

2009 年农业行业投资展望

## 惠农政策谱写农业发展新篇章

**农业股投资需关注三大投资线索：**农产品价格、国家农业政策和上市公司业绩。

**2009 年农产品价格走势的判断是：**粮价承压运行，稳中趋落；猪价延续下跌走势，明年下半年可能见底企稳；棉花下游需求疲弱，棉价难见反转。

**2009 年国家出台的农业政策**将围绕十七届三中全会精神和 11 月 5 号国务院常务会议扩大内需促进增长的措施来制定，目标依然是保障粮食安全、增加农民收入和促进经济增长。惠农政策的出台，将为农业上市公司的发展提供良好的氛围，同时对个别细分行业的上市公司带来题材性交易机会。

**2009 年细分行业业绩增长趋势分析：**惠农政策为种业上市公司带来利好，但难改种子行业供大于求之痼疾，我们看好具有先玉良种的登海种业和敦煌种业；**饲料加工业**在粮价下跌的背景下成本压力会有缓解，但下游养殖行业不景气可能造成饲料需求下降，明年饲料加工业景气度会较今年下降；受猪肉价格和水产品价格下跌的影响，明年**养殖行业**不太乐观；**林业**是受国家宏观政策影响较大的行业，集体林权制度改革利于提升林业公司林地资源价值，明年木材价格下跌不会太大，林业公司业绩基本与 08 年持平；**屠宰与肉制品加工业**受益于猪价的下跌，明年全行业毛利率将有所提升。

**重点上市公司方面，**我们分析了北大荒、双汇发展、登海种业。北大荒稳健的经营品质在宏观经济下滑的背景下显得更加珍贵，而双汇发展将从猪价的下跌中享受到成本下降的好处，登海种业我们依然可以预期先玉良种明年继续带来业绩的提升，同时公司自有玉米种的表现也值得期待。

## 农林牧渔

评级

增持

孙通通

suntongtong@csc.com.cn

010-85130213

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

分析日期：2008 年 11 月 24 日

### 股价表现



### 相关研究报告

- |          |                 |
|----------|-----------------|
| 08.11.10 | 加强农业基础地位刻不容缓    |
| 08.10.30 | 明年粮价承压运行，下跌可能较大 |
| 08.10.13 | 十七届三中全会点评       |

## 目录

一、农业股的三大投资线索.....	1
二、2009 年农产品价格走势判断.....	2
(一) 棉价承压运行，稳中趋落.....	2
(二) 猪价延续下跌走势，明年下半年或可见底企稳.....	3
(三) 下游需求疲软，棉价难见反弹.....	4
三、国家惠农政策暖风频吹.....	6
(一) 2008 年农业政策回顾与分析.....	6
(二) 2009 年农业政策猜想.....	7
(三) 农业政策对农业股投资的影响分析.....	7
四、2009 年细分行业业绩增长趋势.....	9
(一) 种业.....	9
(二) 饲料加工业.....	9
(三) 养殖业.....	10
(四) 林业:.....	10
(五) 屠宰及肉制品加工.....	11
五、重点上市公司.....	12
(一) 北大荒.....	12
(二) 双汇发展.....	12
(三) 登海种业.....	13

## 一、农业股的三大投资线索

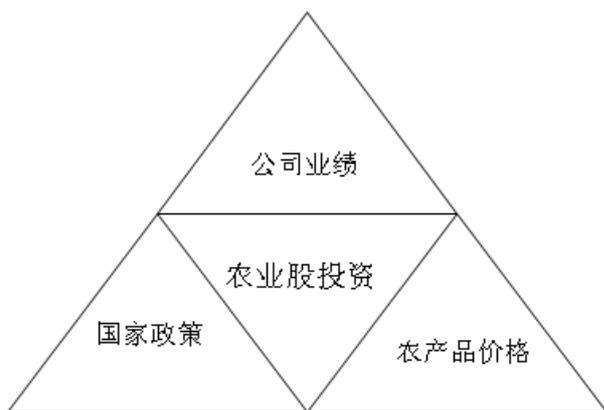
农业股投资需要关注三大线索：农产品价格、国家农业政策和上市公司业绩。

农产品价格不仅是反映农业行业景气情况的重要指标，同时也是影响上市公司业绩的重要因素。农业行业的上市公司因所处产业链位置的不同，与之相关的农产品就或者是其产品，或者是其原料，从而农产品价格的上涨或下跌，就会直接影响到上市公司收入或成本情况。因此，农产品价格是农业股投资的重要线索。

国家政策对农业行业的发展影响巨大。农业作为弱势产业，发展中受到自然风险（旱涝灾害、冰冻雨雪等）和市场风险（价格暴涨暴跌）的双重威胁，农民人数多、分布散、学历低等特征使得其在社会的发展中处于弱势地位，农业的发展和农民的增收需要国家政策的支持。我国政府始终把“三农问题”放在突出的位置，每年出台众多政策措施来努力实现“农业发展、农民增收、农村进步”的目标。“三农”是农业上市公司生存的环境与土壤。惠农政策同样可以间接的惠及农业上市公司。因此，把握惠农政策带来的投资机会也是农业股投资的重要线索。

无论是农产品价格变化还是国家政策扶持，最终都要落脚到农业上市公司业绩的变化上来。农业上市公司业绩变动除了受到农产品价格和国家政策的影响外，还会受到市场供求、技术进步、公司管理、利率汇率等因素的影响，把握上市公司业绩变化情况，才能清楚投资的安全边际大小。因此，上市公司的业绩变动也是农业股投资的重要线索。

图 1：农业股投资的三条线索



资料来源：中信建投研究所

## 二、2009 年农产品价格走势判断

### (一) 粮价承压运行，稳中趋落

受国际粮价回落、粮食需求趋缓以及今年粮食连续增产的影响，从今年 7 月份开始，国内各类粮食价格大都一改上涨趋势，出现回落。其中大豆、玉米的降幅最为明显（大豆最大跌幅 34%，玉米最大跌幅 10%），稻米略降（降幅 3%），小麦略涨（涨幅 1%）。

图 2：大豆批发价格跌幅 33.94%

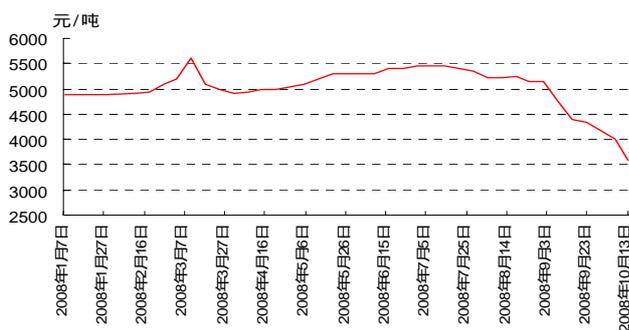


图 3：玉米批发价格跌幅 9.94%

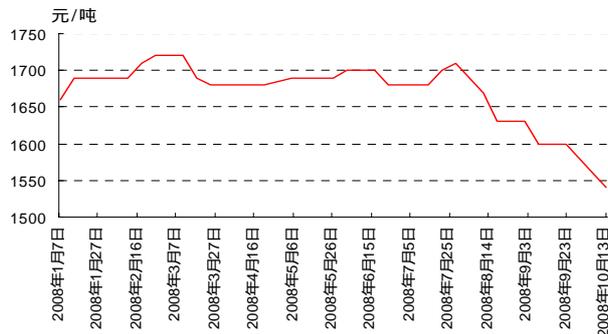


图 4：早籼米批发价格跌幅 1.85%

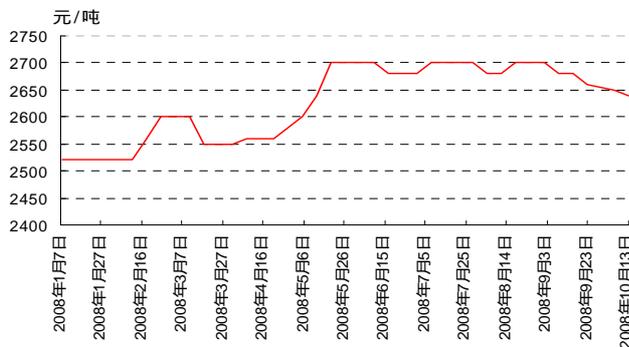
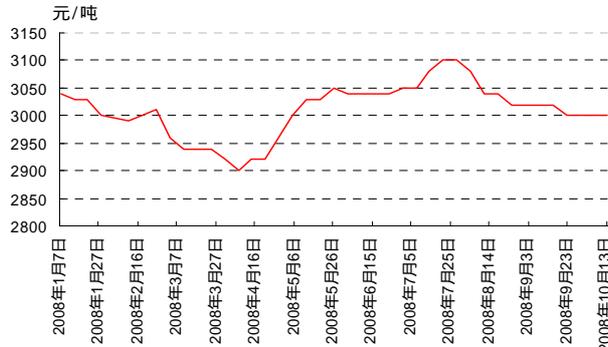


图 5：早粳米价格跌幅 3.33%



资料来源：郑州粮食批发市场

明年粮食价格的影响因素可以概括为“四大压力、一个支撑”，总体将保持承压运行，稳中趋落的格局。其中“四大压力”是：

(1) 国际粮价高位大幅回落，国际粮价已低于国内粮价，且明年国际粮价出现大幅上涨的可能性不大。国际粮价受累于金融危机和粮食增产，从 7 月份开始也出现大幅回落，且落幅要远大于国内。经过将近 4 个月的急跌之后，如今国际粮价已经回落到国内粮价以下，通过国际传导对国内粮价的压力已经基本消除，同时明年世界经济放缓、需求减少、供给增长的整体形势下，明年国际粮价再像之前一样暴涨的概率已经很小，明年我国粮价走势基本不会再受国际粮价的传导。这使得国内粮价上涨的动力大大减缓。

(2) 宏观经济形势严峻，养殖业前景不容乐观，粮食需求总体趋缓。口粮消费我们认为明年不会有太大波动，而饲料消费因养殖业景气度下滑，明年可能面临需求下降的局面。明年养殖业面临的形势不容乐观，国内

生猪价格自今年 3 月创出高点以来持续下跌，特别是 9 月份之后跌势加速，而养猪成本居高不下，养猪利润下滑，农户补栏积极性受挫，明年生猪饲料需求会有所下降。这势必影响玉米、大豆等的价格走向。粮食的工业消费需求因宏观经济的放缓和对粮食工业产品（淀粉、生物燃料等）需求的萎缩，粮食工业消费需求下滑的可能性更大。我们认为明年粮食需求总体是下降的，这可能成为阻碍粮价上涨的重要因素。

(3) 化肥、农药、机械等粮食生产成本下降。随着原油价格的大幅回落以及下游需求的减少，化肥与尿素的价格出现大幅下降，国内化肥和农药行业面临的生产过剩局面明年也难以得到改善，随着宏观经济的继续放缓，明年可预期的范围内，化肥农药等生产资料价格下降趋势明显。我们认为这也将使得粮价的上涨步伐受到较大阻滞。

(4) 我国粮食已经实现连续五年增产，明年在国家政策大力扶持以及以棉花为代表的经济作物价格跌幅更大导致农民明年种粮积极性提高，粮食增产仍有较大可能，粮食的连年增产将使得供给较为充裕，从而暂时性避免粮价上涨。

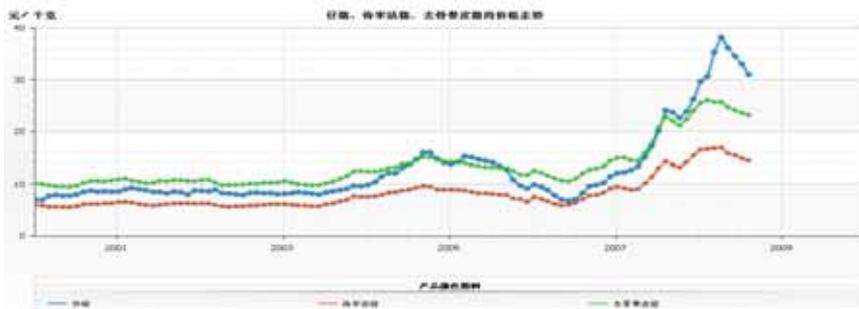
由于以上四种压力存在，将使得粮食价格出现延续高位回落的走势。

“一个支撑”是指国家较大幅度的提高 2009 年粮食最低收购价，国家发改委已经公布了 2009 年的小麦最低收购价，并且表示明年将继续提高稻米的最低收购价。这将使得粮食价格在四大压力之下即使出现下跌，跌幅也不会很大。

## (二) 猪价延续下跌走势，09 年下半年可能见底企稳

在 2007 年猪肉价格暴涨的刺激和国家出台了大量激励农民养猪政策的调控下，我国生猪存栏和能繁母猪存栏都有提高。根据国家统计局公布的消息，2008 年上半年，全国生猪存栏 4.71 亿头，同比增长 9.4%，其中能繁母猪存栏 5175 万头，同比增长 22.5%。农业部 2008 年 6 月份的统计资料显示，规模养殖户生猪存栏同比增长 16.9%。2008 年上半年生猪和能繁母猪存栏的增长，将直接影响到 2008 年下半年和 2009 年上半年的猪肉供给。在生猪和能繁母猪补栏出现较大增长的情况下，我们可以预期明年上半年猪肉供给仍将呈现一种增长的形势。然而，与此对应得是猪肉消费需求出现显著萎缩。受食品安全问题频繁爆发，城市居民食用猪肉的意愿下降，受实际收入下滑，农村居民消费猪肉也在减少。在明年宏观经济趋于下滑的情况下，明年居民收入增幅不会很大，甚至有可能出现下降，使得其消费意愿下降，猪肉消费量有所减少。由此，我们认为未来猪肉价格仍会延续下降走势。

图 6：猪肉、生猪、仔猪价格走势



资料来源：农业部

2008年2月猪肉价格出现回落，至今已累计下降25%，4月份生猪价格出现回落，至今已累计下降32%。进入10月份国内生猪平均出售价格进一步下跌至13.48元/千克，而此时出栏的生猪养殖成本为13.61元/千克，市场价格已经跌破成本价，养猪已出现亏损，这严重影响了生猪养殖户的补栏热情，很多地区已经出现宰杀母猪的情况。生猪存栏量的减少真正影响到猪肉的供给大概有10-12个月左右的时滞，根据政府部门、新闻媒体、专业机构发布的消息，从08年8月-10月这段时间生猪补栏开始出现明显的减少，这种效应在10个月后就就是2009年的8月—10月开始显现，届时猪肉可能因为供应量的减少，使得价格有所企稳。但那时却也正值进入猪肉的消费淡季，所以即使猪肉价格触底也不会有较大幅度的反弹，维持低位运行可能性更大。

图7：生猪价格已经跌破成本价

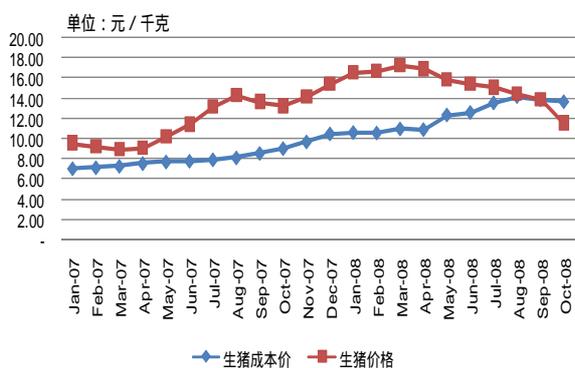


图8：2008年分月生猪存栏量和出栏量（千头）



资料来源：东方艾格

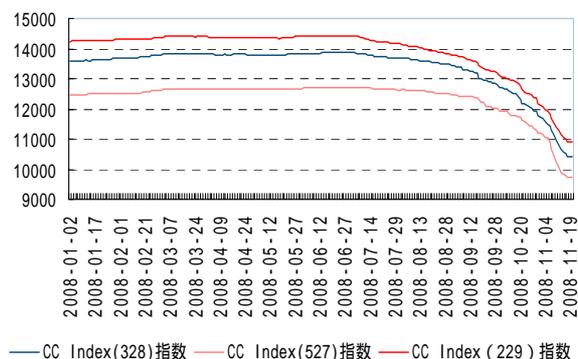
### （三）下游需求疲弱，棉价难见反转

在去年至今年年初的农产品价格上涨中，棉花价格却是一路下跌。从年初至今，期货主力合约价格跌幅达35%，现货价格跌幅达23.46%，造成这种下跌的主要原因是纺织服装出口受阻，内需不振，导致对棉花的需求下降。

图9：郑州商品交易所棉花期货主力合约价格（元/吨）



图10：棉花现货价格（元/吨）



资料来源：bloomberg

USDA11月份发布的棉花供需平衡情况预计2008/2009年度我国棉花产量可达36.50百万包，比2007/2008年度的37.00百万包减少50万包，降幅1.35%，国内总消费量为51.00百万包，比2007/2008年度的52.00百万包减少100万包，降幅1.92%。

在全球金融危机肆虐的背景下，宏观经济受到冲击已不可避免。USDA11 月份对 2008/2009 年度内全球棉花消费量的预测数据为 119.33 百万包，比上个月发布的预测数据又下降 2.44%，而 2007/2008 年度的数据为 123.37 百万包，今年同比降幅为 3.27%。

表 1：USAD 中国棉花供需平衡表(百万包)

	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08*	08/09*(11 月)
期初库存	13.81	12.85	14.96	14.06	22.54	20.54	19.50
产量	22.6	22.30	29.00	27.50	35.50	37.00	36.50
进口	3.13	8.83	6.39	19.28	10.59	11.53	10.50
国内总消费	29.9	32.00	38.50	45.00	50.00	52.00	51.00
出口	0.75	0.17	0.03	0.04	0.09	0.06	0.08
损耗	0	-0.60	-1.25	-2.20	-2.00	-2.50	-2.50
期末库存	8.88	12.41	13.06	18.01	20.54	19.50	17.93
库存消费比(%)	29.70	38.78	33.92	40.02	41.08	37.50	35.16

资料来源：USDA

棉花价格与下游纺织服装行业的发展密切相关。我国纺织服装行业在人民币升值和国外需求疲弱的背景下，出口大幅下滑，对棉花的需求降低很多。2009 年这种形势不会有很大改观。棉花价格仍不容乐观。

但是我们也注意到，我国棉花的库存消费比已经降低到较低的水平，并且在经历了近一年的棉价下跌后，棉农的种植积极性受到了较大的伤害，明年会有较多人转种粮食等其他作物，这无疑将减少明年棉花供给，使得库存消费比进一步降低。另外，国家近期也陆续出台了临时收储的政策，提高了纺织服装的出口退税率，这些措施有利于缓解棉花价格下跌的走势。

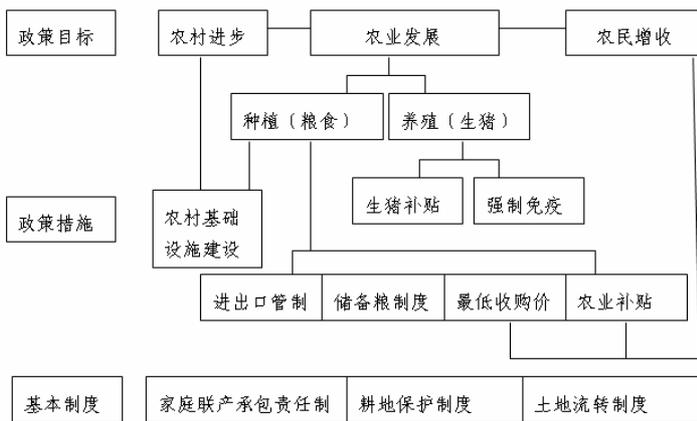
综合以上，我们认为 2009 年棉花价格整体仍维持弱势运行格局，但跌幅将趋缓。

### 三、国家惠农政策暖风频吹

#### (一) 2008 年农业政策的回顾与分析

我国的农业政策服从于国家整体宏观调控和“三农”发展的目标，依托着家庭联产承包责任制、耕地保护制度和土地流转制度等基本制度，已形成较为系统、层次分明的政策框架体系。

图 11：我国农业政策框架



资料来源：中信建投研究所

2008 年是我国农业发展面临严峻形势的一年，对我国农业政策的制定提出了很大挑战。上半年的国内粮价大涨引发了通胀恐慌，年初南方冰冻雪灾和“五一二”汶川大地震造成了农业较大损失，三聚氰胺事件使得人们再次为食品安全问题担忧，生产成本飞涨让农民增收问题又成焦点。这些问题不仅关系到人民的日常生活，而且关系到我国农业及国家安全。在这样的形势下，国家出台了系统密集的惠农新政。由于政策及时到位，在执行中取得了粮食增产、粮价回落、农民积极性提高等积极效应。

2008 年我国农业政策及重要文件有：

表 2：2008 年农业政策概览

政策类型	政策或文件
纲领性	2008 年 1 月，“一号文件”，《中共中央国务院关于切实加强农业基础设施建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》
	2008 年 7 月，《中共中央国务院关于全面推进集体林权制度改革的意见》
	2008 年 10 月，“十七届三中全会”《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》
规划性	2008 年 7 月，《国家粮食安全中长期规划纲要（2008-2020 年）》
	2008 年 8 月，《全国土地利用总体规划纲要（2006—2020 年）》
执行性	2008 年 1 月，财政部，从 2008 年 1 月 1 日到 12 月 31 日，对小麦、玉米、稻谷、大米、大豆等原粮及其制粉征收 5%—25% 不等的出口暂定关税
	2008 年 1 月，商务部，自 2008 年 1 月 1 日起，我国对小麦粉、玉米粉、大米粉等粮食制粉实行出口配额许可证管理制度
	2008 年 2 月，财政部，大幅增加今年财政支农补贴

2008年2月，发改委，提高2008年生产的稻谷和小麦最低收购价  
2008年3月，财政部，大豆进口暂定关税实施延至9月30日  
2008年4月，农业部，发文《全国粮食高产创建活动年工作方案》，在全国粮食主产区建设500个万亩优质高产示范田  
2008年5月，商务部，专项资金支持农产品流通基础设施建设  
2008年7月，财政部，加大农业综合开发投入，投入127亿元改造中低产田  
2008年9月，发改委，《关于促进大豆加工业健康发展的指导意见》  
2008年10月，发改委大幅提高2009年粮食最低收购价  
2008年10月，发改委、财政部决定收储100万吨棉花，价格12600元/吨  
2008年11月，财政部，自12月1日起取消玉米和大豆目前5%的出口关税，小麦目前20%和稻米目前5%的出口关税税率则将下调至3%。玉米制粉及淀粉目前10%的出口关税将取消，小麦面粉及淀粉出口关税将从25%下调为8%。

资料来源：中信建投研究所

## （二）2009年农业政策猜想

2009年的农业发展将面临众多考验。十七届三中全会的精神如何落实？粮食产量能否在第六年连续增产？猪肉价格的下滑会不会导致养猪业重现2006年时的萧条？食品安全能否有实质性的突破？土地流转制度能不能有更加具体的政策？农产品出口的闸门会不会有所放松？农村基础设施建设投资能不能落实？这些问题的解答，很重要的要看明年国家出台的政策。

我们认为2009年国家出台的政策将围绕十七届三中全会精神和11月5日国务院常务会议扩大内需促进增长十项措施（“国十条”）来制定，目标依然是保障粮食安全、增加农民收入、扩大内需促进经济增长等。基于此，我们认为比较可能的农业政策将主要包括：

（1）明年将继续提高粮食最低收购价格，尤其是稻米、玉米等的最低收购价；继续提高四项补贴，提高农民种粮积极性；

（2）落实“国十条”，我们相信明年国家在农业基础设施方面，包括农村沼气、电网、公路、灌溉水利等方面都会加大投入；

（3）土地流转制度的具体配套措施，包括完善土地流转的法律法规，做好土地流转的政府服务，发育土地流转交易市场等方面具体的政策；

（4）动物防疫体系、农产品质量检验检疫体系等事关食品安全方面的政策。

## （三）农业政策对农业股投资的影响分析

总体上说，增加“三农”投入，提高农业补贴，加强农村基础设施建设、土地流转等政策措施，将有利于改善农业上市公司的经营环境。

具体来说，第一，提高粮食最低收购价、提高农资综合直补、良种补贴、种粮补贴、农机具补贴等，减轻了农民的负担，调动了农民的种粮积极性，使农民对良种的需求加大。这将使得资本市场上种子公司的良种产品需求量增大。

第二，农业补贴以及农业生产条件的改善，将使得农民种植抗风险能力增强，农民收入增加，这将有利于改善相关农业上市公司的财务状况。比如对北大荒，垦区农民收入的增加，将使得他们能够及时上缴土地承包费，从而降低公司坏帐率。

第三，动物防疫体系建设方面的政策出台将继续对动物疫苗行业上市公司带来利好。

第四，土地流转方面政策的完善和实施，有利于发掘土地等农业资源的价值，对拥有大面积土地、林地、水面等自然资源的上市公司带来利好。

但是我们也需要清醒地认识到，农业上市公司是否具备真正的投资价值，关键还是看其是否能够凭借惠农政策带来的宽松有利条件来改进管理，提高盈利能力。我们认为，投资农业上市公司应重点关注上市公司基本面的变化，如果脱离上市公司基本面，单纯炒作农业政策，只能是一种昙花一现的短期投机行为。

## 四、细分行业业绩增长趋势

### (一) 种业

随着棉花、糖价格的持续下跌，农民种植棉花、甘蔗等经济作物的积极性下滑。同时在化肥、农药、农机具等生产资料价格下降，国家不断提高粮食最低收购价和提高农民四项补贴（种粮补贴、良种补贴、农机具补贴、农资补贴）的政策激励下农民的种粮收益应该能得保障甚至有所增长。在这种情况下，农民的种粮积极性会有提高，从而使得其对种子，尤其是良种的需求加大。

然而，一直困扰我国种业公司发展的产能过剩，供大于求的问题在在明年我们仍难以看到会有多大改善，同时种子行业的并购整合因为地方保护主义和种业公司自身普遍缺乏并购意识和并购人才在短期不会出现。我们预计，2009年，种业公司主营业务业绩出现较大改善的可能性不大。但是登海种业与敦煌种业凭借先玉品牌良种的优势，在明年仍可能会有较好的表现。

图 12：玉米种子行业供给需求情况（单位：亿公斤）

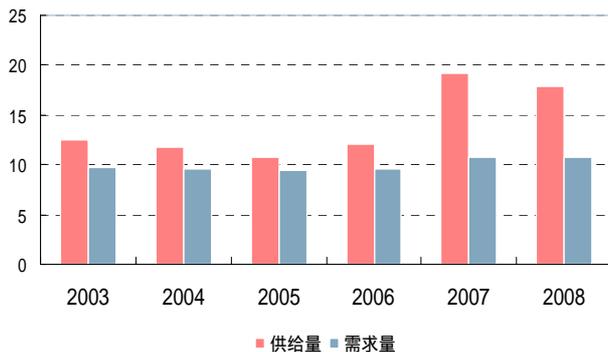
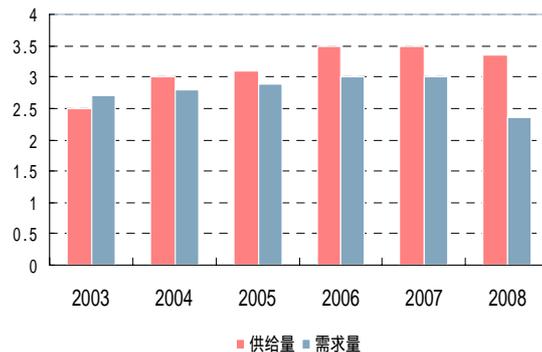


图 13：水稻种子行业供给需求情况（单位：亿公斤）



资料来源：农业部

### (二) 饲料加工业

2008年饲料加工业形势良好。在养殖户积极性提高，生猪、家禽等补栏和存栏量增加以及饲料价格提高的有利条件下，2008年1月到8月，我国饲料总产量为10485万吨，比上年同期增长了24%；饲料加工业全行业实现销售收入2244.67亿元，同比增长54.24%；销售利润率由去年的3.06%提高到3.6%。

2008年7月以来，大豆、玉米、豆粕等饲料原料的价格出现较大幅度的下降，2009年仍将维持稳中趋落、低位运行的格局，这将有利于缓解饲料企业的成本压力。然而，生猪价格的回落，却也损伤了养殖户的养殖热情，2009年的养殖业将面临着严峻的挑战，这也使得饲料的需求减弱。我国饲料行业极度分散，单个企业对下游养殖业的议价能力差，相比较来说，下游需求波动对饲料行业所产生的影响要大于上游粮食价格波动。2009年饲料行业景气度较2008年将可能下降。

图 14：饲料加工业收入增长率（%）

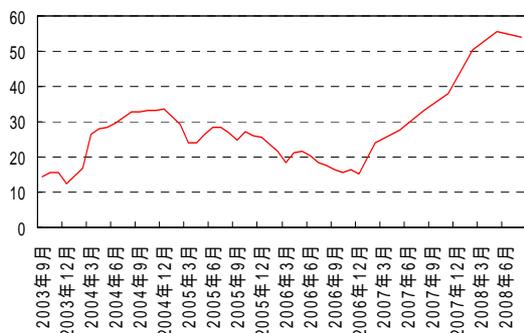
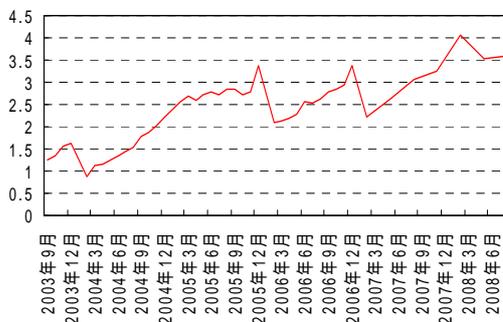


图 15：饲料加工业销售利润率（%）



资料来源：中经网

### （三）养殖业

2008 年是生猪养殖业的转折年。生猪猪肉价格上涨带来的暴力时代已经基本结束，散养户已经出现亏损，而规模养殖户利润也回归平常。2009 年如果生猪价格继续下跌，那么有可能出现全行业的亏损。

水产养殖方面，受全球金融危机影响，对高档水产品的需求有所放缓。今年 8、9 月份以来，海参价格降至 160 元左右，比年初最高时候降幅 20%，尽管近期有所反弹，但更多是受季节性因素影响。2009 年受到需求的抑制，海参价格下行压力较大其它高档水产品面临着与海参同样的境况。明年水产养殖业并不乐观。

图 16：威海水产批发市场海参价格走势（元/公斤）

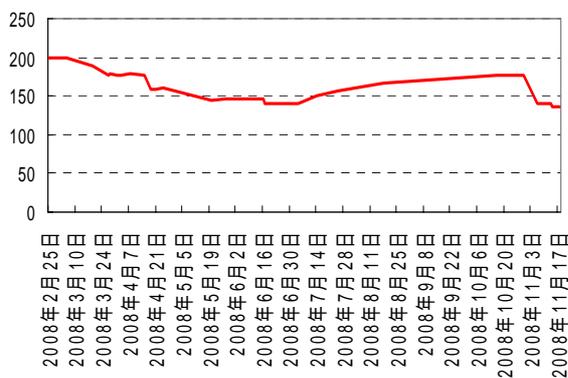
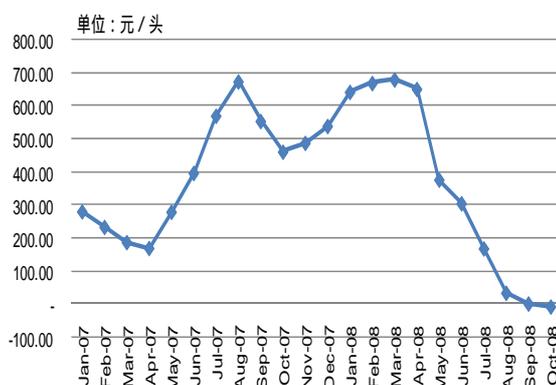


图 17：生猪散养利润已经为负



资料来源：中国食品产业网

### （四）林业

林业是受国家宏观调控影响较大的行业。2008 年国家对于林业的发展高度重视。7 月 14 日公布的《中共中央、国务院关于全面推进集体林权制度改革的意见》提出将用 5 年左右时间基本完成明晰产权、承包到户的改革任务，并规定集体林地承包期为 70 年，承包期满，可以按照国家相关规定继续承包。11 月 12 日国务院常务会议通过的扩大内需四项措施中提出加强支持林业生态恢复重建，提出安排中央财政专项资金用于支持灾区林业生态重建。这些措施有利于增加林农收入，提高其种林积极性。同时也有利于提高林地资源的市场价值，对拥有林地资源的公司带来利好。

表 3 上市公司林地资源分布

公司简称	股票代码	林地面积（万亩）	木材产量（万立方米）
吉林森工	60189	450（租用集团林地）	20
永安林业	000663	181	21-25
景谷林业	600265	51	18
升达林业	002259	10	
绿大地	002200	1.6	
大亚科技	000910	76.5	
威华股份	002240	65	

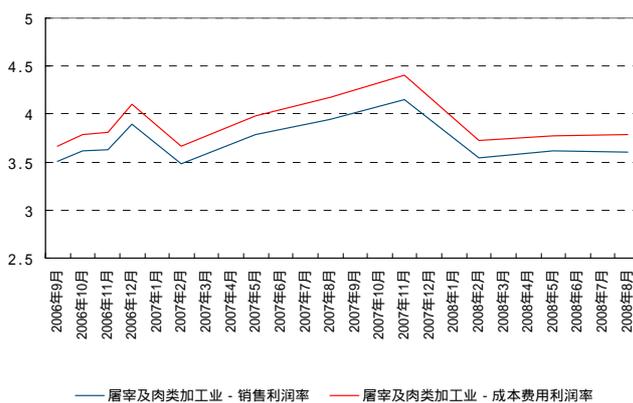
资料来源：中信建投研究所

随着我国经济的持续高速发展，造纸、家具制造业和装修等产业快速发展，对木材的需求十分旺盛，而我国森林资源相对贫乏，木材产量供不应求，供需矛盾十分突出。随着国家加强林业生态建设控制林木采伐指标，以及俄罗斯提高木材出口关税导致其对我国出口木材减少，木材价格长期将维持上涨趋势。2009 年在宏观经济下滑，房地产、造纸等对木材需求较大的行业面临着发展趋缓，木材需求下降的情况，木材价格有可能出现下降。但是，在国家加大基建投资，以及对木材和木板等刚性需求的支撑下，因下游需求减弱对木材价格造成的影响不会太大。林业公司明年业绩应该至少能与 08 年持平。

### （五）屠宰及肉制品加工业

2008 年 1-8 月，我国屠宰及肉类加工行业实现销售收入 2935.56 亿元，同比增长 34.98%，产品销售成本 2636.41 亿元，同比增长 34.36%，全行业实现利润总额 106 亿元，同比增长 26.61%。受上半年生猪价格快速上涨的影响以及全年生猪价格高位运行的影响，整个行业利润率销售利润率和成本费用利润率都出现了一定程度的下滑，其中行业销售利润率为 3.61%，成本费用利润率为 3.79%，而去年同期分别为 3.94%和 4.17%。

图 18：屠宰及肉制品加工业利润率（%）表现



资料来源：中经网

今年四月开始的生猪价格下跌，我们预计将延续到 2009 年的 6、7 月份。随着生猪价格的进一步下滑，屠宰及肉制品加工业的盈利水平将获得提升。我们预计 2009 年行业整体销售利润率能恢复到 4% 以上的水平。

## 五、重点上市公司分析

### （一）北大荒——稳健经营不惧宏观经济下滑周期

土地承包费保持稳定增长。土地承包费是公司的最主要的盈利来源。生产承包费的收取主要是参照农民收入、农产品价格、土地单产、生产资料价格等因素，在前一年基数的基础上适当调整。在过去的五年中，公司土地承包费保持着 5% 左右的稳定涨幅。2009 年尽管粮价可能有所下滑，但是在国家的众多扶持政策下，我们相信种粮农户的收入应该不会下降。公司的土地承包费收入仍能保持稳定增长。

公司近期公告称对原来可转债募资中投资的米业公司三大项目资金变更用途，变更用途后主要是用于补充流动资金和投向北大荒希杰科技食品有限公司米糠深加工项目。米糠深加工项目 09 年产生盈利的可能性不大。公司其它业务的发展在 09 年不容乐观，化肥、麦芽价格的下跌将直接降低两类业务的盈利能力，但鉴于这些业务在公司利润中占比很小，对公司业绩影响不会太大。

表 4：北大荒可转债募集资金投向变更情况

原计划项目	拟投入资金	变更金额	变更后投向	影响
米业公司优质大米加工技改项目	24020 万元	24020 万元	补充流动资金	年减少财务费用 1664.58 万元
米业公司年产 8000 吨米糠蛋白项目	12010 万元	12010 万元	与韩国希杰第一制造糖株式会社合资建设	根据公司的公告称，项目总投资收益率可达 22.09%
米业公司迎春制米厂年综合加工 30 万吨稻谷技改项目	9002 万元	2300 万元	“米糠深加工”项目	2009 年内完工达产并产生效益的可能性很小。

资料来源：公司公告

土地流转相关行政政策的出台，对北大荒只能带来名义上的利好，而无实质的影响。我们看好的北大荒，在于宏观经济面临下滑的背景下，公司业绩能保持稳定增长的稳健品质。我们预计公司 2009 年—2010 年的 EPS 为 0.45 元、0.51 元，给予公司“增持”评级

### （二）双汇发展——猪价下跌提升公司盈利能力

生猪价格下降有利于提高公司毛利率。随着今年生猪价格的回落，公司的毛利率水平稳步回升。三季度毛利率达到 10.06%，较二季度提高了 1.44 个百分点。我们预计明年生猪价格仍将维持下降走势，这对于公司来说是利好。

公司高温肉向中高档产品方向发展，不断提高低温肉制品发展能力。低温肉是今后消费的发展方向，公司在这方面加大了投入。股份公司去年在工业园新建的 100 吨低温肉制品项目已经投产，可增加产量 3 万吨，公司还计划大力拓展长三角地区的市场，计划将上海低温肉制品的产能由目前的 150 吨/天改造到 400-500 吨

随着追求健康消费的趋势，肉类企业渠道面临转型。双汇发展在销售渠道上大力拓展。以前公司依靠农贸市场等低档渠道，已经难以满足现在人们快节奏的生活和对健康安全的要求，现在公司大力拓展商超、店中店、酒店餐饮、大型加盟店等高端渠道。目前公司有在 3000 家商超里面有铺点、有 10300 家特约店（打算再建 2000 家），公司所具备的强有力的销售能力必将助推公司明年业绩的增长。

公司的产品作为大众消费品，具备较好的需求稳定性，受明年整体宏观经济下滑的影响较小。我们预计公司 2009 年-2010 年的 EPS 为 1.48 元，1.65 元。给予“买入”评级。

**表 5：三条线索看公司**

公司名称	农产品价格	国家政策	公司业绩
北大荒	粮价稳中趋落，影响偏负面	提高四项补贴，提高粮食最低收购价，正向影响	上升
双汇发展	猪价下跌减轻公司成本压力，影响偏正面	国家出台食品安全政策，对公司产品质量提出更严格要求，在一定程度上会增加公司成本	上升
登海种业	玉米价格下跌，对公司影响偏负面	提高良种补贴，增加农民收入的政策，对公司正向影响	上升

资料来源：中信建投研究所

### （三）登海种业——先玉良种继续助推明年主营业绩

先玉 335 继续发力。在玉米种子整体供大于求的形势下，良种仍然是供不应求的。公司下属公司登海先锋所拥有的先玉 335 品种正处于高速发展期。该玉米种具备高产、抗病虫害能力强的特点，可以达到“一粒一穴”，该品种的生产有着规范、科学、严格的管理体系，在销售上采用杜邦先锋的营销技术，一经推出，即对郑单 958 带来很大冲击，尽管售价达到 40 元/公斤。公司“酒泉三期工程”已经于 2008 年 9 月完工达产，使得登海先锋的年生产加工能力达到 16000 吨/年，为今后进一步开拓市场奠定了坚实基础。

登海种业自有品种中的超级玉米已经有“1-7 号”七个系列，预计明年将有 1-3 个品种通过国家审定。超级玉米系列具备高产、抗倒伏、出籽率高等特点，最高亩产可达 1200 多公斤，超过国内任何一个玉米品种。公司参照登海先锋的营销模式对超级玉米进行销售推广，未来将有利提升公司业绩。

公司 09 年将大幅压缩制种面积，降低种子产量，消化原有库存。公司最近亦大幅计提了存货跌价准备，虽然这影响了公司今年业绩的表现，但这却为未来公司的业绩释放提供了充足空间。

预计公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.39 元、0.62 元，公司面临着过高估值的压力，08 年的动态市盈率已经达到近 50 倍，虽然我们看好公司长期的表现，但建议投资者等待股价回落到合理区间时再介入。给予公司“中性”评级。

**表 6：重点上市公司业绩预测与评级**

公司名称	股价（元）	业绩预测（元）			PE			评级
		2008 年	2009 年	2010 年	2008 年	2009 年	2010 年	
北大荒	12.40	0.38	0.45	0.51	32.63	27.28	24.24	增持
双汇发展	26.72	1.12	1.48	1.65	26.00	19.67	17.64	买入
登海种业	14.36	0.24	0.39	0.62	60.11	36.43	23.33	中性

资料来源：中信建投研究所，股价数据为 2008 年 11 月 20 日收盘价

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

## 作者简介

郑绮 食品饮料与农林牧渔行业首席分析师  
孙通通 农林牧渔行业分析师

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010