

2011-02-15

农林牧渔

维持

买入

北大荒与东方集团，粮价上涨背景下的受益者

◆农产品价格上涨是近期关注的热点

农业行业近期再次成为关注点：从国外到国内的自然灾害带来的减产预期，先是外国农产品期货的高歌猛进；随后国内的干旱不断蔓延的态势，把聚焦点放在冬小麦减产问题上，国内主要农作物期货上涨。

◆长期看好粮食类农产品价格

粮食类农产品价格的长期上涨具有一定基础：这一基础的力度逐步由需求拉动向成本推动倾斜。在工业化进程处于早期，农村有大量剩余劳动力，来自劳动力成本压力较小。随着工业化进程的推进，剩余劳动力向外转移，刘易斯拐点效应日益显现，劳动力从剩余到稀缺，劳动力价格上涨推高农业种植的成本。

伴随工业化出现的城镇化又导致了耕地面积的不断减少，粮食的供给端的释放潜力下降。

此外，流动性宽松带来的是农产品的货币化程度加深：货币供应的增加推动商品价格，以货币计算的商品价格提高。

金融化对农产品影响颇深：农产品期货非商业持仓头寸增加。金融资本拉高农产品的景气度，并有可能拉长农产品景气周期；农产品加速金融化、杠杆化，价格波动更为敏感。

而自然灾害频发，成为短期粮价向上的驱动力。

◆粮食类农产品价格上涨背景下，我们推荐北大荒与东方集团

基于粮食类农产品价格长期上涨的前提下，我们推荐北大荒与东方集团。

北大荒与粮价上涨的关系在于：1) 北大荒作为水稻加工型企业，公司拥有大米库存，这部分库存直接受益粮价上涨。2) 北大荒拥有出租土地，收取地租的业务。地租理论上与粮价上涨成正比，但受制于种植效益。我们认为中长期看，种植收益曲线呈现为微笑曲线。我们利用分业务估值测算，北大荒合理估值为 22.96 元。

东方集团也是粮价上涨的受益者。其次，所隐含的金融股权以及矿业价值已经为公司提供了每股 4.2 元的安全边际。在一定安全边际前提下，公司所正在做的转型，我们是不容忽视的。公司如果能顺利排他性的把控上游资源，并取得下游市场推广和品牌建设成功，公司的发展空间巨大。

证券 代码	公司 名称	股价	EPS(元)			投资评级
			09A	10E	11E	
000876	新希望	21.30	0.49	0.82	0.95	买入
002041	登海种业	67.82	0.53	1.06	1.5	买入
002086	东方海洋	16.70	0.23	0.32	0.55	买入
002311	海大集团	29.30	0.53	0.78	1.14	买入
002385	大北农	41.13	0.7	0.91	1.27	买入
002458	益生股份	35.41	0.75	0.65	1.13	买入
600438	通威股份	9.40	0.21	0.23	0.35	买入
600467	好当家	12.50	0.12	0.25	0.32	买入
002321	华英农业	25.16	0.27	0.37	0.61	买入
002299	圣农发展	37.08	0.49	0.68	1.32	买入
002173	山下湖	17.71	0.12	0.3	0.41	增持

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

分析师：

李婕

(执业证书编号：S0930511010001)

联系人

刘晓波

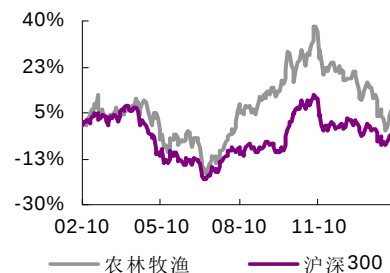
021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

子行业评级

子行业	评级
种子	买入
水产养殖	买入
其他养殖	买入
饲料	买入
畜禽加工	买入
粮油加工	增持
制糖	中性
林业	中性

行业与上证指数对比图



相关报告：

把握涨价预期下的投资机会

.....2011-02-10

干旱对农业板块影响

.....2011-02-09

32 倍的农业不贵

.....2011-01-23

把握基本面确定性机会

.....2010-11-02

一、农产品价格上涨是近期关注的热点

农业行业近期再次成为关注点：从国外到国内的自然灾害，带来减产预期。先是外围农产品期货的高歌猛进。

图 1：CBOT 小麦价格走势



资料来源：bloomberg，光大证券研究所

图 2：CBOT 玉米价格走势



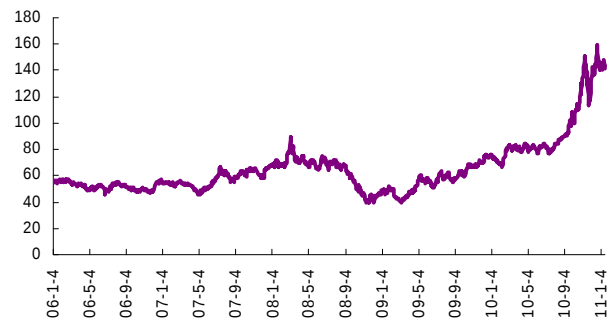
资料来源：bloomberg，光大证券研究所

图 1：CBOT 大豆价格走势



资料来源：bloomberg，光大证券研究所

图 2：CBOT 棉花价格走势



资料来源：bloomberg，光大证券研究所

随后国内的干旱不断蔓延的态势，大家把聚焦点又放在冬小麦减产问题上。预期所致，小麦、玉米和水稻三大粮食期货在节后的首个交易日大幅上涨，小麦期货更是出现了涨停行情。

二、长期看好粮食类农产品价格

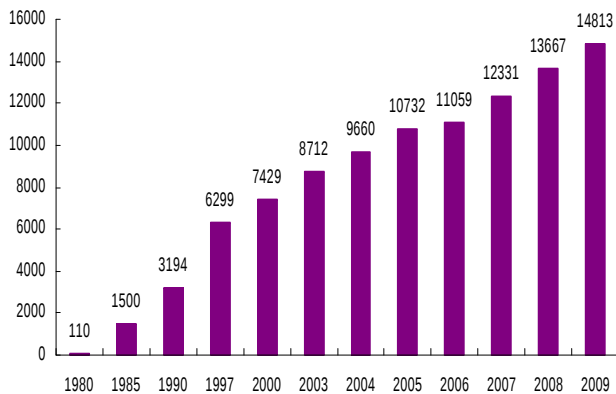
分析价格，供需是首先考虑的因素。需求端看，粮食类农产品具有必然的刚性。供给端，过去相当长一段时间，国内粮食类农产品供给的宽松主要表现在：耕地和剩余劳动力供给的宽裕。

经济发展初期，农业支持工业，农业往往是被压制的。农产品的价格也长时间内处于被低估的阶段。

随着经济发展的推进，当工业化达到一定程度时候，农产品的定价越发市场化，农产品的交易量也呈现不断放大。尤其是伴随生活水平提高，大家

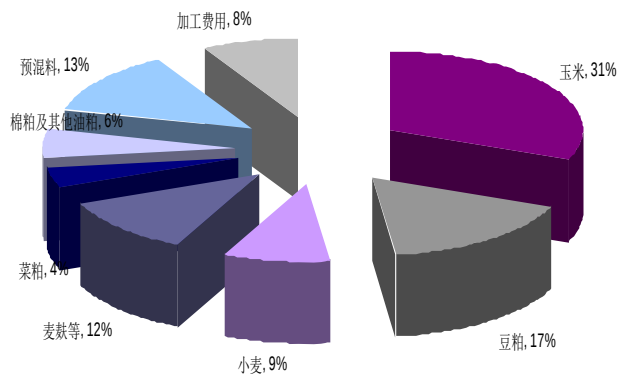
对肉类、蛋类等产品的需求，催生了饲料行业的迅猛发展，进而带动了粮食类农作物的交易量。

图 5：1980-2009 中国工业饲料总产量情况（万吨）



资料来源：公司招股书、光大证券研究所

图 6：工业饲料生产成本结构中玉米、豆粕占比较高



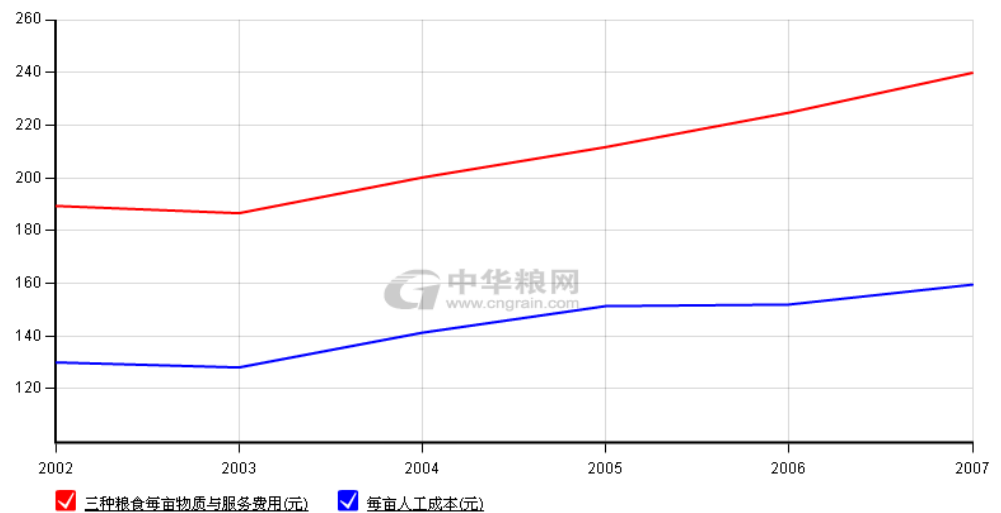
资料来源：东方艾格、光大证券研究所

当前来看，粮食类农产品长期处于上升通道中，即我们认为粮食类农产品具备长牛的基础，具体因素如下：

1、刘易斯拐点显现，成本压力突出

随着工业化进程的推进，剩余劳动力向外转移，刘易斯拐点效应显现，劳动力从剩余到稀缺，劳动力价格上涨推动农业种植的成本提高。

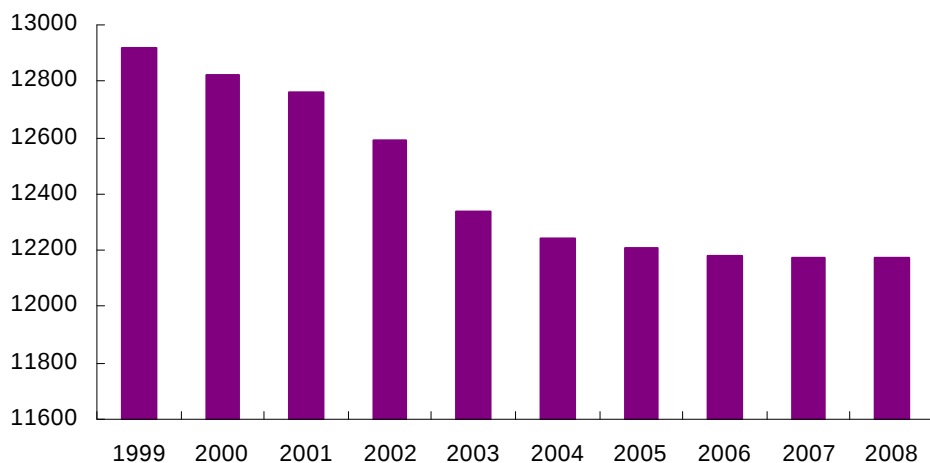
图 7：三种粮食费用和用工情况



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、光大证券研究所

伴随工业化出现的城镇化又导致了耕地面积的减少，农产品供给端的释放潜力下降。

图 8：我国耕地面积变化图（万公顷）



资料来源：农业部、光大证券研究所

长期来看，人口红利消失也会推高劳动力价格。我国劳动力的平均年龄已从 1990 年代初的 25 岁，上升到目前的 35 岁。当人口结构拐点到来之时，劳动力价格上升将加速。

图 9：我国人口平均年龄

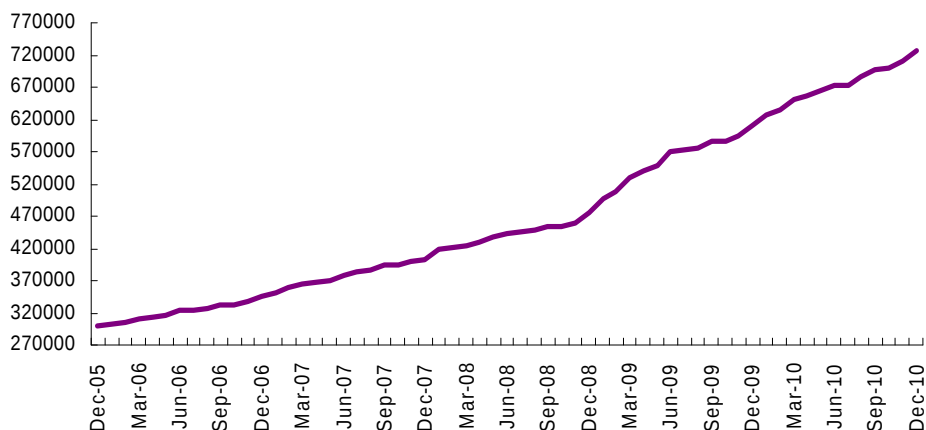


资料来源：统计局、光大证券研究所

2、流动性宽松加深农产品货币化程度

流动性宽松带来的是农产品的货币化程度加深。实际上对这一过程的解释也可以理解为货币供应的增加推动商品价格,以货币计算的商品价格提高。

图 10：我国 M2 期末余额（亿元）



资料来源：农业部、光大证券研究所

3、金融化对农产品影响颇深

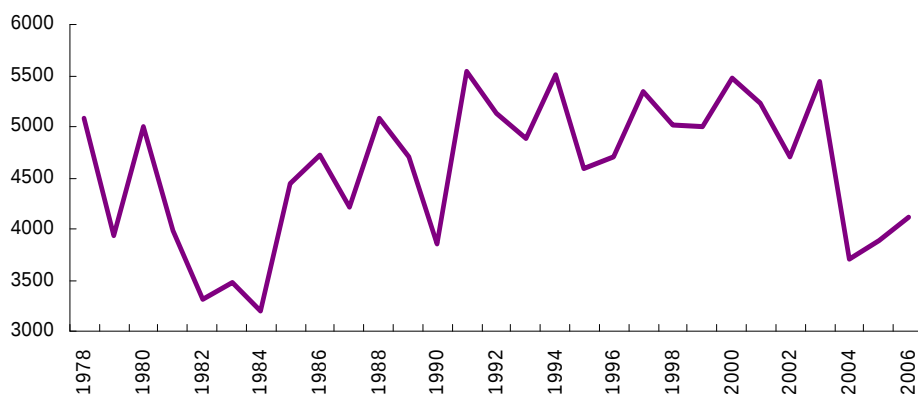
期货等衍生工具的出现对农产品价格的影响颇深。农产品相比其他品种，如工业金属、原油等，具有相对抗经济周期性，主要得益于农产品是必需品。即使经济不好，人们也不会减少对粮食的需求。

从最初的套期保值，到现在投机需求为主：表现为随着逐利资本的介入，农产品期货非商业持仓头寸增加。金融资本拉高农产品的景气度，并有可能拉长农产品景气周期；农产品加速金融化、杠杆化，放大真实价格。

4、自然灾害成为农产品价格向上的短期推手

人们对自然环境的作用力不断累积，自然灾害频发，成为短期粮价向上的驱动力。

图 11：我国历年受灾面积（万公顷）



资料来源：统计局、光大证券研究所

三、基于粮食类农产品长期上涨的前提下，我们推荐北大荒与东方集团

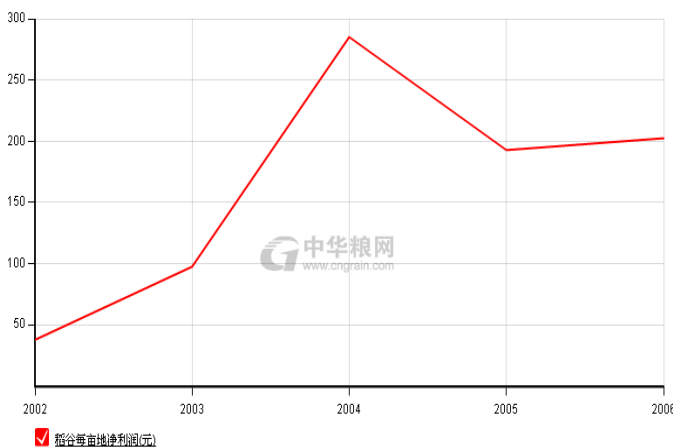
1、北大荒：资源为王，受益粮价上涨

北大荒与粮价上涨的关系在于：1）北大荒作为水稻加工型企业，公司拥有大米库存，这部分库存直接受益粮价上涨。

2）北大荒拥有出租土地，收取地租的业务。地租理论上与粮价上涨成正比，但受制于种植效益。

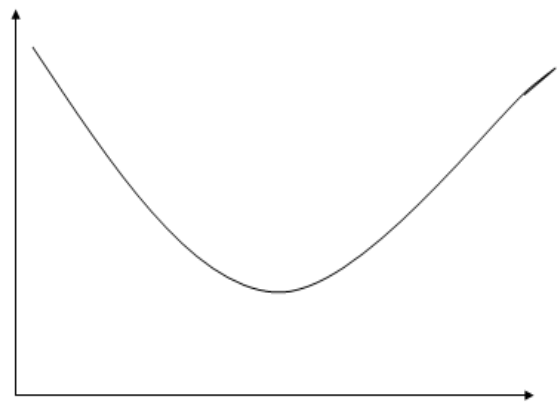
我们认为种植效益长期来看呈现“微笑曲线”图形。短期，由于劳资成本上升，导致种植效益下降，但中长期看，技术、种植方式（规模化和机械化）的改变等因素会提升种植效益。

图 12：全国水稻种植单产净利润



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、光大证券研究所

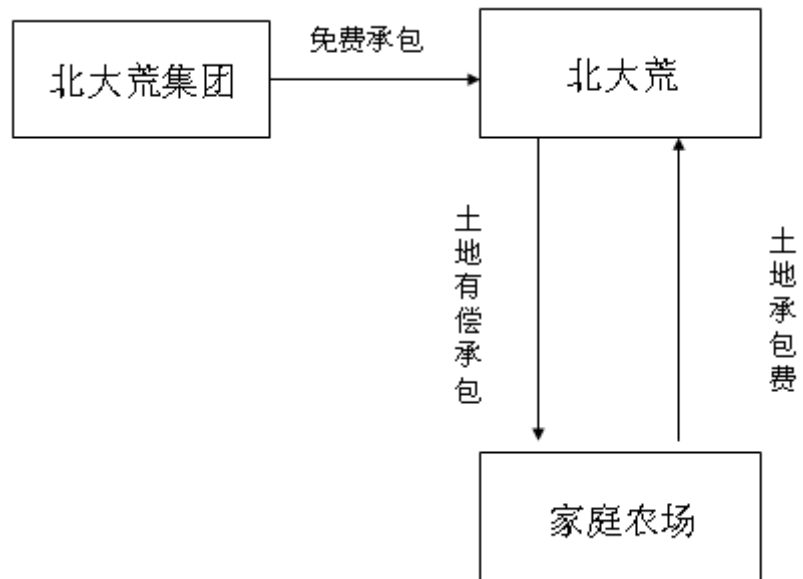
图 13：种植受益微笑曲线



资料来源：光大证券研究所

北大荒地主模式：拥地为王，坐收地租。公司通过土地转租，获得稳定的租金收入，体现为业绩。

图 14：公司土地业务经营模式

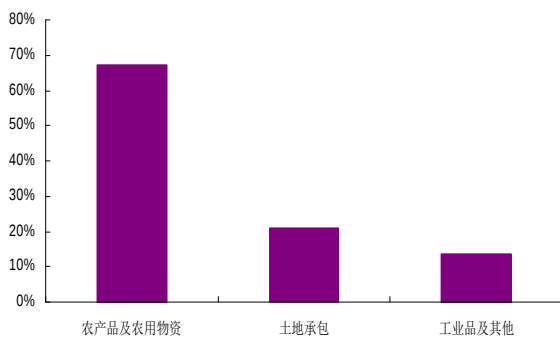


资料来源：公司公告、光大证券研究所

公司主营大头亏损

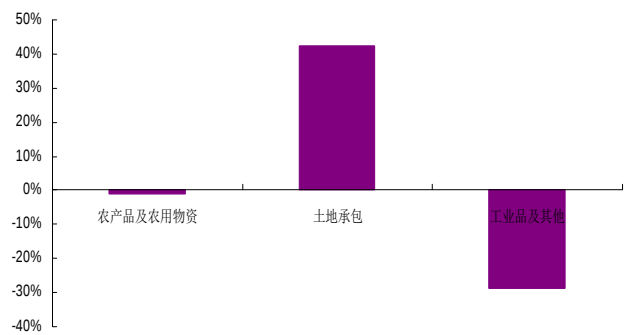
分拆北大荒主营构成中，我们发现农产品及农用物资占比 67%，土地承包仅占 21%，工业品占 13%，而除土地承包业务，其余两项业务都是亏损的。

图 15：北大荒主营构成



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 16：北大荒主营毛利率



资料来源：公司年报、光大证券研究所

分业务估值更能体现公司价值所在

资本市场过于看重业绩原因，然后根据业绩给估值。我们认为这样估值的一个弊端往往会忽略企业真正价值所在，尤其是对进行综合业务的公司。

合并业务估值的方法低估了上市公司的价值。由于公司各项业务即便是在亏损的极端情况下也是有一定市值的，而合并法在估值中则将亏损业务看

作是公司总市值的减项，这必然低估了上市公司的价值。

分业务估值方法更为合理。公司的业务都应该有一定市值，当然由于盈利水平及所属行业不同，估值也不同。也就是，土地出租业务应该享受农业行业的估值，其他业务也应该享有其行业的估值（即参照同行业可比上市公司估值）。

北大荒价值=土地价值+其他业务价值（农产品及农用物资价值+工业品价值）

1、地租收入比较稳定，我们利用折现模型测算

地租利润 2009 年预计为 5.8 亿元，我们假设长期增长率为 3%，折现率为 10%，土地承包期到 2048 年，我们得出土地承包权价值为 76.05 亿元。

2、其他业务基本赚收不赚利，我们对其净资产进行估值

截止到 2010 年 3 季度，北大荒归属母公司所有者权益合计 55.37 亿元，参考农业行业截止到 2 月 13 日动态 PB 为 6.53 倍，我们给予公司 6 倍 PB 对应市值为 332.22 亿元。

北大荒合计价值为 $332.22+76.05=408.27$ 亿元，17.78 亿股的股本

对应每股价值为 22.96 元。

2、东方集团：一定安全边际下的转型故事

东方集团与粮价上涨关系在于公司正在开拓的粮油食品业务：原粮贸易和中高端大米加工业务。

公司最大看点在于中高端小包装大米业务的推进，对公司业绩改善具有想象空间。

每股具有 4.2 元的安全边际

东方集团定位于金融控股、港口、矿产资源、建材流通、粮油食品。其中金融控股、港口、矿产资源给公司带来一定安全边际。

1、东方集团持有 8.9 亿股民生银行，占民生流通股本的 3.94%，以 19.73% 控股锦州港，持有 3.1 亿股，以 2 月 13 日收盘价计算，这两部分股权价值为 59.31 亿元。

公司还持有民族证券 15.03% 的股权，给予 2 倍 PB，该部分市值 5.16 亿元。

金融股权合计对应市值为 64.47 亿元。

2、公司控股 51% 的赤峰银海金业，金储量 2 吨，银 270 吨，权益储量分别为金 1 吨，银 135 吨。金开采成本 150 元/克，价格 300 元/克，银价格 7 元/克，开采成本 4 元/克，这部分对应价值为 5.6 亿元。

两部分合计价值为 70.07 亿元，对应每股价值为 4.2 元。

粮油业务带来新机遇

东方集团原主业建材流通，近年持续亏损，每年盈利主要靠投资收益。迫于主营压力，公司在 09 年实现了主业转型：于 09 年组建了东方粮油公司。按照规划 2010—2012 年，东方集团准备建立五个稻米加工的核心园区，一个铁海联运的物流中心，一个具有国际稻米加工品种研发的研究所。

研发方面：东方粮油先是收购了东北龙坤种业，又在哈尔滨郊区和海南又建了两个新的种子研发基地，并聘请国内稻米三位主要专家之一的王象坤做相关方面研究，已经完成三个新品种研发，未来三年将推出 6 个产权独立的新品种。

粮油业务主要打造两块业务：1) 原粮贸易；2) 中高端的小包装大米。

原粮贸易借力铁海联运，具有成本优势

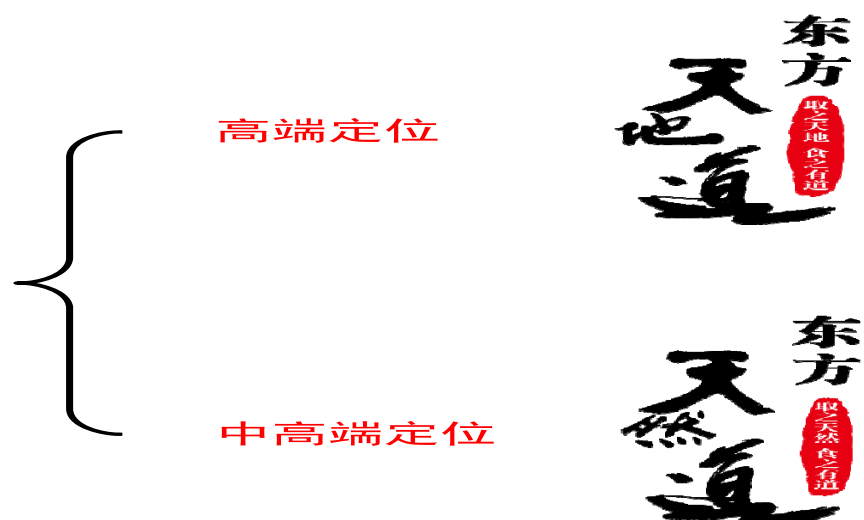
东方集团规划 3 年内完成 500 万吨的原粮贸易，得益于公司控股锦州港，公司在“北粮南运”环节具有成本优势。

但原粮贸易利润波动较大，对于这块业务我们认为，容易受粮价波动影响，在粮价上涨周期中，公司将因库存升值而受益。

中高端小包装大米，为公司发展带来新契机

东方集团在黑龙江五常、方正、肇源、通河等五地建立了基地，并各有侧重：五常以高端米为核心；方正以中高端米为核心；通河、庆安和肇源主要原粮贸易为主。五个基地实行的是“东粮+合作社+农户”的农业规模化模式。

图 17：东方集团大米品牌架构



资料来源：光大证券研究所

公司大米加工定位于中高端，尤其是高端的天地道系列，零售价格从 39.9 元到 99.9 元，主要走礼品路线；天然道价格从 9.99 元到 25.8 元，主要覆盖商超。

图 18：“东方天地道”五常有机香米（至尊金装礼盒）

5 千克装，零售价格 999 元



资料来源：公司网站、光大证券研究所

图 19：“东方天地道”皇家粮仓礼盒（五常有机稻花香米）

2.5 千克装，零售价格 499 元



资料来源：公司网站、光大证券研究所

“天地道”主要采用五常县部分核心优质水稻加工而成。五常产好米决定于：1）水土：天赐的龙凤山水系富矿型水源+底部蓄热砂层复合积碳型寒地黑土；2）阳光：北纬 45 度不少于 2300 小时充足日照；3）种子：特有的优等纯种：稻花香 2 号、坤光 1 号。

五常全县水稻面积 175 万亩，东方集团与农户签订合作协议，覆盖了 44 万亩的水稻面积，其中有机水稻种植面积 4 万亩（主要加工天地道品牌），有机转化期的水稻种植面积 40 万亩（可加工天然道品牌）。

方正县水稻种植面积 100 万亩，有机种植面积 7 万亩。方正大米可加工做天然道品牌。

对于肇源、通河、安庆初步做原粮贸易基地，未来可能会涉及中低端大米加工。

水稻供给充裕，但面临收购压力

根据东方集团项目建设进程，公司中高端大米加工目前集中于五常：44 万亩水稻（4 万亩有机，40 万亩有机转化期），亩产 600 公斤，可产水稻 26 万吨左右，出米率 60%，可产大米 15.6 万吨。其中有机大米 1.6 万吨，有机转化期大米 14 万吨。另外，方正县未来亦可提供 10 万吨左右的大米供应量。大米供给相对宽裕。

东方集团主要面临的是水稻收购问题，虽然与农户签有种植合同，但对其农户的约束机制仍然较小，即违约风险仍存在。我们担心的是由于竞相收

购会抬高水稻价格。

公司能否牢牢把控五常等地的稀缺种植资源是未来解决的问题之一。

中高端小包装大米，品牌建设是关键

东方集团立志打造大米中的中高品牌，但目前国内小包装大米仍然是小众市场，而目前内外资品牌众多。东方集团要做品牌建设，非一日之功。我们认为这将是制约公司未来发展的主要瓶颈。

公司大米加工业务起步较晚，品牌基础显然较弱。未来市场推广这块，可能面临一定压力。

公司业绩弹性空间巨大

我们做一个较为乐观的估算，假设东方集团能够销售 1.6 万吨的高端大米（五常供应，市场价格 99.9 元/斤），24 万吨的中高端大米（五常+方正供应，市场价格 9.99 元/斤-49.75 元/斤）。

我们预计高端大米出厂价 50 元/斤，中高端大米出厂价 15 元/斤，毛利率 50%，公司单小包装大米这块毛利为 44 亿元。

由于东方集团处于转型期，对于公司的业绩，限于资料有限、数据缺少，我们难以精准测算。但我们把东方集团作为标的的推荐逻辑在于：首先公司是粮价上涨的受益者之一。其次，公司隐含的金融股权以及矿业价值已经为公司提供了每股 4.2 元的安全边际。

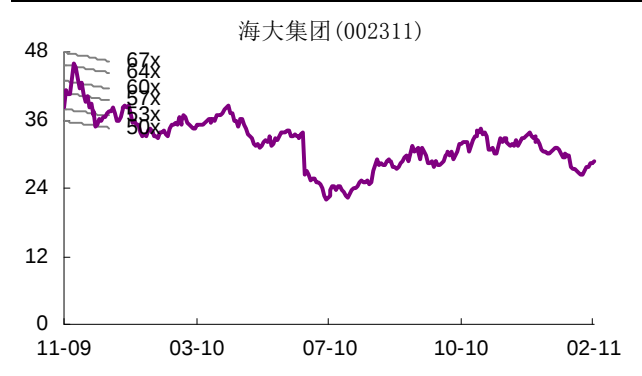
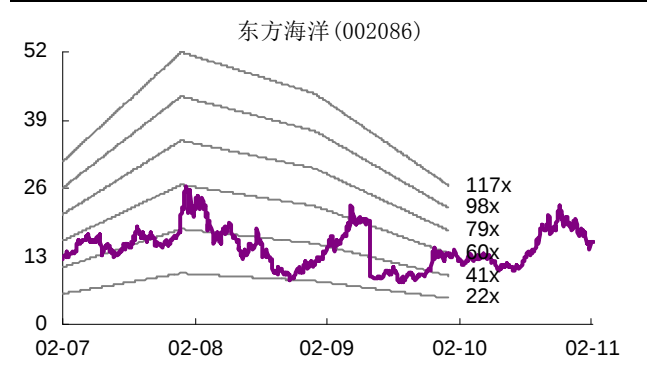
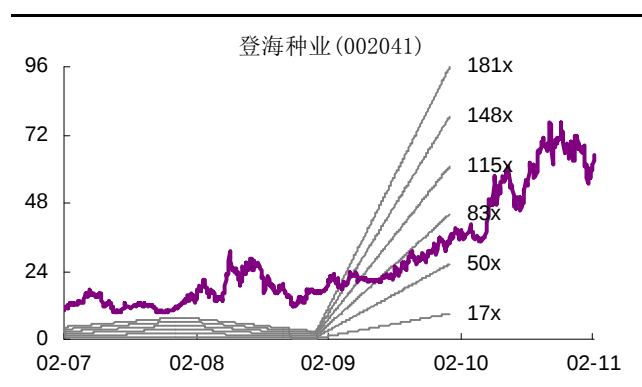
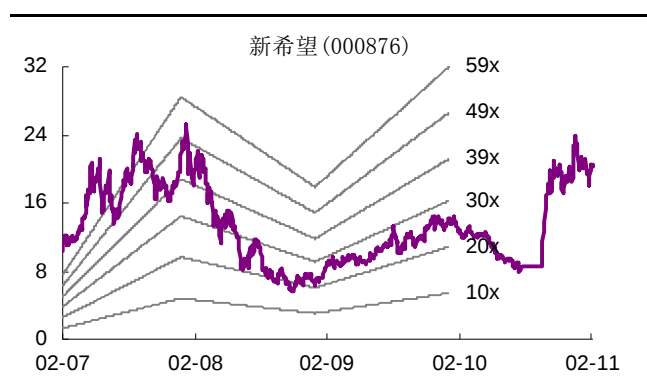
在一定安全边际前提下，公司所正在做的转型，我们是不容忽视的。公司如果能顺利排他性的把控上游资源，并取得下游市场推广和品牌建设的成功，公司的发展空间巨大。

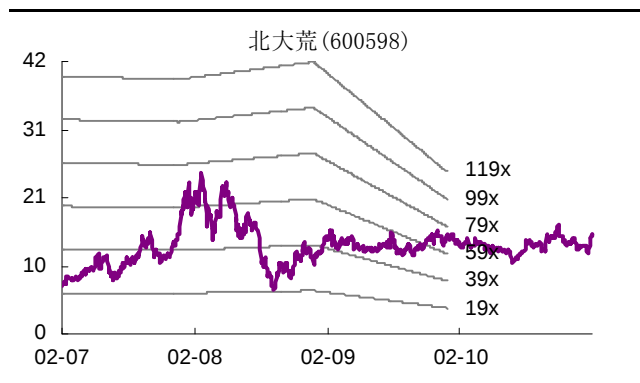
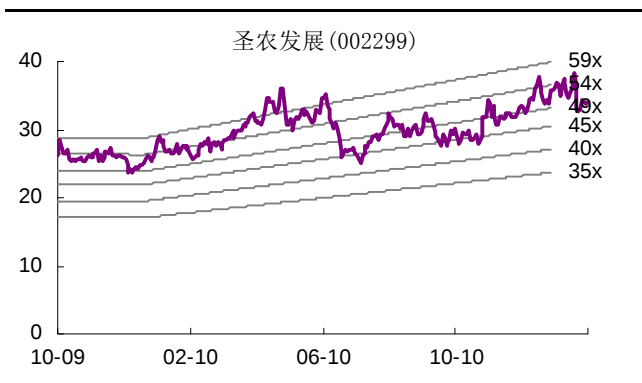
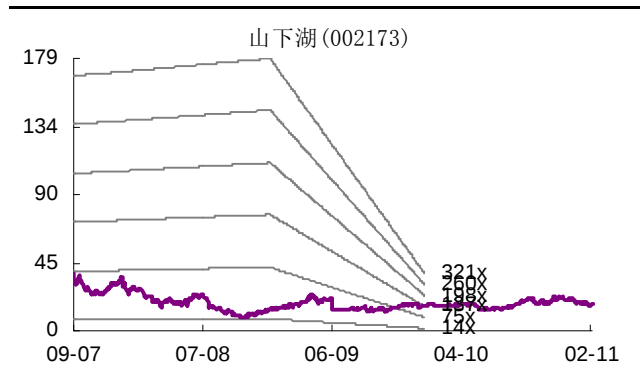
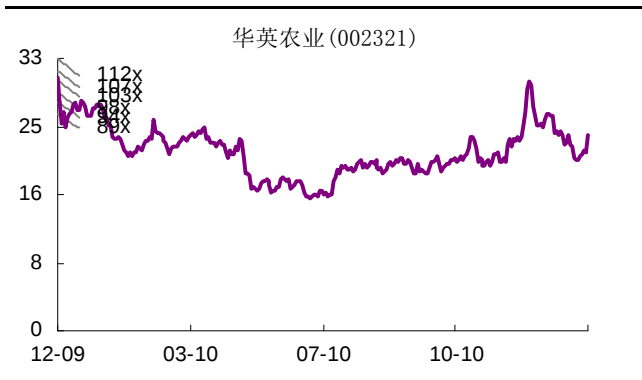
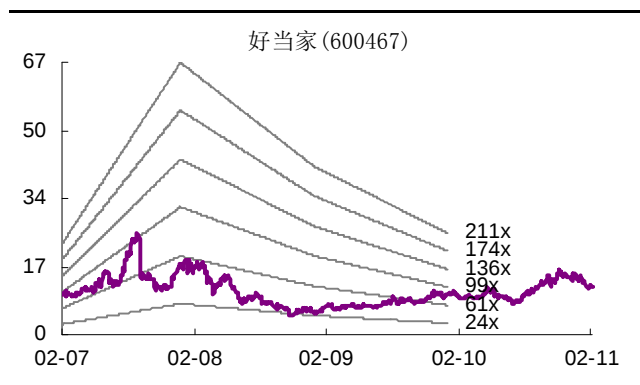
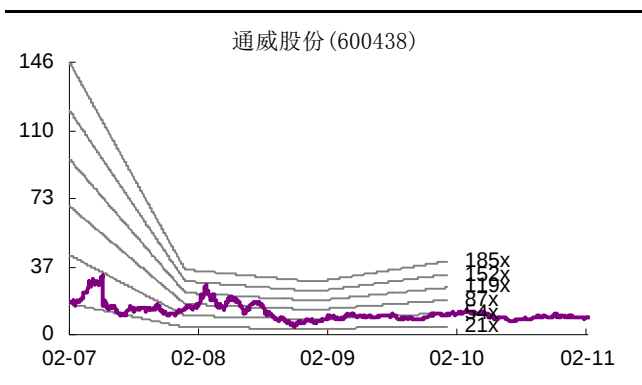
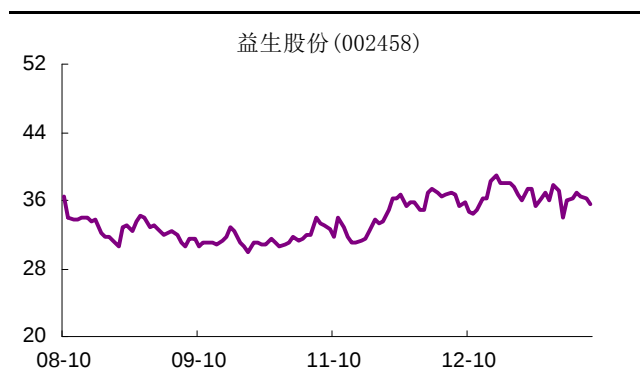
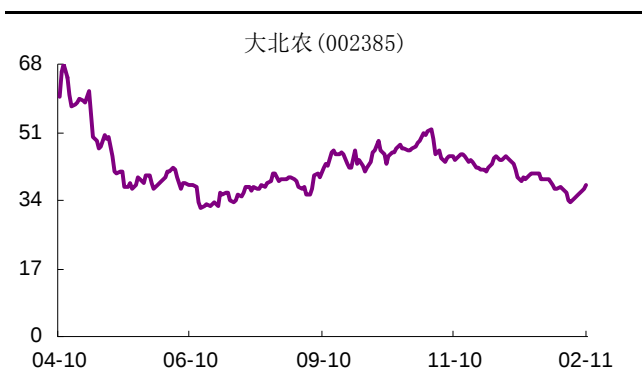
行业重点上市公司评级与估值指标

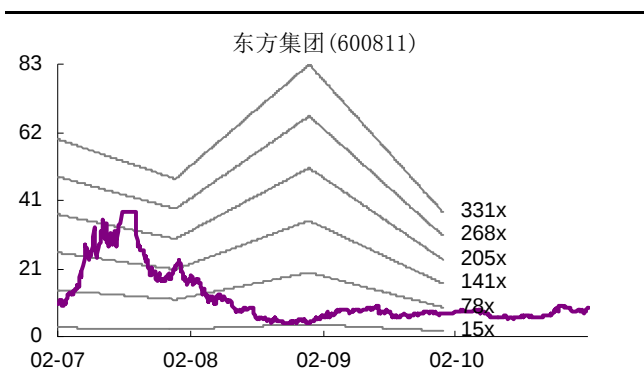
证券 代码	公司 名称	流通 A (百万)	当前 股价	目标价	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
					09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	上次	本次
000876	新希望	815	21.23	18.36	0.49	0.82	0.95	43.2	25.9	22.3	5.10	5.53	5.05	买入	买入
002041	登海种业	164	68.49	63.00	0.53	1.06	1.50	128.8	64.7	45.7	15.90	13.25	11.15	增持	买入
002086	东方海洋	231	16.42	18.90	0.23	0.32	0.55	72.4	50.7	30.1	3.69	3.44	3.12	买入	买入
002311	海大集团	73	28.88	34.20	0.53	0.78	1.14	54.2	37.2	25.3	4.12	3.78	3.40	买入	买入
002385	大北农	61	41.60	45.08	0.70	0.91	1.27	59.8	45.5	32.8	19.87	5.11	4.55	买入	买入
002458	益生股份	27	34.86	39.60	0.75	0.65	1.13	46.4	53.6	30.9	16.30	3.92	3.53	买入	买入
600438	通威股份	688	9.28	10.50	0.21	0.23	0.35	43.5	41.1	26.2	5.20	4.62	4.04	买入	买入
600467	好当家	634	12.35	12.30	0.12	0.25	0.32	103.9	49.6	38.2	6.09	4.73	4.32	增持	买入
002299	圣农发展	141	36.71	46.20	0.49	0.60	1.32	75.1	61.0	27.9	9.53	9.51	4.23	买入	买入
002321	华英农业	103	25.23	27.50	0.27	0.37	0.61	92.1	68.9	41.4	4.12	3.95	3.63	买入	买入
002173	山下湖	47	17.59	20.50	0.12	0.30	0.41	150.0	58.7	43.4	4.82	4.45	4.04	增持	增持

资料来源：光大证券研究所

上市公司 PE Band 图







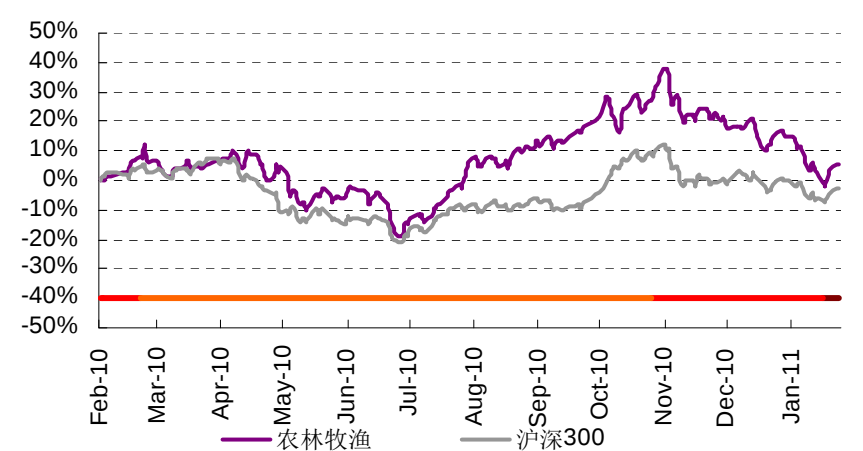
资料来源：光大证券研究所

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

农林牧渔



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-10-08	增持
2009-11-02	增持
2009-12-01	增持
2010-01-03	增持
2010-02-01	增持
2010-02-22	增持
2010-02-28	中性
2010-11-02	增持
2011-01-23	买入
2011-02-09	买入
2011-02-10	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。