



2009 年 4 月 22 日

农业

业绩回顾

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

减持

新农开发(600359.CH)

1 季度业绩符合预期

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	956	849	820	948	1,063	1,227
(+/-%)	-4.6	-11.3	-3.4	15.6	12.1	15.5
主营业务利润	207	145	149	108	212	265
(+/-%)	-15.5	-30.1	2.7	-27.3	96.1	25.0
净利润	56	30	25	-82	45	63
(+/-%)	31.1	-45.6	-17.3	-428.6	-154.3	40.6
每股收益(基本, 元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.14	0.20
(+/-%)	31.1	-45.6	-17.3	-428.6	154.3	40.6
每股收益(全面摊薄, 元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.14	0.20
每股经营现金流(元)	0.49	0.32	-0.33	0.45	0.86	0.62
市盈率(倍)	53.5	98.3	119.0	-36.2	66.7	47.4
市净率(倍)	2.7	2.7	2.8	3.1	3.0	2.9
股价/经营现金流	18.9	29.0	-28.5	20.6	10.8	15.0
EV/EBITDA(倍)	19.7	22.1	19.4	35.3	16.2	13.7
净资产收益率(%)	5.1	2.8	2.3	-8.6	4.5	6.0
投入资本回报率(%)	5.0	3.9	3.1	-1.0	4.9	6.0
股息收益率(%)	1.1	0.5	1.1	0.0	0.7	1.1

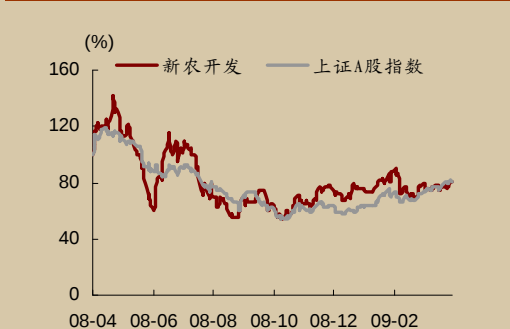
股票信息

A股	
股票代码	600359 CH
当前股价	人民币 9.27
日成交量(百万股)	14.48
52周最高价/最低价	人民币 16.6/6
总市值(百万元)	2,976
发行股数(百万股)	321
其中: 流通股(百万股)	190
主要股东(持股比例)	新疆阿克苏农垦农工商联合总公司(50.79%)

最近股价走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
新农开发	5.6%	5.1%	6.6%	19.6%
上证A股指数	1.3%	11.2%	27.7%	39.2%
中金农业指数	2.0%	11.5%	28.8%	45.1%

52 周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1 季度扭亏为赢:

1 季度公司录得净利润 354 万元, 符合我们此前 09 年将扭亏为盈的判断。除了 08 年计提了大量资产减值损失, 今年 1 季度近 667 万元的营业外收入(主要是固定资产处置利得)也是让公司实现扭亏为盈的原因。

发展趋势:

我们仍维持公司 09 年轻装上阵且趋势向好的判断: 08 年新增 8000 万元资产减值损失的计提使得 09 年各业务将轻装上阵; 而我国对棉价的扶植使得棉价难以下行, 同时, 因中美两国 09/10 产季种植面积缩减预期以及石油价格攀升预期, 使得棉花价格亦存在上涨可能。此外, 公司棉浆粕业务 09 年也有望实现盈亏平衡, 而棉浆粕价格的未来走势亦依赖棉价走势。

估值与建议:

在 08 年计提大量资产减值损失情况下, 预计 09 年将实现扭亏为盈并录得净利润近 4500 万元(假设棉花净利贡献约 4000 万元, 棉浆粕等其他业务微利)。对应 09 年的市盈率和市净率分别高达 67 倍和 3 倍, 我们由此维持“减持”评级。

虽然目前看来公司估值并不便宜, 但因公司计提大量资产减值损失后轻装上阵, 棉价难以下行且存在继续上冲的动力, 所以, 公司存在趋势性交易机会。棉价每涨 1000 元/吨将新增 0.125 元每股收益, 棉浆粕含税售价每涨 1000 元/吨新增 0.087 元每股收益。

图表 1: 1 季度业绩分析

人民币: 百万元	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	1Q09 YoY
营业收入	121.8	131.6	127.3	594.7	138.3	132.4	287.1	493.8	205.4	48.5%
营业成本及税金	94.3	115.0	100.7	450.2	103.7	118.3	239.0	436.6	173.3	67.2%
主营及其他业务利润	27.5	16.7	26.6	144.6	34.7	14.1	48.2	57.3	32.1	-7.4%
主营及其他业务利润率	22.6%	12.7%	20.9%	24.3%	25.1%	10.6%	16.8%	11.6%	15.6%	-9.4%
销售费用	4.6	4.9	6.6	14.5	9.0	9.8	9.7	19.6	5.1	-43.8%
销售费用率	3.8%	3.7%	5.2%	2.4%	6.5%	7.4%	3.4%	4.0%	2.5%	-4.0%
管理费用	21.0	23.5	29.7	7.7	23.8	29.2	28.0	23.8	22.7	-4.4%
管理费用率	17.3%	17.9%	23.3%	1.3%	17.2%	22.1%	9.8%	4.8%	11.1%	-6.1%
财务费用	2.7	-1.2	17.0	11.7	8.0	11.7	21.8	23.1	6.6	-17.4%
资产减值损失	0.0	-1.7	0.0	8.0	0.0	9.3	-3.5	80.3	-0.2	n.m.
营业利润	-0.8	-11.2	-20.0	98.1	-6.0	-46.0	-7.7	-89.0	-2.6	n.m.
营业利润率	-0.6%	-8.5%	-15.7%	16.5%	-4.3%	-34.7%	-2.7%	-18.0%	-1.3%	n.m.
利润总额	-2.0	-12.1	-20.5	93.5	-6.9	-46.8	-3.5	-87.6	3.5	n.m.
税前利润率	-1.7%	-9.2%	-16.1%	15.7%	-5.0%	-35.3%	-1.2%	-17.7%	1.7%	n.m.
所得税	0.0	0.0	0.0	7.4	0.0	0.0	0.0	0.6	0.2	n.m.
少数股东损益	-2.6	-0.1	-2.3	14.7	-1.8	-6.2	-15.2	-39.9	0.1	n.m.
净利润	0.5	-12.1	-18.2	71.3	-5.1	-40.5	11.7	-48.2	3.2	n.m.
净利率	0.4%	-9.2%	-14.3%	12.0%	-3.7%	-30.6%	4.1%	-9.8%	1.6%	n.m.
每股收益(基本, 元)	0.002	-0.038	-0.057	0.222	-0.016	-0.126	0.037	-0.150	0.010	n.m.

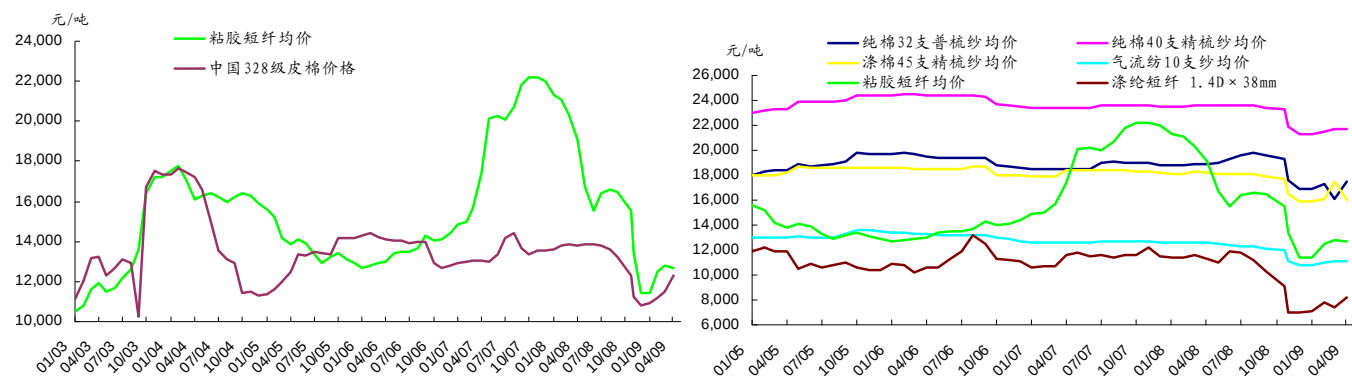
数据来源: 公司数据

图表 2: 08/09 产季国储棉收购进度及市场价变化

08/09产季棉花收储	收储品种	公布日期	收购日期	收储量(万吨)	实际收储量(万吨)	收储价（328级棉花）	备注
第一批	新疆棉	2008年8月20日	2008年8月21日至8月31日	15	8	新疆收储点: 13,400元/吨 内地收储点: 13,600元/吨	
第一批（续）	新疆棉	2008年10月16日	2008年10月21日至10月31日 10月24日提前结束	22	22	12,600元/吨	
第二批	新疆棉 内地棉	2008年10月29日	新疆棉08年10月29日开始 内地棉08年11月3日开始 到12月23日时已完成收储任务	100	101	12,600元/吨	
第三批	新疆棉 内地棉	2008年12月22日	08年12月24日开始 09年4月10日已完成收储任务	150	154	12,600元/吨	
合计收储量					285		
市场收购价（328级皮棉，元/吨）							
2008年9月 13,218	2008年10月 12,322	2008年11月 11,252	2008年12月 10,790	2009年1月 10,923	2009年2月 11,196	2009年3月 11,509	2009年4月13日 12,491

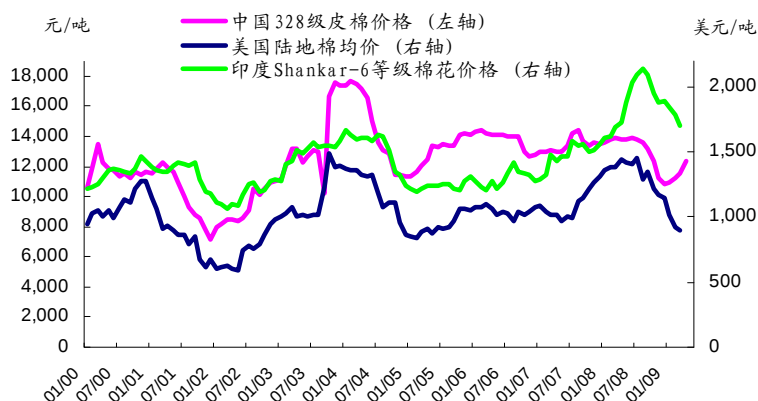
资料来源: 中国储备棉管理总公司、中金公司研究部

图表 3: 中国棉花及其主要替代品价格走势



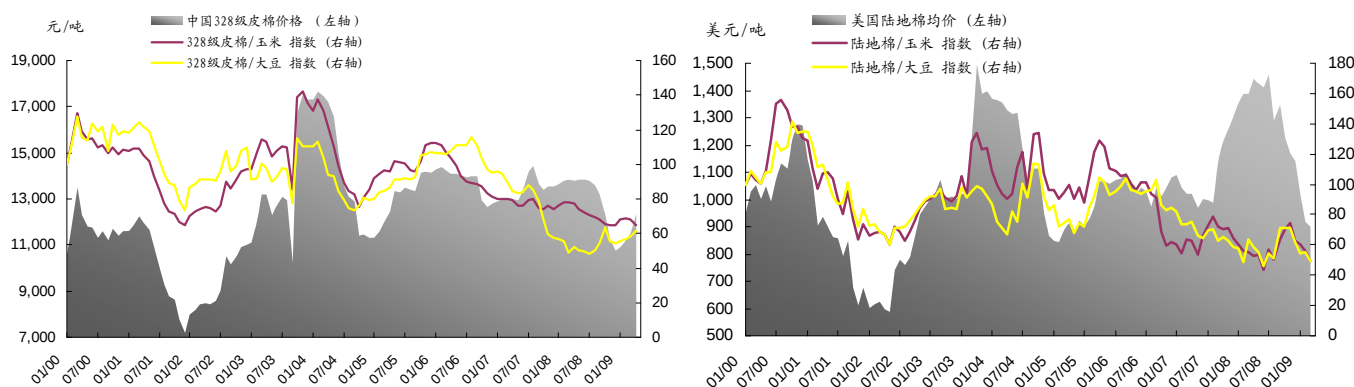
资料来源: 中国棉花网、中金公司研究部

图表 4：国际棉花价格走势



资料来源：彭博资讯、美国农业部、中金公司研究部

图表 5：中美棉花价格与主要可替换商品间的比价关系



资料来源：彭博资讯、中国发改委、美国农业部、中金公司研究部

图表 6: 盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	956	849	820	948	1,063	1,227
主营业务利润	207	145	149	108	212	265
营业费用	-22	-24	-27	-48	-51	-59
管理费用	-124	-88	-84	-105	-109	-126
营业利润	82	69	81	1	100	131
财务费用	-13	-22	-28	-65	-51	-57
资产减值损失	0	-14	-6	-86	0	0
税前利润	72	28	42	-145	54	79
净利润	56	30	25	-82	45	63
每股盈利 (元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.14	0.20
每股股利 (元)	0.10	0.05	0.10	-	0.07	0.10
现金流量表						
经营活动现金净额	157	102	-105	144	275	198
投资活动现金净额	-48	-103	-165	-300	-87	-28
融资活动现金净额	-17	-44	356	43	144	-79
货币资金增加额	91	-44	87	-113	331	91
货币资金期初余额	296	388	343	430	318	649
货币资金期末余额	388	343	430	318	649	740
资产负债表						
货币资金	388	343	430	318	649	740
应收帐款	152	121	191	101	116	134
存货	517	504	985	1,008	926	1,048
长期投资合计	56	55	114	266	275	297
固定资产合计	638	687	741	872	798	731
无形资产及其他资产	294	282	276	263	253	244
资产合计	2,202	2,193	3,018	2,982	3,206	3,411
短期借款	291	237	530	500	700	700
应付帐款	102	113	143	153	139	157
应付股利	41	36	26	26	26	26
应交税金	12	13	23	3	5	5
长期借款	-	20	70	247	247	247
股本	321	321	321	321	321	321
储备和未分配利润	773	770	750	636	680	721
负债和所有者权益合计	2,202	2,194	3,018	2,982	3,206	3,411
财务指标						
净债务/所有者权益	-8.8%	-7.9%	19.5%	45.4%	29.8%	19.9%
资产负债率	46.3%	46.0%	60.1%	64.9%	65.7%	66.3%
应收帐款周转期 (天)	58	52	85	39	40	40
存货周转期 (天)	255	265	542	441	400	400
速动比率	0.7	0.7	0.5	0.3	0.5	0.6
流动比率	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0	1.1
主营业务利润率	21.7%	17.1%	18.1%	11.4%	20.0%	21.6%
EBIT 利润率	8.6%	8.2%	9.9%	0.1%	9.4%	10.6%
EBITDA 利润率	16.9%	17.0%	20.0%	9.5%	18.5%	18.9%
营业利润率	7.2%	3.9%	5.7%	-15.8%	4.6%	6.0%
税前利润率	7.5%	3.3%	5.2%	-15.3%	5.1%	6.4%
净利润率	5.8%	3.6%	3.1%	-8.7%	4.2%	5.1%
营业、管理费用/营业收入	15.3%	13.2%	13.5%	16.1%	15.1%	15.1%
净资产收益率	5.1%	2.8%	2.3%	-8.6%	4.5%	6.0%
股息收益率	1.1%	0.5%	1.1%	0.0%	0.7%	1.1%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 7: 主要盈利预测假设

棉花业务盈利预测								2004 2005 2006 2007 2008 2009E 2010E							
								棉短绒——阿克苏新农化纤棉浆有限公司, 阿拉尔新农棉浆有限责任公司							
棉花种植面积(万亩)	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	产能(万吨)	2.0	2.0	2.0	2.3	6.4	11.0	12.0
籽棉单产(千克/亩)	34.8	25.0	22.6	23.0	23.0	21.0	21.0	产销量(万吨)	0.9	1.9	1.1	1.2	2.5	6.0	8.0
籽棉产量(万吨)	12.2	9.5	8.7	8.9	9.9	9.7	9.7	自产自销(万吨)		0.4	0.3				
皮棉单产(千克/亩)	136	148	149	151	168	179	179	来料加工(万吨)		1.5	0.8				
皮棉产量(万吨)	4.7	3.7	3.4	3.5	3.9	3.8	3.8	自产自销占比		18%	27%				
(+/-%)	3%	-22%	-9%	3%	11%	-2%	0%	销售单价(元/吨, 不含税)	2,900	2,390	3,384	8,297	7,687	5,556	5,833
衣分(籽棉中皮棉含量)	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	(+/-%)	-18%	42%	145%	-7%	-28%	5%	
棉短绒产量(万吨)	0.62	0.46	0.42	0.43	0.47	0.46	0.46	销售收入(百万元)	27.3	45.4	35.8	99.6	192.2	333.3	466.7
籽棉中棉籽(毛籽)含量	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	棉短绒单耗(吨/吨)	1.333	1.333	1.333	1.325	1.325	1.325	1.325
毛籽中棉短绒含量	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	棉短绒收购价(元/吨, 外购含税价)	3,600	2,500	2,650	3,100	5,500	2,300	2,415
公司所产棉花大部分是一级棉, 质量等级优于328级棉花								(+/-%)	-31%	6%	17%	77%	-58%	10%	
平均售价(元/吨, 自产自销不征税)	14,526	14,854	14,809	11,772	13,644	12,600	13,000	烧碱单耗(吨/吨)	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18	0.18
(+/-%)	-4%	2%	0%	-21%	16%	-8%	3%	烧碱价格(元/吨, 含税价)	2,200	2,500	2,300	2,650	3,000	2,600	2,800
长绒棉平均售价								水单耗(立方米/吨)	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5	62.5
销售收入(百万元)	688.5	549.6	500.6	408.5	525.8	474.7	489.8	水价(元/立方米)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
长绒棉销售收入(百万元)			90.1	43.1				电单耗(千瓦时/吨)	350	350	350	350	350	350	350
细绒棉销售收入(百万元)			408.1	430.5				电价(元/千瓦时)	0.30	0.30	0.30	0.30	0.33	0.33	0.33
长绒棉占比			18%	11%				蒸汽单耗(吨/吨)	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
籽棉收购市场价(元/吨)	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	蒸汽价格(元/吨)	45.0	45.0	45.0	45.0	50.0	50.0	50.0
(+/-%)	17%	-18%	20%	-7%	0%	-10%	5%	其他成本(元/吨)							
毛籽售价(元/吨)	1,400	1,000	1,000	1,200	1,800	1,500	1,500	说明: 04至06年公司有来料加工业务, 仅收取加工费, 所以造成成本项为负数, 以及这期间的单位售价和单位成本不具有参考价值。	-2,279	-1,693	-875	1,362	1,842	1,000	1,000
(+/-%)	75%	-29%	0%	20%	50%	-17%	0%	单位成本(元/吨)	2,592	1,934	2,898	5,716	9,091	4,433	4,599
原料成本(元/吨)	9,269	7,808	9,677	8,538	7,615	7,038	7,506	(+/-%)	-25%	50%	97%	59%	-51%	4%	
其他成本及误差(元/吨)	741	3,402	1,883	1,553	3,339	3,000	2,500	销售成本(百万元)	24.4	36.8	30.6	68.6	227.3	266.0	367.9
平均成本(元/吨)	10,010	11,209	11,560	10,092	10,954	10,038	10,006	毛利(百万元)	2.9	8.7	5.1	31.0	-35.1	67.3	98.8
(+/-%)	-8%	12%	3%	-13%	9%	-8%	0%	毛利率	10.6%	19.1%	14.4%	31.1%	-18.3%	20.2%	21.2%
销售成本(百万元)	474.5	414.7	390.7	350.2	422.2	378.2	377.0	费用及税收(百万元)	-	3.7	5.0	10.8	43.6	60.0	80.0
长绒棉销售成本(百万元)			71.7	37.1				单位费用及税收(元/吨)	-	193.2	472.2	897.9	1,744.7	1,000.0	1,000.0
细绒棉销售成本(百万元)			317.9	354.9				净利润(百万元)	-	5.0	0.2	20.2	-78.7	7.3	18.8
毛利(百万元)	214.0	134.8	109.8	58.3	103.7	96.5	112.8	净利率	n.a.	11.0%	0.4%	20.3%	-41.0%	2.2%	4.0%
(+/-%)	11%	-37%	-19%	-47%	78%	-7%	17%	新农开发持股比例	75.3%	75.3%	75.3%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
长绒棉销售毛利(百万元)			90.2	75.7				新农开发分享的损益(百万元)	-	3.8	0.1	11.1	-43.3	4.0	10.3
细绒棉销售毛利(百万元)			90.2	75.7				少数股东损益(百万元)	-	1.2	0.0	9.1	-35.4	3.3	8.4
毛利率	31%	25%	22%	14%	20%	20%	23%	棉浆粕业务贡献每股收益(元)	-	0.01	0.00	0.03	-0.13	0.01	0.03
长绒棉销售毛利率			20%	14%											
细绒棉销售毛利率			22%	18%											

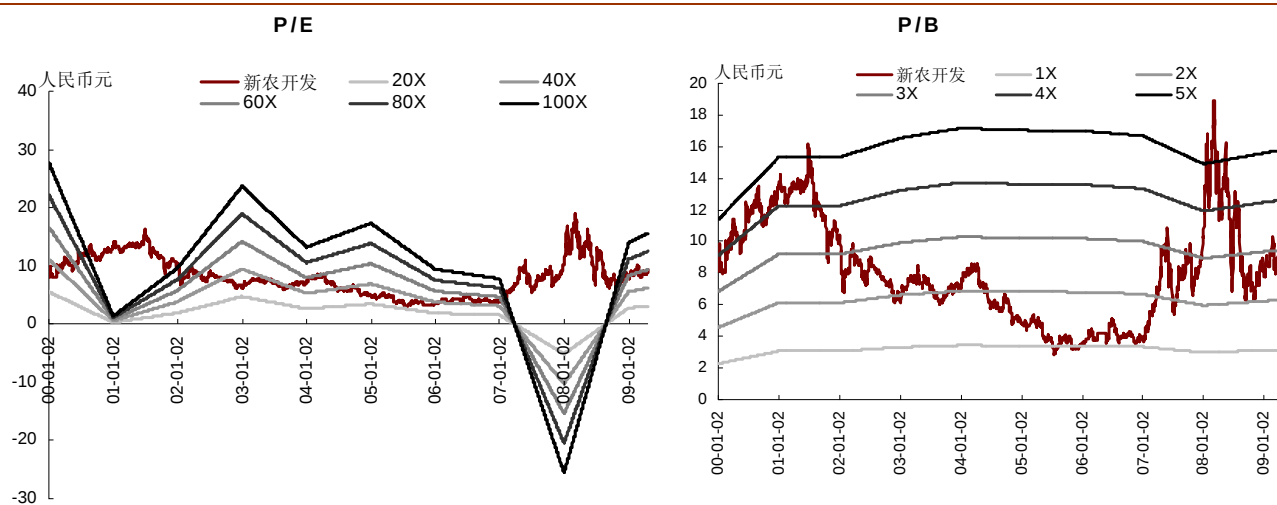
资料来源: 公司数据、中金公司研究部

图表 8: 同业估值比较

公司 (收盘于2009-4-21)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	中性	39.4	35.0	28.2	3.9	3.8	3.4	10.0	10.7	12.0	3.2	1.1	1.4	21.7	22.3	19.1
通威股份	600438.SH	中性	36.8	30.7	36.2	6.5	5.4	4.8	17.6	17.6	13.2	0.3	0.3	0.3	14.0	11.0	12.6
北大荒	600598.SH	中性	43.6	40.9	37.1	5.7	5.4	5.1	13.1	13.2	13.6	1.4	1.5	1.6	23.9	22.9	21.6
好当家	600467.SH	中性	29.7	29.3	26.3	3.8	3.5	3.1	12.9	11.8	11.9	0.7	0.7	0.8	19.6	19.2	17.8
新农开发	600359.SH	减持	n.m.	66.7	47.4	3.1	3.0	2.9	-8.6	4.5	6.0	0.0	0.7	1.1	35.3	16.2	13.7
上游平均			37.4	40.5	35.1	4.6	4.2	3.8	9.0	11.6	11.3	1.1	0.9	1.0	22.9	18.3	17.0
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	28.2	30.2	26.5	4.5	3.9	3.4	15.9	13.0	12.9	0.0	0.0	0.0	17.2	18.9	16.4
南宁糖业	000911.SZ	中性	134.9	27.5	10.9	3.0	2.7	2.3	2.2	9.8	20.8	0.5	1.8	4.6	14.1	10.0	6.9
东方海洋	002086.SZ	中性	55.6	50.0	48.0	2.5	2.4	2.2	4.4	4.7	4.7	0.4	0.0	0.0	25.9	25.1	23.1
新五丰	600975.SH	中性	184.4	47.8	33.5	3.4	3.4	3.2	1.8	7.1	9.5	2.3	1.0	1.5	38.7	24.0	18.6
国投中鲁	600962.SH	中性	32.5	44.5	33.6	2.4	2.3	2.2	7.4	5.2	6.5	0.8	0.6	0.8	11.4	19.9	18.1
福成五丰	600965.SZ	减持	92.5	91.0	59.5	3.4	3.4	3.2	3.7	3.7	5.5	0.6	0.4	0.7	38.6	42.6	33.8
丰原生化	000930.SH	回避	95.4	42.7	40.9	2.8	2.6	2.4	2.9	6.1	6.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			89.1	47.7	36.1	3.1	3.0	2.7	5.5	7.1	9.4	0.7	0.6	1.1	24.3	23.4	19.5
A股覆盖总体平均			70.3	44.7	35.7	3.7	3.5	3.2	6.9	9.0	10.2	0.8	0.7	1.1	23.7	21.1	18.3

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 9：公司历史市盈率和市净率区间



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。我公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。