

行业研究

农业

评级：强于大势

信达证券股份有限公司

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层

分析师：康敬东

投资咨询业证书编号：

S1500510120009

010- 63081261

kangjingdong@cindasc.com

农业板块主要财务指标

	2008	2009	2010
EPS (元)	0.13	0.13	0.21
ROE (%)	7.79	6.69	8.96
每股净资产 (元)	2.38	2.54	2.83
收入增长 (%)	19.57	6.46	20.40
净利润增长 (%)	-19.92	-2.54	65.32
毛利率	20.40	19.40	20.66
应收账款周转率	12.71	13.52	14.27
存货周转率	2.16	2.09	2.01
每股经营现金 (元)	0.24	0.22	-0.04

近一年农业指数相对表现



相关报告

《农业稳 天下安》2011. 6

《早情持续 调控博弈》2011. 2

《全国大粮仓 拜托东北》2010. 4

《2011 年农业策略报告》2010. 12

《稳定物价短期影响农业板块》2010. 11

《猪业形势整体向好》2010. 11

《结构性分化将来临》2010. 10

请务必阅读最后一页重要的
免责声明及信息披露

农业价值回归中

2011 年 4 季度行业策略

2011 年 10 月 11 日

摘要

- 截止 2011 年 9 月 26 日，农业板块年内累积跌幅为 14.55%，同期大盘下跌 12.24%。农业板块期间跌幅略超大盘，但较今年中期时几乎两倍于大盘跌幅已有明显改观。如果将起点拉回到 2009 年初，截止 9 月 26 日，农业板块累积上涨了 80.92%，同期大盘累积上涨了 77.62%，农业板块两年多来的走势已经胜过大盘；
- 今年以来农业板块下跌了 14.55 个百分点，子行业悉数下跌，子行业继续分化，今年 2 季度跌幅较大的种子生产、果蔬加工、畜禽加工和林业四个行业继续下跌，且年内跌幅仍然超过农业板块，但种业下跌略有缓解。果蔬加工、畜禽加工和林业自 09 年初以来的涨幅均未超出农业板块的涨幅；
- 国际谷物理事会 9 月份调高了 11/12 年度全球粮食产量的预期，预计 11/12 年度全球谷物产量为 18.06 亿吨，5 月份其预计为 18.03 亿吨。10/11 年度最新预期的谷物总产量也由 5 月时的 17.33 亿吨调至 17.50 亿吨。10/11 年度全球谷物期末库存由今年 5 月预计的 3.48 亿吨调高至 3.59 亿吨，11/12 年度库存预计也从 5 月份的 3.38 亿吨调高至 3.45 亿吨。10/11 年度和 11/12 年度库存谷物消费比将从 09/10 年度的 22.61% 下降至 20.04% 和 18.96%；
- 伴随世界范围内气候及金融战、生物战和地区战乱的持续蔓延，全球粮食库存消费比在 10/11 年底将进入下降通道，产量低于消费成为主流。随着国内农业生产环境和气候条件的不断恶化，我们此前一直对粮食产量担忧的判断不断得到印证，我们继续坚持全球性粮食减产趋势将会在相当长的时间内持续，短期难以逆转；
- 农业板块特别是具有资源、渠道涉及国家粮食安全的种植业、流通业类公司被大为低估。真正优质的耕地资源其实已经十分稀缺。在当前国际战略形势下，粮食将是中国最后的底线。随着农业板块业绩的改观，以及农业安全战略的深入，农业投资价值 and 机会仍然深远。资源类农业公司也将迎来价值重估。维持“强于大势”评级，除了我们长期推荐的北大荒、亚盛集团、农产品外，可短线关注益生股份、东方海洋、好当家等公司。我们建议从加工类板块、林业和水产养殖板块中选择投资品种。

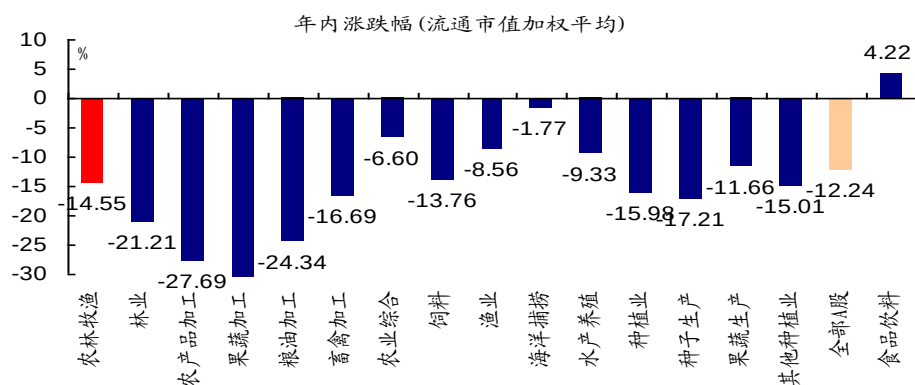
目录

1. 农业板块近三年表现超越大盘	2
2. 关注其它种植业、林业和果蔬加工	3
3. 全球粮食形势不乐观	4
4. 国际农产品价格处在最高价的 7~8 成间	5
5. 中国粮食前景仍难乐观	8
6. 关注畜加工类、林业和水产养殖板块	9
7. 农业板块机会深远	10
8. 投资评级	10

1. 农业板块近三年表现超越大盘

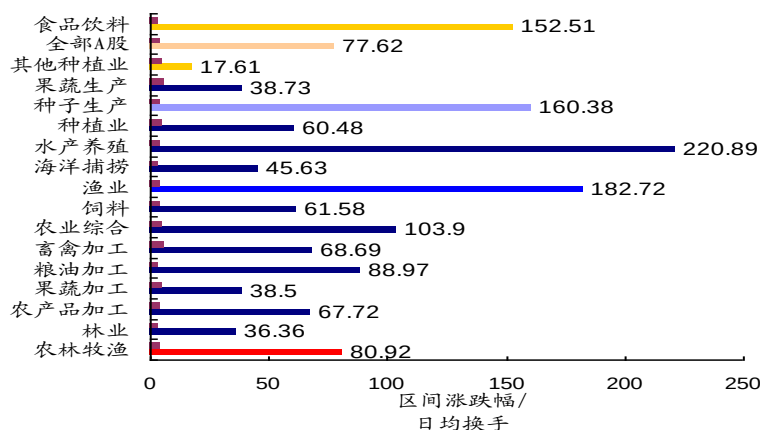
截止 2011 年 9 月 26 日，农业板块年内累积跌幅为 14.55%，同期大盘下跌 12.24%。农业板块期间跌幅略超大盘，但较今年中期时几乎两倍于大盘跌幅已有明显改观。如果将起点拉回到 2009 年初，截止 9 月 26 日，农业板块累积上涨了 80.92%，同期大盘累积上涨了 77.62%，农业板块两年多来的走势已经胜过大盘。这一表现强化了去年 11 月时农业板块累积涨幅 117.99%和同期大盘 106.13%的涨幅的局面。总体来看农业板块获利回吐结束，未来农业板块走好概率大。

图 1：年内农业板块与大盘涨幅对照



资料来源：信达证券

图 2：09 年初以来农业板块与大盘涨幅对照



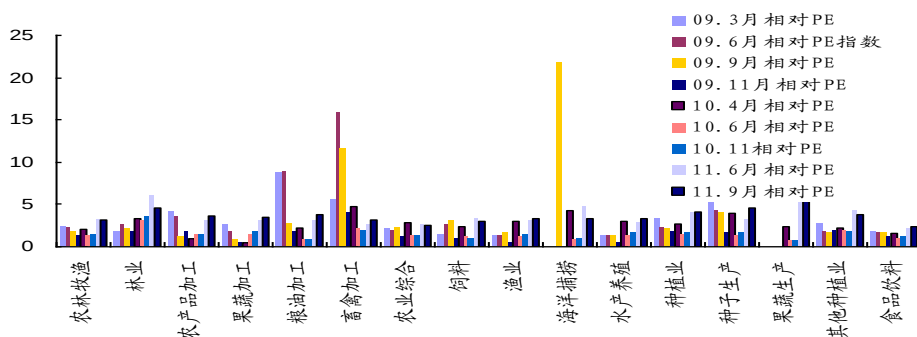
资料来源：信达证券

2. 关注其它种植业、林业和果蔬加工

今年以来农业板块下跌了 14.55 个百分点，子行业悉数下跌，子行业继续分化，今年 2 季度跌幅较大的种子生产、果蔬加工、畜禽加工和林业四个行业继续下跌，且年内跌幅仍然超过农业板块，但种业下跌略有缓解。果蔬加工、畜禽加工和林业自 09 年初以来的涨幅均未超出农业板块的涨幅。2 季度表现相对较好的海洋捕捞业、其它种植业、果蔬生产和饲料中海洋捕捞业仍然是农业子板块中表现最好的品种，另外其它种植业近三个月跌幅较大而果蔬生产和饲料年内跌幅仍小于农业板块总体跌幅。尽管 2 季度其它种植业跌幅较大，但近三年涨幅仅为同期农业板块及大盘涨幅的 1/5，预计四季度机会较大。

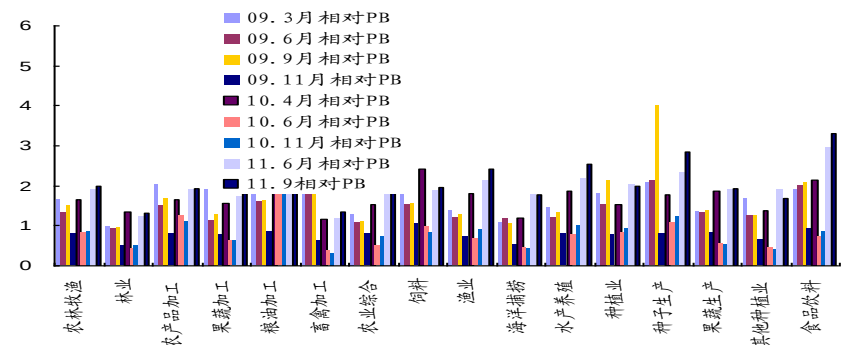
从 2009 年初算起，其它种植业的涨幅最低 17.61%，林业的涨幅 36.36%，涨幅排名倒数第三的是果蔬加工（38.5%），这三个板块有望成为未来农业板块的主力子行业。

图 3: 农业板块近年相对 PE 变动



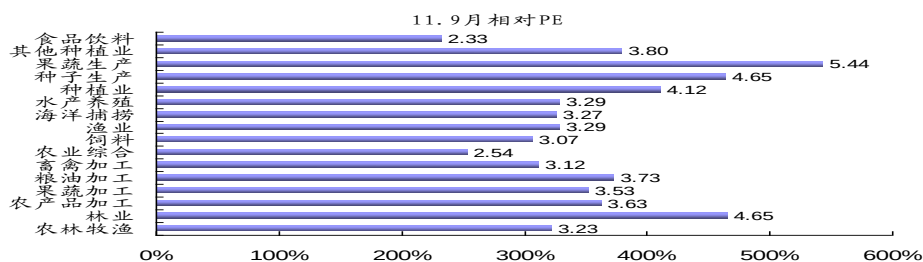
资料来源：信达证券

图 4: 农业板块近年相对 PB 变动



资料来源：信达证券

图 5: 农业板块相对 PE 水平



资料来源：信达证券

3. 全球粮食形势不乐观

国际谷物理事会 9 月份的报告中略调高了 11/12 年度全球粮食产量的预期, 预计 11/12 年度全球谷物产量为 18.06 亿吨, 5 月份其预计为 18.03 亿吨。10/11 年度最新预期的谷物总产量也由 5 月时的 17.33 亿吨调至 17.50 亿吨。由于全球谷物消费仍然保持每年 2000 万吨以上的自然增长, 但贸易量的变动有限, 10/11 年度全球谷物期末库存由今年 5 月预计的 3.48 亿吨调高至 3.59 亿吨, 11/12 年度库存预计也从 5 月份的 3.38 亿吨调高至 3.45 亿吨。10/11 年度和 11/12 年度库存谷物消费比将从 09/10 年度的 22.61% 下降至 20.04% 和 18.96%。

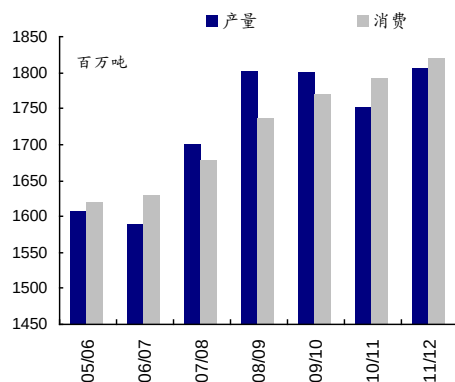
预计 10/11、11/12 年度全球小麦产量分别为 6.51 和 6.79 亿吨, 分别同比下降 4.12% 和增长 4.3%。09/10 和 10/11 年度全球小麦贸易量维持在 1.28 亿吨左右, 消费量为 6.8 亿吨, 10/11 及 11/12 年度小麦期末库存将从上一年度的 1.97 亿吨下降至 1.93 和 1.93 亿吨。10/11 及 11/12 年度小麦期末库存消费比预计将从 09/10 年度的 30.21% 分别逐年下降至 29.42% 和 28.42%。

国际谷物理事会预计 10/11 和 11/12 年度玉米产量分别为 8.26 亿吨和 8.45 亿吨, 分别同比增长 0.73% 和 2.3%。由于预测消费分别增长 3.17% 和 3.9%, 而贸易量仅约 10%, 期末库存将从 09/10 年末的 1.48 亿吨下降至 1.27 亿吨和 1.19 亿吨。库存消费比从 09/10 年度的 18.03% 下降至 10/11 年度和 11/12 年度的 14.99% 和 13.95%。从以上数字来看, 玉米将是紧缺程度最高的粮食品种。 尽管如此, 上述数据均较 5 月份的预测有所缓解。

预计 10/11 和 11/12 年度大米产量为 4.51 和 4.61 亿吨。国际谷物协会预测 10/11 和 11/12 年度大米消费量将从 09/10 年度的 4.4 亿吨增长至 10/11 年度的 4.51 和 11/12 年度的 4.61 亿吨。未来大米贸易量仍维持在近年 3000 万吨的水平, 10/11 和 11/12 年度期末库存上调至 9900 和 10100 万吨。10/11 和 11/12 年度大米库存消费比将从 09/10 年度的 21.74% 分别增至 21.88% 和 22.05%。

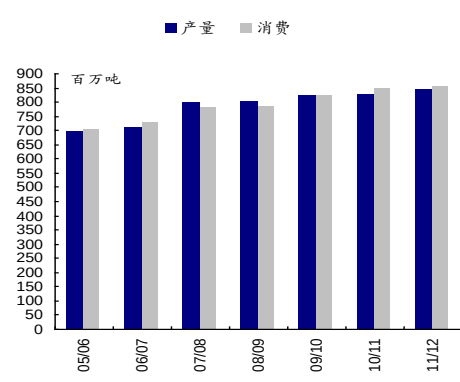
总体来看, 伴随世界范围内极端气候的频繁出现及金融战、生物战和地区战乱的持续蔓延, 全球粮食库存消费比在 10/11 年底将进入下降通道, 产量低于消费成为主流。随着国内农业生产环境和气候条件的不断恶化, 我们此前一直对粮食产量担忧的判断不断得到印证, 我们继续坚持全球性粮食减产趋势将会在相当长的时间内持续, 短期难以逆转。

图 6: IGC 全球谷物预测



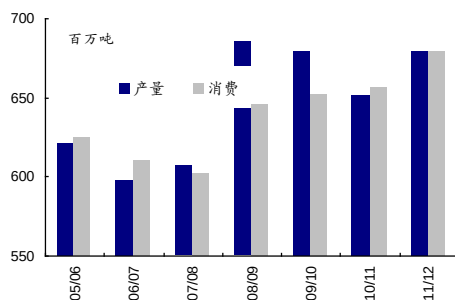
资料来源: 信达证券

图 7: IGC 全球玉米预测



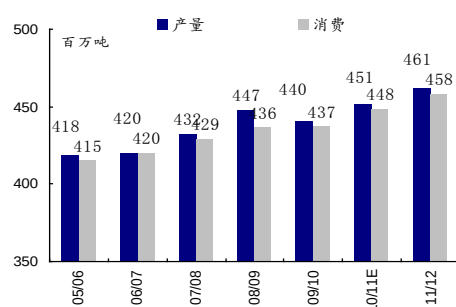
资料来源: 信达证券

图 8: IGC 全球小麦预测



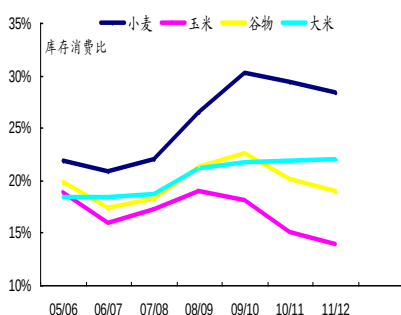
资料来源: 信达证券

图 9: IGC 全球大米预测



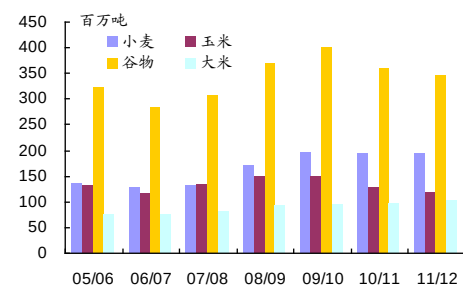
资料来源: 信达证券

图 10: 全球粮食库存消费比



资料来源: 信达证券

图 11: 全球粮食库存变化

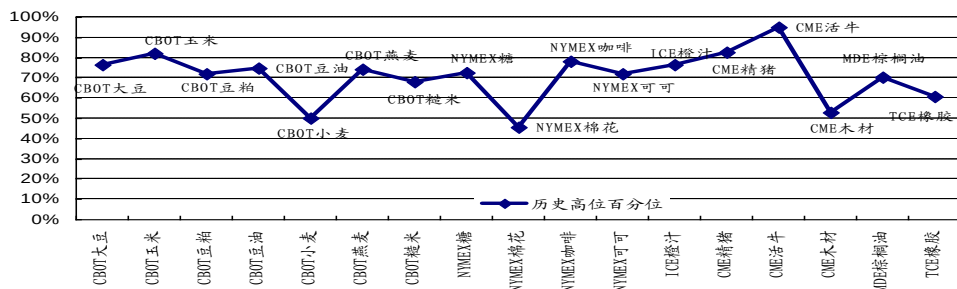


资料来源: 信达证券

4. 国际农产品价格处在最高价的 7~8 成间

2008 年国际农产品大牛市在年中到达高点后, 大幅回调 40-60% 后, 自 2010 年 6 月以来国际农产品价格开始大幅拉升。从去年 6 月 1 日至今年 9 月 26 日(括号内为截止今年 6 月 17 日的价格), 美国农产品期货涨幅分别为: 大豆 35.57% (43.03%)、玉米 81.31% (97.81%)、豆粕 21.38% (29.55%)、豆油 40.72% (49.04%)、小麦 41.2% (49.14%)、燕麦 79.72% (80.95%)、糙米 48.98% (20.8%)、糖 90.05% (83.13%)、棉花 28.08% (83.61%)。多数农产品处于历史高位附近, 总体处于最高价的 70%~80% 之间。值得一提的是近年来领涨的国际棉花价格 3 月份以来经历了 55% 的回落, CBOT 小麦也从今年 2 月的高点下跌了 30%, 而同样为近年来领涨的食糖则在三季度继续上涨, 但近期有所下跌。CBOT 稻谷价格 6 月底以来持续上涨, 只是短期有所回调。CBOT 大豆 9 月以来经历了一轮 15% 的急跌。近期国际农产品价格的下跌与美元指数走强时间点完全一致, 都是从 8 月底至 9 月初开始, 另外影响因素还包括俄印恢复出口, 南美丰收预期等。

图 12: 国际农产品价格/历史最高价

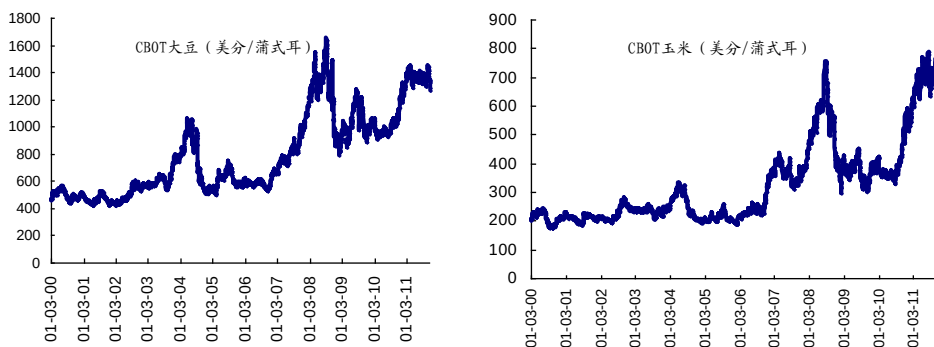


资料来源: 信达证券

国内粮价总体保持在相对高位，与国际价格相比总体维持相关性，特别是大豆、玉米、棉花、油脂。总体来看，国内期货品种的价格走势相对更平缓一些。以玉米为例，中国玉米期货走势长期来看远弱于国际品种，但短期走势相对较强。目前国内小麦表现略强于CBOT小麦，而国内水稻今年5月以来维持一个下降通道，明显与国际水稻上升走势背离。

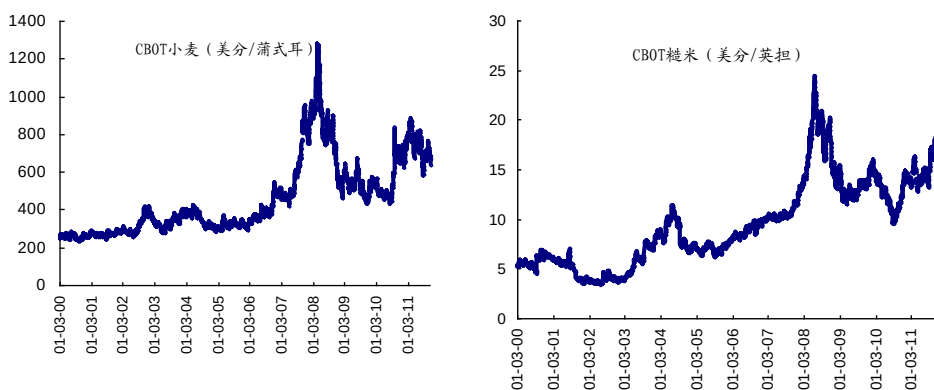
尽管受近来美元走强和南美丰收预期以及俄印恢复出口影响国际农产品价格回落，但中国农产品价格相对平稳。前期对一些新品种农产品和经济作物反复推高，我们判断固然有投资资金在其中兴风作浪，但由于国内价格体系传导不畅，比价关系畸化，特别是直接关系到人民生活水平的垄断产品以及房地产的离奇价格，以及与农业生产相关的生产资料的大幅上涨，极端气候常态化都造成了农产品蠢蠢欲动的现状。再加之流动性的过于泛滥，我们认为通胀预期的调控难度很大。对于近来国家调控物价的影响我们已经在相关报告中进行了分析，我们认为这轮调整不会对农产品长期价格趋势产生影响，影响停留在短期。最后需要指出的是以大豆、玉米、棉花为代表的与国际关联度较大的品种的价格变化无不体现了“中国因素”。随着垄断性基本生产、生活资料价格的陆续上调，以及国际性货币较量的加剧、下一年度国际农产品期末库存的下降，我们判断未来农产品价格仍然维持上升通道。

图 13: CBOT 大豆和玉米期货价格走势



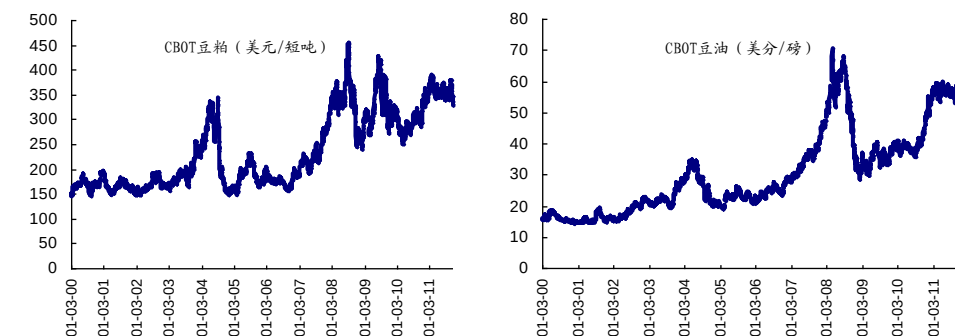
资料来源：信达证券

图 14: CBOT 小麦糙米期货价格走势



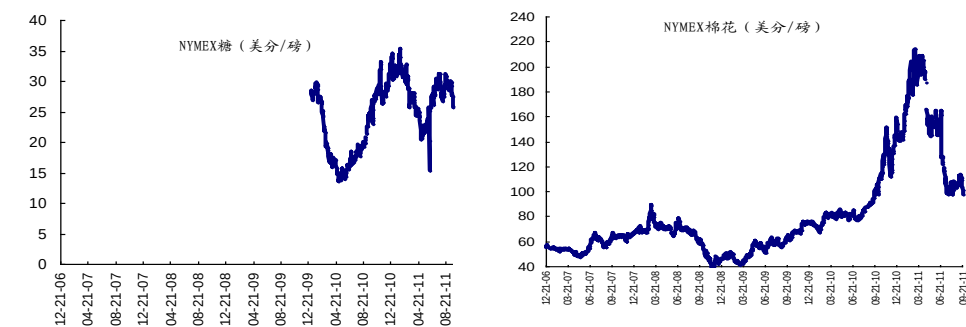
资料来源：信达证券

图 15: CBOT 豆粕豆油期货价格走势



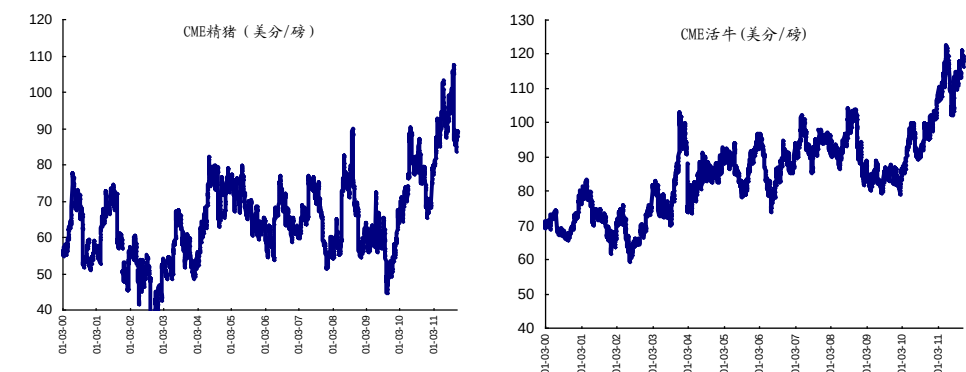
资料来源: 信达证券

图 16: 纽约白砂糖和棉花期货价格走势



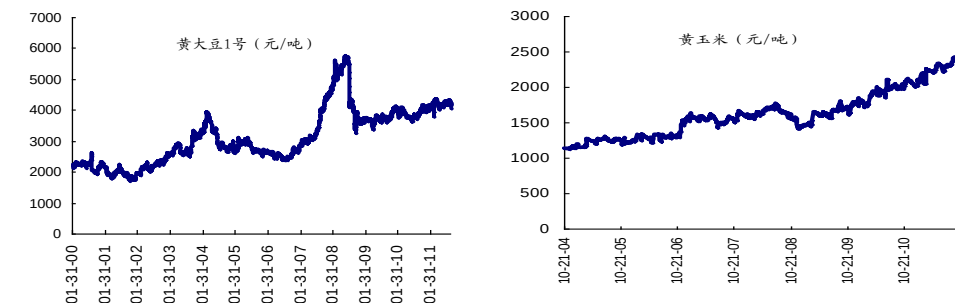
资料来源: 信达证券

图 17: 美国精猪活牛期货价格走势



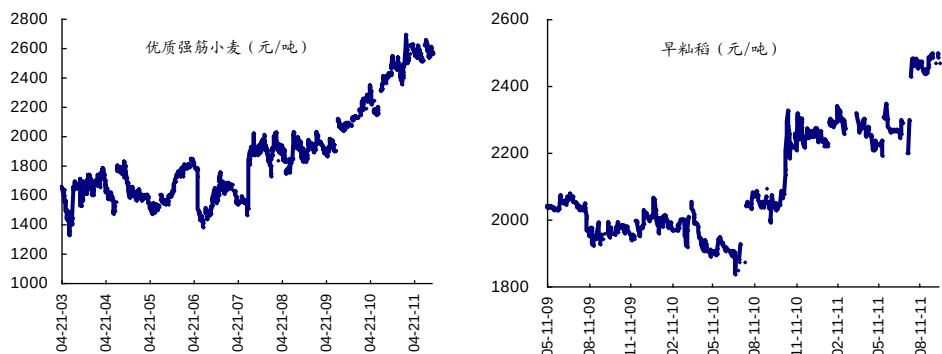
资料来源: 信达证券

图 18: 国内大豆玉米期货价格走势



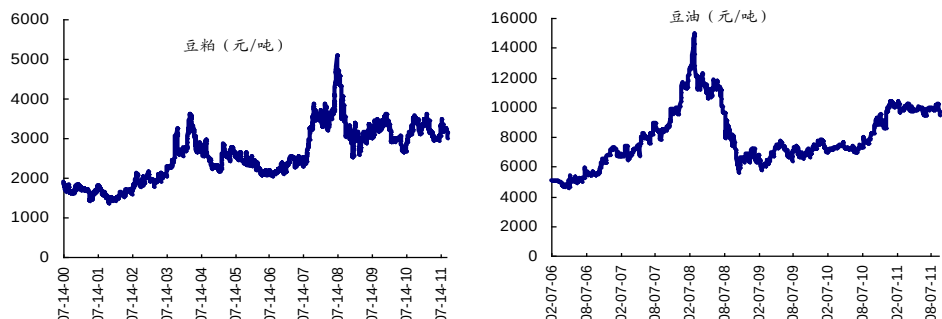
资料来源: 信达证券

图 19: 国内小麦水稻期货价格走势



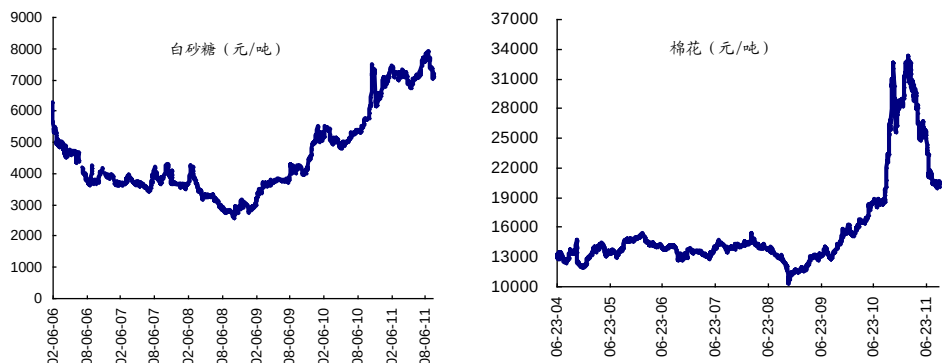
资料来源: 信达证券

图 20: 国内豆粕豆油期货价格走势



资料来源: 信达证券

图 21: 国内白糖棉花期货价格



资料来源: 信达证券

5. 中国粮食前景仍难乐观

在经历了连年干旱和洪水等极端气候冲击之后,当前中国的南方一些地区正经历着严重的干旱肆虐。几个月前的南方大涝对秋粮的播种的影响仍然不能小视。长期以来水利建设,特别是农村水利建设投入的缺失尽管受到了重视,但落实任务极其艰巨。事实上,城市化进程的不断推进就决定了今天农业用地的尴尬,而对农产品价格监管的缺失以及房价地价的高企无形中挫伤了农民的种粮积极性,种地不如打工对中国农业的影响将是长期的。不但如此,种子大战也令中国农业的命脉旁落,加之对转基因的争论日益升温,外资进入中国农业的步伐加快,国有粮库被曝空仓而外资利用自身优势在国内大举收购畅通无阻。所有这一切放在食品安全事件层出不穷的背景下来看,确实值得反思。不仅如此,当前我国面临的国际战略大环境,也决定了粮食对于国家

和民族安全稳定无可替代的重大意义。如果这一局面仍然难有根本性改观，中国粮食安全保障就会形同虚设。我们认为中国粮食前景取决于制度、战略层面的智慧。

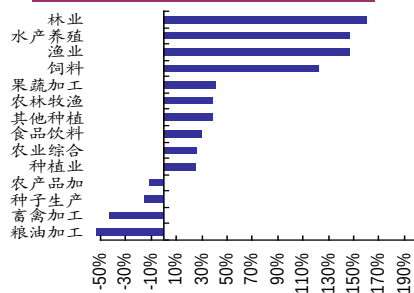
6. 关注畜加工类、林业和水产养殖板块

今年 9 月 26 日的数据显示，农业板块相对大盘的 PE 为 3.23，PB 为 2。今年 6 月 20 日农业板块相对大盘的 PE 为 3.19 倍，PB 为 1.9 倍，而去年 6 月 4 日时这两个数值分别为 1.33 和 0.81。由此可见，农业板块从 PE 和 PB 上看估值优势都不存在。

从板块内子行业相对 PE 的角度看，前期相对低估的海洋捕捞和林业均已大幅上涨，两者相对 PE 分别为 3.27 和 4.65。目前，相对 PE 最低的子行业依次为农业综合 2.54 饲料 3.07 和畜禽加工 3.12。在农业子板块中相对 PE 超过 4 的从高到低依次为果蔬生产、林业、种子生产；从相对 PB 角度来看，林业 1.32、畜禽加工 1.35、其它种植业 1.7、海洋捕捞 1.79 及果蔬加工 1.81。

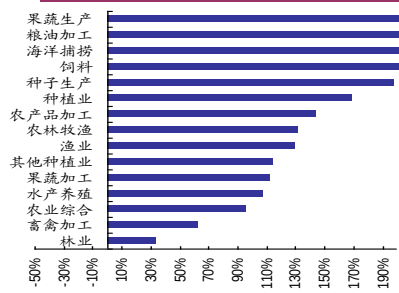
继去年 11 月底相对去年 3 月 PE 农业板块相对 PE 下降了 39.63% 后，今年 9 月农业板块相对 PE 较去年 11 月份上升了 131%，其中、林业、畜禽加工和农业综合上升幅度较小。同期农业板块相对 PB 上升了 124%，其中粮油加工和种子生产上升幅度相对较小。从下图可知从 09 年 3 月以来，农产品加工类子板块相对大盘估值水平在下降，估值最低的粮油加工板块的估值在近一年里有所提升，但禽畜加工表现仍然差强人意，农产品加工板块表现一般。如果政策发生变动加工类板块将迎来机会。

图 22: 09.3-11.9 相对 PE 变动



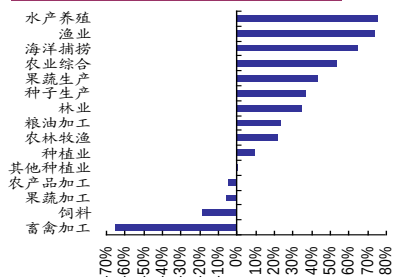
资料来源：信达证券

图 23: 10.11-11.9 相对 PE 变动



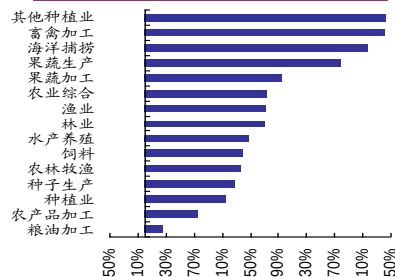
资料来源：信达证券

图 24: 09.3-11.9 相对 PB 变动



资料来源：信达证券

图 25: 10.11-11.9 相对 PB 变动



资料来源：信达证券

尽管上面数据显示，农业板块总体估值优势下滑，但我们判断未来农业板块的走势将继续出现分化，前期涨幅过大且基本面存在风险的板块将继续回归，而一些资源属性被市场忽视的公司将展开回归行情。畜禽加工等加工类板块、林业和水产养殖类公司有望面临较好机会。

7 农业板块机会深远

与长期以来市场追捧的概念板块相比，我们认为农业板块特别是具有资源、渠道涉及国家粮食安全的种植业、流通业类公司着实被大为低估。对于低估的界定，我们一向认为对于农业类公司短期业绩并不是一个理想的参数，而应当着眼于宏观经济和全球战略背景下来考量。当前我国经济被动转型，民生问题十分棘手，出口型工业面临的压力近年来几乎无解，而国内商品和资源价格错位已到了畸形的地步，加之气候严重异常，化肥滥用导致的土地地力严重退化，开矿和林业商品化导致的水土流失惊人，在这种背景下真正优质的耕地资源其实已经十分稀缺。

另外转基因的产业化、农田水利的欠帐的曝光、国际粮商的冲击，也都在一次次提醒我们表面的粮食丰收根本无法让我们对粮食安全产生盲目的安慰。当前农村空心化、农田抛荒化和城镇侵占化对国家的粮食安全构成了巨大威胁。无论是铁矿石事件的一再重演还是中国油路重重封锁，我们始终认为在当前国际战略形势下，粮食问题特别是粮食安全问题是中国的最后底线，农业投资价值和机会深远。同时我们认为不考虑发达国家巨大的农业补贴而简单比较国内外农产品价格显然脱离了问题的实质。另外我们也认为房价和地价以及粮价间必然存在相关性，资源类农业公司必将迎来价值重估。

8. 投资评级

在此轮大盘下跌过程中，前期一直弱于大盘的农业板块从 09 年起的跌幅已经开始小于大盘，体现了农业板块在当前经济形势下应有的价值。其中一些重点股票的表现也在回归价值的过程中。这间接证明了我们始终认为农业股中一些资源优势突出，估值一再被低估，股价再三被压制的股票必然最终为市场所青睐的判断。我们仍然看重资源类农业龙头及其真实 P/B 和战略视角，倾向于长期策略。我们判断未来各类农产品价格大起大落将更频繁，但总体上处于一个上升的趋势。我们维持农业板块“强于大势”的评级，建议投资者关注北大荒、亚盛集团、农产品、益生股份、东方海洋、好当家等公司。建议从关注加工类板块、林业和水产养殖板块中选择投资品种。

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 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 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 指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 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	强烈买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	买入	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载的资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告仅针对本公司特定客户，未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼信达金融中心 6 层研发开发中心

邮编：100031

传真：0086 10 63081102