2011 年 1 月 31 日

中粮屯河

积跬步，至千里

买入

A

600737.SS – 人民币 11.92

目标价格: 人民币 16.80

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207110254

中粮屯河是国内最大的甜菜糖企业，同时也是最大的番茄酱出口加工企业，公司业绩受产量不稳定以及价格波动因素影响明显。近年来公司在源头实现种植模式的积极转变，番茄自种地面积近 20 万亩，预计未来 3 年将继续提升至 40 万亩，甜菜糖业务也将逐步推广该模式。公司“育种-种植-加工”一体化初具规模，效益提升明显，未来仍有巨大发展空间。首次给予买入评级。

支撑评级的要点

- 番茄业务学习和复制亨氏模式，已具备相当规模。至 2010 年，公司番茄自种面积约 19 万亩，占公司可控面积的 28.8%左右，自种地完全实现良种、滴灌和机械化种收，效率提升，成本节约。公司计划继续加大自种地规模，预计至 2013 年达到 40 万亩。
- 甜菜糖业务复制番茄业务，注重种植和管理模式的改进。公司 2010 年开始启动 4516 项目，即亩产 4.5 吨，含糖 16%，效果较好，正在有序推进当中。糖业发展未来将立足北糖，加快全国布局。
- 10/11 榨季甜菜糖产量同比增长约 22.5%，主要原因是 10 年春播前合同收购价提高导致种植面积的增加。
- 番茄价格稳中有升是趋势。
- 公司已有市值考核，但比重低。

评级面临的主要风险因素

- 气象灾害风险以及价格波动风险。
- 短期负债高及资金周转风险。

估值

- 我们预测 2010、2011 和 2012 年业绩为 0.130 元、0.542 元和 0.669 元，以 2011 年 31 倍市盈率估值，目标价 16.80 元，给予**买入**评级。

股价相对指数表现

资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(25)	(17)	(26)	(20)
相对新华富时 A50 指数(%)	(24)	(17)	(14)	(6)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	1,006
流通股 (%)	40.4
流通股市值 (人民币 百万)	4,849
净负债率(%)	182
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	
主要股东(%)	
中粮集团	59.60

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

图表 1.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	3,430	2,879	3,084	3,882	4,168
变动 (%)	15.2	(16.1)	7.1	25.9	7.4
净利润 (人民币 百万)	311	268	131	545	673
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.31	0.27	0.13	0.54	0.67
变动 (%)	0.6	(13.9)	(51.0)	315.7	23.4
市盈率 (倍)	38.6	44.8	91.4	22.0	17.8
每股现金流量 (人民币)	(0.01)	(0.05)	0.07	1.15	1.04
价格/每股现金流量 (倍)	(1,353.4)	(251.3)	166.7	10.3	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	8.7	4.1	14.9	16.0
每股股息 (人民币)	0.00	0.00	0.00	0.11	0.14
股息率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.93	1.15

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**苏铖为本报告重要贡献者*

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>， firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有(HOLD) 则指预计该行业(股份) 在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10%区间内波动

目录

投资摘要.....3

盈利前景及估值.....4

中粮屯河公司简介.....8

“亨氏模式”本土化先锋.....10

新模式毛利率赶超势头明显.....15

番茄酱价格走势将稳中有升.....16

糖业目标远大，北糖注重挖潜.....18

风险因素提示.....22

研究报告中所提及的有关上市公司.....24

投资摘要

在农业领域，我们认为不向种植要效益的种植业，不是好的种植业；不在源头挖潜也成就不了真正的优势农业。在我国劳动力成本逐年上升、近年来快速攀升的背景下，“源头挖潜，管理增效”的重要性愈发凸显。

因地制宜发展农业，提高农业现代化水平是趋势。目前来看，我国黑龙江和新疆两地的农业现代化（以规模化和机械化为核心）基础条件较好，但整体发展水平仍有很大提升空间。

中粮屯河是甜菜糖龙头企业，同时也是国内最大的番茄酱出口加工企业。市场一般认为中粮屯河两大主业的业绩都是价格驱动型，并且企业自身没有价格决定权，我们也认为在粗放型和松散型的生产组织形式下，价格驱动型企业的业绩周期性相对强，在价格不景气情况下投资价值并不突出。

2010 年番茄酱价格呈现前低后高走势，预计后期番茄加工量的缩减将继续推升番茄酱价格。目前糖价处景气阶段，公司食糖业务盈利能力提升明显。

除价格因素外，公司上游种植模式的改变使得公司业绩驱动因素有所增加。中粮屯河两大业务——番茄种植及加工和甜菜糖——都涉及种植业，公司以番茄原料的种植模式改进为突破口，实现了经济增长方式的良性转变，未来甜菜糖也将复制番茄酱的成功模式，我们认为企业在外延式发展同时也具备内生成长性，企业发展潜力巨大。

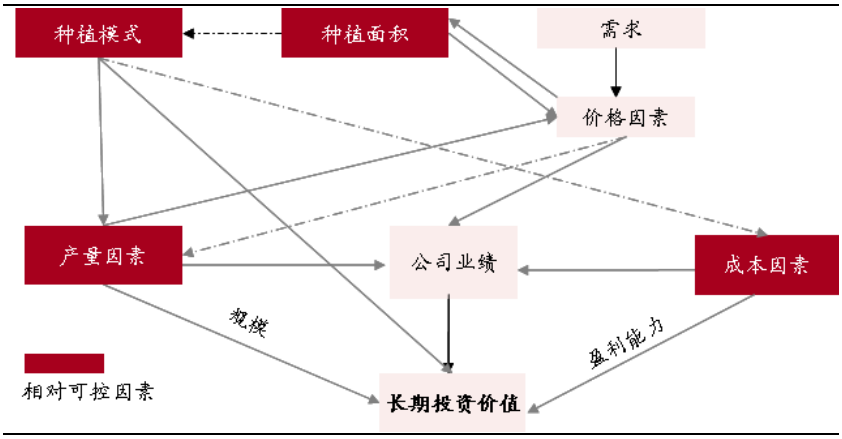
盈利前景及估值

努力构建核心竞争力

我们认为公司在种植环节的持续投入将取得丰厚回报。如前文所述，种植模式的转变使得公司生产效率得到很大提升，原料种植及供应的稳定性提高，农残控制和质量优秀能够在出口市场占据优势地位并能保证同国际重要客户的长期稳定合作，抵御国际市场波动对公司经营的冲击。

种植模式已经成为农业公司构建核心竞争力的一个重要方面，也是构成公司长期投资价值的重要因素。

图表 2. 新模式下相对可控因素增多，投资价值提升



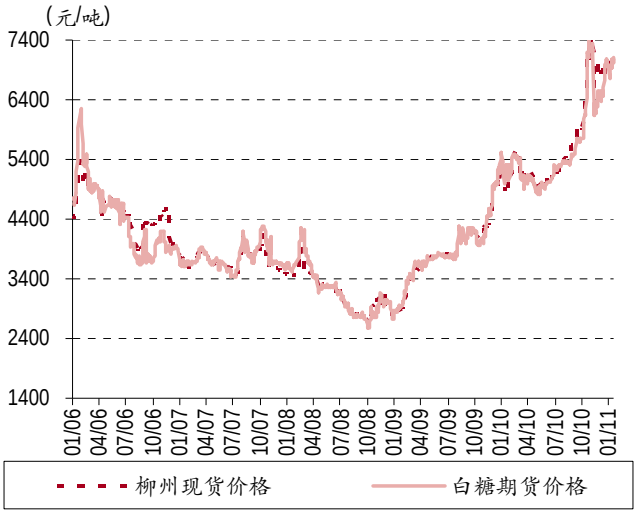
资料来源：中银国际研究

2011 年业绩看好

番茄酱价格的稳中有升，带来趋势性投资机会。

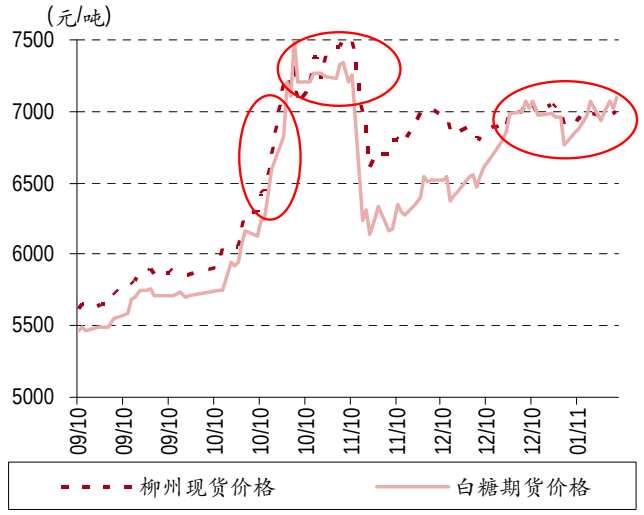
由于公司对食糖销售采用套期保值，因此公司能够较大程度提前锁定销售价格。目前 2010/11 榨季产量已经基本明朗，而糖价并未走低，2010 年 10 月份以来糖价现货和期货价格双双走高，目前处高位震荡态势，我们预计公司 2011 年食糖套保下单的点位在 6500 元/吨一线甚至更高，并且是动态调整的过程，我们对 2011 年全年销售均价在 6300 元以上较为乐观。

图表 3.2006 年以来白糖现货价格和期货价格走势



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

图表 4. 2010 年 9 月份以来白糖现货和期货走势

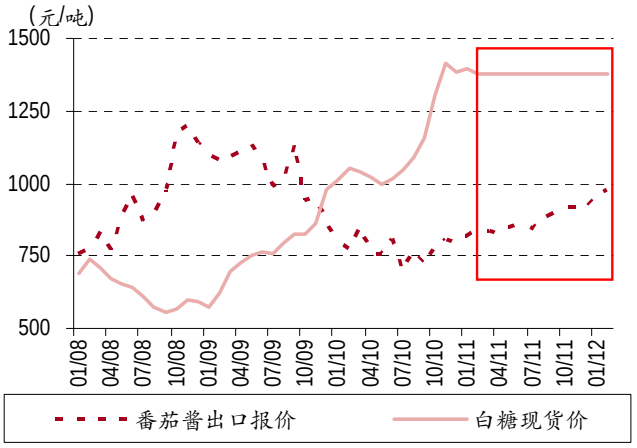


资料来源：公司数据，中银国际研究
注：红色圈标注可能性大的套保下单位置

从公司历史经营数据看，番茄酱价格走高的同时糖价往往走低，两者不同步使得业绩未形成共振，但综合毛利率的波动相对竞争对手低。

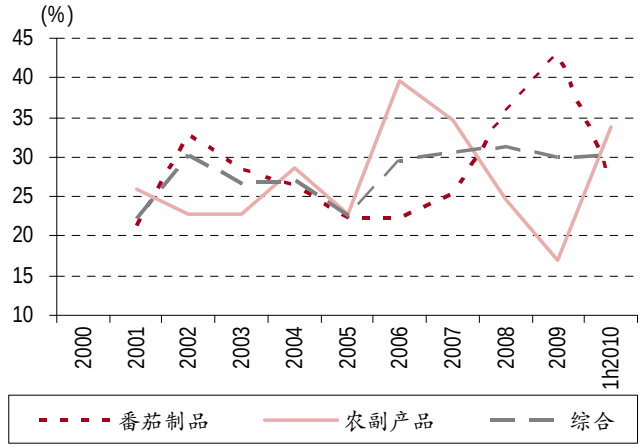
往年盈利状况不同步的情况在 2011 年出现很大变化。在糖价高位震荡，公司可以较大程度通过套保方式锁定销售价格，而番茄酱价格呈稳步上升态势，业绩超预期的可能性大大提高。

图表 5. 2008 年以来番茄酱价格同糖价走势比较



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测
注：本图中食糖现货价格经过除以 5 的调整，红色框中为预计数据，其中已考虑套保因素

图表 6.公司分业务毛利率情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

盈利预测及估值

我们对 2011 年及 2012 年公司两大业务进行了收入和成本分解，结论是未来两年公司两大业务的盈利能力有明显提升。对于 2011 年及 2012 年主营业务收入及成本的估算如下：

图表 7. 番茄酱业务估测表

	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万）	1,436.65	1,642.61	1,937.10	2,157.93
销售价（元/吨）	6,080.48	4,562.80	5,207.25	6,165.50
番茄业务成本合计	818.14	1,260.24	1,348.25	1,325.23
其中： 原料	574.52	962.91	1,029.83	993.15
包装	65.45	99.73	103.05	96.96
人工	45.82	52.92	61.12	70.59
折旧	90.00	98.09	103.00	108.15
水电煤等	42.36	46.60	51.26	56.38
毛利率(%)	43.1	23.3	30.4	38.6

资料来源：中银国际研究预测

图表 8. 食糖业务估测表

	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万）	1,442.84	1,441.72	1,944.80	2,010.00
销售价（元/吨）	3,847.57	5,420.00	6,800.00	6,700.00
食糖业务成本合计	1,198.71	1,085.09	1,249.94	1,363.81
其中：原料	843.75	748.13	900.90	1,001.70
人工	71.92	73.36	75.72	79.43
折旧	146.24	140.39	143.20	146.06
水电煤等	95.90	78.23	82.43	86.55
其他	40.90	44.99	47.69	50.07
毛利率(%)	16.9	24.7	35.7	32.1

资料来源：中银国际研究预测

图表 9. 2011 年每股收益对番茄酱价格和食糖价格的敏感性分析

每股收益（元）	番茄酱平均售价（美元）			
食糖售价（元）	755	795	835	885
6000	0.492	0.504	0.515	0.530
6500	0.516	0.528	0.539	0.554
6800	0.531	0.542	0.554	0.568
7100	0.545	0.557	0.568	0.583
7300	0.555	0.567	0.578	0.593

资料来源：中银国际研究预测，汇率按 1：6.55 计

我们预测公司 2010 年、2011 年和 2012 年每股收益分别为 0.130 元、0.542 元和 0.669 元，以 2011 年 31 倍市盈率估值，目标价格 16.80 元，首次给予***买入***评级。

图表 10.可比农业公司估值比较

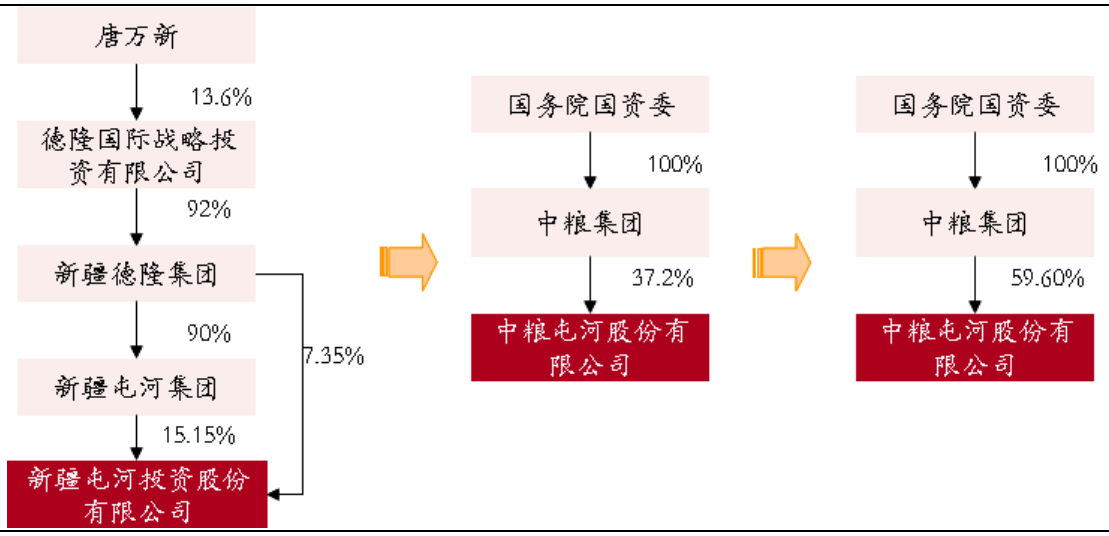
代码	证券简称	收盘价（元）	市值（亿）	每股收益（元/股）		市盈率（倍）		每股收益增长(%)		市净率(倍)	净资产收益率(%)
				2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2011E	2010E	2010E
000972.SZ	新中基	13.40	65	0.14	0.28	95.9	48.2	194.7	98.9	3.61	5.24
600251.SS	冠农股份	23.22	84	0.42	0.98	55.2	23.8	425.4	132.2	-	20.90
600467.SS	好当家	11.82	75	0.21	0.34	57.4	34.7	71.5	65.6	4.66	13.64
600108.SS	亚盛集团	6.08	106	0.11	0.16	55.2	38.9	-	41.8	3.40	8.82
000860.SZ	顺鑫农业	19.53	86	0.76	1.12	25.8	17.4	106.7	47.9	2.87	15.48
600354.SS	敦煌种业	30.66	57	0.60	1.11	51.1	27.6	272.7	85.1	6.97	28.34
002041.SZ	登海种业	59.63	105	1.13	1.71	52.7	34.9	112.7	50.9	8.44	24.10
	平均					48.7	32.2			4.99	10.2
600737.SS	**中粮屯河**	11.92	120	0.13	0.54	91.7	22.0	(51.9)	316.9	3.31	7.1

资料来源：万得资讯，中银国际研究
收盘价为 2011-01-27 日

中粮屯河公司简介

公司原为新疆德隆控制企业，是德隆三驾马车之一。在德隆危机之后，公司于 2005 年实现重组，通过司法划转，中粮集团持有公司 37.2%股权。经过定向增发，至 2009 年底，中粮集团持有公司 59.6%股份。

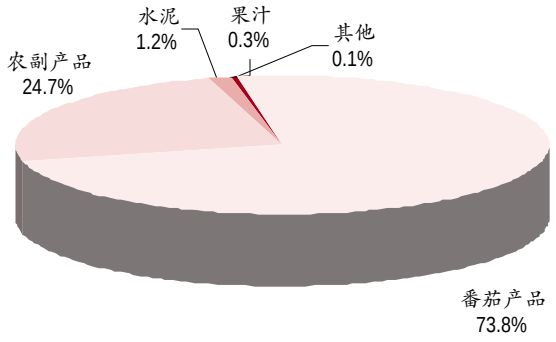
图表 11.公司股权变更情况



资料来源：中银国际研究

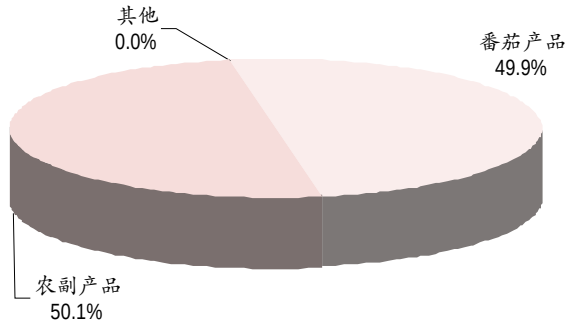
公司主营业务为番茄制品（以番茄酱为主导产品）和农副产品（以甜菜糖为主）。公司 2004-2009 年间主营业务范围变化不大，中粮集团进入后公司主业得到发展壮大，其中制糖业务得到较快发展，收入占比达到一半。

图表 12. 2004 年公司业务收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究及预测

图表 13.2009 年公司业务收入占比



资料来源：公司数据，中银国际研究

目前公司番茄酱产量国内第一，同时是国内番茄酱价格领导者——公司番茄酱定价主要参照欧美，国内其他番茄酱企业定价主要参照屯河；公司也是国内最大的甜菜糖企业，制糖规模约为50万吨，由于糖价波动因素，公司实际糖产量未达到设计产能。

近年来随着番茄产业新进入者的增加和产量的攀升，国际贸易价格的波动性加大，为实现产业的平稳增长和构建企业的核心竞争力，公司在番茄业务方面率先实行种植模式的转变，向全产业链发展，向上游要效益，已经取得了较好进展。

“亨氏模式”本土化先锋

何谓亨氏模式

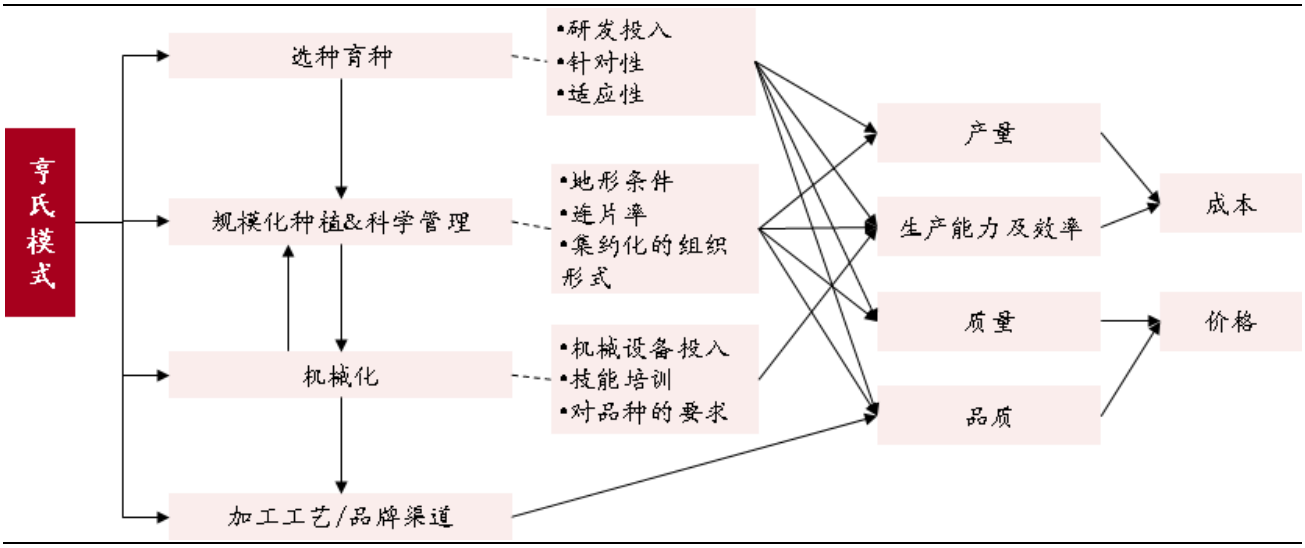
亨氏模式简而言之就是以低成本为导向的一体化和工业化种植业发展模式。

这种模式，以较为优越的自然基础条件为依托，从有针对性的选种育种开始，辅以配套的种植管理技术，实现高效机械化，环环相扣，以标准化和体系化的运作取得综合成本优势。

我们认为该模式的实施效果主要从四个方面考察：原料产量、生产效率、熟料质量、成品品质，这四项要素又分别同成本和价格相联系。

总体上看，亨氏模式会导致成本优势和价格领先。

图表 14.亨氏模式示意图



资料来源：中银国际研究

中粮屯河借鉴亨氏模式推广番茄自种

中粮屯河番茄业务学习和复制亨氏模式，目前已具备相当规模。中粮屯河自 2006 年即开始同亨氏合作，亨氏向屯河提供良种试种。2007 年开始以购买和租赁方式发展自种地，2008 年中粮集团提出大力发展全产业链，在番茄自种地面积方面提出至 2010 年达到 20 万亩。2010 年公司自种地在 18-19 万亩之间，目标达成率较高，自种地面积占可控面积 28.8%，可提升空间仍然很大。我们预计公司下一目标为 2013 年达到 40 万亩自种地，比重达到 60%。

从良种和自种地开始

亨氏公司从1936年就开始了番茄种子的研发项目，拥有世界上最为领先的番茄种子研发实力。亨氏不但拥有很多高产和抗病虫的品种，还研发出适宜于全球各个不同地区种植的番茄品种。亨氏还在全球各地设立种子试验种植基地，专门为加工用番茄和鲜食番茄设计开发了不同系列的种子，培育出一次性成熟的番茄品种，满足机械采收的需要。在配套的种植模式方面，亨氏农业专家队伍已经总结出丰富的经验和成熟的运作模式，并向世界其他国家进行合作和输出。在种子和农业种植方面的支持下，亨氏的番茄原料在挂果与成熟时间上可以实现高度的计划性，在收获的季节里，有计划地分片区进行机械化采摘和拉运，保证了工厂的稳定均衡供料和快速加工。

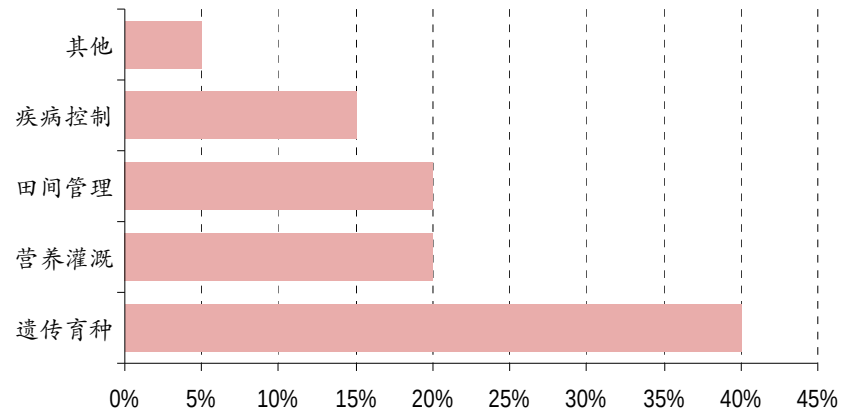
我们认为“亨氏模式”的关键是良种和科学种植。其中良种推广最为优先，自种地是推行良种良法的必需。中粮屯河的良种推广和自种地扩大已经合为一体。

我们在《乳制品行业报告》当中分析奶牛养殖的关键要素，其中奶牛良种贡献最高，达40%，其次是饲养管理。种植业情况类似，良种贡献率最高，也在40%左右。

良种番茄的内涵包括——高产及高固形物含量、抗病害、抗寒抗旱或抗涝、一次成熟的特性等。

在良种开发方面，中粮屯河也走在国内前列。公司于新疆昌吉设立有屯河种业公司，2009年实现净利润215.4万。中粮屯河的种业公司同各大国际领先公司都有深度合作，良种选育水平国内领先。种业公司累计开发有屯河6号、7号、8号、17号等数十号良种，已成规模推广。目前公司自种地种子使用约七成是进口种子，自有种子使用占30%以上。

图表15.关键要素对种植业的贡献



资料来源：中银国际研究

自种地的优势

自种地可以按照公司的生产计划实施播种，按照生产能力规划早中晚期种植，降低由于集中交售番茄原料而导致生产能力跟不上的情况发生。

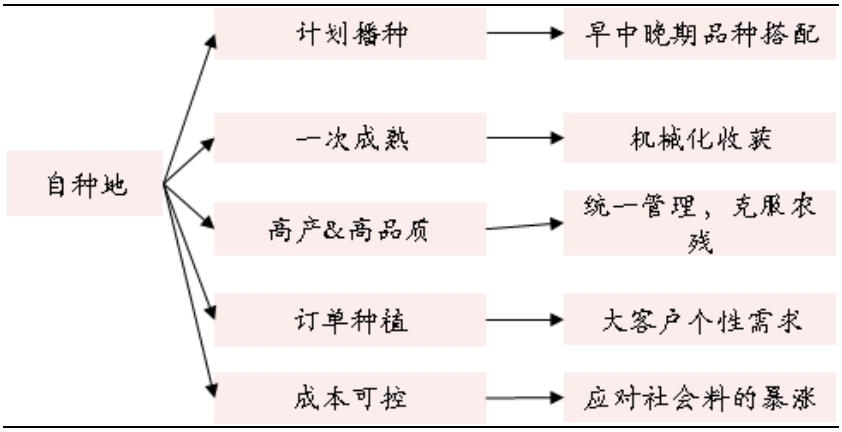
自种地实现良种统一，良种番茄进入成熟期后一周内实现收获，能够实现高度机械化收获。

我国番茄酱绝大多数用于出口，出口市场对产品质量包括农残等要求高，自种地农残可控；此外自种地的种植模式领先于散户种植，完全实现移栽和滴灌，高质的同时高产。

自种地可按照国际大客户的个性化要求，提供非标产品，同其他企业有一定的差异化优势。

自种地除了滴灌节水节肥外，还因高产而降低单位成本，机械化克服了人力成本快速上升的弊端。此外，在原料非理性涨价的情况下，自种地可保证原料价格稳定。

图表 16.自种地部分优势列示



资料来源：中银国际研究

图表 17.自种地优势的数字化说明

自种地优势	原因	相关数据
节约土地	集中连片，铲除田埂等	土地利用效率提高 2%-4%
省工省力	机械采收	亩均节约人工成本 150 以上
降低雇工人数	统一经营，管理效力提升	每千亩节约劳力 40-80 人
节水节肥	滴灌技术	亩均节水 20%-50%，节肥 10%
提高单产	种植模式进步	单产提高 15%-30%
质好价优	良种良法	-

资料来源：中银国际研究

自种地的成本优势开始显现

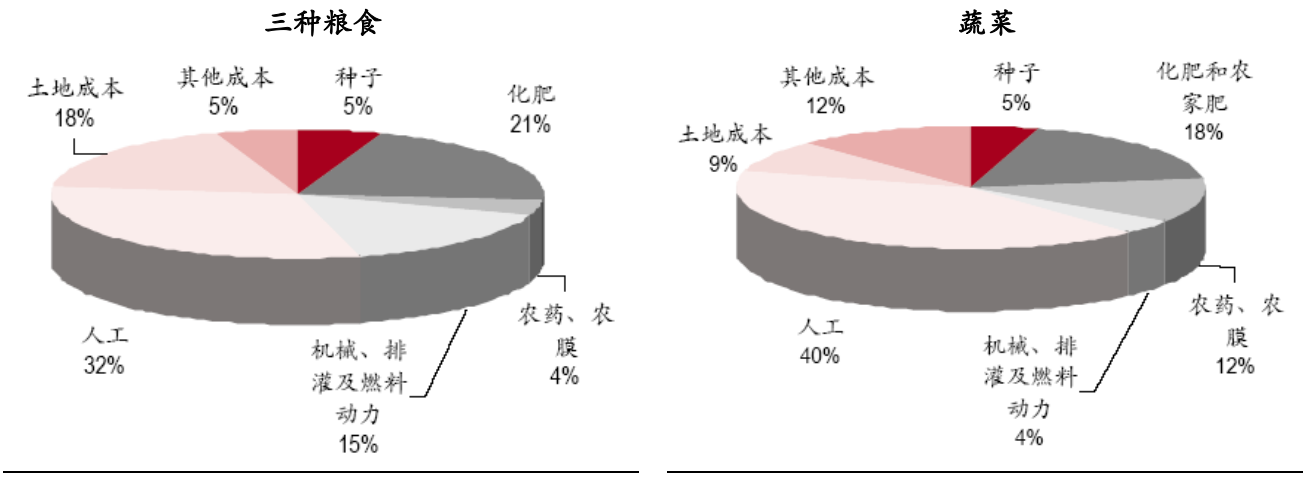
长期来看，劳动力成本上涨不可避免，将成为推升粮价和其他价格的重要因素。

人工成本占中国粮食成本的三分之一，占蔬菜种植成本的40%。尽管随着生产率提高，主要农产品用工天数有所下降，但降幅远远小于劳动工资的上涨幅度，事实上2003年以来劳动力成本大幅上涨，成为推动粮食、蔬菜价格攀升的重要因素。由于人口结构变化、政府有意提高劳动收入以推动经济转型，预计2011年劳动力成本仍会延续较大涨幅。

我们认为自种地在种子和机械方面投入较大，2009年以前自种地原料供应成本优势并不明显,2010年成本优势开始发挥。

我们测算，自种地种子投入比散户多出185元/亩，但机械化使用每亩成本较人工采摘成本低150-250元左右，总体看，两者成本已经非常接近，在人工成本持续上升情况下，自种地的优势越发凸显。

图表18.人工成本是粮食和蔬菜的主要成本

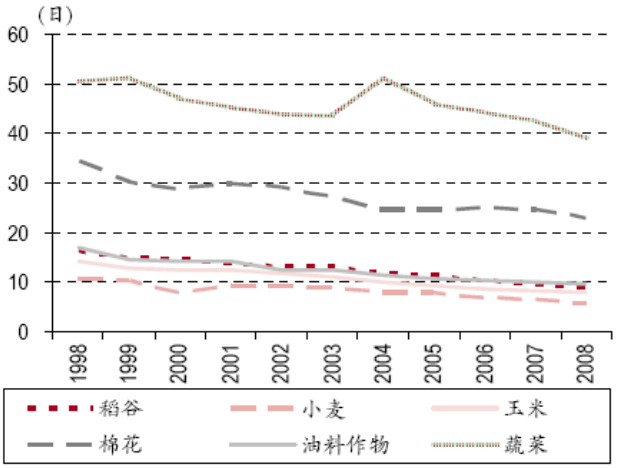


资料来源：发改委，中银国际研究

资料来源：发改委，中银国际研究

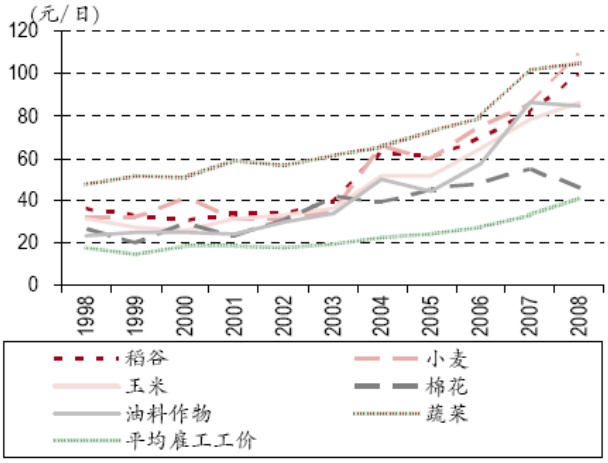
图表 19.用功天数与工价情况

每亩用工天数



资料来源：发改委，中银国际研究

平均雇工工价



资料来源：发改委，中银国际研究

新模式毛利率赶超势头明显

公司种植模式的转变已经转化为可见的经济效益，公司番茄酱业务毛利率稳步提升，且波动更小（最大值和最小值之差小于同行业主要对手），毛利率水平赶超对手的迹象非常明显。

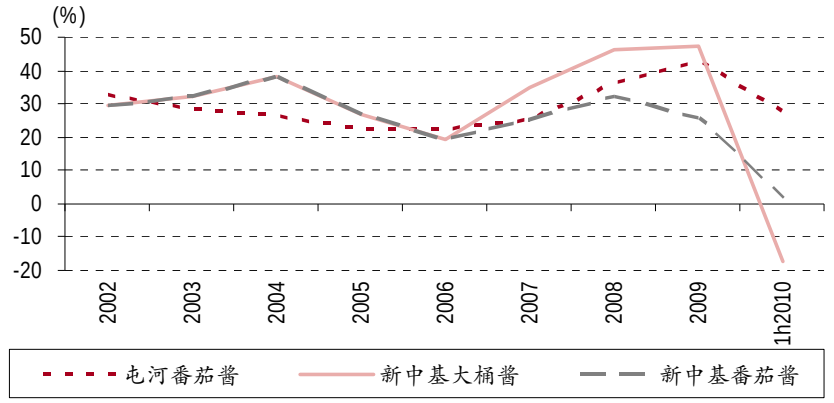
经测算，中粮屯河番茄酱业务原料成本下降 1 个百分点则毛利率上升 0.58 个百分点；销售价格上升 1 个百分点，毛利率上升 0.76 个百分点。

2005 年重组以来，公司番茄酱毛利率稳步提升。2005-2009 年，中粮屯河番茄酱业务毛利率从 22.28%上升至 43.05%，上升 20.77 个百分点；同期新中基大桶酱毛利率从 26.64%上升至 47.13%，上升 20.49 个百分点。

至 2009 年中粮屯河番茄酱业务毛利率同新中基大桶酱毛利率仅差 4.08 个百分点。2010 年 1-6 月份，中粮屯河番茄酱毛利率 27.33%，同期新中基大桶酱毛利率为-17.17%。

将新中基大桶酱和小包装酱视为整体，则 2006 年以来，新中基的番茄酱业务毛利率持续低于中粮屯河。

图表 20. 屯河和新中基番茄酱业务毛利率比较



资料来源：中银国际研究

番茄酱价格走势将稳中有升

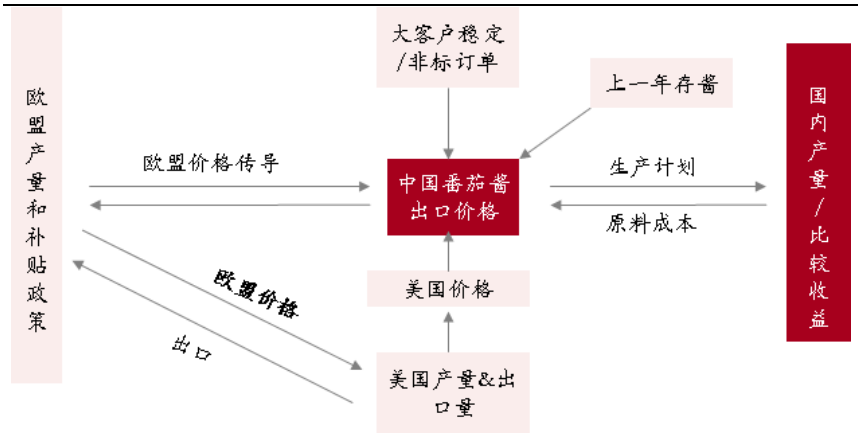
番茄酱贸易价格仍然是刺激公司番茄酱业务盈利的最直接因素之一。我们判断番茄酱价格走势在 2011 和 2012 年处于稳中有升态势。

美国番茄酱出口成为影响国际价格的重要力量

美国、地中海国家和中国是世界三大番茄酱生产地，其中美国和欧盟既是生产大国也是消费大国，欧盟是番茄酱最主要的出口目的地。国际番茄酱贸易定价权在欧美。

目前，美国成为影响国际番茄酱贸易价格的重要力量。由于 2008 年底开始国际番茄酱贸易价格上涨，美国部分加大了出口，2010 年美国原料番茄产量在上一年高产的情况下仅同比下降 8%左右，另外美国原料番茄的成本仅高出中国 7.5%左右，而中国番茄酱通常价格要低于美国 80-100 美元/吨，这些因素是 2010 年番茄酱价格回升较慢的主要原因。

图表 21. 番茄酱价格决定图



资料来源：中银国际研究

番茄酱价格将稳中有升

1）总体上看，欧盟补贴政策（原料按吨补贴只占一部分，另外按照土地连续种植记录折算成产量发放补贴）不鼓励新的番茄产能扩张。

2）2010 年我国番茄加工量约为 650 万吨，较上年 865 万吨下降约 25%，此外由于天气因素导致固形物含量降低，使得成品酱产量同比降幅超过 25%。预计 2011 年行业平均存货较上年同期少，由于 2009 年存货大量积压对 2010 年番茄酱价格上涨造成压力的局面将不会被复制。

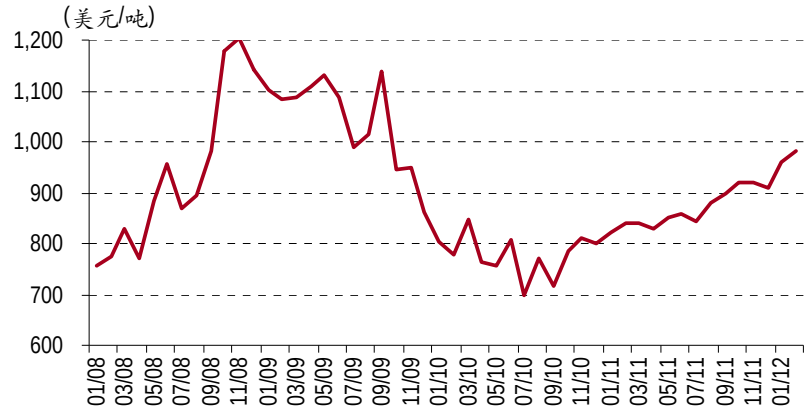
3）国内棉花价格的上涨会挤压番茄的种植面积，预计 2011 年新疆番茄种植面积将减少 15%-20%，番茄的产量将减少 10%左右。

4）此外，人工成本和生产资料成本的上涨是全球性的，会带动番茄贸易价格的上升。

5）从价格周期上看，番茄酱的价格周期约为 5 年，98 年价格高点，99 年高产，00 年价格大幅回落；03 年价格高点，04 年高产，05 年价格大幅回落；08 年底价格高涨，09 年产量新高，10 年价格回落到最低 550 美元/吨，我们预计 10 年开始已经进入新的量减价升阶段。另外，每次价格高点呈抬高态势，03 年高价仅为 580 美元/吨左右，08/09 价格高点则为 1,100 美元/吨。

综上，我们判断 2011 年番茄酱价格将在近期 780-800 美元/吨一线的成交价基础上稳中有升。

图表 22. 08 年以来番茄酱出口 FOB 价格



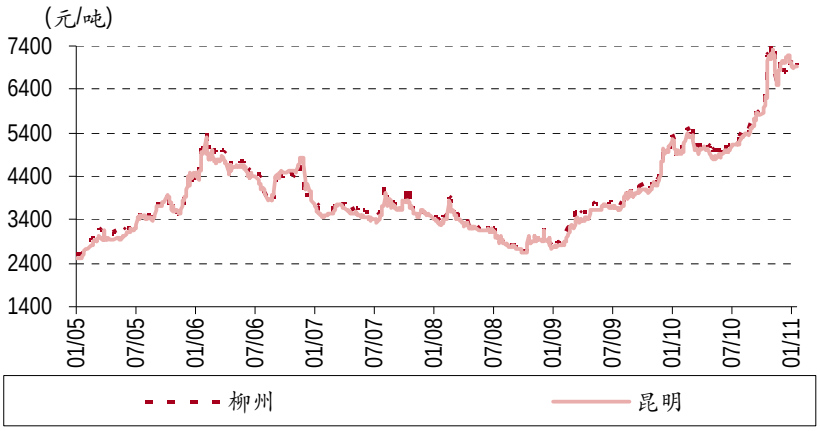
资料来源：海关总署，中银国际研究

糖业目标远大，北糖注重挖潜

公司现有 9 家糖厂（不包括中粮集团拥有的糖厂），8 家位于新疆，1 家位于山西，设计产能合计近 50 万吨，近两年来公司实际糖产量不到 30 万吨。2010/11 榨季产糖同比增长近 22.5%，也未超过 30 万吨。糖价不景气是公司 08/09 以及 09/10 榨季产糖不高的最主要因素。

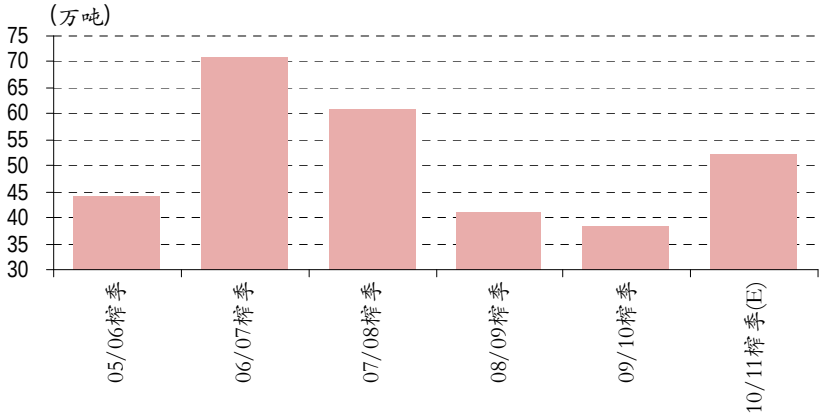
从经验上看，高产量往往出现在高糖价的后一年，2010 年三季度以来糖价高企，2011/12 榨季产糖量的较快增长可期。

图表 23. 2005 年以来柳州和昆明白糖现货价格走势



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 24. 05/06 榨季以来新疆产糖情况



资料来源：新疆糖网，中银国际研究

公司糖业目标远大，“十二五”期间公司目标“至少是全国领先者”。公司将继续巩固北糖（甜菜糖）领先地位，由于全国甜菜糖总体规模有限，公司将会继续加快南糖（蔗糖）的布局和谋求国际糖源的控制。

依据北糖实际情况，公司在综合考虑成本与食糖价格走势情况向农户提供有吸引力的采购报价以保障甜菜供应，同时公司会加大挖潜力度，复制番茄成功模式。

甜菜种植面积短期不是问题

新疆可用于甜菜种植的土地广袤，在棉花等作物种植效益较好的情况下，短期甜菜种植面积显著增长的可能性不大。

图表 25.2010 年度新疆不同作物种植毛收入情况

作物品种	亩产(公斤)	收购价(元/公斤)	亩均毛收入(元)
棉花	280-320	10.0	2,800-3,200
番茄	5500-6000	0.4	2,200-2,400
甜菜	3000-4000	0.38	1,140-1,520

资料来源：中银国际研究

1)、2008 年，新疆生产建设兵团 845 万亩棉花平均亩产皮棉 155 公斤，新疆地方种植的 1545 万亩棉花平均亩产皮棉 110 公斤；折算成籽棉亩产平均在 300 公斤左右。

2)、甜菜对盐碱地的适应性强。

10/11 榨季，新疆甜菜收购价格为 370 元-380 元/吨，同期黑龙江的甜菜价格已经超过 400 元/吨。10/11 榨季的合同收购价格较 09/10 榨季的合同收购价格提高了 90 元/吨，调动了种植户的热情，使得 10/11 榨季收榨量明显上升。

公司依照糖价走势和比较效益来和农户商谈收购价格，我们预计 2011/12 榨季收购价格上调基本确定，这一价格将在 3 月份前与农户敲定，以便顺利春播。

我们认为除直接以价格杠杆刺激农户种植积极性外，积极改变种植和管理模式极为必要。

新疆甜菜种植模式亟需变革

2010 年由于春寒天气等因素，新疆甜菜种植面积未见明显下降的情况下，甜菜产量下滑且含糖低于上年。

新疆近年来甜菜糖亩产和含糖有下降趋势。目前新疆种植的优质甜菜种子主要来自德国和瑞士，该品种在法国种植普遍含糖高，达到 16%甚至更高，在新疆引种初期也可达到 15%-16%，09/10 年在 14%左右，10/11 榨季 12%-13%左右，10/11 榨季低含糖的主要原因是天气因素影响了聚糖。但总体上看，我们认为新疆甜菜种植的组织形式和种植模式落后是整体单产低和含糖下滑的原因。

预计公司甜菜糖业务将复制番茄业务成熟模式，注重种植和管理模式的改进。公司 2010 年开始启动“4516”项目，即亩产 4.5 吨，含糖 16%。该亩产较新疆平均 3-3.5 吨的水平提高 29%-50%，含糖率较平均 13%提高 3 个百分点，在种植面积不变情况下，实际出糖可增加 60%左右——我们认为公司糖业挖潜还在起步阶段，短期期望不应太高；但鉴于番茄业务 2 年内自种模式推广近 20 万亩的规模，我们认为公司糖业务的挖潜见效也会很快。

改变种植模式的潜在效益惊人

我们在亩产 3 吨和平均含糖 13%的基础上做糖产量的敏感性分析，当亩产增加 0.25 吨且含糖达到 13.5%时，最终产糖可增加 13%。较为理想状态下亩产 4 吨且产糖 14.5%，最终产糖量可增长 49%，增长惊人。

图表 26. 产糖在亩产 3 吨和含糖 13%基础上的提升敏感性

(%)	含糖率提高百分点数					
亩产增加吨数	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	3.0
0.25	13	17	21	25	29	33
0.50	21	26	30	35	39	44
0.75	30	35	39	44	49	54
1.00	38	44	49	54	59	64
1.25	47	53	58	63	69	74

资料来源：中银国际研究

实际情况是，不仅番茄、甜菜可以通过良种、种植模式和管理的改进达到高产降低成本，新疆种植面积最大的作物棉花也有巨大潜力可挖。

2008 年，新疆生产建设兵团 845 万亩棉花平均亩产皮棉 155 公斤，新疆地方种植的 1,545 万亩棉花平均亩产皮棉 110 公斤，前者单产比后者高出 40.90%。

2009 年全区棉花播种面积 2,114 万亩、总产 252 万吨，其中 2009 年兵团面积 732 万亩、产量 113 万吨，即兵团亩产 154 公斤，地方亩产 101 公斤，前者单产比后者高 52.5%。

兵团棉花单产高于地方一方面固然是土地因素，另一方面生产组织形式和种植模式的相对领先是关键，地方种植的单产仍有较大潜力可挖。

公司将加快南糖布局，并放眼海外

公司控股股东为中粮集团，未来公司糖业的大发展既表现在中粮集团的扩张上也表现在公司自身的发展上，集团持有的糖厂资产最终将注入到统一平台。

在南糖的布局方面，中粮集团已在广西收购有糖厂。

原华劲集团北海糖业 2006 年技改后日榨能力 5,000 吨，07/08 榨季产糖突破 9 万吨。

目前国内大型集团，尤其是在国内前几轮糖业整合当中没有取得先机的国企如中粮集团和光明食品集团，都将糖业视为重点产业，加快了扩张的步伐。其中光明食品集团 2009 年并购了云南最大的制糖企业英茂（制糖规模 45-50 万吨左右），并且于 2010 年进入收购澳洲最大糖企 CSR 最后一轮报价；中粮集团及糖业核心平台中粮屯河对糖业并购机会一直保持密切关注。

我们认为 10 年 7 月份以来糖价的快速上涨和目前糖价高位震荡现状，是公司布局南糖和加快国际糖源控制的最大障碍。

值得关注的是，在国内外糖价高位时，公司存量糖业资产能够取得较好的盈利；当国内外糖价回落时，公司资产并购的有利因素渐多。

风险因素提示

气候变化等自然风险。近年来全球气象灾害较为频繁，对农业产业的发展构成较大影响，若新疆地区发生较大自然灾害，则会影响公司主要原料的供应。

食糖价格风险。食糖价格形成机制较为复杂，而食糖价格是影响公司业绩的主要因素之一，若食糖价格大幅下行，则公司业绩可能低于预期。

番茄酱价格上升低于预期风险。

套期保值风险。公司对糖价的判断会影响套期保值锁定售价的高低，从而影响平均售价。如果公司对糖价走势判断出现较大失误，则可能糖业务盈利低于预期。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	3,430	2,879	3,084	3,882	4,168
销售成本	(2,369)	(2,019)	(2,345)	(2,598)	(2,689)
经营费用	(628)	(519)	(524)	(624)	(701)
息税折旧前利润	636	589	478	926	1,047
折旧及摊销	(203)	(248)	(263)	(266)	(270)
经营利润 (息税前利润)	433	342	215	660	777
净利息收入/(费用)	(159)	(78)	(87)	(79)	(60)
其他收益/(损失)	40	20	21	6	6
税前利润	314	284	149	587	724
所得税	5	(1)	(7)	(29)	(36)
少数股东权益	(8)	(14)	(10)	(12)	(15)
净利润	311	268	131	545	673
核心净利润	311	268	131	545	673
每股收益(人民币)	0.31	0.27	0.13	0.54	0.67
核心每股收益(人民币)	0.31	0.27	0.13	0.54	0.67
每股股息(人民币)	0.00	0.00	0.00	0.11	0.14
收入增长(%)	15.2	(16.1)	7.1	25.9	7.4
息税前利润增长(%)	16.2	(21.1)	(37.0)	206.3	17.8
息税折旧前利润增长(%)	16.3	(7.4)	(18.8)	93.5	13.1
每股收益增长(%)	25.6	(13.9)	(51.0)	315.7	23.4
核心每股收益增长(%)	25.6	(13.9)	(51.0)	315.7	23.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	197	90	161	407	533
应收帐款	656	404	464	585	628
库存	1,697	2,312	2,814	2,598	2,689
其他流动资产	387	366	502	681	731
流动资产总计	2,936	3,172	3,943	4,271	4,581
固定资产	2,670	3,212	2,964	2,729	2,505
无形资产	210	289	280	270	260
其他长期资产	269	340	354	371	385
长期资产总计	3,149	3,841	3,597	3,369	3,150
总资产	6,085	7,013	7,540	7,640	7,731
应付帐款	567	452	586	650	672
短期债务	2,175	3,062	3,215	2,572	1,929
其他流动负债	205	318	412	642	794
流动负债总计	2,946	3,832	4,214	3,864	3,396
长期借款	125	20	24	28	37
其他长期负债	66	94	94	94	94
股本	1,006	1,006	1,006	1,006	1,006
储备	1,876	1,986	2,117	2,551	3,086
股东权益	2,881	2,991	3,122	3,556	4,092
少数股东权益	66	75	86	98	112
总负债及权益	6,085	7,013	7,540	7,640	7,731
每股帐面价值(人民币)	2.87	2.97	3.10	3.54	4.07
每股有形资产(人民币)	2.66	2.69	2.83	3.27	3.81
每股净负债/(现金)(人民币)	2.08	2.99	3.07	2.19	1.44

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	314	284	149	587	724
折旧与摊销	203	248	263	266	270
净利息费用	135	81	87	79	60
运营资本变动	(1,288)	170	32	(117)	55
税金	5	(1)	(7)	(29)	(36)
其他经营现金流	622	(829)	(452)	374	(22)
经营活动产生的现金流	(9)	(48)	72	1,160	1,050
购买固定资产净值	(640)	(732)	(70)	(85)	(94)
投资减少/增加	(19)	73	0	0	0
其他投资现金流	0	(2)	0	0	0
投资活动产生的现金流	(659)	(661)	(70)	(85)	(94)
净增债务	15	(105)	4	4	9
支付股息	0	0	0	(112)	(138)
其他融资现金流	937	781	153	(643)	(643)
融资活动产生的现金流	793	598	69	(829)	(831)
现金变动	137	(106)	71	246	125
期初现金	60	197	90	161	407
公司自由现金流	(668)	(709)	2	1,076	958
权益自由现金流	(812)	(892)	(82)	1,001	906

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	18.54	20.46	15.51	23.86	25.13
息税前利润率(%)	12.63	11.87	6.98	17.00	18.65
税前利润率(%)	9.17	9.85	4.82	15.12	17.36
净利率(%)	9.06	9.30	4.25	14.05	16.15
流动性					
流动比率(倍)	1.00	0.83	0.94	1.11	1.35
利息覆盖率(倍)	2.7	4.4	2.5	8.3	13.0
净权益负债率(%)	71.4	97.9	96.3	60.3	34.3
速动比率(倍)	0.42	0.22	0.27	0.43	0.56
估值					
市盈率 (倍)	38.6	44.8	91.4	22.0	17.8
核心业务市盈率 (倍)	38.6	44.8	91.4	22.0	17.8
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	54.3	63.1	128.8	31.0	25.1
市净率 (倍)	4.10	3.94	3.77	3.31	2.88
价格/现金流 (倍)	96.5	(109.4)	169.8	49.2	96.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	22.3	25.6	31.7	15.4	12.9
周转率					
存货周转天数	180.6	293.1	333.1	244.3	235.5
应收帐款周转天数	69.7	50.9	54.8	54.8	54.8
应付帐款周转天数	87.4	81.8	91.3	91.3	91.3
回报率					
股息支付率(%)	0.02	0.02	0.00	20.44	20.43
净资产收益率 (%)	10.55	8.73	4.09	14.93	16.01
资产收益率 (%)	5.11	3.82	1.74	7.14	8.71
已运用资本收益率(%)	6.19	4.16	2.50	7.90	9.44

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

中粮屯河 (600737.SS/人民币 11.92，买入)

新中基 (000972.SZ/人民币 13.40，未有评级)

好当家 (600467.SS/人民币 11.82，买入)

冠农股份 (600251.SS/人民币 23.22，未有评级)

亚盛集团 (600108.SS/人民币 6.08，未有评级)

顺鑫农业(000860.SZ/人民币 19.53，未有评级)

敦煌种业 (600354.SS/人民币 30.66，未有评级)

登海种业(002041.SZ/人民币 59.63，未有评级)

以 2011 年 1 月 27 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%；卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

免责声明
风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司
英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371