

大康农业 (002505)

中国农业海外并购龙头，全球资源对接中国市场

投资评级：暂不评级

投资要点

- **中国农业资源禀赋不足导致海外并购势在必行。** 1) 耕地资源少污染多。人均耕地面积不足世界平均水平一半。14 年全国土壤总超标率 16%，耕地超标率 19%。2) 务农人口下降。15 年城镇化率 56%，农村青年劳动力大量外流，剩余劳动力老龄化严重。3) 生产成本明显高于海外，进口依存度高。15 年大豆进口量占消费量比重高达 94%。4) 国储粮仅够居民口粮，养殖饲料基本靠靠国外进口，进口价格受制于人，中国资本海外并购势在必行。
- **巴西收购项目有望直接对接资源，增加国内粮食供给。** 巴西未来极有可能成为中国粮食战略储备来源，提高议价能力。1) 巴西是耕地储量最多的国家。预计 19 年农产品产量将占全球总产量 35%，大豆和玉米分别占全球出口的第 2 和第 3，巴西年粮食出口量基本等同于我国进口量，2) 土地具有升值空间。05-15 年均增 15%，近三年增 18%。3) 巴西玉米大豆价格是我国到岸价的 1/2 和 1/3，生猪养殖优势明显。饲料费用占养猪成本 50%，另巴西土地无环保费用。
- **公司全力打造全球农产品贸易平台。** 1) 大股东鹏欣集团掌控多家上市公司（国中水务、鹏欣资源等），在海外布局农业 10 余年，拥有南美农场（玻利维亚 1.2 亿公顷农田）、南非矿产等，经验丰富。2) 上市公司拥有 40 亿现金，且与天堂硅谷成立了 50 亿元的国际农业并购基金，资产负债率仅为 20%，大股东持股比例超过 60%有增发稀释空间。 3) 新西兰、澳大利亚均有布局，新西兰 29 个牧场正在 OIO 审批之中，预计 2H16 获批概率大。4) 大康未来或成为中国粮食战略出海的民营平台，巴西农业融资利率高达 12-20%，粮食运输能力远不足生产能力（港口运力不足），粮食供应链有巨大的固定资产投资和农业金融息差空间。
- **Fiagril 并购后或成为巴西整合平台之一，具有里程碑意义。** 1) 大康耗资 2 亿美金收购 F58% 股权，F 公司承诺 17-19 财年平均 EBITDA 不低于 9094 万美金；2) F 与 2000 户农户长期直接合作，提供农资和农技服务并换取农产品。14/15 收货季节的农作物采购量高达 290 万吨，近年复合增长率达到 18%。2) 巴西地广人稀需要大量化肥农药资源，未来大康可以在国内整合农化资源输出到巴西，同时利用资金优势（现金 90 亿+授信+发债+股权增发）进行农业贷款获取息差，并将农作物直接出口到国内，我们猜测后续还有其他并购的可能。
- 我们预测 17-19 年净利润（含或有并购和乳业资源注入）为 13/18/25 亿，对应 17 年 17xPE。建议积极关注。
- **风险提示：** 收购风险，食品安全风险。

2016 年 6 月 15 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：

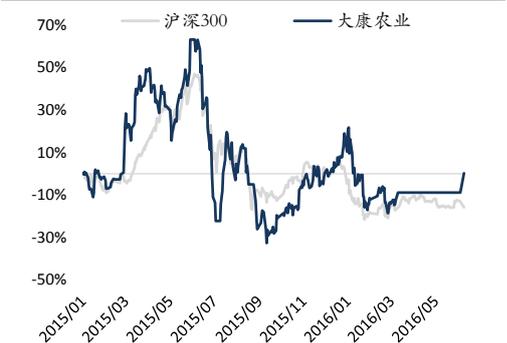
S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 汤玮亮

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	3.68
一年最低价/最高价	3.68/11.65
市净率	3.5
流通市值（亿）	56.9

基础数据

每股净资产	2
资产负债率	9.44
总股本（百万股）	5485.37
流通股 A 股（百万股）	1546.09

目录

1. 农业“走出去”上升为国家战略	4
1.1. “走出去”势在必行.....	4
1.1.1. 中国农业规模化、组织化程度低.....	5
1.1.2. 土壤质量堪忧.....	5
1.1.3. 务农人口减少.....	6
1.1.4. 生产成本高.....	7
1.2. “走出去”仍处起步阶段.....	7
2. 巴西农产品出口量基本等同于中国进口量，大豆玉米出口量全球前 3，布局巴西具有战略意义	9
2.1. 巴西农业具有比较优势.....	9
2.1.1. 资源禀赋得天独厚.....	9
2.1.2. 巴西土地具有升值潜力.....	10
2.1.3. 养殖具有成本优势.....	11
2.1.4. 重获牛肉进口许可.....	12
2.2. 麻省大豆玉米产量占比三成.....	12
3. 收购 F 公司正式拉开巴西农业整合序幕，全球农产品贸易平台版图再添浓重一笔	13
3.1. 主业从养殖转型，老公司新业务.....	13
3.2. 收购 F 公司意义在于直接对接农户拥有定价权，增加我国粮食供给.....	15
3.2.1. 以物换物控制货源，14/15 收购 290 万吨大豆玉米.....	16
3.2.2. 粮食储备能力占麻省 3%.....	16
3.2.3. 生物柴油占麻省 18%.....	16
3.2.4. 新港口有效降低成本，预计 22 年粮食出口 4000 万吨.....	17
4. 盈利预测	17
5. 不确定因素	17

图表目录

图表 1: 大豆进口依存度高 (百万吨)	4
图表 2: 谷物进口增速快 (万吨)	5
图表 3: 畜产品进口增速快 (万吨)	5
图表 4: 化肥施用量连年增长.....	6
图表 5: 城镇人口快速增加.....	6
图表 6: 三大主粮人工和土地成本占六成.....	7
图表 7: 大豆人工和土地成本占七成.....	7
图表 8: 近年来主要的农业并购案例.....	7
图表 9: 巴西大豆产量占全球产量三成.....	10
图表 10: 巴西大豆出口占全球出口四成.....	10
图表 11: 中国猪肉供需缺口增大.....	11
图表 12: 中国养猪饲料成本占养猪总成本五成以上.....	11
图表 13: 中国大豆价格高于进口价格三成以上.....	11
图表 14: 中国玉米价格高于进口价格五成以上.....	11
图表 15: 中国牛肉供需缺口大.....	12
图表 16: 中国养牛饲料成本占总成本约两成.....	12
图表 17: 单位产量水平高.....	13
图表 18: 麻省粮食储备占巴西总储备 21%.....	13
图表 19: 粮食储备缺口大.....	13
图表 20: 一季度利润回升.....	14
图表 21: 贸易收入占九成.....	14
图表 22: 标的公司麻省中北部覆盖面积大 (截至 2015 年 6 月)	15
图表 23: 大康农业三年预测财务报表.....	18

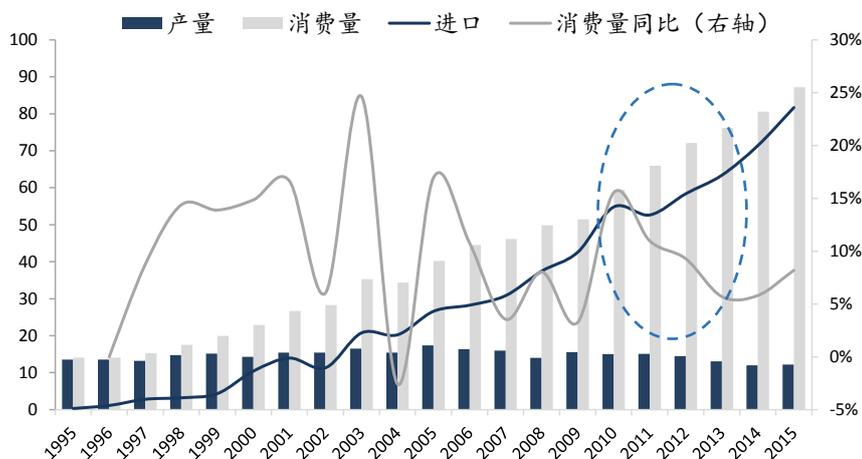
1. 农业“走出去”上升为国家战略

1.1. “走出去”势在必行

农业“走出去”战略主要表现为：对外直接投资加速增长，投资地区、方式和产业日益广泛和多样化，以外向型农业产业化龙头企业是走出去战略的核心主体。基本思路：综合运用国际国内两个市场、加快实施农业“走出去”战略，布局全球农业产业链，打造一批重点跨国农业企业，掌控全球农业产业链关键环节和重大增值节点，以促进合作共赢，保障国家粮食安全和农产品持续、稳定、安全、有效供给，构建高效、持续的全球农产品供需统筹网络和农业科技与资源的全球配置网络。

中国农业资源禀赋不足导致海外并购势在必行。国储粮仅够居民口粮，养殖饲料基本靠靠国外进口，进口价格受制于人，中国资本海外并购势在必行。尽管中国粮食产量实现“十二连增”，预计 16 年也可连增。但是作为是世界农产品最大的进口国，进口依存度依旧很大。据预测，到 2020 年中国粮食需求大约为 14000 亿斤，还有 2000 亿斤左右的缺口。中国粮食安全问题仍十分严峻，“走出去”上升为国家战略。

图表 1: 大豆进口依存度高 (百万吨)



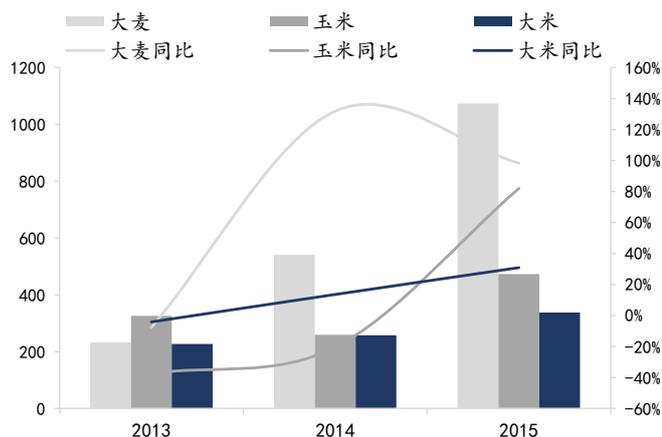
资料来源：iFinD，东吴证券研究所

15 年大麦进口 1073 万吨，同比增长 98%；玉米进口 473 万吨，同比增长 82%；大米进口 338 万吨，同比增长 31%；大豆进口 8169 万吨，同比增长 14%，大豆进口量占国内消费量比重已高达 94%。

畜产品方面，牛肉进口 47 万吨，同比增长 59%；猪肉进口 78 万吨，同比增长 38%；奶粉进口 73 万吨，同比增长 30%。随着国内收入水平的提高，消费不断升级，高品质农产品进口也会继续上升。

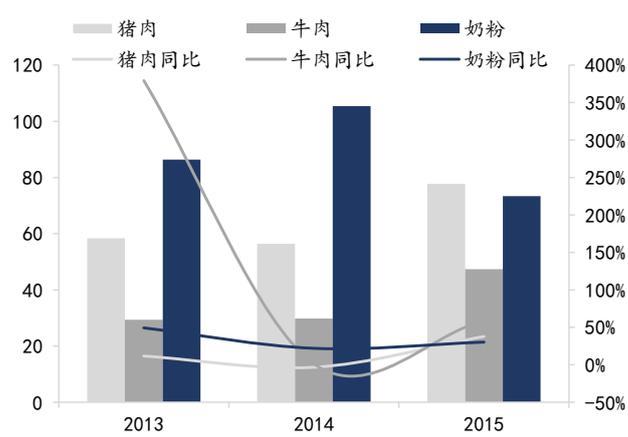
15 年葵花油+红花油、食糖、花生油、水果、橄榄油和蔬菜等进口分别增长了 43%、39%、36%、12%、8%、6%。

图表 2: 谷物进口增速快 (万吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 畜产品进口增速快 (万吨)



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2) 耕地资源少污染多。人均耕地面积不足世界平均水平一半。14 年全国土壤总超标率 16%，耕地超标率 19%。3) 务农人口下降。15 年城镇化率 56%，农村青年劳动力大量外流，剩余劳动力老龄化严重。4) 生产成本明显高于海外，进口依存度高。15 年大豆进口量占消费量比重高达 94%。

1.1.1. 中国农业规模化、组织化程度低

规模化是现代农业的基础。但是中国农业规模化程度还十分低下。14 年经营 50 亩以下的农户仍占绝大多数 (99%)，农村土地流转面积占家庭承包耕地大约为 30%。15 年全国耕地面积 20.3 亿亩，承包的农户大约有 2.3 亿户，每家每户农民种的地往往不到 10 亩。

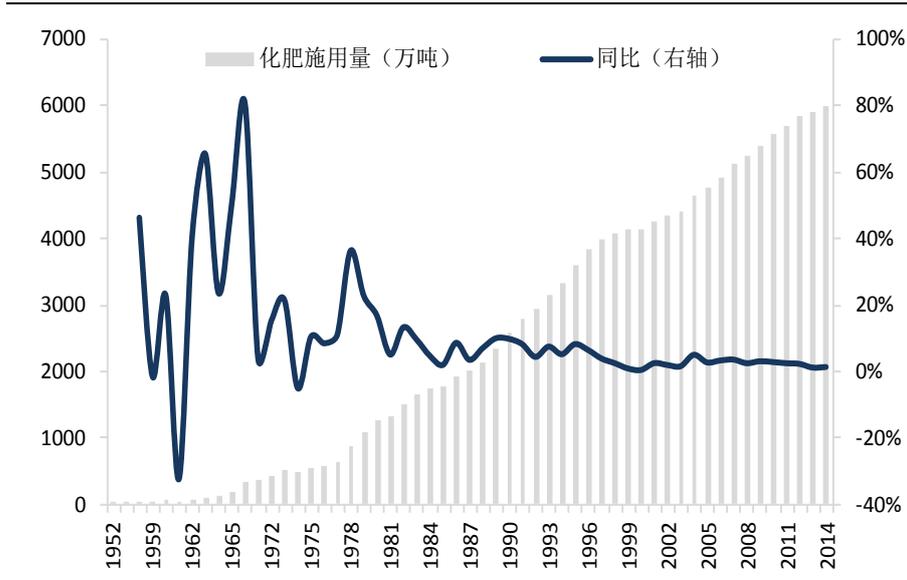
农民专业合作社发展也还处在起步阶段，截至 2014 年底，全国家庭农场有 78 万家，农民合作社有 128 万家。龙头企业与农户间的利益联结机制还不健全，采用合作、股份合作等较为紧密联结方式的仅占 38%。

1.1.2. 土壤质量堪忧

农业已超过工业成为中国最大的面源污染产业。据 2014 年《全国土地污染状况调查公报》显示，全国土壤总超标率达到了 16.1%。其中，耕地、林地、草地和未利用地的土壤点位超标率分别为 19.4%、10%、10.4% 和 11.4% (本次调查覆盖全部耕地，部分林地、草地、未利用地和建设用地，实际调查面积约 630 万平方公里)。

土地污染主要是由于农业生产过程中过量使用化肥和农药导致的。中国化肥年施用量超过 5996 万吨，农药年施用量达 32 万吨，化肥和农药生产量和使用量均为世界第一。但是，化肥和农药的实际利用率却仅有 35% 左右，大部分都污染环境了。利用率约比发达国家低 15-30 个百分点。农业生产患上了“化肥依赖症”，化肥成为增产重要措施。然而，这不可持续，土地修复的成本极高，过程也很漫长，农业投入品边际收益下降。据测算，每年因土壤污染致粮食减产 100 亿公斤。

图表 4: 化肥施用量连年增长

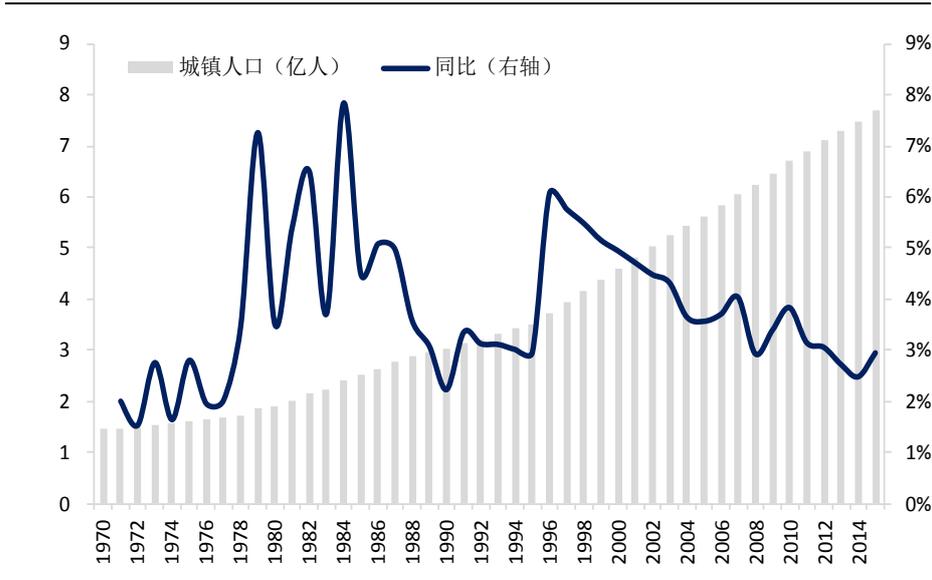


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.1.3. 务农人口减少

中国城镇化发展迅速, 常住城镇人口比例从 1970 年的 17% 增长至 2015 年的 56%。但是, 城镇化进程中, 土地城镇化快于人口城镇化。这使得土地大量流失, 土地成为地方政府的“提款机”。据国研中心农村部调查, 2012 年征地拆迁已占土地出让收入的 40%。在 2000 年-2010 年间, 全国城镇建成区面积扩张了 65%, 远高于城镇人口 46% 的增幅。另外, 据测算, 从农村转移到城市的农民, 当适应了城市的食物消费结构, 其日消费粮食将会增加 20%。因此, 城镇化使农村劳动力转移, 土地减少, 从而降低粮食产量, 而且可能增加粮食消费量。

图表 5: 城镇人口快速增加



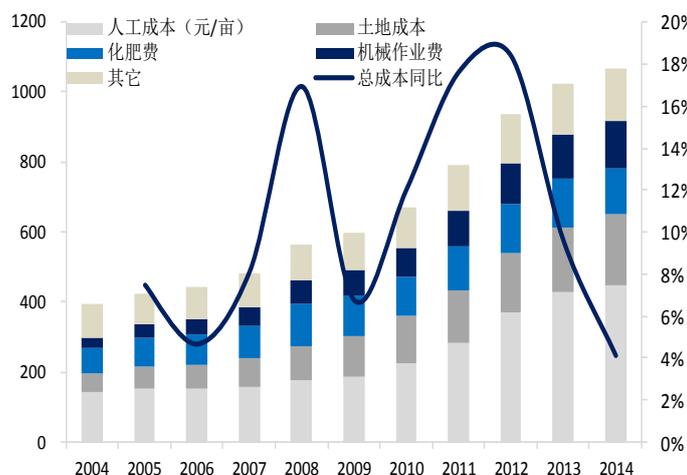
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.1.4. 生产成本高

中国小麦、玉米和水稻三大主粮亩均总成本从 2004 年的 395 元上升至 2014 年的 1069 元，总成本连续增长。2004 年，人工、化肥、土地、机械作业和农药费用分别为 141、71、54、32 和 12 元。14 年达到 447、132、204、134 和 28 元。净利润大幅下降，从 197 元下降至 125 元。成本利润率从 50% 下降至 12%。

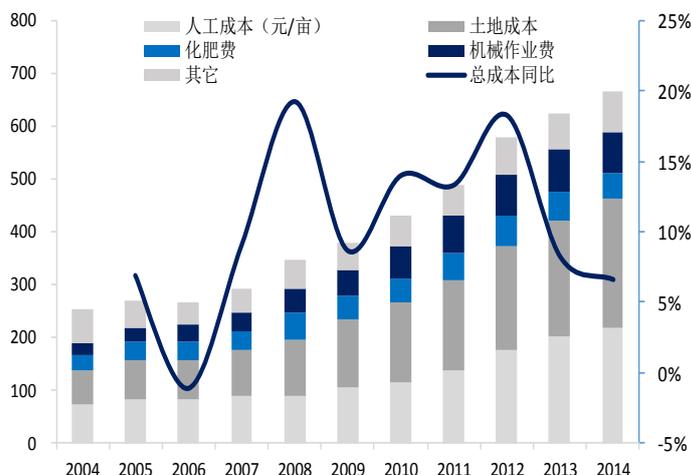
生产成本居高不下，导致国内农产品价格普遍高于国际水平。15 年小麦进口价格为 1854 元/吨，国内价格为 2360 元/吨，高了 27%；水稻进口价格为 2758 元/吨，国内价格为 2853 元/吨，高了 3%。

图表 6: 三大主粮人工和土地成本占六成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 7: 大豆人工和土地成本占七成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

1.2. “走出去”仍处起步阶段

15 年对外非金融直接投资创下 1180 亿美元的历史最高值, 同比增长 15%, 连续 13 年增长。农业方面, 截止 2013 年年底, 对外投资累计总额为 39.56 亿美元。共有 373 家境内投资机构在境外投资设立了 443 家农业企业。央企投资额总计 1.61 亿美元, 占 4.1%, 其余为地方国企、农垦集团和民企。2010 年至 2014 年, 农业对外投资规模为 185 亿美元。

图表 8: 近年来主要的农业并购案例

公司	时间	国家	金额	交易简介
开创国际	2016	西班牙	6100 万欧元	ALBO100% 股权。有利于开创远洋利用其在西班牙市场的地位及优势, 通过向下游产业链的延伸, 扩大资产规模, 加快提升金枪鱼产品的产能。有助于公司引进成熟的管理和销售网络, 增强市场竞争力。
上海梅林	2016	新西兰	3.1 亿新西兰元	SFF50% 股权。通过收购经营能力良好、拥有优质牛羊肉产业链的相关资产, 实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局。标的公司的产品与上市公司下属上海联豪食品有限公司的深加工业务相配合, 同时与外食公司的牛羊肉进口业务相配合。
中化国际	2016	美国	不少于 2.4 亿新加坡元	Halcyon 不少于 53.98% 股份。Halcyon 公司是全球前五大天胶企业, 拥有 74.8 万吨的加工产能以及超过 100 万吨的年销售能力。
中化国际	2016	美国	1.146 亿美元	PANIT 100% 股权。PANIT 公司主要业务包括橡胶化学品和特种丁腈胶乳业务, 在美国有两家

工厂，总产能近 6 万吨，主要产品促进剂 NS、防老剂 TMQ 和特种丁腈胶乳产品均为北美最大的生产供应商。

天宝股份	2016	美国	705 万美元	IQQ8.0832%股权。IQQ 公司经过几十年的发展，拥有优秀的捕捞船队，并掌握了北美 19%的非狭鳕类底层鱼捕捞配额，公司还成功建立了可靠、优质和稳健的品牌形象。本次交易完成后，IQQ 将为公司拥有优质的原材料资源提供保障，保证部分原材料的采购及降低财务费用，同时也将为公司国际市场上发掘更多潜在客户提供有效渠道，进一步扩大公司在美国的业务。
得利斯	2016	澳大利亚	1.4 亿澳元	Yolarno Pty Ltd 增资后 9.64%股权。通过本次并购，将进入高端牛肉市场，产品种类更加丰富，业务结构更加合理，同时也打开了国外市场，为公司产品进入国外市场开辟了渠道。
中化集团	2016	瑞士	430 亿美元	先正达 100%股权。收购农化巨头先正达，使得中化一跃成为全球最大杀虫剂与农业供应商。将成为一家转基因种子生产商，同时也将直接挑战孟山都的龙头地位。
中粮国际	2015	新加坡	7.5 亿美元	来宝农业 49%股权。大宗农产品低迷，产品价格下降，来宝股价大跌 65%。中粮此次收购，价格相对便宜。来宝农业的供应链系统及粮源掌控能力与中粮在中国的物流、加工、分销网络相对接。
开创国际	2015	加拿大	770 万加元	FCS70%股权。此次收购 FCS 将有利于公司扩大国际渔业资源份额比例、优化产品品种结构、更加切合产品回国的市场需求，培育新的效益增长点；有助于公司引进成熟的管理和销售网络，增强市场竞争力，向下游延伸远洋渔业产业链，实现公司“产业外扩、产品回国”的发展战略。
青青稞酒	2015	美国	130 美元	Napa Chiles Valley Winery100%的股权。根据美国葡萄酒庄大多采用酒庄资产持有与经营分离的经营惯例，公司获得 NapaChiles100%股权，能够更好地开拓美国葡萄酒市场，规避经营风险。不会对公司财务及经营状况产生重大影响，不存在损害公司及全体股东利益的情况。
张裕 A	2015	西班牙	2625 万欧元	爱欧集团 75%股权。爱欧集团位于西班牙最著名的里奥哈葡萄酒产区，葡萄原料供应充足，产品质量优良而成本较低，市场覆盖欧美等多个国家和地区，产品表现出良好的性价比和市场竞争能力，其绝大部分产品与中国主流葡萄酒消费需求较为吻合，而中国市场是其薄弱环节，无论从产品、原料，还是销售渠道上与本公司均有较好互补性，通过本次收购能够产生较好协同效应。
光明乳业	2015	以色列	9.86 亿欧元	Bright Food Singapore Investment Pte. Ltd100%股权。公司拟通过本次收购项目，进一步扩大国内市场份额并开拓以色列、欧美国际市场，深入优化产品结构和技术结构，加快公司在乳制品行业的发展步伐，增强企业盈利能力。
星河生物	2015	美国	6000 万美元	经营性资产(主要包括潘菲尔德生产经营所需厂房、土地、设备、商标、专利、药号，以及现有存货等，并承接客户，接收雇员)。本次交易前，公司在美国市场是以动物保健品原料药供应商的角色来开展业务的；本次交易完成后，公司将拥有潘菲尔德的生产体系和销售渠道，获得进入美国动物保健品终端市场的平台。
天山生物	2015	澳大利亚	2525 万澳元	明加哈农业发展有限公司 70%股权。可以充分利用当地资源，积极开展牧场经营与活畜引进业务。项目实施后天山生物的总资产及净资产规模将相应增加，可提升公司的盈利能力和经营活动现金流入。
聚龙集团	2015	印尼	30 亿元(累计)	已经开发种植棕榈种植园及储备用地 15 万公顷，与印尼的合作种植范围多达 40 多个村庄，合作种植总面积近 10000 公顷。
天邦股份	2014	美国	4692 万美元	Agfeed Industries, Inc (BVI)100%股权。所购得资产业务与公司目前主营饲料及饲料原料、生物制品等业务均有良好的协同促进作用，并能迅速扩大公司生猪育种及养殖业务规模。同时公司将利用自身制造、成本和市场优势，增强公司市场综合竞争力和可持续发展力，为实现公司延伸产业链奠定坚实的基础。
中粮集团	2014	新加坡	15 亿美元	来宝农业有限公司 51%股权。此次收购意味着中粮可以不通过“ABCD”四大粮商的供应链，直接从海外采购粮食，有助于更好地控制采购成本。
海大集团	2014	越南	114 万美元	越南海兴农水产种苗责任有限公司 100%股权。
中粮集团	2014	荷兰	12.9 亿美元	尼德拉 51%股权。尼德拉是全球知名的农产品及大宗商品贸易集团，年销售额超过 170 亿美

青青稞酒	2013	美国	1500 万美元	元。 收购 Sundown Ranch LLC 葡萄酒酒庄的土地、房屋建筑物、葡萄树、酒庄设备等资产。在目前原材料价格持续上涨及人民币不断升值的情况下,公司通过在境外收购资产的形式拓宽公司产品线,通过国内销售公司和美国孙公司开展葡萄酒在中国和美国等国际市场的运营推广,借鉴国际葡萄酒的运作模式,提升青稞酒的差异化优势,符合公司的长远发展战略。
金枫酒业	2013	法国	1470 万欧元	Diva70%股权。Diva 创立于上世纪 70 年代,在法国波尔多地区葡萄酒业界具有较高的知名度。
双汇国际	2013	美国	47 亿美元	史密斯菲尔德 100%股权。通过从美国进口高质量的肉产品来满足中国市场对猪肉不断攀升的需求,还能够继续服务于美国 and 全球市场。
金河生物	2013	美国	10 万美元	法玛威药业有限公司的 10%股份。
海南橡胶	2012	新加坡	862 万美元	雅吉国际私人有限公司 15%的股权。雅吉公司业务及资产较为优质,公司选择优质的海外同行业相关资产进行投资或收购,有助于提升公司国际竞争力和影响力。
海大集团	2012	越南	1580 万美元	Panasia Trading Resources Limited80%股权。越南水产养殖市场需求及发展潜力巨大,公司通过本次收购以及增资,进军越南市场,向东南亚市场拓展。
国联水产	2012	美国	1341 万美元	SUNNYVALE SEAFOOD 公司 100%股权及经营性资产。收购 Sunningvale Seafood 有利于公司构建国外水产品消费市场终端网络,以自主品牌方式迅速进入美国消费市场终端,提高公司在全球水产行业的竞争优势和地位;同时有利于公司及时获知国际市场供求信息并及时反馈,拓展采购渠道,丰富国内水产品消费品种,拓宽公司发展空间,符合公司未来发展的战略要求。
天宝股份	2011	日本	19 亿日元	HOKUDAI 公司 100%股权。拓宽水产品的采购及销售渠道,有效控制原料质量和成本收购后可以进一步扩大公司在日本的业务,同时可以保证部分原材料的采购及降低财务费用;全面推进冰淇淋的研发与销售日本植物蛋白冰淇淋研发及加工技术居世界领先地位,同时植物蛋白冰淇淋消费市场相对成熟,所以收购后可以推进公司的冰淇淋技术研发及产品的出口。
重粮集团	2011	巴西	25 亿元	购买土地建设大豆生产基地。
光明乳业	2010	新西兰	8200 万新西兰元	新莱特乳业有限公司 51%股权。中国乳业海外并购首例及海外并购业务中第一个在海外资本市场挂牌上市。新莱特已经迅速融入到光明乳业的销售战略中,其生产将首先瞄准国内婴儿奶粉高端市场。

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2. 巴西农产品出口量基本等同于中国进口量, 大豆玉米出口量全球前 3, 布局巴西具有战略意义

2.1. 巴西农业具有比较优势

巴西是亚洲基础建设投资银行和金砖国家开发银行的重要成员, 在“一带一路”战略背景下, 与中国的合作将越来越密切。作为农产品主要出口国, 巴西很有可能成为中国粮食战略储备来源。通过投资海外生产/采购基地, 实现纵向一体化, 未来有望绕过四大粮商“ABCD”(ADM、嘉吉集团、邦吉集团及路易达孚占巴西粮食及大豆出口 50%以上) 直接对接中国, 提高议价能力, 有效控制成本, 从而实现协同效应。

2.1.1. 资源禀赋得天独厚

巴西土地资源、水资源、森林资源丰富, 气候、土壤成分好。具有得天独厚的农业生产优势, 适合各种农作物生长, 是“21 世纪的世界粮仓”。

耕地资源多。国土面积 851.5 万平方公里, 占南美洲总面积的 47.3%,

为世界第五大国家。地形平坦，平原面积占国土面积 1/3 以上。拥有优质高产良田 3.88 亿公顷，其中 9000 万公顷尚未开发利用，还有 2.2 亿公顷的牧场，为农牧业发展提供了充足的土地，是耕地储量最多的国家。

水资源多。地处亚热带和热带，湿润多雨，大部分地区年降水量 2000-3000mm，亚马孙、巴拉那和圣弗朗西斯科三大水系的水力资源丰富，能够满足农作物生长的水热需求。

森林资源多。森林面积约有 650 万平方公里，占国土面积的 65%，远高于世界平均水平。广阔的森林不仅是宝贵的林业资源，还能涵养水源、调节气候、净化空气，利于巴西农业发展。

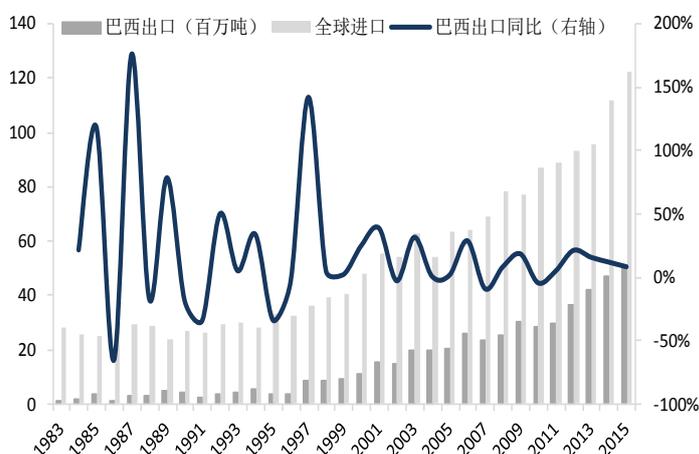
近十年以来，巴西粮食产量以年均 6% 的速度递增。巴西农业部称，到 2019 年，巴西农产品产量将占全球总产量的 35%。大豆、玉米、蔗糖、牛肉和鸡肉等产量和出口量世界前列。

图表 9：巴西大豆产量占全球产量三成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 10：巴西大豆出口占全球出口四成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

2.1.2. 巴西土地具有升值潜力

巴西地广人稀，为鼓励和吸引海外投资，实现“农业出口创汇”战略，政府制定了开放的农业政策。2010 年后，随着海外公司到巴西购买土地越来越多，巴西政府考虑食品安全，开始控制土地投资。按照规定，外国投资者购买超过 100 公顷土地，必须由巴西国会批准通过，限额是 5000 公顷。外国投资者购买土地不能超过每个乡镇可用土地的 25%。并且，禁止外国投资者控股的巴西企业购买或并购拥有土地所有权的巴西企业。但是，外国投资者面对不能控股持有农用土地的限制，仍然可以通过一些协议安排得以解决。

由于巴西农业生产的劳动生产率上升，并且农产品价格上升。巴西土地价格 2005-2015 年均增长率为 14.5%，近三年该数据达到了 18.2%。但相较于中国的土地价格以及居高不下的生产成本，仍然具有投资价值。因此，投资巴西农业具有广阔前景。

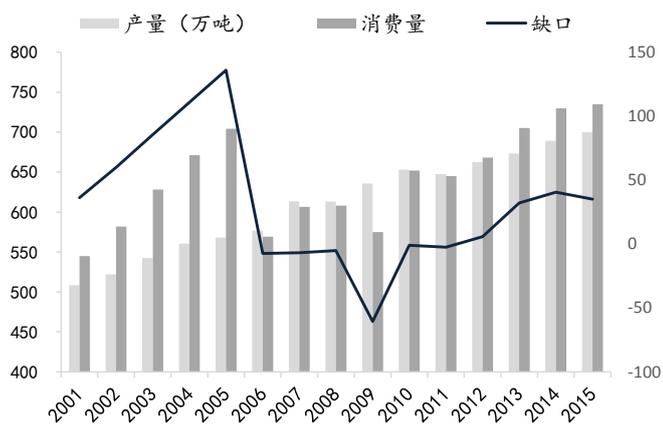
2.1.3. 养殖具有成本优势

中国养猪总成本中，精饲料费用占了五成以上，且连年增长。玉米、豆粕、小麦麸是饲料的主要成分，占 90% 以上。国内玉米、大豆价格较高，16 年 4 月份国内价格分别高于进口价格 52% 和 38%。据估计，按照玉米在猪料中占比 50% 计算，假设玉米价格下降的平均幅度为 250 元/吨，猪料的价格至少可以下降 100 元/吨。

中国是巴西农产品的最大进口国。14 年中国打破 90% 以上的玉米从美国进口的局面，允许从巴西进口。15 年中国从巴西进口大豆 4008 万吨，进口价格比国内价格便宜 35%。

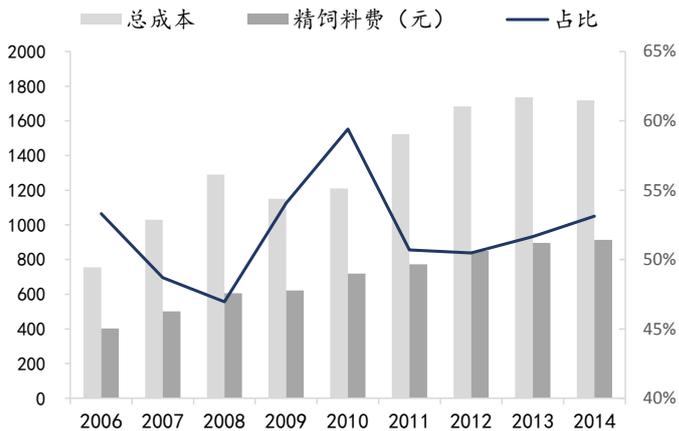
从巴西进口饲料到中国的运输时间较长，且面临进口配额等问题。巴西是世界猪肉主要生产国和出口国，饲养成本、保育和育肥死亡率都较低，若能在巴西生产猪肉后再进口，则相对经济。

图表 11: 中国猪肉供需缺口增大



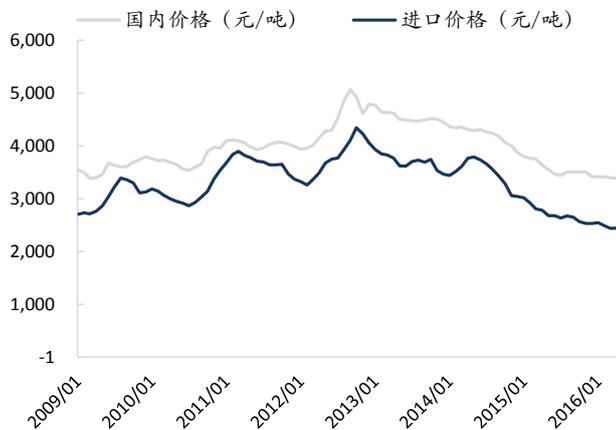
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 12: 中国养猪饲料成本占养猪总成本五成以上



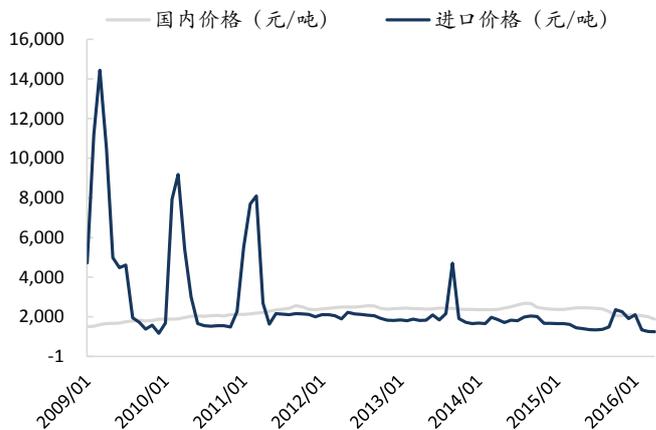
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 13: 中国大豆价格高于进口价格三成以上



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 14: 中国玉米价格高于进口价格五成以上



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.1.4. 重获牛肉进口许可

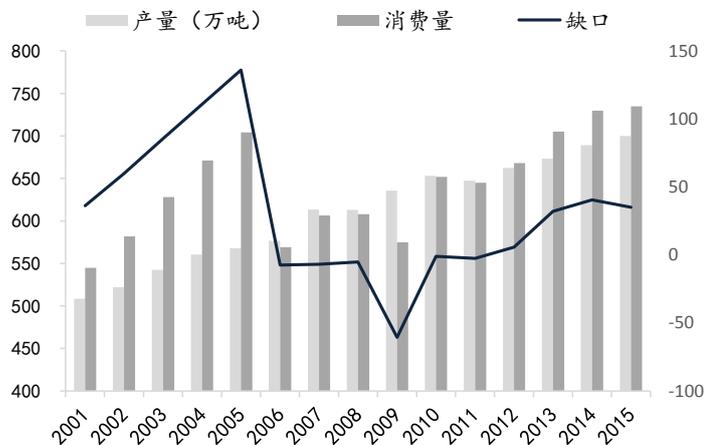
2012 年以来，中国牛肉供需缺口逐年增加，2014、2015 年已分别达 40 万吨、35 万吨。未来随着消费升级、西方餐饮文化为国人推崇、城镇化率的提升以及农村消费比重加大。短期测算，未来中国牛肉消费市场空间将达到 5000 亿，如按世界人均水平测算长期有望超过 7000 亿。

牛类繁殖系数低，养殖周期长（24 个月以上，出栏要 3.6 年以上），饲料转化率最低（4-8:1），饲养要求高（在母牛怀孕和犊牛饲养阶段，需要有足够的空间进行活动）。居高不下的出栏量导致存栏量下降、牛源紧张，再加上肉牛养殖成本高，国内牛肉供应短期内难有大幅提升。

此外，随着澳大利亚、新西兰进口关税降免等优惠政策作用，短期进口采购成本会降低，进口量将继续上升。2015 年，中国大陆及香港分别进口牛肉 60 万吨（+43.9%）、45 万吨，约占全球牛肉出口量 955 万吨的 11%。进口完税价约 34 元/kg，低于国内大宗批发价 63 元/kg 约 40%。2010-2015 年国内牛肉价格几近翻番。

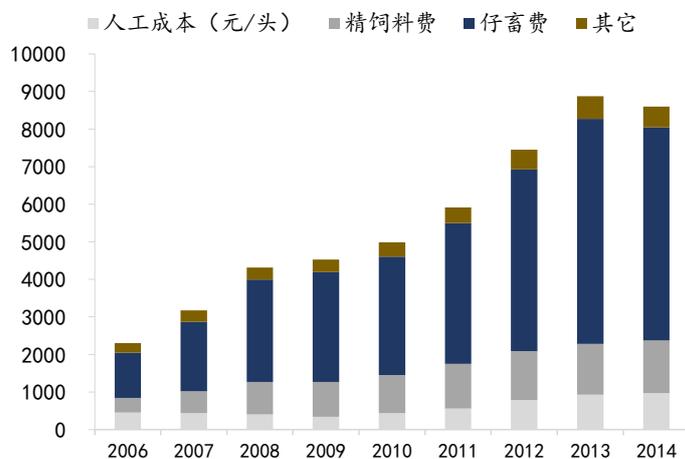
而巴西的天然草场放牧可极大降低饲养成本。15 年 5 月，巴西牛肉进口禁令解除。当年巴西出口到中国牛肉即达到 5.7 万吨，占比为 13%，仅次于澳大利亚（36%）。16 年 1 月更是达到 33%，超过澳大利亚（24%）。预计 16 年巴西可能超越澳大利亚，成为中国牛肉进口量最大的国家。

图表 15: 中国牛肉供需缺口大



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 16: 中国养牛饲料成本占总成本约两成

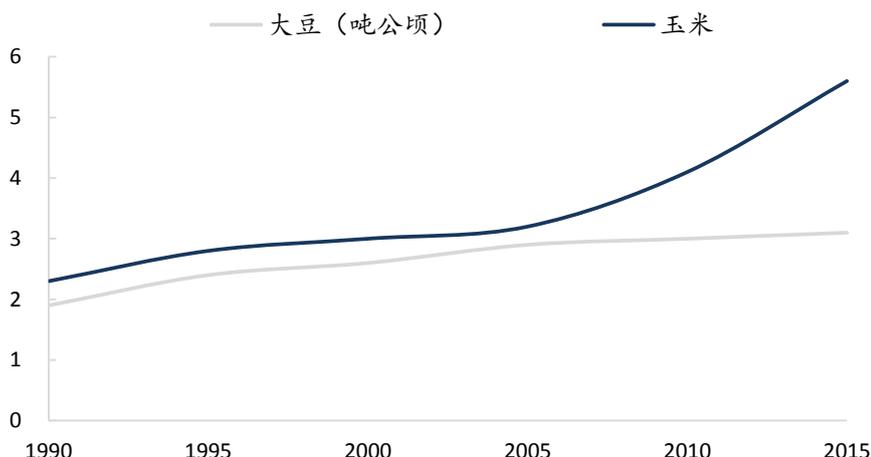


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2.2. 麻省大豆玉米产量占比三成

麻省具有很好的气候和土壤条件，使得冬季玉米得以高产。是巴西大豆玉米种植最大省，14/15 收获季节，大豆玉米产量达 4500 万吨，占巴西总产量比重达到 34%。大豆产量占全球产量达到 9%，排名第四。巴西大豆和玉米单位产量波动较大，但是麻省单位量能一致在较高水平。这是粮食增长的主要原因。

图表 17: 单位产量水平高

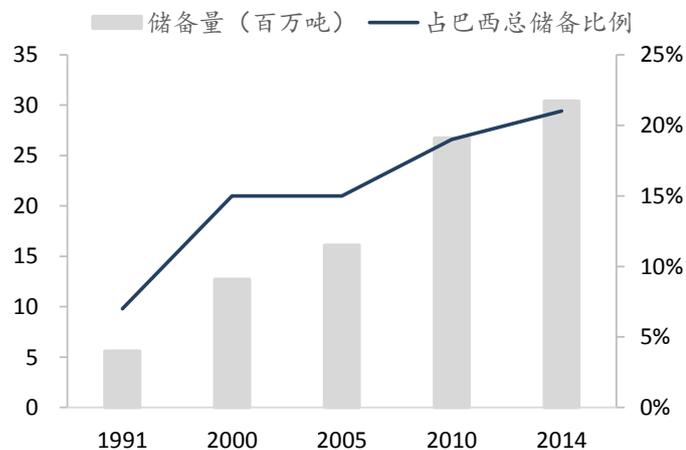


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

14/15 收货季, 麻省粮食产量为 4450 万吨, 储备量仅为 3000 万吨, 占巴西总储备粮的 21%。巴西粮食储备能力增长速度滞后于农产品产量, 预计缺口将达到 4000 万吨。

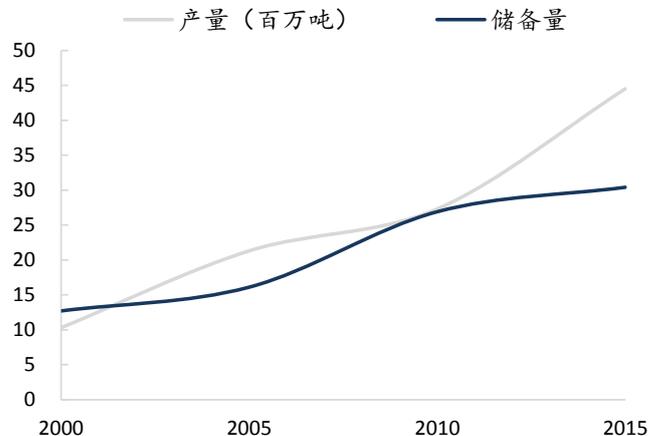
北部新港口刺激生产扩大。80% 农产品从南部港口出口。北部港口设立后, 预计超过 100 万公顷的牧场会转为耕地。预计 2022 年, 种植面积达到 1680 万公顷, 产量达到 6800 万吨。

图表 18: 麻省粮食储备占巴西总储备 21%



资料来源: 荷兰合作银行投资备忘录, 东吴证券研究所

图表 19: 粮食储备缺口大



资料来源: 荷兰合作银行投资备忘录, 东吴证券研究所

3. 收购 F 公司正式拉开巴西农业整合序幕, 全球农产品贸易平台版图再添浓重一笔

3.1. 主业从养殖转型, 老公司新业务

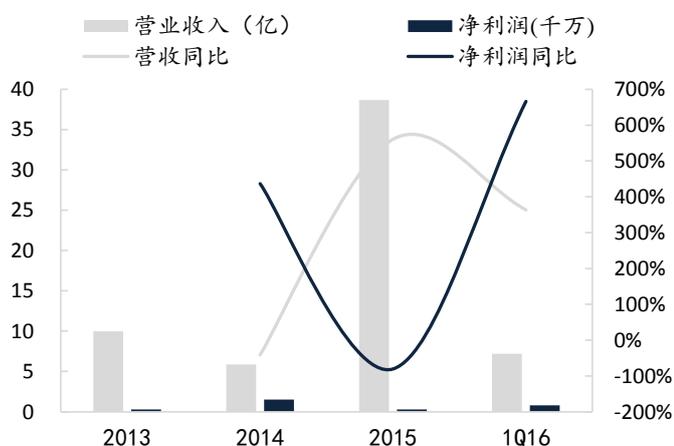
自 14 年公司控股股权变更后, 公司提出“全球资源, 中国市场”的发展战略, 并提出了打造“乳业、肉类、粮油”加“金融、贸易”三纵

两横业务体系的战略规划。

15 年公司主业发生重大变化，贸易收入占营业收入从 2014 年的 3.77% 增加到 89.41%，畜牧养殖业所占营业收入比重从 2014 年的 54.58% 下降到 7.34%。16Q1 公司净利润回升至 800 万元，同比增长 666.2%。营业收入为 7.2 亿元，同比增长 363.34%。2016 年度公司计划实现营业收入 100 亿元、净利润 1.5 亿元。

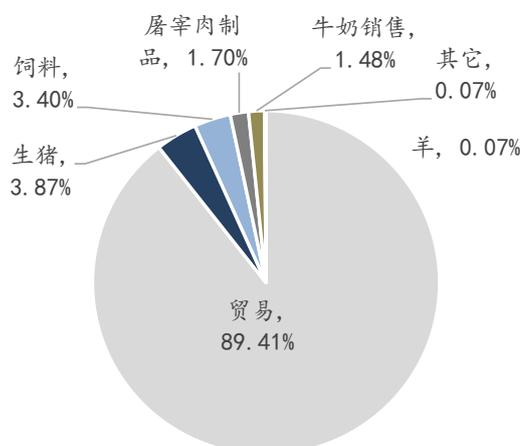
16 年 4 月公司公告称拟将公司全称变更为“湖南大康国际农业食品股份有限公司”，简称变更为“大康农业”，经营范围扩展为“国内外农产品贸易、投资及农产品服务贸易咨询”等方面。

图表 20：一季度利润回升



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

图表 21：贸易收入占九成



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

鹏欣集团 14 年成为公司大股东，其具有强大的资本运作能力和丰富的海外并购经验。主要产业有房地产开发、矿产实业、现代农业和股权投资。旗下主要上市公司包括国中水务、鹏欣资源、大康牧业等。

10 年斥资 2720 万美元收购了玻利维亚的一家国有农场，约 18.73 万亩，年主要作物产量约 4.5 万吨。继 12 年 11 月斥资 10 亿元人民币，在新西兰收购了 8000 公顷的 16 个牧场后，又收购了新西兰南岛的 13 个牧场。布局海外 10 余年，形成了“南美农场、南非矿产、新澳牧场”的基本格局。15 年以来，大康海外并购动作频繁。新西兰洛岑牧场、佩尼牧场、弗立明牧场收购失败，卡拉法牧场正在 OIO 审批之中；澳大利亚 Kidman 牧场于 2016 年 4 月 29 日被澳政府以国家利益为由而否决，大康将在未来三个月积极与交易对手方磋商，形成可被认可的收购方案；**巴西麻省 Fiagrill Ltda 并购项目已取得交易对方必要的内部授权或批准并经上市公司董事会和股东会审议通过。**

3.2. 收购 F 公司意义在于直接对接农户拥有定价权，增加我国粮食供给

本次收购价为 2 亿美元，大康将获得 Fiagril 58% 的分红权和控制权。

巴西农产品出口市场集中度高，传统四大粮商 ABCD 占比高，但亚洲竞争对手也开始崛起。路透社数据显示，2003 年 ABCD 采购了巴西谷物出口的 57%，亚洲公司只占 9%。14 年，ABCD 大豆、玉米和豆粕采购了巴西出口的 46%，亚洲公司占 36%；15 年，分别为 37% 和 45%。中国中粮集团（先后收购来宝和尼德拉），日本伊藤忠（14 年收购巴西本地 Naturalle 公司，采购规模增长十倍）、三菱、三井物产、丸红（巴西谷物第 2 买家，收购巴西南部的南圣弗朗西斯科码头），韩国希杰，新加坡丰益国际增长快速。ABCD 几乎没有增长，邦吉作为巴西谷物最大单一买家，更是削减大豆出口业务，主要转向玉米出口和大豆压榨。

巴西本地粮商具有天然优势，经营历史悠久，与当地农民建立了长期的合作关系，深得农民信任。且掌握了非常充分的市场信息和先进的管理经验。亚洲粮商收购了本地粮商、仓储和港口等基础设施，可以快速实现控制货源和贸易。巴西作为农业战略要地，是世界各大粮商的必争之地。亚洲粮商与 ABCD 的竞争将愈加激烈。随着澳大利亚、新西兰海外审核趋严，巴西标的也将更受青睐。

F 作为本地粮商，已有 30 年历史，与农民有着十分密切的联系。处于巴西主产区麻省，是巴西大豆、玉米等农产品贸易的大型农业企业，也是最大的农业生产资料销售平台之一。13-15 年大豆收购在麻省的市占率分别为 14.98%、13.87% 和 17.67%；玉米分别为 5.98%、12.92% 和 14.80%；农资分别为 9.52%、9.25% 和 8.38%。Fiagril 在麻省所覆盖的经营地区中大豆和玉米 2014/2015 年总产量约为 1640 万吨，预计 2022 年能达到 2500 万吨。

图表 22：标的公司麻省中北部覆盖面积大（截至 2015 年 6 月）

项目	农场面积（万公顷）			单位产量（包/公顷）	
	麻省中北部地区总面积	标的公司涉及面积	占比	麻省中北部地区总体单位产量	标的公司单位产量
大豆	300.12	207.82	69%	48.2	47
玉米	181.33	83.75	46%	93.9	82

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

通过 F 公司将获取全球大豆主要产区的大豆资源，并利用自身在国内农产品销售方面的渠道，通过直接进口大豆的方式满足中国市场的需求。这还有助于公司有效掌握国际大豆市场的信息，以及有益于国家建立战略粮食储备。本次交易将有效提高公司在国际大豆市场的议价能力，

通过对上游产业链的控制提升市场竞争力，同时有利于加强国家粮食安全体系的构建，为国内大豆消费提供更为安全稳定的粮食来源。

除目标公司以外，Fiagril 集团持有 Cianport40% 股权，将其作为战略性的粮食出口基础设施平台，形成包括一个中转码头、42 艘驳船、4 艘推船以及一个私人港口码头；持有 Serra Bonita33% 股权，将建立巴西最大的种子培育和加工中心；投资 Bioplanta 公司，以开发和生产专用肥料。

Fiagril 的主要竞争对手除了 ABCD 外，还有巴西本地家族企业 Caramuru。Caramuru 拥有巴西著名品牌 Sinha，大豆油和大豆膳食市占率高。大豆、玉米压榨效率分别为 130、26 万吨/年。生物燃料产量为 5 亿升。储备能力达到 250 万吨。

3.2.1. 以物换物控制货源，14/15 收购 290 万吨大豆玉米

以物换物模式指的是向客户提供农业生产资料，并折算成约定的大豆玉米农作物进行回收。与 2000 名目标中等规模种植面积的农户（平均面积为 2500 公顷）进行合作，提供种子、化肥等 1000 种产品和服务，平均合作年限长达 12 年。坏账率一般都控制近年平均值 1% 左右。并且，通过以物换物中获得的抵押物，公司可以从商业银行进行融资。

Fiagril 与各大供应商先正达、Yara、来宝集团和 Mosaic 等长期合作，通过现金采购得到了更多折扣。14/15 收货季节的大豆玉米采购量高达 290 万吨，近年来收购量复合增长率达到 18%。

3.2.2. 粮食储备能力占麻省 3%

目前，Fiagril 拥有总储藏能力为 83.1 万吨的 14 个粮食仓库，占麻省粮食储备 3%，具有较强的市场竞争力。预计 16 年粮食储量将增加至 95 万吨。

3.2.3. 生物柴油占麻省 18%

巴西于 2004 年设立国家生物柴油计划，以部分取代石油燃料。政府规定，所有燃料经销商应将生物燃料和柴油进行混合后销售。14Q4 后，生物燃料应占最终柴油产品 7%。巴西每年柴油消费量为 6000 万立方米，这项计划创造了约 420 万立方米生物柴油的需求。

15 年 Fiagril 生物柴油产量约为 15.73 万立方米，占麻省总产量 18%。标的公司具有巴西政府认证，在公开竞标中可享有排他性权利，并享受政府税收优惠。

3.2.4. 新港口有效降低成本，预计 22 年粮食出口 4000 万吨

麻省北部新建的口岸预计使得超过 100 万公顷的牧场转为耕地，刺激种植面积的扩张。新口岸的设立，将一改麻省 80% 农产品从南部港口出口的局面，大减少运输时间和成本。预计 2022 年北部港口粮食出口量达 4000 万吨。

4. 盈利预测

F 公司的盈利模式主要是前文所述的农业服务以物换物的模式，我们预测农业服务收入增长来自于增资扩股后现金增加，通过供应链金融增加中国农资出口量覆盖更多农户。利润增长来源 1) 补充流动资金降低公司财务成本；2) 未来通过国内农资资源对接海外降低成本，同时通过大量采购降低采购价格；3) 跨越大粮商直接对接中国买家，提高销售价格；4) 通过中国融资成本跟巴西农业融资成本超过 7% 以上的息差进行农业金融服务，核心看大康农业的融资能力，获得低风险套利。

大康目前可用货币资金接近 40 亿，同时将使用自有资金 10 亿元与天堂硅谷成立 50 亿并购基金用于海外布局。公司目前资产负债率仅为 23%，还有加杠杆空间，不排除申请授信和发债进行再融资。同时目前大康实际控制人鹏欣集团持股超过 60%，不排除增发融资可能。

5. 不确定因素

收购风险，食品安全风险。

图表 23: 大康农业三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	6428.7	10554.5	24479.8	29614.0	营业收入	3867.4	10530.0	42452.0	53902.8
现金	1822.6	7526.0	12216.3	14417.7	营业成本	3901.5	9863.2	38857.0	49118.0
应收款项	227.8	577.0	2326.1	2953.6	营业税金及附加	0.1	41.1	161.3	204.8
存货	224.4	1351.1	5322.9	6728.5	营业费用	35.5	94.8	849.0	1078.1
其他	4153.9	1100.4	4614.5	5514.3	管理费用	105.3	315.9	1061.3	1347.6
非流动资产	1891.9	2195.8	2478.3	2752.4	财务费用	31.1	113.0	114.0	114.0
长期股权投资	0.0	5.5	11.0	16.5	投资净收益	149.6	0.0	0.0	0.0
固定资产	840.8	1146.8	1431.6	1707.8	其他	-21.5	59.4	180.6	224.8
无形资产	153.5	145.9	138.2	130.5	营业利润	-78.1	161.5	1589.9	2265.2
其他	897.6	897.6	897.6	897.6	营业外净收支	100.9	78.1	78.1	78.1
资产总计	8320.6	12750.3	26958.2	32366.4	利润总额	22.8	239.6	1668.0	2343.3
流动负债	1794.2	6146.1	19818.6	24475.1	所得税费用	17.9	40.7	283.6	398.4
短期借款	1463.4	1500.0	1500.0	1500.0	少数股东损益	1.9	7.0	48.5	68.1
应付账款	265.4	2796.8	10752.2	12986.0	归属母公司净利润	3.0	191.9	1336.0	1876.8
其他	65.5	1849.3	7566.4	9989.1	EBIT	-175.0	256.1	1684.6	2359.2
非流动负债	724.9	725.9	726.9	727.9	EBITDA	-119.7	321.6	1774.5	2473.4
长期借款	389.9	389.9	389.9	389.9	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	335.0	336.0	337.0	338.0	每股收益(元)	0.00	0.03	0.24	0.34
负债总计	2519.1	6872.1	20545.6	25203.1	每股净资产(元)	2.00	1.06	1.16	1.30
少数股东权益	38.5	38.5	38.5	38.5	发行在外股份(百万股)	2887.0	5485.4	5485.4	5485.4
归属母公司股东权益	5763.0	5839.7	6374.1	7124.8	ROIC(%)	-0.5%	3.6%	-1194.1%	-63.6%
负债和股东权益总计	8320.6	12750.3	26958.2	32366.4	ROE(%)	0.1%	3.3%	21.0%	26.3%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	-0.9%	6.3%	8.5%	8.9%
经营活动现金流	62.7	6121.5	5848.0	3698.6	EBIT Margin(%)	-4.5%	2.4%	4.0%	4.4%
投资活动现金流	-3428.2	-339.5	-356.1	-371.1	销售净利率(%)	0.1%	1.8%	3.1%	3.5%
筹资活动现金流	1524.1	-78.5	-801.6	-1126.1	资产负债率(%)	30.3%	53.9%	76.2%	77.9%
现金净增加额	-1841.5	5703.4	4690.3	2201.4	收入增长率(%)	561.5%	172.3%	303.2%	27.0%
折旧和摊销	55.3	65.4	89.9	114.2	净利润增长率(%)	-80.9%	6303.4%	596.1%	40.5%
资本开支	-115.5	-334.0	-350.6	-365.6	P/E	3631.38	107.75	15.48	11.02
营运资本变动	-2503.4	5882.5	4441.5	1727.5	P/B	1.89	1.86	1.71	1.53
企业自由现金流	-2738.6	5826.5	5578.9	3434.3	EV/EBITDA	(111.99)	55.22	17.71	14.59

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>