

农业 2011 年 2 季度投资策略

---关注价值被低估的种植业上市公司

优于大势

首次评级

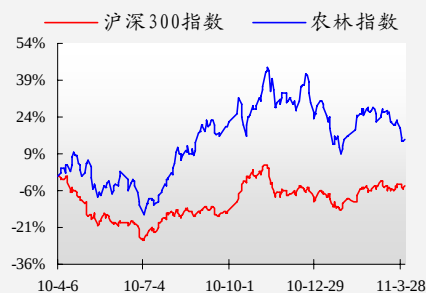
发布时间：2010 年 4 月 6 日

农业/种植业

投资要点：

- 2011 年，世界粮食再次出现紧张迹象，表现为，“产量下降，库存减少，消费增加”，形势不容乐观。
- 相对于 2008/2009 年度，目前我国粮油价格处在高位，国内通胀水平较高，政府稳定市场的意图强烈。
- 受国内生产成本提高和国际市场因素影响，国内粮油价格保持稳步走高将是必然趋势。
- 在农业产业链上，最佳的选择就是上游的粮食种植业，种业，下游的养殖业、农产品加工业都会受到利润挤压。
- 种业上市公司经过 2010 年的上涨，估值水平普遍较高。2011 年行业竞争加剧，它们增长与高市盈率不匹配。
- A 股上市公司中，农场面积较大的种植业公司只有两家：北大荒和亚盛集团。按市盈率来估算，两家公司的股价偏高，但从土地价值估算，两家公司都被低估。给予两家公司“推荐”评级。

走势图



重要公司

评级

北大荒	推荐
亚盛集团	推荐

分析师：钟大举

执业证书编号：S0550511010011

TEL: (8621)6336 7000 – 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdaju@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

一、全球粮食形势

(一)、世界粮食再趋紧张

2011年，世界粮食再次出现紧张迹象，表现为，“产量下降，库存减少，消费增加”，形势不容乐观。

FAO报告，2010/2011年度，世界谷物产量将连续第二个年度下降，预计2010年世界谷物产量约为22.16亿吨，比2009年下降2%。减产的原因是生产国的种植规模缩小，生产季节旱情严重。2010/2011年消费量将达到22.54亿吨，比上年增长1.3%。其中食用消费为10.57亿吨，比上年增长1.5%，饲用消费量为7.64亿吨，略增0.4%。我们认为这个估算是合理的。

预计2011年世界谷物季末库存量达到5.12亿吨，比上年减少7.2%，其中粗粮库存减少12%，小麦库存减少10%，稻米库存上升了6%。2010/2011年度世界谷物库存与消费量占比由上年度的24.5%下降至22.5%，但仍高于2007/2008年的19.6%。

世界粮食再次吃紧，但尚未到危机状态。我们预计2011年粮食还可以满足需求，但如果需求继续上升，2012年粮食危机再现。

(二)、粮食紧张的重要原因

粮食能源化倾向对粮食供求关系的影响最大。粮食既可以作为口粮、饲料，也可以成为生物能源的工业原料。大豆、玉米、薯类、甘蔗、菜籽等等都可以加工成乙醇、生物柴油等作为液态燃料。玉米乙醇、甘蔗乙醇是技术最简单，推广最快的两种，玉米的价格已经和能源直接挂钩。2008-2011年，原油价格已经缓慢的上升到100美金以上，玉米价格随之走高。

预计2011年，粗粮（包括玉米和高粱）消费量11.26亿吨，增长1.1%，比2010年的产量超出2400万吨。粗粮食用量1.96亿吨，增长2%，饲料6.27亿吨，工业用量为3.03亿吨，比上年增长2.7%。工业用量的增长是主要推动力。欧美发达国家生物燃料消耗了大量的粮食，美国生物汽油2010年消耗1.2多亿吨玉米，超过国际贸易市场不到1亿吨的容量，欧洲生物柴油2010年消耗植物油1200多万吨，足够一个小型国家一年的用量。

如果原油价格维持高位，玉米等粗粮的消费量增长会加快。玉米和小麦、大豆在单季种植地区是相互替代的。玉米价格上涨引起种植面积增加，挤压了其他作物面积，拉高了全部农产品价格。

二、中国的粮食形势

(一)、国内粮油价格维持稳步走高趋势。

相对于2008/2009年度，目前我国粮油价格处在高位，国内通胀水平较高，政府稳

定市场的意图强烈。

一、政府调控能力强大。政府调控粮油市场的主观意图明显，调控手段多样（托市收购、临时收购、限制收购，公开销售、定向销售、主动轮换），调控资源也比较雄厚（有大量实物储备），政府调控是影响市场发展变化的第一因素；

二、粮价波动幅度大。粮食价格一旦运行到高位，稳定性极差，振荡幅度大、频率快，这一点期货市场表现更明显；

三、大宗农产品普涨。粮价上涨更多地是因为通货因素，所有的农产品价格无一例外地表现为单边上涨，通胀水平较高，连续货币超发所积累的负面效应逐渐显现，即便是采取加息、提高准备金率等措施回收流动性，也很难立竿见影，粮油价格普涨的局面不会乐观；

四、大宗品种分化特征明显。粮食和油籽油脂出现较大分化，与1996年全面通货膨胀时的次高价位相比，稻米和小麦价格普遍上升了30%，玉米上涨了50%；食用油平均上涨1.2倍。国内的粮食类产品以自给为主，政府主导市场，特立独行；油籽油脂则主要依赖国际市场（棕榈油100%、大豆和豆油80%、全部食用油平均67%），基本与国际市场随波逐流。因此，受国内生产成本提高和国际市场因素影响，国内粮油价格保持稳步走高将是必然趋势。

（二）分品种市场分析

分品种看，一是国内小麦因旱灾大幅度减产已成定局，紧平衡不可避免；二是稻谷托市价格提高10-20%在未来6个月内消化完毕，直接带来经营上巨大压力；三是油籽油脂高位振荡格局已经展开，并将贯穿整个2011年。

1、小麦和面粉市场

对小麦和面粉市场的分析以小麦为主。近年来，小麦产量一直在1亿吨上下波动，最近两年量较高，超过1.15亿吨；消费比较稳定，1.0-1.1亿吨。

我国小麦生产即便是每5年一个周期，两年丰、两年平、一年减，连续7年丰产非常罕见。但是，今年小麦减产已成定局，只是减产幅度的大小问题。根据中华粮网今年2月11-14日的实地调查，山东、河南、河北、山西、安徽、江苏6大主产省减产幅度在10-30%之间，平均20%，即便后期降水增加，提高田间管理水平，大面积减产亦将是不争的事实，估计减产幅度2000万吨。

对2000年以来当年结余情况分析，2000-2005连续6年产不足许，负结余合计6500多万吨，差额最大的2003年接近2000万吨，但当时没有出现大量进口小麦，2004年最多的时候进口了821万吨；2006-2010连续5年产大于需，正结余合计3300多万吨。因此，今年2000万吨减产的问题仍存在调剂空间。

表 1、2000-2010 年度我国小麦供需结余数量 万吨

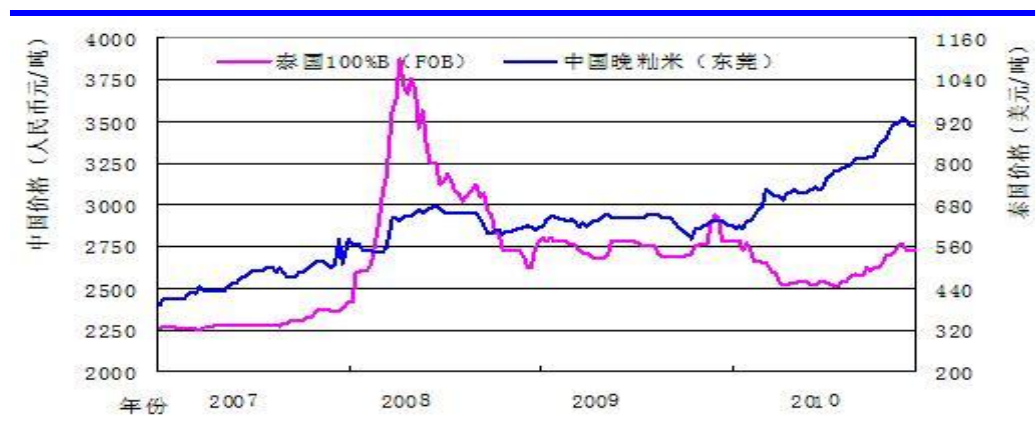
年度	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
产量	9964	9388	9029	8645	9195	9745	10846	10929	11246	11512	11510
进口	42	91	37	175	821	134	40	2	26	136	120
消费	10900	10830	10610	10580	10410	9985	10202	10520	10438	10690	10749
出口	3	70	98	216	36	49	204	225	1	0	1
结余	-898	-1422	-1642	-1976	-429	-156	480	186	833	958	880

资料来源：东北证券

2、稻谷和大米市场分析

我国稻谷消费量常年在1.85亿吨上下，比较平稳；但产量因气象条件变化而波动较大，基本在1.7-2亿吨之间，最近三年的产量都在1.9亿吨以上。进口和出口量都很小，很少超过100万吨（米按1.45折合成谷），属于自给自足。政府掌握了大量的用于市场调控的粮源，很少受国际市场波动的影响。2010-2011年度稻米市场供需关系依旧宽松，产大于需的格局不变，年度总结余在1000万吨左右。

图 1、稻米价格走势



资料来源：东北证券

今年2月9日，政府对宣布提高今年稻谷托市价格，每50公斤早籼稻（三等，下同）从93元提高到102元、中晚籼稻从97元提高到107元、粳稻从105元提高到128元，籼稻提价幅度近10%，粳稻提价幅度近22%。因为这次提价是针对今年的新稻谷上市，市场反应比较“平静”，行业影响多限于心理预期，但市场会逐步跟进，至少到新季稻谷上市时提高的基本相平的幅度。主要原因有以下几点：首先，国内籼稻米市场供应充足，储备丰厚。全国批发市场每周公开投放量200万吨，而且可以随时增加；其次，消费需求相对平稳；第三，之前对提价已经有了心理预期。以目前形势估计，2012年仍然会继续提

高稻谷的托市价格。

表 2：2005 年以来稻谷、小麦最低收购价格 元/50 公斤

年份	早籼	晚籼	粳稻	白麦	混/红麦	备注
2007	70	72	75	72	69	
2008	77	79	82	77	72	
2009	90	92	95	87	83	
2010	93	97	105	90	86	
2011	102	107	128	98	92	小麦为预估价格

资料来源：东北证券

3、玉米市场

玉米是我国三大粮食品种之一，产量仅次于稻谷。与稻谷、小麦一样，玉米产量最近几年也是连续增长（不过是以牺牲大豆等种植为代价），2010年产量是1.73亿吨，比10年前增长了63%。玉米消费同期也是增长的，且增长幅度高于产量增长，导致玉米以及其他饲料粮价格比口粮涨幅更高，而且2010年进口玉米数量首次突破100万吨，达158万吨，反映出我国玉米需求大、库存低的特征。

从长期来看，我国人均肉蛋奶消费量仍处于上升期，而且是一个较长的过程，玉米等饲料粮需求基本上是有增无减。

三、行业投资机会

经过对行业形势的分析，我们的投资重心再次转向粮食。国内外因素都反映出未来粮食有可能出现紧张局面，而且在未来2年，粮食紧张局面可能会加剧。在农业产业链上，最佳的选择就是上游的粮食种植业，种业，下游的养殖业、农产品加工业都会受到利润挤压。

种业上市公司经过2010年的上涨，估值水平普遍较高。2011年行业竞争加剧，它们增长与高市盈率不匹配。因此，我们预计2011年种业上市公司利润继续增长，但可能面临估值修复的压力。

种植业上市公司值得关注。A股农场面积较大的种植业公司只有两家：北大荒和亚盛集团。在大宗农产品可能刚性上涨的情况下，土地既是一种资源，也是一种保证。按市盈率来估算，两家公司的股价偏高，但从土地价值估算，两家公司都被低估。粮价上涨，两家公司业绩改善的空间加大，给予“推荐”评级。

（一）、北大荒（600598）

北大荒拥有1200万亩无污染的耕地，是国内唯一具备从农场到餐桌条件的农业上市

公司。北大荒的非核心业务拖累了公司业绩，化肥、造纸、麦芽亏损额比较大。

我们预计，农场承包费是看预期稳定增长的，我国粮价上涨的空间还比较大。北大荒米业前景良好，但近期盈利难以预测。其他业务的收益也不会改善。我们出于谨慎考虑，对北大荒未来三年的业绩做了一个保守预测，这个预测仅代表公司保底收益，并没有考虑到亏损子公司可能会扭亏或者从上市公司剥离。

表 3、北大荒主要子公司盈利预测 亿

年度	2010 年	2011 年	2012 年
农业分公司	5.95	6.37	6.81
浩化分公司	-1.5	-1.5	-1.5
龙恩麦芽公司	-0.74	0	0
北大荒米业公司	-0.6	0.1	0.15
北大荒纸业公司	-0.02	0	0
公司合并报表	2.08	4.97	5.46

资料来源：东北证券

考虑全部业务，北大荒2010/2011/2012年每股收益为0.12/0.28/0.31元，公司动态市盈率为124倍、53倍、48倍；剔除非核心业务，2010/2011/2012年每股收益为0.29/0.36/0.39元，对应动态市盈率为52倍、42倍、38倍，在农业类上市公司有估值优势。

北大荒（600598）的总市值约260亿，公司拥有1200万亩优质耕地，按照国内农田价格，资产价值应超过1000亿，即使考虑到体制、业绩等问题，公司价值也高于目前市值。此外，北大荒米业公司虽然微利，但品牌价值较高。土地价值加上品牌价值，公司市值存在低估。

忽略短期业绩，看重核心资源优势，我们给出了“推荐”评级。

（二）、亚盛集团（600108）

亚盛集团（600598）主营业务为种植业（啤酒花、苜蓿、棉花、马铃薯）、节水灌溉、牧业等，经过几次资产剥离注入，公司的产业已经得到了大大的优化。拥有耕地面积100万亩，牧场246万亩，成为A股耕地面积第二大上市公司。未来几年，公司发展战略清晰，成以啤酒花、啤酒大麦、马铃薯、畜牧和滴灌为主导产品的产业格局。预计公司2010年至2012年每股收益分别为0.1、0.15、0.20元。公司股价6.79元，对应市盈率为68倍、45倍、34倍，给予“推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。