



农业

2010.04.22

喧嚣之后归于平静

农业行业 2010 年第二季度策略

 **秦军**
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 S0880206080312

本报告导读：

行业评分系统显示农业股整体获取超额收益的动力并不充分，行业评级中性，从获取长期收益的角度，自下而上选股，看好海大集团/圣农发展/大北农/农产品/安琪酵母。

摘要：

- **行业表现接近历史最佳。**农业指数第一季度超额收益 8.6%，连续三个季度领先，接近历史最佳纪录。进入 4 月份之后表现强势，我们对可持续性表示谨慎。
- **农产品价格将温和上涨。**恶劣天气导致粮食增产预期降低，经济持续复苏导致通胀预期抬头，农产品总体供应充足，预计 2010 年农产品价格将温和上涨。
- **猪价见底回升只是时间问题。**疫病与猪价低迷影响补栏，目前的猪价处于低位，下跌时间、空间非常有限，生猪价格见底回升只是时间问题。
- **喧嚣之后归于平静，行业中性评级。**估值高高在上、持续领先沪深 300、政策预期了无新意、通胀预期推升农产品价格，支持农业股整体获取超额收益的动力并不充分，行业评级“中性”。
- **寻找长期收益。**自下而上去寻找持续高成长企业，以确定的业绩增长预期消化目前的高估值，在退潮后获取超额收益。
 - 1、基于行业容量、公司规模、管理团队、超募资金、产能扩张等因素，我们看好海大集团（002311）/圣农发展（002299）/大北农（002385）的业绩增长；
 - 2、农产品（000061）：新建/扩建市场数量达到 10 个，新一轮扩张大幕拉开，历史包袱逐步处理，未来 2-3 年将迎来一个业绩快速增长的爆发期。
 - 3、安琪酵母（600289）：定向增发获批，理顺各方利益，有业绩释放动力。后续高增长逐步倚重国外市场。

评级：

中性

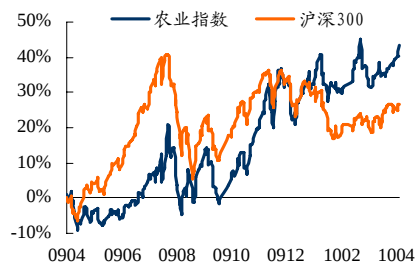
上次评级：

增持

重点公司评级

天宝股份/002220	增持
海大集团/002311	增持
安琪酵母/600298	增持
绿大地/002200	谨慎增持
农产品/000061	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
好当家/600467	谨慎增持
金字集团/600201	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持

行业指数走势



相关报告

农业行业月报： 《阶段性行情的最后一个月》	2010.02.09
农业行业月报： 《农业股行情还能走多远》	2009.12.25
2010 年农业行业策略报告： 《主题投资“相对论”》	2009.11.30

目录

1. 行业表现：接近最佳纪录.....	3
2. 农产品价格：将温和上涨.....	4
3. 猪价：见底回升只是时间问题.....	5
4. 行业策略：寻找绝对收益.....	6
4.1. 喧嚣之后归于平静，行业中性评级.....	6
4.2. 寻找长期收益.....	7

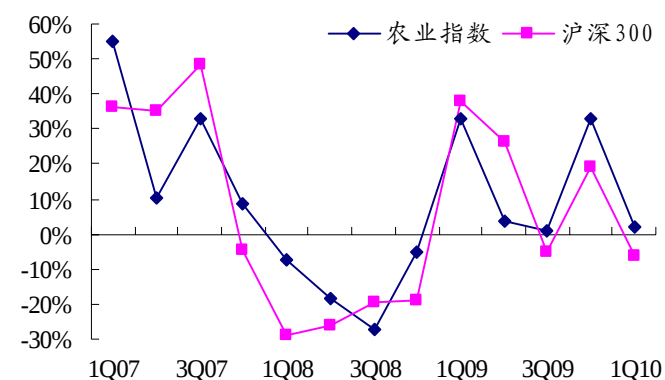
图表

图 1: 农业指数季度绝对收益.....	3
图 2: 农业指数季度相对收益（相对沪深 300）.....	3
图 3: 农业指数 2009 年以来相对收益 14.7 个百分点.....	3
图 4: 农业指数月度超额收益（相对于沪深 300）.....	4
图 5: 部分农业股 2010 年初以来涨幅.....	4
图 6: 农产品、美元、原油 2009 年以来走势.....	5
图 7: 部分农产品及原油年初以来涨幅.....	5
图 8: 仔猪,生猪及猪肉价格（元/公斤）.....	6
图 9: 猪粮比（猪肉价格/玉米价格）.....	6
图 10: 农业指数 Trailing P/E（剔除负值）.....	6
图 11: 农业指数相对估值倍数（沪深 300 为基准）.....	6

1. 行业表现：接近最佳纪录

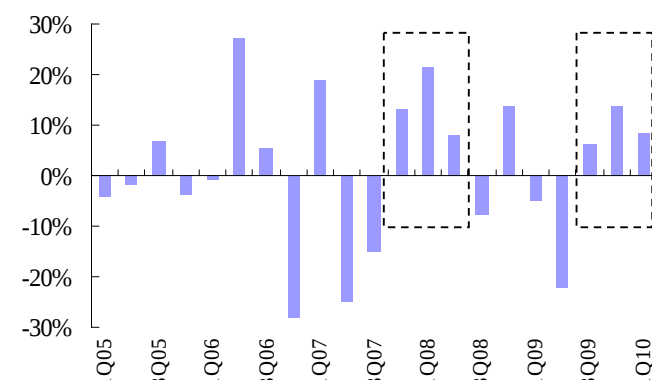
尽管农业指数在第一季度的绝对收益仅仅 2.2%，但同期沪深 300 指数下跌 6.4%，相对收益达到 8.6%。以季度为单位计算，农业指数自 09 年下半年以来的表现已接近最好记录，连续三个季度相对沪深 300 指数有超额收益，累计相对收益 38.9%。从时间长度上，农业指数已经平了历史记录，仅仅是涨幅稍逊。

图 1：农业指数季度绝对收益



数据来源：Wind，国泰君安证券

图 2：农业指数季度相对收益（相对沪深 300）



数据来源：Wind，国泰君安证券

仔细考察农业指数 2009 年以来的走势，我们可以发现从 09 年 8 月的市场调整开始，农业股开始表现出超额收益，进入第四季度后这一效应更加明显，2009 年 9 月底以来农业指数超额收益高达 44.7 个百分点。

如果说农业股 2009 的超额收益是通过抗跌来实现的话，进入 2010 年情况则发生了少许变化，尤其是进入 4 月份以来，农业指数绝对涨幅达到 6.5%，超额收益 4.8 个百分点，从历史上看这样的表现也属中上。

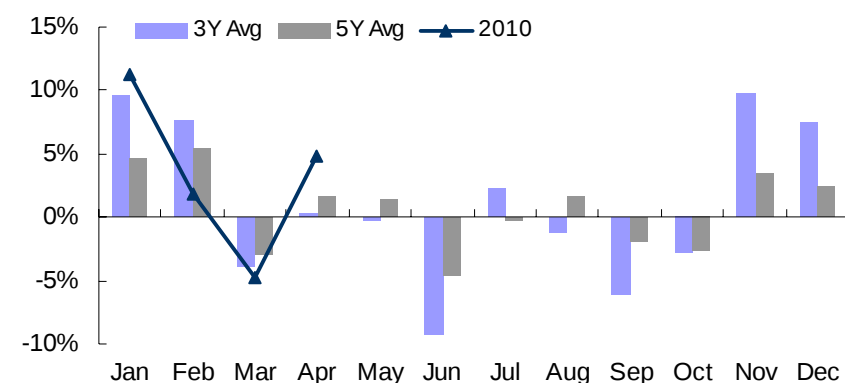
图 3：农业指数 2009 年以来相对收益 14.7 个百分点



数据来源：Wind，国泰君安证券

农业股在 2-3 月份间超额收益低于历史均值，但就在按惯例农业股将进入“淡季”的时候，在通胀预期、小盘溢价等因素的推动下，个别股票的涨幅特别巨大，农业指数的表现再次超过历史均值，4 月份到目前为止的超额收益为 4.8 个百分点。

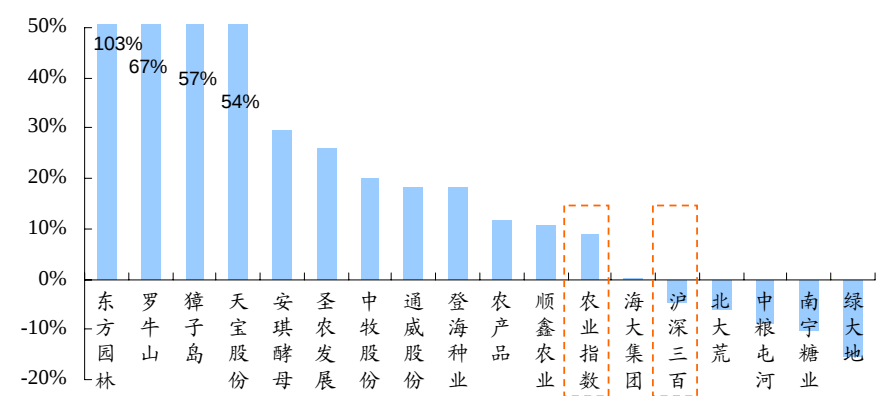
图 4：农业指数月度超额收益（相对于沪深 300）



数据来源：Wind，国泰君安证券

从个股层面来看，涨幅最高的几个股票各有背景：东方园林受益于四万亿投资；罗牛山受益于海南“国际旅游岛”；獐子岛、天宝股份则是由于业绩大幅超出预期。由于东方园林、罗牛山、獐子岛的市值都是百亿规模，在农业指数中合计权重达 11.5%，静态来看对指数的贡献超过 7 个百分点。如果扣除上述涨幅前三名的个股之后，农业指数在今年以来仍然落后于沪深 300 指数。

图 5：部分农业股 2010 年初以来涨幅



数据来源：Wind，国泰君安证券

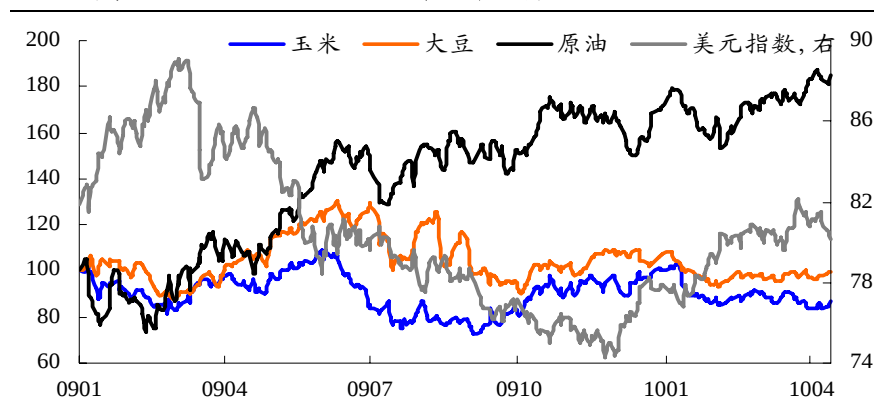
2. 农产品价格：将温和上涨

在超宽松货币环境下，各类商品价格都出现了明显反弹，相比而言，农产品价格的涨幅落后。因此，历史上商品牛市的最后一波往往是农产品，因此市场普遍对“软商品”牛市存有预期。然而，实际情况却有所差异。

进入 2010 年以来，美元与原油之间的反向关系暂时失去了有效性，在油价站上 80 美元的时候，玉米、大豆等具备能源属性的农产品价格并未表现预期值的上涨，相反还由于供给面的预期改善，价格有所下跌。尤其是国际原糖价格，由于预期印度供应的显著恢复，期货价格比最高点跌去近半。与国际价格相比，国内期货价格的变化幅度较小，由于恶劣天气导致的供应紧张，是玉米价格有所上涨，其他品种则平淡无奇。

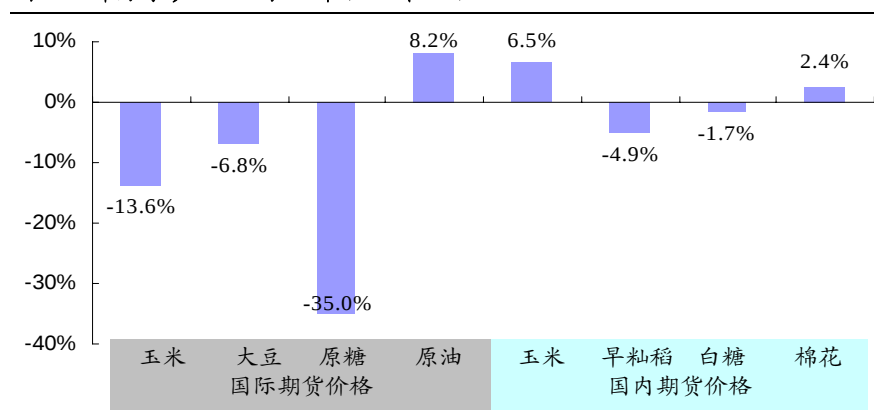
恶劣天气导致粮食继续增产预期降低，经济持续复苏导致通胀预期抬头，但以粮食为主的农产品供应充足，我们预计国内整体农产品价格在 2010 年将呈现温和上涨的态势。

图 6：农产品、美元、原油 2009 年以来走势



数据来源：CEIC, Bloomberg, 国泰君安证券

图 7：部分农产品及原油年初以来涨幅



数据来源：CEIC, 国泰君安证券

3. 猪价：见底回升只是时间问题

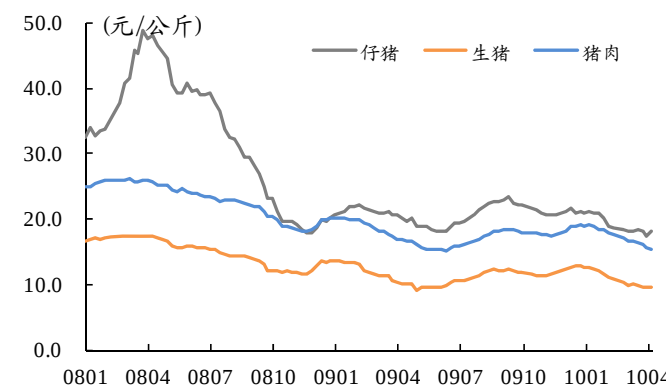
2009 年五月份之后，猪肉价格曾经经历了 3-4 个月的上涨，市场一度以为猪价已经步入上升半周期，我们当时的判断是由于生猪存栏、能繁母猪比例等处于较高位置，猪价的预期涨幅不大。

然而进入消费旺季之后，由于部分地区生猪疫情变得严重，加大了出栏量，对短期价格形成压制。期间虽有反弹，但生猪疫情使养殖户加速了出栏速度，有统计表明这一段时期生猪平均出栏重量有所下降。

农历新年之后，生猪价格在上述因素作用下继续下跌，截止目前已经接近去年 5 月初的最低点。最近这一年来来的猪价波动，对养殖户补栏行为产生了很大的影响，也导致了近几个月生猪、母猪存栏量下降的结果。

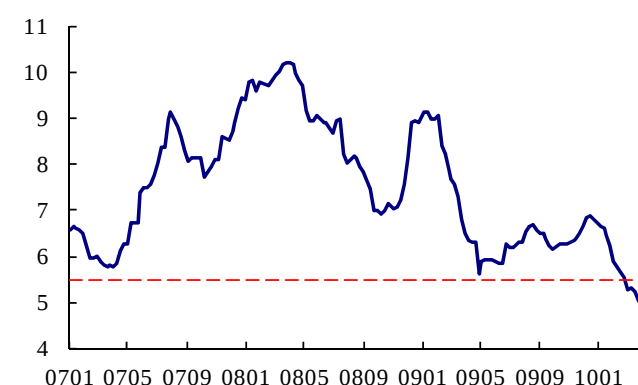
从长期来看，目前的猪价处于低位，下跌空间非常有限。国家启动冻猪肉收储对市场预期将产生积极影响，我们认为生猪价格见底回升只是时间问题。

图 8: 仔猪,生猪及猪肉价格 (元/公斤)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 9: 猪粮比 (猪肉价格/玉米价格)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

4. 行业策略: 寻找绝对收益

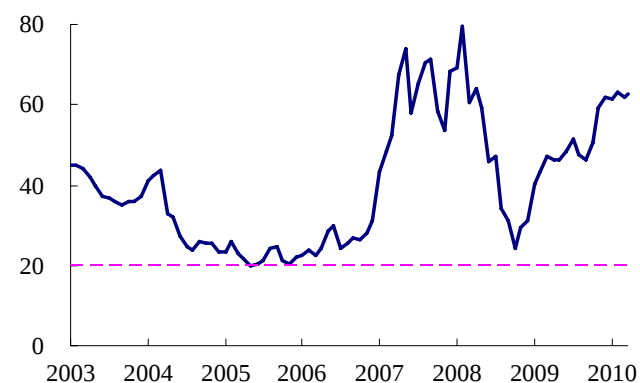
4.1. 喧嚣之后归于平静, 行业中性评级

我们在年度策略报告里提出了衡量农业股整体投资吸引力的评价体系, 即: 农产品价格、政策、相对估值、相对涨跌幅。在 11 月底的时点上, 我们判断农业股仍将有 2-3 个月的活跃期, 将取得超额收益, 事实也证明的这一点。那么, 这一体系对目前的时点能给出什么样的评价, 我们下面逐一分析。

高估值从来都不是阻挡农业股上涨的障碍, 这一指标的有效性在最近两年也似乎有所下降。主要的理由很可能是市场给予农业股的估值水平出现了系统性上升, 而我们的基准已经过时, 需要与时俱进的进行调整。

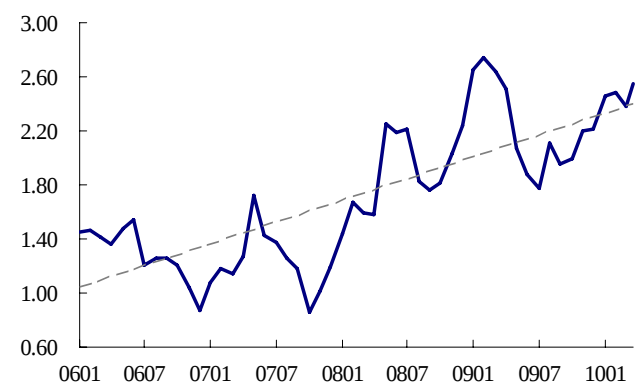
农业股估值系统性抬升也可以在市场上找到支持。最近有部分研究大小盘风格轮换的报告开始对小盘指数持续强势提出新的看法, 拿出日本历史上小盘指数连续 5 年跑赢大盘的例证, 来佐证目前小盘股高估值具有一定的合理性。我们无意来判断这一观点的合理性, 但这样的观点开始流行至少会对小盘股的走势有所裨益, 农业股也因此受惠。

图 10: 农业指数 Trailing P/E (剔除负值)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

图 11: 农业指数相对估值倍数 (沪深 300 为基准)



数据来源: Wind, 国泰君安证券

从相对涨跌幅来看，农业股领先沪深 300 指数，从时间和空间上来看，都已经达到了 07 年以来次佳水平。从这个角度来看，农业指数将进入淡季。但是进入 4 月份以来，周期性大市值股票的调整，使非周期、小市值股票受到继续的追捧，尤其是在第一季度处于业绩旺季的农业股。我们对这类上涨的持续性表示谨慎。

表 1：农业指数阶段性表现总结

时间段	绝对收益		相对收益	长度 (月)	备注
	农业指数	沪深 300			
Jan.07-Apr.07	98.1%	74.4%	23.7%	4	
May.07-Oct.07	4.3%	59.8%	-55.6%	6	牛市中表现低迷
Nov.07-Feb.08	45.8%	-17.8%	63.7%	4	大米贸易受限，国际粮价暴涨
Apr.08-Jul.08	-11.7%	-26.0%	14.3%	4	原油涨至 147 美元
Aug.08-Oct.08	-50.5%	-40.7%	-9.8%	3	
Nov.08-Feb.09	55.7%	28.7%	27.1%	4	十七届三中全会，提高最低收购价
Mar.09-Jul.09	22.9%	74.5%	-51.6%	5	
Oct.09-Feb.10	39.8%	9.2%	30.6%	5	

农业股的股价一向对政策比较敏感，久而久之形成条件反射，只要从中央层面对农业发出声音，而不论其内容是否超过原有的政策，市场都会应声而动。近两天国务院常务会议针对今年以来的灾害天气较多，提出了保障农业生产的针对性措施，农业股再此成为平淡市场中的明星。我们认为这仅是短期效应，农业的大政方针近几年不会有大的变化，仅仅会在落实补贴、加大基础投入方面不断更新，政策预期了无新意。

四个要素中唯一正面的因素是农产品价格，由于宽松货币、天量投资的效应，资产价格先于实体经济出现上涨，农产品价格也不例外。我们认为在资产价格底部提升的背景下，即便没有减产这样的“重大利好”，农产品价格仍然有上涨预期，考虑到去年的基数较低，同比数据可能更加“好看”。

高估值、持续领先大盘，农业股在喧嚣之后将暂时归于平静。在我们的框架里，支持整体农业股上涨的动力并不充分，我们因此对行业给予“中性”评级，同时需关注产品价格上涨对相关股票股价的影响。

表 2：农业行业评分系统

	主题投资		相对论		合计
	产品价格	政策	相对估值	相对涨幅	
07 年 10 月底	1	1	1	1	4
08 年 10 月底	1	1	1	0	3
09 年 10 月底	0.5	0.5	0	1	2
现在	1	0	0	0	1

4.2. 寻找长期收益

中小市值股票的喧嚣也许还会持续下去，在“百花齐放”的格局下，我们需要自下而上去寻找能够持续高成长的企业，以确定的业绩增长预期为基础，用时间去消化目前的高估值，在退潮之后获取超额收益。

从这个角度出发我们认为应该重视 2009 年以来进行 IPO 的农业类公司。就基本面而言，我们看好其中三个公司：圣农发展（002299）、海大集团（002311）、大北农（002385），逻辑如下：

- 1、行业总量大，且有稳定增长，总需求的周期性波动弱；
- 2、相比行业总量，行业龙头体量较小，上规模的企业竞争优势明显；
- 3、企业已经形成稳定、高水平的管理团队，对行业、公司的发展前景有稳定的价值观和特有的理念；
- 4、IPO 超募资金量较大，为产能扩张提供支持，将经历至少 3 年的高速增长期。

除此之外，我们还看好

农产品（000061）：拉开快速扩张帷幕。行业前景确定，公司拉开新一轮扩张大幕，目前新建/扩建市场数量达到 10 个，随着历史包袱逐步处理，预计在未来 2-3 年内迎来一个业绩快速增长的爆发期。

安琪酵母（600298）：定向增发收购子公司少数权益获批，理顺各方利益格局，有业绩释放动力。2010 年增长点靠崇左 2009 年的新建产能，后续高增长逐步倚重国外市场。

公司名称	收盘价	EPS（元）				PE		流通市值	总市值	评级
	4-20	09	10	11	09	10	11	（亿元）	（亿元）	
安琪酵母	37.69	0.77	1.11	1.39	48.7	34.1	27.2	102.3	102.3	增持
海大集团	35.89	0.69	0.97	1.38	51.8	36.9	26.0	20.1	80.4	增持
绿大地	22.27	0.41	0.94	1.30	54.2	23.6	17.1	23.5	33.6	谨慎增持
天宝股份	41.48	0.77	1.10	1.40	53.6	37.7	29.6	15.3	40.7	增持
农产品	14.16	0.13	0.34	0.44	108.8	41.2	31.8	67.4	108.8	谨慎增持
顺鑫农业	19.74	0.70	0.86	1.05	28.2	23.0	18.8	45.9	86.6	谨慎增持
金宇集团	11.19	0.24	0.29	0.36	47.3	38.4	31.1	31.4	31.4	谨慎增持
好当家	11.13	0.14	0.22	0.31	80.7	51.7	35.7	70.5	70.5	谨慎增持
通威股份	10.96	0.21	0.32	0.40	51.4	34.7	27.2	75.4	75.4	谨慎增持
中牧股份	24.13	0.69	0.85	0.99	35.2	28.4	24.3	94.1	94.1	谨慎增持
大北农	58.59	0.89	1.19	1.49	65.6	49.2	39.5	28.5	234.8	NA
圣农发展	31.55	0.49	0.70	0.91	64.6	45.1	34.6	12.9	129.4	NA
北大荒	13.23	0.30	0.32	0.34	44.3	41.9	38.5	235.2	235.2	中性
獐子岛	27.82	0.88	1.20	1.50	31.6	23.2	18.5	118.8	125.9	中性
登海种业	47.63	0.51	0.79	1.18	92.7	60.1	40.4	77.9	83.8	中性
敦煌种业	19.40	0.20	0.52	0.73	96.7	37.1	26.6	36.1	36.1	NA

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		