

2009.10.09

三要素略显改善，基本面不支持补涨

—2009 年第 4 季度行业策略

秦军

021-38676768

qinjun@gtjas.com

本报告导读：

三要素略有改善，基本面不支持补涨，农业股在四季度难以显著超越大市。增持：安琪酵母/绿大地/天宝，关注：农产品/金宇集团/顺鑫农业。

投资要点：

- 农业指数在 8 月份大幅超越沪深 300，直接导致第三季度相对收益为正，但其背景是市场的快速调整，农业指数实际上在 8 月份下跌了 7.4%。
- 我们今年以来一直坚持以“估值/粮价/政策”三要素为基础分析框架，在此基础上一一直坚持“看平行业，突出个股”，农业指数 2009 年的绝对/相对走势也基本印证了这一点。
- 三要素略有改善，基本面不支持补涨
估值：相对估值倍数 2.3，高于舒适区间；重点覆盖公司 09 年动态估值 35 倍，比市场整体高 40%。
粮价：国际粮价仍需看原油脸色；连年丰收，库存充裕，国内减产并不会导致供应不足与粮价大涨。
政策：大政方针难有惊喜，生产成本下降背景下，粮食最低收购价提升幅度可能明显缩减。
- 生猪价格恰逢上涨半周期与消费旺季叠加，且距离长期合理价格仍有 15% 距离，未来生猪收购价可能继续上涨 20-30%。
- 农业股中期业绩下降，降幅较一季度明显缩小。二季度产品价格回升并未导致景气明显好转，业绩环比好转主要由于费用下降与投资收益增加。
- 基于对产品价格回升预期，我们提升对畜牧业、饲料行业景气预期，制糖业仍将受益于高糖价；种业、动物疫苗、农产品流通行业景气得以保持。
- 增持组合：安琪酵母/绿大地/天宝股份
关注组合：农产品/金宇集团/顺鑫农业

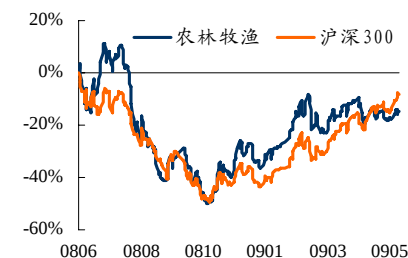
细分行业评级

农业服务业	增持
基础农业生产	增持
农产品加工	中性

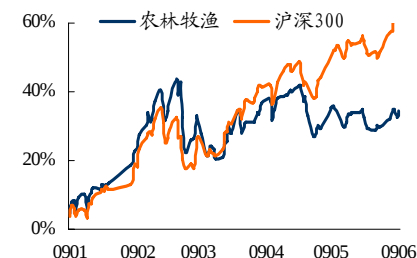
重点公司评级

安琪酵母/600298	增持
绿大地/002200	增持
天宝股份/002220	增持
农产品/000061	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
北大荒/600598	谨慎增持
好当家/600467	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持
中牧股份/600195	谨慎增持

行业指数（前 12 个月）



行业指数（2009 年）



数据来源：Wind

相关报告

行业月报：
滞涨是抗跌而非补涨的理由
(09.08.25)

行业月报：
补涨还是继续潜伏？
(09.07.07)

中期策略：
重新审视三要素，超额收益需等待
(09.06.15)

目 录

1. 投资摘要.....	3
2. 行业表现：抗跌却难补涨.....	4
3. 三要素评估：略有好转，难以补涨.....	5
4. 农产品价格：粮价难大涨.....	7
4.1. 小结.....	7
4.2. 国际：需看原油脸色.....	7
4.3. 国内：减产不会影响市场供应.....	9
4.4. 猪价：处于上升通道中.....	10
4.5. 糖价：仍可中期看好.....	11
5. 行业策略：看平行业，突出个股.....	12
5.1. 中报回顾.....	12
5.2. 行业景气.....	13
5.3. 推荐组合.....	14

图 表

图 1：农业指数走势（2007.1-2009.9）	3
图 2：农业指数 12 个月走势.....	4
图 3：农业指数 2009 年走势.....	4
图 4：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）	4
图 5：各月底迄今累计相对收益（沪深 300 为基准）	4
图 6：农业指数季度绝对收益.....	5
图 7：农业指数季度相对收益（沪深 300 为基准）	5
图 8：农业股动态 PE（滚动 4 个季度）	5
图 9：农业股相对估值（沪深 300 为基准）	5
图 10：食品/农产品价格波动幅度小于金属/能源（2005=100）	7
图 11：“美元-原油-农产品”短期价格联系不密切	8
图 12：全球粮食产量/消费/库存预估	8
图 13：美 2 号黄玉米价格 1980-2009（美元/吨）	9
图 14：主要农产品、原油期货均价同比.....	9
图 15：灾害面积与粮食产量的关系	9
图 16：国内主要农产品收购价.....	10
图 17：国内粮食产量（1985-2008）	10
图 18：农产品价格/生产资料指数.....	10
图 19：农业生产效益指数（40 为中性）	10
图 20：全国生猪、猪肉、仔猪均价（2007-09）	11
图 21：全国平均猪粮比（2007-09）	11
图 22：11#原糖价格（1980-2009）	12
图 23：郑州白糖期货与纽约 11#原糖期货	12

1. 投资摘要

2009 年我们对农业行业提出了“相对估值/粮价/政策”的三要素，并以此为基础判断行业整体获取超额收益的机会。今年以来，几份策略报告都一次为框架，较为清晰的表明了我们的行业策略基调：

2009 年第 2 季度策略《等待机遇》（2009 年 4 月）

估值处于高峰、粮价难涨、政策平淡的情况下，农业股二季度难以明显强于大市。

2009 年中期策略《重新审视三要素，超额收益需等待》（2009 年 6 月）

相对估值处于高位，粮价/政策想好预期不强烈，行业评级“中性”，推荐绿大地/天宝股份/安琪酵母。

2009 年 8 月行业月报《滞涨是抗跌而非补涨的理由》（2009 年 8 月）

三要素略有改善，整体中期业绩下降，长期滞涨后表现抗跌，基本面不支持补涨，看平行业，突出个股。

经历了连续 2 个季度的落后，农业股终于在第 3 季度超越的沪深 300 指数，然而这一超额收益的背景是 8 月份市场的快速调整。过去 2 年，农业股在第 4 季度都取得了不错表现，这样的情形今年会重演吗？

根据我们对“三要素”的评估，绝对/相对估值指标仍然处于高位，粮价难以大涨，大政方针难有惊喜，最低收购价升幅将缩减，基本面不支持补涨，农业股未来一个季度仍然缺乏整体超越大市的动力。

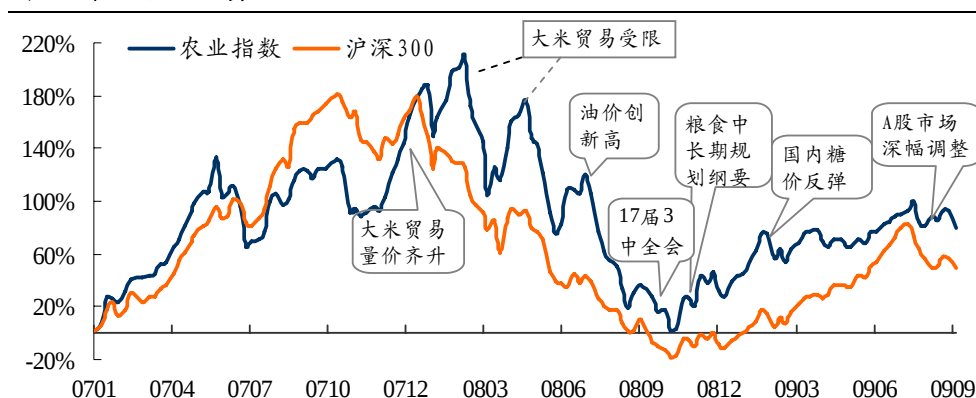
农产品价格的回升在中报中仅仅体现为收入环比增长，毛利率未见改善，第二季度业绩环比好转更多是由于费用率下降、投资收益等因素，目前行业景气仍处于较低水平。预计 4 季度农产品价格同比可能转正，农业行业整体景气有望好转。

行业策略：看平行业，突出个股。

增持组合：安琪酵母、绿大地、天宝股份

关注组合：农产品、金宇集团、顺鑫农业

图 1：农业指数走势（2007.1-2009.9）



数据来源：Wind，国泰君安证券

2. 行业表现：抗跌却难补涨

2008 年风光一时的农业股在 09 年的表现不尽人意，即便是在 8 月份大幅超越指数之后，今年以来的收益率仍然落后沪深 300 指数 27.3 个百分点。在今年 7 月底的时候，这一数字甚至超过 50 个百分点。

基本上从 3 月底以来，农业指数就没有取得过像样的绝对收益，仅仅在 7 月份上涨了 10.4%，而同期整体市场的上涨可谓如火如荼。在连续 5 个月跑输指数之后，农业指数终于在 8 月份大幅超越沪深 300，但是其背景是市场的快速调整，农业指数实际上在 8 月份下跌了 7.4%。而进入 9 月之后，农业股在反弹中再次表现疲弱，基本验证了我们在月报中提出的观点：“滞涨是抗跌而非补涨的理由”。

图 2：农业指数 12 个月走势



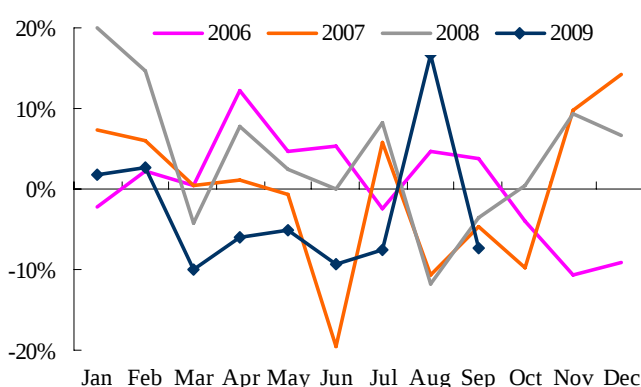
数据来源：Wind，国泰君安证券

图 3：农业指数 2009 年走势



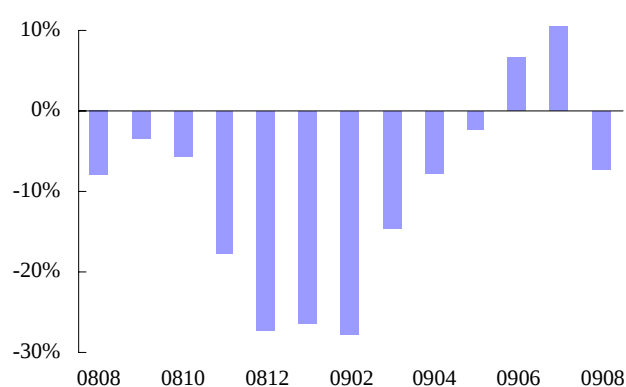
数据来源：Wind，国泰君安证券

图 4：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

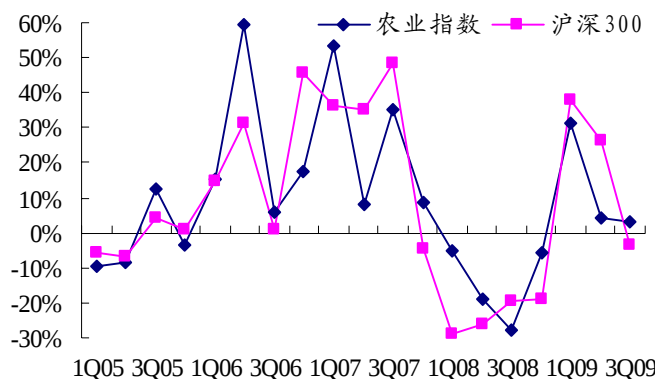
图 5：各月底迄今累计相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券

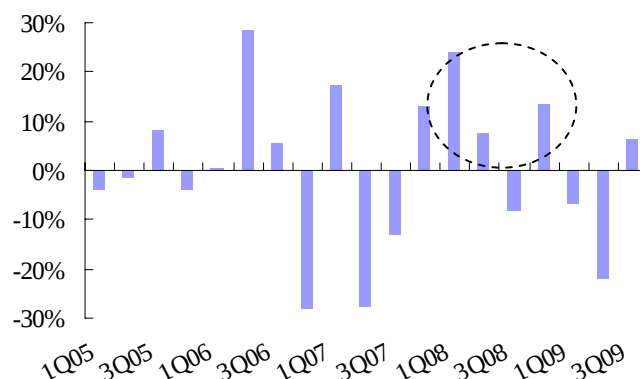
如上文几张图所示，农业指数在 08 年 11-12 月，以及 09 年的 1-2 月，表现好于沪深 300 指数；明显弱于大势，则是 3 月份以后的事。历史上，农业指数的最差纪录是连续两个季度落后于沪深 300，从概率上说，第三季度应该有所表现。只是，农业股在三季度超越沪深 300 的方式却颇令人意外，是以抗跌而非补涨来实现的。农业股在 4 季度表现会如何，能否继续超越指数的表现，我们仍然在“估值/粮价/政策”的三要素框架上进行分析。

图 6: 农业指数季度绝对收益



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 7: 农业指数季度相对收益 (沪深 300 为基准)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

3. 三要素评估: 略有好转, 难以补涨

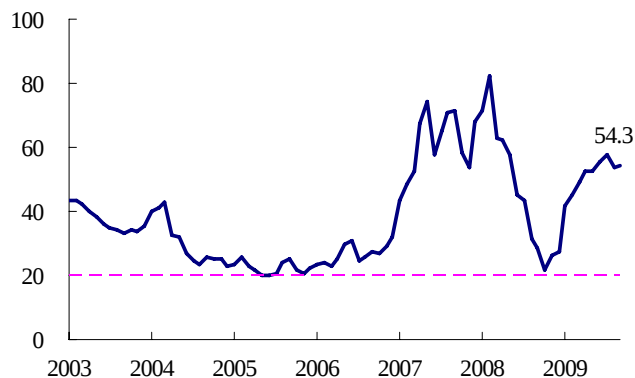
我们今年以来一直坚持以“估值/粮价/政策”三要素为基础框架来分析农业股阶段性超额收益机会, 基本判断是: 农业股从长期来看超额收益不明显, 阶段性的超额收益则不乏机会。综合“三要素”的评估后, 我们今年以来对行业的基本态度是坚持“看平行业, 突出个股”, 农业指数绝对/相对走势也基本印证了这一点。

相对估值: 超过舒适区 (1.5-2.0)

三要素中最核心的是估值, 尤其是相对估值。由于中报业绩的同比下降, 滚动 4 个季度的农业指数 PE 已经超过 50 倍, 由于农业指数中相当数量的公司处于微利或是亏损状态, 这一数字实际上是高估了整体的估值水平。国泰君安重点覆盖的农业类公司 09 年动态 PE 均值为 35 倍, 比市场整体水平高 40% 左右。

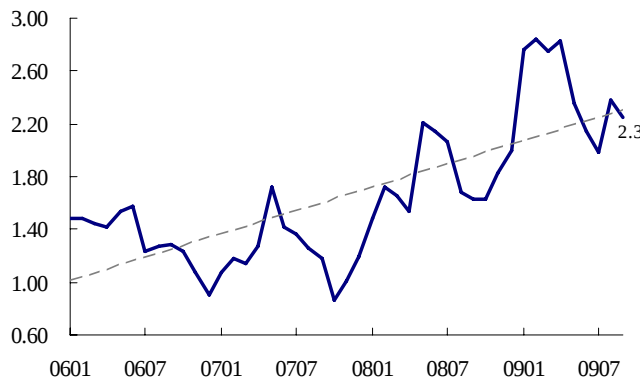
目前的农业指数的相对估值倍数为 2.3 倍, 仍然高于舒适区间 (1.5-2.0)。从最近几年的历史看, 农业指数的相对估值倍数低于 1.5 甚至低于 1 的时候, 才具备获取阶段性超额收益的条件, 目前的绝对/相对估值水平都无法提供支持。

图 8: 农业股动态 PE (滚动 4 个季度)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 9: 农业股相对估值 (沪深 300 为基准)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

农产品价格：稳定向上，难以大涨

美元在 60-70 美元区间，基本供求成为决定大宗农产品价格的主导因素，经济复苏或通胀通过“油价-粮价”链条的传导，更可能导致粮价系统性上涨。国内今年粮食减产，但绝对产量水平仍处于高位。且连年丰收使粮食库存充裕，国储前两年的大规模收储掌握了较多的供应资源，即便今年粮食出现较大幅度减产，也不会对市场粮食供应造成影响，不会成为粮价上涨的导火线。

政策：收购价升幅缩小

对农业给予政策支持/财政补贴是世界各国常见的做法，即便是发达国家也不例外，甚至补贴力度更大。2008 年秋季的十七届三中，虽然被称为新政，但实际上并无太多变革，更多的是起到保证政策延续性的作用。全会公报对我国农村 2020 年的大政方针确定了基调，短期难有大的变动。2008 年底还公布了《国家粮食中长期规划纲要》，对未来保证耕地面积，增加粮食供应提出了总体规划。

在大政方针难有惊喜的情况下，目前引起关注的政策可能就是明年的粮食最低收购价。尽管前两年国家大幅提高粮食收购价（普遍提升 10-13%），但 2009 年农资价格同比回落，我们判断明年的收购价水平提升幅度将明显低于前两年。

历年粮食最低收购价（元/500 克）

	早籼稻	中晚籼稻	中晚粳稻	白麦	红麦	混合麦
2004	0.70	0.72	0.75			
2005	0.70	0.72	0.75			
2006	0.70	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2007	0.70	0.72	0.75	0.72	0.69	0.69
2008	0.77	0.79	0.82	0.77	0.72	0.72
2009	0.90	0.92	0.95	0.87	0.83	0.83

小结：基本面不支持补涨

从三要素角度来看，最重要的估值指标仍然处于高位；粮价预期好转，但是没有大涨预期；最低收购价政策预期也低于前两年。总体而言，农业股的滞涨可能导致其抗跌，但基本面并不支持补涨，整体超额收益的机会仍不具备。由于三季度农业指数已经超过沪深 300，在三要素仅仅略有改善情况下，连续两个季度超越指数的概率不大，我们对 4 季度农业指数的超额收益抱谨慎预期。

4. 农产品价格：粮价难大涨

4.1. 小结

国际价格：粮价需看原油脸色 避险需求的减弱使美元持续走弱，实体经济的复苏前景阴晴未定却无法继续推高油价，生物能源产业的短期前景也受到影响，农产品的能源属性被暂时隐去，其价格主要受到产量/需求/库存这三大基础变量作用。经济复苏导致油价高涨，才可能刺激农产品价格再次系统性上涨。

国内价格：减产不影响市场供应 农业基础设施建设提高抗灾能力，今年产量无需过分担忧。连年丰收后库存充足，进一步保障市场供应。最低收购价涨幅将明显缩减，粮价温和上涨，难以大涨。

猪价：或将上涨 20-30% 上升周期与消费旺季叠加，目前价格距离长期合理水平仍有 15%，未来猪价仍可能上涨 20-30%。

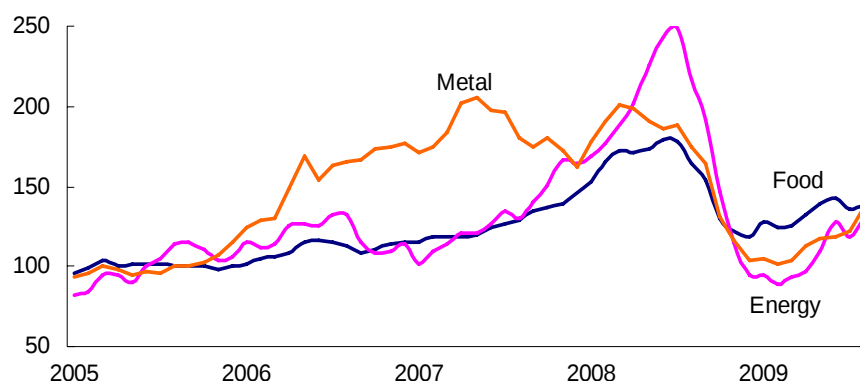
糖价：仍可中期看好 下个榨季产量仍可能下降，糖价将继续保持强势。目前中央、地方两级储备手里至少有全年消费量 20% 的储备糖，对市场价格具备干预能力，糖价重现 2006 年 6000 元/吨的概率不大。

4.2. 国际：需看原油脸色

投资者关注农产品价格，大体出于两种原因：农产品/食品与日常生活相关，价格变化对通胀预期影响巨大，进而影响个人的金融行为；从农产品价格的变化中寻找投资机会。

从历史上看，农产品/食品价格的波动幅度远远小于金属/能源类商品，在一轮牛市中的涨幅很难与金属/能源相当，投资机会更多的来自于其价格上涨的时间晚于金属/能源。只需回顾 5 年的数据，我们就不难理解为什么农产品价格在 2009 年的表现逊于金属/能源。

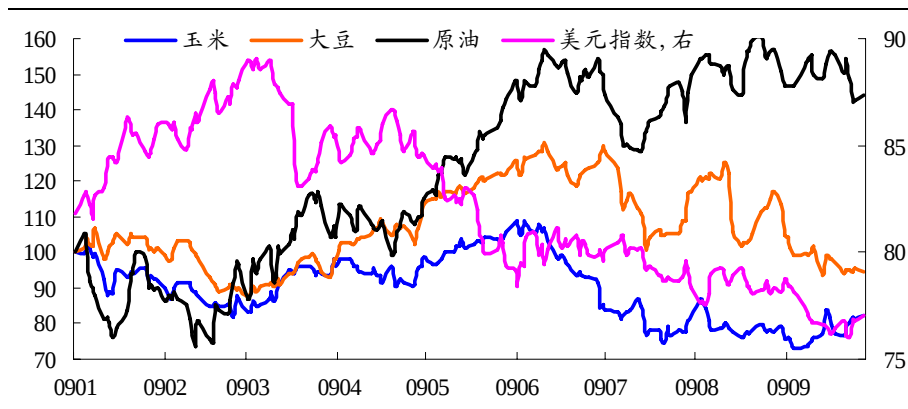
图 10：食品/农产品价格波动幅度小于金属/能源（2005=100）



数据来源：IMF，国泰君安证券

从历史上看，美元与商品价格的反向关系在大多数时间里是成立的，在 2009 年的前几个月，这样的关系也得到了较好的保持。然而最近几个月，“美元-原油-农产品”之间的价格联系显得杂乱无章，美元的持续走弱却无法进一步提振商品价格。

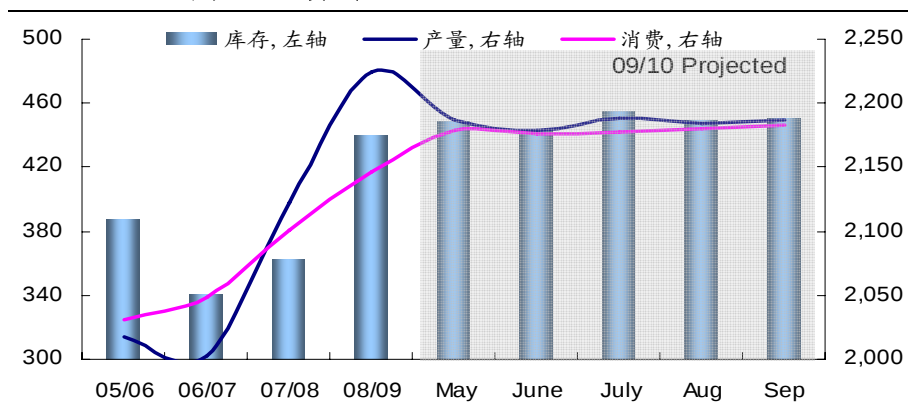
图 11: “美元-原油-农产品”短期价格联系不密切



数据来源: CEIC, Bloomberg, 国泰君安证券

我们认为这主要是由于，避险需求的减弱使美元持续走弱，实体经济的复苏前景阴晴未定却无法继续推高油价，生物能源产业的短期前景也受到影响，农产品的能源属性被暂时隐去，其价格主要受到产量/需求/库存这三大基础变量作用，在库存提高的预期下，价格震荡走低。

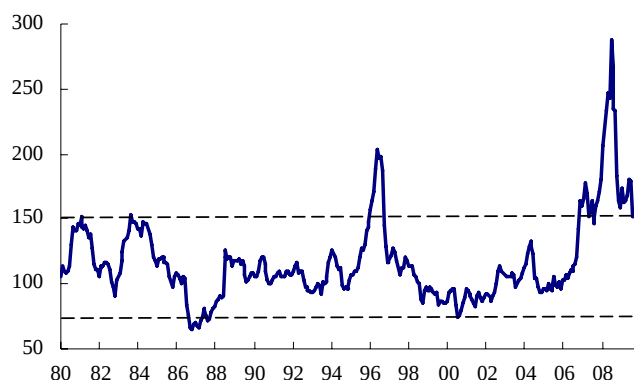
图 12: 全球粮食产量/消费/库存预估



数据来源: USDA, 国泰君安证券

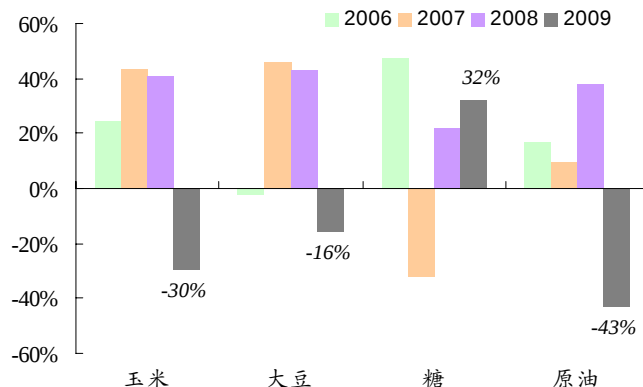
尽管如此，仍然不断有投资者关心，农产品价格是否有赶上金属/能源价格涨幅的可能，我们对这样的可能性持谨慎态度。从长期来看，农业产品价格很难跑赢通胀（请阅专题报告《粮价影响因素简析》），目前的粮价在历史上所处位置也并不低。以美 2 号黄玉米为例，尽管近几个月累计跌幅达 25%，今年的均价比去年均价低 30%，但目前仍然处在长期波动区间的上沿。作为大宗农产品的龙头，玉米最具能源属性，我们相信这样的表现的与近几个月原油价格缺乏方向有关。对于玉米乃至其他大宗农产品，我们仍然坚持其价格前景依赖于原油的走势。原油在 60-70 美元区间的震荡时，农产品的能源属性暂时退居幕后，基本供求/库存主导价格。

图 13: 美 2 号黄玉米价格 1980-2009 (美元/吨)



数据来源: IMF, 国泰君安证券

图 14: 主要农产品、原油期货均价同比



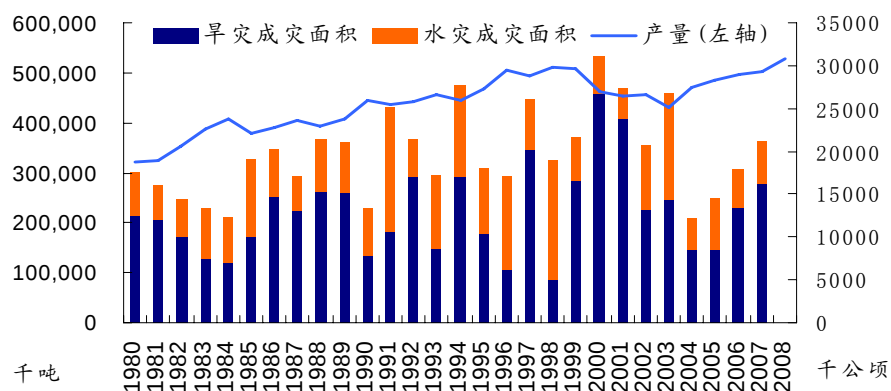
数据来源: CEIC, 国泰君安证券

4.3. 国内: 减产不会影响市场供应

最近一个多月以来, 关于旱情的报道占据了媒体的很多篇幅, 对于粮食减产的忧虑开始出现。我们认为, 只有与正常年份的灾害水平相比较, 目前的旱情才对粮食产量的判断有参考意义。2008 年, 我国粮食产量创新高, 而当年的灾害水平是低于正常年份的, 从这个意义上讲, 2009 年粮食产量下降是大概率事件。

随着国家对农业基础设施、农业科研等方面的投入力度加大, 农业生产的抗灾能力不断增强, 我们在灾害水平与粮食产量之间并没有发现明显的相关性。相反, 我们认为导致粮食产量波动的根本原因还是粮食价格, 由于粮价波动导致种粮收益变化, 从而改变种粮行为, 从而引起了产量波动。

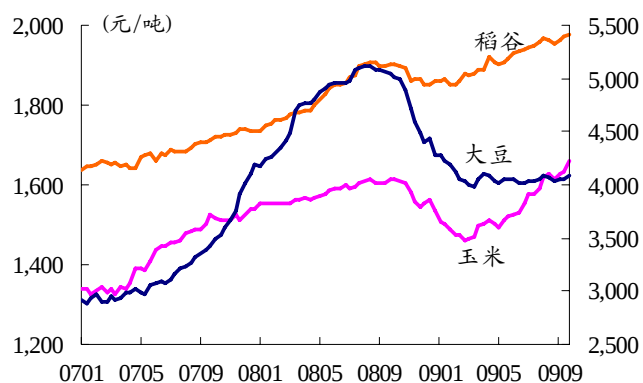
图 15: 灾害面积与粮食产量的关系



数据来源: 中国统计年鉴, 国泰君安证券

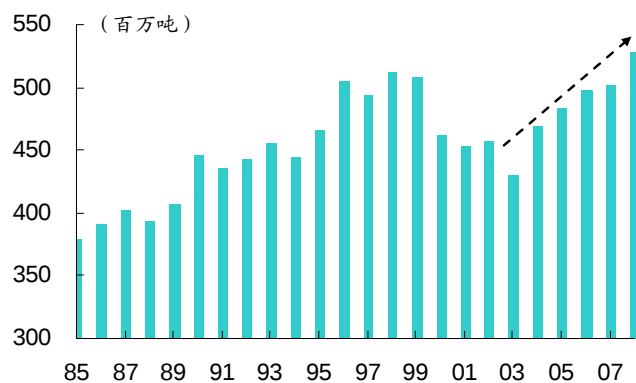
另外, 由于近几年粮食连年丰收, 库存水平较高。且国储在 2008 年秋粮上市价格下跌的时期, 为了稳定粮价, 收购了较多的商品粮, 目前掌握了充裕的储备粮资源。从这一来看, 即便 2009 年秋粮出现产量下降, 也不会影响到市场供应, 更不会出现因供应短缺而引发粮价飞涨。整体粮价将在稳定的基础上略有上涨, 这也是我们去年以来一直持有的观点。

图 16: 国内主要农产品收购价



数据来源: 商务部, 国泰君安证券

图 17: 国内粮食产量 (1985-2008)

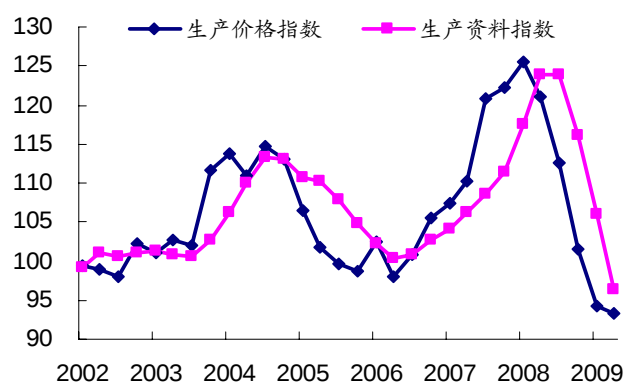


数据来源: 商务部, 国泰君安证券

在国内农产品价格温和上涨的同时, 农业生产的效益指标也出现同比跌幅减缓、环比好转的情形。根据季度统计数据, 今年的农产品价格/生产资料价格同比都出现下跌, 但在生产效益指标在 2 季度已经出现同比跌幅减缓的情形。由于 2008 年下半年农产品/生产资料价格均出现较为明显的下跌, 基数效应将使得 2009 年 3-4 季度农产品/生产资料价格同比跌幅继续缩小, 甚至转为上涨。从历史上看, 产品价格是生产效益的主导因素, 农业生产效益也有望继续好转。

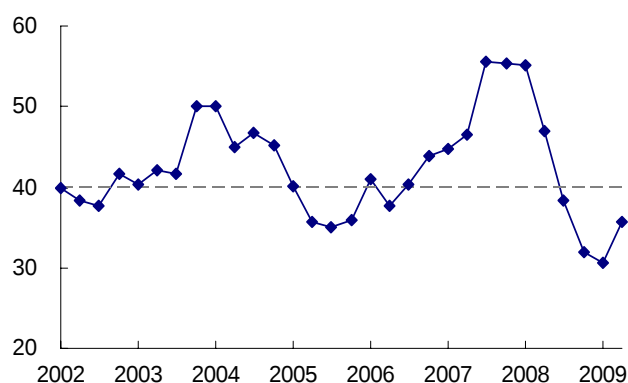
另一方面, 由于农资价格从高位回落, 在粮价稳中有升的情况下, 种粮收益将得到改善。从这个方面来看, 明年的最低收购价提高幅度很可能明显低于前两年, 这与我们前文得出的结论是一致的。

图 18: 农产品价格/生产资料指数



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

图 19: 农业生产效益指数 (40 为中性)



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

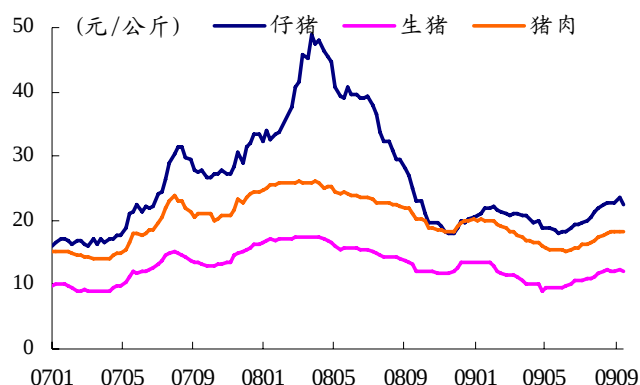
4.4. 猪价: 处于上升通道中

资本市场仍然非常关注猪价的变化, 是由于猪肉是我国居民消费量最大的肉类, 对居民通胀预期有着重要影响。更为重要的原因, 是大家对 2007 年猪肉价格的暴涨, 仍然念念不忘。

实际上自 5 月份以来，猪肉价格一直保持小幅回升态势，之所以最近 1-2 个月才引起关注，主要是由于涨幅不快，并且绝对价格水平不高。尽管猪肉对 CPI 有着重要的影响，我们并不同意将猪肉价格视为通胀的源头。

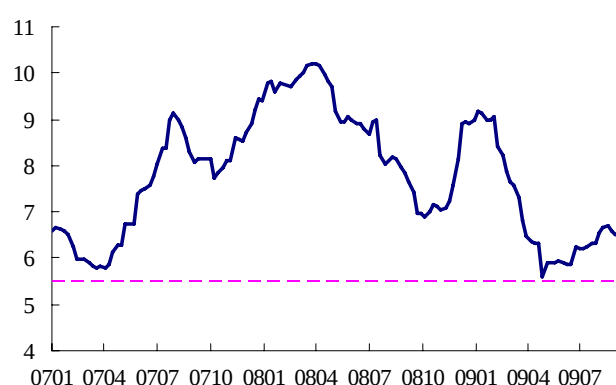
从理论上讲，能繁母猪/商品猪存栏量的变化最能预示猪肉价格的变化，但是我们却无法获得这样的数据从而准确判断猪肉价格走势。但是我们认为，肉价本身就是对存栏情况的反映，目前的价格上涨是肉价自身上涨半周期与消费旺季的叠加造成，并且还将持续一段时间。从绝对价格水平来看，目前的生猪收购价（12.15 元/公斤）距离长期均衡水平（14 元/公斤）仍有 15% 的距离。如果考虑到正常的波动幅度，以目前价位为基准，生猪收购价未来仍可能出现 20-30% 的上涨。

图 20：全国生猪、猪肉、仔猪均价（2007-09）



数据来源：农业部，国泰君安证券

图 21：全国平均猪粮比（2007-09）



数据来源：农业部，国泰君安证券

4.5. 糖价：仍可中期看好

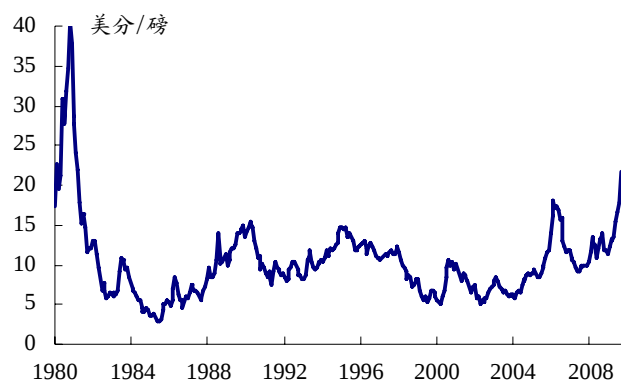
2009 年的大宗农产品价格中，白糖表现最佳，年初以来推动糖价上涨的一直是印度因素。其间，印度的产量预期一再被调低，而其进口需求则不断放大。截至目前印度已进口 240 万吨原糖，而上个榨季则是出口 580 万吨。这两者的差额为 820 万吨，占全球每年原糖贸易量的 15% 以上。

目前原糖期货价格约为 22-23 美分/磅，已经创 28 年新高，但距离 1980 年的 40 美分仍有相当距离，更是远低于 1974 年 60 美分以上的水平。前两次糖价高峰均受到石油危机的影响，这样的背景在目前并不存在，国际糖价攀上 40 美分的概率不大。

另一方面，国内白糖近几年与外糖的走势契合度并不高，今年以来的走势就明显弱于国外，这与我国目前白糖消费基本自给自足有关系。2008 年秋季糖价暴跌的时候，中央和地方都出面收储，将为未来的市场供应提供保障。

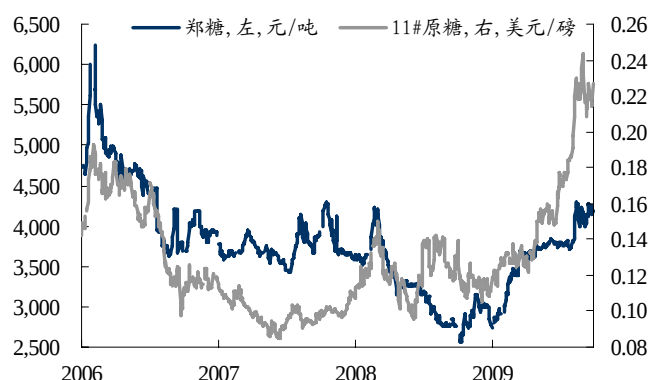
对于国内糖价，我们认为，在下个榨季产量仍可能下降的情况下，将继续保持强势，目前中央、地方两级储备手里至少有全年消费量 20% 的储备糖，具备甘薯市场糖价的能力，糖价重现 2006 年 6000 元/吨的概率不大。

图 22: 11#原糖价格 (1980-2009)



数据来源: IMF, 国泰君安证券

图 23: 郑州白糖期货与纽约 11#原糖期货



数据来源: CEIC, 国泰君安证券

5. 行业策略: 看平行业, 突出个股

5.1. 中报回顾

从农业上市公司 2009 年中报来看, 尽管整体中期业绩仍同比下降, 降幅却小于 1 季报, 表明第 2 季度的业绩同比好转。仔细业绩分析好转的源头, 主要是费用率下降和投资收益增加。投资收益的增加主要来自新希望与农产品两个公司, 新希望的投资收益来自民生银行, 农产品的投资收益则来自金信信托投资减值的冲回。

我们发现, 农产品价格的温和反弹仅仅反映在收入上, 并未反映在毛利率上, 相反毛利率还有所下降。从这个角度来看, 行业景气仅仅能认为是跌势放缓, 距离同比回升, 仍有一段距离。由于 2008 年 4 季度产品价格基数较低, 我们认为 2009 年 4 季度产品价格很可能同比涨幅为正, 整个行业的景气继续好转值得期待。

农业上市公司利润简表 (单位: 百万元)

	1H08	1H09	YoY	1Q08	1Q09	YoY
营业收入	31,341	31,311	-0.1%	14,815	13,263	-10.5%
营业成本	25,282	25,369	0.3%	11,739	10,458	-10.9%
毛利率	19.3%	19.0%		20.8%	21.1%	
三项费用	4,286	4,395	2.5%	2,090	2,127	1.8%
三项费用率	13.7%	14.0%		14.1%	16.0%	
投资收益	576	681		306	188	
营业利润	2,032	1,960	-3.6%	1,162	754	-35.1%
净利润	1,803	1,637	-9.2%	956	591	-38.1%
剔除非经常项的净利润	1,484	1,368	-7.8%	786	527	-32.9%

5.2. 行业景气

与中期策略报告时相比，近几个月发生重要变化的是猪肉价格的持续上涨导致畜牧业、饲料加工业的景气出现了好转的趋势。

上文我们已经分析过，产品价格是行业景气的主导因素，生猪价格的未来持续回升的预期，比价效应也将对其他畜牧产品价格产生拉动作用，将使得整个畜牧业的景气出现触底回升。

饲料行业作为畜牧业的上游，其产品价格取决于两个因素：一是玉米、豆粕等原材料价格；二是终端产品（肉蛋奶等）的价格。目前这二者的价格都出现回升的趋势，在价格主导景气的情况下，饲料行业的景气将出现回升。

综合而言：种植业/制糖/畜牧业/饲料加工/等行业将由于产品价格上涨、成本下降等因素出现景气好转；而种业/动物疫苗/农产品流通则由于行业结构好转、国家政策支持继续保持较好的行业景气。

农业各子行业景气概况

基础农业生产	种植业	粮食价格回暖，化肥等农资价格同比下降，粮食种植效益有望改变前几年连续下降的局面，得到部分修复。
	畜牧业	上升周期与消费旺季重叠，生猪收购价仍有上涨空间，行业景气持续回复
	渔业	随着经济形势好转，高档水产品需求有所恢复，但价格仍在较低的位置。
农产品加工	制糖	国际糖业组织估计全球缺口 1000 万吨。国内消费旺季支撑短期糖价，减产预期强化涨价预期，制糖企业盈利持续好转。
	饲料	终端产品价格回暖，原材料价格同时上行，基于粮价不会大涨的假设，行业景气从低位开始有望持续好转一段时间。
	水产品加工	行业整体情况平平，对境外需求、汇率等变量有依赖，成本管理出色、订单稳定的企业将胜出。
	果蔬加工	行业整体情况一般，对境外需求、汇率等变量有依赖，成本管理出色、订单稳定的企业将胜出。
	其他加工业	/
农业服务业	种业	玉米种子行业供需结构处于持续好转当中，上市公司依赖合资公司的发展业绩将出现回升。
	动物疫苗	国家投入逐年增大，行业景气稳定，突发疫病提供交易性机会，研发、销售有优势的企业值得关注。
	农产品流通	国家重点支持产业，随着各种基础设施的完善，将出现流通成本下降与流通企业获利的双赢局面。
	其他服务业	/

5.3. 推荐组合

前文已经在评估“三要素”的基础上得出了“看平行业，突出个股”的结论，即农业指数在今年剩下的时间里，显著超越指数的概率并不大，更多的机会来自对个股的挖掘。

增持组合：安琪酵母、绿大地、天宝股份。

这三个公司的共同点是，业绩增长明确，估值水平不高。

安琪酵母(600298)：“定向增发”统一各方利益，资产质量好，现金流极佳，业绩将迎来高增长，目前估值较低。

绿大地(002200)：昆明及周边市场需求旺盛，公司进入产能释放期，业绩增长确定性/持续性高。

天宝股份(002220)：今年业绩有望持平，明年冷饮/气调库业务有望盈利，目前估值水平不高，有安全边际。

关注组合：农产品、金宇集团、顺鑫农业

农产品（000061）：由于估值水平过高，我们在今年下调了其投资评级，但对其长期的业绩增长仍然抱乐观态度，对其特有的盈利模式继续看好。

金宇集团（600201）：其新工艺生产的疫苗产品，可能导致其明年出现量价齐升的局面，乐观预期下其2010年动态估值不高，值得持续关注。

顺鑫农业（000860）：其白酒业务稳定增长，种猪/屠宰业务收益与猪价上行周期，房地产业务可能带来惊喜，尽管多元化影响整体估值，目前价位仍相对安全。

重点公司盈利预测与投资评级

公司名称	收盘价 2009-9-29	EPS (元)			PE			PB	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	评级
		08	09	10	08	09	10				
安琪酵母	22.78	0.39	0.79	1.02	59.2	28.8	22.4	6.6	61.8	61.8	增持
绿大地	23.73	0.57	0.80	1.12	41.3	29.6	21.2	4.6	22.9	35.9	增持
天宝股份	16.05	0.69	0.75	0.87	23.3	21.3	18.4	3.0	5.5	15.7	增持
农产品	10.45	0.07	0.32	0.39	151.3	33.1	27.0	2.8	49.8	80.3	谨慎增持
顺鑫农业	13.51	0.50	0.58	0.68	27.0	23.3	19.9	2.6	31.4	59.2	谨慎增持
金宇集团	7.68	0.26	0.22	0.43	29.9	34.3	18.0	3.0	21.6	21.6	谨慎增持
北大荒	12.11	0.34	0.35	0.39	35.3	34.6	31.2	4.2	207.6	207.6	谨慎增持
好当家	7.59	0.20	0.22	0.26	38.6	34.5	28.8	3.8	48.1	48.1	谨慎增持
通威股份	7.82	0.15	0.22	0.27	50.9	34.8	29.1	4.7	29.5	53.8	谨慎增持
中牧股份	19.00	0.41	0.49	0.68	45.8	38.4	28.1	6.3	38.2	74.1	谨慎增持
獐子岛	23.30	0.55	0.61	0.80	42.1	38.1	29.0	4.4	49.7	52.7	中性
登海种业	26.42	0.01	0.44	0.69	1,787	60.3	38.3	6.4	43.2	46.5	中性

作者简介:

秦军: 2001 年加入国泰君安, 2004 年进入研究所, 现为销售交易总部研究员, 从事农业行业研究。

免责声明

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com