

农林牧渔

2009年2月15日



公司研究

公司点评

投资评级：短期—推荐，长期—A

新中基（000972）：收购五家渠公司剩余股权利于产能整合

相关事件

公司12日发布公告称：拟购买农六师国有资产经营公司持有的五家渠中基番茄制品有限责任公司41400万元股权。

核心观点

1、公司在08年底通过控股子公司中基番茄制品有限公司，以蕃茄酱生产线的实物资产，投资6亿元与兵团农六师合资设立五家渠中基番茄制品有限公司。公司目前持有五家渠公司57.51%的股权，本次将收购农六师持有的五家渠公司42.49%股权。五家渠公司成立后，公司在农六师五家渠境内番茄酱年加工能力将由10万吨扩建至年加工能力近30万吨，将新增番茄酱产量18万吨。

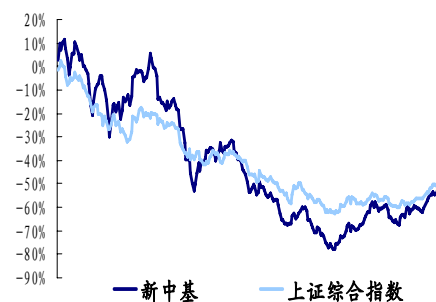
2、农六师承诺，在未来二十年内保证五家渠公司在农六师范围内所有工厂的原料供应。农六师西片团场以棉花种植为主，近年受比价效应影响蕃茄种植增速较快。08年五家渠酱用蕃茄播种面积9.1万亩，同比增长23.2%，以亩产6吨测算可提供蕃茄原料约60万吨。当地政府规划建成10万亩优质酱用蕃茄生产基地，3-5年的远期规划是蕃茄种植面积达到60万亩以上。我们认为当地蕃茄种植面积达到20万亩，提供130万吨的原料是可以实现的。08年在新疆的蕃茄收购价高达380元/吨以上，收购价创历史新高将促使09年蕃茄播种面积保持增长。

3、据Tomatoland估计08年中国蕃茄加工处理量在600万吨以上，同比增长27.6%。09年中国蕃茄加工处理量将增加50万吨，美国加州加工量将增加130万吨，但欧洲地区蕃茄处理量仍将继续下降。

4、中国出口36/38酱在08年10月达到历史最高1300美元/吨后，目前价格回落到1050-1150美元/吨的合理水平。来自俄罗斯和北非的需求从08年初开始一直保持强劲增长，另一方面新中基、中粮屯河以及许多小厂商的今年产量都受到了原料不足的限制，产能利用率较低。我们判断在09/10年新榨季到来前，蕃茄酱价格仍将维持较高水平。

5、我们判断蕃茄制品行业短期内仍将于景气周期的高峰阶段，但原料收购不足已成为龙头公司业绩增长瓶颈。本次资产收购完成后，公司可控制蕃茄原料基地扩大，产能利用率将逐步提高。预测公司08年EPS0.43元，09年EPS0.51元，给予公司“短期—推荐，长期—A”的投资评级。

近一年指数走势



研究员：王明德 徐昊

电话：010—84183372

010—84183293

E-mail: wangmingde@guodu.com

xuhao@guodu.com

联系人：周红军

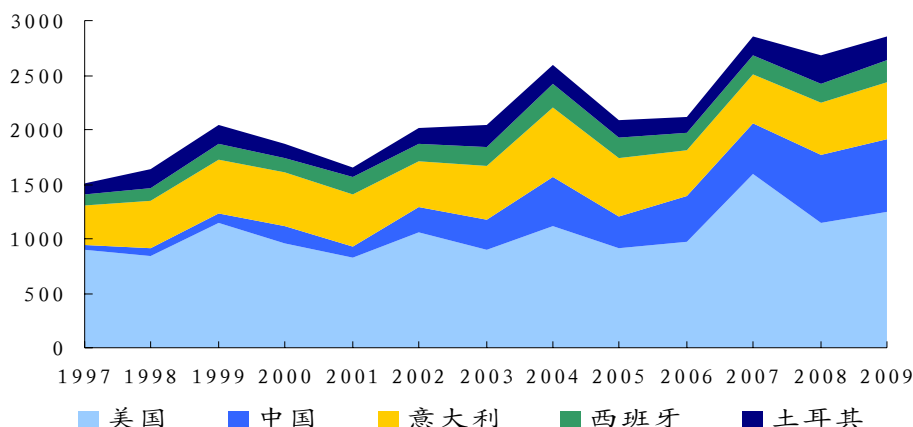
电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

图 1 全球主要蕃茄生产国蕃茄产量趋势

单位: 万吨



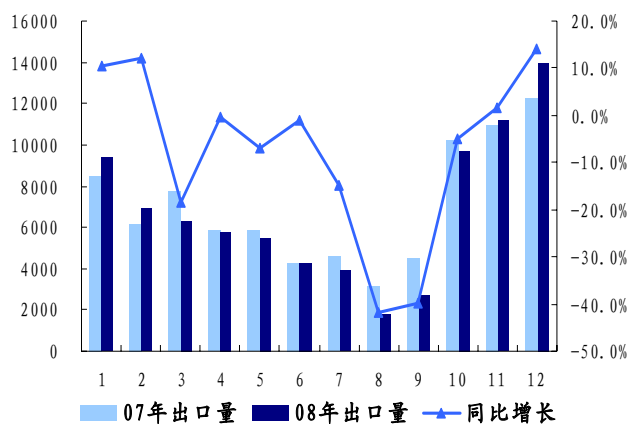
资料来源：国都证券研究所

图 2 07 年、08 年各月蕃茄酱出口量情况

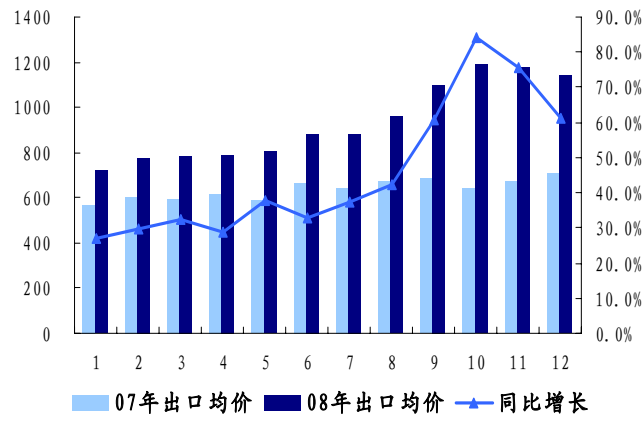
单位：吨

图 3 07 年、08 年各月蕃茄酱出口均价情况

单位：美元/吨



资料来源：海关总署、国都证券研究所



资料来源：海关总署、国都证券研究所

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 08 年大桶蕃茄酱销售均价 966 美元/吨, 09 年大桶酱均价 1100 美元/吨, 蕃茄酱销售额上升; 销售成本上升受蕃茄原料价格、包装物和运费上涨影响; 假设目前亏损的蔬菜制品销售业务规模缩减。
- 2、08 年蕃茄制品价格大幅上涨, 假设 08 年大包装蕃茄酱毛利率上升到 38% 以上; 小包装蕃茄制品多为 OEM 产品, 假设 08 年毛利率维持在 14%。
- 3、08 年蕃茄收购量增加, 现金需求增加, 08 年财务费用仍增长 20%, 财务负担较重; 销量增长, 营业费用 08 年增速 20%、09 年增速 10%; 管理费用 08 年增速 20%、09 年增速 8%。

4、 公司享受新疆农业公司所得税优惠政策不变。

1.2 新中基销售预测

表 1 新中基销售预测表

项 目	2006	2007	2008E	2009E
大桶酱销售量（万吨）	18.1	18.2	19.8	22.0
大桶酱售价（美元/吨）	480	640	966	1100
人民币兑美元汇率	7.8	7.5	6.83	6.8
折算人民币均价（元/吨）	3744	4800	6598	7480
大桶酱销售收入（万元）	67859	87290	130636	164560
大桶酱销售成本（万元）	44665	56815	80417	107223
大桶酱销售毛利率	34.18%	34.91%	38.44%	34.84%
小桶酱销售量（万吨）	6.1	10.2	11.0	11.0
小桶酱售价（美元/吨）	915	1100	1300	1350
折算人民币均价（元/吨）	7137	8250	8879	9180
小桶酱销售收入（万元）	43293	84438	97669	100980
小桶酱销售成本（万元）	34046	71853	83403	85905
小桶酱销售毛利率	21.36%	14.90%	14.61%	14.93%
蔬菜销售收入（万元）	57424	54438	32663	29396
蔬菜销售成本（万元）	57414	58990	34804	30628
其他销售收入（万元）	9706	11674	11908	11669
其他销售成本（万元）	8174	9451	9924	9825
营业收入合计（万元）	184842	241129	272875	306606
营业成本合计（万元）	150024	198761	208548	233580
营业综合毛利率	18.84%	17.57%	23.57%	23.82%

资料来源：国都证券研究所

1.3 新中基盈利预测

表 2 新中基盈利预测表

科 目	2006	2007	2008E	2009E
一、营业收入	1,848,416,985	2,411,287,782	2,728,751,856	3,066,057,277
减：营业成本	1,500,240,569	1,987,609,200	2,085,477,431	2,335,797,411
营业税金及附加	5,802,725	7,972,472	10,364,214	12,437,057
营业费用	60,137,926	95,964,657	115,157,588	126,673,347
管理费用	78,917,447	71,147,327	85,376,792	92,206,935
财务费用	120,471,664	179,109,375	214,931,249	236,424,374
资产减值损失	7,250,389	22,131,736	26,558,083	30,541,795
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
加：投资收益	2,732,521	-7,004,449	2,801,780	3,081,957
二、营业利润	78,328,786	40,348,567	193,688,278	235,058,315
加：营业外收入	32,638,844	49,836,074	12,459,019	9,344,264

减：营业外支出	19,144,659	8,188,895	6,833,389	8,883,405
三、利润总额	91,822,972	81,995,746	199,313,908	235,519,173
减：所得税	2,317,798	3,638,047	9,965,695	11,775,959
四、净利润	89,505,173	78,357,699	189,348,212	223,743,215
减：少数股东损益	15,198,539	2,894,112	9,467,411	11,187,161
归属母公司所有者的净利润	74,306,634	75,463,586	179,880,802	212,556,054
每股收益（元）	0.42	0.23	0.43	0.51
每股净资产（元）	6.14	3.64	2.88	2.97
净资产收益率	6.85%	6.43%	14.88%	17.07%

资料来源：国都证券研究所

2、投资建议

预计蕃茄酱价格年内仍将维持目前高位，行业仍处于景气周期的高峰阶段，但公司的业绩增长受制于原料收购竞争激烈、产能利用率低。本次完成对五家渠公司剩余股权收购后，公司可控制蕃茄原料基地增加，未来产能利用率也将逐步上升。

原料问题解决后，较重的财务负担是制约公司未来业绩增长的主要瓶颈。预测公司 08 年 EPS0.43 元，09 年 EPS0.51 元，对应动态 PE 分别为 18.3 倍、15.5 倍，给予公司“短期一推荐，长期一A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。