

大豆加工业

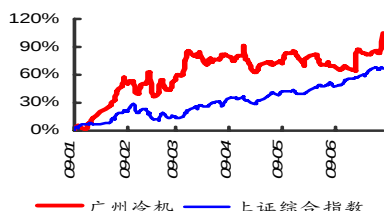
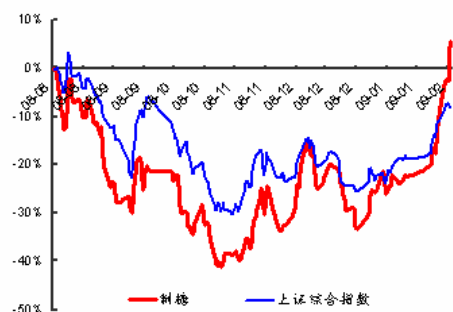
王义国

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

评级变化 维持

大豆加工业资料



相关报告

《农业行业 2009 年投资策略报告：政策支持下的长远发展》 2008-12-11

《压榨能力相对稳定带来 09 年毛利率上升》 2009-3-8

《广州冷机 即将翻到新的一页：植之元公司》 2009-3-16

大豆加工业

看好

09 年上半年进口豆压榨利润大幅上升

09 年 7 月 8-10 日在北京召开 09 年全球油脂油料产业峰会，我们有幸参加并认真听取峰会中多位专家的精彩观点。

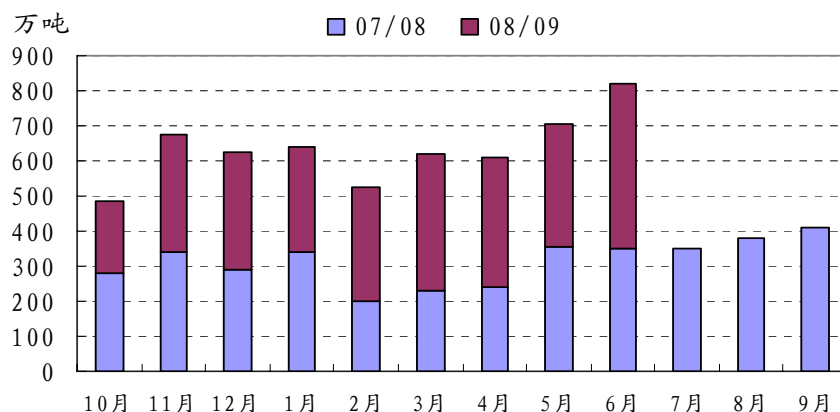
投资要点：

- **09 年上半年我国进口大豆 2209 万吨，同比增长 28%，我们预计进口豆压榨企业加工量同比将大幅增长** 今年年初进口豆较之国产豆相对便宜以及国内强劲需求造成国内买家大量进口大豆，09 年前六个月大豆进口量为 2209 万吨，同比增长 28%。我们预计进口豆压榨企业 09 年上半年加工量将大幅增长，我们持续跟踪的南方一大型大豆加工企业上半年加工量估计增长 35%。
- **09 年上半年进口豆压榨利润同比上升 75%** 依照我们未经套保的大豆压榨理论利润计算，09 年上半年压榨利润每吨为 236 元，较 08 年上半年增长 75%。当然，具体到各油厂由于进口大豆成本差异较大，实际压榨利润也差别较大。上半年国产豆压榨利润要比进口豆差，同时国产豆压榨企业可能还受原料短缺困扰。
- **下半年大豆展望** 全球大豆形势取决于以下六个因素：经济形势、美元价格、能源价格、新豆供应形势、出口装船情况以及生物燃料发展状况。短期看，基于阿根廷 09 年减产、美国库存偏紧以及中国需求强劲，大豆价格可能维持高位，一旦美国新作开始收获，价格应该变得温和。长期看，基于全球油脂需求增长的四个驱动因素（人口增长、财富增长、关税降低、消费国内生产滞后）仍然有效，中国需求处于刚性增长阶段；其次，中国受粮食安全约束，油料供给有限，进口大量增加不会有变；再次，油料加工产业集中化趋势更加明显。
- **中国油脂消费结构以豆油和棕榈油为主** 美国油脂消费主要以豆油为主，欧盟油脂消费主要以棕榈油和豆油为主，中国油脂消费结构则以豆油（占 40.5%）和棕榈油（占 24%）为主。中国大豆压榨量年均增长 13.2%对国内大豆压榨企业构成正面因素，中国油脂消费年均增长 9.1%支持大豆加工业持续发展。
- **马来西亚棕榈种植上市企业概况** 马来西亚棕榈种植园是全球的领先者，生产的棕榈油产品以出口为主。马来西亚现有 43 个棕榈种植企业上市，总市值 305 亿美元，营业额 216 亿美元，市销比 P/S 为 1.41，总资产 270 亿美元，净资产收益率为 15.6%，经营利润率为 12.7%。
- **我们看好大豆加工业** 基于油脂行业在农副产品加工产值中占有显著比重，基于大豆大型加工商在产业整合后可望获得相对垄断利润，以及该行业从 08 年危机中很快复苏并能持续增长，我们给予大豆加工业“看好”评级。

| 股票代码   | 股票名称  | 08EPS | 09EPS | 10EPS | 08PE | 09PE | 10PE | 投资评级 |
|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|------|
| 000893 | 广州冷机  | n. a  | 1.38* | 1.66* | n.a  | 15.4 | 12.8 | 推荐   |
| 600419 | ST 天宏 |       |       |       |      |      |      | 未研究  |

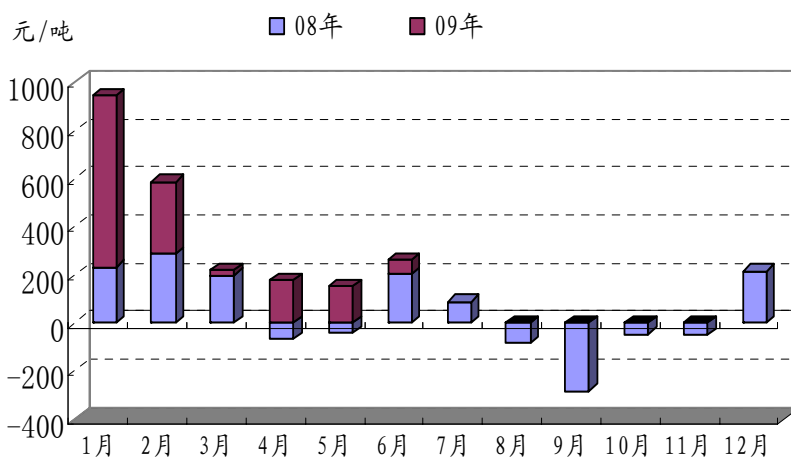
资料来源：中投证券研究所；注：基于加工量和压榨利润上升的事实，我们调高了 09 和 10 年盈利预测

图表 1: 中国 09 年上半年大豆进口量



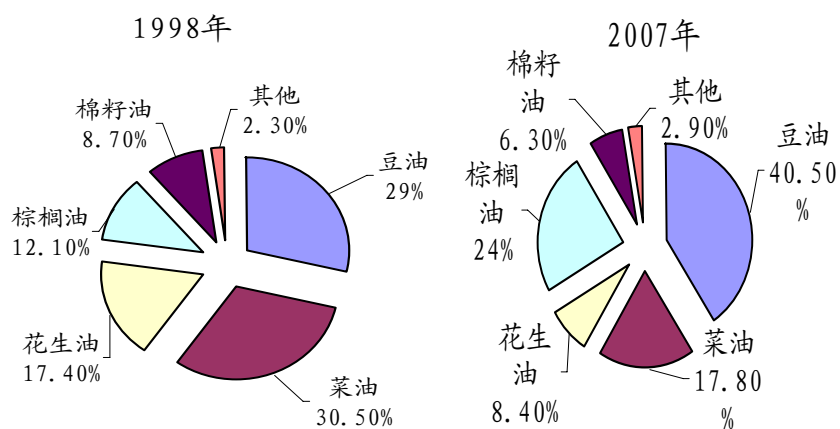
资料来源: 中投证券研究所

图表 2: 未套保情形下进口大豆压榨利润 (09 与 08 年上半年对比)



资料来源: 中投证券研究所

图表 3: 中国油脂消费结构 (98 年与 07 年比较)



资料来源: 中投证券研究所

图表 4: 中国大豆压榨分布 (前四省占总量的 56.5%)

|     | 2007/08 | 2008/09 | 同比幅度   |
|-----|---------|---------|--------|
| 全国  | 37900   | 39000   | 2.9%   |
| 江苏  | 7350    | 7500    | 2.0%   |
| 山东  | 6350    | 6800    | 7.1%   |
| 广东  | 4570    | 4750    | 3.9%   |
| 辽宁  | 2900    | 3000    | 3.4%   |
| 河北  | 2800    | 2750    | -1.8%  |
| 广西  | 2650    | 2750    | 3.7%   |
| 天津  | 1940    | 2250    | 15.9%  |
| 福建  | 1550    | 1700    | 9.6%   |
| 河南  | 1750    | 1700    | -2.8%  |
| 浙江  | 1500    | 1600    | 6.6%   |
| 黑龙江 | 1550    | 1500    | -3.2%  |
| 吉林  | 600     | 650     | 8.3%   |
| 其他  | 2390    | 2050    | -51.8% |

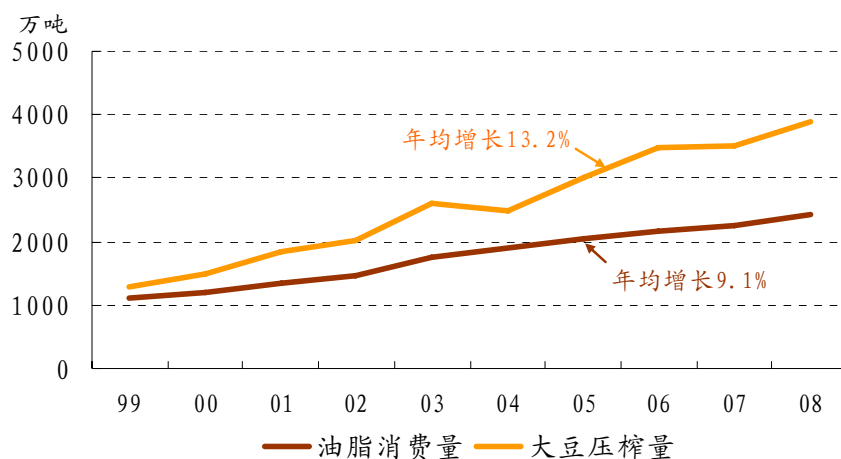
资料来源: 2009 年北京全球油脂油料峰会

图表 5: 中国主要压榨企业 (前四家企业压榨量占进口总量的 50%)

| 企业 | 2008 进口量<br>万吨 | 份 额   |
|----|----------------|-------|
| 益海 | 768            | 21.9% |
| 中粮 | 417            | 11.9% |
| 嘉吉 | 344            | 9.8%  |
| 来宝 | 210            | 6.0%  |

资料来源: 2009 年北京全球油脂油料峰会

图表 6: 中国油脂消费年均增长 9.1% (大豆压榨量年均增长 13.2%)



资料来源: 2009 年北京全球油脂油料峰会

图表 7: 全球油脂需求 (不含生物燃料)

| 年份   | 人口 (十亿) | 人均摄入量<br>(kg) | 产量<br>(百万吨) | 增长 (%) |
|------|---------|---------------|-------------|--------|
| 2005 | 6.54    | 21.4          | 149         | -      |
| 2010 | 7.00    | 25.0          | 175         | 18%    |
| 2015 | 7.40    | 27.0          | 200         | 15%    |
| 2020 | 7.80    | 30.0          | 234         | 17%    |

资料来源: 2009 年北京全球油脂油料峰会

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

**王义国:** 中投证券研究所农林牧渔行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、獐子岛、洞庭水殖、新赛股份、广州冷机、山下湖、  
开创国际、亚盛集团

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518048<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |