



农业

2010.11.10

收入、净利润稳定增长

--2010 三季度农业上市公司业绩分析

	秦军	傅佳琦
	021-38676768	021-38674635
	qinjun@gtjas.com	fujiaqi008094@gtjas.com
	S0880206080312	S0880110024659

本报告导读：

农业板块前三季营收增长 20.7%，净利润增长 16.8%。水产品加工收入增长较快，种业净利增长 2 倍。行业评级“增持”，重点推荐：正邦/海大/圣农/新希望/敦煌。

摘要：

- **收入和净利润稳定增长。**农业板块 57 家公司里，三季报合计实现营业总收入 786.38 亿元，相比去年同期增长 20.69%；合计实现归属母公司所有者利润 40.48 亿元，同比增长 16.83%。毛利率微幅下降 0.43 个百分点，销售费用率/管理费用率/财务费用率也分别略微下降 0.34/0.19/0.24 个百分点。
- **饲料企业贡献 45%的收入和 33%的净利。**三季报 57 家上市公司，有 12 家出现净利润亏损。其中新中基巨亏 2.50 亿元，占总亏损的 69%。农业上市公司中，饲料企业对收入和净利润贡献最大，分别为 45%/33%。
- **种业和水产品加工业利润增速较快。**今年以来农产品价格的上涨和水产品价格的上升，使得相关上市公司受益。营业收入方面，水产品加工业同比增幅达到了 43%，其次动物疫苗增长为 28.86%，畜牧业增长 28.01%，种植业增长 23.96%。从净利润增加角度来看，种业公司净利润增幅最快，增幅达到了 223%，其次水产品加工业增幅为 71.38%，动物疫苗增幅为 300%，渔业为 35.37%。
- **动物疫苗毛利率增幅最快。**农业上市公司毛利率增幅最快的是动物疫苗，同比上升 12%，其次是种业，同比上市 8%。养殖业和种植业基本持平。番茄酱同比下降幅度 9%，为所有子行业中下降最多。饲料行业也因原材料成本涨价压缩了利润空间，毛利率仅为 11.37%，为最近三年最低值。
- **投资建议：**在农产品价格进入上涨通道，行业利好政策支持下，全面看好农业板块在四季度的表现，给予行业增持评级。重点推荐组合：正邦科技/海大集团/圣农发展/新希望/敦煌种业。

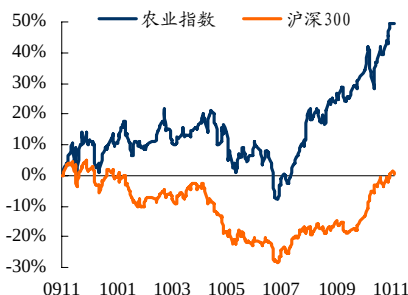
评级：增持

上次评级：增持

细分行业评级

农产品加工	增持
基础农业生产	增持
农业服务业	增持

行业指数



相关报告

农业：《流动性主导农产品价格上涨》	2010.10.15
农业：《寻找“硬资产”》	2010.10.12
农业：《农产品牛市？农业股高烧！》	2010.08.19

1. 收入和净利润稳定增长

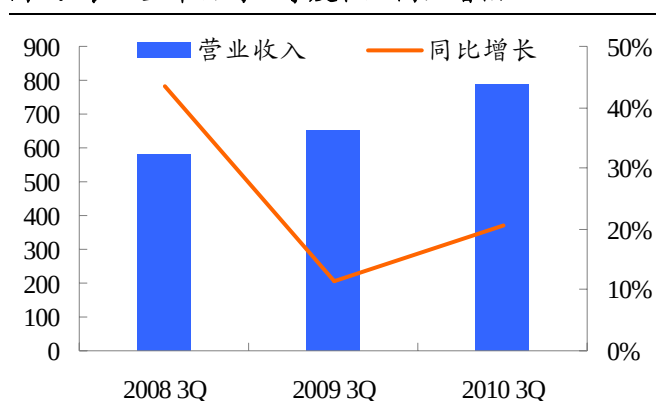
在我们覆盖的农业板块 57 家公司里, 三季度合计实现营业总收入 786.38 亿元, 相比去年同期增长 20.69%; 合计实现归属母公司所有者利润 40.48 亿元, 同比增长 16.83%。整个行业的收入和净利润的增长相比去年同期处于一个稳健增长的态势。毛利率微幅下降 0.43 个百分点, 销售费用率/管理费用率/财务费用率也分别略微下降 0.34/0.19/0.24 个百分点。

表 1: 农业板块公司三季度业绩汇总

	2010 3Q	2009 3Q	同比增长 (%)
营业收入 (亿元)	786.38	651.84	20.69
归属母公司净利(亿元)	40.48	34.65	16.83
毛利率	4.11%	4.54%	下降0.43百分点
销售费用率	4.87%	5.21%	下降0.34百分点
管理费用率	5.72%	5.91%	下降0.19百分点
财务费用率	1.77%	2.02%	下降0.24百分点

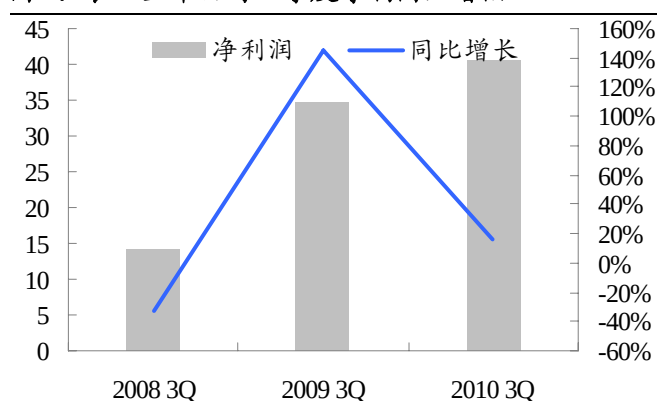
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 1: 农业上市公司三季度收入同比增幅



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 2: 农业上市公司三季度净利同比增幅



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

在前三季度 57 家农业相关上市公司中, 有 12 家出现净利润亏损, 合计亏损为 3.64 亿元, 其中新中基 000972.SZ 一家亏损额为 2.50 亿元, 占总亏损额的 69%。

表 2: 农业板块公司三季度实现净利润排名 (亿元)

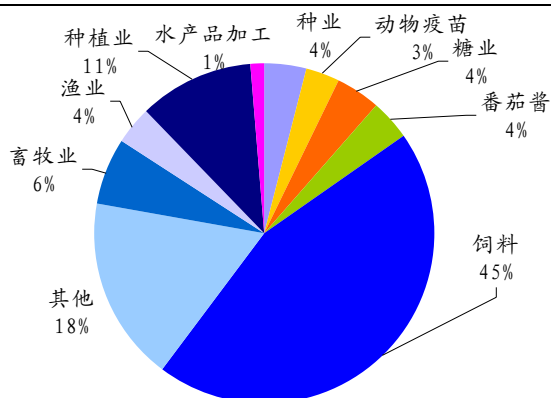
公司	净利润	公司	净利润
000876.SZ 新希望	4.13	000972.SZ 新中基	-2.50
000061.SZ 农产品	3.22	000576.SZ ST甘化	-0.23
600598.SH 北大荒	2.93	600095.SH 哈高科	-0.23
002069.SZ 獐子岛	2.89	600354.SH 敦煌种业	-0.23
600195.SH 中牧股份	2.48	600191.SH 华资实业	-0.13
000860.SZ 顺鑫农业	2.32	600695.SH 大江股份	-0.11
600438.SH 通威股份	2.23	600540.SH 新赛股份	-0.09

600298.SH	安琪酵母	2.06	600506.SH	*ST香梨	-0.05
002311.SZ	海大集团	1.96	000702.SZ	正虹科技	-0.04
002385.SZ	大北农	1.95	600965.SH	福成五丰	-0.01
600737.SH	中粮屯河	1.72	600180.SH	*ST九发	-0.01

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

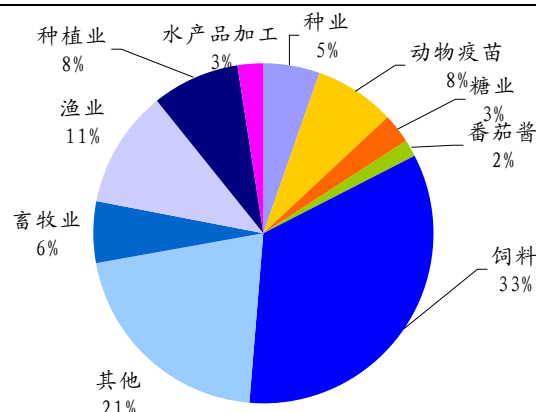
三季报的收入分布来看, 在 57 家农业上市公司里面, 饲料企业贡献了 45% 的收入, 和 33% 的净利润。远高于其他相关上市公司。

图 3: 三季报收入分布图



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 4: 三季报净利分布图



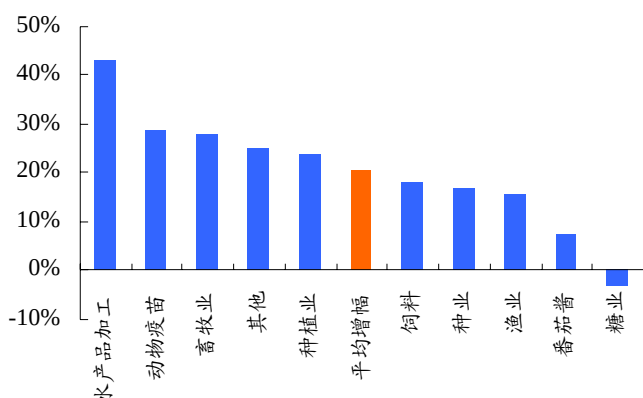
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 种业, 水产品加工业利润增速较快

今年以来农产品价格以及部分水产品价格的上涨, 使得相关上市公司受益, 反应在行业整体利润增速较快。

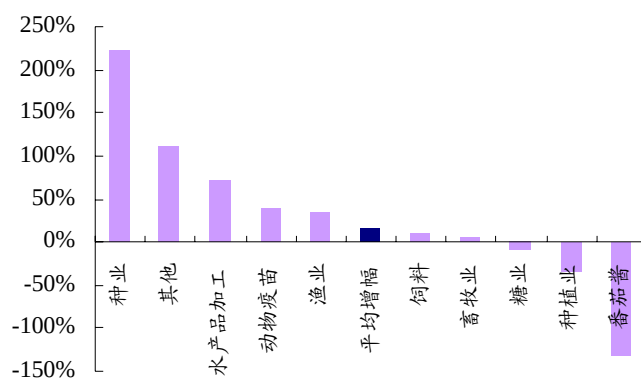
营业收入方面, 水产品加工业增速最快, 同比增幅达到了 43%, 其次动物疫苗增长为 28.86%, 畜牧业增长 28.01%, 种植业增长 23.96%。从净利润增加角度来看, 种业公司净利润增幅最快, 增幅达到了 223%, 其次水产品加工业增幅为 71.38%, 动物疫苗增幅为 300%, 渔业为 35.37%。

图 5: 三季报收入同比增速



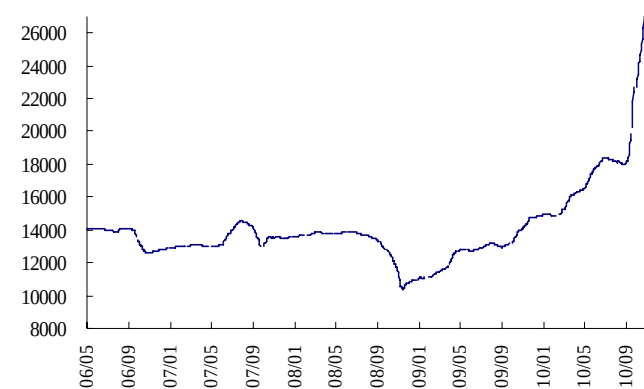
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 三季报净利同比增速



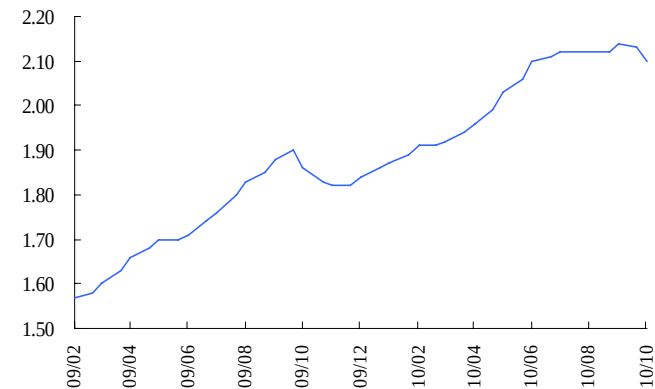
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 国内棉花 328 级别报价 (元/吨)



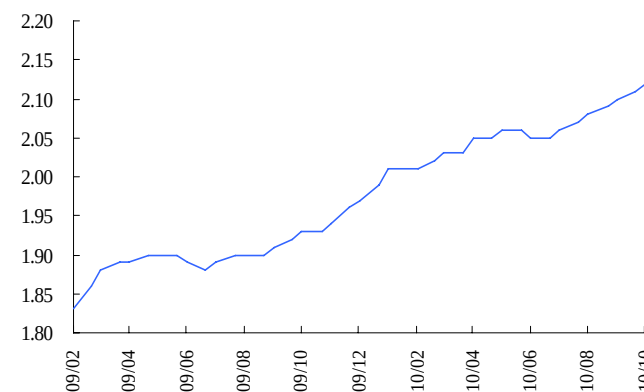
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 国内玉米主产区现货价格 (元/千克)



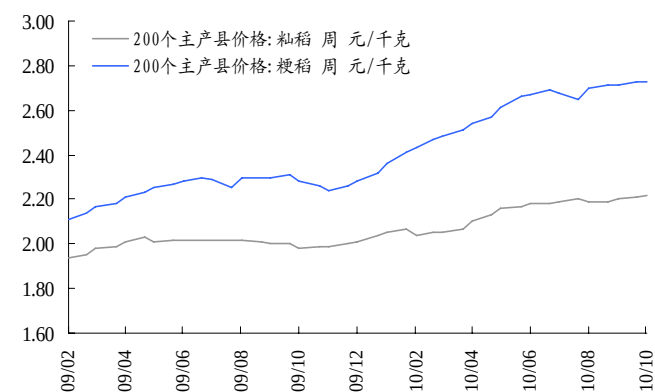
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 国内小麦主产区现货价格 (元/千克)



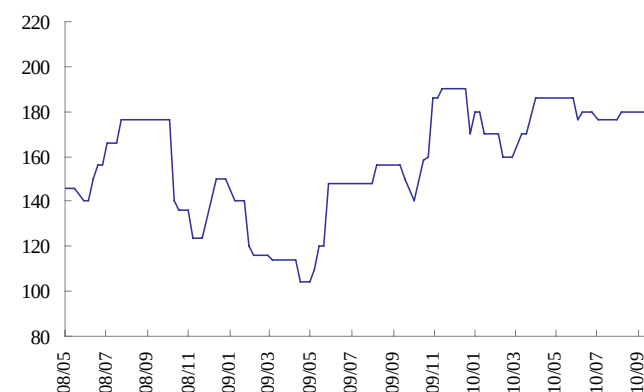
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 国内大米主产区现货价格 (元/千克)



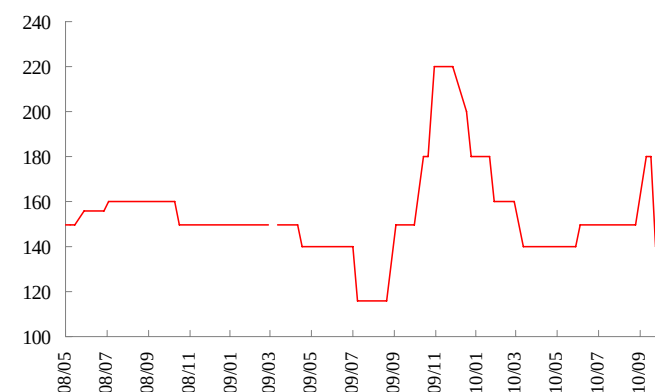
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 海参价格 (元/斤)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 12: 鲍鱼价格 (元/斤)



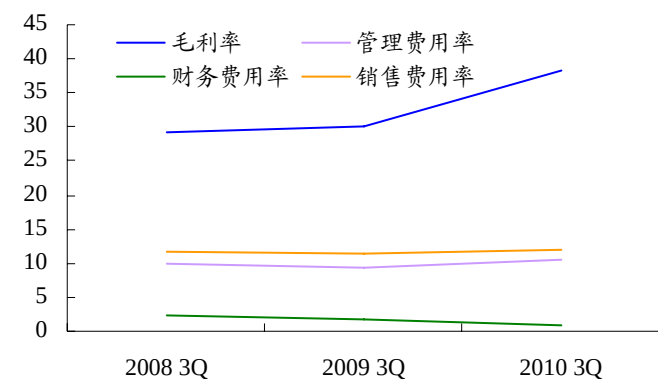
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 毛利率小幅上涨, 动物疫苗增速最快

根据三季报披露的情况, 农业上市公司大部分公司毛利率情况与去年同期相比有小幅上涨。毛利率增幅最快的是动物疫苗, 同比上升 12%, 其

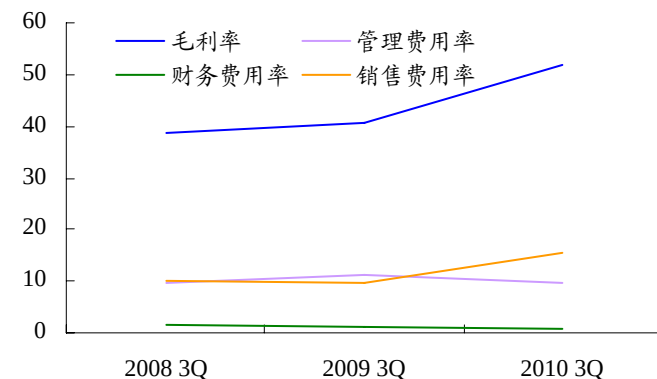
次是种业，同比上市 8%。养殖业和种植业基本持平。番茄酱同比下降幅度 9%，为所有子行业中下降最多。饲料行业也因原材料成本涨价压缩了利润空间，毛利率仅为 11.37%，为最近三年最低值。

图 13: 种业



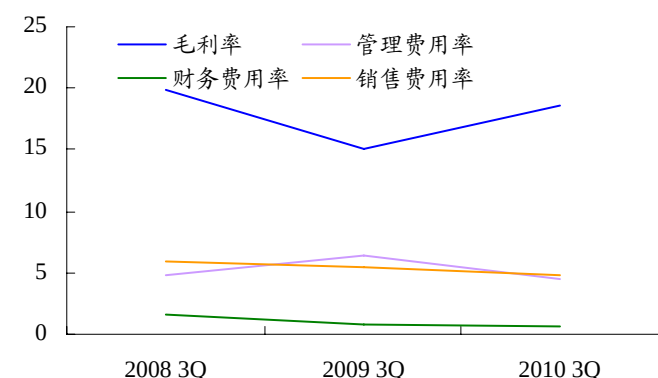
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 动物疫苗



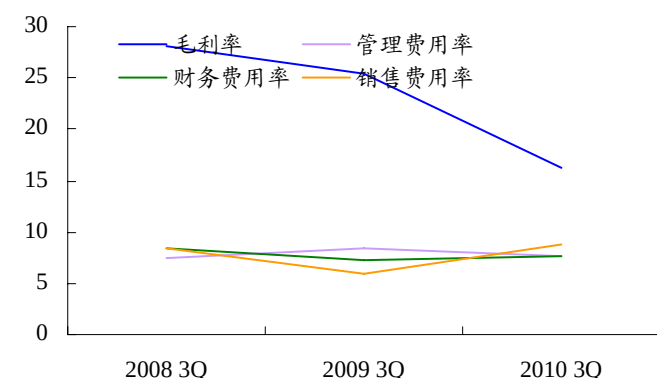
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 15: 糖业



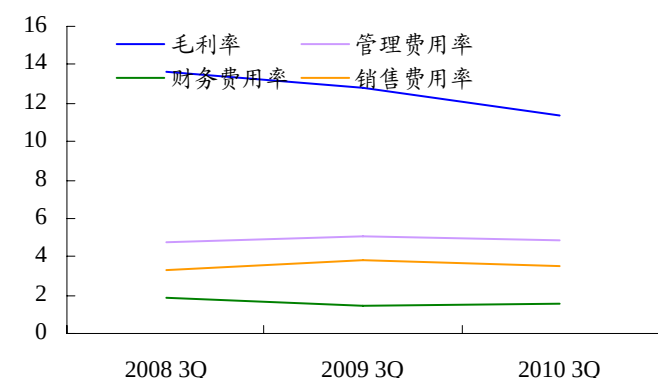
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 番茄酱



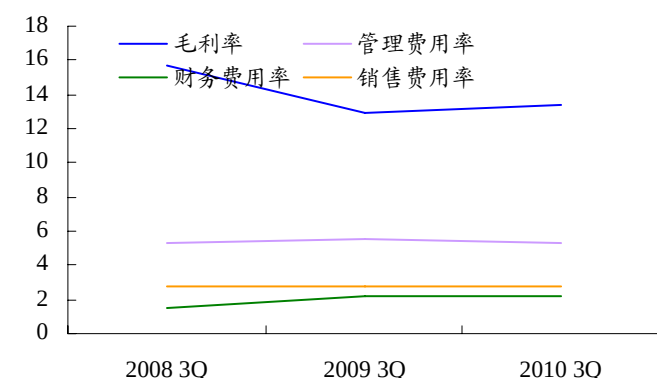
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 饲料业



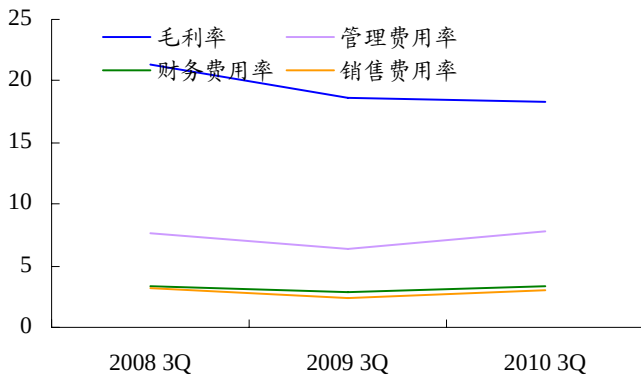
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 养殖业



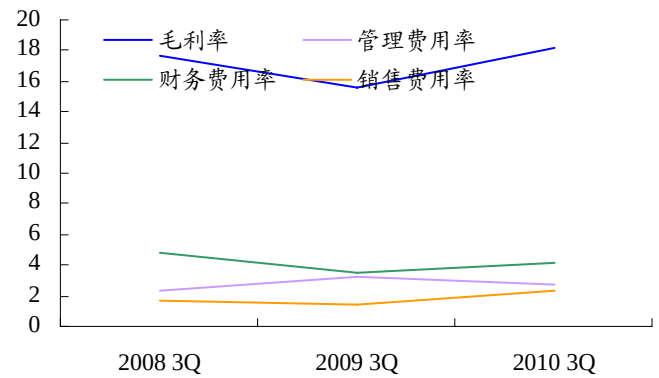
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 19: 种植业



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20: 水产品加工



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 部分上市公司三季报点评

正邦科技: 三大理由不变, 猪价上涨首选

第三季度业绩低于预期, 毛利率、费用率双双上升。最新生猪收购均价13.44元, 头猪盈利约为250元, 三季度业绩主要来自养殖; 饲料业务盈利平平, 三季度以来豆粕价格上涨超过20%, 对饲料盈利的恢复造成一定影响, 也是拖累业绩低于预期的主因。我们仍然维持猪价将涨至15元以上、粮价温和上涨的预期, 养殖、饲料行业景气将继续好转。10-12年EPS为0.40/0.68/0.87, 目标价24.15, 维持增持评级。

通威股份: 结构调整年, 增长重启时?

前三季度高毛利水产饲料销量实现增长, 低毛利禽饲料下降, 导致综合毛利率回升。三季度通威取得了历史最好的销售成绩, 前三季度总体销量持平, 水产料、猪饲料都实现增长, 盈利不佳的禽饲料明显下降。通威计划到2011年将产能提高到750万吨。我们认为饲料销量的增速是判断通威能否重回增长轨道的关键。根据前三季度情况, 全年销量预计增长10%以内, 我们将上述产能的达产预计时间推迟到2012年。10-12年EPS为0.32/0.43/0.59, 维持谨慎增持评级, 目标价12.80元。

天宝股份: 冰淇淋内销将逐步成为业务重心

我们认为在未来2-3年的时间里, 水产品仍将是天宝股份的盈利主要来源, 由于目前产能已经饱和, 公司有余地选择高毛利订单, 对毛利率提升有帮助。通过再融资扩大水产品加工产能将成为业绩增长的稳定器。目前天宝股份的冰淇淋业务格局是“内销做规模、出口做利润”, 前三季度冰淇淋收入同比增加31.5倍。天宝计划未来将重心向内销倾斜, 一旦越过盈利平衡, 将成为新的利润增长点。10-12年EPS为0.60/0.82/1.06元, 维持谨慎增持评级, 目标价24元。

壹桥苗业: 天气因素致单季度业绩大增

今年冬季天气比以往提前到来, 使得下游养殖户提早购苗, 三季度业绩

大幅好于去年同比，提前反应大部分四季度销售收入。

下游需求的旺盛使得公司重新开展栉孔贝苗的养殖，该产品单季度贡献收入 1,064.97 万元，占同比收入增长的 27.22%。同时主要销售品种虾夷贝苗和海湾贝苗保持稳步增长。10 年以来海珍品售价上升保证公司业绩；海域面积的增长和产品结构的调整带来未来业绩预期。10-12 年 EPS 为 0.82/1.10/1.40 元，中性评级。

圣农发展：成本有效锁定，毛利率明显回升

公司在原材料成本锁定方面卓有成效，目前玉米、豆粕等主要原材料的成本已锁定至年底，锁定价格明显低于目前的市场价格。我们预计第四季度毛利率仍将保持与三季度相当的水平。进入三季度以后屠宰量比上半年明显放大，根据目前情况，全年屠宰量预计可达到 9600 万羽。根据募投项目进展情况，明年屠宰量为 1.2-1.3 亿羽。10-12 年 EPS 为 0.62/0.98/1.34 元，维持谨慎增持评级，目标价 35 元。

金宇集团：明年生物制品毛利率值得乐观

悬浮培养工艺改造带来的毛利率改善已经在中期业绩报告中有所体现，根据在建工程进度，预计明年春防之前，有望全部完成现有设备的工艺改造，来年生物制品毛利率值得乐观。由于收入成本结算上的时间差异，今年中报房地产业务毛利率同比明显上升，预计这一势头将贯穿全年。未来金宇集团的地产业务将处于适度发展的态势，不会取代生物制品成为第一大主业。10-12 年 EPS 为 0.43/0.52/0.63 元，维持谨慎增持评级，目标价 15.5 元。

好当家：全年海参产量有望创新高

由于三季度降水偏少导致海水盐度偏高，海蜇生长情况不如往年，产量仅及去年的一半，不到 2000 吨。同时海蜇市场价格上涨，市场价格达到 14 元/公斤，高于往年的 10 元/公斤的平均价格。2010 年上半年好当家海参捕捞量 755 吨，为历史同期新高。目前的气温状况仍处在适合捕捞的区间，如果维持目前状况，预计全年产量将超过 1500 吨。干海参是所有农副产品中最符合资产泡沫特征的品种，今年以来的海参价格走势也印证了这一点。好当家目前正在加大销售体系投入，提升海参产品的品牌附加值。10-12 年 EPS 为 0.20/0.32/0.38 元，维持增持评级。

海大集团：股权激励落槌，有利长远发展

海大集团同时公布了酝酿已久的股权激励计划草案，计划以 32.15 元的价格向核心管理人员、核心技术和核心业务人员共计 125 人授予 1500 万份股票期权，另有 165 万份预留期权用作后续激励。此举将进一步稳定公司核心团队，有利于公司长远的发展。预案中测算的 10-11 年期权摊销费用，将使我们原先的业绩预测下降 4.9%、13.2%，总体影响不大，正式授权日股价对期权价值有较大影响。从基本面看，海大集团可以获得长期、确定的收益，维持长期看好的基本判断。10-12 年 EPS:0.73/1.03/1.35 元，维持增持评级，目标价 36.7 元。

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		