



2009年1月23日

中性

农业

中金公司研究部

分析员: 袁霏阳 yuanfy@cicc.com.cn

联系人: 杨柯 yangke@cicc.com.cn

(8621) 5879 6226

中粮屯河 (600737/10.97 元)

有风险, 也有机会

主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E
主营业务收入	1,364	2,445	2,920	3,020	3,631	4,011
(+/-%)	24.3	79.3	19.4	3.4	20.2	10.5
主营业务利润	303	806	877	988	973	1,124
(+/-%)	1.0	166.1	8.9	12.6	-1.5	15.5
净利润	-736	146	247	475	444	506
(+/-%)	8.5	n.m	69.8	91.8	-6.5	13.9
每股收益 (基本, 元)	-0.91	0.18	0.31	0.47	0.44	0.50
(+/-%)	-8.5	n.m	69.8	53.7	-6.5	13.9
每股收益 (全面摊薄, 元)	-0.73	0.14	0.25	0.47	0.44	0.50
每股经营现金流 (元)	-0.07	0.31	0.11	0.50	0.42	0.59
市盈率 (倍)	-15.0	75.7	44.6	23.2	24.9	21.8
市净率 (倍)	16.1	10.8	8.7	3.7	3.2	2.8
股价/经营现金	-152.2	34.9	100.9	21.7	26.0	18.5
EV/EBITDA (倍)	60.3	20.3	18.5	14.5	15.9	13.8
净资产收益率 (%)	-107.6	14.3	19.4	15.9	13.0	12.9
投入资本回报率 (%)	-21.7	10.7	12.4	14.4	11.0	11.1
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

A股

股票代码	600737 CH
当前股价	人民币 10.97
日成交量 (百万股)	23.57
52周最高价/最低价	人民币 32.6/6.4
总市值 (百万元)	11,031
发行股数 (百万股)	806
其中: 流通股 (百万股)	447
主要股东 (持股比例)	中粮集团 (59.6%)

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

投资要点:

正常情况下 08 年盈利同比将近翻番: 我们预计 08 年四季度盈利可达 3.1 个亿, 再加上前三季度已录得的 1.66 亿净利润, 08 年业绩应有大幅攀升, 四季度盈利贡献主要来自番茄酱业务。

番茄酱业务盈利面临下滑风险: 因需求萎缩, 我们预计 09/10 产季番茄酱价格和单位加工利润将出现下滑。尽管 10/11 产季欧盟将进一步削减番茄种植补贴, 但全球经济形势不明朗仍使公司番茄酱业务盈利面临持续下滑风险。目前, 我们预计公司今明两年番茄酱业务盈利贡献分别为 5.29 亿元和 3.28 亿元。

甜菜糖业务盈利有望在 09 年触底: 受近期社会库存压力过大影响, 我们预计 09 年糖价难以大涨; 此外, 因 05/06 榨季时国储局食糖储备量低于现今储备量, 2010 年即使迎来糖价上涨, 涨幅也会因为政府干预能力提高而难以超过 05/06 榨季时的水平。由于 08/09 榨季甜菜原料价格同比上涨 18%, 公司尚未出售的新榨季甜菜糖成本和费用合计高达 3670 元/吨, 只有当 09 年甜菜糖含税均价达到 4300 元/吨才可实现盈亏平衡, 而我们 09 年并不保守的含税售价估计仅为 3700 元/吨。因此我们预计 09 年公司甜菜糖业务将亏损 1.86 亿元, 但随糖价回升预计 2010 年该项业务可录得 1.0 亿元盈利。

存在平滑年度间业绩的可能: 按照现有各项假设, 我们预计公司 08 至 10 年净利润分别为 4.75 亿元, 4.44 亿元和 5.06 亿元, 09 年盈利下滑风险较大。但由于 08 年盈利增幅巨大, 公司存在平滑业绩的可能, 这是因为无论从管理层股权激励, 还是从未来业务扩张可能产生再融资需求角度出发, 公司都希望维持盈利持续增长态势。

有风险, 也有机会: 虽然在正常情况下公司 09 年盈利存在下滑风险, 而且盈利持续增长前景有赖于全球经济复苏, 但作为中粮集团非粮加工业务主力平台, 在盈利面临持续增长压力以及现有业务所在行业景气度不佳之际, 通过收购兼并实施行业整合以及控股股东可能注入资产的预期仍使公司不失弱市中的交易机会。

维持“中性”评级: 我们虽然上调公司盈利预测, 但考虑到并不保守的番茄酱和甜菜糖业务盈利假设以及已然不便宜的当期估值水平, 我们维持“中性”投资评级。

其他风险提示：1 月 20 日环境保护部在其网站上披露中粮屯河 14 家新疆区域分公司存在违法排污可能。如果情况属实，我们认为可能的处理结果首先是要求公司建立污水处理厂，14 家污水处理厂的总投资将达 4.2 亿元，按照平均 20 年折旧期限计算，每年将新增成本 2100 万元，相当于 09 年现有盈利预测的 5%；其次还可能面临一次性罚金风险，我们将密切跟踪此事后续进展。

08 年业绩预览及盈利调整

我们预计 08 年四季度净利润将达 3.1 个亿，加上前三季度已录得的 1.66 亿净利润，08 年盈利应有近乎翻番的可能。

四季度盈利贡献主要来自番茄酱业务：我们预计 08 年四季度公司售出约 16 万吨番茄酱，按照 1150 美元/吨售价，2715 元/吨加工成本，2300 元/吨其他成本，以及 1000 元/吨期间费用计算，每吨纯利高达 1805 元/吨，净利润贡献将有 2.9 亿元。再加上新疆屯河水泥有限责任公司带来 0.2 亿元投资收益，08 年四季度净利润将同比增长近 300%。

四季度预计未售新产季甜菜糖：我们估计因糖价低迷且公司并不缺乏现金，四季度并未售出新榨季甜菜糖，预计 08 年全年公司甜菜糖含税售价约为 3800 元/吨，仅录得微利。

相比此前预测，我们上调了 08-10 年净利润预测：首先，我们此前对 08 年销售费用率下降幅度的预测过于谨慎，而实际情况是同比下滑幅度大大超出我们预期；其次，公司水泥业务带来的投资收益大幅超出我们早先预期，并将在 08-10 年分别录得 0.8 亿元，1.0 亿元和 0.8 亿元的盈利贡献。

具体的盈利预测调整包括：1) 因前期番茄酱价格飙升吸引新进入者大量涌入，造成番茄原料供应不足，我们下调了 08/09 产季番茄酱产销量，并由此下调番茄酱业务毛利贡献；2) 由于公司 08 年四季度并未出售 08/09 榨季新糖并将推迟到 09 年出售（因成本较高，出售一吨将亏损一吨），所以我们上调了 08 年甜菜糖业务盈利贡献并相应下调 09 年盈利贡献，同时预计因新糖成本较高，公司将同比缩减 08/09 榨季甜菜糖产量 30%；3) 由于此前预测太过谨慎，再加上番茄酱和甜菜糖产销量预测下调，我们大幅下调公司营业费用；4) 因水泥业务带来的投资收益大幅超出预期，我们上调该项业务盈利贡献。

番茄酱业务盈利存在下滑风险

预期 09/10 产季番茄酱价格和单位盈利将开始回落：欧盟、美国、俄罗斯等主要消费地区已出现经济衰退，这将导致 09 年番茄酱消费量滞涨或萎缩；同时，中国和土耳其这样的成本优势国因种植收益提高而将继续提升产量，预计 09/10 产季全球番茄酱产量还将轻微增长 8%。需求疲软和供给增长将会拉低番茄酱销售价格。

此外，番茄酱消费疲软以及全球经济形势不明朗还将造成加工企业单位盈利水平持续下滑，只不过由于 10/11 产季意大利和西班牙两大地中海番茄主产国将继续缩减种植补贴，从而有望避免在 10/11 产季出现番茄酱单位盈利大幅下滑的窘境。我们由此认为中粮屯河还能在 09/10 和 10/11 产季连续录得不错的盈利，只不过难以延续 08/09 产季时 24% 的净利率，而且 2010 年番茄酱业务盈利同比将会出现大幅下滑。

番茄酱盈利假设：番茄酱价格和单位盈利将从 09/10 产季开始下滑，预计 09/10 产季价格会下滑 150 美元/吨至 1000 美元/吨，并导致单位纯利下滑至 1195 元/吨，但净利率仍有 18%；预计 10/11 产季因受欧盟继续削减补贴影响，价格将下滑 100 美元/吨至 900 美元/吨，单位纯利为 565 元/吨，净利率将进一步下滑至 9%。

参照当前主要竞争对手美国番茄酱产业情况，受 08/09 产季番茄原料成本上涨 11.4% 影响，番茄酱 11 月份出口价格也就同比上涨了 7% 至 850 美元/吨，这与中国番茄酱出口价格大幅攀升，而且升幅远大于番茄成本涨幅形成鲜明对比。目前我们对 09/10 和 10/11 产季中国番茄酱出口价格预测都维持在美国现今番茄酱出口价之上，因此所得到的盈利预测并不保守。而且对于美国番茄酱产业而言，随着需求疲软以及成本和替代作物玉米棉花等的种植收益的下滑，我们预计美国番茄酱价格在未来也将下滑。

产量迅速扩张成为番茄酱产业最大威胁：如果中国和土耳其在 09/10 和 10/11 产季都延续番茄原料年均增长 30% 的态势（08/09 产季同比分别增长了 37% 和 64%），那么中国和土耳其新增产量就相当于意大利和西班牙两国 08/09 产季的合计产量，届时全球产量必将供过于求。

以中国为例：因番茄酱价格大幅攀升带来高额利润，08/09 产季有大批新进入者涌入中国番茄酱生产领域（新进入者是一批不知名的小加工厂，预计他们的产能有近 20 万吨，产能增幅达 25%。此外，08/09 产季原参与者的番茄酱加工产能利用率尚不足 60%），造成每家工厂所覆盖的原料基地面积缩减了 20% 以上，从而使得中粮屯河在 08/09 产季实际产量比计划产量低了近 20%，并带来 08/09 产季加工番茄收购均价高出政府制定的收购均价 24%。在 08/09 产季农民收益大幅提高的背景下，我们认为 09/10 产季中国加工番茄种植面积也将快速增长。

甜菜糖盈利或将于 09 年触底

社会库存压力犹在：我们此前已提到 1) 受经济增速下滑带来消费增速减缓影响，以及毒奶粉事件对于短期食糖消费影响，我们预计 08/09 榨季食糖需求总量约为 1406-1460 万吨，同比仅增长 6-10%；2) 08/09 产季糖产量约为 1500 万吨，与上一产季基本持平。但由于 07/08 榨季还留转了 154 万吨食糖（此外，国储局还有近 180 万吨储备，平时不流通，只做平抑价格时用），所以，需求增速放缓将会导致 08/09 榨季国内食糖仍呈供大于求局面，这也造成 08/09 产季开榨至今，新上市食糖销量以及产销率均创下了 9 年来新低。如果国储局不收储，

08/09 产季结束时社会结余库存将高达 194-248 万吨（不算国储局未收储前已有的 180 万吨储备），相当于消费量 13-18%，糖价继续下行的可能性很大。

收储力度还不够：虽然本次收储价要比市场价高出 12-22%，但由于收储量仅有 80 万吨，相当于 08/09 产季结束时社会结余库存的 30-40%，尚不能扭转供大于求的局面，所以，目前收储力度仅能阻止糖价进一步下滑，提振市场对于糖价已触底的信心，但仍不足以大幅提升糖价。

如果在 2 月份第二批收储结束后，国家继续增加收储量（例如再增加 80 万吨），那么广西地区糖价将很可能反弹至 3300 元/吨，但此后一段时间内的价格就难以出现犹如 05/06 榨季时的暴涨，原因在于 09/10 产季甘蔗种植面积大幅缩减预期将会减弱，而且国储局食糖储备高达 340 万吨（相当于消费量的 23% 左右），糖价一旦出现暴涨，极有可能引发政府以抛售国储的形式出面干预。

糖价判断同样并不保守：我们预计公司甜菜糖 2009 和 2010 年含税均价分别为 3700 元/吨和 4550 元/吨，折合甘蔗糖售价为 3400 元/吨和 4250 元/吨。而当前甘蔗糖含税价仅有 2900 元/吨水平，即只有当 09 年末甘蔗糖价飙升至 3900 元/吨时，才能达到我们现时 09 年均价判断。

虽然本次收储 80 万吨食糖后，国储局拥有的储备量将达到年消费量的 17%，并将对未来糖价大幅上涨形成压力，但我们仍预测因受 09/10 榨季甘蔗种植面积缩减影响，2010 年年均甘蔗糖售价将同比上涨 25%，可见我们对于今明两年公司糖价判断并不保守。

原料成本上涨将导致 09 年甜菜糖业务出现亏损：甜菜原料价格上涨 18% 造成公司尚未出售的 08/09 榨季甜菜糖成本高达 2774 元/吨，再加上近 900 元/吨费用，只有当 09 年甜菜糖含税均价达到 4300 元/吨时才有可能实现盈亏平衡（折合甘蔗糖含税均价为 4000 元/吨）。我们由此预计，09 年公司甜菜糖业务将亏损 1.86 亿元，但随糖价回升预期，预计 2010 年该项业务将录得约 1.0 亿元盈利。

敏感性分析显示：糖价每上涨 100 元/吨，按照 17% 的增值税率和 37 万吨的销量计算，公司净利润可增加约 3162 万元。

水泥业务带来可观投资收益

公司拥有新疆屯河水泥有限责任公司 49% 的股权，天山股份持有另外 51% 股权。因 08 年新疆地区水泥需求旺盛带动 08 年屯河水泥毛利率同比增长约 5 个百分点至 35% 左右，我们预计 08 年水泥业务将带来约 0.80 亿元投资收益，同比新增 0.57 亿元。其中，08 年前三季度已录得 0.64 亿的投资收益，高于我们此前 0.25 亿的判断。

展望今明两年，因 4 万亿政府投资中的基建部分将偏向西部欠发达地区，而且水泥产能建设和试产需耗时一年半，我们由此认为到 2010 年时公司水泥业务盈利贡献才会有下滑风险，09 年仍将保持快速增长。预计 2009 年公司水泥业务盈利贡献将达到 1.0 亿元，而 2010 年将回落至 08 年 0.8 亿元的水平。

存在平滑年度间业绩的可能

根据我们对番茄酱和甜菜糖业务，以及来自水泥投资收益的预测，我们认为公司 2008 至 2010 年的净利润分别为 4.75 亿元、4.44 亿元和 5.06 亿元，也就是说 09 年盈利将会出现同比下滑。但由于 08 年盈利增幅巨大，公司存在平滑业绩的可能，这是因为无论从管理层股权激励，还是从未来业务扩张可能产生再融资需求角度出发，公司都希望维持盈利持续增长态势。我们预计公司为了平滑业绩很可能在 08 年计提甜菜糖存货跌价损失。

若按照目前糖价和成本费用计提存货跌价损失，30 万吨甜菜糖可计提约 2.7 亿元亏损，并造成 08 年业绩出现同比下滑。我们估计公司实际计提的跌价损失可能会介于 1.2-1.5 亿元之间，若计提 1.2 亿元，08 年平滑后的净利润将降至 3.55 亿元；09 年冲回 1.2 亿跌价损失后，净利润将达 5.64 亿元，同比增长 60%。

我们现在的盈利预测并未考虑可能出现的业绩平滑，以真实反映公司逐年经营状况。

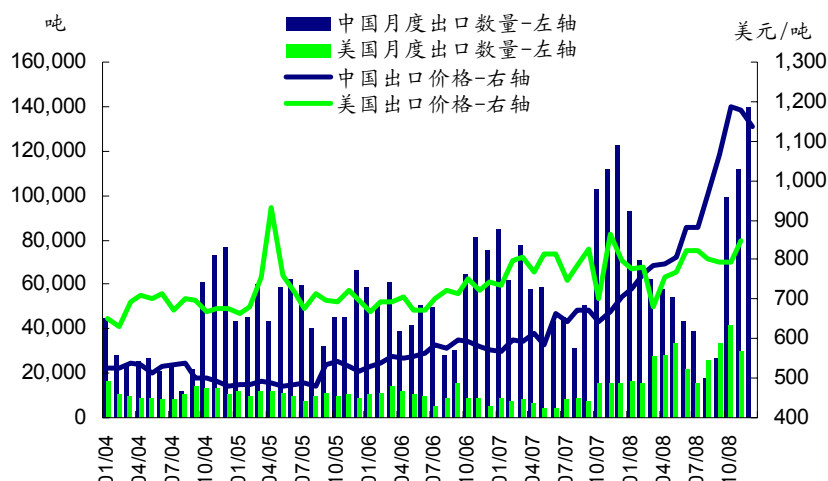
有风险，也有机会

虽然在正常情况下公司 09 年盈利存在下滑风险，而且盈利持续增长前景有赖于全球经济复苏，但作为中粮集团非粮加工业务主力平台，在盈利面临持续增长压力以及现有业务所在行业景气度不佳之际，通过收购兼并实施行业整合以及控股股东可能的资产注入预期仍使公司不失弱市中的交易机会。

维持“中性”评级

我们虽然上调公司盈利预测，但考虑到并不保守的番茄酱和甜菜糖业务盈利假设以及已然不便宜的当期估值水平，我们维持“中性”投资评级。

风险提示：1 月 20 日环境保护部在其网站上披露中粮屯河 14 家新疆区域分公司存在违法排污可能。如果情况属实，我们认为可能的处理结果首先是要求公司建立污水处理厂，14 家污水处理厂的总投资将达 4.2 亿元，按照平均 20 年折旧期限计算，每年将新增成本 2100 万元，相当于 09 年现有盈利预测的 5%；其次还可能面临一次性罚金风险，我们将密切跟踪此事后续进展。

图 1：中美番茄酱出口量价比较


资料来源：中国海关、美国农业部、中金公司研究部

表 1：公司销售与盈利预测调整前后的变化

人民币：百万元	2008 E			2009 E			2010 E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
番茄酱									
产销量(万吨)	35	31	-11.9%	40	34	-15.0%	40	38	-5.0%
平均售价(美元/吨)	927	932	0.5%	1,050	1,075	2.4%	1,000	947	-5.3%
平均售价(人民币/吨)	6,498	6,533	0.5%	7,035	7,310	3.9%	6,834	6,440	-5.8%
收入	2,287	2,025	-11.4%	2,814	2,485	-11.7%	2,734	2,447	-10.5%
成本	1,578	1,360	-13.8%	1,911	1,654	-13.5%	1,934	1,783	-7.8%
毛利润	709	665	-6.1%	903	832	-7.9%	799	664	-16.9%
毛利率	31.0%	32.9%	1.8%	32.1%	33.5%	1.4%	29.2%	27.1%	-2.1%
甜菜糖									
产销量(万吨)	41	32	-22.7%	37	37	0.0%	45	41	-9.1%
平均售价(人民币/吨)	3,001	3,250	8.3%	3,220	3,162	-1.8%	3,888	3,888	0.0%
收入	1,224	1,025	-16.3%	1,195	1,173	-1.8%	1,741	1,582	-9.1%
成本	953	707	-25.9%	1,028	1,029	0.1%	1,284	1,121	-12.7%
毛利润	271	318	17.4%	167	144	-13.9%	457	462	1.1%
毛利率	22.1%	31.0%	8.9%	14.0%	12.3%	-1.7%	26.3%	29.2%	2.9%
主营业务收入	3,481	3,020	-13.2%	3,981	3,631	-8.8%	4,456	4,011	-10.0%
主营业务成本	2,480	2,011	-18.9%	2,888	2,633	-8.8%	3,173	2,859	-9.9%
主营业务利润	976	988	1.2%	1,065	973	-8.7%	1,252	1,124	-10.2%
主营业务利润率	28.0%	32.7%	4.7%	26.8%	26.8%	0.0%	28.1%	28.0%	-0.1%
营业费用	383	302	-21.1%	398	345	-13.4%	446	393	-11.8%
管理费用	195	178	-8.6%	219	203	-7.1%	245	221	-10.0%
财务费用	124	134	8.0%	104	80	-23.4%	109	83	-23.5%
资产减值损失	27	0	n.m.	28	0	n.m.	29	0	n.m.
投资收益	25	80	220.0%	25	100	300.0%	25	80	220.0%
所得税	2	-2	n.m.	2	2	29.5%	2	3	12.7%
净利润	288	475	64.7%	342	444	29.8%	448	506	12.8%
净利润率	8.3%	15.7%	7.4%	8.6%	12.2%	3.6%	10.1%	12.6%	2.5%
每股收益(人民币元)	0.29	0.47	64.7%	0.34	0.44	29.8%	0.45	0.50	12.8%

资料来源：中金公司研究部

表 2: 主要盈利假设

	2008E		2009E		2010E		
	07/08 产季	08/09 产季	09/10 产季	10/11 产季			
番茄酱业务							
平均售价(美元/吨, 不含税)	700	1,150	1,150	1,000	1,000	900	900
平均售价(人民币/吨, 不含税)	5,040	7,820	7,820	6,800	6,800	6,120	6,120
番茄收购价(元/吨)	296	409	409	409	409	409	409
番茄成本(元/吨)	1,965	2,715	2,715	2,715	2,715	2,715	2,715
其他成本(元/吨)	1,800	2,300	2,300	2,000	2,000	1,950	1,950
平均成本(元/吨)	3,765	5,015	5,015	4,715	4,715	4,665	4,665
单位毛利(元/吨)	1,275	2,805	2,805	2,085	2,085	1,455	1,455
费用合计(元/吨)	920	1,000	890	890	890	890	850
单位纯利(元/吨)	355	1,805	1,915	1,195	1,195	565	605
销量(万吨)	15	16	17	17	18	20	20
净利润贡献毛估(百万元)	53	289	326	203	215	113	121
番茄酱售价/番茄成本	2.6	2.9	2.9	2.5	2.5	2.3	2.3
番茄酱净利润率	7%	23%	24%	18%	18%	9%	10%
甜菜糖业务							
平均售价(人民币/吨, 含税)	3,803		3,700		4,549		
平均售价(人民币/吨, 不含税)	3,250		3,162		3,888		
甜菜收购价(元/吨)	255		320		320		
甜菜成本(元/吨)	1,880		2,359		2,359		
其他成本(元/吨)	361		415		395		
平均成本(元/吨)	2,241		2,774		2,753		
单位毛利(元/吨)	1,009		388		1,135		
费用合计(元/吨)	920		890		890		
单位纯利(元/吨)	89		-502		245		
销量(万吨)	32		37		41		
净利润贡献毛估(百万元)	28		-186		100		

资料来源: 中金公司研究部

表 3: 中国番茄酱主要出口地与出口量

(单位: 吨)	2004	2005	2006	2007	2008E
中国番茄酱主要出口国					
意大利	95,856	95,354	63,159	122,184	
俄罗斯	48,350	73,194	81,295	87,534	
加纳	9,931	50,031	35,959	41,150	
总出口量	437,355	601,437	629,776	848,486	815,890
国内主要出口厂商出口量					
中粮屯河出口量			270,000	280,000	300,000
新中基出口量			250,000	265,000	300,000
两家公司合计出口量占中国总出口量的比例			83%	64%	74%

资料来源: 商务部对外贸易司、中金公司研究部

表 4：全球加工番茄产量预测（7.5 吨加工番茄=1 吨番茄酱）

万吨	05/06	06/07	07/08	08/09E	09/10E	10/11E
全球	3,255	3,052	3,373	3,639	3,927	
北半球	2,904	2,734	3,041	3,317	3,597	
南半球	351	317	332	322	330	
部分国家数据						
西班牙	285	158	175	173	175	
法国	16	11	10	13	10	
希腊	85	71	65	67	65	
意大利	530	440	462	480	480	
葡萄牙	100	90	104	100	100	
伊朗	516	180	210	185	200	
土耳其	163	145	165	270	350	450
突尼斯	516	46	58	60	60	
美国加州	871	916	1,095	1,082	1,100	
中国	320	430	460	630	830	1,079
巴西	125	116	129	141	145	
智利	76	63	67	51	55	

资料来源：Tomatoland、中金公司研究部

表 5：部分欧盟成员国种植番茄补贴情况

	西班牙	意大利	葡萄牙	希腊	法国
削减的补贴比例	50%	50%	50%	70%	50%
保留的补贴比例	50%	50%	50%	30%	50%
保留补贴的过渡期	2008-2010	2008-2010	2008-2011	2008-2010	2008-2011
2008 年加工番茄收购价(欧元/吨，田间价)	75	79.5			
2008 年加工番茄运输成本(欧元/吨)	5-6	10-12			
2008 年预计补贴额(欧元/吨)	17.8	17	15.2	19.4 和 14.5	33.7
2008 年预计加工番茄产量(万吨)	185	480	100	70	12.5

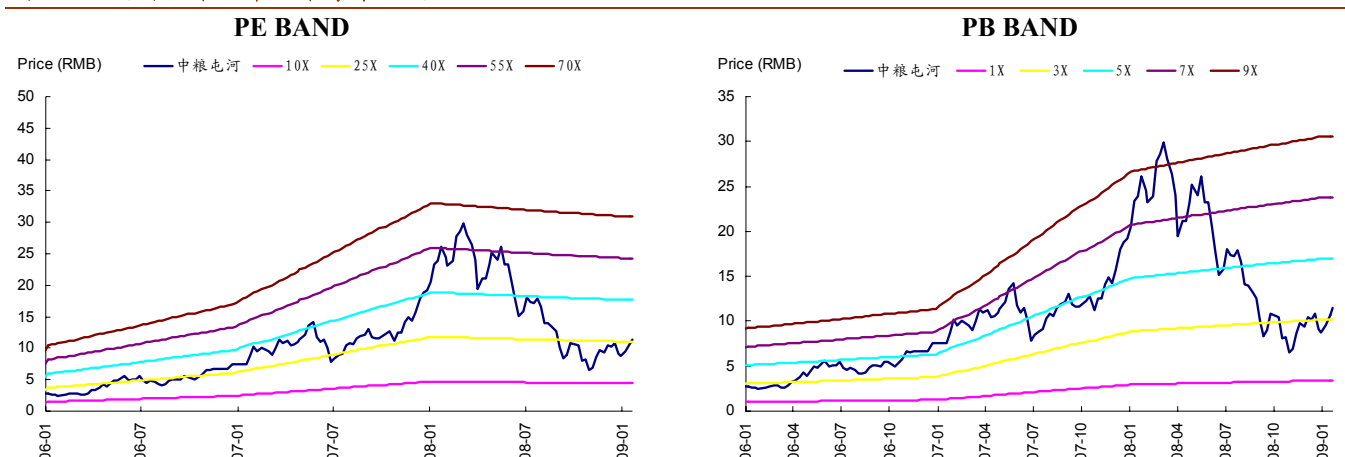
资料来源：Tomatoland、中金公司研究部

表 6：可比公司估值表

公司 (收盘于2009-1-22)	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(中金覆盖)																	
獐子岛	002069.SZ	中性	28.2	27.0	21.4	3.0	2.7	2.5	10.7	10.0	11.5	0.0	1.5	1.9	17.5	16.5	14.0
通威股份	600438.SH	中性	28.5	23.8	28.1	5.0	4.2	3.7	17.6	17.6	13.2	0.4	0.4	0.4	11.3	8.9	10.2
北大荒	600598.SH	中性	36.3	34.0	30.9	4.8	4.5	4.2	13.1	13.2	13.6	1.7	1.8	1.9	20.3	19.4	18.4
好当家	600467.SH	中性	24.3	23.9	21.5	3.1	2.8	2.6	12.9	11.8	11.9	0.8	0.8	0.9	16.2	15.8	14.7
新农开发	600359.SH	减持	549.7	150.7	51.6	2.5	2.5	2.4	0.5	1.7	4.7	0.1	0.3	1.0	24.3	19.1	15.4
南宁糖业	000911.SZ	中性	23.4	20.4	11.8	1.9	1.8	1.6	8.0	8.8	13.7	2.1	2.5	4.2	7.7	7.0	5.6
东方海洋	002086.SZ	中性	38.3	35.1	30.5	1.6	1.5	1.4	4.1	4.3	4.7	0.0	0.0	0.0	21.1	18.5	15.9
新五丰	600975.SH	中性	116.2	29.1	24.5	2.6	2.4	2.3	2.2	8.2	9.3	0.4	1.7	2.0	23.3	14.7	12.8
国投中鲁	600962.SH	中性	25.0	33.6	23.4	1.8	1.7	1.6	7.1	5.0	6.7	0.0	0.0	0.0	10.8	12.0	11.1
福成五丰	600965.SZ	减持	52.3	45.1	44.4	2.8	2.7	2.6	5.4	6.0	5.9	0.8	0.9	0.9	31.7	26.6	26.3
丰原生化	000930.SH	回避	46.5	41.4	186.7	2.0	1.9	1.9	4.3	4.6	1.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
平均			33.7	31.3	26.3	2.8	2.6	2.4	7.8	8.3	8.7	0.6	0.9	1.2	18.4	15.9	14.4
中粮屯河	600737.SH	中性	23.2	24.9	21.8	3.7	3.2	2.8	15.9	13.0	12.9	0.0	0.0	0.0	14.5	15.9	13.8

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图 2、历史价格市盈率、市净率区间



资料来源: 中金公司研究部

表 7: 调整后的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 E	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	1,364	2,445	2,920	3,020	3,631	4,011
主营业务利润	303	806	877	988	973	1,124
营业费用	-162	-298	-328	-302	-345	-393
管理费用	-121	-162	-172	-178	-203	-221
营业利润	32	346	375	506	425	511
财务费用	-174	-123	-136	-134	-80	-83
资产减值损失	-523	-76	-26	0	0	0
税前利润	-734	166	242	475	449	511
净利润	-736	146	247	475	444	506
每股盈利 (元)	-0.91	0.18	0.31	0.47	0.44	0.50
每股股利 (元)	-	-	-	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	-58	253	88	508	425	596
投资活动现金流净额	50	-284	-483	-551	-392	-152
融资活动现金流净额	154	-51	306	534	20	-63
货币资金增加额	144	-86	-97	496	60	393
货币资金期初余额	75	215	156	60	555	615
货币资金期末余额	218	129	60	555	615	1,008
资产负债表						
货币资金	215	156	60	555	615	1,008
应收账款	166	277	284	331	398	549
存货	768	1,268	1,474	1,047	1,443	1,567
长期投资合计	247	240	212	310	350	350
固定资产合计	1,406	1,841	2,275	2,507	2,648	2,571
无形资产及其他资产	102	171	201	202	198	195
资产合计	3,033	4,072	4,741	5,076	5,808	6,410
短期借款	1,909	1,487	1,705	1,105	1,205	1,225
应付账款	99	234	352	275	361	392
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	-35	-50	-95	-55	-72	-78
长期借款	-	-	110	150	150	150
股本	806	806	806	1,006	1,006	1,006
储备和未分配利润	-122	215	469	1,971	2,415	2,921
负债和所有者权益合计	3,033	4,072	4,741	5,076	5,808	6,410
财务指标						
净债务/所有者权益	247.8%	130.4%	137.8%	23.5%	21.6%	9.3%
资产负债率	76.0%	73.4%	71.9%	40.2%	40.0%	37.7%
应收账款周转期 (天)	44	41	35	40	40	50
存货周转期 (天)	267	285	266	190	200	200
速动比率	0.2	0.2	0.2	0.6	0.6	0.8
流动比率	0.6	0.6	0.6	1.1	1.2	1.5
主营业务利润率	22.2%	33.0%	30.0%	32.7%	26.8%	28.0%
EBIT 利润率	2.4%	14.2%	12.9%	16.8%	11.7%	12.7%
EBITDA 利润率	12.4%	20.5%	18.8%	23.3%	17.6%	18.3%
营业利润率	-48.7%	6.9%	8.1%	15.0%	12.3%	12.6%
税前利润率	-53.8%	6.8%	8.3%	15.7%	12.4%	12.7%
净利润率	-53.9%	6.0%	8.5%	15.7%	12.2%	12.6%
营业、管理费用/营业收入	20.7%	18.8%	17.1%	15.9%	15.1%	15.3%
净资产收益率	-107.6%	14.3%	19.4%	15.9%	13.0%	12.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司数据、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。