

农业与农业公司投资策略

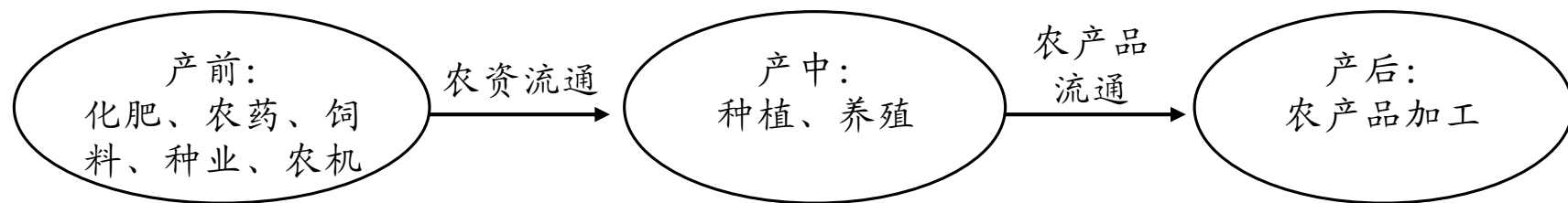


中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

袁霏阳

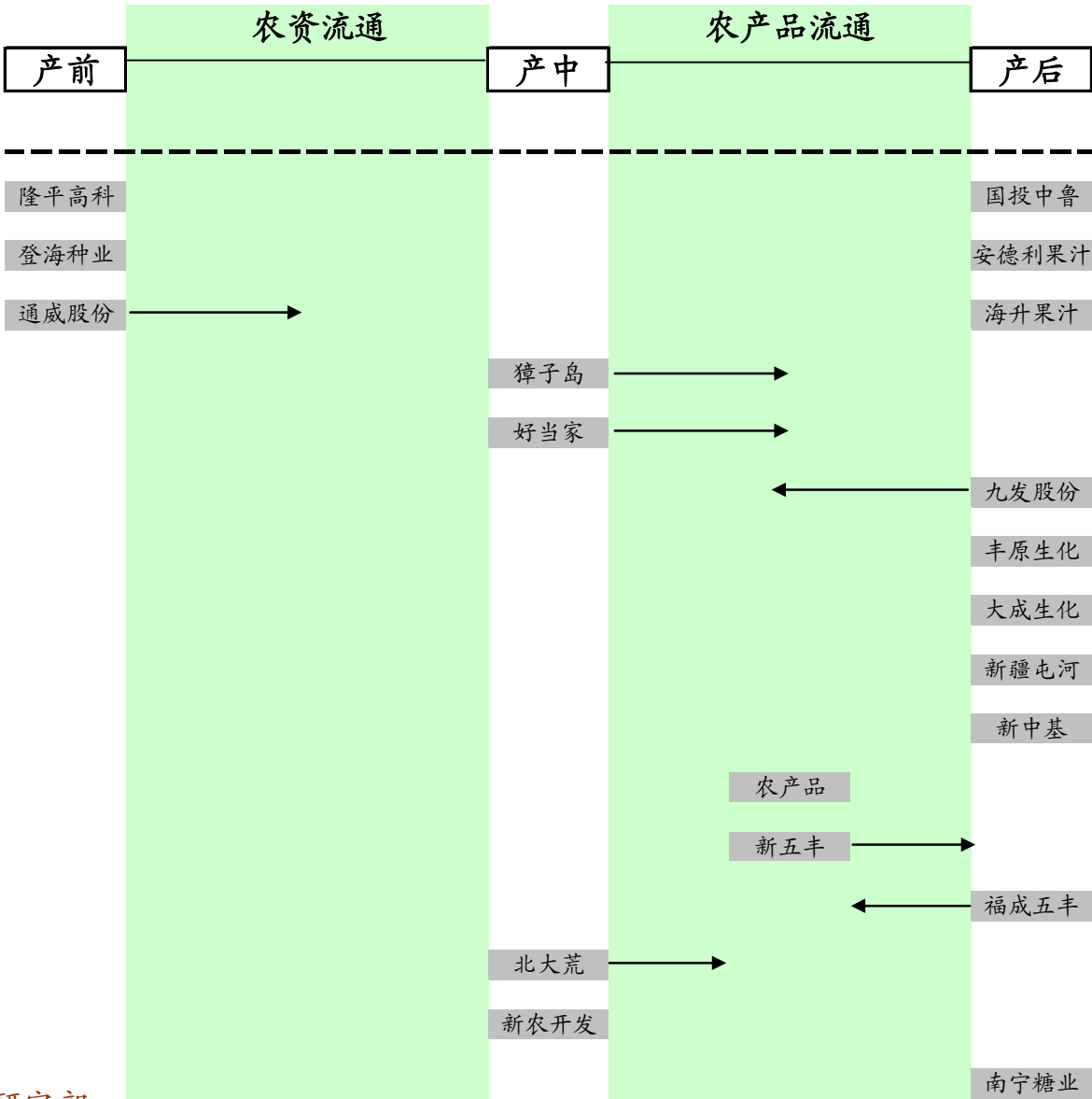
2008年5月

农业产业链构成



资料来源：中金公司研究部

部分农业类上市公司的产业链定位



资料来源：中金公司研究部

全球最大农业类公司的发展轨迹(1)

公司创立时间	公司起源地	种植与加工业务	流通与其他业务	全球化拓展
ADM	1902 美国明尼苏达	1902 最初从事亚麻籽压榨 1929 外部收购了豆油压榨业务 1933 开始制造配方饲料 1933 开始使用浸出法榨油 1957 进入大豆分离蛋白业务 1966 开始生产改良植物蛋白 (TVP) 1970 收购了混合饲料业务和干磨能力 1971 收购了玉米湿磨能力 1978 石油禁运使公司开始生产生物混合燃料，并在80年代初大力收购燃料乙醇厂 1979 成立卡车公司 1985 收购了Growmark的粮仓 1988 收购了Midwest Processor的葵花油和菜籽油业务和Grain Processing的分离蛋白业务 1990 素食汉堡在美国和前苏联进行销售 1991 进入柠檬酸领域并加大燃料乙醇产能并购 1992 在德国开始建造菜籽油生物柴油产能 1997 开始从事可可业务 1999 开始从事大米业务 2002 收购了Minnesota Corn Processor	1925 建立了第一个粮仓 1963 在路易斯安娜建立第一个谷物出口港 1972 成立运输公司 1974 在荷兰和巴西收购大豆压榨厂 1979 成立卡车公司 1983 在香港成立了亚太总部 1985 收购了Growmark的粮仓 1986 收购了联合利华欧洲的部分工厂 1994 扩大亚洲投资，在中国进行了第一笔投资 1997 扩大巴西投资 2000 在中国成立5家豆油加工厂 2001 在土耳其和波利维亚收购豆油加工厂，代表美国和古巴签订了40年来第一份合约	

资料来源：中金公司研究部

全球最大农业类公司的发展轨迹(2)

公司创立时间	公司起源地	种植与加工业务	流通与其他业务	全球化拓展
Bunge	1818	荷兰	1818 最初从事贸易	1859 搬至比利时安特普卫
	阿姆斯特丹	1905 开始小麦加工业务		1884 成立阿根廷分部
		1923 在巴西收购了籽棉加工能力		1905 进入巴西
			1935 在美国建造了第一个粮仓	1918 开展北美业务
		1938 在巴西开始生产化肥		1935 在美国建造了第一个粮仓
			1945 从巴西运出第一船大豆	
			1946 在美国中西部地区收购粮仓	
			1947 成立巴西运输公司	
			1961 在密西西比河成立了第一个港口	
		1967 在美国设立第一个大豆加工能力		
		1970-1980 在美国大量收购粮仓、大豆加工和食品加工能力，拓展产业链		1997 在巴西进行大规模扩张，收购了化肥厂和当地最大的大豆加工厂
		1979 收购了当时最大的玉米干磨公司		1999 将总部搬到纽约
		1987 收购了Carlin Food		2000 成立国际销售部，在中国设立了办公室
		1997 在巴西进行大规模扩张，收购了化肥厂和当地最大的大豆加工厂		2001 收购了阿根廷La Plata Cereal
		2002 收购了Cereol全球成为最大的大豆加工商		2003 收购了Hindustan Lever在印度的油脂业务，进入印度市场
		2003 和杜邦合作进行产前生物领域探索		2004 土耳其开设了一港口，拓展东欧业务
		2005 在德国开始研发生物柴油技术		2005 在中国收购了豆油加工厂

资料来源：中金公司研究部

全球最大农业类公司的发展轨迹(3)

公司	公司创立时间	公司起源地	种植与加工业务	流通与其他业务	全球化拓展
Cargill	1865	美国 爱荷华	<div>1943 收购大豆加工业务</div> <div>1951 并购Royal Feed，成为饲料行业领导者</div> <div>1963 在秘鲁成立公司进行鱼粉业务</div> <div>1966 收购Paramount家禽进入禽类领域</div> <div>1967 收购Cedar Rapids进入湿磨面粉领域</div> <div>1970 收购Gordy Salt，进入制盐领域</div> <div>1972 收购Burrus Mills，进入面粉加工领域</div> <div>1974 收购North Star钢铁公司，进入钢铁领域</div> <div>1979 收购MBPXL，进入牛肉领域；收购法国Laurent麦芽厂，进入麦芽加工领域</div> <div>1980 收购Scholtz，进入咖啡贸易领域</div> <div>1985 收购Gardinier，进入化肥制造领域</div> <div>1986 收购Northeast Petroleum，进入石化产品贸易领域</div> <div>1987 收购General Cocoa，进入可可加工领域</div> <div>1994 收购Goertzen seed，获得特种小麦品种，收购InterMountain油菜籽品种</div>	<div>1865 拥有第一个粮仓</div> <div>1868 沿美国铁路收购粮仓</div> <div>1885 在明尼苏达拥有102家粮仓，并在随后20年内通过收购粮仓大规模扩张</div> <div>1912 嘉吉证券公司成立</div> <div>1923 通过收购Taylor & Bournique，获得通讯优势</div> <div>1927 租用纽约粮仓开始东进</div> <div>1929 开始进行跨境粮食贸易</div> <div>1935 成为CBOT会员</div> <div>1942 向美国海军购买6艘粮船，并在明尼苏达建立了嘉吉港，为港口配套收购了二条铁路</div> <div>1943 在田纳西州购买并建造粮仓，向东南扩张</div> <div>1958 向阿根廷提供杂交高粱品种</div> <div>1973 成立嘉吉租赁公司</div> <div>1997 成立能源交易部门，进行能源交易</div> <div>1998 建造液体运输船，运输高果糖玉米糖浆等其他液体产品</div>	<div>1928 设立加拿大办公室</div> <div>1953 在西班牙成立Tradax，执行国际业务</div> <div>1964 收购Hens Voeders进入欧洲市场</div> <div>1968 在韩国成立合资公司，生产饲料及禽蛋</div> <div>1969 在台湾成立合资公司，生产饲料</div> <div>1977 在荷兰建立玉米湿磨加工厂</div> <div>1988 在中国成立山东嘉吉，加工籽棉</div>

资料来源：中金公司研究部

全球最大农业类公司的发展轨迹(4)

	公司创立时间	公司起源地	种植与加工业务	流通与其他业务	全球化拓展
Louis Dreyfus	1851	法国 阿尔萨斯		1851 最初从事粮食贸易	1858 进入匈牙利和罗马尼亚从事粮食采购
					1860 在德国和法国开设销售网络
					1864 总部搬至瑞士苏黎士，在欧洲从事大规模跨境粮食贸易
					1872 总部搬回法国
				1903 第一艘粮船启用	1906 在整个欧洲、美洲、阿尔及利亚、南非、印度、中国、澳大利亚和沙俄都设立了114个办事处
				1909 在明尼苏达设办事处，开始出口硬质小麦	1911 进入巴西棉花市场
					1914 将办公地点搬至纽约
					1924 获得南非谷物贸易和运输执照
			1950 在法国设立Sofecia，从事全球乙醇贸易		
			1988 收购了巴西的柑橘加工厂，从事柑橘业务		
			1969 将集团的贸易定位于获得全球商品市场套利机会		
			1971 开始多元化，在美国投资房地产		
			1986 开始从事能源产品贸易		
			1996 开始从事电力产品交易		

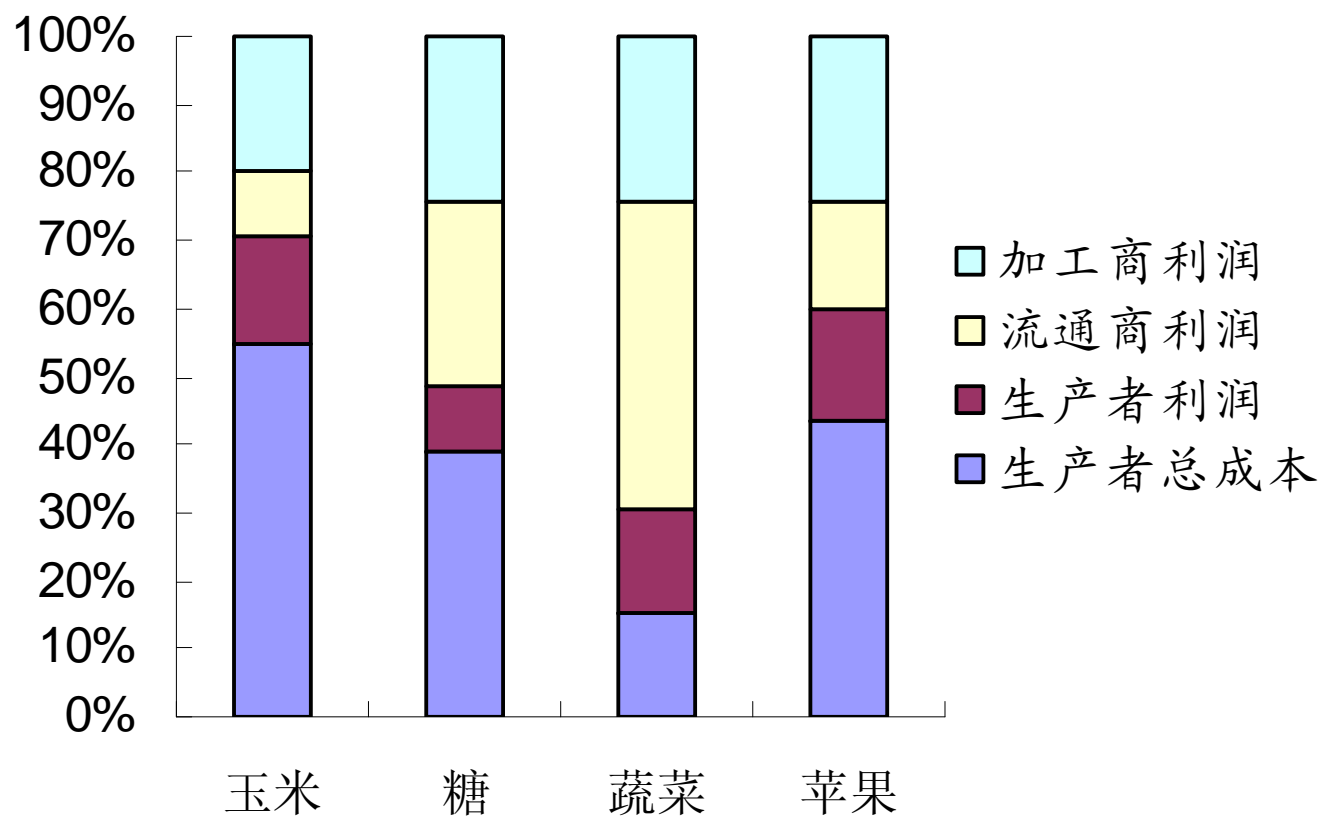
资料来源：中金公司研究部

全球农业类公司估值

行业	公司	收入	每股收益	PEG	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
		复合增长率 (07-09 %)	复合增长率 (07-09 %)		2007 PER	2007E	2008E	2007E	2008E	2009E	2007E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2007E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2007E	2008E	2009E
水产养殖与养殖企业	SANFORD LTD	7%	22%	0.8	17.9	19.3	12.0	0.7	0.7	0.7	3.9	3.5	5.6	5.9	5.9	6.1	6.7	6.4	5.6
	MARINE HARVEST	-4%	256%	0.6	143.5	16.1	11.3	0.8	0.7	0.7	0.6	4.6	6.3	0.0	0.2	0.2	15.4	9.7	7.9
	PESCANOVA	6%	17%	1.0	16.5	12.4	12.0	1.5	1.3	1.2	8.9	10.2	10.2	0.9	2.0	2.3	7.3	6.9	6.7
	NIREFS AQUACULTU	13%	42%	0.2	9.6	7.7	4.7	0.6	0.6	0.6	6.8	8.0	11.8	n.m.	4.0	5.0	10.7	7.3	6.6
肉类与禽类养殖	AUSTRALIAN AGRIC	15%	138%	1.4	194.7	34.4	34.4	1.0	1.0	0.9	0.5	2.9	2.7	2.4	2.2	2.5	38.3	19.1	16.3
	SMITHFIELD FOODS	5%	24%	0.9	21.5	19.8	14.0	1.2	1.1	1.1	5.5	5.8	7.8	0.0	0.0	0.0	10.4	9.9	8.0
	RAINBOW CHICKEN	8%	10%	0.9	8.6	7.6	7.1	2.4	2.1	1.9	28.0	28.1	26.9	0.0	0.1	0.1	n.m.	n.m.	n.m.
	ASTRAL FOODS LTD	12%	12%	0.6	7.6	6.8	6.1	3.5	2.4	2.0	46.0	35.5	32.7	0.1	0.1	0.1	5.1	4.6	4.3
种植	CHAO DA MODERN	21%	30%	0.3	7.9	6.4	4.7	1.8	1.5	1.1	22.6	23.2	24.5	3.0	3.9	6.4	6.2	4.9	4.1
屠宰与肉类加工行业	TYSON FOOD	2%	5%	3.9	20.2	77.4	18.3	1.2	1.2	1.2	5.9	1.6	6.4	1.0	1.0	1.0	7.4	9.9	7.0
	SARA LEE CORP	3%	17%	0.8	14.1	12.0	10.3	3.4	3.3	n.m.	24.1	27.3	n.m.	3.2	3.4	3.7	7.4	6.7	6.7
	HORMEL FOODS CRP	5%	9%	2.1	18.4	17.1	15.6	2.8	2.8	2.7	15.2	16.4	17.3	1.5	1.7	1.9	9.3	8.5	8.0
	CONAGRA FOODS	5%	6%	2.2	13.2	13.3	11.8	2.3	2.2	1.9	17.4	16.4	16.4	3.5	3.6	4.0	8.3	8.3	7.6
	NIPPON MEAT PACK	2%	76%	1.0	78.5	44.0	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.2	1.2	1.2	11.4	10.6	10.0
	ITO HAM FOODS INC	1%	32%	1.4	45.3	33.6	26.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.8	0.9	0.8	n.m.	n.m.	n.m.
	CAMPOFRIO	2%	16%	0.9	14.8	12.4	10.9	1.5	1.5	1.3	10.2	11.9	12.2	0.0	4.1	4.7	7.6	6.6	6.1
	HKSCAN E OYJ	5%	31%	0.4	11.8	10.5	6.9	1.0	0.9	0.8	8.5	9.0	12.2	3.2	3.5	4.8	12.1	6.5	5.8
	PZM DUDA SA	16%	22%	0.4	10.0	7.5	6.7	1.1	0.9	0.9	11.0	12.7	13.5	n.m.	0.0	1.1	n.m.	n.m.	n.m.
	CHINA YURUN	51%	36%	0.7	24.4	16.0	13.2	4.9	3.2	2.7	20.2	20.0	20.4	1.0	1.6	1.9	23.9	12.9	9.8
国际种子行业	MONSANTO CO	18%	38%	1.6	59.4	38.4	31.4	7.4	7.4	6.5	12.4	19.3	20.7	0.5	0.6	0.7	27.8	20.7	17.7
	SYNGENTA AG-REG	6%	13%	1.8	24.5	21.0	19.1	4.7	4.4	4.1	19.1	20.9	21.3	n.m.	1.6	1.8	15.8	14.9	13.7
	KWS SAAT AG	6%	5%	3.7	19.5	18.6	17.6	2.2	2.0	1.9	11.4	10.9	10.9	1.2	1.3	1.4	9.6	8.9	8.1
	SAKATA SEED CORP	n.m.	n.m.	n.m.	81.4	67.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.5	1.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
	SANOFI-AVENTIS	2%	23%	0.5	11.4	8.2	7.6	1.3	1.2	1.1	11.7	14.6	15.0	4.6	4.6	5.0	6.7	6.0	5.8
国际饲料	DU PONT (EI)	5%	5%	3.0	14.5	13.7	13.2	3.9	3.6	3.2	26.8	25.9	24.1	3.2	3.4	3.4	11.4	8.1	8.0
	CHAROEN POK FOOD	9%	56%	0.4	25.2	11.9	10.3	0.8	0.8	0.7	3.1	6.3	7.0	0.4	4.5	5.0	14.6	8.4	7.7
	NUTRECO HLDG NV	10%	9%	1.5	13.3	12.4	11.2	2.1	2.2	2.1	15.8	18.0	18.4	3.6	3.6	4.0	7.1	5.8	5.3
	RIDLEY CORP	3%	12%	1.0	12.1	10.0	9.7	0.9	0.9	0.8	7.4	8.5	8.3	6.8	7.5	7.7	7.0	6.3	6.2
	PROVIMI SA	5%	3%	2.9	8.1	7.6	7.6	0.9	0.8	1.9	10.7	9.9	24.3	2.1	2.6	2.9	6.7	6.1	5.8
国际食用油压榨	EVALIS	8%	43%	0.4	16.5	16.8	8.1	0.7	n.m.	n.m.	4.2	n.m.	n.m.	3.7	4.0	4.6	8.4	9.2	8.1
	BIOMAR HOLDING	20%	23%	0.7	16.6	12.6	10.9	1.8	1.7	1.5	11.1	13.7	14.0	2.1	2.1	2.3	10.8	7.8	6.6
	THAI VEGETABLE	19%	12%	0.7	8.8	8.1	7.0	n.m.	2.8	2.5	n.m.	34.9	35.6	n.m.	9.4	10.6	n.m.	n.m.	n.m.
	J-OIL MILLS INC	8%	9%	1.4	11.6	11.6	9.8	0.6	0.6	0.5	5.1	4.8	5.3	2.5	2.5	2.5	6.6	6.0	5.9
	NISSHIN OIL CO	9%	13%	2.0	25.9	21.2	20.3	0.5	0.5	n.m.	1.9	2.3	n.m.	3.0	3.0	3.0	n.m.	n.m.	n.m.
国际面粉加工	PPB OIL PALMS	22%	43%	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	11.8	16.8	17.9	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
	NIPPON FLOUR	4%	11%	1.7	18.6	16.7	15.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	1.8	1.8	1.8	n.m.	n.m.	n.m.
国际玉米加工公司	GLOBAL BIO-CHEM	28%	22%	0.6	13.5	10.4	9.0	1.2	1.1	1.0	9.0	10.7	11.1	1.0	1.3	1.6	9.5	7.6	6.4
	TATE & LYLE	2%	10%	1.3	13.5	12.0	11.0	2.5	2.2	2.0	18.2	18.2	17.9	0.0	0.0	0.1	8.1	7.4	6.9
	CORN PRODUCTS	8%	11%	1.4	14.5	13.6	11.9	1.8	1.7	1.5	12.1	12.5	12.9	1.0	1.1	1.1	7.1	6.5	5.9
	VEDAN INTL HLDGS	6%	20%	0.7	14.0	10.9	9.8	0.6	n.m.	n.m.	4.3	n.m.	n.m.	4.1	n.m.	n.m.	0.6	n.m.	n.m.
果蔬加工	HANSEN NATURAL	27%	27%	0.9	23.7	18.1	14.8	8.6	5.6	4.0	36.2	30.7	26.9	0.0	0.0	0.0	15.2	10.4	8.6
	FYFFES PLC	5%	39%	0.9	34.6	18.8	18.0	1.4	1.4	1.3	4.1	7.2	7.0	1.7	1.8	1.9	14.6	12.1	11.5
	SEEKA KIWI FRUIT	7%	13%	0.5	5.9	5.0	4.6	0.5	0.5	0.5	9.2	10.8	11.6	10.9	12.6	13.6	4.5	4.0	3.8
	KAGOME	4%	12%	3.1	36.8	37.7	29.5	2.0	1.9	n.m.	5.4	5.0	n.m.	0.8	0.8	0.8	n.m.	n.m.	n.m.
	SOS CUETARA SA	9%	51%	1.4	72.6	38.4	31.8	3.1	2.9	2.7	4.3	7.5	8.5	0.1	0.2	0.4	28.4	20.5	17.5
糖类	SUEDZUCKER AG	-1%	85%	0.5	41.8	21.0	12.2	1.1	1.0	1.0	2.5	4.9	8.0	4.2	4.2	4.2	9.6	7.8	6.7
	CJ CORP	n.m.	116%	0.3	40.3	11.6	8.6	0.9	n.m.	n.m.	2.3	n.m.	n.m.	0.0	2.4	2.6	9.8	n.m.	n.m.
	ILLOVO SUGAR LTD	14%	13%	1.5	19.0	16.0	14.9	5.0	3.5	2.9	26.4	21.9	19.3	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
	BAJAJ HINDUSTHAN	44%	n.m.	n.m.	n.m.	43.5	16.1	2.1	1.8	1.6	0.1	4.2	10.0	0.3	0.2	0.4	27.3	12.3	11.2
	COSUMAR	n.m.	69%	0.5	35.8	13.8	12.5	3.0	2.7	n.m.	8.4	19.5	n.m.	4.0	4.0	n.m.	7.6	n.m.	n.m.
	EBRO PULEVA SA	0%	31%	0.7	21.6	14.8	12.7	n.m.	1.5	1.3	n.m.	9.9	10.6	0.0	3.1	3.2	n.m.	n.m.	n.m.
	KHON KAEN SUGAR	7%	16%	1.5	24.1	20.9	17.8	2.4	2.2	2.2	10.0	10.7	12.6	1.7	2.3	2.7	16.1	13.1	12.1
	SHREE RENUKA SUG	67%	79%	0.4	30.1	17.9	9.4	5.6	4.8	3.2	18.6	26.6	33.8	0.2	0.2	0.2	24.6	14.8	8.4
	GROUP RAZGUL-CLS	10%	9%	2.6	23.7	17.3	20.0	1.7	1.7	1.5	7.1	10.0	7.4	n.m.	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
	ARCHER-DANIELS	5%	16%	1.0	15.5	13.9	11.6	2.3	2.0	1.7	14.6	14.6	14.8	1.0	1.1	1.2	11.2	10.4	9.2
国际农业综合公司	BUNGE LIMITED	22%	14%	1.1	15.4	14.4	11.9	1.8	1.4	1.3	11.6	10.0	11.0	0.7	0.7	0.8	11.2	8.5	7.9

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

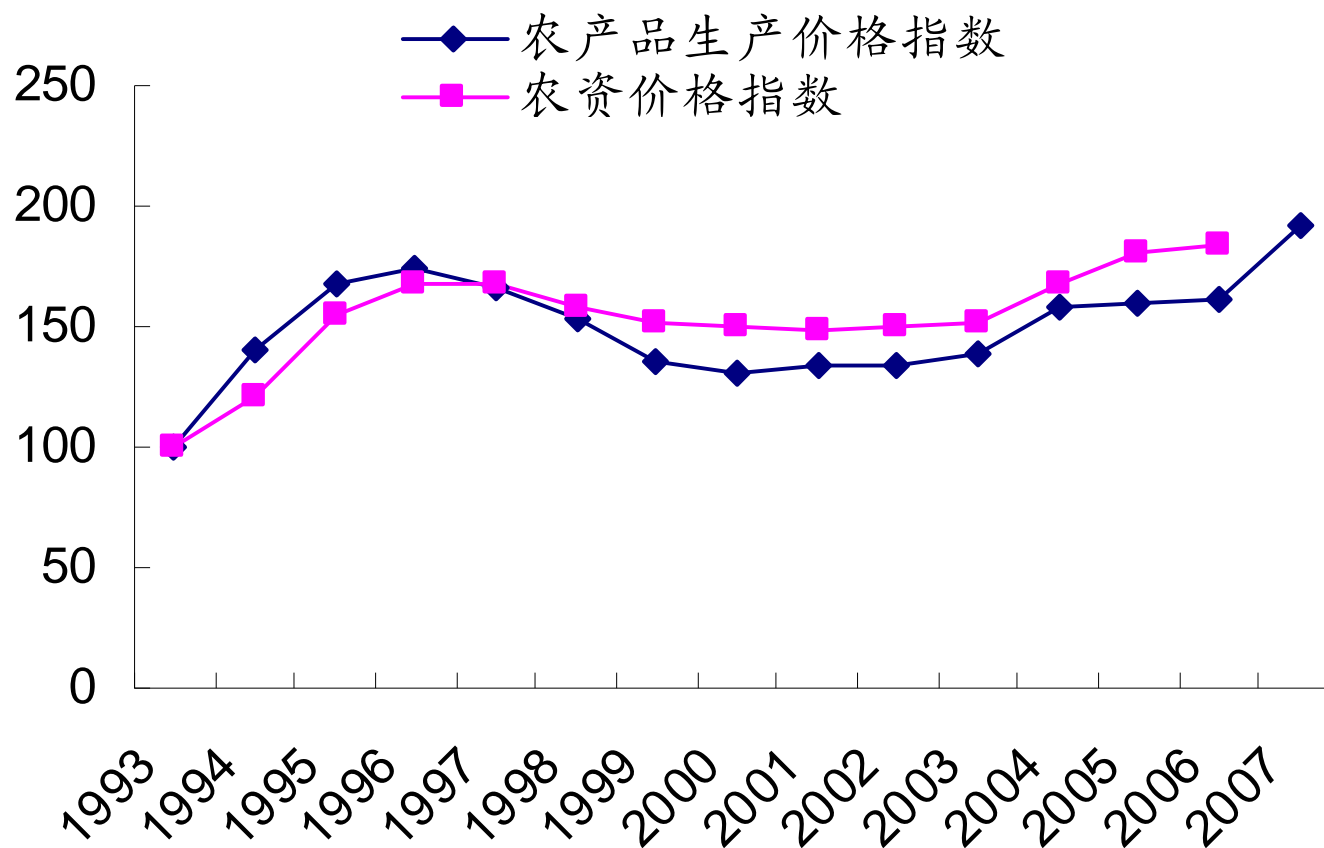
农业产业链上的利益分配



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

农资企业的弱势地位(1)

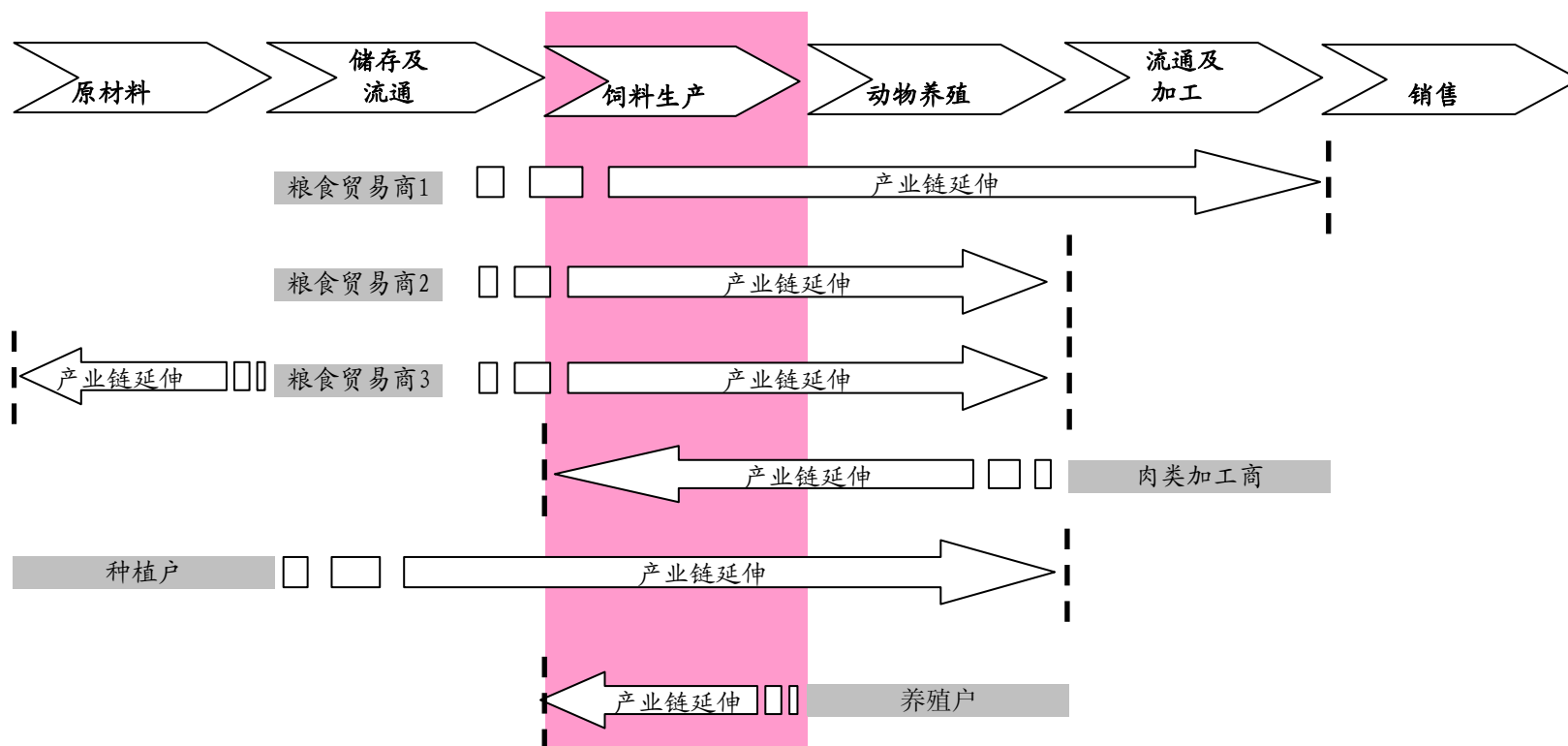
农资与农产品价格的历年变化



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

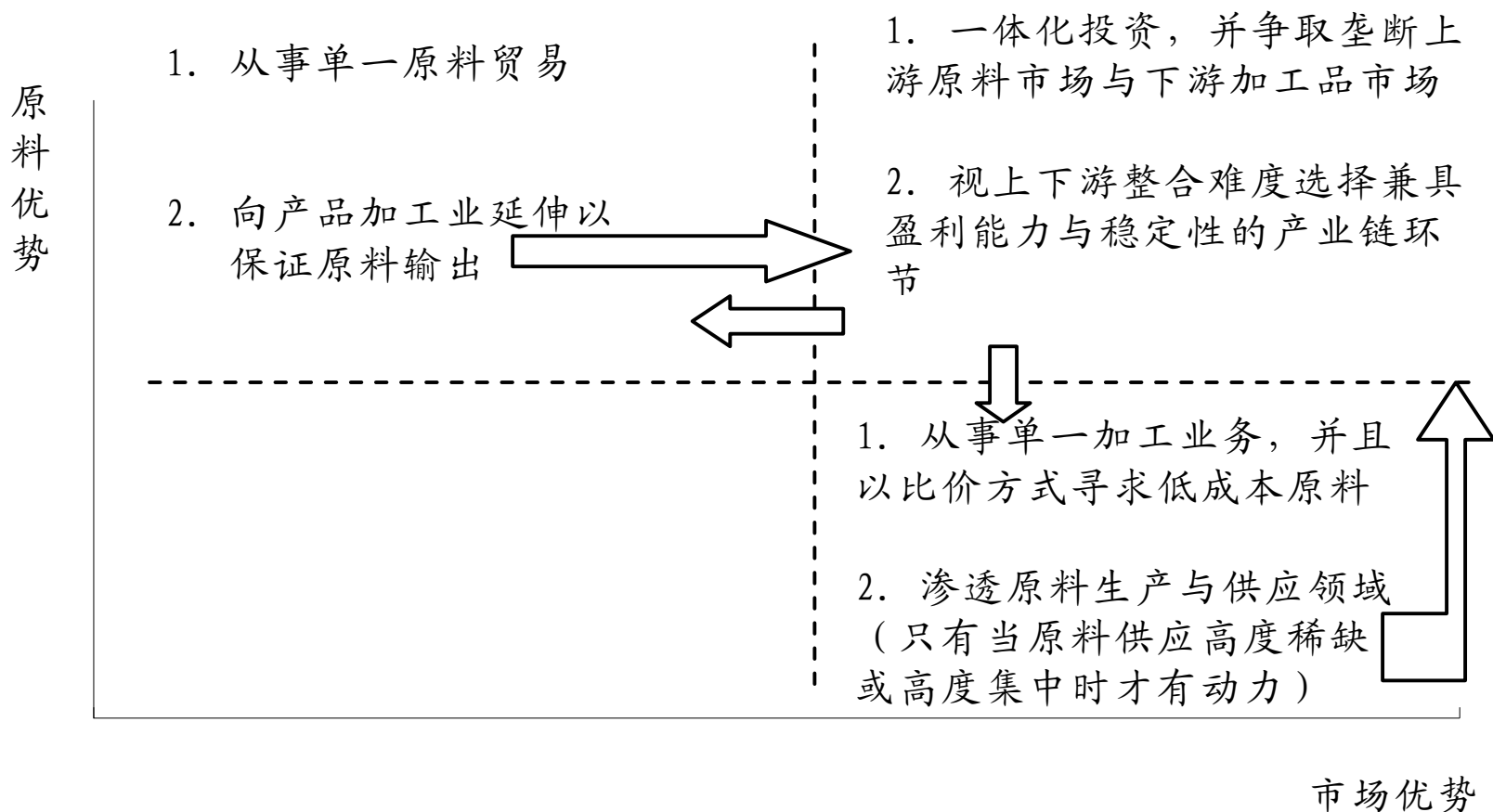
农资企业的弱势地位(2)

国际市场上单一饲料加工企业逐渐被边缘化



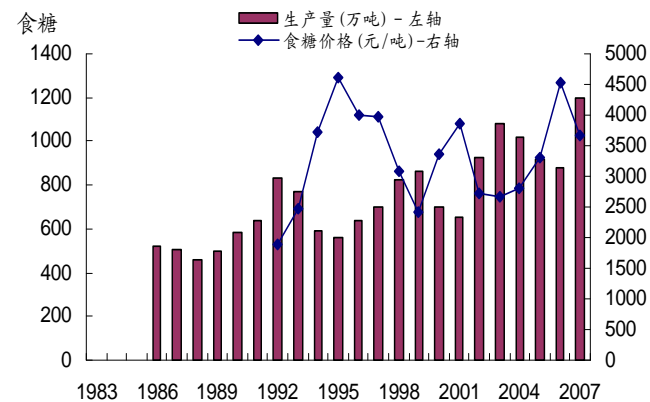
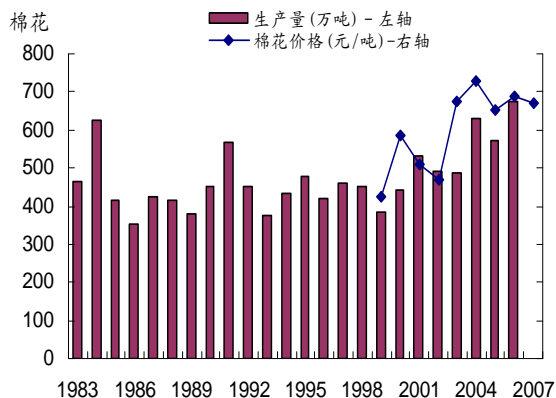
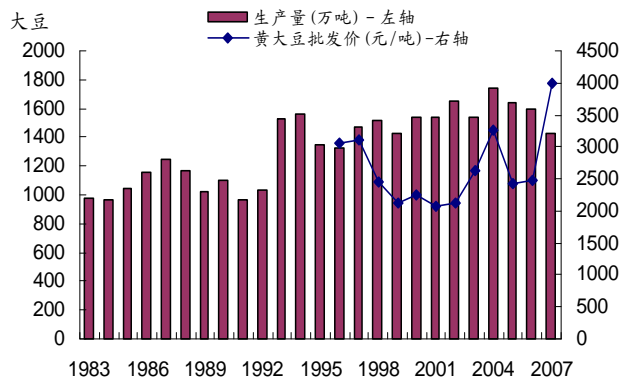
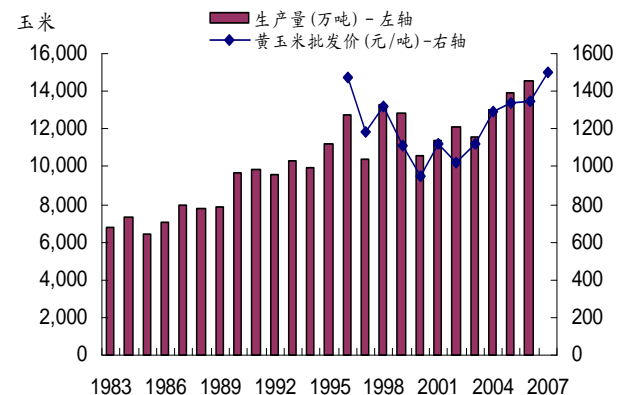
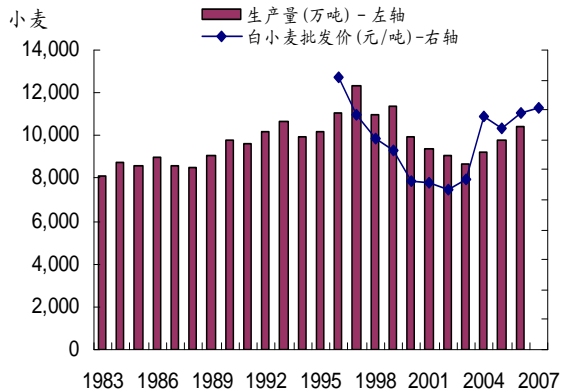
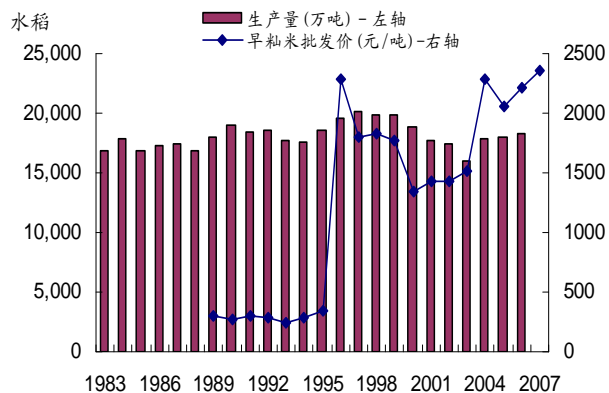
资料来源：荷兰银行、中金公司研究部

农产品加工企业的战略选择(宏观)



资料来源: 中金公司研究部

原料价格周期判断(微观战略)



资料来源：国家统计局、中金公司研究部

影响周期的要素(气候与成本比较收益)

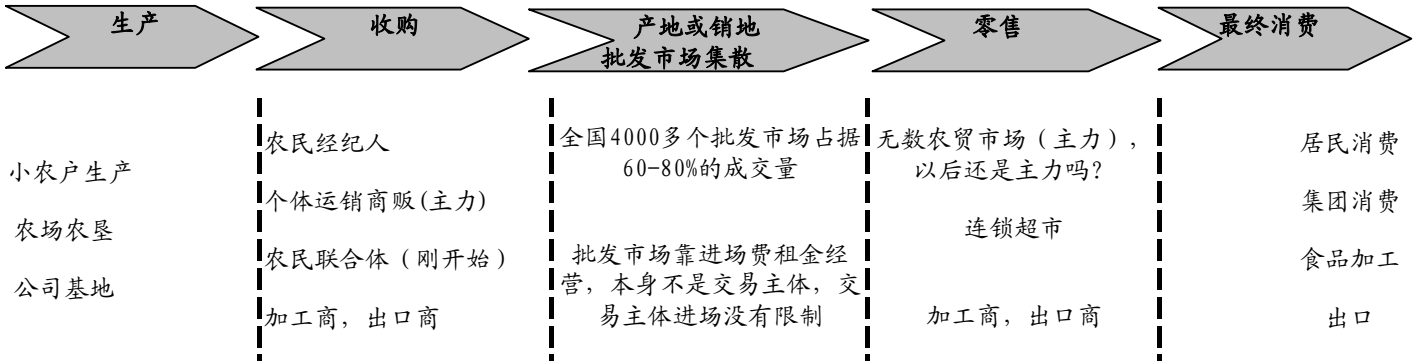
每亩总成本(元)	1985	1990	1995	2000	2004	2006
稻谷	66.0	169.3	391.4	401.7	454.6	518.2
小麦	68.0	128.4	281.7	352.5	355.9	404.8
玉米	64.6	131.0	292.2	330.6	375.7	411.8
大豆	44.9	83.9	186.0	215.2	253.1	267.5
棉花	135.9	265.6	617.5	625.0	743.1	870.4
甘蔗	208.5	375.0	770.2	756.6	805.4	934.8
苹果			1,084.8	1,009.5	1,340.3	1,606.8
蔬菜				1,274.6	1,763.0	1,973.9
每亩总产值(元)	1985	1990	1995	2000	2004	2006
稻谷	69.0	264.4	702.5	451.7	739.7	720.6
小麦	94.6	155.4	412.2	323.7	525.5	522.5
玉米	103.4	177.6	522.3	323.7	510.6	556.5
大豆	74.4	125.4	316.4	261.6	380.1	335.4
棉花	210.2	538.9	1,035.8	839.2	966.2	1,206.7
甘蔗	498.4	744.3	1,284.8	914.4	894.1	1,334.3
苹果			1,347.6	1,437.0	2,283.0	3,243.6
蔬菜				2,386.7	3,325.9	3,483.8
种植收益率	1985	1990	1995	2000	2004	2006
稻谷	4.4%	36.0%	44.3%	11.1%	38.5%	28.1%
小麦	28.1%	17.3%	31.7%	-8.9%	32.3%	22.5%
玉米	37.5%	26.3%	44.1%	-2.1%	26.4%	26.0%
大豆	39.7%	33.1%	41.2%	17.7%	33.4%	20.2%
棉花	35.4%	50.7%	40.4%	25.5%	23.1%	27.9%
甘蔗	58.2%	49.6%	40.1%	17.3%	9.9%	29.9%
苹果			19.5%	29.8%	41.3%	50.5%
蔬菜				46.6%	47.0%	43.3%

资料来源：农业部、中金公司研究部

国内农产品流通市场现状

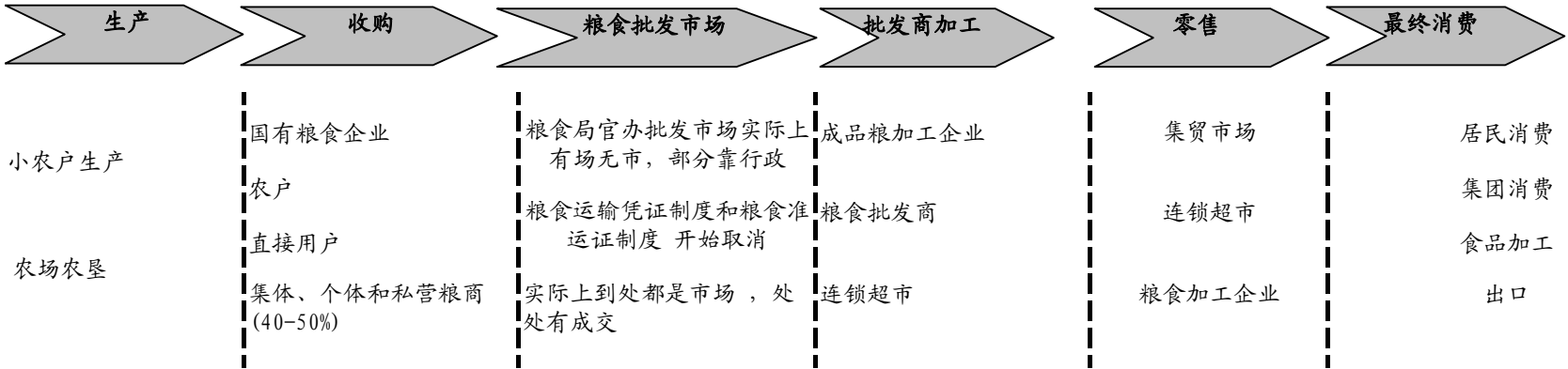
园艺类农作物，畜牧产品流通过程

产品缺少加工增值，运销差价是利润来源，基本上没有政府的法规法律管理，自生自灭，比较混乱
原始现货现金集散状态，订单、连锁农业期货与拍卖交易刚起步



大宗粮食类农产品流通过程

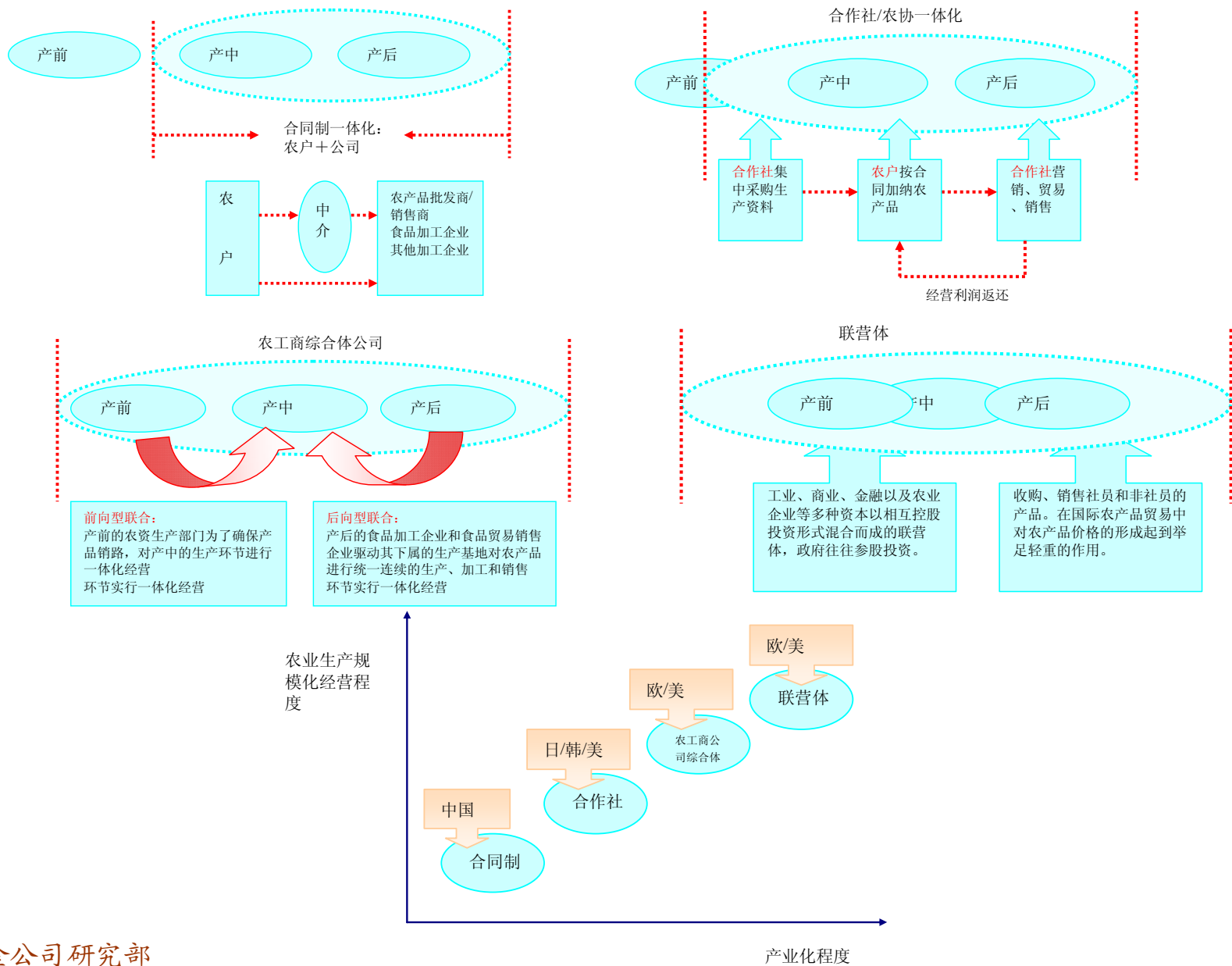
高度分散是最大特点，流通渠道交错，层次复杂
现在是审核准入制度



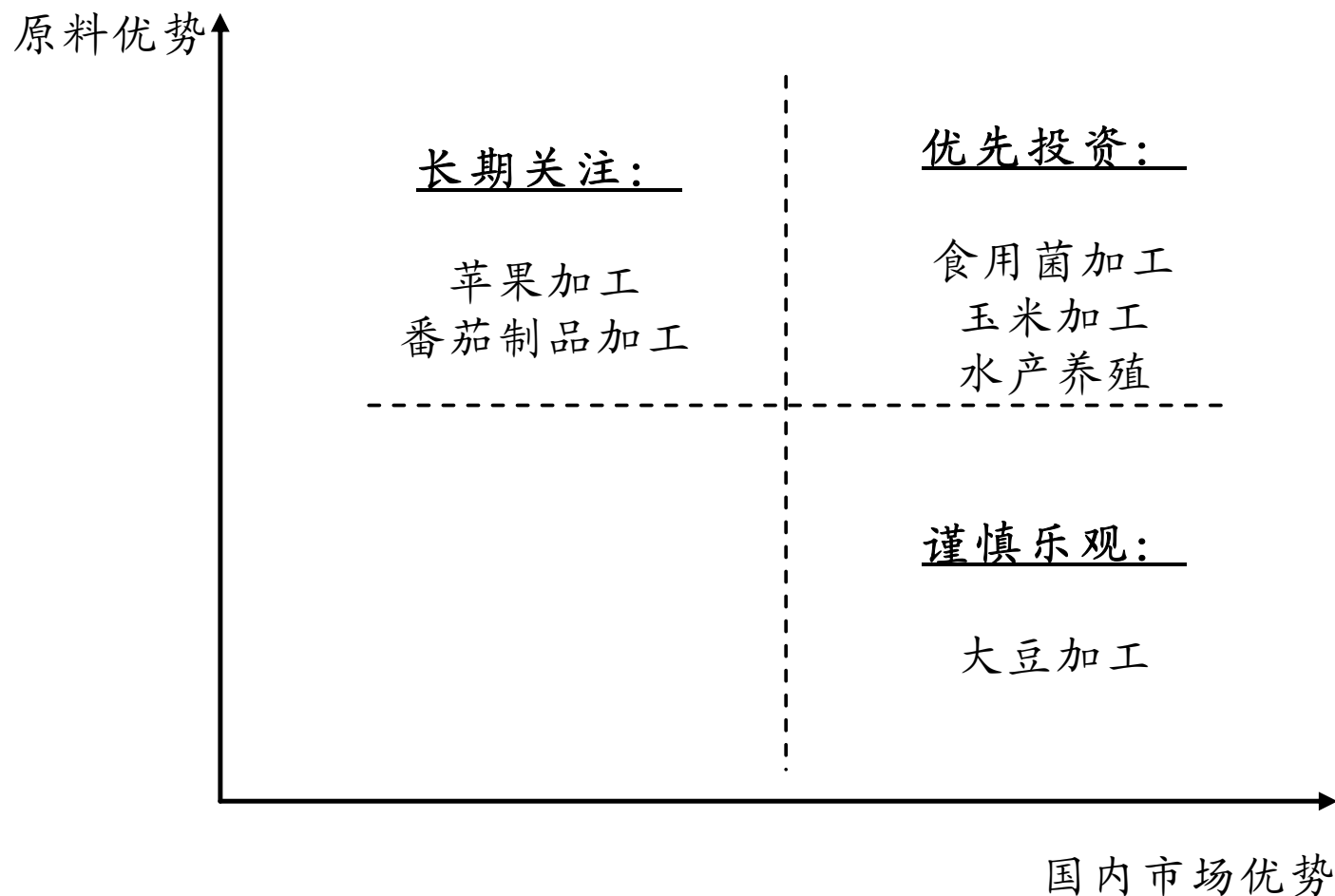
许多粮食批发市场是在90年代中期按照行政区划或省、市、县三级批发市场体系建设要求设立的
批发集贸市场本身都不是经营主体，都是收房租地，算是小个体，毫无效率
粮食作为大宗同质化商品，估计整合主导者和最大获利者是掌握零售网络的人

资料来源：中金公司研究部

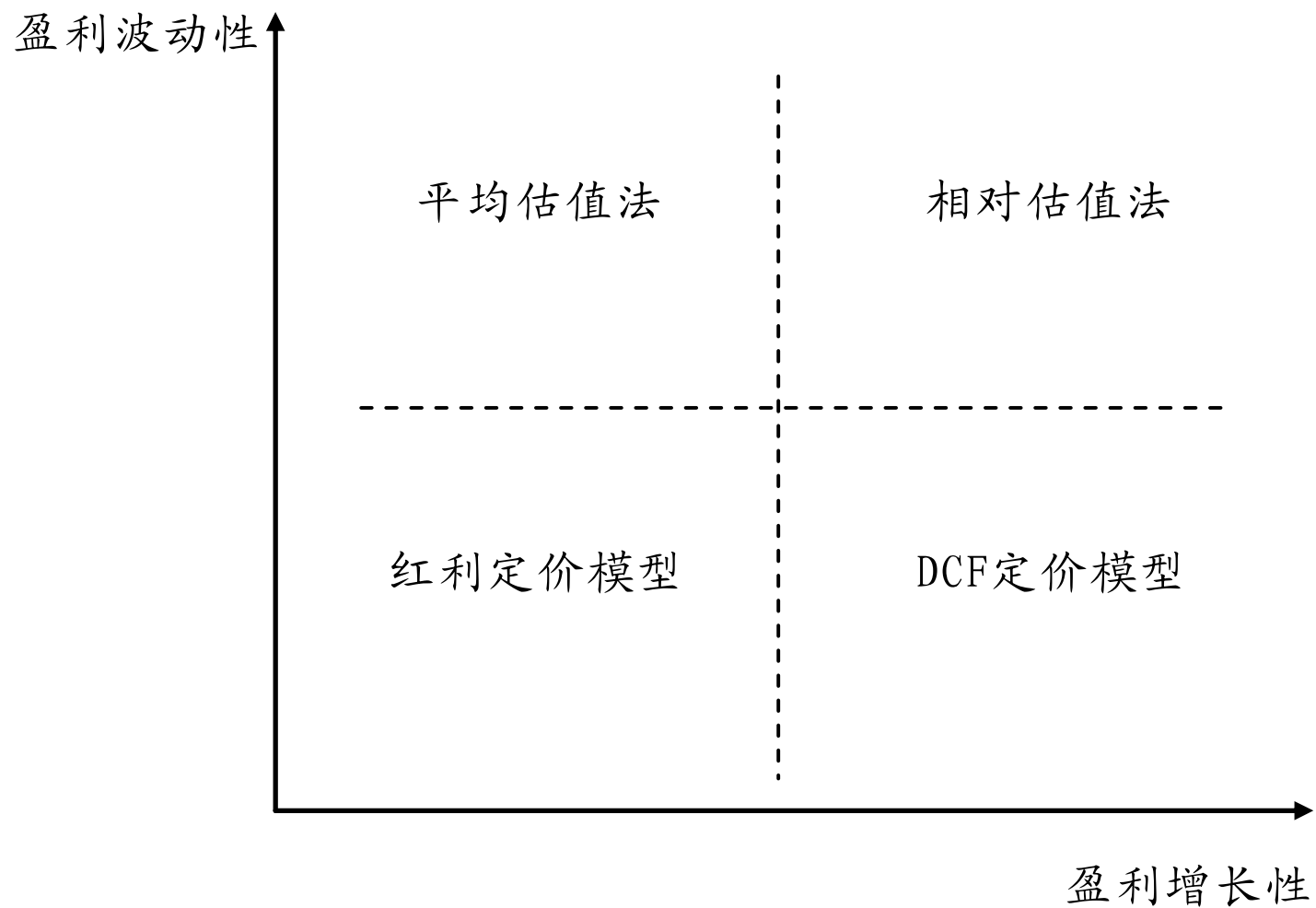
中国产业链一体化努力任重而道远



资料来源: 中金公司研究部



资料来源：中金公司研究部



资料来源：中金公司研究部

A 股

国投中鲁

新农开发

中粮屯河

通威股份

南宁糖业

H 股

大成糖业

西王糖业

安德利果汁

海升果汁

大成食品

中国粮油控股

资料来源：中金公司研究部

谢谢!