

A decorative orange line that starts horizontally from the right, turns 90 degrees down to the left, and then continues vertically down to the title area.

农业、食品分析框架

A horizontal orange line that spans the width of the text area.

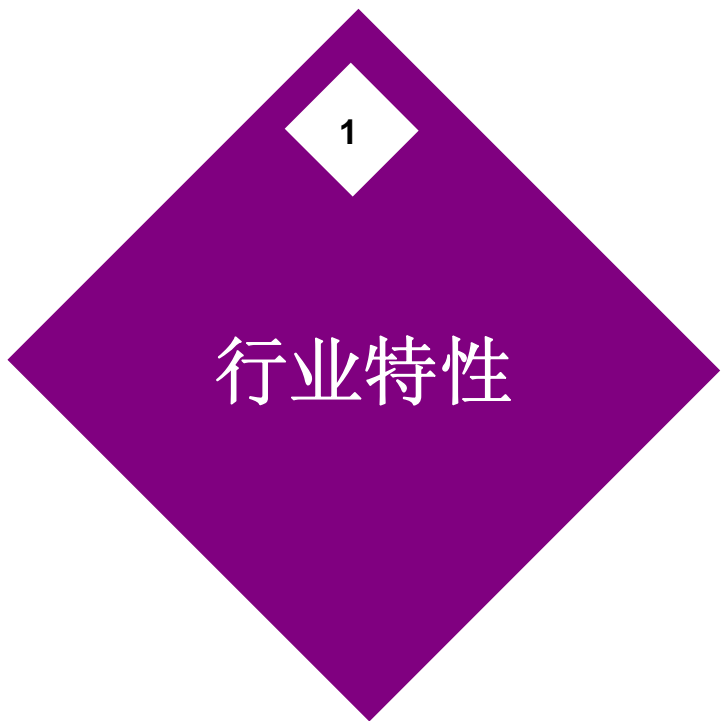
蒋小东
2010年8月

目 录

- 一、农业、食品的行业特性
- 二、行业分析：价格和趋势
- 三、子行业投资逻辑：周期和成长
- 四、投资方法和观察的角度
- 五、估值方法和估值水平

基金需要怎样的销售

- 首先是服务：观点的传递和总结
- 其次是策略，好的基金经理首先是策略做的好
- 行业首先是排序
- 关注他们的重仓
- 如果有牛股，关注但不一定会买
- 有舒服的买点和卖点很重要
- 信任很重要
- 逻辑和过程比结果重要？



子行业独立、分散生产、
缺乏规模经济

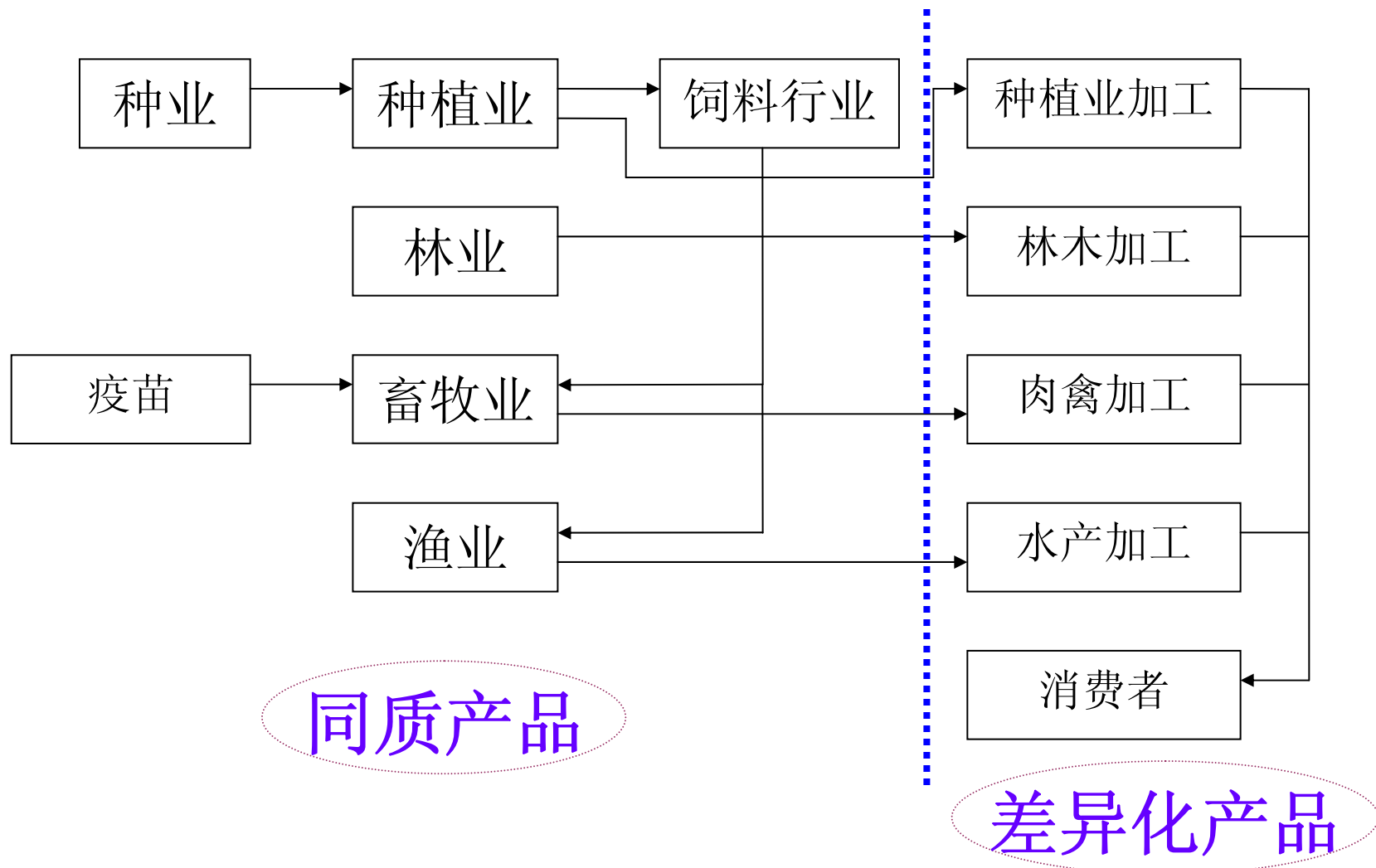
关于行业分类

- **GICS行业分类：**
- 一级行业：日常消费品
- 二级行业：食品与主要用品零售；食品、饮料与烟草；家庭与个人用品
- 三级行业：食品、饮料、烟草
- 四级行业：农产品、食品加工与肉类；啤酒、白酒与葡萄酒、软饮料；烟草

农业的定义

- 狭义农业：种植业(玉米、小麦、水稻、大豆...)
- 生产非经济性：生产分散、人均产值低、难以公司化
- 广义农业：农林牧渔及相应服务业(种植业及加工业)
- 加工业组织种植业，可以规模化，并由此导致横跨多个子行业
- 农业的困境：种植业的非经济性、农业生产的年度波动性
- 行业分类的困境：
- 农业加工业=食品饮料？、疫苗=医药？、农批=流通？

农林牧渔上下游（一般纵向发展）



数据来源：Bloomberg 光大证券研究所

狭义农业上下游(加工业组织公司)

子行业	公司
种植业	北大荒
番茄酱	中粮屯河 新中基
糖	南宁糖业
种业	敦煌种业 登海种业 丰乐种业 隆平高科
水产	好当家 獐子岛 大连壹桥 天宝股份 东方海洋
油脂	东凌粮油 金德发展
远洋捕捞	开创国际
林木	绿大地
疫苗	中牧股份 金宇集团
饲料	通威股份 新希望 海大集团 大北农
养殖	正邦科技 华英农业 圣农发展
流通	农产品
其他	顺鑫农业

食品饮料行业分类

白酒

贵州茅台 五粮液 泸州老窖 水井坊
山西汾酒 老白干酒

啤酒

燕京啤酒 青岛啤酒

葡萄酒

张裕A

黄酒

金枫酒业 古越龙山

其他饮料

承德露露 国投中鲁

乳业

*st伊利 光明乳业 三元股份

食品

双汇发展 三全食品 安琪酵母

农业研究员研究什么？

- 农业行业：国内、国际粮食供需库存和价格，农业政策
- 作用：宏观参考、农业行业基本面、农产品加工行业背景（油脂加工、米加工）
- 子行业 and 重点公司：公司不注重宏观面则以自下而上为主
- 有子行业的：番茄酱、种子、疫苗、水产、林业、苹果汁
- 单一公司的：顺鑫农业、北大荒、安琪酵母

2

行业分析

农产品价格和趋势分析

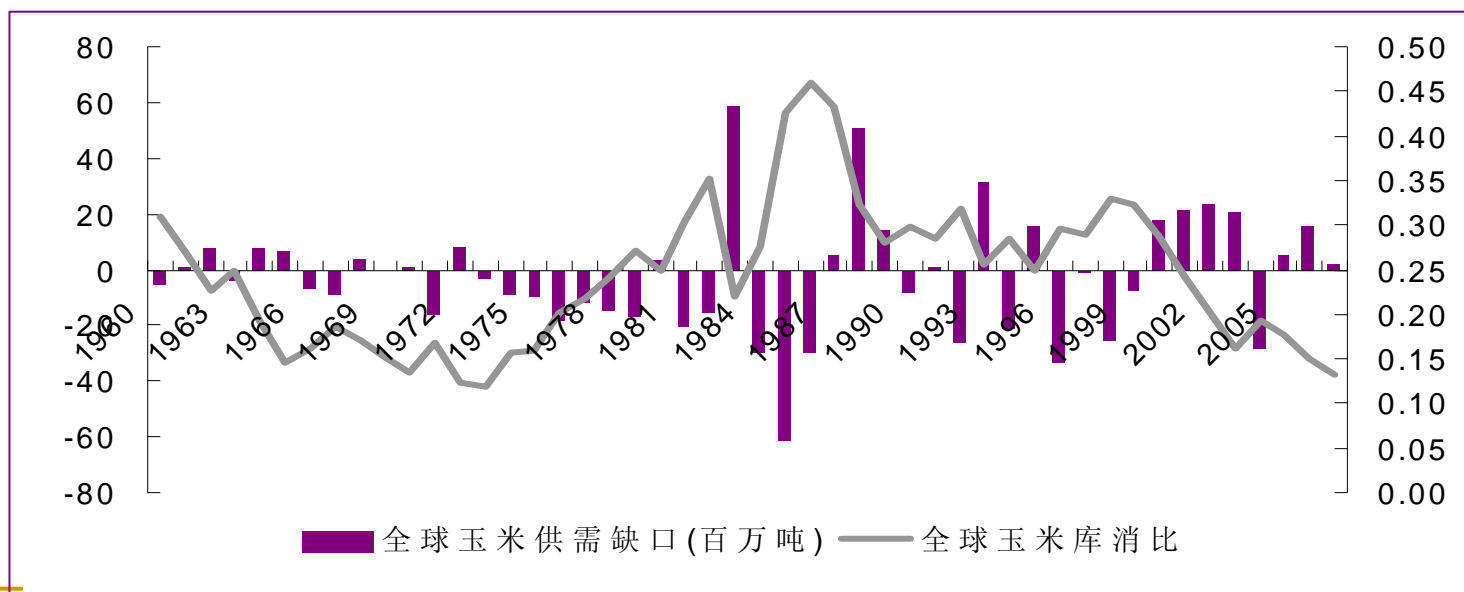
行业分析的目的

- 给予宏观支持：农产品价格波动影响食品价格、CPI
- 农业行业支持：农产品通过土地实现价格的相互传导，替代效应
- 细分行业支持：
 - 玉米价格波动——饲料成本
 - 小麦价格波动——面粉成本
 - 大米价格波动——米加工的季节性成本（03/04年北大荒）
 - 大豆价格波动——油脂价格和盈利方向
 - （最具投资指导意义：上市公司众多wilmar、中粮控股、广州冷机）

行业分析的指标(供需和库存)

- 决定因素在于供需、库存：四大作物（玉米、小麦、大豆、水稻）的供需
- 供需是时期数、动态的；库存是时点数、静态的
- 影响供需的另一个因素：天气（影响供应量）
- 其他影响因素（方向的放大器）：投机因素、美元因素

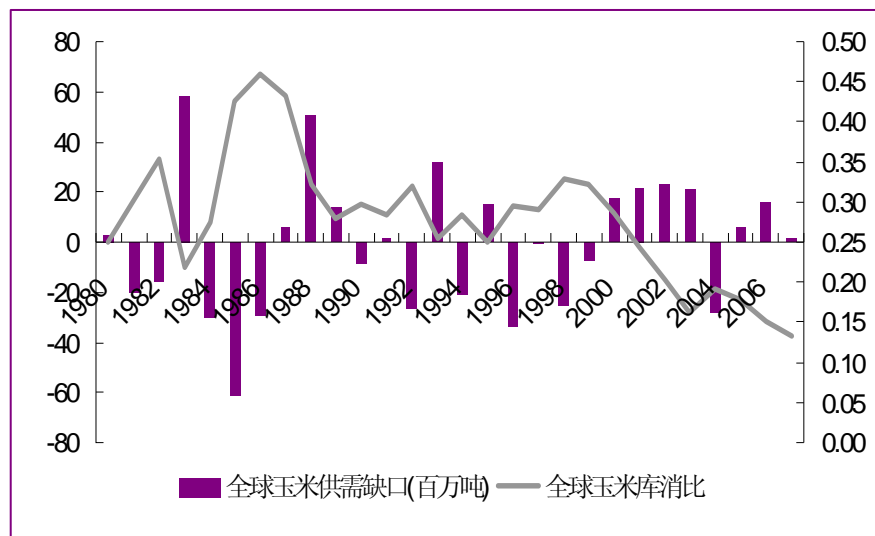
全球玉米供需和库消比：



供需和库存发挥作用 (库存调节和价格调节)

- 供需缺口、库消比构成粮食价格的基本面情况；负缺口、低库消比促使粮食价格上涨
- **18%**库消比为粮食警戒线，附近或低于都会造成价格的剧烈波动
- 供需和库存为年度数，年底获取时粮食价格已反映，所以**USDA**月度预估报告尤为重要

全球玉米供需和库消比:



美国2号黄玉米价格:



国际供需跟踪指标 (USDA月度预估报告)

- 每月10日左右发布月度预估报告
- 去年/今年/明年三年需求、消费、库存、贸易量数据
- 月度预估、预期数，不断修正从而接近于年底实际情况

国内供需数据跟踪(中国主要粮油作物产量预计)

- 中国国家粮油信息中心发布，仿USDA
- 历史较短（一年）；月度间估计数据变化大（不成熟）

	2005年	2006年	2007年	2008年	比上年
				8月预测	增长%

面积：

玉米	26,359	26,971	28,050	27,850	-0.71
小麦	22,794	22,962	22,980	23,000	0.09
稻谷	28,829	29,295	29,230	29,200	-0.1
大豆	9,591	9,220	8,700	9,650	10.92
油菜籽	7,279	6,000	5,650	6,400	13.28

产量：

玉米	139,374	151,601	151,835	156,000	2.74
小麦	97,451	108,471	109,860	112,500	2.4
稻谷	180,588	181,720	185,490	186,500	0.54
大豆	16,345	15,100	12,800	17,500	36.72
油菜籽	13,054	11,000	10,600	11,500	8.5

影响短期供需的因素(天气)

- 天气：事件性推动及预期以及实际和预期的差距
- 07年东北大旱
- 08年美国密西西比河洪水
- 是否影响产量？是否影响边际产量？

其他因素(投机)

- 国际持仓数：CFCT持仓报告
- 国内期货没有多空头仓

CBOT大豆持仓报告

	总持仓	非商业性持仓			商业性持仓		报告总持仓		非报告持仓	
		多头	空头	套利	多头	空头	多头	空头	多头	空头
持仓:	3743 93	943 77	436 51	556 87	179 259	199 434	329 323	298 772	450 70	756 21
增减:	-2086	- 805 5	- 484 6	- 490	362 1	177 2	- 492 4	- 356 4	283 8	147 8

其他因素(货币因素)

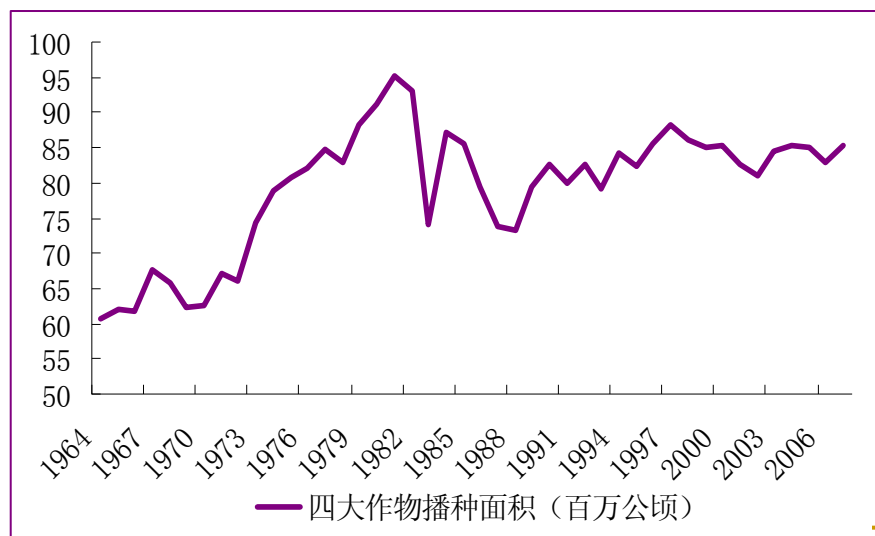
- 美元指数
- 农产品、石油、金属价格走势对照美元指数



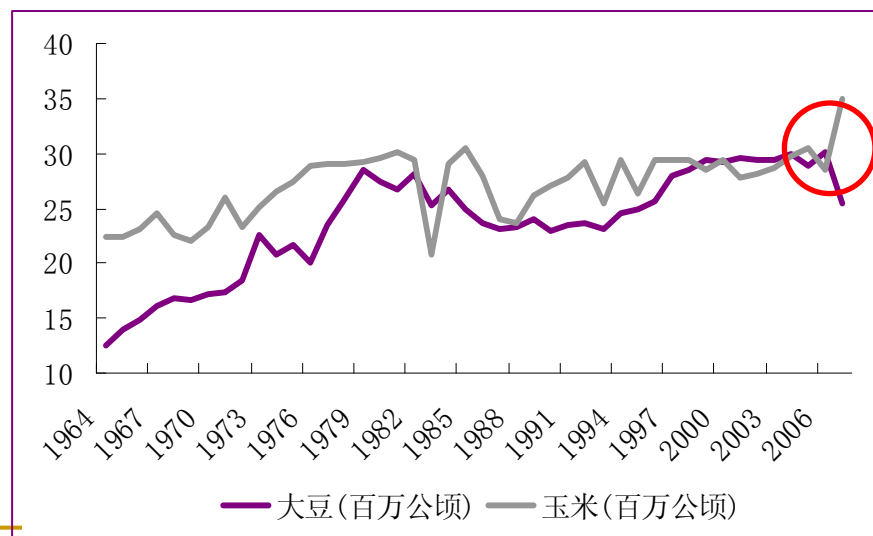
农产品的特性：替代性

- 农产品价格上涨最终会全面上涨(不同于有色金属)：品种间的相互替代
- 短期：播种面积难以大规模增加，旱地的替代（玉米、小麦）
- 中长期：水田和旱地作物的竞争（小麦—水稻、玉米）

美国四大作物播种面积情况：

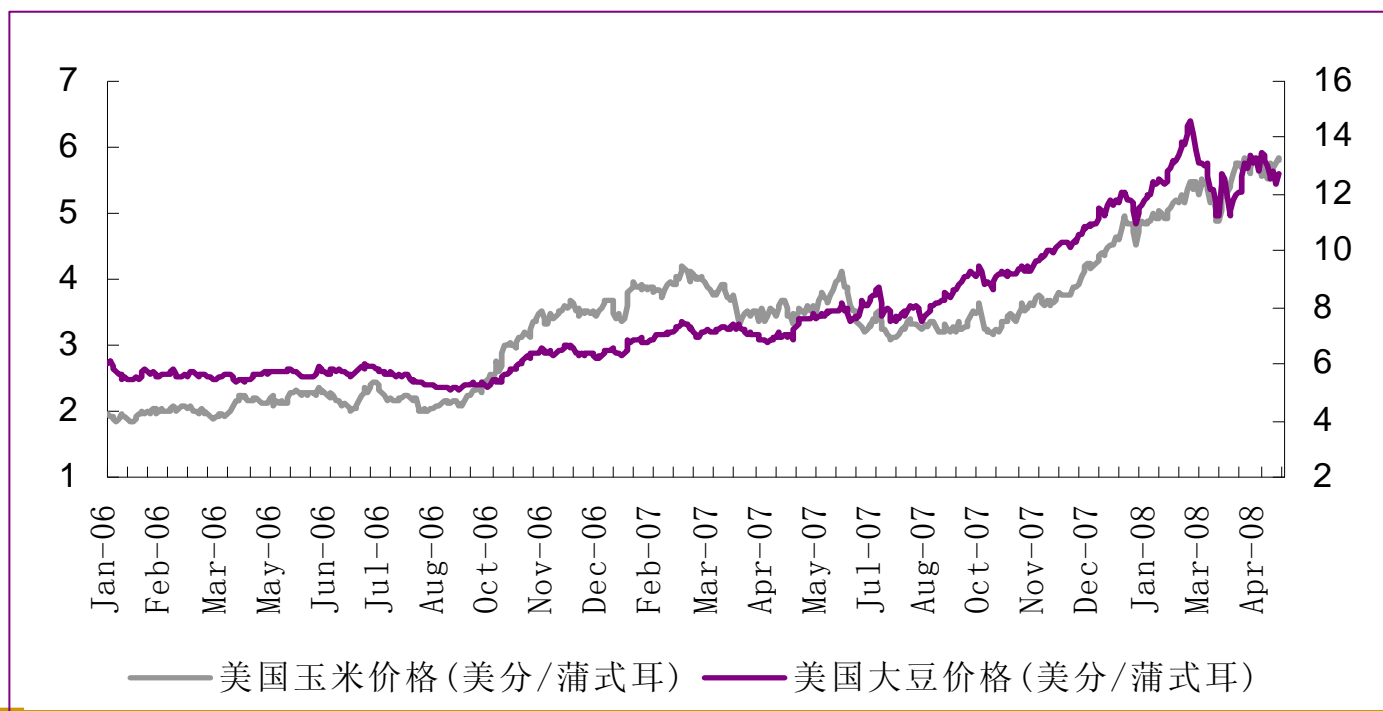


美国玉米大豆近两年争地情况：



农产品上涨的驱动品种(玉米和大豆)

- 玉米和大豆需求增速最快：饲料和生物燃料需求；中国油脂需求
 - 其他品种的上涨：耕地面积被替代而上涨
- 美国近年来玉米和大豆现货价格：



3

子行业投资 逻辑

周期性趋势和公司成长性

短期的成长模式（1-2年的模式）

- 短期模式：价升量增
- 价（行业面）：行业趋势决定价格变化
- 量（公司面）：公司扩张和意愿决定量的扩张
- 价格弹性大的子行业：研究行业面趋势（番茄酱、饲料、海参）
- 量的弹性大的子行业：研究公司扩张计划、动机（疫苗、种子、林木）

长期的成长模式（3-5年以上）

- 成为什么样的企业？
- 国际上农业扩张后的三种模式：
- 粮商：A(ADM)、B(Bunge)、C(Cargill)、D(LouisDreyfus)
- 产业链商：孟山都、泰森
- 品牌运营商：联合利华、雀巢

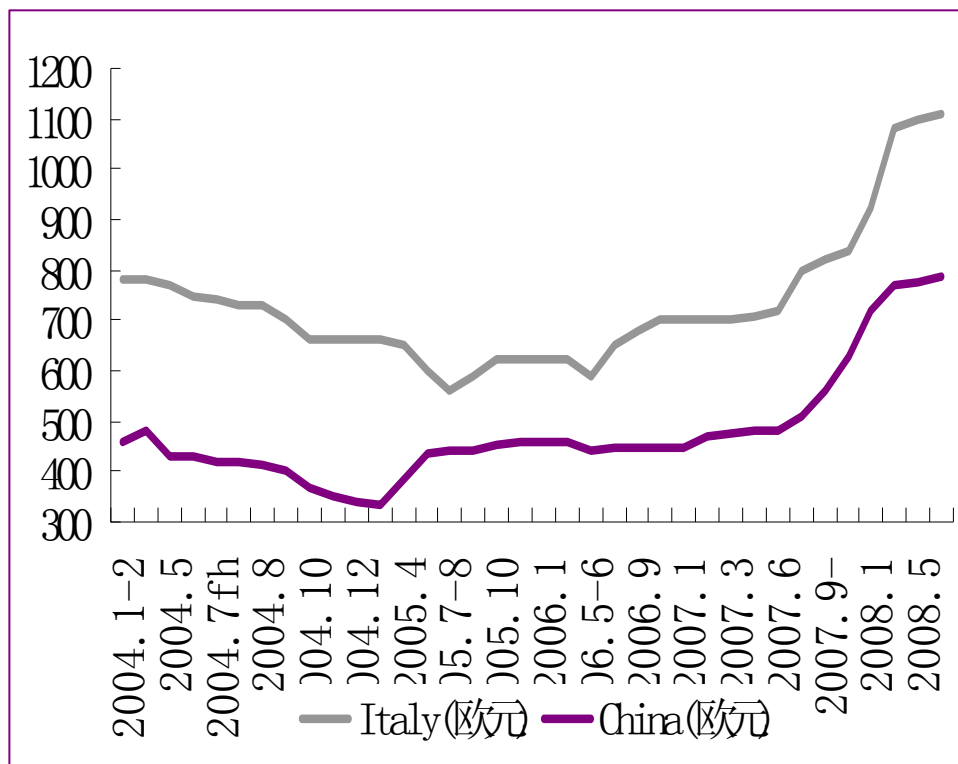
中国的例子

- 周期性模式：番茄酱、糖
- 成长性模式：
 - 粮商：中国粮油控股（H.K.0606），中储粮
 - 产业链模式：新希望，通威，双汇，德农，正邦
 - 品牌运营商：中国食品（H.K.0506）
- 中国的现状和未来：产业链先纵向，再横向
- 我们的投资的考虑，看周期波动还是长期成长一叠加最好

番茄酱行业盈利分析

- 短期看价格变化：价格绝对敏感(欧洲和美国的价格、成本变化情况影响国内价格)
- 成本变化：主要是番茄成本变化
- 汇率变化：人民币、美元、欧元
- 量的扩张：弹性要次于价格
- 长期趋势：业务整合能力，产品衍生能力

中国36/38番茄酱价格对比：



中粮屯河番茄业务收入结构表

	2005	2006	2007	2008F	2009F
销量(万吨)		28.80	29.00	40.00	46.00
当年签约价格(美元/吨)	520	570	650	1150	1265
当年综合售价		537.5	598.0	825.0	1190.3
汇率		8.00	7.50	6.85	6.30
销售收入(百万元)	926.81	1118.32	1370.28	2260.50	3450.44
当年番茄成本(元/吨)	260.0	270.0	297.0	356.4	409.9
原料成本(元/吨)		263.5	279.5	317.8	375.1
转化比率		7.30	7.30	7.30	7.30
其他成本(元/吨)		1091.5	1575.8	1400.0	1470.0
销售成本(百万元)	721.20	868.34	1048.57	1487.95	1935.82
毛利(百万元)	205.61	249.98	321.70	772.55	1514.62
毛利率	22.18%	22.35%	23.48%	34.18%	43.90%

种子

- 主要子行业：
 - 玉米种子和水稻种子
- 行业面变化：
 - 供求关系？决定行业毛利率
- 行业内结构性变化
 - 竞争力分析：研发、品种优势、销售优势
- 盈利的计算：
 - 扣除返利价格、制种量
- 种子行业投资的节奏：
 - 季节性：上半年

近几年玉米种子制种和需求分析：

销 售 年度	上 年 制 种 面 积 (万亩)	制 种 产 量 亿(公 斤)	上 年 有 效 库 存 (亿公 斤)	合 计 (亿公 斤)
2005	375	9.7	2.8	12.5
2006	450	12.0	2.5	14.5
2007	490	16.2	3.0	19.2
2008 F	345	10.5	7.4	18.0

敦煌种业和登海种业

敦煌先锋收入利润结构：

	2007F	2008F	2009F	2010F
制种量(百万公斤)	5.3	10.7	24.7	28.0
销售量（百万公斤）	0.0	8.0	14.2	25.5
销售价格（元/公斤）		23.2	25.5	28.1
销售额（百万元）		185.0	362.4	716.6
毛利率		68.00%	68.00%	68.00%
毛利（百万元）		125.8	246.4	487.3
净利率		50.00%	50.00%	50.00%
权益净利润(百万元)		47.2	92.4	182.7
权益EPS(元)		0.25	0.50	0.98

登海先锋收入利润结构：

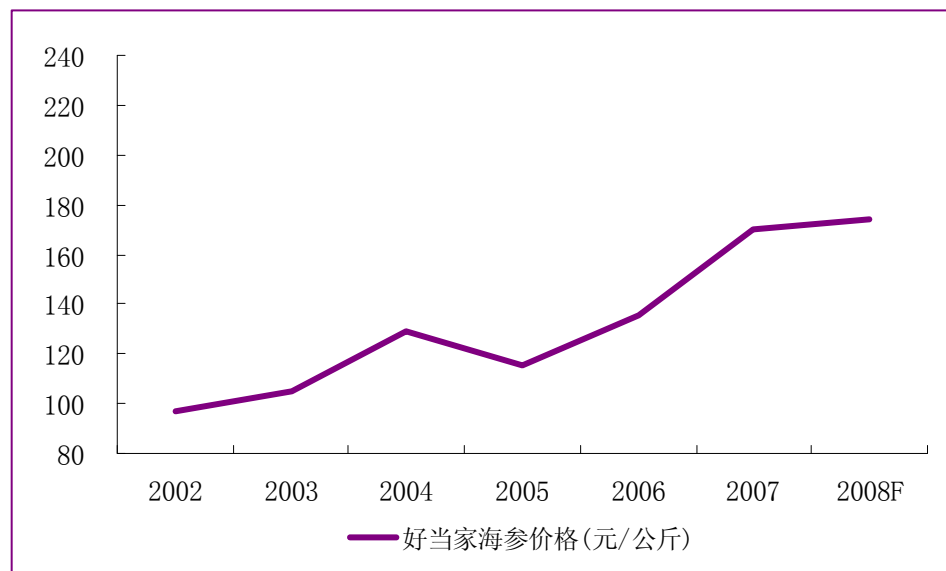
	2007	2008F	2009F	2010F
制种量(百万公斤)	10.0	14.0	16.0	20.0
销售量（百万公斤）	7.0	11.0	14.5	17.0
销售价格（元/公斤）	21.1	23.2	25.5	28.1
销售额（百万元）	147.6	255.2	370.1	477.3
销售成本(百万元)	42.8	74.0	107.2	138.3
主营业务利润（百万元）	104.8	181.3	262.8	339.0
毛利率	71.02%	71.02%	71.02%	71.02%
毛利（百万元）		181.3	262.8	339.0
净利率	47.24%	47.24%	47.24%	47.24%
权益净利润(百万元)		61.5	89.2	115.0

疫苗

- 半市场化行业，政府资源很重要
- 业内信息披露不充分，各市场份额、毛利率、最新价格主要靠打听，多方求证

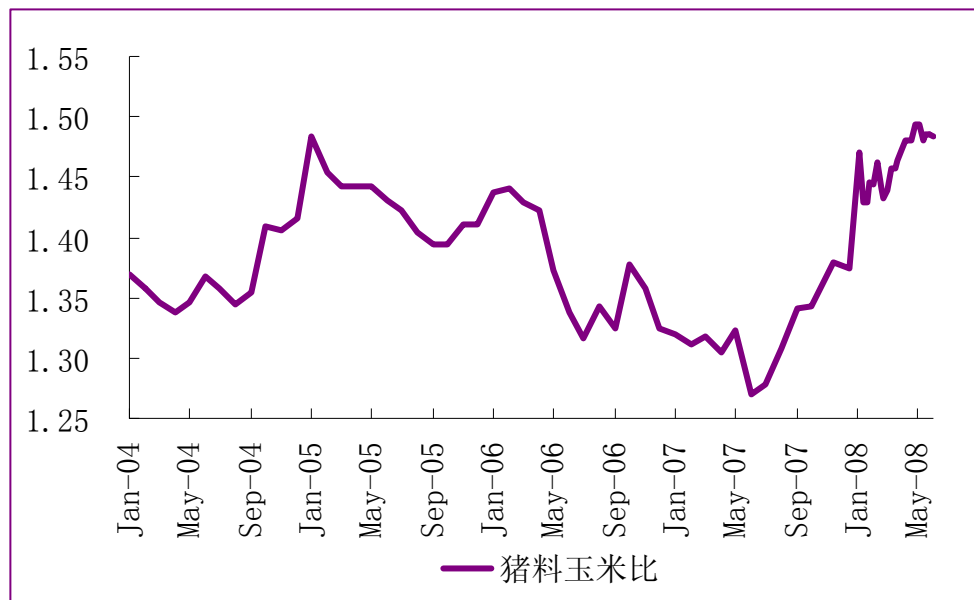
水产品(海参、扇贝、加工)

- 海参和扇贝消费者产品区分和供应结构差异较大
- 海参消费这认可辽参；扇贝底播和浮筏区别不明显
- 海参成为长期景气的子行业：产品差异性小，价格成主要变量，不透明，需多方打听求证
- 水产加工受劳动力成本、人民币升值影响，不被看好
- 远洋捕捞：受油价和远洋渔业资源枯竭不被看好



饲料

- 饲料行业是个微利行业，上游玉米、豆粕价格的涨跌周期决定了饲料行业的相反周期。
- 08年上半年，饲料行业的毛利率大幅回升，很大程度上是因为国内玉米价格从去年年底以来的滞涨，如果认为未来国内农产品价格不涨，投资饲料行业显然是个较好的选择，相反，则意义不大。较为遗憾的是缺乏纯正的饲料行业投资标的。
- 主要参考指标：猪料玉米比



4

方法和角度

投资方法和观察角度

调研和观察角度

- 资料搜集：行业协会资料、公司网站（了解公司资产、结构）、招股说明书、年报
- 调研对象：董秘、财务总监、董事长（大的战略规划）、各分厂厂长(很重要，了解各项目最新进展)、农民、消费者
- 调研方法：固定电话、董秘手机、熟人介绍（农业公司80%需要找人）

调研过程

- 调研前准备：公告、网站——目的：了解资产分布(资产负债表)，了解盈利资产(利润表)
- 调研过程：合适的人问合适的问题，董事长—公司发展方向；财务总监—财务细节，资产、盈利；部门领导—该部门业务进展、行业和竞争对手状况；底层—待遇、是否跳槽？
- 后调研工作：和公司定期沟通（认为有必要的人）；同业沟通（买方、卖方）

调研结果和报告

- 了解该上市公司属性：长期成长股？投机股？行业周期股？和公司管理层博弈股？
- 报告的陈述事实：资产分布、盈利资产分布、未来资产扩张计划、管理层想法、未来价量变化(行业和公司决定)
- 报告自我观点：怎样的公司？未来怎样的公司？怎样的管理层？怎样的行业 and 变化趋势？

长期积累和研究员的作用

■ 经验积累：

行业研究员的作用：看同行业的公司是为了比较、防止被忽悠
上市公司合作伙伴和竞争对手的积累：互相印证

■ 人脉积累：

上市公司人脉

所研究行业同业人脉

证券同业人脉

■ 构建不同的模型和假设：

收入成本构成最重要

农业公司特殊性和研究员的注意

■ 信息的非公开性：

调研的难度：找人、找到适当的人

获取行业数据：大量是非标准品，没有协会价格（海参、林木）

结果：陷阱众多，骗子众多

■ 了解标的：

到底是量弹性大还是价格弹性大？：价格弹性大一看行业；量弹性大一看公司
量弹性大容易变成和上市公司的共谋或博弈

假设、增长、指标（番茄酱为例）

■ 假设（收入假设最重要）

价：番茄酱签约价格；汇率；年度结算比率——番茄酱当年结算价格；

量：扩张计划

成本：番茄成本；制造费用、折旧和运输费用；——当年吨成本

■ 增长：

量的扩张还是价的扩张；业务单元是否会扩张

■ 指标（观察角度）

国际变化：欧洲补贴政策—欧洲农民番茄成本—欧洲番茄酱企业成本—美国相应成本

中国变化：新疆作物间种植效益变化—行业量的扩张和利润变化

新榨季全球量的扩张和价格变化

5

估值和其他

估值方法、估值水平

估值方法

- 首选PE估值，注意E的确定性和假设变化影响
- PB：不建议，农业公司B低估
- PEG：放大镜，短期投资寻找理由
- 重估：主观投资寻找理由，价值不在于你发现就要体现

估值水平

■ PE

Bunge、ADM: 10倍

Monsanto: 30倍

■ 国内:

中粮屯河: 20倍、新中基: 10倍

种子: 50倍

疫苗: 20倍

07/08年农业股行情(美国—香港—中国)

■ 美国农业概念股：

Agricultural Operations、Chemical Fertilizers、Machinery for Farm

农业生产上中下游：Syngenta, Monsanto, Andersons, Alico

■ 香港：

超大现代、中国绿色食品、中国粮油控股

■ A股：

中粮屯河、北大荒、种子

狭义农业上下游(加工业组织公司)

子行业	公司
种植业	北大荒
番茄酱	中粮屯河 新中基
糖	南宁糖业
种业	敦煌种业 登海种业 丰乐种业 隆平高科
水产	好当家 獐子岛 大连壹桥 天宝股份 东方海洋
油脂	东凌粮油 金德发展
远洋捕捞	开创国际
林木	绿大地
疫苗	中牧股份 金宇集团
饲料	通威股份 新希望 海大集团 大北农
养殖	正邦科技 华英农业 圣农发展
流通	农产品
其他	顺鑫农业

食品饮料行业分类

白酒

贵州茅台 五粮液 泸州老窖 水井坊
山西汾酒 老白干酒

啤酒

燕京啤酒 青岛啤酒

葡萄酒

张裕A

黄酒

金枫酒业 古越龙山

其他饮料

承德露露 国投中鲁

乳业

*st伊利 光明乳业 三元股份

食品

双汇发展 三全食品 安琪酵母

■ 谢谢！

