

选择景气子行业

——农林牧渔行业下半年投资策略

一、上半年行业市场表现与分析

09年上半年，农业板块由于缺乏市场热点，再加上政策密集出台过后，受高估值及等多方面因素影响，农业股自三月底开始跑输大盘。

我们认为农业行业跑输大盘的主要原因是支撑农业股三大因素的变化。（1）国内农产品价格平稳；（2）政策但并未超出市场预期；（3）相对估值的回落。

下半年的判断：受通胀预期农产品价格可能走强；可能的政策因素；估值水平可能会逐渐企稳。

二、08年报及09年一季报回顾及下半年判断

09年下半年，农产品可能保持稳中有升的局面，08年4季度很可能是农业板块业绩的最低谷，预计09年的业绩有望延续1季度的水平。

三、下半年重点关注的子行业

- （一）种植业景气同比好转受益于粮价稳定、成本下降。
- （二）糖价有望继续突破。
- （三）林业改革受政府支持力度加大。

四、下半年投资策略

维持农业板块“增持”评级。尽管上半年农业板块表现平平，但是受通胀预期农产品价格可能走强，可能的政策因素，估值水平可能会逐渐企稳等因素，我们认为下半年表现应好于上半年，因此，维持农业板块“增持”评级。

重点公司：北大荒（600598），南宁糖业（000911），绿大地（002200）。

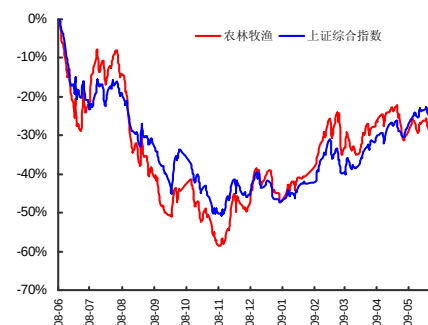
五、行业风险

- （一）天气和自然灾害等因素带来风险；
- （二）全球农产品大幅价格波动。

上次评级：增持

本次评级：增持

农业板块近1年走势



资料来源：wind 资讯

研究员：张熹

电 话：0411-39673203

网 址：www.daton.com.cn

邮 箱：zhangxi@daton.com

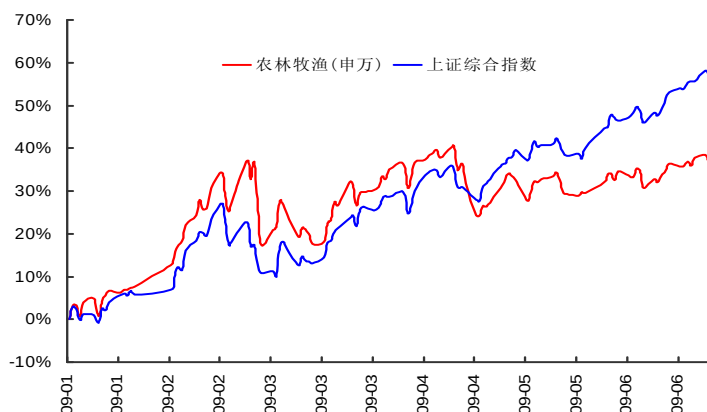
近期相关报告

一、上半年行业市场表现与分析

（一）上半年农业指数跑输大盘

09年上半年，农业板块由于缺乏市场热点，再加上政策密集出台过后，受高估值及等多方面因素影响，农业股自三月底开始跑输大盘。个股方面，最近3个月内，重点农业上市公司相对大盘跌幅分别在10%-35%不等，而绝对涨跌幅呈现滞涨局面。

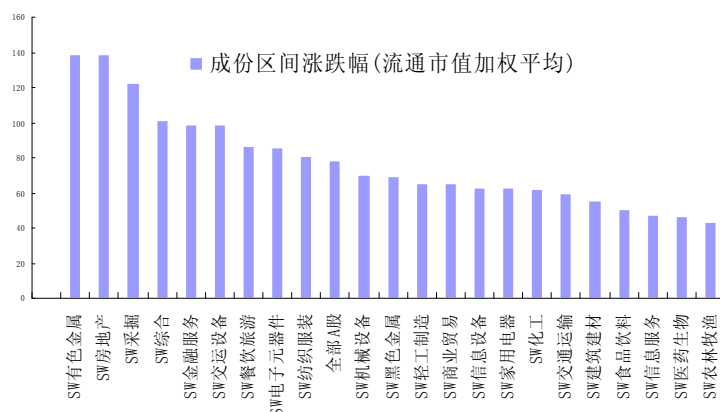
图1 上半年以来农业股与上证综指比较



资料来源：WIND、大通证券研发中心

从板块涨跌幅的对比看，农业行业表现仅比公用事业略好。相对于沪深300，农业行业指数跑输33个百分点。

图2 上半年板块涨跌幅比较



资料来源：WIND、大通证券研发中心

我们认为农业行业跑输大盘的主要原因是支撑农业股三大因素的变化。（1）

国内农产品价格平稳；（2）政策但并未超出市场预期；（3）相对估值的回落。

（二）下半年判断

1、受通胀预期农产品价格可能走强

（1）国际：5月底6月初，原油、伦铜、BDI等的大幅上涨，都纷纷标志着通胀预期的来临，若通胀预期启动，农产品期货市场是继续能源、有色期货后的炒作标的。（2）国内：粮价涨幅要弱于国际。中国受粮食高库存，再加上夏粮连续6年增长的可能性很大，因此，供需面要较为缓和，我们预计国内粮食价格上涨幅度弱于国际。

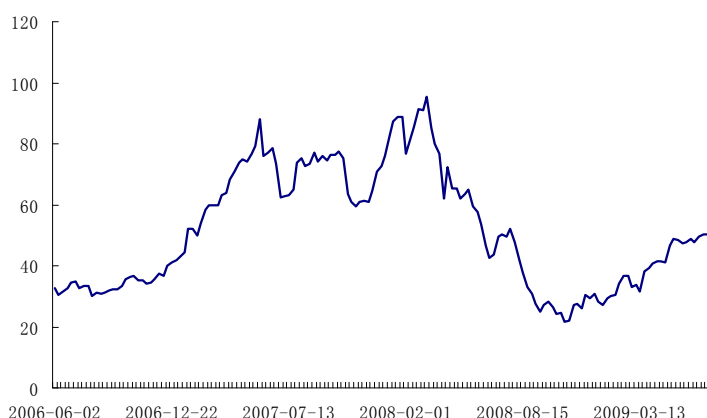
2、可能的政策因素

从季节性考虑，一季度和四季度是出台农业政策较为频繁的季节，也是农业股政策行情较好的时间点，二、三季度本身是农业政策淡季。因此政策推动的主题性投资机会下半年可能会增多，四季度的机会可能大于三季度。

3、估值水平可能会逐渐企稳

近年来农业类上市公司整体经营质量稳步提高，加上国家各项政策支持力度不断加大，使农业股受关注程度有所提高。但农业生产周期长，即使是龙头公司，其业绩也难以在短期内得到大幅提升。对于行业长期价值认识的深入，使重点农业上市公司的估值溢价将长期存在。我们认为，随着大盘估值水平的提高，以及重点农业股PE相对大盘倍数的触底，农业板块的估值水平可能会逐渐企稳，甚至提高。

图3 农业股动态PE



资料来源：WIND、大通证券研发中心

图4：农业股相对估值



资料来源：WIND、大通证券研发中心

二、08年报及09年一季报回顾及下半年的判断

我们统计农业板块43家上市公司（申万农业一级行业剔除*ST类，再增加中牧股份）。2008年，43家农业上市公司合计实现营业收入879亿元，同比增长24.85%；合计实现归属于母公司所有者的净利润25.13亿元，同比下降34.91%，占A股上市公司的净利润总额的0.12%。

表1 农业公司利润表（单位：亿元）

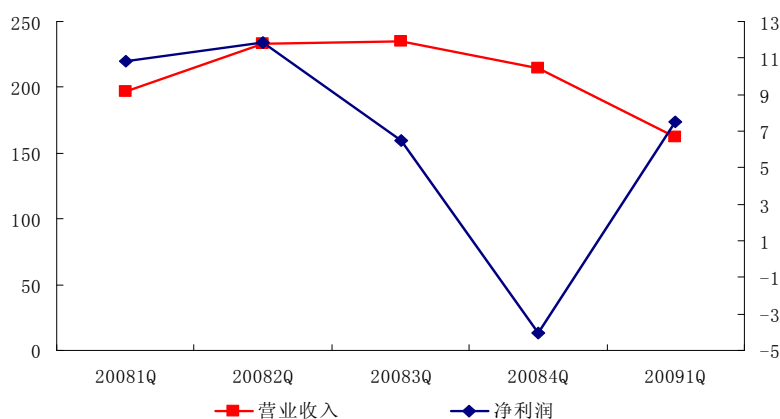
	2007 年	2008 年	YOY (%)
营业收入	704.2136	879.2157	24.85%
营业成本	598.0657	756.0885	26.42%
期间费用	84.2886	105.9543	25.70%
期间费用率 (%)	11.97%	12.05%	0.08 个百分点
营业利润	28.3719	12.055	-57.51%
利润总额	41.9263	28.7802	-31.36%
净利润	37.9211	25.1358	-33.72%
所得税	4.0052	3.6443	-9.01%
实际所得税率	9.55%	12.66%	3.11 个百分点
归属母公司股东的净利润-扣除非经常损益	22.6048	14.4097	-36.25%
毛利	106.1479	123.1272	16.00%
毛利率 (%)	15.07%	14.00%	-1.07 个百分点

资料来源：WIND、大通证券研发中心

2009年1季度，农业板块共实现营业收入161.95亿元，同比下降17.60%，环比下降24.59%；实现归属于母公司所有者的净利润5.94亿元，同比下降33.85%，环比扭亏。

08年1季度-09年1季度单季的行业收入和净利润变化。2008年，农业板块净利润成单季逐季下滑趋势，2008年第四季度出现了亏损，这一趋势和农产品价格在上半年维持牛市而从第3季度开始全面下跌的趋势吻合。2009年1季度行业净利润扭亏并达到08年3季度的水平，究其原因还是因为农产品价格在一季度已初步企稳回暖。我们认为，随着经济回暖对相关产品需求的恢复，以及国家农产品价格政策的支撑，09年下半年，农产品可能保持稳中有升的局面，预计09年的业绩有望延续1季度的水平。

图5 分季度的收入与净利润比较



资料来源：WIND、大通证券研发中心

图6 农产品批发价格指数



资料来源：WIND、大通证券研发中心

三、下半年重点关注的子行业

（一）种植业景气同比好转受益于粮价稳定、成本下降。中长期看，大宗农

产品价格重心仍然将不断上移。中国的种植行业（包括种业、种植业）前景将长期趋好。政府“保证粮食生产、增加农民收入”所出台的各项惠农政策的最直接受益行业也将是种植行业。因此，种植业将是农业行业中经营最为稳健的子行业。

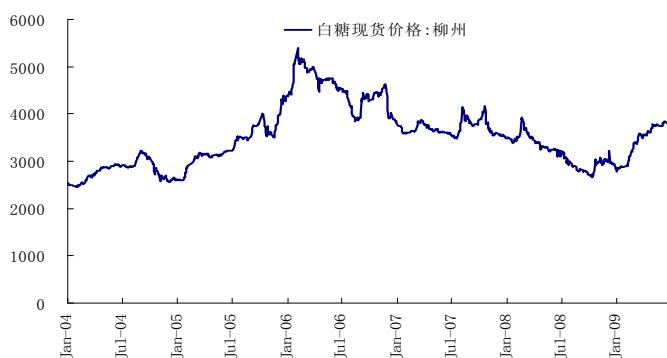
表2 主要粮食最低收购价

元/50 斤	白小麦	红小麦	混合麦	早籼稻	中晚籼稻	粳稻
2007 年	72	69	69	70	72	75
2008 年	77	72	72	77	79	82
YoY (%)	6.9%	4.3%	4.3%	10.0%	9.7%	9.3%
2009 年	87	83	83	90	92	95
YoY (%)	13.0%	15.3%	15.3%	16.9%	16.5%	15.9%

资料来源：WIND、大通证券研发中心

（二）糖价有望继续突破。由于09/10榨季减产可能性较大，而需求仍将基本保持稳定增长，在库存全部轮出的情况下，供给缺口也仍将继续扩大，从而进一步推高糖价。预计09/10榨季国内白糖均价或将上升至4000元/吨。特别是随着国内乳业的恢复，饮料市场的较快增长及前五个月果蔬汁产量同比增长24.07%，糖消费前景依然看好。糖是此轮大宗商品价格反弹的领头品种，当前尽管经历农产品的回调，但国际糖价依然坚挺，考虑到近几年糖价的历史表现异常，我们判断随着通胀的来到，糖价表现的余地仍然相当大。

图7 国内白糖现货价格



资料来源：WIND、大通证券研发中心

（三）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，占集地林地的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，提升林业产业的景气度。

表3 近几年国家对林业政策支持

2003	中央《关于加快林业发展的决定》对集体林权制度改革做出全面部署，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的指导意见》。

资料来源：大通证券研发中心

四、下半年投资策略

（一）维持农业板块“增持”评级

维持农业板块“增持”评级。尽管上半年农业板块表现平平，但是受通胀预期农产品价格可能走强，可能的政策因素，估值水平可能会逐渐企稳等因素，我们认为下半年表现应好于上半年，因此，维持农业板块“增持”评级。

重点公司：北大荒（600598），南宁糖业（000911），绿大地（002200）。

（二）重点公司

1. 北大荒（600598）

北大荒作为农业龙头企业，直接受益粮食价格上涨。1）粮食价格上涨带来北大荒农产品销售收入增长，增厚09年每股收益；2）粮价上涨推动公司土地租金收入增长，增厚10年每股收益；3）粮食价格上涨带来公司土地资产升值，增厚公司整体价值。

预计公司09-10年的每股收益为0.37元，10年每股收益0.41元，维持公司“增持”的投资评级。

2. 南宁糖业（000911）

南宁糖业是国内最大的食糖生产企业之一。糖价上升带来公司盈利能力的提高。公司制糖业务毛利率与糖价关联性较强，08年公司制糖业务毛利率16.3%，近5年来食糖业务毛利率首次低于20%，随着糖价回升，09年制糖业务毛利率将比08年显著回升。08年是公司业绩低点，目前白糖价格已经比08年的低点大幅上涨35%，白糖现货价格已经达到公司08年上半年集中销售价格的高点。下半年白糖价格受供需缺口影响，仍有上涨预期，公司09年盈利能力将继续提高。

预计公司09-10年的每股收益为0.32、0.60元，维持公司“增持”的投资评级。

3. 绿大地（002200）

公司是云南省最大的绿化苗木种植企业，云南省唯一国家城市园林绿化施工一级资质的企业，云南省农业产业化经营省级重点龙头企业。公司目前拥有16800亩土地可供栽培苗木，其中除北京顺义的550亩土地是租借以外，其他土地使用权均为公司所有。目前公司还处于建设期末产生效益的土地至少在9000亩以上，占56%以上。在国内绿化行业还属于新兴产业，随着政府对于环境保护的重视、城市化的推进以及道路建设的发展，绿化苗木行业的前景向好，作为国内绿化行业的龙头企业，将受益于行业的发展。

预计公司09-10年每股收益为0.73元和0.94元，鉴于公司良好的成长性，维持公司“增持”的投资评级。

表4 行业重点公司盈利预测与投资评级（收盘价6月30日）

代码	简称	每股收益		市盈率 PE		评级
		09E	10E	09E	10E	
600195	中牧股份	0.65	0.77	31	26	增持
000911	南宁糖业	0.32	0.60	47	25	增持
600598	北大荒	0.37	0.41	34	31	增持
000876	新希望	0.42	0.55	24	18	中性
000860	顺鑫农业	0.55	0.76	21	15	增持
002069	獐子岛	0.63	0.78	32	26	中性
600467	好当家	0.17	0.25	41	28	中性
002041	登海种业	0.42	0.83	49	25	增持
000972	新中基	0.30	0.33	24	22	中性
002200	绿大地	0.73	0.94	26	20	增持
600354	敦煌种业	0.36	0.55	33	22	增持

002234	民和股份	0.71	1.05	20	13	中性
002220	天宝股份	0.79	0.99	23	19	中性
行业均值		0.50	0.68	31	22	

资料来源：WIND、大通证券研发中心

五、行业风险：

- （一）天气和自然灾害等因素带来风险；
- （二）全球农产品大幅价格波动。

—正文完毕—

● 公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级, 这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级含义分别为:

公司评级标准

买入: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅在 15%以上;

增持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来 6 个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业投资评级标准

增持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;

中性: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间;

减持: 我们预计未来 6 个月内, 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

大通证券股份有限公司

● 免责条款

本报告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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的, 还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、刊登或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

大通证券股份有限公司