



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

业绩回顾

2009年8月26日

农业

研究部

袁霏阳

分析员

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

上调至中性

新农开发(600359.CH)

棉价向上趋势明朗，且不排除炒作可能

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	1,114	1,334
(+/-%)	-4.6	-11.3	-3.4	15.6	17.5	19.8
主营业务利润	207	145	149	108	228	322
(+/-%)	-15.5	-30.1	2.7	-27.3	110.5	41.5
净利润	56	30	25	-82	57	114
(+/-%)	31.1	-45.6	-17.3	-428.6	-169.4	99.5
每股收益 (基本, 元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.18	0.35
(+/-%)	31.1	-45.6	-17.3	-428.6	169.4	99.5
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.18	0.35
每股经营现金流 (元)	0.49	0.32	-0.33	0.45	0.91	0.85
市盈率 (倍)	58.2	107.0	129.5	-39.4	56.8	28.5
市净率 (倍)	3.0	3.0	3.0	3.4	3.2	2.9
股价/经营现金	20.6	31.6	-31.0	22.4	11.1	11.8
EV/EBITDA (倍)	21.4	24.0	21.0	38.2	16.4	12.0
净资产收益率 (%)	5.1	2.8	2.3	-8.6	5.6	10.4
投入资本回报率 (%)	5.0	3.9	3.1	-1.0	5.5	8.3
股息收益率 (%)	1.0	0.5	1.0	0.0	0.9	1.8

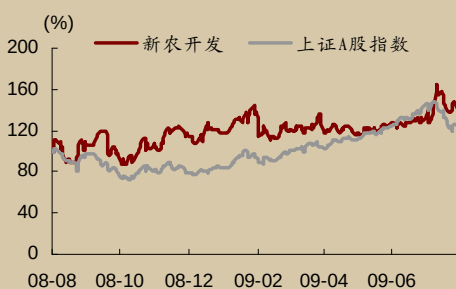
股票信息

	A股
股票代码	600359 CH
当前股价	人民币 10.09
日成交量 (百万股)	18.48
52周最高价/最低价	人民币 11.84/6
总市值 (百万元)	3,239
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%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
新农开发	-5.0%	12.2%	25.1%	37.2%
上证A股指数	1.5%	-11.1%	14.0%	62.5%
中金农业指数	-2.0%	-3.2%	8.7%	47.8%

最近股价走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

上半年业绩符合预期:

上半年公司实现净利润 826 万元, 同比扭亏, 符合我们预期。

正面:

- 随着 5 月份棉浆粕和粘胶短纤价格回暖, 棉浆粕和粘胶短纤业务开始贡献盈利。

发展趋势:

09/10 产季中国棉花减产幅度将会抵消美国和印度增产幅度, 所以, 在供给同比持平甚至略有下滑情况下, 09/10 产季全球经济复苏将使棉花需求回升并推高棉价。而且, 从 8 月份新疆生产建设兵团报出棉花种植面积将下滑 17% 的情况来看, 本产季中国棉花产量还很可能低于 7 月份我国政府预期的 10% 的减产幅度 (美国农业部预期我国减产 6%)。

若不是全球经济危机影响, 08/09 产季美国 33% 的棉花减产和印度 9% 的棉花减产早就使得国际棉价飙升, 因此我们相信当前国际市场一直在寻找回炒 08/09 产季减产行情的由头, 所以本产季中国棉花产量低于预期很可能点燃国内外市场棉价炒作热情。

盈利预测调整:

参照目前 13000 元/吨现货价格, 以及未来棉价稳步上扬预期, 我们分别上调 09 及 10 年国内棉价至 13000 元/吨和 14500 元/吨, 并由此上调新农开发今明两年每股收益至 0.18 元和 0.35 元。理论上, 棉价每提升 1%, 公司每股收益可上涨 7-8%。

估值与建议:

尽管静态估值不便宜, 但鉴于棉价上扬推动公司业绩向好趋势明朗, 且公司股价自年初以来持续跑输大盘使得未来股价下行压力有限, 我们上调其投资评级至“中性”。

风险:

公司风险主要来自新农开发与集团公司间的棉花关联交易价格, 即棉价上涨可能不会完全转化为公司盈利。

需求回暖，供应未增，棉价看涨

中国减产幅度将可抵消美国和印度增产幅度：相对于其他旱地作物，08/09 产季我国棉花种植收益下滑较大，造成 09/10 产季我国三大棉花主产区将分别减产 9-11%。根据国家棉花市场监测系统 7 月初的调研结果推算，09/10 产季我国棉花产量预计为 703 万吨，同比下滑 70 万吨或 10%，尽管农业部对我国棉花产量的预估仍停留在早先减产 50 万吨或 6%的水平。

09/10 产季，全球前两大棉花出口国印度和美国的棉花产量将分别增加 10 万吨和 55 万吨，上述两国增产幅度将会被我国减产幅度抵消。

需求复苏有望推高全球棉价。在供给同比持平甚至略有下滑情况下，09/10 产季全球经济复苏将使得棉价步入上升通道。纺织服装 6 月份出口数据显示出全球经济正在复苏：6 月纺织服装出口额同比虽下滑 10.5%，但环比增长了 13%，而且同比下滑幅度相比 4、5 月也已缩减了 2.5-4.0%。

我国棉花减产幅度还可能高出 10%。我们注意到 8 月 20 日新疆生产建设兵团统计局报出 09/10 产季兵团棉花种植面积将下滑 17.3%；同时，由于民众还存在对新疆治安的担忧，导致今年入疆采收棉花的民工数量骤降，新疆非兵团地区（产量占我国的 15%）棉花产量可能也达不到预期。

图表 1：全球棉花产量及贸易格局

万吨	国家	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10 E
产量	中国	383	442	531	549	518	660	618	773	806	779	700
	印度	265	238	268	231	305	414	415	475	536	499	544
	美国	369	374	442	375	397	506	520	470	418	279	288
	全球	1,915	1,940	2,149	1,981	2,107	2,645	2,541	2,655	2,624	2,328	2,305
消费量	中国	448	495	553	630	674	811	947	1,045	1,067	931	958
	印度	295	295	289	290	294	322	364	394	398	385	398
	美国	225	182	171	162	141	148	126	113	109	77	76
	全球	1,970	1,977	2,041	2,125	2,115	2,341	2,500	2,642	2,621	2,353	2,401
进口量	中国	3	5	10	68	192	139	420	231	251	152	203
	印度	35	34	52	26	17	23	9	10	10	12	9
	美国	2	0	0	1	1	1	1	0	0	0	0
	全球	609	571	638	657	741	728	968	816	831	635	696
	其中：中国占比	0%	1%	2%	10%	25%	19%	43%	28%	30%	24%	29%
出口量	中国	37	10	7	16	4	1	1	2	1	2	2
	印度	2	2	1	1	15	14	75	99	153	48	139
	美国	147	147	239	259	300	314	382	283	297	287	222
	全球	592	570	645	663	723	762	971	905	935	640	656
	其中：美国占比	25%	26%	38%	39%	41%	41%	39%	35%	36%	45%	32%
	印度占比	0%	0%	0%	0%	2%	2%	8%	12%	18%	7%	20%
中国棉花种植面积同比变化		9%	19%	-7%	18%	11%	-9%	12%	3%	-4%	-13%	
中国棉花产量同比变化		15%	20%	3%	-6%	27%	-6%	25%	4%	-3%	-10%	
美国棉花种植面积同比变化		-3%	6%	-10%	3%	9%	6%	-8%	-18%	-28%	3%	
美国棉花产量同比变化		1%	18%	-15%	6%	27%	3%	-10%	-11%	-33%	3%	
印度棉花种植面积同比变化		-2%	2%	-12%	0%	15%	1%	3%	3%	-1%	3%	
印度棉花产量同比变化		-10%	13%	-14%	32%	36%	0%	14%	13%	-9%	11%	

资料来源：美国农业部，中国国家棉花市场监控系统

棉价存在回炒可能

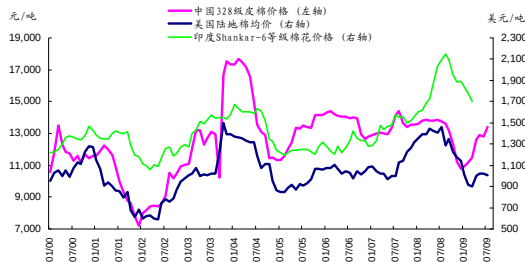
棉花具备炒作条件：若不是 08 年出现全球经济危机，08/09 产季 11% 的全球减产幅度足以会使全球棉价出现类似 02、03 年的大涨。

我们发现同样的回炒情形出现在糖上，08/09 产季全球食糖产量同比下滑 12%，但也是因为全球经济危机影响，08/09 产季食糖价格一路下滑。直到近期，因印度报出 09/10 产季食糖产量同比增幅低于预期，国际糖价才被趁机大幅拉升。

我们预计，在全球流动性泛滥背景下，资金一旦找到全

球棉花库存低于预期的由头，即可能趁机回炒棉价。

图表 2：棉花主产国棉价走势



资料来源：美国农业部，彭博资讯，中国棉花网

国储干预难以改变棉价上涨趋势

由于我国棉花供应有 20-30% 需依赖进口，而当前国储量所对应的库消比仅为 15-20%，因此国储干预难以改变未来棉价上涨趋势。

图表 3：国储收储抛储情况

2009 年产量预估		收购年份		收购数量		收购价格		收购数量		收购价格		收购数量		收购价格		收购数量		收购价格		收购数量		收购价格	
第一批	2008 年 8 月 20 日	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	2008 年 8 月 21 日至 8 月 31 日	15	8	
第二批	2008 年 10 月 16 日	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	2008 年 10 月 17 日至 10 月 31 日	22	22	
第三批	2008 年 10 月 29 日	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	2008 年 10 月 30 日至 10 月 31 日	100	101	
第四批	2008 年 12 月 22 日	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	2008 年 12 月 23 日至 12 月 31 日	150	154	
合计收购量			285																				
2009 年产量预估																							
2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月	2009 年 8 月	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月												
10,820	11,406	11,509	12,579	12,888	13,817	13,105	12,986																
2009 年产量预估																							
第一批	2009 年 5 月 22 日	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	152.3 万吨	2009 年 5 月 23 日至 5 月 31 日	
第二批	2009 年 6 月 1 日	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	60 万吨	2009 年 6 月 2 日至 6 月 31 日	
合计收购量			212.3 万吨																				
2009 年产量预估																							
2009 年 1 月	2009 年 2 月	2009 年 3 月	2009 年 4 月	2009 年 5 月	2009 年 6 月	2009 年 7 月	2009 年 8 月	2009 年 9 月	2009 年 10 月	2009 年 11 月	2009 年 12 月												
12,982	12,785	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817	12,817												

资料来源：中金公司研究部

盈利预测调整：

参照目前 13000 元/吨现货价格，以及未来棉价稳步上扬预期，我们分别上调 09 及 10 年国内棉价至 13000 元/吨和 14500 元/吨，并由此上调新农开发今明两年每股收益至 0.18 元和 0.35 元。理论上，棉价每提升 1%，公司每股收益上调 7-8%。

上调投资评级至“中性”

尽管静态估值并不便宜，但鉴于棉价上扬推动公司业绩向好趋势明朗，且公司股价自年初以来持续跑输大盘使得未来股价下行压力有限，我们上调其投资评级至“中性”。

对于风险偏好型投资者而言，新农开发值得关注。首先，公司具备较高的业绩和股价弹性；其次，在全球流动性泛滥环境中，投机资金一旦找到 09/10 产季全球棉花库存低于预期的由头，棉价存在恶炒可能。

风险：

公司风险主要来自新农开发与集团公司间的棉花关联交易价格，即棉价上涨可能不会完全转化为公司盈利。

图表 4: 09 年上半年业绩分析

(人民币: 百万元)	1H08	1H09	YoY	2H08	2H08	HoH	中金评论
主营业务收入	209.7	443.4	111.4%	738.0	443.4	-39.9%	
棉花	21.0	215.8	927.9%	504.8	215.8	-57.2%	
棉纱	39.0	31.9	-18.4%	37.5	31.9	-15.1%	
棉浆粕	80.9	133.5	65.0%	111.3	133.5	20.0%	
甘草制品	17.4	19.9	14.1%	27.9	19.9	-28.8%	
商品房	34.1	1.7	-95.1%	28.0	1.7	-94.0%	
牛奶	22.9	20.9	-8.6%	9.9	20.9	111.9%	
奶制品	3.8	22.0	476.9%	40.1	22.0	-45.1%	
主营业务利润	18.9	233.2	1131.9%	89.2	233.2	161.3%	
棉花	1.5	29.1	1795.2%	102.1	29.1	-71.5%	
棉纱	3.8	3.7	-4.2%	2.2	3.7	63.3%	
棉浆粕	-2.0	22.5	n.m.	-33.1	22.5	n.m.	
甘草制品	4.1	4.2	3.2%	5.4	4.2	-21.7%	
商品房	10.7	-0.1	n.m.	4.0	-0.1	n.m.	
牛奶	1.9	1.5	-19.9%	0.5	1.5	232.2%	
奶制品	0.6	4.0	585.6%	-0.3	4.0	n.m.	
主营业务利润率	9.0%	52.6%	43.6%	12.1%	52.6%	40.5%	
棉花	7.3%	13.5%	6.2%	20.2%	13.5%	-6.7%	
棉纱	9.8%	11.5%	1.7%	6.0%	11.5%	5.5%	
棉浆粕	-2.5%	16.8%	19.3%	-29.7%	16.8%	46.6%	
甘草制品	23.4%	21.1%	-2.2%	19.2%	21.1%	1.9%	
商品房	31.4%	-6.2%	-37.6%	14.1%	-6.2%	-20.3%	
牛奶	8.4%	7.4%	-1.0%	4.7%	7.4%	2.7%	
奶制品	15.2%	18.1%	2.9%	-0.8%	18.1%	18.9%	
营业费用	18.9	14.8	-21.3%	29.4	14.8	-49.5%	
营业费用率	9.0%	3.3%	-5.6%	4.0%	3.3%	-0.6%	
管理费用	53.0	41.6	-21.5%	51.8	41.6	-19.7%	
管理费用率	25.3%	9.4%	-15.9%	7.0%	9.4%	2.4%	
财务费用	19.6	24.4	24.0%	44.9	24.4	-45.7%	
资产减值损失	9.4	-7.6	n.m.	76.7	-7.6	n.m.	08年, 奶粉计提存货跌价准备2640万元, 棉浆粕及原料短绒计提跌价准备1340万元, 棉纱计提存货跌价准备769万元。
投资收益	0.2	2.3	1224.9%	0.7	2.3	215.5%	
营业利润	-52.0	12.9	n.m.	-97.5	12.9	n.m.	
营业利润率	-24.8%	2.9%	n.m.	-13.2%	2.9%	16.1%	
利润总额	-53.6	11.9	n.m.	-91.1	11.9	n.m.	
税前利润率	-25.6%	2.7%	n.m.	-12.3%	2.7%	n.m.	
所得税	0.0	0.2	n.m.	0.0	0.2	n.m.	
少数股东损益	-8.0	3.4	n.m.	-55.1	3.4	n.m.	
净利润	-45.7	8.3	n.m.	-36.5	8.3	n.m.	
净利润率	-21.8%	1.9%	n.m.	-4.9%	1.9%	n.m.	
每股收益(基本, 元)	-0.142	0.026	n.m.	-0.114	0.026	n.m.	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5：盈利预测调整

	2009			2010		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
棉花业务						
皮棉产销量(万吨)	3.8	3.8	0.0%	3.8	3.8	0.0%
销售单价(元/吨, 不含税)	12,600	13,000	3.2%	13,000	14,500	11.5%
销售收入(百万元)	474.7	489.8	3.2%	489.8	546.3	11.5%
籽棉收购价(元/吨)	4,500	4,500	0.0%	4,725	4,725	0.0%
销售成本(百万元)	378.2	378.2	0.0%	377.0	377.0	0.0%
毛利(百万元)	96.5	111.6	15.6%	112.8	169.3	50.1%
毛利率	20.3%	22.8%	2.5%	23.0%	31.0%	8.0%
棉浆粕业务						
棉浆粕产销量(万吨)	6.0	6.0	0.0%	8.0	8.0	0.0%
销售单价(元/吨, 不含税)	5,556	6,154	10.8%	5,833	6,462	10.8%
棉短绒收购价(元/吨, 外购含税价)	2,300	2,800	21.7%	2,415	2,940	21.7%
烧碱单耗(吨/吨)	2,600	2,600	0.0%	2,800	2,800	0.0%
电价(元/千瓦时)	0.33	0.33	0.0%	0.33	0.33	0.0%
蒸汽价格(元/吨)	50	50	0.0%	50	50	0.0%
新农开发分享的损益(百万元)	4.0	4.4	9.8%	10.3	10.9	5.4%
主营业务收入(百万元)	1,063	1,114	4.8%	1,227	1,334	8.7%
主营业务成本(百万元)	845	880	4.2%	956	1,005	5.2%
主营业务利润率	20.0%	20.4%	0.5%	21.6%	24.2%	2.5%
营业费用(百万元)	51	51	0.4%	59	60	1.9%
管理费用(百万元)	109	111	1.7%	126	128	1.3%
财务费用(百万元)	51	51	0.0%	57	57	0.0%
营业利润(百万元)	49	62	27.5%	74	128	73.5%
营业利润率	4.6%	5.6%	1.0%	6.0%	9.6%	3.6%
所得税(百万元)	3	3	25.0%	4	7	68.9%
少数股东损益(百万元)	6	7	5.1%	12	12	3.8%
净利润(百万元)	45	57	27.8%	63	114	81.3%
净利润率	4.2%	5.1%	0.9%	5.1%	8.5%	3.4%
每股收益(基本, 元)	0.14	0.18	27.8%	0.20	0.35	81.3%

资料来源：中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

(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	1,114	1,334
主营业务利润	207	145	149	108	228	322
营业费用	-22	-24	-27	-48	-51	-60
管理费用	-124	-88	-84	-105	-111	-128
营业利润	82	69	81	1	113	185
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	67	133
净利润	56	30	25	-82	57	114
每股盈利(元)	0.17	0.09	0.08	-0.26	0.18	0.35
每股股利(元)	0.10	0.05	0.10	-	0.09	0.18
现金流量表						
经营活动现金流净额	157	102	-105	144	292	273
投资活动现金流净额	-48	-103	-165	-300	-87	-28
融资活动现金流净额	-17	-44	356	43	144	-85
货币资金增加额	91	-44	87	-113	348	160
货币资金期初余额	296	388	343	430	318	666
货币资金期末余额	388	343	430	318	666	826
资产负债表						
货币资金	388	343	430	318	666	826
应收帐款	152	121	191	101	122	146
存货	517	504	985	1,008	965	1,101
长期投资合计	56	55	114	266	267	271
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	3,267	3,550
短期借款	291	237	530	500	700	700
应付帐款	102	113	143	153	145	165
应付股利	41	36	26	26	26	26
应交税金	12	13	23	3	5	6
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	693	778
负债和所有者权益合计	2,202	2,194	3,018	2,982	3,267	3,550

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 7: 盈利预测及其主要假设

棉花业务盈利预测							
	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
棉花种植面积(万亩)	34.8	25.0	22.6	23.0	23.0	21.0	21.0
籽棉单产(千克/亩)	349	379	383	387	430	460	460
籽棉产量(万吨)	12.2	9.5	8.7	8.9	9.9	9.7	9.7
皮棉单产(千克/亩)	136	148	149	151	168	179	179
皮棉产量(万吨)	4.7	3.7	3.4	3.5	3.9	3.8	3.8
(+/-%)	3%	-22%	-9%	3%	11%	-2%	0%
衣分(籽棉中皮棉含量)	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
棉短绒产量(万吨)	0.62	0.46	0.42	0.43	0.47	0.46	0.46
籽棉中棉籽(毛籽)含量	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
毛籽中棉短绒含量	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
公司所产棉花大部分是一级棉, 质量等级优于328级棉花							
平均售价(元/吨, 自产自销不征税)	14,526	14,854	14,809	11,772	13,644	13,000	14,500
(+/-%)	-4%	2%	0%	-21%	16%	-5%	12%
长绒棉平均售价							
销售收入(百万元)	688.5	549.6	500.6	408.5	525.8	489.8	546.3
长绒棉销售收入(百万元)			90.1	43.1			
细绒棉销售收入(百万元)			408.1	430.5			
长绒棉占比			18%	11%			
籽棉收购市场价(元/吨)	5,500	4,500	5,400	5,000	5,000	4,500	4,725
(+/-%)	17%	-18%	20%	-7%	0%	-10%	5%
毛籽售价(元/吨)	1,400	1,000	1,000	1,200	1,800	1,500	1,500
(+/-%)	75%	-29%	0%	20%	50%	-17%	0%
原料成本(元/吨)	9,269	7,808	9,677	8,538	7,615	7,038	7,506
其他成本及误差(元/吨)	741	3,402	1,883	1,553	3,339	3,000	2,500
平均成本(元/吨)	10,010	11,209	11,560	10,092	10,954	10,038	10,006
(+/-%)	-8%	12%	3%	-13%	9%	-8%	0%
销售成本(百万元)	474.5	414.7	390.7	350.2	422.2	378.2	377.0
长绒棉销售成本(百万元)			71.7	37.1			
细绒棉销售成本(百万元)			317.9	354.9			
毛利(百万元)	214.0	134.8	109.8	58.3	103.7	111.6	169.3
(+/-%)	11%	-37%	-19%	-47%	78%	8%	52%
长绒棉销售毛利(百万元)			18.4	6.0			
细绒棉销售毛利(百万元)			90.2	75.7			
毛利率	31%	25%	22%	14%	20%	23%	31%
长绒棉销售毛利率			20%	14%			
细绒棉销售毛利率			22%	18%			

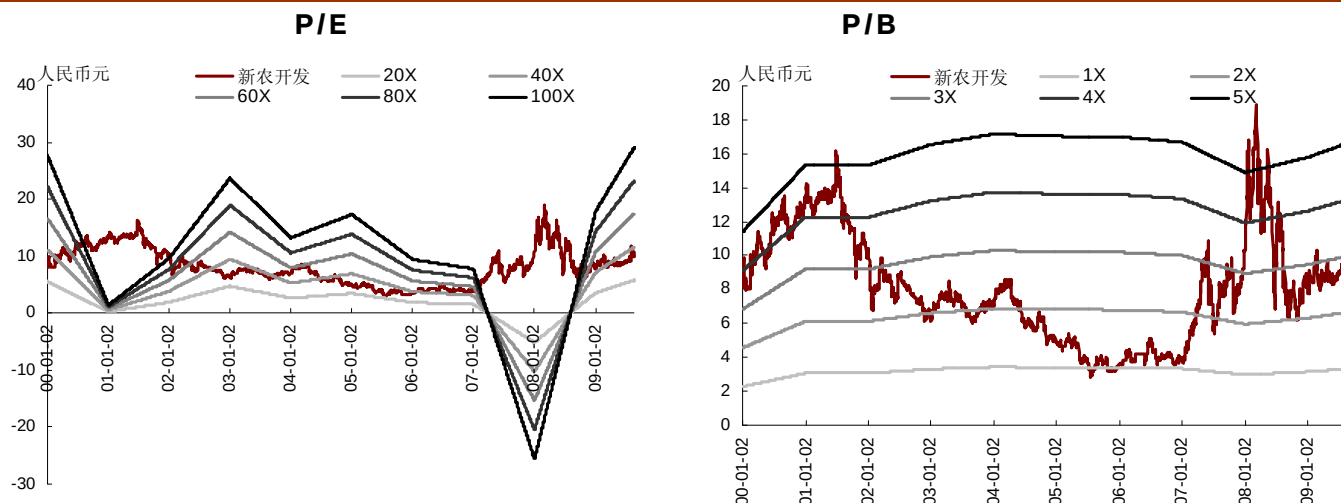
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 8：可比公司估值

公司 (收盘于2009-8-25)	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		
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008 (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	审慎推荐	42.3	37.6	28.4	4.2	4.0	3.6	10.0	10.7	12.7	3.0	1.1	1.4	23.2	23.8	19.5
好当家	600467.SH	审慎推荐	40.8	54.5	33.1	4.2	3.9	3.5	10.3	7.2	10.5	0.0	0.0	0.6	25.0	30.2	22.1
通威股份	600438.SH	中性	53.1	37.9	23.5	5.3	4.6	3.9	9.9	12.2	16.6	0.0	0.3	0.4	12.7	9.1	7.4
北大荒	600598.SH	中性	34.3	32.8	31.4	4.3	4.1	4.0	12.4	12.6	12.7	2.3	2.4	2.5	23.5	21.2	20.1
新农开发	600359.SH	中性	n.m.	56.8	28.5	3.4	3.2	2.9	n.m.	5.6	10.4	0.0	0.9	1.8	38.2	16.4	12.0
上游平均			42.6	43.9	29.0	4.3	4.0	3.6	10.7	9.7	12.6	1.1	0.9	1.3	24.5	20.2	16.2
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	43.3	26.3	26.7	4.7	4.1	3.4	10.8	15.4	12.6	0.7	0.0	0.0	18.3	15.9	15.3
南宁糖业	000911.SZ	中性	233.2	47.6	18.8	5.1	4.7	3.9	2.2	9.8	20.8	0.3	1.1	2.7	21.2	15.1	10.4
东方海洋	002086.SZ	中性	43.6	39.3	34.7	1.9	1.9	1.8	4.4	4.7	5.1	1.0	0.0	0.0	20.8	20.2	17.9
新五丰	600975.SH	中性	170.8	44.3	31.1	3.1	3.2	3.0	1.8	7.1	9.5	2.5	1.1	1.6	35.3	21.9	17.0
国投中鲁	600962.SH	中性	28.4	38.7	29.2	2.1	2.0	1.9	7.4	5.2	6.5	0.9	0.7	0.9	10.1	17.4	15.9
福成五丰	600965.SZ	减持	74.2	73.0	47.8	2.8	2.7	2.6	3.7	3.7	5.5	0.8	0.5	0.8	31.2	34.5	27.3
丰原生化	000930.SH	中性	104.3	46.7	37.4	3.0	2.8	2.6	2.9	6.1	7.1	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			99.7	45.1	32.2	3.2	3.0	2.7	4.7	7.4	9.6	0.9	0.5	0.9	22.8	20.8	17.3
A股覆盖总体平均			78.9	44.6	30.9	3.7	3.4	3.1	6.9	8.4	10.8	1.0	0.7	1.1	23.6	20.5	16.8

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 9：历史 P/E 和 P/B



资料来源：Bloomberg，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。