



农业

2011.05.04

坚持不破不立，重视结构分化



秦军



021-38676768



qinjun@gtjas.com



S0880511010013

本报告导读：

高估值与成长性错位导致行业难有起色，维持行业“中性”评级，重视结构分化，质地优、有成长、估值合理的个股已现安全边际，重点推荐：海大/圣农/新希望/敦煌。摘要：

- **行业表现：回到原点。**今年以来，农业指数下跌 12.7%，落后沪深 300 指数 14.8 个百分点。农业指数过去一年累计收益率 4.09%，落后沪深 300 指数 1.7 个百分点。
- **年报情况较好，一季报低于预期。**农业板块年报净利润增长 25%，剔除中粮屯河、新中基后增长超过 40%；一季报净利润增长仅 5.6%，剔除异常值后增速仍低于 20%。
- **通胀+新兴产业主题催生超级行情。**09 年以来 CPI 与农业指数的相关性高达 0.78，远高于前几年均值。10 年 3 季度以来国内通胀预期强化，加之新兴产业主题盛行，上述短期因素是驱动 2010 年农业股超级行情的主要动力。
- **短期驱动因素消失导致板块整体调整。**2010 年驱动农业股上涨的主要是通胀、新兴产业等主题性、阶段性因素，今年以为预期“通胀已近尾声”、部分公司一季报低于预期等因素使整个板块出现“估值+业绩”的双杀。
- **坚持不破不立，重视结构分化。**高估值与成长性的错位导致行业表现难有起色，对行业整体保持谨慎，维持“中性”评级。质地优良、有成长性、估值合理的个股，已现安全边际，继续下跌空间不大，需重视结构分化。
- **重点推荐：海大集团、新希望、圣农发展、敦煌种业。**

评级：

中性

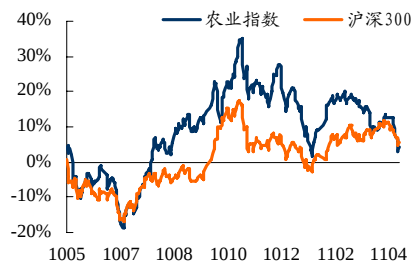
上次评级：

中性

细分行业评级

农产品加工	中性
基础农业生产	增持
农业服务业	中性

国泰君安农业指数



重点公司评级

海大集团/002311	增持
圣农发展/002299	增持
西王食品/000639	增持
敦煌种业/600354	增持
新希望/000876	增持
隆平高科/000998	增持
正邦科技/002157	增持
天宝股份/002220	增持
安琪酵母/600298	增持
好当家/600467	增持
东方海洋/002086	增持
獐子岛/002069	谨慎增持
登海种业/002041	谨慎增持
农产品/000061	谨慎增持
顺鑫农业/000860	谨慎增持
金宇集团/600201	谨慎增持
通威股份/600438	谨慎增持

相关报告

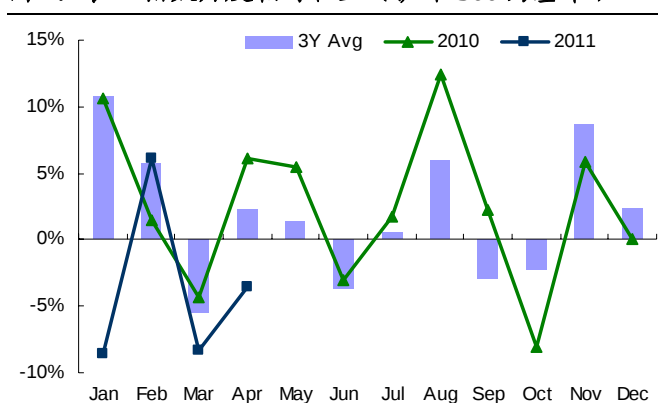
行业月报： 《不破不立》	2011.03.29
行业月报： 《1H 有期待，2H 需谨慎》	2011.03.06
行业月报： 《“一号文件”之后看什么？》	2011.01.10
年度策略报告： 《投资涨价受益与产业演进》	2010.12.03

1. 行业表现：回到原点

2010 年风光一时的农业股进入 2011 年之后表现一直疲软，前 4 个月中有 3 个月表现弱于沪深 300，相对收益水平低于前三年平均值。今年以来，农业指数下跌 12.7%，落后沪深 300 指数 14.8 个百分点。

如果回放过去一年的行业表现，我们发现，农业指数在 2010 年 11 月 10 日达到最高点后，迄今累计下跌 22.7%。尤其是 3-4 月份的下跌，将农业股去年的超额收益吞噬殆尽。目前，农业指数一年累计收益率 4.09%，落后沪深 300 指数 1.7 个百分点。

图 1：农业指数月度相对收益（沪深 300 为基准）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 2：农业指数一年累计涨幅低于沪深 300

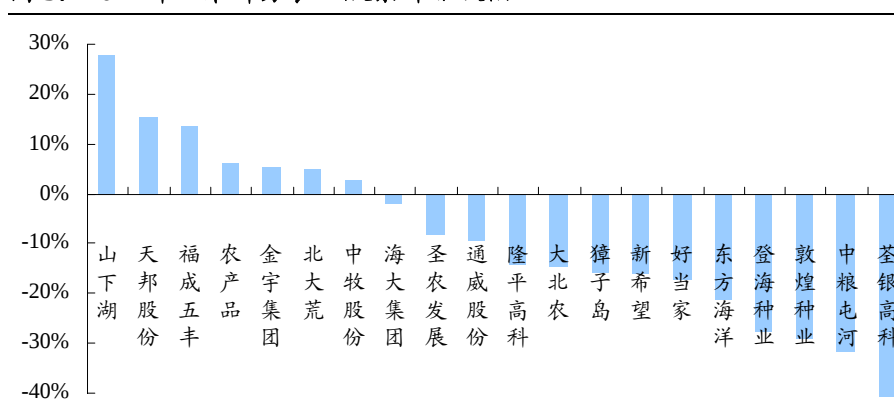


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

今年以来涨幅居前的农业股都具备两个特点：一是去年涨幅不大的；二是具有资本运作预期的，从子行业层面并无明显的线索。

去年表现抢眼的种子股，今年以来跌幅居前，荃银高科累计跌幅已经超过 40%，制种行业指数今年以来累计下跌 22.7%，落后农业指数 10 个百分点。

图 3：2011 年以来部分农业股累计涨跌幅



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2. 年报总结

农业板块年报、一季报汇总情况表明：年报总体情况不错，但一季报同比增速较低。我们认为业绩增长的预期仅仅是导致去年农业股高估值的因素之一，短期因素（通胀、新兴产业主题）起到了阶段性的主导作用。

从总体业绩来看，农业板块 2010 年营业收入增长 19.3%，毛利率同比下降 1 个百分点到 18%，由于费用率略降，且投资收益接近翻番（主要是农产品、新希望、新中基等个股的贡献），净利润增长 25%，净利润率略有上升，为 5.3%。如果剔除净利润大幅下降的中粮屯河、巨亏的新中基，农业股整体年报净利润增长超过 40%。

一季报表现则更为平淡，收入增长 19.2%，毛利率下降 1.5 个百分点到 19.2%，费用率略降，投资收益增幅锐减，净利润仅增长 5.6%，即便剔除业绩大幅下降的新中基、中粮屯河，净利润增幅也低于 20%。

表 1：农业指数业绩汇总简表（单位：百万）

	2009	2010	YoY	1Q10	1Q11	YoY
营业收入	95,734	114,179	19.3%	22,985	27,403	19.2%
营业成本	77,533	93,605	20.7%	18,221	22,155	21.6%
毛利率	19.0%	18.0%		20.7%	19.2%	
三项费用	12,603	14,751	17.0%	3,159	3,652	15.6%
三项费用率	13.2%	12.9%		13.7%	13.3%	
投资净收益	1,120	2,220	98.2%	272	336	23.4%
营业利润	5,650	6,716	18.9%	1,652	1,747	5.8%
净利润	4,858	6,072	25.0%	1,353	1,429	5.6%
净利润率	5.1%	5.3%		5.9%	5.2%	

伴随一季度农业股的整体下跌，部分农业股前十大流通股东的名单也出现较大变化，截至一季度末，去年涨幅较大的个股公募持仓比例普遍排名靠后，公募持仓比例较高的个股普遍具有：行业景气度高、去年涨幅不大、估值较低的特征，这也部分反映了今年以来 A 市场的风格。

表 2：一季报部分农业股基金持仓情况（单位：百万）

主板		中小板+创业板	
股票简称	基金占比	股票简称	基金占比
南宁糖业	23.41%	海大集团	17.67%
新希望	21.58%	山下湖	15.63%
中牧股份	20.97%	东方海洋	14.13%
东凌粮油	17.23%	华英农业	12.80%
安琪酵母	16.17%	登海种业	9.35%
敦煌种业	12.34%	天康生物	5.85%
农产品	11.33%	益生股份	5.32%
大湖股份	10.96%	正邦科技	4.84%
北大荒	10.85%	民和股份	4.33%
好当家	10.35%	大北农	4.07%

注：基金占比=基金持股/（总股本-大股东持股）

3. 行业策略：坚持不破不立，重视结构分化

我们在三月底的行业月报里提出了“不破不立”的观点，即农业股目前的股价过多的透支了业绩增长，并且通胀、新兴产业等主题投资的退潮，将是行业整体估值下移，农业板块没有调整就没有机会，我们因此下调了行业评级至“中性”。

这一个月的心情演化基本验证了我们当时的判断，农业指数四月下跌4.5%，落后沪深300指数3.5个百分点，相对收益低于前3年均值，更是大幅低于10年4月的表现（相对收益6.1个百分点）。

3.1. 通胀+新兴产业主题催生超级行情

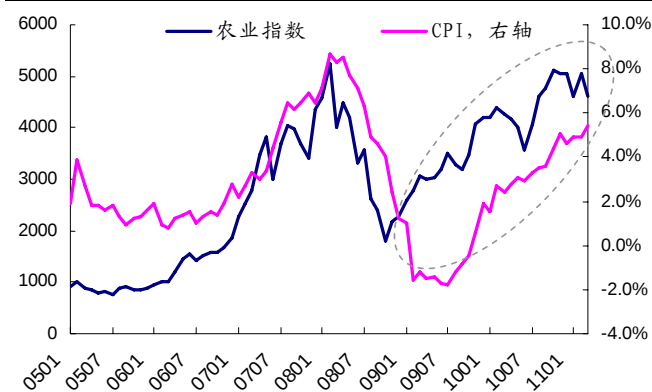
2010年驱动农业股演绎超级行情的主导因素是哪些？其中那些是长期的，那些是短期的？回答这些问题，将会有助于我们预判全年的走势。

我们在前次月报中已经统计过，2009年以来CPI与农业指数的相关性高达0.78，远高于前几年0.2-0.3的水平。尤其是10年3季度CPI超过3%，加之国际大宗农产品价格短期内飙升，使得国内通胀预期进一步强化，农业股在10年3季度取得了非常抢眼的表现（绝对收益33.5%，相对收益19个百分点）。

尽管我们多次论述过诸如“农产品抗通胀、农业股抗通胀”这样的命题是值得商榷的，但农业股的股价在2010年显然已经抗通胀了。现在回顾看来，10年3季度以来通胀预期的强化，使农业板块估值水平短期内快速提升，加之新兴产业等主题投资盛行，使农业板块短期涨幅巨大。由于身兼“通胀+新兴产业”主题，种子股在2010年取得非常好的表现也并不令人意外。

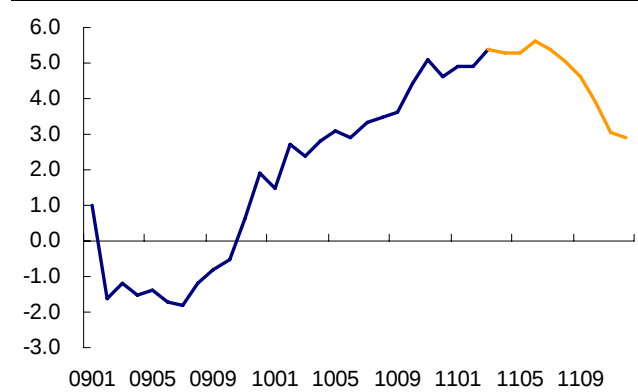
进入2011年以来，CPI迭创新高且维持高位，但由于限价措施逐渐发挥效应、农产品价格涨幅放慢、基数抬升等因素综合作用，市场普遍预期通胀水平下半年将逐步回落。国泰君安宏观预测CPI峰值出现在6月（5.6%），下半年将逐步回落，全年均值4.7%。而在CPI将见顶回落的预期下，农业股已经提前调整。

图1：2009年以后农业指数与CPI高度相关



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图2：国泰君安宏观预测CPI峰值6月出现



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.2. 坚持不破不立，重视结构分化

我们认为，2010 年驱动农业股上涨的因素，更多的是类似通胀、新兴产业这样的主题性、阶段性的因素，换言之是短期因素。因此，农业股在行业、公司基本面没有出现明显变化的情况下，连续下跌也就有了合理的解释：首先是因为“通胀已近尾声”的预期，其次由于部分公司一季报低于预期，使整个板块出现了“估值+业绩”的双杀。

而经历了连续下跌后，我们发现，农业股在板块整体表现偏弱的情况下，已经出现了一些分化迹象，4 月份表现较好的农业股当中，已经包括了一些成长性不错、估值回落至合理区间的个股，例如海大集团。

表 3：农业股 1-4 月涨幅榜

Jan		Feb		Mar		Apr	
股票简称	涨幅	股票简称	涨幅	股票简称	涨幅	股票简称	涨幅
星河生物	10.0	隆平高科	28.8	大江股份	22.7	山下湖	17.5
金德发展	5.1	万向德农	24.7	天邦股份	21.2	大江股份	17.5
东凌粮油	4.8	金健米业	22.7	山下湖	11.1	福成五丰	14.3
大江股份	4.1	亚盛集团	22.1	正虹科技	8.4	农产品	12.0
北大荒	2.6	天康生物	21.8	雏鹰农牧	6.9	海大集团	11.8
中水渔业	2.3	华英农业	18.7	量子高科	6.7	开创国际	9.1
新五丰	1.4	星河生物	18.6	金宇集团	6.6	民和股份	7.5
天宝股份	-0.8	民和股份	18.2	大湖股份	5.9	金宇集团	6.6
亚盛集团	-1.8	中水渔业	16.4	华资实业	4.1	大湖股份	4.5
通威股份	-2.3	丰乐种业	16.2	新五丰	2.8	中牧股份	3.5

放在 2011 年的市场风格下来检验，高估值与成长性的错位仍然是农业股的致命伤，尤其是在与其他行业进行横向比较的时候。因此，我们对行业整体仍然保持谨慎态度，坚持“不破不立”的观点。

于此同时，我们认为，质地优良、有成长性、估值合理的个股，已经出现了安全边际，继续下跌的空间不大。这些股票在行业整体表现偏弱的环境下，将表现出一定的抗跌性，假以时日，仍能获取相当的绝对收益。

我们本期的重点推荐名单稍作调整，股价已经充分调整，公司质地优良、估值有安全边际的个股成为我们的首选。

重点推荐：海大集团、新希望、圣农发展、敦煌种业。

股票简称	收盘价	EPS（元）			PE			PB	总市值	评级
	5-3	10E	11E	12E	10E	11E	12E		（亿元）	
基础农业生产										
好当家	11.91	0.23	0.31	0.38	52.8	38.6	31.7	5.3	75.5	增持
东方海洋	14.90	0.30	0.46	0.66	49.5	32.3	22.7	3.1	36.3	增持
獐子岛	23.90	0.89	1.17	1.40	26.8	20.3	17.1	7.3	170.0	谨慎增持
北大荒	14.04	0.20	0.25	0.28	70.0	56.2	50.1	4.4	249.6	中性
农产品加工										
海大集团	30.10	0.72	1.14	1.57	41.5	26.5	19.2	4.0	87.7	增持
新希望	18.28		1.09	1.32		16.8	13.8	3.7	152.2	增持
圣农发展	16.89	0.34	0.66	0.81	49.8	25.7	21.0	8.0	138.5	增持
西王食品	31.13	0.67	1.30	1.69	46.7	24.0	18.4	4.9	39.1	增持
正邦科技	13.46	0.22	0.68	0.86	62.5	19.8	15.6	3.9	36.3	增持
安琪酵母	35.57	0.93	1.33	1.54	38.2	26.7	23.2	7.3	108.9	增持
天宝股份	17.55	0.62	0.83	1.07	28.1	21.2	16.5	4.9	34.4	增持
通威股份	8.45	0.23	0.34	0.42	36.1	24.7	20.4	4.5	58.1	谨慎增持
农业服务业										
敦煌种业	26.55	0.40	0.88	1.10	67.0	30.1	24.2	4.8	54.0	增持
登海种业	49.22	1.19	1.40	2.03	41.5	35.1	24.2	8.6	86.6	谨慎增持
荃银高科	39.52	0.62	0.97	1.15	63.7	40.6	34.4	3.7	20.9	中性
金宇集团	15.09	0.43	0.45	0.55	35.4	33.5	27.4	4.8	42.4	谨慎增持
农产品	18.70	0.36	0.33	0.48	51.9	57.4	39.0	4.6	143.7	谨慎增持
顺鑫农业	17.63	0.61	0.80	1.05	28.9	22.0	16.8	2.8	77.3	谨慎增持

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		