

农林牧渔行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

2010 年国内棉花略有减产，全球棉花产量大于消费量

2010 年 9 月 28 日

投资要点：

●2010 年 8 月以来国内和国际棉花价格快速大幅度上涨。9 月末与 8 月上旬相比，郑州商品交易所棉花期货指数上涨了 28.5%，每吨上涨了 4800 元；美国纽约期货交易所棉花期货指数上涨了 25%，每吨上涨了 2970 元（折算为人民币）。

●国内和国际棉花供求基本平衡，近期国内和国际棉花价格快速大幅度上涨的根本原因是货币供给过多。

●投机炒作资金在大幅度拉升棉花价格以后，面对全球棉花产量与消费量总体平衡、国外棉花价格大幅度低于国内、政府可以通过扩大进口和抛售国储棉等途径干预国内棉花价格等形势，可能转为做空，国内和国际棉花价格快速大幅度上涨以后蓄积比较大下跌风险。

●我国棉花种植行业有新赛股份和新农开发两家上市公司，长期来看，两家公司经营业绩不佳。过去五年，两家公司毛利率呈现下降趋势，营业利润、利润总额、净利润等处于震荡状态，不具有持续上涨趋势。

●2010 年上半年，棉花价格上涨，新赛股份实现营业收入同比增长 15%左右，但是营业利润、利润总额、净利润等指标均出现亏损，同比降幅为 200%-300%，亏损的主要原因是棉籽油业务出现严重亏损；2010 年上半年，新农开发实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润同比增长 30%-40%，公司没有棉籽油业务，避免了新赛股份的亏损局面。

●预计 2010 年全年，新赛股份经营业绩将出现亏损；新农开发经营业绩将同比增长 30%-40%。

●给予棉花种植行业“中性”评级，给予新赛股份和新农开发“中性”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

农林牧渔行业评级 中性 （维持）

动态市盈率： 58.22

市净率： 5.87

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	6.98%	8.35%	46.69%
大盘涨跌(%)	-1.02%	-15.95%	-4.99%

资料来源：爱建证券研发部

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
新赛股份	中性	0.04	0.05	-0.07
新农开发	中性	-0.26	0.19	0.25

资料来源：公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号： S0820208030012

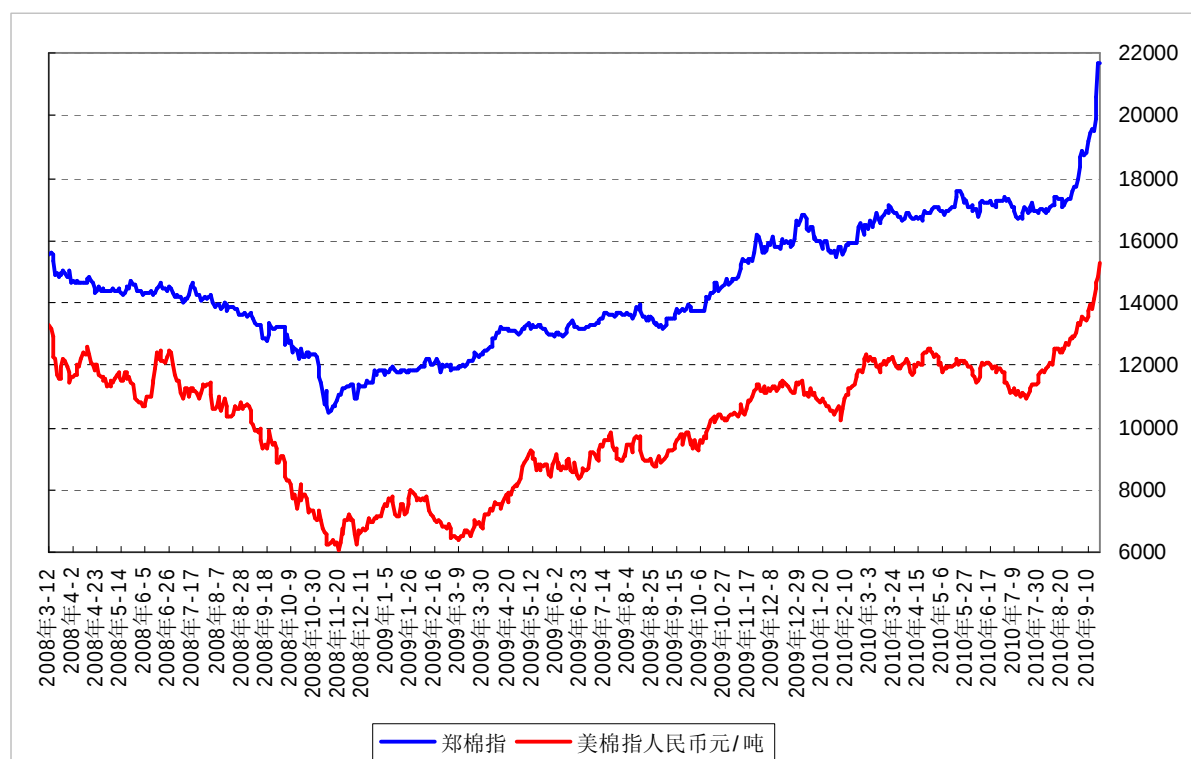
电话 021-3222 9888-3509

邮箱 wuzhengwu@ajzq.com

一、2010 年 8 月以来国内和国际棉花价格快速大幅度上涨

2009 年，国内和国际棉花价格与其他大宗商品价格一样，出现比较大幅度上涨。进入到 2010 年以后，国内和国际棉花价格走势平稳，但是 2010 年 8 月以来国内和国际棉花价格快速大幅度上涨，9 月末与 8 月上旬相比，郑州商品交易所棉花期货指数上涨了 28.5%，每吨上涨了 4800 元；美国纽约期货交易所棉花期货指数上涨了 25%，每吨上涨了 2970 元（折算为人民币）。2010 年 9 月 27 日，郑棉指数价格 21672 元/吨，美棉指数价格 15299 元/吨（折算为人民币），绝对差价 6373 元/吨，国内比国外高 41.7%。

图 1：美国纽约期货交易所棉花指数和郑州商品交易所棉花指数收盘价（以人民币元/吨计价）



资料来源：美国纽约期货交易所和郑州商品交易所

二、国内和国际棉花供求基本平衡，国内和国际棉花价格快速大幅度上涨的根本原因是货币供给过多

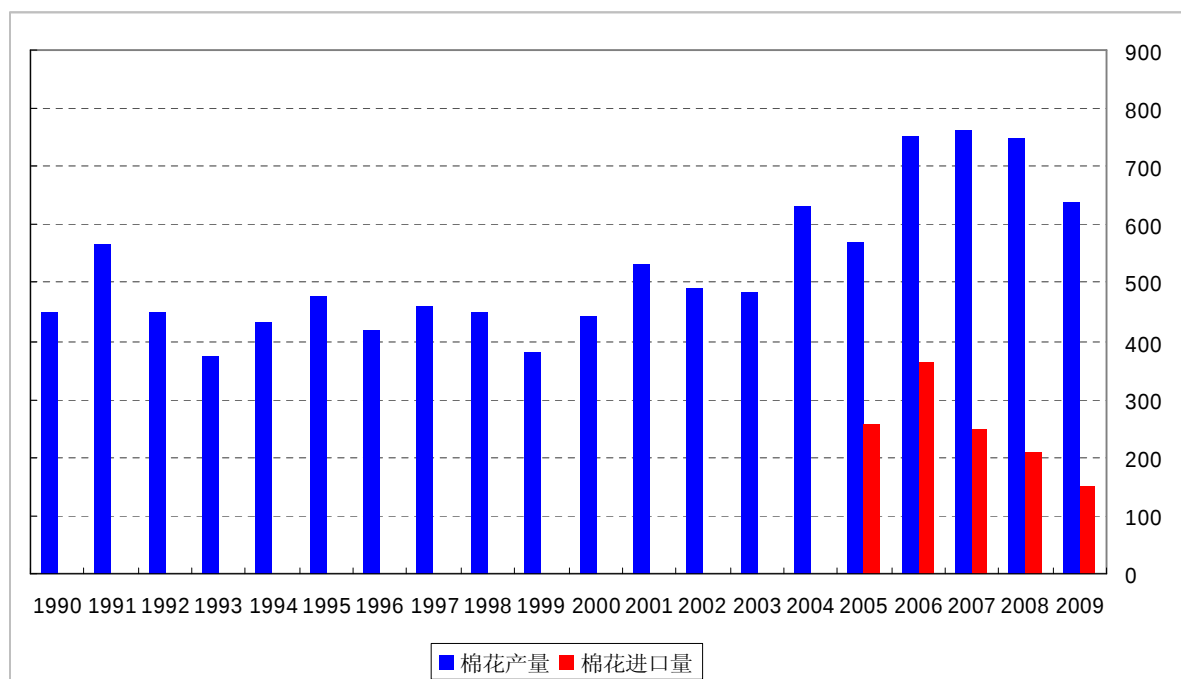
我国棉花价格受国内货币供给量、国际棉花价格变动、棉纺织工业周期波动、种植棉花比较收益变化、产棉区自然灾害、国家棉花储备政策等众多因素影响。

由于我国和国外经济复苏，国内和国外对棉纺织品需求增加，对棉花需求增加，是拉动棉花价格上涨的基本原因，但是不是近期快速大幅度上涨的根本原因。今年 6 月份以来，我国小麦、玉米、稻谷等大宗农产品价格出现快速比较大幅度上涨，种植棉花比较收益发生变化，是拉动棉花价格上涨的重要原因之一；另外，今年我国北方部分产棉区遭受干旱灾害，南方湖北、湖南、安徽等产棉区遭受洪涝灾害，中国棉花协会预计今年棉花略有减产，也是拉动棉花价格上涨的重要原因之一。

但是，棉花产量和消费量的变化不是国内和国际棉花价格快速大幅度上涨的根本原因。尽管今年国内棉花产区遭受自然灾害，棉花预计略有减产，但是根据国际棉花咨询委员会（ICAC）9 月预测，2010 年度美国、乌兹别克、巴西和印度棉花产量将分别增产 52%、25%、27%和 13%，全球棉花产量将

达到 2511 万吨，较上年度增长 15.4%，全球棉花消费量为 2507 万吨，年度棉花产量与消费量总体平衡。我国每年进口棉花数量比较大，国外棉花价格大幅度低于国内，进口棉花是增加国内棉花供给和稳定棉花价格的重要途径。

图 2：1990 年到 2009 年我国棉花产量和进口量（万吨）



资料来源：国家统计局和中国海关

为抑制国际金融和经济危机深化，促进经济复苏，各主要国家降低利率水平，大幅度增加货币供给，并实施积极财政政策，结果导致各主要国家 GDP 小幅度增长和国际能源、原材料价格大幅度上涨，这是国内和国际棉花价格快速大幅度上涨的根本原因。

表 1：我国货币供给 M2 和国内生产总值 GDP 及其比值变动情况（人民币万亿元）

	2007	2008	2009	2010 年 6 月末
GDP	25.7	30.1	33.5	17.3（上半年）
年末 M2	40.3	47.5	60.6	67.4
年末 M2/全年 GDP	1.57	1.58	1.81	1.95

资料来源：中国人民银行和国家统计局，

2010 年 6 月末与 2008 年末相比，我国货币供给 M2 增长了 42%，同期国内生产总值 GDP 增长了 15%，M2 与 GDP 的比值由 2008 年末 1.58 倍上升到 2010 年 6 月末 1.95 倍。银行等金融机构为向存款者支付利息，必须将其中大部分资金放贷出去或者投资出去。快速上涨的货币供给 M2 追逐增长相对缓慢的国内生产总值 GDP 是我国物价上涨的根本原因。未来，随着经济活动水平上升，货币流通速度将加快，过高的货币供给 M2 与国内生产总值 GDP 的比值将对通货膨胀形成巨大压力，可能出现压葫芦浮起瓢的局面。规模庞大的信贷资金中，有一部分资金转向炒作农产品，从小品种农产品开始，向大宗农产品蔓延，大蒜—生姜—绿豆—玉米—小麦—棉花，炒作脉络清晰。

三、国内和国际棉花价格快速大幅度上涨以后蓄积比较大下跌风险

由于欧美、日本等主要国家经济复苏缓慢，棉纺织工业长期受到化纤纺织工业竞争，化纤价格受石油价格制约，所以无论国内还是国际棉纺织工业对棉花的需求短期都不可能快速大幅度上涨。

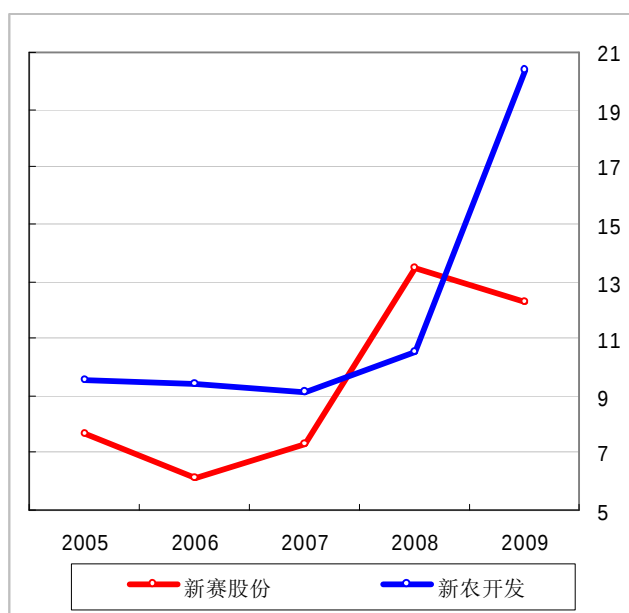
尽管今年国内棉花预计略有减产，但是全球棉花产量与消费量总体平衡，国外棉花价格大幅度低于国内，国家可以采取变动棉花进口配额政策增加棉花进口，增加国内棉花供给和稳定棉花价格。今年前 8 个月我国已经进口棉花 195.2 万吨，比去年全年进口量还多 43 万吨。根据国家发展和改革委员会数据，2009 年度全国棉花需求 1060 万吨左右，产需缺口 360 万吨左右，为弥补产需缺口，稳定棉花市场，去年 9 到 12 月国家投放国储棉 110 万吨，今年 8 月 10 日开始投放 60 万吨储备棉。近期国内棉花价格大幅上涨，为了稳定国内市场，保证棉纺织企业用棉需求，中央政府决定在前期投放 60 万吨国储棉的基础上，继续通过竞拍方式投放 40 万吨国储棉。2010 年国家计划进口棉花 251 万吨，同比增长 73%。

投机炒作资金在大幅度拉升棉花价格以后，面对全球棉花产量与消费量总体平衡、国外棉花价格大幅度低于国内、政府可以通过扩大进口和抛售国储棉等途径干预国内棉花价格等形势，可能转为做空，国内和国际棉花价格快速大幅度上涨以后蓄积比较大下跌风险。

四、我国两家棉花种植类上市公司新赛股份和新农开发经营业绩长期不佳

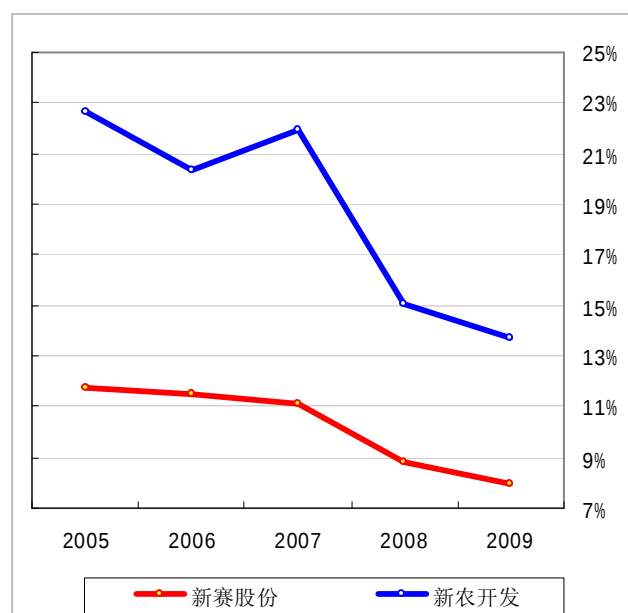
我国棉花种植行业有新赛股份和新农开发两家上市公司，两家公司都是新疆建设兵团的下属公司。其中，新赛股份主营业务收入几乎全部来源于棉花种植和加工业务；新农开发主营业务收入绝大部分来源于棉花种植和加工业务，还有部分来源于奶牛养殖、甘草种植、房地产业务等业务，并计划进入矿产开发行业，2009 年公司非棉花业务营业收入约 2 亿元，占公司营业收入 10%左右。长期来看，两家公司经营业绩不佳。

图 3：新赛股份和新农开发营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

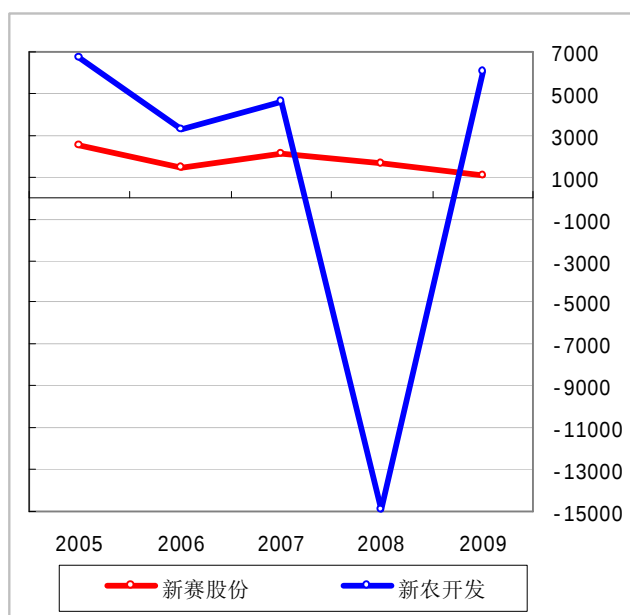
图 4：新赛股份和新农开发毛利率比较（%）



资料来源：公司公告

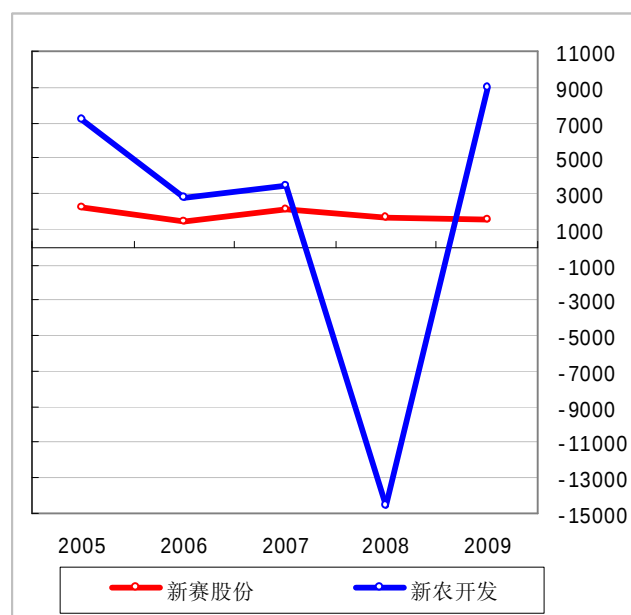
从图中可以看出，过去五年，尽管新赛股份和新农开发营业收入总体呈现上涨趋势，但是两公司毛利率呈现下降趋势，说明公司产品赢利能力处于持续下降趋势中，利润空间越来越小。

图 5：新赛股份和新农开发营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 6：新赛股份和新农开发净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

从图中可以看出，过去五年，新赛股份营业利润和净利润在 2000 万元附近振荡，并呈现下降趋势；新农开发营业利润和净利润大幅度波动，2008 年甚至出现了将近 1.5 亿元的亏损。

2010 年上半年，棉花价格上涨，新赛股份实现营业收入同比增长 15% 左右，但是营业利润、利润总额、净利润等指标均出现亏损，同比降幅为 200%-300%，亏损的主要原因是棉籽油业务出现严重亏损；2010 年上半年，新农开发实现营业收入、营业利润、利润总额和净利润同比增长 30%-40%，公司没有棉籽油业务，避免了新赛股份的亏损局面。预计 2010 年全年，新赛股份经营业绩将出现亏损；新农开发经营业绩将同比增长 30%-40%。

五、行业投资建议和评级

2010 年 8 月份以来国内和国际棉花价格快速大幅度上涨，国内和国际棉花价格快速大幅度上涨的根本原因是货币供给过多，国内和国际棉花供求基本平衡。国内和国际棉花价格快速大幅度上涨以后蓄积比较大下跌风险。我国两家棉花种植类上市公司新赛股份和新农开发经营业绩长期不佳。给予棉花种植行业“中性”评级，给予新赛股份和新农开发“中性”评级。

六、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	9 月 28 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
600540	新赛股份	棉花种植	15.70	0.04	0.05	-0.07	392.5	327.1	-	推荐
600359	新农开发	棉花种植	17.63	-0.26	0.19	0.25	-	92.8	70.5	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告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发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。