

农林牧渔

王义国

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

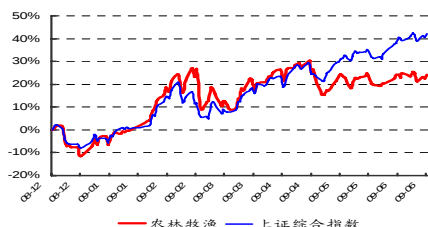
评级调整： 维持

行业基本资料

上市公司家数	55
总市值 (亿元)	1943
占 A 股比例 (%)	0.86%
平均市盈率 (倍)	184.53

行业表现

(%)	1M	3M	6M
农林牧渔	0	12	26
上证综合指数	4	28	40



相关报告

《09 年年度策略报告：政策支持下的长远发展》 2008-12-11

《09 年二季度投资策略：投资者看中低 PE 和高增长农业公司》 2009-03-20

农业 09 年中期投资策略

中性

坚持在低估值公司中投资

投资要点：

- **农产品价格 09 年仍处于低位** 受政府提高粮食收购价影响谷物类早籼米和小麦批发价格指数稳步上升，玉米价格批发指数同比则下跌 5%。6 月初豆粕价格表现为仅下跌 10%，而进口大豆价同比下跌 28%，豆油价同比跌 30%。白糖是 09 年农产品中少数上涨的品种，6 月初同比上升 18%，而棉花则同比下跌 8%。6 月初国内猪肉批发价同比下跌 34%，威海水产品批发市场海参价格同比则下跌 25%。农产品价格 09 年仍处于低位，2010 年我们预计会随供求改善而稳定。我们重点跟踪的上市公司 09 年 PE 为 42 倍，但有两个资产重组公司 09 年 PE 平均不到 16 倍。
- **企业盈利预期转坏，需区分结构性差异** 09 年农产品价格处于较低水平，这意味着对于种植业和养殖业比较不利；而农产品加工企业比如大豆加工业和肉类加工业可能获得较高毛利率。养殖业 09 年将经历一个痛苦期，无论是养猪、养鱼还是养海参，业绩表现平淡，建议回避。种植业中有土地、规模和品种优势的上市公司如亚盛集团和北大荒财务仍相对稳健。在我们跟踪的农产品加工三个子行业大豆加工、制糖业和番茄酱中，我们较为看好大豆加工业。
- **行业内部缺乏盈利刺激因素寻找外部资产重组** 现有资产重组分为两种：一是非农业公司经过资产重组，主业变更为农业，如开创国际和广州冷机；二是部分农业公司业绩持续差劲，被其他行业公司借壳后，主业由农业变为其他行业，如亚华种业、武昌鱼和九发股份。
- **我们股票组合的首选股仍然是广州冷机 (000893)** 公司资产置换方案正报请证监会并购重组委审批，我们仔细分析后认为近期应会获批。受益于行业景气回升，大豆压榨利润 09 年同比明显上升，我们保守地按 150 万吨加工量和每吨 178 元压榨利润计算，公司 09 年每股盈利 1.2 元。植之元公司明年准备上豆油精炼项目，完成从豆粕、豆油原料商向日常消费品延伸。基于股票现价偏低 (09 年 P/E 为 14 倍，P/S 为 0.7 倍)，且公司是国内少数优秀大豆加工商，我们将广州冷机列入行业股票组合的首选股。

股票代码	股票名称	08EPS	09EPS	10EPS	11EPS	08PE	09PE	10PE	11PE	投资评级
000893	广州冷机	-0.28	1.20	1.36	1.60	n.a	14.3	12.7	10.8	推荐
600097	开创国际	0.78	0.92	1.17	1.20	19.7	16.7	13.1	12.8	推荐
600467	好当家	0.20	0.18	0.21	0.24	34.8	37.5	32.1	28.0	中性
600737	中粮屯河	0.31	0.39	0.47	0.50	36.8	29.2	24.2	22.7	中性
002173	山下湖	0.37	0.27	0.45	0.45	37.5	51.3	30.8	30.8	中性
600108	亚盛集团	0.05	0.08	0.11	0.17	91.8	57.4	41.7	27.0	推荐
600598	北大荒	0.36	0.35	0.37	0.39	35.1	36.0	34.1	32.3	中性

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、农产品价格过低影响上市公司盈利	3
二、企业盈利预期转坏，需区分结构性差异	3
2.1 养殖业：回避	4
2.2 种植业：两类情形	4
2.3 农产品加工业：看好大豆加工业	4
三、行业内上市公司资产重组事项	7
四、维持行业中性评级	8
五、我们股票组合内首选股票	9

一、农产品价格过低影响上市公司盈利

09 年农产品价格仍处于较低水平

从我们观察的主要农产品价格看，09 年大部分农产品价格同比下跌 20-30%。受政府提高粮食收购价影响，6 月初谷物类早籼米和白小麦批发价格指数同比分别上升 1.6%和 18%，黄玉米批发价格指数同比则下跌 5%。

6 月初豆粕价格表现为仅下跌 10%，而进口大豆价同比下跌 28%，豆油价同比下跌 30%。

白糖是 09 年农产品中少数上涨的品种，6 月初同比上升 18%，而棉花则同比下跌 8%。6 月初国内猪肉批发价下跌 34%，同期威海水产品批发市场海参价格则下跌 25%。

图表 1： 09 年 6 月农产品价格表现

	单位	6 月初	同比
白小麦批发指数		160.59	18%
早籼米批发指数		162.21	2%
黄玉米批发指数		158.97	- 5%
进口大豆	元/吨	3850	-28%
豆油	元/吨	7550	-30%
豆粕	元/吨	3550	-10%
白糖	元/吨	3866	18%
棉花 328 指数		12741	- 8%
猪肉批发价	元/公斤	13.1	-34%
海参	元/公斤	120	-25%

资料来源：中投证券研究所

农产品价格 09 年仍处于低位，2010 年我们预计会随供求改善而稳定。09 年农产品价格过低影响农业上市公司盈利表现，大部分农业公司 09 年业绩同比明显下跌，我们重点跟踪的上市公司 09 年 PE 为 42 倍，但有两个资产重组的公司 09 年 PE 平均不到 16 倍。

二、企业盈利预期转坏，需区分结构性差异

09 年农产品价格可能处于较低水平，这意味着对于种植和养殖业比较不利；而农产品加工企业比如大豆加工业和肉类加工业可能获得较高毛利率。养

殖业 09 年将经历一个痛苦期，无论是养猪、养鱼还是养海参，业绩表现平淡，建议回避。种植业中有土地、规模和品种优势的上市公司如亚盛集团（600108）和北大荒（600598）财务仍相对稳健。

2.1 养殖业：回避

09 年活猪、淡水鱼和刺参价格同比大幅下跌，我们认为，养殖业 09 年将经历一个痛苦期，公司业绩表现平淡，建议回避。

2.2 种植业：两类情形

种植业分化为两类情形：一类是有土地、规模和品种优势的大型农场企业将保持相对稳定的毛利率，从而保持业绩稳定；另一类是基于土地租赁、种植业规模小且分散的种植业公司毛利率波动较大，盈利预期转坏。

图表 2：种植业两类公司比较

	土地 (万亩)	品种	规模	毛 利 率		业绩稳定
				07	08	
第一类：	自有					
亚盛集团	95.6	啤酒花、大麦	较大	29.2%	26.3%	好
北大荒	1296.0	大米	大型	60.9%	60.1%	好
第二类：	租赁					
新赛股份	26.3	棉花	中等	8.8%	3.7%	波动
新农开发	43.5	棉花、鲜奶	中等	18.0%	19.9%	波动

资料来源：中投证券研究所

2.3 农产品加工业：看好大豆加工业

我们跟踪的农产品加工业主要包括：大豆加工业、制糖业和番茄酱。

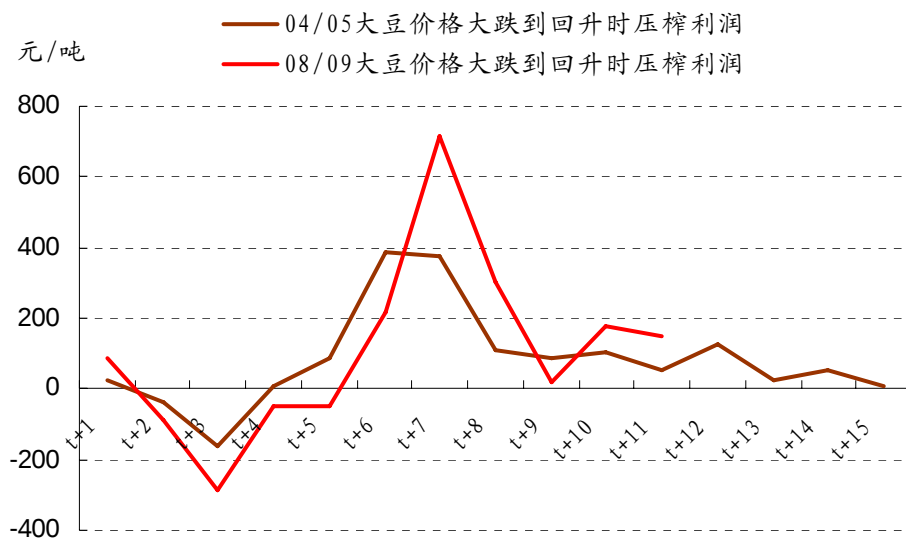
2.3.1 大豆加工业：每吨压榨利润同比明显上升

受制于过往大豆加工能力严重富余、企业开工率过低（中国平均为 50%，美国平均为 80%）以及行业集中度仍不够高，中国大豆加工业毛利率最近七年平均为 5%，只有美国 9.6% 的一半。但随着国家发改委对新增产能的控制，最近几年新上大豆压榨项目明显减少，行业倾向收购扩大，而不是新建增产，压榨能力未来趋于相对稳定。

08 年进口大豆价格大幅下跌并低于国产大豆收购价格 10%，行业再次洗牌，有些规模较大以国产豆为主的加工企业降低开工率，占大豆加工后价值三分之二的豆粕因存货不足、生猪价反弹后饲料厂回补豆粕带动豆粕价格急升，致使进口豆压榨利润 09 年一季度急剧上升。09 年一季度国内进口大豆压榨利润预测

为每吨328元，比去年同期上升37%。

图表 3: 大豆压榨利润 05 年和 09 年回升比较

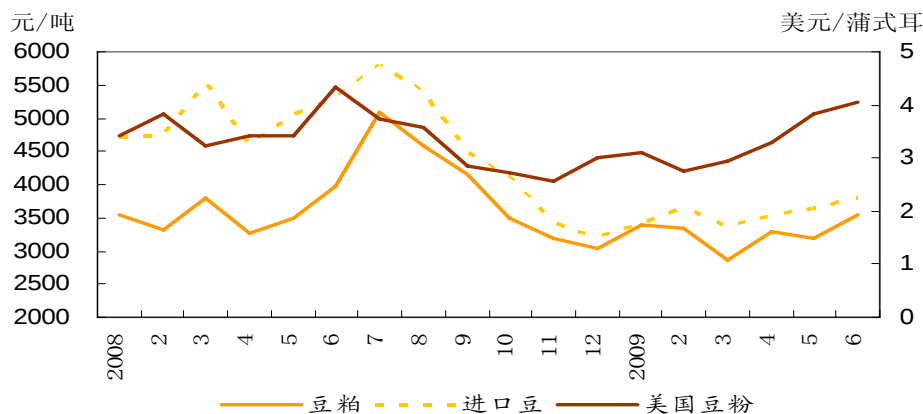


资料来源：中投证券研究所

大豆加工企业有两个产品：豆粕和豆油。大豆加工商基于行业相对集中、且普遍规模较大，所以经常能向下游饲料厂或消费者转移成本，因而具有相对定价能力。大豆加工业虽然是赚取产品豆粕、豆油和大豆的差价，但在产品价格上升时比产品价格下跌时更具备获取盈利的能力。

豆粕价格在猪流感过去后将继续上涨。首先是因为美国豆粉现价在南美阿根廷和中国黑龙江减产、大豆库存低刺激下，攀升到接近08年8月历史高峰的价格，成为农产品中表现最强的品种；其次是最近全世界流行的猪流感压抑了饲料企业对豆粕的需求，我们认为，一旦猪流感病过去，被压制的需求将产生更多豆粕需求，触发豆粕价格继续上升。我们看好大豆加工业09年盈利前景。

图表 4: 美国豆粉走势强劲将带动国内豆粕价格走高



资料来源：中投证券研究所

2.3.2 制糖业：盈利回升，但仍不够快

广西物价局09年4月公布了市场各方千呼万唤的《关于2009/2010年榨季糖料蔗收购价格的通知》，主要内容是09/10年维持每吨260元糖料收购价，与260元糖料收购挂钩联动的白糖含税销售价从每吨3800元降到3500元，联动系数6%不变。前三个榨季广西挂钩联动糖价普遍要高于该榨季全国平均食糖销售价，广西制定的甘蔗挂钩联动糖价为全国食糖价格提供了一个基准。

虽有减产在前，广西壮族自治区政府并不像外界那样过分乐观看好糖价，至少制糖企业实现3500糖价就会盈利。我们预计09年食糖均价为3700元。

图表 5：中投证券对糖产和糖价预测

	原估产量	新估产量	幅度	均价	新估均价	幅度
	(万吨)	(万吨)		(元/吨)	(元/吨)	
01/02	849		36%	2732		-25%
02/03	1064		25%	2344		-16%
03/04	1002		-6%	2697		18%
04/05	918		-8%	2998		23%
05/06	881		-4%	4313		44%
06/07	1199		36%	3730		-14%
07/08	1480		23%	3280		-12%
08/09E	1360	1258	- 15%	3487	3700	13%
09/10E	1290	1157	- 8%	4010	4010	8%

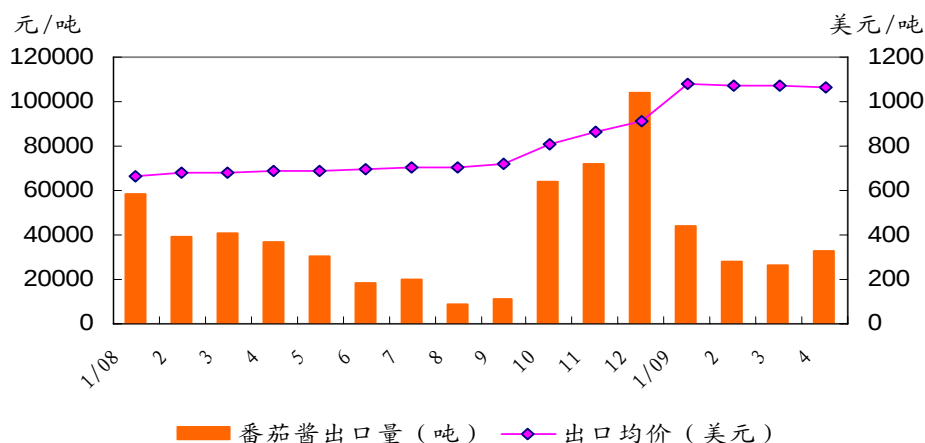
资料来源：中投证券研究所

现价3800元接近我们预计的09年3700均价，但我们认为糖厂09年盈利开始好转，但好得仍不够多。维持制糖业股票“中性”评级。

2.3.3 番茄酱：出口量减少，价格仍坚挺

09年受金融风暴影响1-4月出口量同比下降25%。新疆自治区08年番茄酱出口量为50万吨，加上兵团出口量17.6万吨和乌市出口量5.78万吨，共计73万吨，占全国出口量的90%，加权均价为每吨915.5美元。09年受金融风暴影响1-4月出口量同比下降25%，出口价维持在每吨1075美元。在出口量减少出口价仍坚挺作用下，出口价值同比仍增长16%左右。

图表 6: 新疆自治区 (不含兵团) 番茄酱出口量和出口价



资料来源: 中投证券研究所

我们认为, 中粮屯河09年盈利增长率从过去50%高增长回到25%合理增长率水平。基于现时出口不利形势和估值, 我们维持中性评级。

三、行业内上市公司资产重组事项

我们认为, 行业内部缺乏盈利刺激因素, 上市公司寻找外部资产重组的活动仍将不断持续。

现有资产重组分为两种: 一是非农业公司经过资产重组, 主业变更为农业; 二是部分农业公司业绩持续差劲, 被其他行业公司借壳后, 主业由农业变为其他行业。

在股市相对稳定条件下, 09年行业资产重组事件增加。既有别的行业转为农业, 也有农业行业转为别的行业。先介绍由其它行业转过来的开创国际 (600097)。开创国际是08年年底由华立科技变过来的, 通过资产置换, 超过置换部分的资产向上海远洋渔业定向增发8714万股购买上海远洋渔业资产, 从而实现上海远洋渔业借壳上市, 主业由自动化仪表改为远洋捕捞。第二家是广州冷机 (000893)。第一大股东东凌实业在要约收购第二大股东广州万宝集团的股权后, 将东凌实业同一控制人下的两块资产进行等额置换, 即将冷气压缩机业务置换为植之元公司的大豆加工业, 差额部分大股东以现金补足。

农业上市公司由于多年业绩差劲, 为避免退市, 被其它公司借壳上市的有: 亚华种业 (000918)、武昌鱼 (600275) 和ST九发 (600180), 这三家公司基本

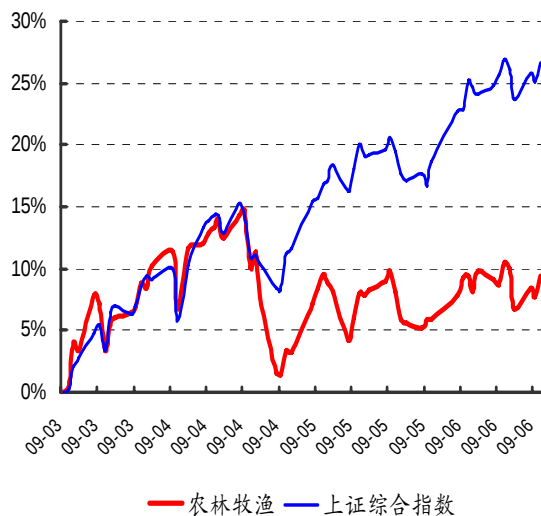
上都转为房地产开发公司。

甘肃亚盛集团股份有限公司（600108）09年3月公告向实际控制人甘肃农垦以每股3.91元发行2.95亿股购买涉及十宗土地及七家农场的农业类相关资产，因标的资产交易价格11亿元多占公司08年净资产的57.89%，本次交易构成重大资产重组。

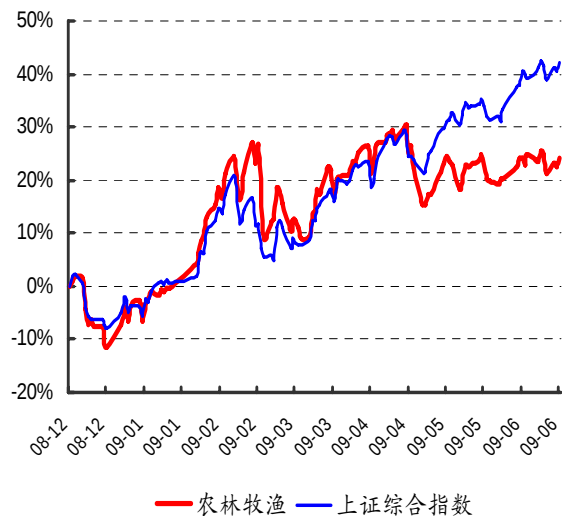
四、维持行业中性评级

我们在2009年年度策略报告中提到，农业上市公司整体估值偏高且盈利预期转坏将制约它的市场表现。农业行业指数最近三个月和最近六个月走势落后大盘16个点和14个点，请见下图。

图表 7：最近三个月行业指数与大盘比较



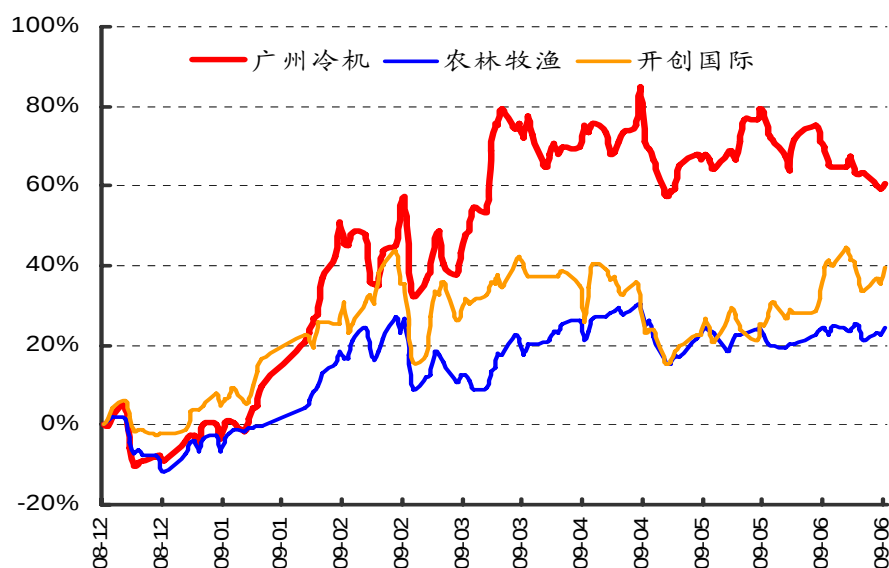
图表 8：最近六个月行业指数与大盘比较



资料来源：WIND

农业行业09年下半年表现落后大盘的情形仍将延续，我们维持中性评级。不过，我们09年年初推荐的两个股票（“**一粒大豆和一条海鱼——行业内安全配置的两个股票**”），其股票表现远胜过行业指数。

图表 9：我们推荐两个股票与行业指数表现比较



资料来源：中投证券研究所

五、我们股票组合内首选股票

09年下半年我们仍然坚持在低估值公司中投资。我们继续推荐**广州冷机**（风险低）和**开创国际**（风险中等）。另外，我们认为，在**亚盛集团**（推荐，风险中等）在完成向其实际控制人甘肃农垦定向增发后，具有一定的投资机会。

广州冷机（¥17.2，推荐，风险低）：

◇ 公司资产置换方案正报请证监会并购重组委审批，我们仔细分析后认为，从现在算起，公司获批日期应该比较接近。

◇ 大豆加工业：每吨压榨利润 09 年同比明显上升。受益于行业景气回升，大型大豆加工商加工量显著回升（09 年一季度国内进口大豆量同比上升 30%），假定植之元公司开工率从 60%提高到 73%每吨制造费用可下降 10%，我们预测，植之元公司 09 年完成每吨压榨利润 178 元并不难，因为 08 年在开工率 60%条件下税前每吨压榨利润差不多已是每吨 160 元。即使保守地按照 09 年每吨 178 元和 150 万吨加工量计算，每股收益为 1.2 元。植之元公司 08 年所得税为 25%，09 年可享受免所得税待遇。

◇ 豆粕价格持续上升，且上升速度快于豆油价格，这对公司来说是个美好时期。美国豆粕价格接近 08 年 7 月的历史高峰，在众多农产品中，豆粕是表现

最佳的商品，显示大豆全球减产、美国库存比偏低以及中国需求稳定增长的基本面形势。国内豆粕涨势短期受到猪流感影响的抑制，同时我们认为，一旦猪流感事件结束，国内饲料厂将重新恢复豆粕需求，从而推动豆粕价格继续上涨。

◇ 植之元公司明年准备上豆油精炼项目，完成从豆粕、豆油原料商向日常消费品延伸。由于豆油精练项目上马快，且投资见效快，我们认为这不仅将提高公司回报，而且也提高公司估值水平。

◇ 公司是国内优秀大豆加工商，基于其未来三年成长性确定且现有估值偏低（P/E 为 15 倍，P/S 为 0.7 倍），我们继续给予推荐评级。

开创国际(¥15.39, 推荐, 风险中等):

◇ 开创国际从事的远洋捕捞行业受到国家三减免和四补贴政策的大力支持。捕捞船只燃油补贴从 08 年下半年开始，只要 09、10 年柴油价高于每吨 5070 元，油价补贴由原来涨价 50% 变为涨价 100% 发放。

◇ 油价若持续疲软、鱼价相对稳定有利于公司毛利率上升；若油价持续上涨，一方面鱼价在反映捕捞成本变化后会上升，另一方面油价上涨固然带来成本上升，但受政府油价补贴的覆盖，企业经营成本并未受到太大影响，中国渔船相对外国渔船反而得到较大收益。

◇ 公司从事的远洋捕捞行业 ROE 水平较高，未来业务扩张性强，现时估值并不算高，公司仍然为农林牧渔行业内安全配置股票之一。06—08 年公司在船队规模稳定情形下，盈利实现有机增长 15%，08—10 年我们预计公司在扩大船队规模、提高船舶运营效率以及证券市场支持下，盈利年复合增长率提高到 20%。

◇ 风险因素：公司拖网船船队扩张计划可能受到某些因素的约束。公司大股东外的主要股东股价高涨后减持欲望较强烈，这将影响股价上行。

亚盛集团(¥5.27, 推荐, 风险中等):

◇ 本次向公司实际控制人甘肃农垦定向增发 2.95 亿股将扩大公司农业产业化规模，提升公司盈利能力。本次交易完成后除农场耕地面积增加 3 倍外，还扩大公司农业主导品种酒花和大麦产量及科技力量；公司盈利能力增长 2 倍多。

◇ 公司农场经营模式使得农业盈利更具有增长潜力。公司改革一家一户农地承包的小农模式，对大部分土地进行集约化、专业化、标准化和规模化经营。本次定向增发装进来的七个农场地租毛利只占 8%，但农场统一经营模式下

的毛利额占了很大比例。我们认为，亚盛农场盈利模式不同于北大荒收地租模式，虽其经营风险要增加一些，但农场收入和盈利更具有增长潜力。

◇ 公司农业种植品种集中到有相对垄断地位和后发优势的三个品种。公司在啤酒花种植和加工上具有相对垄断地位，获得超过 60%以上的毛利率，随着自己培育甲酸含量高达 14%的酒花播种面积扩大，可保证酒花产品每年均价上升 10%。公司通过控股企业天润薯业和专家，获得加工型马铃薯脱毒苗技术，利于推广马铃薯在自家农场上大面积种植。我们认为，2010 年前由于加工型马铃薯产量占甘肃马铃薯产量不到 20%，且价格稳定，公司推行大面积种植脱毒薯比较可行。

◇ 建议公司完成定向增发完成后参与。我们预计未来四年公司农业收入年复合增长率为 13%，假定工业仍处微利或微亏，同时假定 2012 年卖出西南证券股权获利 2.4 亿元，我们预测公司 09-12 年每股收益为 0.08、0.11、0.17、0.35 元，依据 P/S、PE/G 和土地估值法三种方法综合计算的企业合理价值为 5.5 元，高于现价 22%，给予推荐评级。

◇ 风险因素：公司本次交易属于重大资产重组，是否获批存在政策风险；公司管理层是否有足够动力提高业绩是另外一个风险。

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、大湖股份、新赛股份、山下湖、广州冷机、
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 邮编: 518000 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 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434