

日期：2011年2月17日

行业：农业、食品



郭昌盛

021-53519888-1924

guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号：S0870510120009

**基本数据 (Y10Q3)**

报告日股价 (元)	26.45
12mth A 股价格区间 (元)	35.74 / 14.00
总股本 (百万股)	362.10
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (百万元)	9577.55
每股净资产 (元)	2.27
PBR (X)	11.65
DPS (Y09, 元)	10派0.5元

**主要股东 (Y10Q3)**

新疆兵团农二师二十九团	21.06%
新疆兵团农二师二十八团	19.47%
新疆兵团农二师三十团	11.76%
华夏红利投资基金	1.45%
全国社保 109 组合	1.39%

**收入结构 (Y10H1)**

糖业	42.77%
果蔬加工	22.21%
棉花加工	21.57%

**最近 6 个月股票走势与沪深 300 的比较****报告编号：** GCS11-CTI01**相关报告：** 2011 年农业投资策略**首次报告日期：** 2007-11-1

# 收购金矿资源，酝酿转型提速

## ■ 报告背景

公司董事会 2 月 16 日提出将收购拥有金属金矿产的吐鲁番昊鑫矿业公司 100% 股权，并待股东大会审议。这是继提出（待实施的）广西钒矿项目之后的又一矿产开发的实施动议。

## ■ 主要观点

### 收购标的规模尚小，疑为搭建日后运作的平台。

标的金矿属于品位一般的超小型，对公司未来业绩的影响有限。但此次收购不会是一次孤立行动——该金矿所依托的成矿带是疆内重要的黄金矿产区之一，未来找矿前景也很乐观，加之小企业不断从中退出，所有这些都将为冠农金矿的进一步扩张创造条件。

### 以往转型进程中的阻力正在消减，矿产开发可望提速。

随着新一轮的新疆振兴与资源开发高潮的到来，矿产资源的开发成本急升，公司因此错失了很多机会。现在大股东与公司管理层已在破除经营桎梏、加速转型上取得共识。金矿收购可视为良好开端。

### 国投罗钾正时来运转，冠农业绩将随之大上台阶。

罗钾今年的产销将量价齐升，可为冠农带来投资收益 3.86 亿元！连同“国电开都河水电”持续增长的业绩贡献，2010~2012 年冠农股份每股收益将依次达 0.22 元、1.01 元、1.36 元。矿产或可锦上添花。

## ■ 估值与建议

### 于未来六个月内，对该股维持评级为“超强大市”。

基于业绩预期的相对估值陡升，令其当前股价距合理价位形成 50% 以上的预期回报空间。可考虑继续买入。

## ■ 数据预测：

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	560.64	533.69	628.25	736.77	1078.41
年增长率 (%)	8.23	-4.81	17.72	17.27	46.37
属于母公司所有者的净利润	28.75	27.46	81.19	363.96	493.05
年增长率 (%)	107.58	-4.49	195.67	348.29	35.47
每股收益 (元)	0.08	0.08	0.22	1.01	1.36
PER (X)	333.13	348.78	117.96	26.31	19.43

注：有关指标按当前总股本为 362.1 百万股、2 月 16 日收盘价计算

## 一、收购标的规模尚小，或为搭建运作平台

**1. 关于收购标的。**公司于 2 月 15 日发布公告称，将以自有资金 4000 万元收购吐鲁番市昊鑫矿业有限责任公司 100% 的股权，该标的为 2002 年成立于新疆吐鲁番市的民营小企业，注册资本仅 50 万元。企业 2008 年 6 月就已取得了伊山金矿的采矿权。资料显示其去年 11 月末总资产达 2681 万元，但资产负债率高达 113%，尚无营业收入且累计亏损 388 万元。据多方了解，该企业一直资金不足且融资无望，难以实现项目竣工投产，而且自治区政府近来不断出台优惠政策力推大型企业主导矿产资源开发，最终导致其无奈放弃，于是冠农股份出资收购的机会产生。另外也注意到，上述采矿证的有效期到 2011 年 11 月止，这使得该项矿产的尽快成交一事日渐迫切。

**2. 较小的金矿规模。**以资源储量来看，该金矿显然是一座品位中偏低的超小型矿。即使将其现有产能规模再扩大一倍，对冠农业绩的贡献仍较为有限。据评估报告，矿区的金矿品位 2.03~6.45 克/吨，可控制的金矿经济基础储量(122b)，矿石量 9.22 万吨，金金属量 325.8 千克；推断的内蕴经济储量(333)，矿石量 4.5 万吨，金金属量 170 千克；预测资源量的矿石量 0.46 万吨，金金属量 15.1 千克。以当初核定的金矿石生产规模 0.3 万吨/年估算，年营业收入应不超过 1000 万元。总之，根据冠农大力转型至矿产开发的战略方向，公司对昊鑫矿业的收购不会是孤立事件，而该是先将其掌握在手以构筑平台，再进一步对周边同类矿产实施收购、整合，我们认为这种可能性较大。

**3. 较大的后续运作空间。**据我们多渠道的了解，吐鲁番地区已累计查明金矿资源储量 2162 万吨，保有储量 1196 万吨，探明金金属储量 30 余吨，占全疆黄金保有储量的 18%，且未来找矿前景仍很乐观。吐鲁番地区共有各类矿区、矿点十余处，主要集中在呈东西向展布的康古尔金成矿带，其中又多数为中小规模矿，昊鑫矿业的矿区便位于该成矿带的最西部。如此看来，冠农若需进一步扩张，在当地市场中并不缺乏可购并对象。

## 二、转型矿产资源开发欲提速

公司于 2009 年成立十周年之际曾确立了加速推进矿产资源开发步伐的目标，但近两年来的进展并非顺利。虽然公司曾有诸多的投资收购、资本扩张机遇，但由于受其特有的兵团管理体制和承担较多社

会责任的影响，所涉及项目往往久决不下或被长期搁置，因此也痛失了很多的优质矿产资源（项目），参股广西钒矿项目的论证仍无结果。

近一个时期来，随着新一轮的新疆区域振兴与资源开发高潮迭起，矿产资源价值节节上升，投资成本也不断加大，公司管理层及实际控制人农二师深受触动及有所反思。不久前，两者再就加快推进公司矿产资源开发、产业转型取得共识，明确了在管理决策中要坚持市场化运作，少用行政手段干预，还要借助农二师大项目建设的有利时机，积极做好定向增发融资。现在已有一批疆内外的金矿、煤矿、铁矿、钒矿等项目都在紧锣密鼓地谈判或论证中，预示其大力推进矿产资源开发的转型进程将加速。未来长期内，公司立足新疆乃至西部地区实施的矿产资源开发的前景值得中小股东期待。

### 三、“罗钾”量价齐升，公司业绩大涨无疑

一向被视为冠农估值核心的国投罗钾（20.3%）股权，今年起将带来巨额的业绩贡献，令转型真正初尝硕果。国投罗钾在过去两年多时间饱受国际金融危机的冲击，产品售价一度跌至2000元/吨以下。如今随着产能释放、售价回升，该参股公司正时来运转。

目前国投罗钾每天可产出硫酸钾3500吨以上，预计2011年产量将达125万吨，较2010年增长47%。与此同时，硫酸钾（50%颗粒料）的平均售价自去年下半年以来一路上扬的进程也似乎远未结束，近期已达3250元/吨。另外，产品的单位成本已由上年的1900元/吨降至1200元/吨以下。若按上年四季度的平均售价3100元/吨测算，罗钾今年净利润将至少达19亿元，届时的冠农股份将由此取得投资收益3.86亿元！公司一季度季报业绩便应有出色体现。

在此完全不计待实施的钒矿、金矿项目情况，预期2010~2012年冠农股份的每股收益将依次达0.22元、1.01元、1.36元（参见附表1）。果蔬加工业务将减亏以至扭亏为盈。另外，考虑到第四季度营业费用、管理费用科目多有开支，故对2010年业适当调低。

### 四、估值与建议：价值正凸显，可继续买入

基于2010~2012年业绩预期的股票动态市盈率依次为117.96倍、26.31倍、19.43倍，PE的骤然走低，将令其估值吸引力陡升，中长线投资机会由此凸显。当前股价距其未来六个月~十二个月之间

的合理位 40 元左右，有 50% 以上的预期回报水平，可考虑继续买入。而未来随着国投罗钾的硫酸钾售价的持续回升，该股票的预期回报率还将不断提高。当然，投资该股的非系统性风险也主要来自硫酸钾的销售价格波动。

图 1 冠农股份股票过去 6 个月的走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

附表 1. 冠农股份的损益简表预测 (单位: 百万元)

会计年度	2008' A	2009' A	2010' E	2011' E	2012' E
营业收入	560.64	533.69	628.25	736.77	1078.41
营业成本	483.11	453.96	522.07	604.08	862.19
营业税金及附加	1.30	5.29	5.97	6.35	7.06
营业费用	26.19	27.38	53.46	63.29	86.82
管理费用	40.76	51.94	56.50	62.67	69.23
财务费用	33.44	33.13	38.15	39.22	36.54
资产减值损失	9.68	9.15	10.05	10.00	10.00
投资收益	59.05	69.33	127.64	409.90	489.52
营业利润	25.20	22.16	69.69	361.06	496.09
营业外收入	9.82	12.49	15.33	15.50	15.50
营业外支出	2.68	1.06	2.55	4.50	5.00
利润总额	32.34	33.59	82.47	372.06	506.59
所得税费	2.11	3.29	3.53	4.76	7.87
净利润	30.23	30.30	78.94	367.30	498.72
少数股东权益	1.47	2.83	-2.25	3.34	5.67
归属于母公司股东的净利润	28.75	27.46	81.19	363.96	493.05
摊薄每股收益 (按最新股本) (元)	0.08	0.08	0.22	1.01	1.36

数据来源：公司定期报告；上海证券研究所整理。注：最新股本为 362.1 百万股

附表 2. 历年主要财务指标

指标名称	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年三季
销售毛利率(%)	21.92	16.33	13.83	14.94	14.88
息税前利润/主营业务收入(%)	-5.26	7.44	11.59	12.50	10.87
净资产收益率(全面摊薄)(%)	-9.07	3.66	3.52	3.36	2.63
流动比率	0.85	0.76	1.27	1.35	1.00
速动比率	0.60	0.36	0.62	0.60	0.48
资产负债率(%)	59.73	66.00	41.18	51.93	59.06
存货周转率	1.94	2.07	1.51	1.19	0.90
应收账款周转率	4.29	9.99	18.68	13.25	14.11
总资产周转率	0.30	0.48	0.43	0.33	0.25
业务收入同比增长率(%)	55.01	75.49	8.23	-4.81	62.90
净利润同比增长率(%)	30.37	77.04	395.44	-21.85	213.92
每股收益(全面摊薄)	-0.15	0.08	0.12	0.08	0.06
每股经营性现金流量(全面摊薄)	-0.08	-0.36	0.23	0.30	0.32
每股未分配利润(当年股本)	0.05	0.12	0.20	0.13	0.14
每股资本公积金(当年股本)	0.85	0.85	2.07	1.05	1.05

数据来源：公司定期报告，Wind 资讯，上海证券研究所整理；

## 分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	<b>Superperform</b>	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	<b>Outperform</b>	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	<b>In-Line</b>	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	<b>Underperform</b>	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	<b>Attractive</b>	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	<b>Neutral</b>	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	<b>Cautious</b>	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。