

农业股大幅下跌点评

基本面依旧向好，逢低增配行业龙头

评级：**增持** 前次：**增持**

分析师

分析师

谢刚

S0740210090003

021-58208304

xiegang@qlzq.com.cn

2010年10月15日

事件

- 10月14日，农业股普遍下挫5-6%，其中，前期我们积极推荐的新希望和东方海洋跌停，其他重点公司如獐子岛（-5.05%）、好当家（-3.66%）、登海种业（-5.75%）、敦煌种业（-6.21%）、顺鑫农业（-5.63%）、金德发展（-5.75%）、圣农发展（-3.70%）等集体出现了较大幅度的下跌。

核心观点

- 今日农业股下跌与基本面无关。一方面，近期市场风格切换明显，黄金、有色、煤炭等资源股持续强势，金融地产股也短期走强，农业、食品、饮料、医药等消费品遭到资金减持；另一方面，虽然农业股普跌，但前期获利丰厚的水产品 and 种子等上游农业股跌幅居前，中游的饲料和下游的糖、果汁由于前期累计涨幅较小，因此近期抗跌明显。
- 根据齐鲁证券首席策略分析师张治的观点，目前主要策略可概括为“坚持资源主线，增配行业龙头，筹谋下旬震荡，紧盯信贷变化”，部分近期活跃的板块持续性有待观察，今年以来远远跑赢市场的农业股行情还没有结束，我们至少看多到2011年2季度初。
- 从我们对猪价等农产品价格走势的判断来看，2011年上半年通胀预期仍将高位运行，农业股会继续成为抗通胀的选择之一；4季度和明年1季度惠农政策会密集出台；农业公司自10月份起先后进入销售旺季（水产品、种子、果汁、番茄酱、糖、猪肉消费、玉米油等），在销售放量的同时，产品价格进一步上涨可期，量价齐升值得期待；以上三重因素，将共同推动农业股行情纵深发展。
- 再结合自下而上的信息，我们的态度很鲜明——继续看好农业股行情，建议逢低增配行业龙头。

新希望：《二股东减持或暂告一段落，估值最便宜的农牧上市旗舰》

- 新希望10月14日以245万股封跌停待卖出，理论上共有两种可能的做空力量：（1）机构投资者获利回吐；（2）小非减持。由于前期部分机构在第六个涨停挂单买进时接到交易所电话禁止买入，因此，机构投资者普遍的建仓成本都在17.3-18.3元之间，近两天有资金非常坚决地砸盘并在17.88元跌停卖出，应该不符合机构投资者的理念和风格，就成本收益来说也没有必要如此恶性博弈，因此做空力量不可能来自机构投资者。
- 我们判断第二种可能性更大——成都美好房屋开发有限公司是近期做空的主要力量，减持前该公司持有4266.03万股新希望，占总股本5.17%，减持后仍持有3415.09万股，占总股本4.1%，累计减持了1.07%。根据我们侧面了解，二股东减持的具体原因为——房地产项目缺乏资金。由于关联方股东在减持后6个月内不能买入，加上资金缺口初步得到缓解，因此我们判断该股东进一步减持动力已经不足。
- 根据我们的盈利预测，新希望2010-12年EPS分别为0.65、0.85、1.01元，明年轻20倍PE使其成为农业股中估值最便宜的农牧旗舰，我们建议机构投资者积极买入，明年新希望将是进攻防御两相宜的品种。
- 根据分拆估值（银行10倍、农牧35倍），我们给予新希望的目标价24元，建议买入。

东方海洋、好当家、獐子岛、壹桥苗业：《销售旺季即将到来，量价齐升可期》

- 目前秋季海参捕捞已经开始，产品价格由前期的 180 元/公斤上涨至 200 元/公斤，价格提前上涨的背后是超预期的需求增长；海蜇今年价格涨了 40%，也是需求景气使然；虾夷扇贝等需求增长也有 40%；产业景气度继续走高，将使得以上四驾马车继续成为农业股中抗通胀的主力品种。
- 东方海洋的海带苗这两天就会进入销售旺季，预计今年利润至少比去年翻一番；海参持续放量加上明年 8 月份新品种贡献盈利，使得 2011 年东方海洋的 EPS 有可能由 0.46 元上调到 0.60 元，我们维持东方海洋 24 元目标价，对应 2011 年 40 倍 PE 和 2012 年 30 倍 PE。
- 好当家目前海参已经有少量捕捞，预计下半年捕捞量不会比上半年少，预计全年海参捕捞量可达 1400 吨左右；海参价格的进一步上涨将为好当家明年业绩的高弹性增长提供扎实的基础，我们预计好当家 10-12 年 EPS 分别为 0.20、0.34、0.49 元，考虑到海参苗、海蜇增养等项目的贡献，我们认为好当家估值水平还有一定提升空间，建议买入，参考目标价 17.12 元。
- 獐子岛 3 季度业绩公告预增 100-150%，预计全年业绩达到 0.90 元左右，超过我们预期约 10%，我们也将顺次上调 2011 年、2012 年盈利预测到 1.32 元、1.88 元，估值依然具备较强吸引力，目标价 54-59.72，对应 $40 \times 11PE$ 和 $32 \times 12PE$ 。

登海种业、敦煌种业、大北农：《销售旺季提前，惠农政策出台在即》

- 今年 4 季度，玉米种子的销售旺季比往年要提前半个多月到来，春玉米种子的经销商已于 10 月份开始订货，夏玉米种子也将于 11 月份提前进行。4 季度销售量增大将使得相关公司 4 季度盈利同比增速提升。
- 如果用三个指标来筛选农业子行业——（1）产业政策扶持并有可能十二五规划中提及；（2）抗通胀；（3）产品涨价不受政府管制。那么，种子行业将是最佳标的，随着 4 季度和明年 1 季度惠农政策的密集出台，我们预计 11 月份关于种子的优惠政策就会出台，我们认为种子行业系统性估值仍有提升空间。
- 登海种业超试 6 号通过国审且大面积试制种可能成为新的主力品种，在黄淮海部分地区可替代超试 2 号，进一步完善登海种业的品种储备。预计 2010-12 年登海 EPS 分别为 1.09、1.68、2.43 元，维持增持。
- 敦煌增发方案通过证监会批准意味着管理层盈利管理取向和流通股东一致，先玉 335 产能增长带来的高弹性使得敦煌有可能成为未来盈利最长弹性最大的品种。预计 2010-12 年敦煌 EPS 分别为 0.60、1.02、1.57，建议增持。
- 大北农的玉米种子新品种农华 101 今年通过了国审，由于今年较大面积试验制种，在原来 2011 年 1.13 元 EPS 基础上预计将增厚至少 0.10-0.15 元，这样全年业绩有可能达到 1.23-1.3 元。短期估值仍有压力。

金德发展：《成本转嫁略有滞后，品牌小包装继续看好》

- 金德发展的股价表现差强人意，我们分析市场的分歧主要在于（1）若重组方案的审批无法赶在 2010 年 12 月 31 日前出来的话，今年玉米油业务将无法并表，公司盈利可能出现亏损；（2）公司玉米油小包装的营销效果究竟如何？
- 我们的观点是：即使今年无法通过证监会审批，但明年初通过的概率相当大，截至目前，没有迹象显示公司审批可能被否或出现恶化的证据。我们认为，市场现在都已经将估值标准瞄准 2011 年，对 2010 年 EPS 并不在意，因此即使今年因为没有并表而出现微亏，也不会影响金德的长期投资价值。
- 我们对金德的小包装持乐观态度——预计 8、9 月销售旺季公司月度小包装销量突破 5000 吨，年化下来在 6-7 万吨左右，当然目前是国庆、中秋刚过、元旦之前的销售旺季，月底销量可能稍高一些，但实现我们假定的 2010 年全年 4 万吨的小包装销量应该没有太大问题。

- 相对近期表现抢眼的东凌粮油、中国玉米油（HK），金德发展短期明显弱势，我们认为近期大豆和玉米胚油涨价了，成本上升后，东凌粮油和玉米油的产品销售价格也随即上调，因此能顺利向下游转嫁成本，而金德发展的小包装由于要跟超市修改价格标签等，成本转嫁略有滞后，所以，市场预期较为负面，事实上，金德发展还有部分散装油，近期产品价格也顺次上调了。
- 散装油相对小包装油来说，产品价格波动更迅速，转嫁成本相对容易，但整体毛利率偏低且不稳定，未来产业升级的方向一定是打造自主品牌，产品小包装化，因此，我们建议投资者对金德发展不要过份短期化，我们继续坚定看好公司 2011 年的产品增长前景。
- 考虑到并表因素，我们预计金德发展 2010-12 年 0.67、1.04、1.20 元，目标价 41.6 - 42 元，对应 40 × 11PE 和 35 × 12PE，目前动态估值仅 25 倍，建议积极买入。

顺鑫农业：《白酒增长依然强劲，肉制品利润弹性大》

- 我们认为顺鑫农业的基本面依然稳健，主档白酒 60%、中档 40%、低档 20% 的增速使得白酒成为利润增长的主要引擎，顺鑫农业实际上已经被视作一个二级白酒股票，近期跟随白酒股而估值回落。
- 猪肉价格维持高位使得顺鑫的肉制品利润弹性较大，目前屠宰关均毛利已达 30 元/头，未来弹性较大。
- 由于增发进程比预期的漫长，我们预计顺鑫农业 2010 年净利润增速可能在 80% 上下，短期估值依然具备吸引力。目标价 27-28 元，建议买入。

糖价：《国际国内联袂上涨，南宁糖业短期继续看好》

- 国际期货糖价已经突破 27 美分，进口国际原糖加工白砂糖的成本高达 7400 元/吨，在下榨季存在 300 万吨供需缺口，进口成本高涨的情况下，国内糖价上涨趋势非常确定。今天广西南宁现货价格跳涨 50 元至 6150 元/吨的历史最高点，郑糖期货主力合约也大涨 2.43% 至 6112 元/吨。我们继续看好糖价上涨驱动的糖业股行情。

浓缩苹果汁《价格大幅上涨是大概率事件，欧洲果汁大会将成为催化剂》

- 我们预计 10 月 18-20 日召开的欧洲浓缩苹果汁有望成为供求双方消除价格分歧的催化剂，目前下游客户僵持在 1100 美元报价，没有成交，但目前西部的苹果原料已涨到 950 元/吨，东部苹果涨到 930 元，据此推测，浓缩苹果汁价格上涨至 1300 美金才能覆盖生产企业的成本，我们看涨本榨季苹果汁价格到 1300-1500 美金/吨，果汁价格上涨将直接驱动海升果汁、安德利、国投中鲁股价上涨，但盈利可能仍然无法显现。

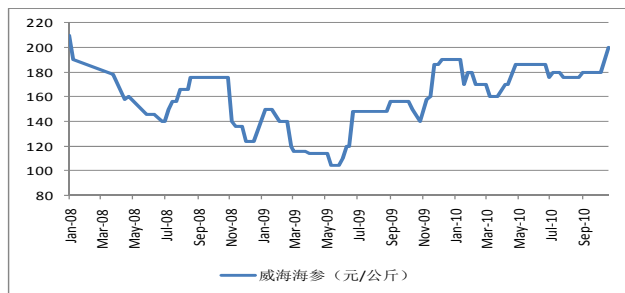
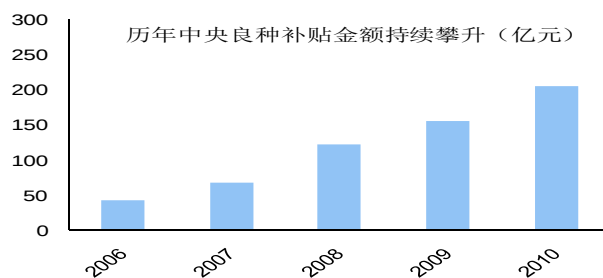
观点总结：继续看好三类机会，首选第一类机会

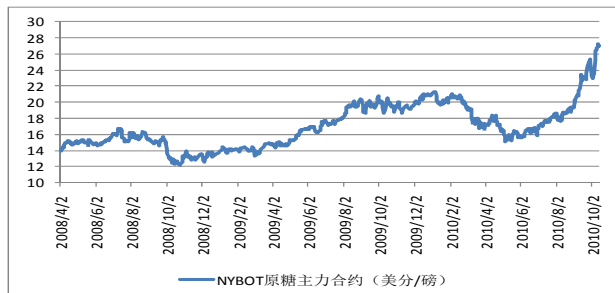
- 我们继续看好 10 月的农业股行情，短期的大跌提供了相对前期更好的买点，具体配置上沿着三条主线推荐农业股的机会：
 - 第一类机会：上游资源品：水产品四驾马车（獐子岛、东方海洋、好当家、壹桥苗业）、种子三剑客（登海种业、敦煌种业、隆平高科），上述两个子行业的景气度在 2011 年仍将稳步走高，我们仍坚定看好；
 - 第二类机会：中游饲料业、养殖业和初加工业：就是上述推荐的公司：海大、新希望、大北农、顺鑫、圣农等，以上公司在 2011 年动态 PE 均不到 30 倍，因此适合稳健型投资者新建仓，投资第二类机会的根本触发点为 玉米等秋粮增产判断被最终的产量数据所证实（反之，风险点为假设被证伪）；
 - 第三类机会：中下游的糖、番茄酱、果汁也可短期看涨，第三类机会直接由产品涨价所驱动，包括南宁糖业、中粮屯河、国投中鲁等在内的公司短期看涨，随着产品销售价格的上涨，该类公司的股价也迎来高弹性的趋势性上涨机会，不过遗憾的是，这类机会根源于成本上涨推动，而不是需求拉动，因此，从盈利增长质量和估值的角度无法提供稳定的安全边际，投资者可酌情参与。

图表 1: 重点公司估值表及推荐排序

股票名称	归属于行业	收盘价格	总股本 (百万股)	2009EPS (元)	2010EPS (元)	2011EPS (元)	2012EPS (元)	2010PE (倍)	2011PE (倍)	2012PE (倍)	投资评级
獐子岛	渔业	43.79	452.40	0.46	0.91	1.32	1.88	48.10	33.28	23.29	买入
东方海洋	渔业	17.88	243.85	0.23	0.33	0.61	0.79	53.89	29.09	22.53	买入
好当家	渔业	13.68	633.60	0.12	0.20	0.34	0.49	68.86	39.89	28.01	买入
海大集团	饲料业	29.90	291.20	0.53	0.71	0.90	1.06	42.33	33.33	28.14	买入
新希望	饲料业	17.88	1732.37	0.24	0.65	0.85	1.01	27.36	21.13	17.71	买入
顺鑫农业	农业综合	23.65	438.54	0.37	0.78	1.12	1.34	30.28	21.19	17.63	买入
圣农发展	畜牧业	29.18	410.00	0.49	0.71	0.94	1.32	40.85	31.04	22.11	买入
金德发展	食品	26.39	125.55	0.56	0.67	1.04	1.20	39.28	25.39	21.97	买入
海升果汁	饮料行业	1.05	1368.42	0.07	0.16	0.27	0.28	6.52	3.76	3.76	买入
登海种业	种业	71.30	176.00	0.53	1.09	1.68	2.43	65.65	42.47	29.33	增持
得利斯	肉制品	17.80	251.00	0.25	0.29	0.57	0.85	61.38	31.23	20.94	增持
海南椰岛	饮料行业	14.30	298.80	0.38	0.68	0.61	0.67	21.10	23.42	21.27	增持
通威股份	饲料业	9.61	687.52	0.21	0.23	0.33	0.49	40.99	29.33	19.44	增持
国联水产	渔业	15.10	320.00	0.30	0.42	0.62	0.72	35.89	24.28	20.96	增持
国投中鲁	饮料行业	15.02	201.70	0.04	0.11	0.18	0.35	131.01	85.41	42.78	增持
开创国际	渔业	14.00	202.60	0.75	0.60	0.70	0.78	23.23	19.95	17.97	增持
北大荒	种植与农产品	50.60	1777.68	0.20	0.23	0.27	0.30	217.36	189.01	168.76	增持
南宁糖业	制糖行业	23.88	286.64	0.43	0.58	0.75	0.66	41.02	32.04	36.06	增持
壹桥苗业	渔业	79.69	67.00	0.64	0.82	0.94	2.18	97.13	85.17	36.57	持有
罗牛山	畜牧业	7.38	880.13	0.07	0.02	0.14	0.19	374.18	52.87	38.57	持有
绿大地	种植与农产品	38.36	151.09	-1.00	0.59	0.96	1.20	65.38	40.16	31.90	持有
大北农	饲料业	46.89	400.80	0.70	0.79	1.13	1.40	59.24	41.33	33.57	未有评级
荃银高科	种业	43.81	52.80	0.64	0.78	0.96	1.11	56.30	45.72	39.60	未有评级
华英农业	畜牧业	21.06	147.00	0.27	0.35	0.54	0.74	60.96	38.92	28.65	未有评级
雏鹰农牧	畜牧业	54.20	133.500	0.66	0.80	1.45	1.74	67.56	37.46	31.10	未有评级

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 目前海参价格已涨至 200 元/公斤

图表 3: 近几年我国良种补贴金额持续增长(亿元)

图表 4: 南宁糖现货价涨至 6150 元/吨

图表 5: 外盘糖价突破 27 美分/磅


来源: 齐鲁证券研究所

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501