

中性 调低

中粮屯河 (600737)

2009 年 4 月 27 日

行业下行周期或将提前到来

农林牧渔&食品行业分析师: 丁频

dingpin@htsec.com

021-23219405

消费组助理分析师: 郭世凯

guosk@htsec.com

021-23219269

事件: 公司今日发布年报, 2008 年度实现营业收入 34.3 亿元, 同比增长 15.24%; 营业利润 2.74 亿元, 同比增长 19.58%; 归属于母公司股东的净利润 3.11 亿元, 同比增长 29.6%。实现每股收益 0.33 元, 与我们之前的预期基本一致, 并且公司的利润分配预案为: 每 10 股派发 0.73 元的现金红利 (含税)。同时, 公司还发布了一季度报告, 2009 年一季度公司实现营业收入 4.91 亿元, 同比下降 64.79%; 营业利润 0.22 亿元, 同比下降 57.49%; 归属于母公司股东的净利润 0.25 亿元, 同比下降 56.29%, 实现每股收益 0.025 元。

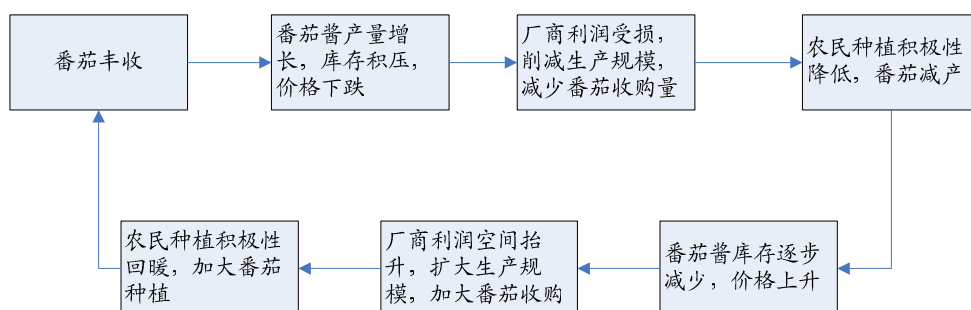
点评:

预计 09 年全球加工用番茄产量将继续增长。根据 WPTC(世界加工番茄联合会)的最新数据, 2008 年全球加工用番茄的需求量为 3750 万吨, 产量为 3658.3 万吨, TOMATOLAND 网站上关于 08 年全球产量的最新数据为 3603.4 万吨, 统计口径虽小有不同, 但都表明 08 年加工用番茄处于供不应求的态势。市场形势也相以印证, 目前除中国和土耳其还有部分库存外, 地中海和加利福尼亚等主产区厂商的库存都已几近于 0。

供不应求的市场形势造就了 07 至 08 年番茄酱价格的暴涨, 全球各产区的厂商也都纷纷扩大产能以扩大利润。从目前搜集到的信息来看, 09 年三大产区的厂商将会继续扩大产能, 例如屯河在宁夏租赁 22.8 万亩的土地和建设日处理 1 万吨番茄的生产线、中基在五家渠扩建年处理 20 万吨番茄的生产线, 美国的 Morningstar 和欧洲地区的厂商也都将要纷纷扩大产能。在当前全球经济危机造成主要农产品价格大幅下跌的背景下, 这些产能的扩大必将激发农民种植的积极性以及番茄收购价格的坚挺。因此, 我们预计 09 年全球加工用番茄产量仍将继续增长。

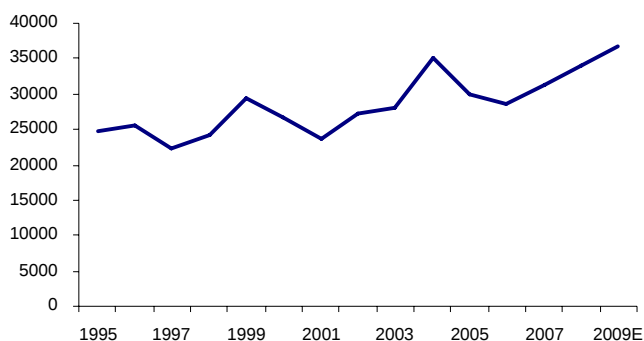
供大于求的市场形势可能将于 09 年出现。一如我们之前的观点, 供求两种力量的博弈使全球加工用番茄种植产业具有一种内在的周期性规律。如图 2 和 3 所示, 历史上无论是全球还是三大产地的加工用番茄产量, 虽然总体上保持缓慢上升的趋势, 但在局部上都体现出一种波浪形的过程。

图 1 番茄制品行业的周期性规律



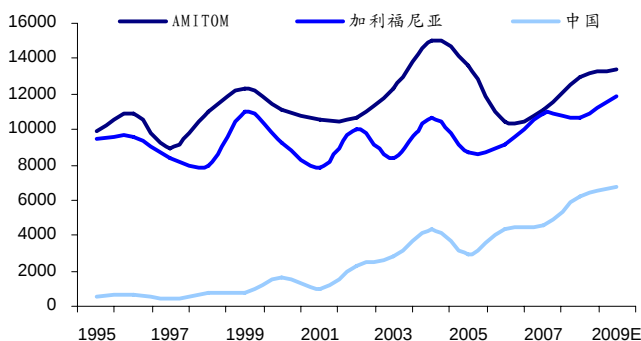
资料来源: 海通证券研究所

图 2 全球主要国家加工用番茄总产量（百万吨）



资料来源：TOMATOLAND

图 3 三大产地加工用番茄产量（千吨）

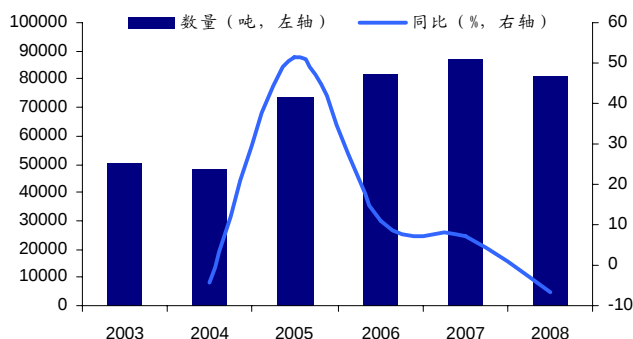


资料来源：TOMATOLAND 注：AMITOM：地中海番茄加工联合会

04 年的行业周期顶点，主要是由于天气状况非常理想造成全球加工用番茄增产，当年主要国家的加工用番茄总产量达到 3522 万吨，比上一年增长 25.65%。而在这之前的 9 年，即 2003 年比 1995 年总共才只增长了 13.47%。我们之前曾预计 07 年开始的这一轮的周期顶点将于 2010 年出现，主要是基于：1）番茄酱价格高涨促使企业扩大产能，进而激发农民种植积极性，从而导致番茄丰产。2）番茄酱需求将继续保持年均 3% 的稳定增长。3）行业周期平均为 3~4 年。

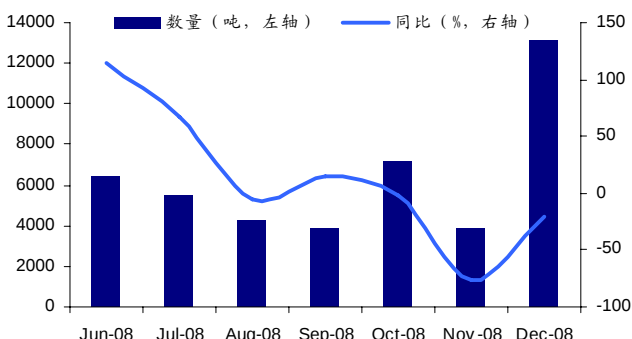
目前来看，番茄丰产的逻辑将继续得以体现，但需求的稳定增长将会由于全球的经济危机而受到很大冲击。虽然番茄酱作为西方人日常餐饮的必须消费品，基本上不存在相近的替代品，因而受到的影响会较小。但近年来美国等传统消费国家的需求已基本平稳，增长主要来自俄罗斯、东欧、中东、非洲和印度这些新兴市场国家。但是番茄酱在这些国家人民的日常消费中毕竟不如欧美等传统国家那样根深蒂固，人均收入也是远远落后，因此经济危机必然很大程度上影响这些新兴国家的消费。从出口数据来看，自 4 季度开始出口到俄罗斯的番茄酱数量已经开始呈现下滑趋势。

图 4 出口到俄罗斯的番茄酱年度数据



资料来源：中国海关

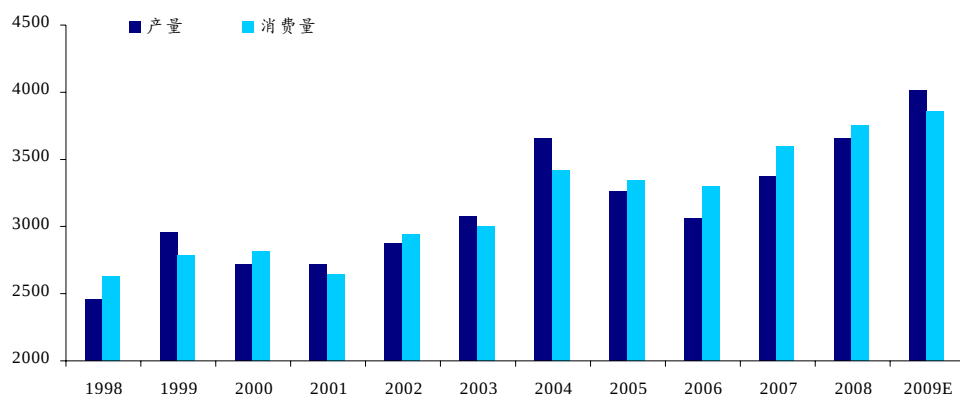
图 5 出口到俄罗斯的番茄酱月度数据



资料来源：中国海关

因此即使番茄酱的总体需求不出现下滑，产量的增长也将使 09 年的供需形势出现逆转。WPTC 预计 09 年加工用番茄产量为 4018.8 万吨，较 08 年增长 9.85%，TOMATOLAND 预计 09 年产量为 3870.5 万吨，较 08 年增长 7.41%。而 08 年的消费量为 3750 万吨，即使按历年均值 3% 的增长，也只有 3863 万吨。因此我们预计的供大于求的市场局面可能将提前 1 年到来，行业的下行周期或将开始。

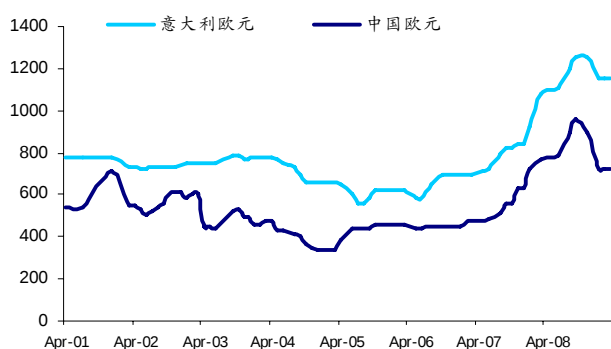
图 6 全球加工用番茄产销量（万吨）



资料来源：WPTC，海通证券研究所

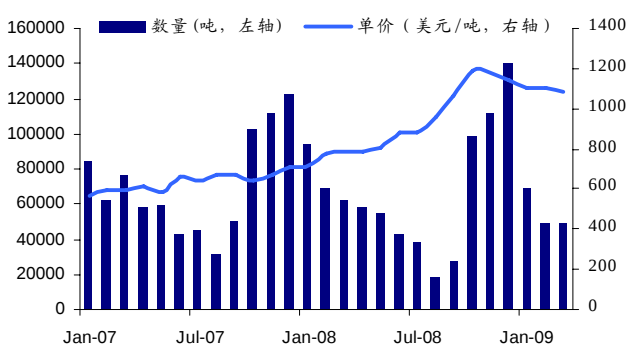
预计 09/10 榨季的番茄酱签约为 900 美元/吨。目前 36/38 浓度的番茄酱天津口岸 FOB 价格已经从 9 月份时的 1350 美元/吨下滑到了目前的 980 美元/吨，下滑的主要原因：1）下游需求趋缓。2）小厂商的无序冲击。3）一些质量较差产品往往是在榨季的初和末期发货，这些产品的平均价格较低。虽然价格出现下跌，但是国内如屯河和中基等大厂商一般是在榨季初期就与客户签约，之后的一年一直按该合约价格发货。08/09 榨季屯河的番茄酱平均签约价格为 1100 美元/吨，因此 09/10 榨季前（09 年 9 月份前）仍将按照此价格执行。对于下一榨季，考虑到供大于求的市场形势或将出现，我们预计公司新榨季的番茄酱签约价格为 900 美元/吨，而 09 年全年的出口均价为 1000 美元/吨。2010 年出口均价回落至 930 美元/吨。

图 7 36/38 浓度番茄酱天津口岸 FOB 价格



资料来源：中国海关

图 8 我国番茄酱出口的月度数据



资料来源：中国海关

食糖减产促使全国糖价回升，甜菜糖减产有助于公司减亏。根据中国糖协的数据，预计 08/09 榨季广西产糖 760 万吨，减产 180 万吨，北方甜菜糖产区约减产 30 万吨，加上其他地区全国将减产 250 万吨左右。预计全国产量将为 1234 万吨左右，再考虑 120 万吨收储，以及 100 万吨的结转糖、30 万吨进口糖，全国的食糖供应量是 1244 万吨。我们对于 09 年的食糖消费并不悲观，预计达到 1400 万吨。供需相减，预计供应量会出现少量缺口，有助于糖价走高。因此预计 09 年屯河的甜菜糖平均售价为 3600 元/吨。同时，在我们的盈利预测中，即使糖价达到 3600 元/吨，公司的甜菜糖业务也是亏损的，因此公司在年报中披露，09/10 榨季的甜菜糖将从上榨季的 37 万吨减产至 25 万吨左右，这也有助于公司减少亏损。

08 年及 09 年一季度公司经营情况。08 年公司总计生产番茄酱 33 万吨，其中 4 季度出售了约 16 万吨。但由于之前奥运会的影响，公司出口业务在 10 月份后才集中开始。由于之前出口过于集中，造成客户短期内补货需求下降，因此一季度公司只出口了 3 万吨左右的番茄酱，这也是一季度业绩表现较差的原因。我们预计公司目前仍有 10 万吨左右的番茄酱库存，但由于早与客户签下供货合同，因此这些库存存在之后销售出去的问题不大。对于新榨季，由于宁夏的新基地目前仍处于建设阶段，我们预计 09 年只供应 5 万吨左右的番茄酱。10 年该项目全部达产后，根据 22.8 万亩的番茄种植面积，将能供应 14 万吨左右的番茄酱产量。预计公司 09-10 年的番茄酱总产量为 39 和 50 万吨。

08 年 4 季度，由于糖价一直低迷，公司甜菜糖的销售量很少，并且公司在年报中还计提了 8464 万的存货跌价准备。鉴于目前糖价已大幅回升，我们认为 09 年存在两种可能性：1) 将其中大部分的跌价准备于今年转回。2) 若不转回，按照 27 万吨的销糖量和 8464 万的跌价准备，09 年甜菜糖的每吨销售成本将下降 313 元左右。无论采取何种方式，都为公司今年业绩的增长提供了一个重要的保障。我们倾向于前者，因此在盈利预测中，假设 09 年将会转回 7000 万的减值损失。对于今年一季度，我们估计公司销售甜菜糖 4 万吨左右，均价为 3300 元/吨。同时，我们了解到公司已经与伊利等大客户签订了不少销售合同，这为今年甜菜糖的完全销售提供了一定的保障。根据北方甜菜糖减产的事实和公司年报中披露的目标，我们预计公司 09-10 年的甜菜糖销售量为 27 和 30 万吨。

盈利预测与投资建议。我们调整了 09-10 年的盈利假设：1) 将番茄酱的出口均价下调为 1000 美元/吨和 930 美元/吨。2) 调整番茄酱的产销量为 39 和 50 万吨。3) 下调甜菜糖的产销量为 27 万吨和 30 万吨 4) 之前关于 6.5 的汇率假设过于保守，鉴于目前市场情况，将 09-10 年的汇率上调为 6.8 元人民币/美元。5) 预计 09 年将冲回 7000 万元的资产减值损失。在此假设下，预计公司 09-10 年的 EPS 为 0.403 和 0.422 元，对应的 PE 为 28.0x 和 26.7x。

基于我们对番茄酱行业的下行周期可能提前到来的判断，我们调低中粮屯河的投资评级至“中性”。

表 1 中粮屯河番茄酱和制糖业务的预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E
番茄酱产销量(万吨)	28.0	30.1	31.5	39.0	50.0
汇率(人民币/美元)	7.9	7.6	6.9	6.8	6.8
平均价格(美元/吨)	503.0	602.0	920.0	1000.0	930.0
番茄平均收购价格(人民币/吨)	254.0	275.0	350.0	400.0	380.0
番茄酱单位成本(人民币/吨)	3151.0	3483.6	3813.1	4140.5	4009.6
毛利率(%)	21.10	23.48	35.93	35.11	32.6
糖的产销量(万吨)	29.2	44.0	41.0	27.0	30.0
糖的销售价格(人民币/吨, 含税)	4600	3600	3550	3600	3900
甜菜收购收购(元/吨)	245	250	280	320	320
糖的单位成本(人民币/吨)	2699	2333	2532.3	2795.5	2795.5
毛利率(%)	41.32	35.18	17.71	9.15	16.14

资料来源：海通证券研究所

表 2 中粮屯河的盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	292685	343042	356600	425355
减: 营业成本(万元)	126063	236876	253808	303855
营业税金及附加(万元)	21658	2040	2140	2552
主营业务利润(万元)	144965	104125	100653	118948
减: 营业费用(销售费用)(万元)	35241	36513	37443	44662
管理费用(万元)	16780	21739	21396	23820
财务费用(万元)	1393	15893	16500	17000
资产减值损失	1167	9235	-7000	0
加: 公允价值变动损益(万元)	0	-895	0	0
投资收益(万元)	15879	7576	8334	9167
营业利润(万元)	106263	27426	40647	42633
营业外收入(万元)	387	4782	1200	1200
减: 营业外支出(万元)	317	765	1200	1200
利润总额(万元)	106333	31443	40647	42633
减: 所得税(万元)	29148	-458	250	250
净利润	77184	31902	40397	42383
减: 少数股东损益(万元)	-152	811	-102	-102
归属于母公司净利润(万元)	77337	31090	40499	42485
摊薄股本(万股)	87140	100560	100560	100560
EPS(元)	0.89	0.309	0.403	0.422

资料来源: 海通证券研究所

相关报告: 番茄酱行业报告——“番茄酱价格, 谁主沉浮”(增持, 首次) 2008.09.12

中粮屯河季报点评——“产、销量受限制约业绩表现”(增持, 维持) 2008.10.31

年会会议纪要——“向产业链上游扩展的龙头企业”(增持, 维持) 2008.12.1

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛、五粮液、泸州老窖。

郭世凯：消费组助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。