

刘冉

021-50588666-8010

2009 年 4 月 8 日

看两年，春耕秋播景致明

——新中基（000972）调研报告

公司调研

买入（首次）

估值区间：7.92 - 9.00 元

市场数据（2009 年 04 月 07 日）

收盘价（元）	7.40
一年内最高/最低（元）	22.80/3.49
沪深300 指数	2576.95
市净率（倍）	2.62
流通市值（亿元）	29.28

基础数据（2008 年 09 月 30 日）

每股净资产（元）	2.82
每股经营现金流（元）	0.17
毛利率（%）	27.09
净资产收益率（%）	1.70
资产负债率（%）	71.73
总股本/流通股（万股）	4/4
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



相关研究

20090214 新中基事件点评：收购五家渠股权符合股东利益……09 年 2 月 14 日

联系人：马嵌琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

报告关键要素：

我们认为，公司 2009、2010 年业绩增长明确；2010 年后，公司发展将取决于国内市场情况和资金充裕程度。目前公司估值低于竞争对手和板块平均水平，若给予合理估值，公司股价应在 7.92 至 9.00 元区间运行。

投资要点：

- 2009 年，巩固五家渠模式，扩张大包装番茄酱产能。大包装番茄酱是公司目前主要的利润来源；另外，全球番茄酱需求旺盛，未来两年国际番茄酱价格仍具支撑力。因而，扩张大包装番茄酱产能是公司未来两年发展战略中的重中之重。
- 2010 年，通过法国普罗旺斯的止损、加大自有品牌产品份额，从而提升小包装番茄酱的盈利能力。
- 2010 年以后，大包装产能扩张空间受限，产业发展有待突破——拓展番茄高端业务将是公司在 2010 年后的发展重点。
- 2008 年三季度以来，国内番茄酱出口并未显现疲态，外需总体正常，只是国内企业整体出货节奏放缓。预计 2009 年外部市场需求维持，甚至超出 2008 的水平。
- 2009 年，公司的出口竞争力取决于国内番茄酱出口价格的回落和出口量的回升。

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入（亿元）	2,411.29	2637.75	3628.10	3778.36
增长比率（%）	30.45	9.39	37.55	4.14
净利润（亿元）	78.36	89.44	157.51	193.41
增长比率（%）	1.56	14.14	76.11	22.79
每股收益（元）	0.18	0.18	0.36	0.45
市盈率（倍）	41.11	41.11	20.56	16.44

1. 公司概况

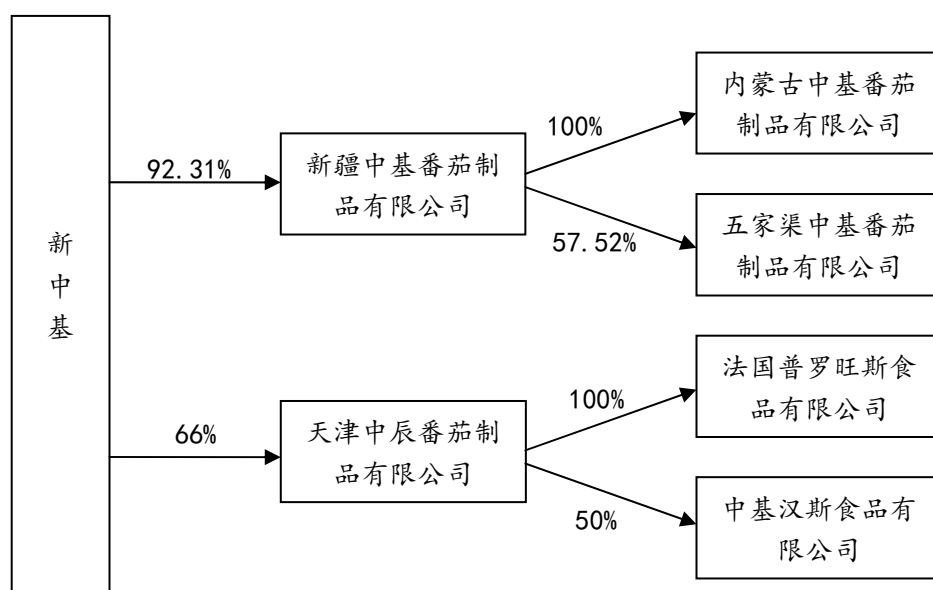
公司是国内最大的番茄制品集团，在番茄制品行业中，国内排名第一、全球排名第二。公司拥有优质番茄生产基地 50 万亩，拥有 26 家番茄制品加工厂、49 条番茄制品生产线，目前番茄酱加工产能达 60.5 万吨，主要集中在新疆和内蒙地区。

公司大股东新疆生产建设兵团背景雄厚、拥有丰富的适于番茄种植的土地资源和在新疆地区较高的行政权限。

公司以生产、销售大包装、小包装番茄酱为主营业务。大包装番茄酱在新疆、内蒙完成生产后，运输到天津港，一部分以大包装的形式出口，销往各国蕃茄制品加工商；另一部分由天津中辰番茄制品公司分装为小包装番茄酱，以小包装的形式出口。另外，公司着力研发、生产番茄深度加工制品，如番茄红素、番茄纤维等产品。2008 年，公司大包装番茄酱产量接近 20 万吨，其中分装小包装 13 万吨；2009 年完成产能扩张，公司大包装番茄酱产量预计可达 30 万吨，其中，分装小包装番茄酱 13-15 万吨。另外，公司具备每年提炼 40 吨番茄红素油树脂、生产 2.4 亿粒番茄红素软胶囊的产能，目前公司的番茄红素产能占全球的 40%。

公司是出口型企业，产品的 95% 用于出口海外——在世界蕃茄酱贸易量中，公司的贸易量占比达 18%。公司产品主要出口地是欧洲、俄罗斯、非洲、中东地区、以及亚太地区。其中，欧洲是公司的传统市场，公司产品在欧洲的市场份额达到 20%；俄罗斯、非洲和亚太地区是极具增长潜力的新兴市场——目前公司在非洲的市场份额达 50-60%，在俄罗斯的市场份额近 50%。未来，公司的发展重点将是拓展国内市场，以此分散经营风险、提高盈利水平和树立自有品牌。

图 1: 公司主要控股子公司



2. 产业背景：美国雄踞、欧盟生变、中国后起

2.1 番茄种植加工业：高价值的资源型产业

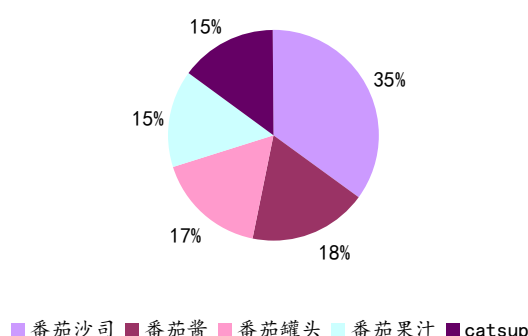
在各类果蔬种植中，番茄种植是价值较高的一类，酱用蕃茄种植价值则更高。酱用番茄的大面积种植对气候要求很高，全球能够大面积种植酱用番茄的只有美国的加州、欧洲的地中海沿岸和中国的新疆内蒙地区。

由于番茄生长周期短、成熟期集中，番茄酱制造业的季节性很强：四月份至七月份为番茄种植期；七月中旬至九月中旬为番茄收割期，同时也是番茄加工期，一般为期 60 天——由于日照时间不同，美国加州是 60 天，国内是 50-55 天；十月份至来年的一、二月份是蕃茄酱销售期。蕃茄酱制造业技术门槛低、生产周期短，蕃茄酱产量主要取决于产能的利用率，而产能利用率取决于酱用番茄的供应水平——因此，番茄酱产业是资源型产业，对酱用番茄资源的控制能力决定了企业的核心竞争力。

番茄酱产品大致分为三个层次：初级产品是大包装番茄酱；小包装番茄酱是中端产品；较高层次产品是番茄沙司类制品。各类产品附加值随产品层次的提高而提升。初级产品的竞争核心是对番茄原料资源和生产成本的控制，具有资源品属性；小包装番茄酱、番茄罐头和番茄沙司则是典型的快速消费品，对生产工艺、口味配方、销售网络和品牌有着高度依赖，产品的附加值也较高。世界番茄制品消费主要是沙司、小包装番茄酱和番茄罐头。

欧洲市场是全球番茄酱的集散中心——国际番茄酱贸易中的 70-80% 集中在欧洲市场，另外 20-30% 集中在俄罗斯。

图 2：西方国家番茄制品消费分类



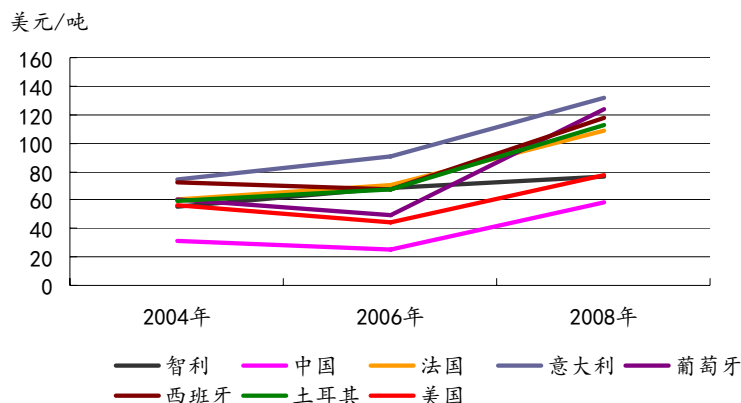
资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

2.2 全球番茄原料价格：上涨行情有急有缓

在种植成本和终端价格上涨的拉动下，自 2006 年以来，全球番茄收购

价格普遍上涨：2006 年全球番茄收购平均价格为每吨 63 美元，较 2004 年的 60 美元上涨 5%；2008 年为每吨 97 美元，较 2006 年增长了 35%。各国番茄收购价格上涨幅度不同：葡萄牙、中国均上涨一倍以上；西班牙、美国涨幅高达 70%以上；土耳其涨幅达 66%；法国、意大利涨幅达 40%-55%；加拿大、澳大利亚上涨 25%-35%；智利、阿尔及利亚、突尼斯涨幅在 10%以上。

图 3：蕃茄酱主要产国的番茄收购价格 (美元/吨)



资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

表 1：番茄原料收购价格上涨情况

国家	2006 年榨季价格 (\$/吨)	2008 年榨季价格 (\$/吨)	增幅 (%)
阿尔及利亚	67.35	76.53	13.64%
澳大利亚	92.3	115.38	25.00%
加拿大	74.26	99.01	33.33%
智利	68.17	76.60	12.36%
中国	25.66	58.31	127.27%
法国	70.53	108.50	53.85%
意大利	90.91	131.75	44.93%
葡萄牙	49.60	124.00	150.00%
西班牙	67.15	117.80	75.44%
突尼斯	84.612	94.02	11.11%
土耳其	67.74	112.90	66.67%
美国	43.89	77.00	75.44%
平均	62.88	96.74	53.85%

资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

2.3 全球番茄酱产量：强劲的增长暗示强劲的需求

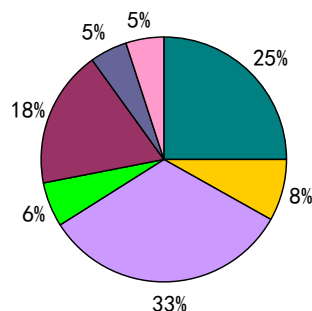
美国、欧洲的西班牙、葡萄牙、意大利、土耳其、法国是传统的蕃茄

酱生产制造国，而中国的行业振兴只是近四、五年的事情——在 2004 年之前，中国在全球承担的行业角色是“拾遗补缺”，地位被动，往往是 3 年亏损、1 年平、1 年盈利；自 2004 年，基于原料、成本优势（中国的人工成本大致是美国和欧洲的二十分之一）和多年的努力，中国确立了全球蕃茄酱生产基地的地位：2008 年，全球蕃茄酱产量 341 万吨，其中，中国产量 62 万吨，总量占比 18%，在美国和欧盟之后居第三位；在欧洲蕃茄酱贸易总量中占比 50%，在全球贸易中占比 30-40%。

由于全球蕃茄酱需求不断增长，产能、产量也随之增长：预计 2009 年蕃茄酱产量可达 366 万吨，较 2008 年增长 7%；欧盟、美国和中国等主产区的产量都将会显著增长。其中，欧盟产量预计达 96 万吨，较上年增长 12%；美国产量达 124 万吨，增长 11%；中国产量达 68 万吨，增长 9.68%。

图 4：2008 年主要产国蕃茄酱产量全球占比 (%)

资

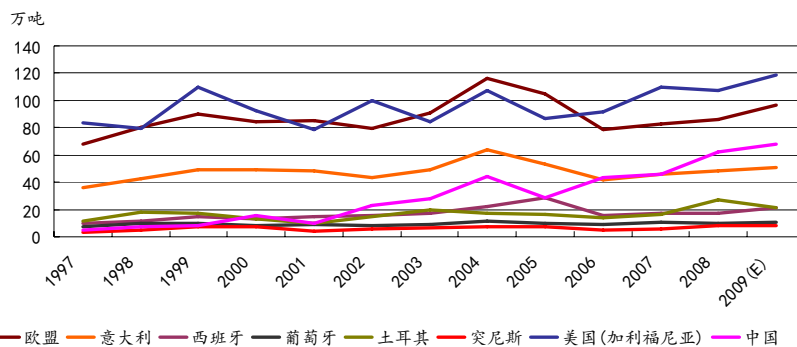


■ 欧盟 ■ 土耳其 ■ 美国 ■ 南美 ■ 中国 ■ 伊朗 ■ 其它

1

资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

图 5：蕃茄酱主要产国产量 (万吨)



资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

2.4 全球番茄酱消费：基础食品消费难减，新兴市场风景尤好

在西方国家，番茄及其制品是继土豆、生菜和洋葱之后最普及的果蔬，其中，番茄制品消费占番茄总消费（番茄制品和新鲜番茄）的 3/4。番茄制品的利润水平较低，是新鲜番茄的 1/8，但是生产规模却是新鲜番茄的 5-6 倍。

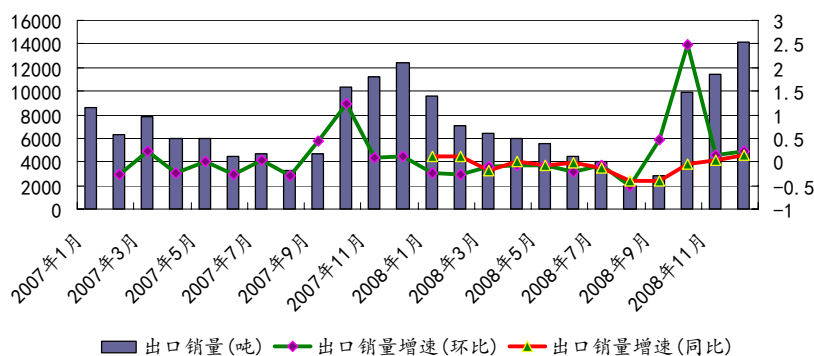
蕃茄酱消费量在 80 年代经历了快速增长；90 年代以来，由于新鲜番茄的食用越来越普及，蕃茄酱食用量微降了 6%；目前，消费水平保持稳定——全球人均每年食用番茄制品量约为 74 磅。

近年来，非洲和俄罗斯成为番茄酱消费增长最快的市场：仅西非市场的蕃茄酱需求量是 20 万吨，非洲大约有 40 万吨的市场容量；俄罗斯目前的消费量是 20 万吨——两个市场正在以超过 8% 的年均速度增长，成为继欧洲之后中国企业的重点供应市场。

公司在非洲市场的份额达 60%，每年供应 12-13 万吨番茄酱（主要是小包装），而仅西非市场的蕃茄酱消费容量每年为 20 万吨；公司每年供应俄罗斯市场 6-7 万吨小包装蕃茄酱，而俄罗斯的年消费量是 20 万吨，并且每年都在增长——公司目前的供应水平远远不能满足新兴市场的快速增长。

图 6：2007-2008 年国内番茄酱出口情况

（万元；%）



资料来源：中原证券研究所，中国海关

由图可见，2008 年三季度以来，国内番茄酱出口量同比增速平缓上升，较 2007 年并未显示出疲态。

从 2008 年的订单情况来看，虽然全球番茄酱市场没有出现 2007 年供不应求的火热局面，但是外需总体正常，并未出现萎缩，只是国内企业整体出货节奏放缓。截至 09 年 2 月份，公司发货正常。

2009 年，预计外部市场需求能够维持、甚至超出 2008 年的水平。原因：

- 根据 Tomatoland 的数据，截至 2009 年 3 月，各地区本季库存量已处于低位，全球需求缺口出现，均等待四月初新赛季番茄下种。

- 其中，从 2008 年第四季度开始，欧洲番茄酱需求所受影响开始显现，表现为：过高的番茄酱价格迫使消费放缓；经济危机促使大单消费者采购时变得小心谨慎，甚至推迟消费。
- 但是，美国番茄酱消费量大增。2008 年 6 月至 12 月期间，美国的番茄酱消费同比增长 14%，市场供不应求，番茄酱价格高企。预计 2009 年美国市场仍可维持较高的消费增速。
- 非洲、俄罗斯、亚太等新兴市场需求潜力巨大，消费量快速增长。2009 年以来，俄罗斯和北非地区对于中国番茄酱的出口需求表现尤为强劲。公司对新兴市场的出口业务平滑了外需风险。
- 俄罗斯的番茄酱需求近年来翻了 3 倍多，需求量达到 20 多万吨。几年之内，公司对俄罗斯市场的番茄酱供应量从 3、4 万吨上升到了 10 万吨以上，以 33% 的速度增加。由于俄罗斯对土耳其番茄制品实施进口限制，中国番茄酱在俄市场份额还可加大。
- 非洲市场番茄酱需求巨大——仅西非市场的番茄酱需求量是每年 20 万吨，非洲整体需求量在 40 万吨左右。公司目前每年仅能供应西非市场 12 万吨番茄酱，虽然有意向非洲其它地区拓展，但是受到产量的限制，目前公司尚无能力供应非洲剩余市场。

2.5 欧盟补贴新政：产业版图待变

各个国家都鼓励番茄酱产业的发展，给予生产商不同程度的优惠政策，比如中国企业享有零税率、低资金成本等优惠。但是一直以来，欧盟的补贴力度最大——欧盟政府给予生产商直接补贴，主要形式是加工环节直补——加工企业每收购农户一吨番茄就可从政府得到一定额度的金额——直接降低了企业的番茄收购成本。

表 2：2008 年欧盟各国政府番茄补贴情况

国家	08 年番茄收购价格 (\$/吨)	08 年政府补贴 (欧元/吨)	农民收入 (美元/吨)
法国	108.5	33	159.65
希腊	127.1	19	156.55
意大利	131.75	17	158.1
意大利	123.23	17	149.58
葡萄牙	124	15	147.25
西班牙	117.8	18	145.7

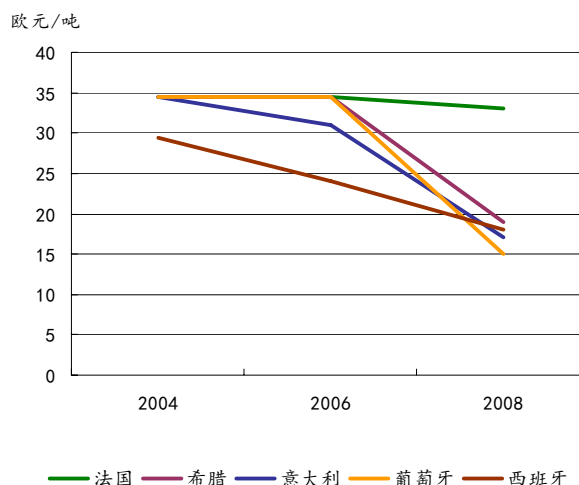
资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

欧盟新近采取的农业补贴政策是以土地为标准来给予农民补贴，而逐步取消补贴与农作物的直接挂钩。新政主要是为了赋予农民更大的种植自由，根据市场需求来决定自己的土地所耕种的农作物。政策在 2005 年至 2013 年期间，分阶段渐行实施，到 2013 年，与农作物挂钩的补贴将基本被

取消。届时，番茄的种植将更加市场化——农民根据当季的收购价格来决定是否种植番茄作物——无形中，推高了番茄收购价格，而番茄原料的产量将会变得不确定。

目前，在欧盟农补新政下，欧盟补贴正在逐年大幅削减：2004 年，欧盟给予番茄种植政府补贴是每吨 45 美元；2006 年，政府补贴下降至平均每吨 42 美元；2008 年下降至每吨 26 美元——2004—2008 年的累计降幅达 44%；由于番茄种植补贴在 2010 年基本被取消，预计 2009—2010 年的补贴降幅至少达到 40%。

图 7：欧盟番茄酱主产国相关政府补贴的变化 (欧元/吨)



资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

有研究表明，如果欧盟番茄种植补贴削减 50%，番茄收购价格就会上涨 12.2%；如果补贴全部取消，收购价格上涨 24.4%——这意味着，在目前每吨 1200 美元的成本线上，未来欧洲蕃茄酱生产商的成本将会继续提升近 12%，届时生产成本将达到每吨 1344 美元——这一成本线高于欧盟以外的土耳其、美国，更是远远高于中国的制造成本，其直接结果将是欧洲蕃茄加工产能的大量关停和产量的下降，同时欧盟生产商将会加大蕃茄酱进口，市场出现供应缺口。

欧洲市场缺口的受益者可能会有三方：中国、土耳其和美国。从未享受过补贴的番茄酱生产大国土耳其，有着成本低于欧洲、位置比邻欧洲的优势。虽然美国对蕃茄酱的内需巨大，且逐年增长，传统上美国的番茄酱用于自给，但是，如果对欧出口价格继续上涨，丰厚利润吸引下，不排除美国加工企业会大量进军欧洲市场。在三方中，中国具有最大的成本优势，但是受产量制约，能否把握此次机遇，取决于能否突破产量瓶颈。

2.6 中国优势及在全球竞争中的定位

2.6.1 中国优势：成本、价格和品质

中国番茄酱产品出口具有品质优势、成本优势和价格优势。

番茄酱的营养标准以红色素值为准，欧洲和美国的标准是 2.1，而中国生产的番茄酱红色素值最低为 2.3，一般在 2.4-2.5 之间。

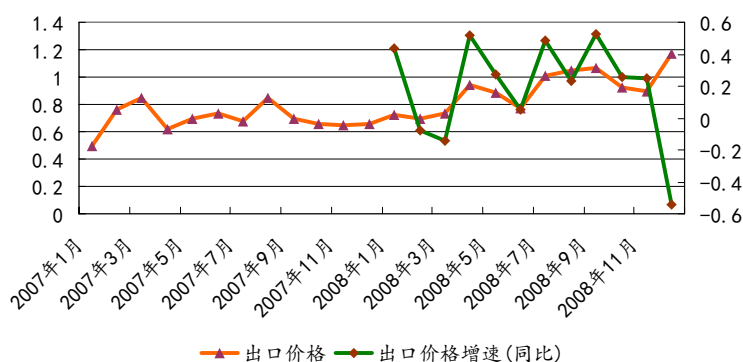
在番茄加工国家中，中国的番茄收购成本最低（图 6）。由于能源、人工和资金成本均低于国外，中国的番茄酱加工成本也是全球最低。在成本优势下，中国出口番茄酱价格有着绝对的竞争优势：在欧洲和美国企业享有产业补贴的前提下，中国番茄酱成本低于欧洲和美国将近 50%；随着欧洲产业补贴逐步取消，成本差距将会扩大到 50% 之多。

2.6.2 全球竞争中的定位：价落量涨才显本色

2009 年，公司和国内番茄加工企业在全球行业竞争中的核心竞争力取决于两点：出口价格回落和供应量增加。

2008 年，中国蕃茄酱出口价格大幅上涨，削弱了国内企业的价格竞争力，尤其削减了中国之于美国的相对优势。2008 年，美国对欧洲的番茄酱出口量由 5 万吨涨至 15 万吨，原因之一就是中国出口番茄酱在数量、质量上都有所下降，同时出口价格上涨，曾一度涨至每吨 1200 美元，价格竞争力下降，从而将部分市场让与了美国企业。

图 8：2007-2008 年番茄酱出口价格走势



资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

表 3：公司番茄酱出口价格浮动区间（2007 年-2009 年；美元/吨）

	番茄酱出口价格下限	番茄酱出口价格上限
2007 年	850	1100
2008 年	800	1250
2009 年 (E)	850	1050

资料来源：中原证券研究所

2009 年，国内番茄酱出口价格的回落、出口量的回升，都将有赖于番茄原料的供应情况。价格方面，如果 2009 年国内番茄酱出口价格仍居于 2008 年时的高位，国内公司将会丧失低价竞争优势，拱手相让已有的在欧市场；但是，如果国内番茄酱出口价格回落至每吨 1000 美元上下，上下浮动不超出 50 美元（这需要番茄原料价格回落），该价格将低于美国和欧洲各国的成本价，在保证质量的前提下，将会巩固中国番茄酱在国际上的竞争优势。出口量方面，如果公司可以实现 30 万吨番茄酱产量，较上年增长 10 万吨以上，这样公司就有能力争回 2008 年失去的部分在欧市场。

表 4：2008 年中国番茄酱出口竞争力状况

	中国	美国	欧洲
番茄收购价格（美元/吨）	59	77	122
番茄加工成本（美元/吨）	800	1000	1200
运费及运距	相同（60\$/吨）		无
番茄酱质量	劣于美国产品		
番茄酱在欧市场价格（美元/吨）	1200 上下	1200 上下	1200 以上

资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

表 5：2009 年中国番茄酱出口竞争力的理想状况

	中国	美国	欧洲
番茄收购价格（美元/吨）	51	77	122
番茄加工成本（美元/吨）	800 以下	1000	1200
运费及运距	相同（60\$/吨）		无
番茄酱质量	相当		
番茄酱在欧市场价格（美元/吨）	900-1000	1100 或以上	1200 以上

资料来源：中原证券研究所，Tomatoland

虽然美国番茄酱协会称“或许考虑大举进入欧洲市场”，但事实上，美国番茄酱进入欧洲市场具有难度。首先，美国番茄酱口味与欧洲口味差异较大，而中国产品经过多年磨合后已比较符合欧洲人的口味要求；其次，美国内部的需求量很大，且逐年增加，所以，传统上美国产品在部分出口加拿大和墨西哥之外，大部分产量用以自给；再者，美国番茄酱的成本价是每吨 1000 美元，而中国的成本价是每吨 800 美元——离岸价每吨 950-1050 美元、欧洲市场售价每吨 1200 美元左右，因而相比中国，美国在欧洲市场不具价格优势；第四，出于风险分散的考虑，欧洲进口份额基本维持稳定，一旦中国加工企业控制好原料收购成本，出口价格就会下降，公司的竞争优势可以得到恢复。

番茄酱价格回落之后，来自国内小企业的竞争将会减少。如果 2009 年番茄酱价格能够回落至每吨 1000 美元，加之，小企业的原料收购价格一般高于公司这样的大企业，这将会压缩新疆、内蒙地区众多国内小企业的利

润，从业吸引力下降。因而，预计 2009 年一些小企业会关停生产，或将产能卖给大企业，这将会有利于行业集中，减少原料竞争。

3. 公司主营业务及财务分析

3.1 公司主营业务构成：主营业务突出

公司的主营业务为大包装浓缩番茄酱（36/38 浓度）和小包装番茄酱，两项业务目前在公司营业总收入中的占比分别达 36%、35%。主营业务以外，公司仍生产蔬菜罐头食品，占总营业收入的 23%。

目前，大、小包装番茄酱对公司营业利润的贡献分别是 70.78%和 29.22%。蔬菜罐头业务处于亏损状态。

图 9：公司主要业务收入占比

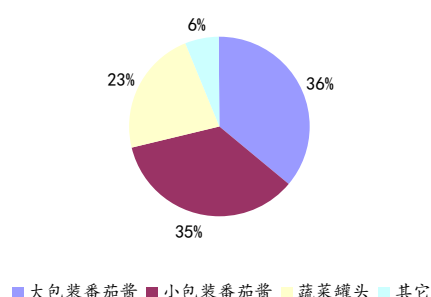
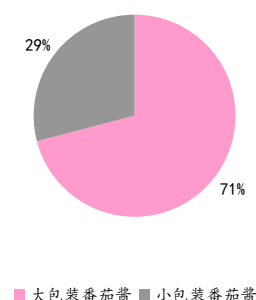


图 10：公司主营业务对营业利润的贡献

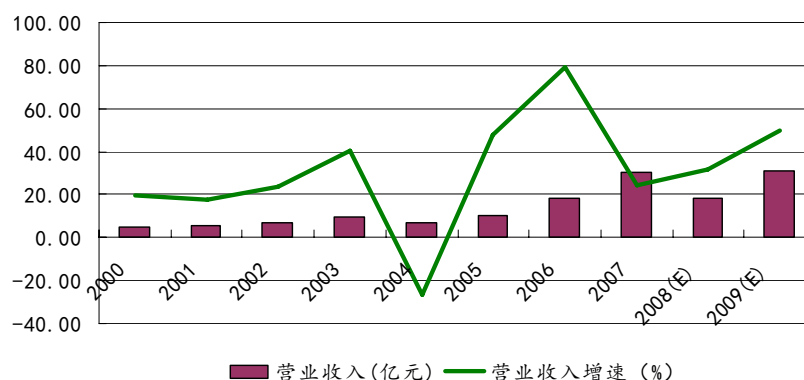


资料来源：中原证券研究所，公司年度报告

3.2 公司营业收入：持续增长

2004 至 2006 年间，公司主营业务收入实现飞跃性增长；2006/2007 榨季增速放缓；在 2007/2008 榨季中，公司业务并未受国外经济危机的严重冲击，在国际价格的拉动下，收入增速呈现恢复性上升趋势，但是，由于国内番茄收购价格飙升，成本以更大幅度增加；预计 2008/2009 榨季，在五家渠新增产能的推动下，公司营业收入增速将会大幅上升 65%，其中，大包装番茄酱的营业收入增加 76%，小包装番茄酱的营业收入增加 50%。

图 11: 公司营业收入及其增速 (%)



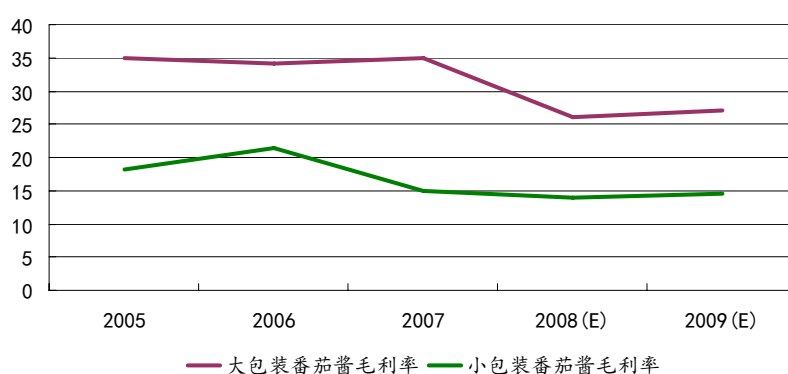
资料来源：中原证券研究所，公司年度报告

3.3 公司主营业务盈利能力：“小包装”盈利性有待提升

在公司各类产品中，大包装番茄酱的毛利率水平最高。2007/2008 榨季，受番茄收购价格上升过快的影响，公司营业成本增速大于营业收入增速，大包装番茄酱的毛利率下滑；据了解，2008/2009 榨季的番茄收购价格基本确定在每吨 300 元（按市场价上下浮动不超过 10%），较上榨季下降 33%，因而，预计大包装番茄酱的毛利率将会在本榨季有所回升。

小包装番茄酱毛利率低于大包装番茄酱。2009、2010 年，公司将着力于提高小包装业务的盈利能力，预计未来小包装番茄酱的毛利率水平将会提升至 15%。

图 12: 公司大包装、小包装番茄酱业务毛利率 (%)



资料来源：中原证券研究所，公司年报

3.4 小包装番茄酱业务

小包装番茄酱在公司业务总体中的份额逐年加大：2008 年，预计在出口总量中占比由 2006 年的 20% 上升至 40%，营业收入占比由 50% 提升至 55%。

公司小包装番茄酱的产出渠道主要有：天津中辰番茄制品有限公司是公司最重要的小包装番茄酱分装、出口平台，由此公司小包装产品销往中东、非洲、俄罗斯等地；另外一个渠道是公司控股的法国普罗旺斯公司（该子公司年产量仅 1 万吨，主要为蔬菜罐头），公司的部分番茄酱由此以小包装的形式销往欧洲、非洲、中东和俄罗斯。

公司以自有品牌 Chalkis 面世的小包装蕃茄酱仅占小包装产品的 10% 以上，另外绝大部分属贴牌产品。自有品牌产品的毛利率较贴牌产品高出 10%，可达到 20%。

虽然小包装番茄酱附加值高，但是由于较高的包装成本和法国普罗旺斯高企的劳动成本、销售成本，公司该业务目前处于低盈利或亏损状态。目前公司规划，一方面通过扩大自有品牌的市场份额，尤其扩展国内市场，另一方面通过法国普罗旺斯的止损，来提升小包装产品的综合毛利率，扭转小包装业务的低盈利状态。

国内小包装番茄酱的消费量接近 10 万吨，市场品牌杂乱、急需确立公认品牌。公司开辟国内市场的前提条件是：大量的资金投入——加大国内广告力度，从而教育市场、培养市场、确立品牌。

3.5 发展的“瓶颈”——资金

“资金”将会成为公司发展的“瓶颈”。

2009 年，除了日常运营所需的短期融资外，公司的资金需求仍然很大。收购农六师所持五家渠 40% 的股权，公司意在现金出资，从而出现资金缺口 4 亿元。

未来，公司的“扩张国内市场”以及“收购少数股东权益”等战略规划的实施，均需大量资金作为支持，因而资金是决定公司发展程度的主要因素之一。

但是，公司资产负债率已经过高，财务费用高企，财务风险大；而大股东财力有限，难以给予更大的资金支持，公司所需资金只能依靠银行融资或者资本市场融资——前者将会进一步加大公司的负债率和财务风险。

表 6：公司近三年投资情况

年度	项目	投资金额（亿元）	项目进度
2006 年	增资新疆中基番茄制品有限责任公司，用于番茄红素项目的技改扩建	1.2	实施完毕
2007 年	增资天津中辰制罐，用于年产 2.5	1.35	项目实施中

亿只番茄制罐项目			
2007 年	公司收购天津中辰制罐 87.10% 股权	/	实施完毕(股权增至 87.10%)
2008 年	新疆中基收购内蒙古中基 54.24% 股权	1.27 亿元	实施完毕(股权增至 100%)
2008 年	公司收购天津中辰 49.51% 股权	/	实施中(已完成 16.49% 股权的收购, 股权增至 66%)
2008 年	投入设备、生产线, 建设五家渠中基番茄制品公司	实物作价 6 亿元	实施完毕
2009 年	收购农六师所持有的五家渠公司 41.05% 股权	4 亿元	实施中

资料来源: 中原证券研究所, 公司公告

表 7: 2006 - 2008 年公司主要财务指标

评估面	财务指标	2008 (1Q-3Q)	比较: 中粮屯河		
			2007	2007	2006
偿债能力	流动比率	0.99	0.86	0.64	0.93
	速动比率	0.53	0.54	0.18	0.60
	经营活动现金流/流动负债	-0.03	0.08	0.03	0.03
	财务费用/营业收入 (%)	10.69	7.43	4.56	6.52
资本结构	资产负债率 (%)	71.73	69.50	71.90	67.79
	流动负债/资产 (%)	55.41	58.90	68.08	58.88
经营效率	应收账款周转率	2.00	4.37	10.61	5.31
	存货周转率	0.77	2.18	1.52	1.93
盈利能力	销售毛利率 (%)	27.09	17.57	30.04	18.84
	销售净利率 (%)	3.07	3.25	8.28	4.84
	期间费用率 (%)	23.97	14.36	21.34	14.04
投资回报	少数股东权益/净利润	45.38	3.70		16.98
	每股收益 (元)	0.05	0.23	0.31	0.56
	每股净资产 (元)	2.82	3.64	1.58	6.14
现金流	每股经营性现金流量 (元)	-0.17	0.74	0.11	0.36
增长性	主营收入增长 (%)	-1.86	35.45	/	79.36
	净利润增长 (%)	48	-13.33	/	50

资

资料来源: 中原证券研究所、WIND 资讯

4. 公司竞争力分析：田忌赛马——以“长”拼“短”

与国内众多小企业相比，公司具备大规模生产能力，有能力满足国外大额订单；同时，公司番茄酱品质上乘，品牌过硬，因而与国外客户建立了长期合作关系，出口渠道优势明显。相对价格而言，国外客户更看重食品品牌、食品质量以及长期信誉，所以国内小企业并不具出口竞争力，产品主要是面向国内；并且，小企业的原料收购成本高于行业龙头企业，因而一旦终端价格下滑，就会影响它们的利润和生存——如果蕃茄酱价格在2009年回落，预计将会有一批国内小企业关停生产。

与势均力敌的竞争对手中粮屯河相比，公司的专业化程度更高、资源掌控能力更强、产业发展战略更为清晰。公司专注于番茄酱产业，而中粮屯河追求业务的多元化发展；两公司在番茄酱产能扩张步伐方面，有着较大的一致性，而差异体现在公司发展战略上：公司发展侧重于生产基地、原料基地建设——这一点通过与新疆建设兵团更为紧密的合作来实现，侧重于小包装番茄酱产品销售渠道和品牌建设，以及番茄制品的深加工；中粮屯河则致力于向农业种植延伸，大力发展农产品自种，从而加强对原料的控制，同时公司单一发展大包装业务，对小包装蕃茄酱领域并不涉足。

表 8：公司与中粮屯河番茄酱业务比较分析

	新中基	中粮屯河
蕃茄酱在总体业务中占比	90%以上	50%
出口蕃茄酱在总量中占比	95%；将会逐年下滑而发展国内市场	95%
战略特点	原料、生产基地建设；小包装番茄销售渠道和品牌建设；番茄制品深加工	向农业种植延伸，发展自种，加强原料控制
产能目标	80-100 万吨	/
产量目标	30-60 万吨	55-65 万吨
09 年新增产能	五家渠 20 万吨产能（要求新增 20 万亩番茄种植面积）	宁夏 20 万亩酱用番茄种植
主要出口国与客户	欧洲、俄罗斯、非洲；与中粮屯河有 20-30%的客户重叠，主要为大客户，小客户各异	欧洲、俄罗斯；与新中基有 20-30%的客户重叠，主要为大客户，小客户各异
资金财力	缺乏资金支持——股东土地资源丰富，但是资金能力有限。资金是公司发展的瓶颈	股东财力雄厚，有能力给予公司资金支持，公司资金无忧
原料控制	股东土地资源丰富，原料控制能力强：现控制原料基地 50 万亩，年可	原料控制能力较弱。现控制原料基地 43 万亩（包括宁夏 2 3

	控番茄原料 300 万吨; 2010 年有望 万亩租赁土地), 未来 3、5 年 达 80 万亩, 年可控番茄原料 480 - 内达到 60 万亩 560 万吨
原料收购签单方式	传统上, 公司与团场签约, 签一份或 公司与成千上万农户签订合 几份合同; 五家渠模式建立以后, 公 同。合同制约性、指令性不强 司与合作方签约, 签一份合同。合同 制约性、指令性强
原料基地建设构想	租赁兵团土地, 与兵团建立长期良好 购置土地, 雇佣农民耕种 关系

资料来源: 中原证券研究所、公司年度报告

5. 公司未来增长基石

5.1 2008 年: 业绩低于预期

公司 2008 年盈利低于预期。一方面, 2008 年番茄原料价格上涨逾 30%, 而蕃茄收购成本在番茄酱制造总成本中占比达 70-80%, 尽管蕃茄酱价格也上涨近 30%, 但是公司营业利润仍然受损, 业绩低于预期; 另一方面, 2008 年番茄原料非常紧张, 导致公司产能利用率低, 产量不及 20 万吨, 低于上年和预期。

造成 2008 年番茄收购价格上涨的原因是: 2008 年 4 月份一场非正常雪冻使番茄减产 15 万亩, 致使原料紧张; 小企业出高价抢占原料, 推高收购成本——收购均价高达每吨 400 元, 较 07 年增长了 30% (07 年收购均价为 300 元/吨), 为历年最高。同时, 原料品质也受到影响, 继而影响去年国内番茄酱的品质, 品质出现历年最低水平。

5.2 未来三年: 战略层次清晰, 专注有想法

公司未来三年将会进入快速发展时期。公司总体战略清晰:

- 2009 年, 巩固五家渠模式, 即五家渠的原料控制模式和产能扩张模式。未来以五家渠模式为范本, 公司将继续扩张大包装番茄酱产能。大包装蕃茄酱是番茄酱制品中的初级加工产品, 附加值低但是毛利率高, 是公司目前主要的利润来源; 另外, 全球蕃茄酱需求旺盛, 未来两年, 国际蕃茄酱价格仍具有支撑力。因而, 扩张大包装番茄酱产能是公司未来两年发展战略中的重中之重。
- 2010 年, 在小包装蕃茄酱业务上取得突破。途径:
 - 止损: 随着法国普罗旺斯剩余生产线迁回国内、欧洲籍员工削减完毕和欧洲市场渠道管理的加强, 在欧费用会大幅减少, 从而实现“止损”(届时普罗旺斯仅作为公司在欧的销售和研发平台)——这一点, 我们认为, 公司两年之内一定能够做到。

- 提升盈利能力：通过新兴市场尤其非洲市场的扩容，以及在国内市场的突破，加大自有品牌市场，从而提升小包装业务的盈利能力、分散出口风险。在欧洲市场上的“贴牌”战略完成了开拓市场的任务，但非长久之宜——从“贴牌”到“自有品牌”将是小包装业务的发展趋势。
- 降低小包装产品的包装成本。目前 50% 的小包装产品包装由公司的子公司天津制罐完成，另外 50% 外包。一直以来，外包成本比较高，但是根据此次调研情况来看，外包包装成本有下降趋势，因而，2009 年小包装蕃茄酱的包装成本有望下降，有助提升小包装产品的毛利率。
- 2010 年以后，大包装产能扩张空间受限，产业发展有待突破——拓展番茄高端业务，即番茄红素、番茄纤维等深加工制品，是公司在 2010 年后的发展重点。

我们认为，公司 2009、2010 年业绩增长明确；2010 年后，公司发展将取决于国内市场情况和资金充裕程度。

5.3 2009 年、2010 年：“板上钉钉”的增长

5.3.1 “五家渠”——原料控制模式

国内蕃茄酱产能两年来持续扩张，产能利用率却始终处于 60-70% 的较低水平，致使产量受限。导致产能利用率低的原因是有限的蕃茄原料供应。因此，对蕃茄原料的控制，对于行业而言，是核心竞争力所在。有了原料保障，产能与产量的扩张才成为可能。

此次公司与新疆建设兵团农六师以五家渠为试点展开紧密合作，其最大意义在于公司从此建立了一种控制原料的模式，在严密控制原料的前提下，扩张大包装蕃茄酱产能、增加产量都不是难事。原料控制体现在以下几个方面：

首先，蕃茄原料从质量上可控。在五家渠模式中，由合作方农六师为团场农户提供技术推广、种子采购等服务；同时，公司作担保，由农资公司向农户提供农资产品，扶助种植；另外，公司预付每家农户资金补贴，在支付蕃茄收购款时再从中扣去——这些举措都有助于在种植环节控制原料的安全和质量，一方面可加强食品安全管理，另一方面原料质量的提升有助于公司实现“大包装酱上档次、提高行业门槛”的目标。

其次，蕃茄原料从数量上可控。在与兵团传统的合作模式中，公司与团场签订收购合同，关系松散，缺少制约，导致往年 20-30% 的原料被竞争对手和小企业用高价哄抢而去。在五家渠模式中，公司与农六师关系紧密，并直接交涉，由农六师按照合同（五家渠市的实际行政管理人，相当于市政府）向团场下达种植指令，指令型、制约性强，防止原料被其他方抢占。

第三，蕃茄原料从价格上可控。公司与农六师协议，将五家渠地区的蕃茄收购价格锁定在每吨 300 元，今后根据市场行情上下浮动不超过 10%。一方面，在每吨 300 元的成本线上，公司可保持较高毛利率；另一方面，保证农户每亩蕃茄收入达到 1800 元（是棉花收入的 3 倍），从而不伤农，

维护农户长期种植蕃茄的积极性。

最后，番茄原料从理性上可控。新疆建设兵团的棉花种植面积达 1000 万亩，其中的 200-300 万亩计划退棉，改种收益较大的作物——由于番茄种植收益目前是棉花的 3 倍，退棉土地中有较大部分将会用于种植蕃茄。在蕃茄种植面积急剧扩张的同时，公司意在控制番茄种植非理性增长，保证农户利益，防止番茄价贱伤农，影响来年的种植积极性。这一点仍然是在与农六师合作模式中实现，如果“五家渠模式”得以推广，公司对原料的控制可以做到伸缩有度。

5.3.2 “五家渠”——产能扩张模式

公司 2009 年新增产能 20 万吨，全部集中在五家渠市。新增产能在 2009 年可全部投产，五家渠产能将达 30 万吨，占公司总产能的 60%以上，为公司贡献 70-80%的利润，是核心利润所在，将会成为公司最大、最重要的生产基地。由于五家渠新增产能中部分是迁入生产线，目前非五家渠工厂的生产线正在调往五家渠的厂子，为七月份的开工做准备。

就目前与农户所签订的合同情况来看，五家渠四家工厂番茄原料均已落实，完全能够满足五家渠四家工厂的 3000-5000 吨番茄日处理量。从三坪厂（产能向五家渠转移前是公司产能规模最大的一家工厂，产能转移后蕃茄日处理量下降为 3000 吨）的调研情况来看，工厂的原料供应情况应会好于上年。总体来看，公司 2009 年原料供应可达 200-250 万吨，符合公司“实现 30 万吨番茄酱产量”的预期。

遵循“五家渠模式”的范本，公司在控制原料的前提下，可以持续扩张“大包装”产能。就此，目前公司尚未有明确规划。

5.3.3 内蒙受挫，基地还在新疆

为实现大包装的产能扩张，公司曾经确定三项战略：扩张新疆生产基地；建设内蒙基地；收购旗下公司的少数股东权益。

2008 年下半年成立的五家渠公司是公司“扩张新疆生产基地”的第一步，未来，公司应有后续动作跟进。

内蒙基地建设目前受挫，主要是由于内蒙的政策环境紧张、投资环境恶化，且政府引入过多的行业竞争者，导致企业混战，竞争成本高。目前公司正在收拢内蒙基地，将内蒙的产能向新疆基地转移——内蒙的六家工厂中已有两家迁回新疆。

在“收购少数股东权益”方面，公司意图在完成收购五家渠公司 40%股权之后，进一步收购天津中辰的少数股东权益，加大在小包装业务的权益占比。

5.3.4 4 亿元融资：负债高企与股东利益最大化

收购农六师所持五家渠公司的 40%股权迫在眉睫，且公司目前意在以现金支付，因此，公司目前的资金缺口至少是 4 亿元。

如果公司以项目贷款或收购贷款名目向银行融资,公司可以较快获得融资并享有较低利率;但是,公司资产负债率将在原有的 100:70 的基础上再提高 9% (假设公司此次融资 5 亿元),财务风险加大。

如果公司实施定向增发,公司的资产负债率将会降低,但是就目前的资本市场环境来看,公司直接融资渠道不畅,实施定向增发的可能性不大。

但是,从另外一个角度来看:比较直接融资,财务杠杆的资金成本较低,因而,银行融资和高负债的资产结构有利于股东利益最大化。并且,一直以来,农产品行业享有较低的贷款利率,同时,目前整个经济处于贷款利率下行周期——如果不考虑财务风险,高负债的资产结构为公司削减了资金成本。

5.3.5 2008、2009 年公司财务费用大幅削减:业绩贡献不菲

宽松的货币政策将为公司削减大笔财务费用,该项费用的削减对公司业绩的贡献不容忽视。

自 2008 年四季度,央行下调企业贷款利率。到目前,企业六个月至一年期贷款利率从 7.47% 下降至 5.31%,降幅达 40.68%。

公司短期负债高企,在总资产中的占比高出 55%。因而,相对于低负债企业,公司尤其受益于此次贷款利率的下调:贷款利率下调为公司 2009 年财务费用节省至少 5000 万元;如果 2010 年仍执行现行贷款利率政策,公司还将继续享有财务费用大幅削减的利益。

6. 风险因素:价高也是险

- 国际番茄酱价格持续上涨,行业进入者增多,加剧行业竞争。
- 番茄种植受制于自然因素,不利的自然事件将提高番茄收购价格。
- 公司资金短缺、负债率高企、财务费用和风险较大。

7. 盈利预测

盈利预测 (百万元)

	2007	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	2411.29	2637.75	3628.10	3778.36
二、营业总成本	2363.93	2554.86	3463.86	3576.69
营业成本	1987.61	2184.05	2989.30	3083.39
营业税金及附加	7.97	8.69	11.95	12.44
销售费用	95.96	118.70	163.26	170.03
管理费用	71.15	92.32	126.98	132.24
财务费用	179.11	131.04	150.23	156.46
资产减值损失	22.13	22.13	22.13	22.13

加：公允价值变动收益	0	0.00	0.00	0.00
投资收益	-7	2.07	0.00	0.00
三、营业利润	40.35	82.89	164.24	201.67
加：营业外收入	49.84	11.44	0.00	0.00
减：营业外支出	8.19	1.06	0.00	0.00
四、利润总额	82	93.26	164.24	201.67
减：所得税费用	3.64	3.82	6.73	8.26
五、净利润	78.36	89.44	157.51	193.41
少数股东损益	2.89	16.71	16.71	16.71
其中：归属于母公司股东的净利润	75.46	72.73	140.80	176.70
六、每股收益（元）	0.18	0.18	0.36	0.45

假设条件：人民币/美元汇率为 6.83；公司流通股本仍是 395.67 百万股；2008、2009 年公司贷款利率始终维持在 5.31% 上下；2009 年大包装产量 30 万吨，年均价每吨 950 美元；2009 年小包装产量 15 万吨，年均价每吨 1100 美元；2009 年大包装毛利率 27%、小包装毛利率 13%；2009 年公司贷款利率为 5.31%；法国普罗旺斯资产减值损失同 2008 年；2008、2009 年大包装业务仍然享有免税待遇；2010 年公司小包装产量增加为 17 万吨、毛利率上升为 15%，经营的其它方面与 2009 年大致相同；2009、2010 年公司未能完成对天津中辰剩余股权的收购。

8. 估值与投资建议

8.1 相对 PE 估值

代码	简称	每股净资产	08EPS	09EPS	10EPS	股价	市净率	市盈率 2008	市盈率 2009	市盈率 2010
000972	新中基	2.82	0.18	0.36	0.45	7.40	2.61	41.11	20.56	16.44
600737	中粮屯河	2.98	0.40	0.36	0.49	13.21	4.72	33.03	36.69	26.96
600598	北大荒	2.89	0.35	0.43	0.51	14.49	5.77	41.4	33.70	28.41

注：以 2009 年 4 月 7 日收盘价为基准

8.2 投资建议：买入

公司是我国番茄酱产业的领军企业，具有独一无二的资源优势、出口渠道优势、国际品牌优势和雄厚的股东背景。公司执行“大力扩张大包装番茄酱产能”的发展战略，在 2008 年年底投资建设五家渠番茄制品公司，并继而从投资另一方手中收购其 40% 股权，从而全资控制五家渠公司。五家渠项目应是公司未来发展的一个范本，公司将沿用该种方式继续扩张大包装番茄酱产能。

相对于公司的基本面和成长性而言，公司估值偏低。尽管公司 2008 年业绩低于预期，但是 2009 年的业绩增长前景较为明确；公司目前的估值水平低于竞争对手和农产品加工板块的平均水平。鉴于此，给予公司 22—25 倍的市盈率，以公司 2009 年业绩预测为准，相应估值区间为 7.92—9.00 元。目前公司股价价位低于区间下限，给予公司“买入”评级。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本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。本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。本报告的版权仅为本公司所有，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。