促进农民种植积极性，种子需求增加；在制种量连续下降的情况下，供需矛盾环节，种子价格也有所上升。
- 棉花景气略有回升，未来价格需看抛储进度。随着国家收储及下游补充棉花库存，棉花价格自 2 月份以来出现上升行情。面对资源可能紧张，国家拟抛储 150 万吨棉花，储备棉的抛储将对棉花价格的上升起到抑制作用。
- 生猪养殖业仍将处底部。《调控预案》已经启动，拟收储 12 万吨冻猪肉。生猪和能繁母猪存栏量依然处于较高水平，《调控预案》的启动只能平抑猪肉下滑速度或使猪肉价格保持在盈亏平衡点附近，生猪养殖仍将处于底部。
- 饲料行业依旧低迷。养殖积极性降低，并随着生猪出栏的增加，对饲料需求下降；玉米价格稳定，大豆、豆粕价格处于上升趋势，饲料成本环比上升。
- 我们预计后期国家将继续出台林权改革的配套措施，加快林业改革，也给林业板块带来投机机会。
- 维持行业“中性”投资评级。国内农产品价格稳中有升，但幅度有限。稳粮增收的政策目标已初见效果，短期内继续出台扶持政策的可能性较弱。农林牧渔板块估值溢价高，不具优势。故维持“中性”评级。子行业方面，我们倾向于选择拐点已显现的糖行业和处于景气周期的种业。重点公司继续推荐敦煌种业、南宁糖业。

在美元贬值及农产品减产预期下，国际农产品价格出现上涨

在经过年初的下跌后，自 3 月份国际农产品价格出现上升的行情。截止 6 月 18 日，CBOT 大豆、豆粕、玉米和小麦分别较最低时上涨 25.61%、46.68%、9.97% 和 8.51%。主要是由于美元贬值下的通胀预期及美国农业部每月公布的农产品库存消费比的逐渐下降。

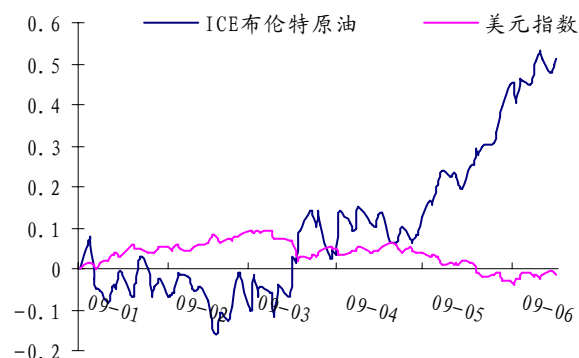
流动性增加带来美元贬值，推动农产品价格回升。美联储 3 月份表示将在未来 6 个月内购入至多 3000 亿美元的长期国债，并将购入至多 7500 亿美元的抵押贷款支持证券。美国的这一决定，意味着美联储通过印钞方式来解决资金来源，将直接带来美元贬值。根据我们之前实证的美元与农产品、原油价格之间的负相关性，美元贬值推动农产品价格回升。

Figure 1 CBOT 农产品价格走势



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 2 美元指数、原油价格走势



资料来源：WIND、国海证券研究所

美国农业部每月预测的主要粮食作物库存消费比的下降也带动了农产品价格的回升。据美国农业部 6 月份预测数据，2009/10 年度主要粮食作物除大豆外，其余产量均较 2008/09 年度下降。6 月份预测的主要粮食作物的库存消费比，除豆油、小麦外，其余均较上月预测值出现下降。

Figure 3 全球主要粮食作物产需及库存情况

		2007/08	2008/09E	2009/10E
产量	小麦	609.7	682.68	657.63
	玉米	791.63	787.83	785.14
	大豆	221.1	212.79	241.72
消费	小麦	616.61	635.7	642.77
	玉米	770.28	778.6	796.52
	大豆	229.52	222.49	231.49
期末库存	小麦	120.07	167.05	181.9

Figure 4 全国主要粮食作物库存消费比预测情况

	6 月预测	5 月预测	6 月比 5 月预测减少
大豆	22.03%	21.65%	-0.38%
豆粕	3.15%	3.13%	-0.02%
豆油	6.79%	6.99%	0.20%
小麦	28.46%	28.62%	0.16%
玉米	15.79%	15.49%	-0.30%
棉花	49.85%	48.82%	-1.03%

玉米	130.35	139.58	128.19
大豆	53.09	42.55	51.88

资料来源: USDA

资料来源: USDA

在美元可能继续贬值的预期下,我们预计国际农产品的价格将有可能继续上涨。

国内农产品价格走势稳中有升,但幅度有限

稳粮增收是我国农业 09 年的工作重点,目前已初见效果。截止 2008 年,我国粮食已经连续 5 年实现增产。为保障粮食的继续增产及农民的增收,国家采取了增加补助、提高粮食最低收购价及临时收储等政策。在国家政策的支持及单产提高下,我国夏粮即将迎来连续 6 年增产。预计 09 年我国夏粮总产将超过 2450 亿斤,是国内首次连续六年增产。

Figure 5 近 5 年来我国粮食最低收购价

	早籼稻	中晚籼稻	粳稻	白小麦	红小麦	混合麦
2005	0.7	0.72	0.75			
2006	0.7	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2007	0.7			0.72	0.69	0.69
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2009	0.9	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83

资料来源: 国海证券研究所

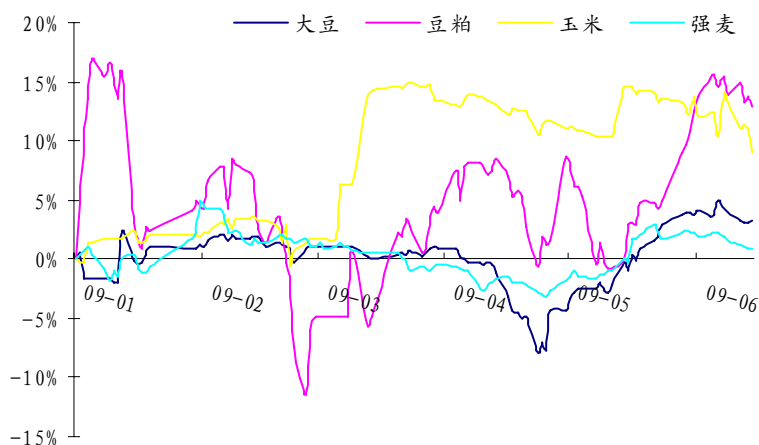
Figure 6 2008 年 10 月份以来国家临时收储计划表

	日期	稻谷 (万吨)	玉米 (万吨)	大豆 (万吨)	收储价格 (元/吨)
第一批	2008.10.20	1000	500	150	大豆: 3700
第二批	2008.12.03	750	500	150	玉米: 1500
第三批	2008.12.25	0	2000	0	东北粳稻:
第四批	2009.01.12	500	0	300	1840
第五批	2009.2.23		1000		南方稻谷:
第六批	2009.4.29			125	1880
合计		2250	4000	725	

资料来源: 国海证券研究所

在临时收储政策下,我国农产品价格已经企稳回升。自 2008 年 10 月 20 日起,国家已分 6 批实施收储计划,总收储力度较大,大豆收储占大豆总产量的 43%左右,玉米收储量占玉米总产量的 24%;稻谷收购量占总产量的 12%。目前,效果已经显现,临时收储带来的供需矛盾缓解促进价格已经企稳回升。大宗农产品价格已经处于或略高于收储价。

Figure 7 国内主要农产品期货价格走势



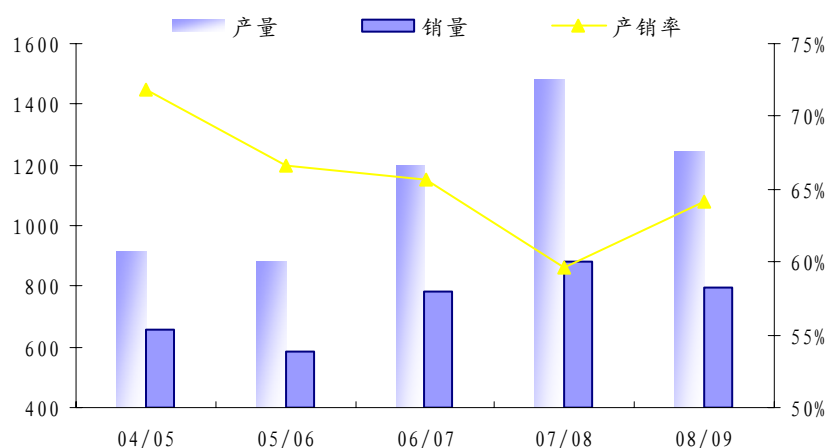
资料来源：WIND、国海证券研究所

预计我国农产品价格下半年将继续稳中有升，但上升幅度有限。促进农民增收是我国今年农业的政策目标，若农产品价格下降，国家将会出台政策保持农产品价格的稳定。我们认为反弹幅度有限的原因主要在于两点：第一，国产大豆油脂加工业开工率低及饲料行业的低迷，对原料的有效需求不会大幅提升；第二，国家收储力度较大，价格上升到一定幅度，将会面临抛储压力。美元贬值预期带来的农产品期货价格的上升，我们可以将之视为我国农产品价格走势的先行指标，我国农产品价格走势则相对滞后。

长期看好糖价

08/09 榨季食糖供需紧平衡。截止 5 月底，本榨季全国累计产糖 1242.89 万吨；累计产销率为 64.17%，比去年同期上升 4.59 个百分点。除云南 1 家企业未收榨外，其余均已收榨，预计本榨季食糖减产 240 万吨左右。下游消费进入旺季后，食糖累计产销率自 4 月份开始连续高于去年同期水平，说明本榨季食糖的消费并没有出现萎缩，从各主要含糖食品产量的增速也可以反映出来。从本榨季开始至 5 月份，除乳制品、果汁及果汁饮料产量增速为负外，其余均为正值。但从各含糖食品产量环比增速看，产量增速为正，且出现上升，我们可以判断本榨季食糖消费量将至少与上年度持平，达到 1350 万吨。我们预计本榨季食糖供应量为 $1245 \text{ (本榨季产量)} + 100 \text{ (结转库存)} + 60 \text{ (一般贸易净进口)} - 60 \text{ (国家+地方收储)} = 1345 \text{ 万吨}$ ，供需紧平衡。

Figure 8 各榨季 5 月底累计产量、销量及产销率 (万吨)



资料来源: 广西糖网、国海证券研究所

Figure 9 各榨季主要含糖食品截止 5 月产量增长情况 (万吨)

	07/08 榨季	同比累计增速 (%)	08/09 榨季	同比累计增速 (%)
糖果	66.81	18.94%	75.93	13.66%
糕点	39.36	5.53%	47.54	20.79%
饼干	166.00	48.80%	168.31	1.39%
乳制品	1080.75	12.88%	1031.11	-4.59%
罐头	297.63	20.06%	326.18	9.59%
碳酸饮料	564.81	10.21%	612.08	8.37%
果汁及果汁饮料	642.09	19.27%	633.50	-1.34%

资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 10 主要含糖食品产量环比增长情况 (万吨)

	2009 年 1-4 月产量	同比累计增速 (%)	2009 年 1-5 月产量	同比累计增速 (%)
糖果	40.88	10.90	52.10	14.79
糕点	27.23	6.64	34.42	5.26
饼干	91.51	2.40	116.21	-0.59
乳制品	586.43	2.67	750.02	3.34
罐头	173.88	7.52	217.24	8.12
碳酸饮料	342.51	2.94	443.86	5.44
果汁及果汁饮料	372.23	28.22	471.44	24.07

资料来源: WIND、国海证券研究所

长期看好国内糖价。08/09 榨季已经进入食糖纯销售期, 全国食糖工业库存约为 445.27 万吨, 与上榨季 6-9 四个月的销糖量 447.18 万吨基本一致。广西糖协近日也表示, 暂无抛储计划, 我们预计 4000 元/吨的糖价将是抛储的临界点。目前糖价对消费数据偏好已经反映, 因此, 我们认为本榨季后期糖价将在高位运行。由于种植效益比下降、干旱天气及广西新榨季甘蔗收购价的提早出台, 各主要产糖区的种植面积均有所下降, 其中, 新疆种植面积减幅达到 19.4%; 广东减少 10 万亩; 云南减幅 3.1%; 广西减幅 1.9% (广西种植面积减少幅度统计数据出入较大, 我们选择广西统计局数据, 且为目前最保守数据)。随着经济的复苏, 下游需求增加将带动下榨季食糖消费可能增长。在本榨季供需紧平衡下, 由于种植面积下降而需求可能上升的情况下, 我们长期看好糖价。下一波较大行情将可能发生在 9 月份或新榨季来临前后。

Figure 11 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

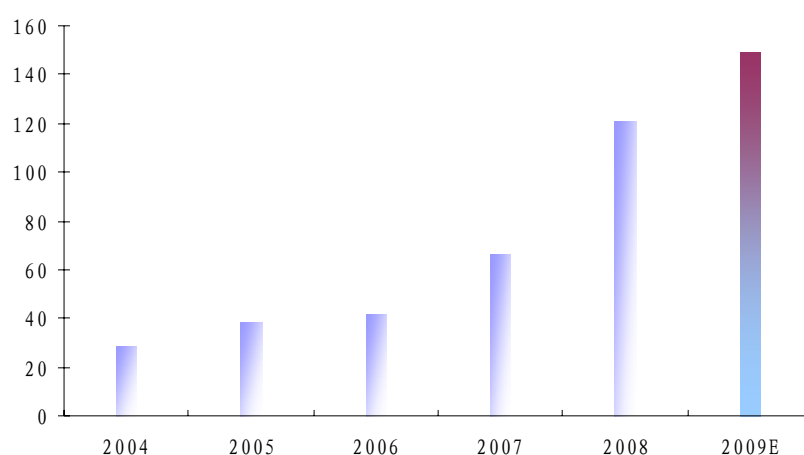
种业处景气周期

09 年粮食最低价提高。2009 年小麦最低收购价较去年提高 0.11 元，幅度为 13%~15.3%；稻谷最低收购价提高 0.13 元，上调幅度为 16%，是 2004 年中国实行粮食收购价保护政策以来最大的一次。而最低收购价的提高，将有效刺激农民种植积极性的提高，增加种子需求。

09 年良种补贴资金和范围进一步扩大。中央财政为支持春耕备耕提前预拨了 149 亿元良种补贴，比 2008 年增长 23.45%。农业部和财政部联合下发《2009 年中央财政农作物良种补贴项目实施指导意见》，实现全覆盖的品种由 08 的水稻扩大到小麦、玉米和棉花，大豆补贴范围扩大到东北三省和内蒙古自治区，补贴标准不变。从补贴方式上看，规定水稻、玉米采取现金补贴；小麦、大豆和棉花可以采取售价折扣，也可以采取现金补贴。08 年采取的折价供种方式，使部分地方的寻租现象严重，有竞争力的种子需求被挤占。而今年采取的现金补贴方式，有利于具备品种竞争力的种子企业。

Figure 12 历年良种补贴额

单位：亿元



资料来源：国海证券研究所

Figure 13 09 年良种补贴范围和标准

补贴范围		补贴标准
水稻	全国	早稻 10 元/亩，中、晚稻 15 元/亩

小麦、玉米	全国	10 元/亩
棉花	全国	15/亩
大豆	东北三省和内蒙古自治区	10/亩

资料来源：国海证券研究所

受制种面积连续下降影响，09 年玉米和稻谷种子过剩程度有所缓解。据全国农技中心预测，09 年玉米新制种量降为 10.2 亿公斤，少于 10.98 亿公斤的市场需求量，造成 7% 的市场缺口，为满足市场的需求，库存消耗明显增加，预计 09 年的库存将再次下降至 5.32 亿公斤；稻谷制种量 2.09 亿公斤，库存将下降至 0.47 亿公斤，略高于理想库存。

Figure 14 历年玉米种子供需和库存数据

销售年度	2005	2006	2007	2008	2009E
上年制种面积（万亩）	375	423	490	345	301
制种产量（亿公斤）	9.7	12.1	16.2	10.5	10.2
上年有效库存（亿公斤）	2.8	2.8	3	7.4	6.1
合计（亿公斤）	12.5	14.9	19.2	18	16.3
需种量（亿公斤）	9.2	9.5	10	10.7	10.98
计划种植（亿亩）	3.6	3.72	4	4.28	4.39
库存（亿公斤）	3.3	5.4	9.2	7.3	5.32

资料来源：国海证券研究所

Figure 15 历年稻谷种子供需和库存数据

销售年度	2005	2006	2007	2008	2009E
上年制种面积（万亩）	144	150	150	114	94.6
制种产量（亿公斤）	2.6	2.7	2.7	2.15	2.09
上年有效库存（亿公斤）	0.5	0.8	0.8	1.2	0.82
合计（亿公斤）	3.1	3.5	3.5	3.35	2.91
需种量（亿公斤）	2.9	3	2.95	2.35	2.44
计划种植（亿亩）	2.5	2.5	2.5	2.36	2.46
库存（亿公斤）	0.2	0.5	0.55	1	0.47

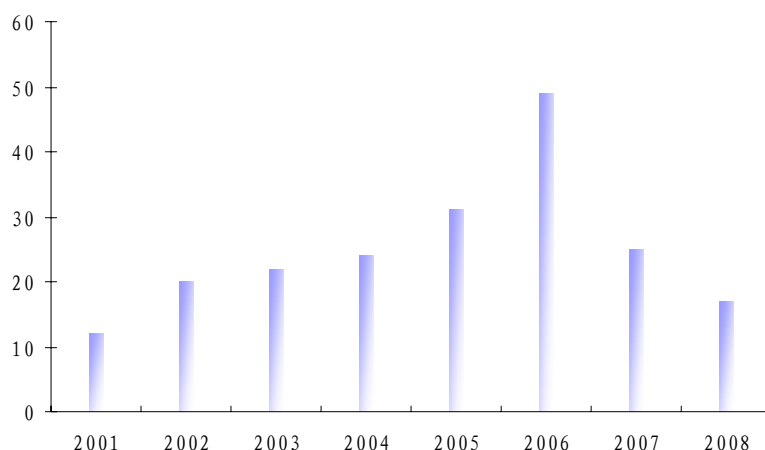
资料来源：国海证券研究所

在稳粮增收的政策目标下，粮食种植业和上游种子行业是长期受益的。粮食最低收购价和种子补贴提高，促进农民种植积极性，种子需求增加；在制种量连续下降的情况下，供需矛盾环节，种子价格也有所上升，种业仍处于景气周期。

种子的核心竞争力是品种研发，我国玉米种子企业主要的研发模式是自主研发和购买品种。自主研发模式的前期投入较大，时间长，在较长时间内的成效小；购买研发品种具有周期短、灵活性强和覆盖范围大的特点。从“十一五”期间数据看，国内培育新品种的难度在加大，国

家通过普通玉米品种的数量也在不断下降。在国内玉米种子研发实力最强的企业是登海种业，其最新品种超玉系列部分已经经过审定，但业绩的快速增长还需时日，我们预计最早也会在 2010 年。与外资合资方面，在之前的报告《敦煌种业调研报告：公司迎来快速发展》中我们已经详细论述了先锋公司的竞争优势，及敦煌种业更具优势与其合作。因此，我们推荐公司业绩将快速增长的敦煌种业。

Figure 16 2001~2008 年国审通过普通玉米种子的数量

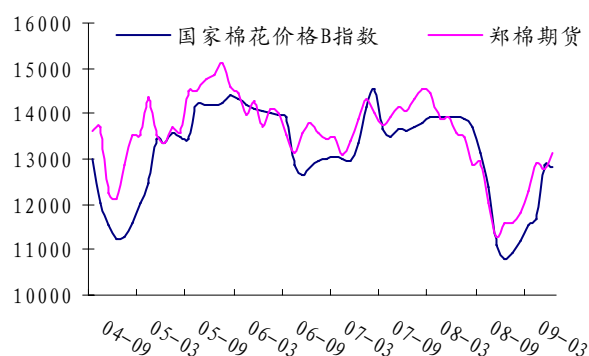


资料来源：农业部

棉花景气略有回升，未来价格需看抛储进度

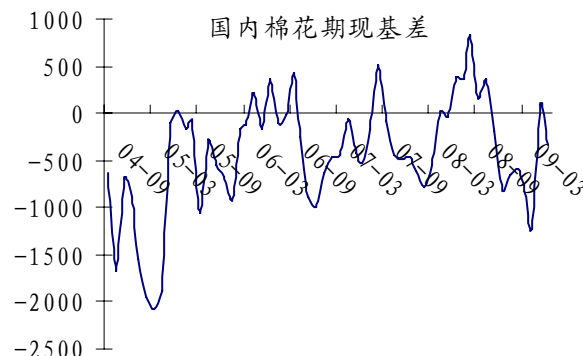
在国家收储政策及下游需求回暖下，我国棉花价格出现上涨行情。截止 6 月 19 日，国家棉花价格 B 指数上涨至 12814 元/吨，比年初上涨 19%，期限基差绝对值也在合理区间内。

Figure 17 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 18 国内棉花期限基差（元/吨）

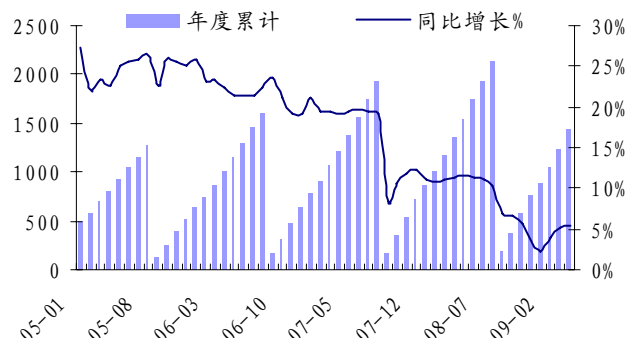


资料来源：中国棉花商务网

下游需求未见明显好转。受出口退税影响，纺织企业订单略有增加，全国纱产量及纺织服装品出口数据自 2 月份开始略有好转。但全国纱产

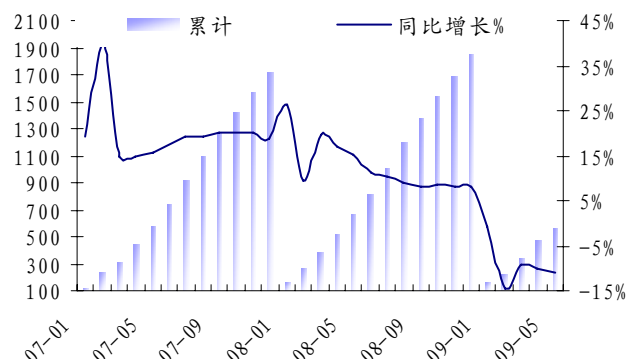
量同比增速仍处于底部；纺织服装品出口额同比增速依然为负增长。

Figure 19 全国纱产量（万吨）



资料来源：中国棉花商务网

Figure 20 纺织服装品出口额（亿美元）



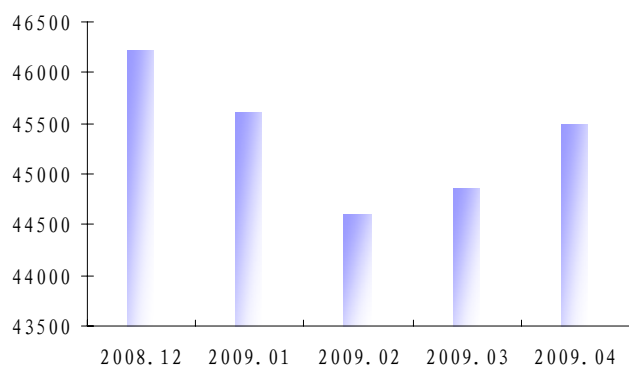
资料来源：中国棉花商务网

棉花未来价格走势需看抛储力度。08/09 年度国家收储棉花 272 万吨，约占总量的 37%，收储力度较大。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。因此，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。

生猪养殖业仍将处底部

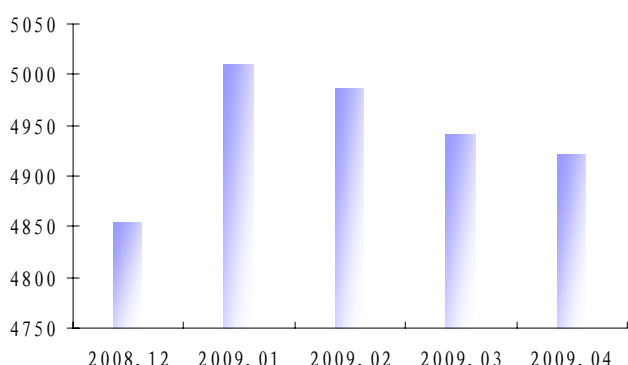
自 2007 年猪肉价格大幅上涨后，国家出台了一系列鼓励生猪养殖的政策措施，生猪供应大增。目前我国生猪存栏数和能繁母猪头数均处于历史高位水平，农业部畜牧司的资料显示，4 月底全国生猪存栏量为 4.55 亿头，环比增长 1.4%，比正常水平高 10.95%；能繁母猪存栏量连续 4 个月下降，为 4922 万头，环比减少 0.4%，但仍比正常水平高 20.05%，母猪存栏占生猪存栏的比重为 10.8%，为历史较高水平。

Figure 21 全国生猪存栏量持续高于正常水平（万头）



资料来源：农业部

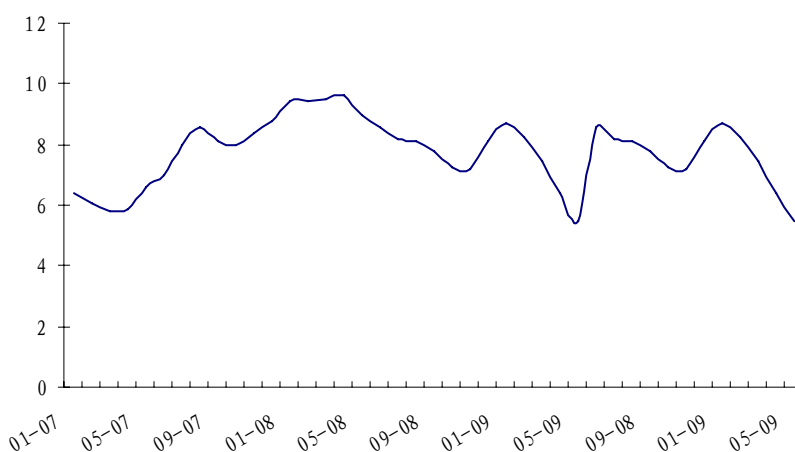
Figure 22 全国能繁母猪存栏量依然偏高



资料来源：农业部

生猪养殖业仍将处于底部。随着出栏量的上升，供过于求，自春节后猪肉价格就处于下降趋势，H1N1 流感的出现加快了猪肉价格的下滑速度。随着生猪价格的大幅下滑，全国猪粮迅速回落。在连续四周低于 5.5:1 情况下，6 月 13 日，根据《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》三级响应机制有关规定，并经国务院批准，商务部会同财政部、发展改革委启动了国产冻猪肉的收储工作，拟收储 12 万吨。生猪和能繁母猪存栏量依然处于较高水平，《调控预案》的启动只能平抑猪肉下滑速度或使猪肉价格保持在盈亏平衡点附近，生猪养殖仍将处于底部。我们认为猪肉价格的启动将于明年。

Figure 23 我国猪粮比走势



资料来源：农业部

Figure 24 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）》

饲料依然低迷

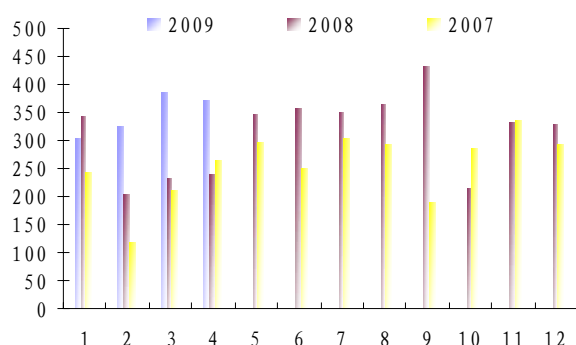
养殖积极性降低，对饲料需求下降。根据以上我们对生猪养殖业的判断，生猪养殖下半年依然处于底部，农户养殖积极性降低，并随着生猪出栏的增加，对饲料的需求将会下降。

饲料成本环比出现上升。由于国家收储，玉米价格保持稳定。虽然大豆、豆粕的价格较去年都有所下降，但是目前豆粕和豆油却处于上升阶段，饲料环比成本是上升的。1-5 月进口量 1738 万吨，比去年同期增

长 27.3%。随着大豆进口价格的上升，与国产大豆价格定的差距逐步缩小。由于美国和南美减产预期，预计大豆进口价格仍将处于上升趋势。国家收储量为 725 万吨，相对于去年 5940 万吨的总需求来说，占比较小，对大豆价格的上升趋势影响较小。

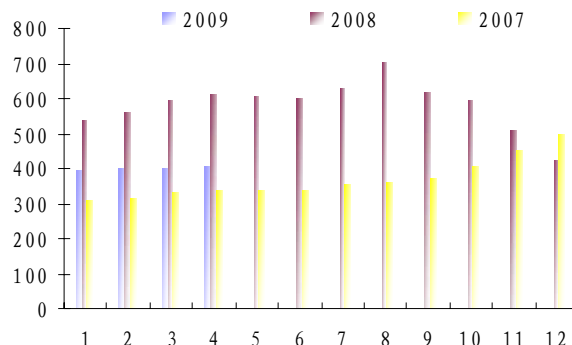
需求下降而成本环比上升下，饲料行业依旧低迷，同时也给整个行业也带来整合的机会，利于规模大的优势企业的发展。

Figure 25 大豆每月进口量 (万吨)



资料来源：海关资讯网

Figure 26 大豆每月进口均价 (美元/吨)

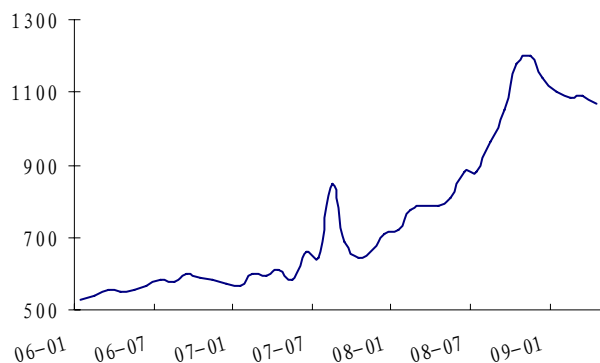


资料来源：海关资讯网

番茄酱价格维持在高位或略有回升

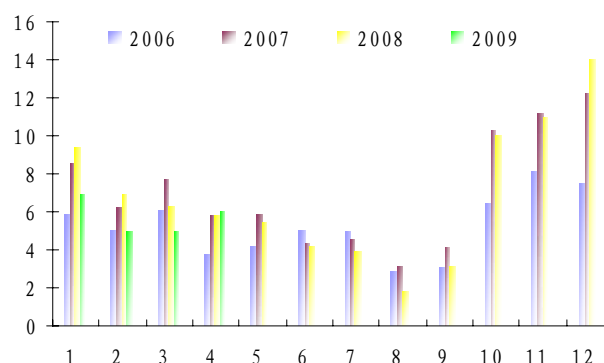
我国番茄酱主要用于出口，在西方国家，番茄酱为必需消费品，消费呈刚性。受经济危机影响，番茄酱出口价格在年初略有下降后，目前价格已经企稳。截止 4 月底，番茄酱出口价格为 1067 美元/吨，高于去年的平均水平，但出口量较去年同期水平略有下降。由于部分番茄酱免增值税，此次出口退税调整使番茄酱行业受益有限。在美元贬值预期下，大宗农产品价格出现上升，预计番茄酱出口价格将保持在高位或略有回升。

Figure 27 番茄酱出口价格 (美元/吨)



资料来源：海关统计资讯网

Figure 28 番茄酱出口量 (吨)

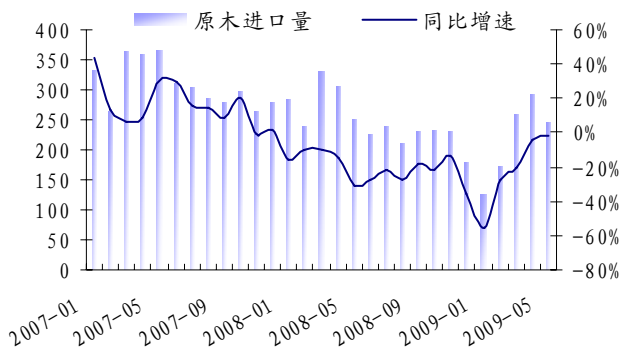


资料来源：海关统计资讯网

国家将加大对林权改革的支持力度

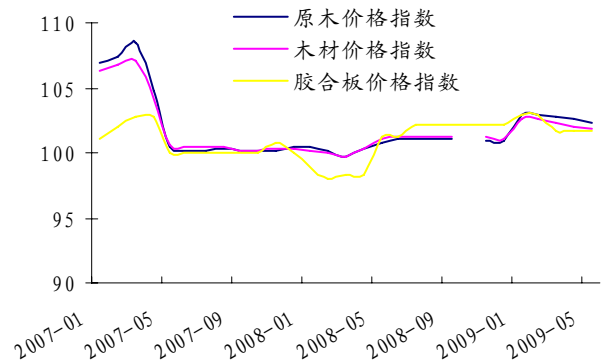
价格平稳，下游有效需求略有回升，但仍处于景气低点。从我国原木、木材价格指数看，我国木材价格基本保持平稳。09 年前 5 个月原木进口较去年同期减少 310 万立方米，降幅达 22%，但同比增速已出现逐步上升。下游人造板、实木地板产量同比增速也处于逐步回升状态，但增速仍然偏低。

Figure 29 原木进口量及增长率（万立方米）



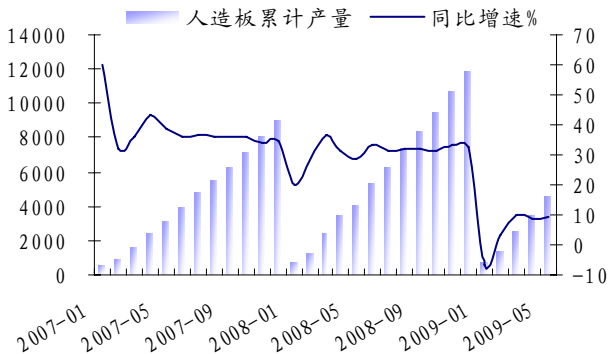
资料来源：WIND

Figure 30 原木、木材价格指数（同比）



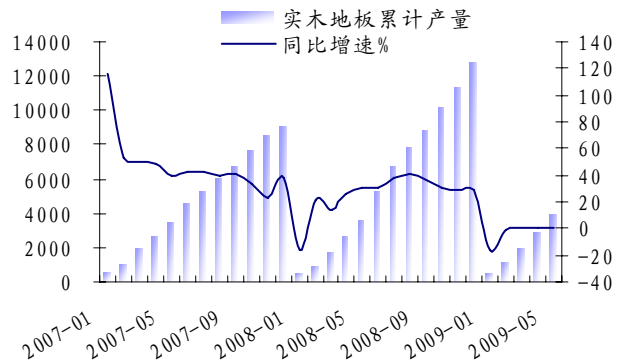
资料来源：WIND

Figure 31 人造板累计产量及同比增速（万立方米）



资料来源：WIND

Figure 32 实木地板累计产量及同比增速（万平方米）



资料来源：WIND

林业改革受政府支持力度加大。自 2003 年开始，国家就持续加强对林权改革的政策支持，截止 2008 年底，全国已林改并确权的林地达 12.73 亿亩，占集体林地的 50%。09 年 5 月份出台的《关于做好集体林权改革制度与林业发展金融服务工作的指导意见》，是加强我国林业改革的配套措施，为林权改革提供有利的信贷支持。我们预计后期国家将继续出台林权改革的配套措施，给林业板块带来投机机会。

Figure 33 近几年国家对林业改革的支持

政策

2003 | 中央《关于加快林业发展的决定》对集体林权制度改革作出全面部署，开始在全国部分地区展开改革试点工作

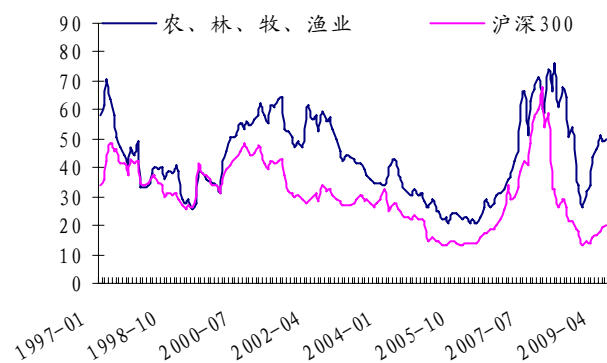
2006	中央一号文件明确林权制度改革
	十届全国人大四次会议审议并通过的《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》在深化农村改革部分增加了“稳步推进集体林权改革”等内容
2008	中共中央国务院《关于全面推进集体林权制度改革的意见》出台，明确 5 年左右时间，基本完成明晰产权、承包到户的改革任务的政策目标。
2009	5 月央行牵头配套出台了《关于做好集体林权改革制度与林业发展金融服务工作的指导意见》。

资料来源：国海证券研究所

维持“中性”评级

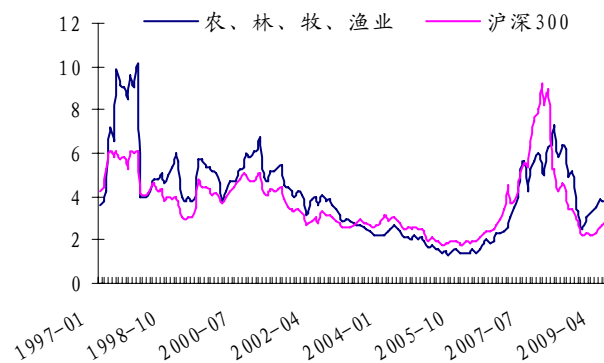
维持行业“中性”投资评级。国内农产品价格稳中有升，但幅度有限。稳粮增收的政策目标已初见效果，短期内继续出台扶持政策的可能性较弱。农林牧渔板块估值溢价高，不具优势。故维持“中性”评级。子行业方面，我们倾向于选择拐点已显现的糖行业和处于景气周期的种业。重点公司继续推荐敦煌种业、南宁糖业。

Figure 34 历史农林牧渔行业、沪深 300 市盈率比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 35 历史农林牧渔、沪深 300 市净率比较



资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 36 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
		6.19						
敦煌种业	增持	12.76	0.05	0.29	0.72	255	44	12.76
南宁糖业	增持	14.79	0.09	0.54	0.90	164	27.39	16.43
北大荒	增持	13.07	0.33	0.35	0.41	13.07	37.34	31.88
天康生物	中性	16.60	0.51	0.55	0.65	32.55	30.18	25.54

资料来源：国海证券研究所

重点推荐敦煌种业、南宁糖业

敦煌种业（600354）：公司迎来快速发展

敦煌先锋业绩将快速增长。公司与先锋的合作能互补优势，在短期内，两者相互合作的经营思路不会有变化。三四期于 09 年投产，在现有产能上将实现翻番，达到 2.8 万吨。宁夏基地将于 09 年 8 月投产，

按照投资规模，预计产能规划仍为 2.8 万吨。先玉系列为优势产品，未来市场能消化所有产能的释放。公司拟每年提价 8%，高于成本的增长速度，公司高毛利得以维持。随着产能的释放，敦煌先锋的业绩将快速增长。

公司自有业务方面，自有种子业务盈利相对稳定；棉花加工随着棉价的回升，亏损程度将有所改善；公司将重点发展食品加工业务，扩大棉脂油和番茄酱的产能规模。未来公司的自有业务有可能为公司贡献利润。

自 08 年敦煌先锋投产销售，公司的主营业务收入和归属母公司净利润同比增长率均出现快速的上升。预计随着敦煌先锋产能的进一步扩张，公司净利润将快速增长，成长性好。

我们预计公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.29、0.72、1.18 元，对应的 PE 分别为 43.5、17.5、10.7，PB 分别为 3.73、3.08、2.38。盈利预测较上次有所调高，主要是因为棉花价格的回升，自有业务的亏损将有所下降。

给予“买入”评级。敦煌种业的估值水平是国内种业上市公司估值中最具优势的，略高于国际估值水平（国际种子行业长期市盈率均值为 41 倍、市净率均值为 3.01 倍）。随着敦煌先锋产能的逐步释放，公司业绩进入快速发展期，敦煌种业应享有高于平均估值的溢价，给予 5 倍的市净率（低于近两年来国际种业估值水平），09、10 年敦煌种业的估值分别为 16.9 和 20.5 元。

南宁糖业（000911）：糖业转牛 公司估值提升

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 28、16 倍，PB 分别为 3、2.84。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。

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。