

果蔬加工



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

中粮屯河 (600737)

掌控番茄原料，定位世界一流

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-6-23
收盘价(元)	11.53
52周最高/最低(元)	19.04/6.57
总股本(百万股)	1005.60
流通股本(百万股)	486.85
总市值(百万元)	11594.62
流通市值(百万元)	5613.33
每股净资产(元)	2.87

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	3430	3499	3817	3950	1333
同比增长(%)	15.2%	2.0%	9.1%	3.5%	-0.68%
净利润(百万元)	311	453	573	601	121
同比增长(%)	29.6%	45.6%	26.6%	4.9%	5.7%
毛利率(%)	30.9%	30.6%	34.1%	33.7%	29.2%
净利率(%)	9.1%	12.9%	15.0%	15.2%	9.1%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.57	0.60	0.12
每股经营现金流(元)	-0.01	0.97	0.94	1.03	—

股价走势



相关报告

《调研简报：原料战略转型，推动迅速发展》2009-5-26

《调研信息速递：未来增长明确》2009-5-22

《大桶酱发展良好，糖业即将反转》2009-4-27

投资要点

- **09/10 榨季番茄酱产量 40 万吨。**公司 2009 年番茄自种面积 18 万亩，番茄成本将得到有效控制，并直接供应原料酱近 14.5 万吨，09/10 榨季番茄酱总产量有望达到 40 万吨(大包装 38 万吨，小包装 2 万吨)，为 2009 年主要利润来源。
- **09/10 榨季番茄酱均价 980 美元/吨(不含税)。**CTGA 确定 09 年加州番茄收购价为 80 美元/吨，预计美国、欧盟 09/10 榨季成本价分别为 1000、1400 美元/吨。考虑运费、关税和进口商利润，预计 09/10 榨季我国番茄酱 FOB 价格为 960-1000 美元/吨，其中公司出口均价为 980 美元/吨。
- **存货跌价缓冲甜菜成本压力。**食糖减产有效推动糖价，预计公司 09 年食糖产销量 29 万吨，对应均价为 3800 元/吨(含税)。08/09 榨季甜菜价格由 260 元/吨飙升至 320 元/吨，吨糖甜菜成本由 1910 元上升至 2550 元，成本压力巨大，近 8500 万元存货跌价准备将缓解甜菜糖成本压力。
- **预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.45、0.57、0.60 元，09 年合理估值 30 倍 PE，对应目标价 13.5 元。**公司治理结构良好，原料掌控能力加强，未来增长明确，并具有兼并收购糖厂可能，给予公司推荐评级。
- **风险提示。**气候和病虫害影响；小厂商无序竞争，食品安全隐患；全球番茄酱产量增长过快隐患；我国食糖减产数量；存货跌价实际冲回金额。

投资概要	- 4 -
1.2009 年 EPS0.45 元	- 4 -
2.关键假设	- 4 -
3.股价催化剂	- 4 -
4.风险提示	- 4 -
一. 治理结构：世界一流农产品加工企业潜质	- 5 -
1.公司简介：行业龙头	- 5 -
2.中粮集团支持巨大	- 6 -
3.核心竞争力：资源+成本+质量	- 7 -
4.公司盈利良好	- 8 -
5. 2009 年仍以番茄酱为主	- 10 -
二. 番茄酱业务：量增价稳	- 10 -
1.中国番茄酱产业竞争优势：成本	- 11 -
2.中国番茄酱产业未来：全球原料基地	- 12 -
3.番茄酱价格：折价明显，逐渐回归合理	- 13 -
4.全球 09/10 榨季末库存预期：不超过一个月消费量	- 14 -
5.09/10 榨季我国 FOB 价格：960-1000 美元/吨	- 14 -
6.小厂商无序竞争：最大隐患	- 15 -
7.中粮屯河：抓住行业机遇，坚持做大番茄酱	- 16 -
8.屯河番茄近期战略：原料战略转型	- 17 -
9.屯河番茄未来：高端原料供应商	- 19 -
10.09/10 榨季番茄酱：量升价稳	- 19 -
三. 食糖业务：外延式扩张可能	- 21 -
1. 糖价长期看涨	- 22 -
2.08/09 榨季：减产利好	- 22 -
3.2009 年：承受 08/09 甜菜涨价之苦	- 24 -
4.食糖业务：外延式扩张可能	- 26 -
5.杏酱业务：份额较小，保持稳定	- 27 -
四. 推荐：转型与扩张	- 27 -
1.热点：原料掌控+外延扩张	- 27 -
2.屯河水泥：投资收益可观	- 27 -
3.推荐：2009-2010 增速明显	- 28 -
图 1：公司主要生产基地	- 5 -
图 2：公司改革后的组织架构	- 7 -
图 3：中粮屯河核心竞争力	- 7 -
图 4：行业内上市公司主营业务毛利率对比	- 8 -
图 5：公司三项费用率构成（左图）及行业内上市公司对比（右图）	- 8 -
图 6：公司借款结构及总资产负债率（百万元；%）	- 9 -
图 7：中粮屯河和新中基财务费用对比（百万元）	- 9 -
图 8：行业内相关上市公司 ROE	- 10 -
图 9：公司各项业务收入（左图）及毛利（右图）对比（百万元）	- 10 -
图 10：主产区番茄原料价格（美元/吨）	- 11 -
图 11：美国（左图）、中国（右图）番茄酱加工各项费用占比	- 12 -
图 12：全球及主产区加工用番茄产量（万吨）	- 12 -
图 13：全球大桶原料酱出口份额	- 13 -
图 14：美、土、中番茄酱出口均价（左图，美元/吨）及相对中国价格溢价率（右图，%）	- 13 -
图 15：全球加工用番茄产销量（万吨）	- 14 -

图 16: 全国 (左图) 及新疆 (右图) 海关番茄酱出口量价 (吨, 美元/吨、截至 2009 年 4 月底)	15 -
图 17: 上市公司番茄原料酱收入 (百万元)	16 -
图 18: 08/09 榨季主要厂商加工用番茄收购量占比 (%)	17 -
图 19: 按全部出口折算各公司出口金额占比 (%)	17 -
图 20: 公司番茄酱主要出口国家和地区	19 -
图 21: 08/09 榨季食糖、甜菜糖及公司甜菜糖产量占比 (%)	22 -
图 22: 我国糖料种植面积 (左图, 千公顷) 及我国食糖产量判断 (右图, 万吨)	22 -
图 23: 07/08 榨季食糖产量分布	23 -
图 24: 我国食糖产量及增速 (万吨、%)	23 -
图 25: 郑糖期货主力合约 (左图, 元/吨) 和主产区食糖现货价格 (右图, 元/吨)	24 -
图 26: 全球食糖供求 (左图, 万吨) 及纽约 11 原糖期货主力合约价格 (右图, 美分/磅)	24 -
图 27: 新疆地区甜菜糖原料成本 (元/吨)	25 -
图 28: 各榨季甘蔗糖、甜菜糖产量对比 (万吨, %)	26 -
图 29: 屯河水泥净利润 (百万元) 及中粮屯河所获得其投资收益 (百万元)	28 -
-	
表 1: 中粮屯河及中粮集团相关大事记 (2004 年-今)	6 -
表 2: 08/09 榨季主产区 36-38% 酱平均成本估算	12 -
表 3: 主要企业番茄酱产能和实际产量及有效处理天数	18 -
表 4: 不同原料供应模式对比	18 -
表 5: 番茄酱业务预测	21 -
表 6: 公司甜菜糖及相关业务预测	26 -
表 7: 杏酱业务预测	27 -
表 8: 公司盈利预测假设	29 -
表 9: 公司盈利预测结果	29 -
表 10: 番茄酱业务对 2009 年 EPS 敏感性分析	30 -
表 11: 甜菜糖及相关业务对 2009 年 EPS 敏感性分析	30 -
表 12: 公司估值对比	30 -
附表	32 -

投资概要

1. 2009 年 EPS0.45 元

公司番茄酱业务将出现量增价稳态势，甜菜糖业务存货跌价准备冲回将缓解其巨大成本压力，预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.45、0.57、0.60 元，公司未来增长明确，2009 年合理估值为 30 倍 PE，对应股价为 13.5 元，给予公司推荐评级。

2. 关键假设

番茄酱业务：09/10 榨季番茄收购价格 380 元/吨，番茄酱均价 980 美元/吨（不含税），大桶酱产量 38 万吨，小包装 2 万吨，当年销售率 60%。

甜菜业务：09/10 榨季甜菜收购价格 300 元/吨，2009 年甜菜糖销量 29 万吨，甜菜糖均价 3800 元/吨（含税）。

3. 股价催化剂

- 番茄酱价格稳定；
- 09/10 榨季番茄酱产量增加；
- 食糖价格持续上涨；
- 公司存在兼并收购甘蔗糖领域可能。

4. 风险提示

- 气候和病虫害影响番茄、甜菜种植生产；
- 小厂商无序竞争，食品安全隐患；
- 全球加工用番茄产量增长过于迅速隐患；
- 09/10 榨季我国食糖产量；
- 存货跌价实际冲回金额。

我国番茄酱行业的竞争优势是什么？中粮屯河的竞争优势又是什么？公司在制糖行业又有怎样的扩张？公司治理结构是否良好？公司是否有在行业内上市公司中做到 NO.1 的潜质？

中粮入主屯河后做了些什么改革？这四件事尤为重要：

- （一）治理结构改革：事业部制改为按产业链的职能化结构，管理结构扁平化。
 - （二）定向增发：定向增发 2 亿股购买 12.28 亿元债务，公司资产负债率降低至 46.00%，财务结构良好。
 - （三）番茄酱走高端路线：通过引进先进种植技术和自种提升对原来的控制力，建立以食品安全为主的质量管理体系，成为国际高端番茄酱供应商。
 - （四）食糖业务的整合扩张：收购四方集团，并积极寻找并购对象进军蔗糖行业。
- 但正是这四件事让公司质地优良，蓄势待发，具有成长为世界一流农业企业的潜质。

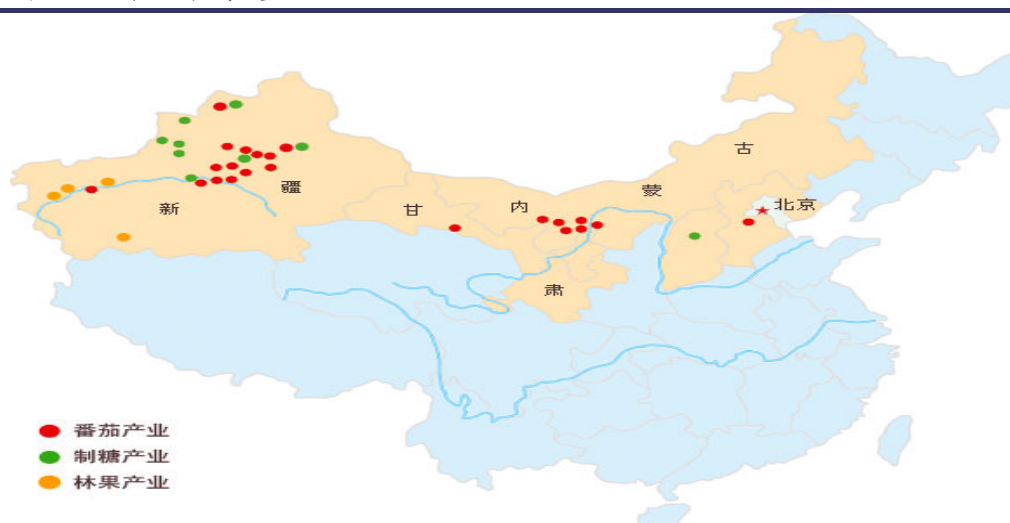
一、治理结构：世界一流农产品加工企业潜质

1. 公司简介：行业龙头

公司主营番茄酱、甜菜糖，并有小部分杏酱（2 万吨）业务及参股屯河水泥（49%），主要生产基地集中在新疆、内蒙等地。

2008 年年报披露：总股本 10.06 亿股（流通 4.87 亿股），中粮集团控股（持股比例 59.60%）。2008 年总资产 60.85 亿元，资产负债率 51.57%（其中短期借款 21.75 亿元，长期借款 1.25 亿元），营业收入 34.30 亿元，毛利率 30.9%，净利率 9.1%，净利润 3.11 亿元，EPS0.31 元，ROE10.8%。

图 1：公司主要生产基地



数据来源：公司网站、兴业证券研发

2. 中粮集团支持巨大

● 整合迅速

中粮集团入主屯河脉络清晰，高效率地整合公司管理和各项业务，并借助中粮集团迅速做大公司番茄酱和甜菜糖产业。

表 1: 中粮屯河及中粮集团相关大事记（2004 年-今）

时间	事件	点评
2004 年	简介：番茄制品产能 30 万吨；甜菜糖产能 38 万吨；林果酱产能 2 万吨	
2004 年	德隆危机爆发，屯河资金链断裂	
2004 年 8 月	中粮集团委托贷款 4 亿元以应对榨季生产	中粮进入屯河日常生产和财务管理
2005 年 6 月	中粮集团收购屯河 37.20% 股权（06 年 11 月完成）	中粮入主屯河，完全控制公司经营、人事、财务
2005 年 8 月	中粮集团收购八钢集团所持屯河 7.59% 股份	小非收购，控制力加强
2005 年 9 月	中粮集团收购新疆四方集团（无偿）	集团甜菜糖产能扩大到
2005 年 11 月	《调整组织结构 改革用人机制》	治理结构由事业部制向职能化改革
2005 年 11 月	集团设立内蒙古中粮番茄公司	集团开拓新的原料市场，拉开内蒙古番茄发展序幕
2006 年 6 月	公司按债务重组协议分三批共还款 13.90 亿元	《债务重组协议》还款完毕
2006 年 11 月	收购新疆石油挂管理局所持屯河 4.77% 股份	小非收购，控制力加强
2007 年 1 月	股改通过，并注入新疆四方和山西朔州糖厂	股改完成，甜菜糖产能扩大
2007 年 8 月	承办“2007 年世界番茄制品中国行”活动	我国番茄酱产业和公司在国际市场地位得到提升
2008 年 4 月	向集团定向增发 2 亿股认购 12.28 亿元债务	中粮集团控股 59.60%，资产负债率降低至 46.00%
2008 年 9 月	协议租赁宁夏石嘴山地区土地（协议 20 万亩）	原料控制能力加强，09 年实际开发 5 万余亩
2009 年 1 月	简介：番茄制品产能 60 万吨；甜菜糖产能 50 万吨；林果酱产能 2 万吨	

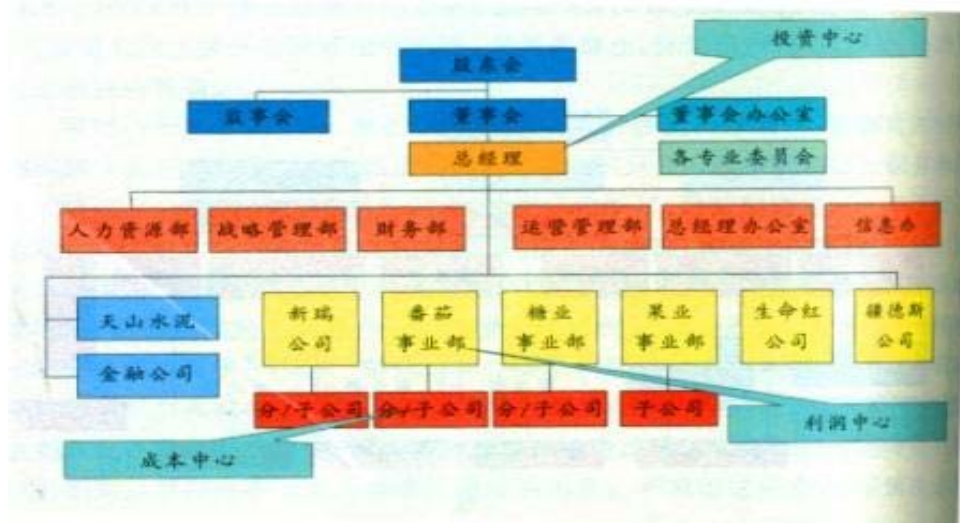
数据来源：公司公告、兴业证券研发

注：实际完成时间与上表中时间可能存在差异，详情请查阅相关公告

● 治理结构扁平化

公司原有组织架构为事业部制，番茄事业部、糖事业部、果业事业部自成体系，产供销、人财务独立管理，管理经营粗放。2005 年开始，通过按产业链进行职能化改革，分别成立产业部、销售部、财务部、企业管理部，统一管理生产、销售、财务和公司管理，全面实现扁平化管理，公司在经营管理上具有成为世界最先进农产品加工企业的潜质。

图 2: 公司改革后的组织架构



数据来源:《重组屯河》、兴业证券研发

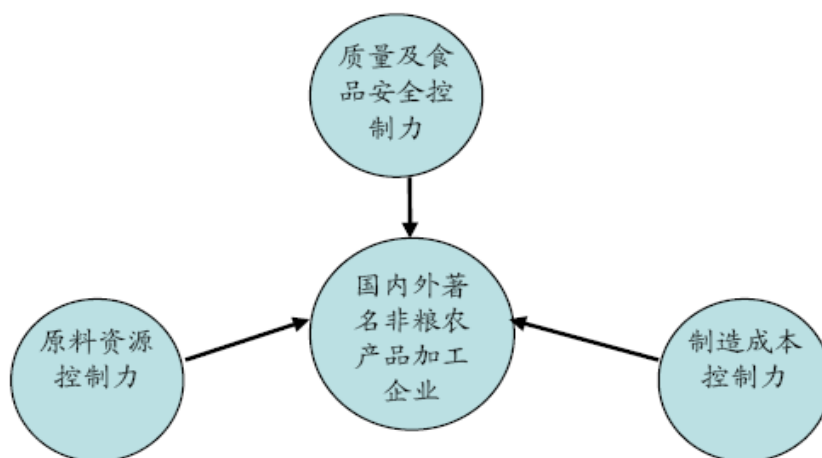
3. 核心竞争力: 资源+成本+质量

番茄酱具有资源属性, 对外, 我国番茄酱行业主要竞争优势是原料成本和加工成本; 对内, 原料掌控是公司间最主要的竞争。如何加工更多的番茄, 卖更高的价格? 如何避免和小厂商之间的无序竞争?

食糖同样具有资源属性, 如何控制糖料单价? 如何控制糖料产量和含糖量? 如何控制吨糖制造成本?

中粮屯河的核心竞争力在以上得以体现: 建立在对原料有效控制基础上的低成本、高品质的非粮农产品加工能力。其中包括, 原料资源的控制力; 制造成本的控制力; 质量及食品安全的控制力。

图 3: 中粮屯河核心竞争力



数据来源: 兴业证券研发

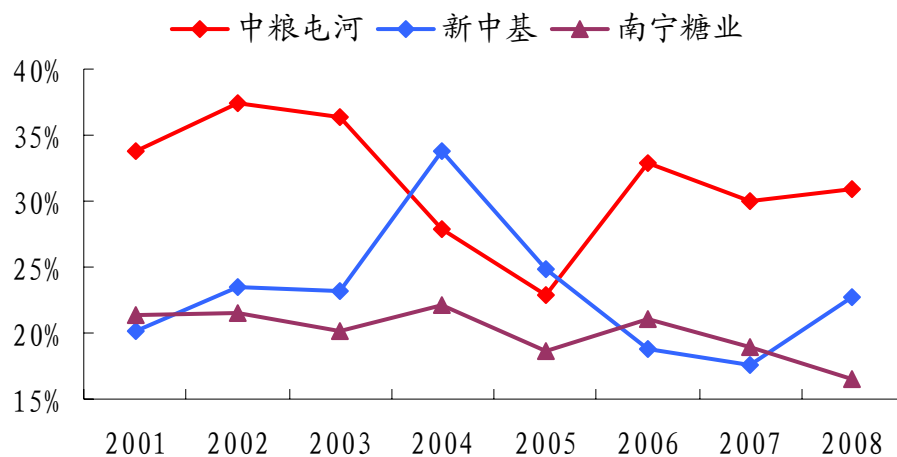
4. 公司盈利良好

2004-2005 年德隆危机公司资金链断裂，而后中粮集团入主，公司盈利能力迅速恢复，并明显领先于行业内相关上市公司。

● 综合毛利率领先

公司 2008 年综合毛利率为 30.95%，剔除 2004-2005 年，公司毛利率一直位于 30%-40% 区间，领先于同行。

图 4：行业内上市公司主营业务毛利率对比

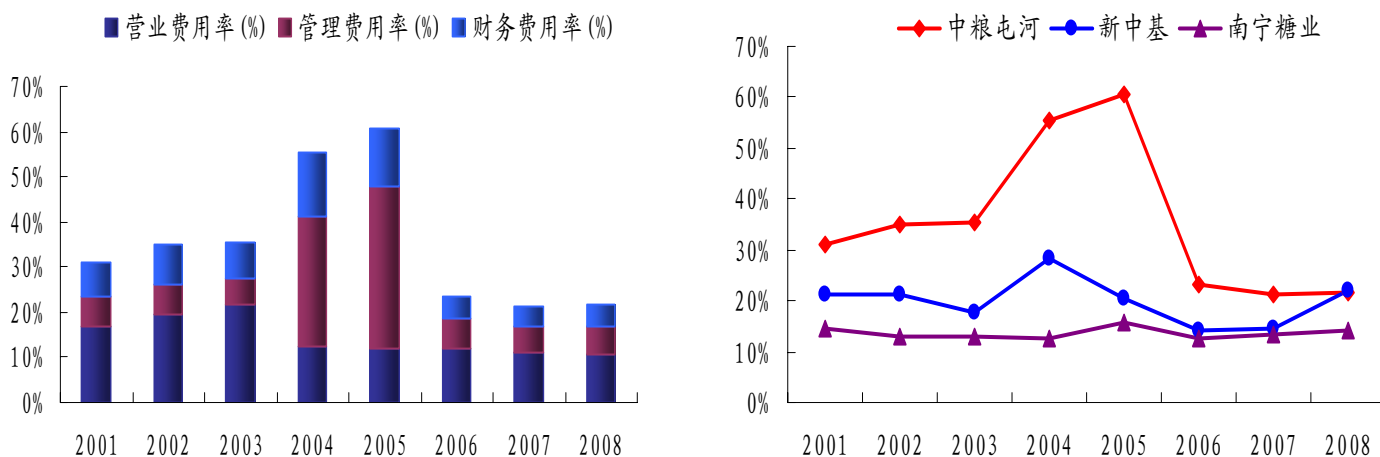


数据来源：公司公告、兴业证券研发

● 期间费用仍然较高

中粮入主后公司期间费用迅速下降，2008 年营业费用率为 10.64%，管理费用率为 6.34%，财务费用率为 4.63%。公司 2008 年三项费用率为 21.61%，但和同行业对比仍较高，存在较大的压缩空间。

图 5：公司三项费用率构成（左图）及行业内上市公司对比（右图）

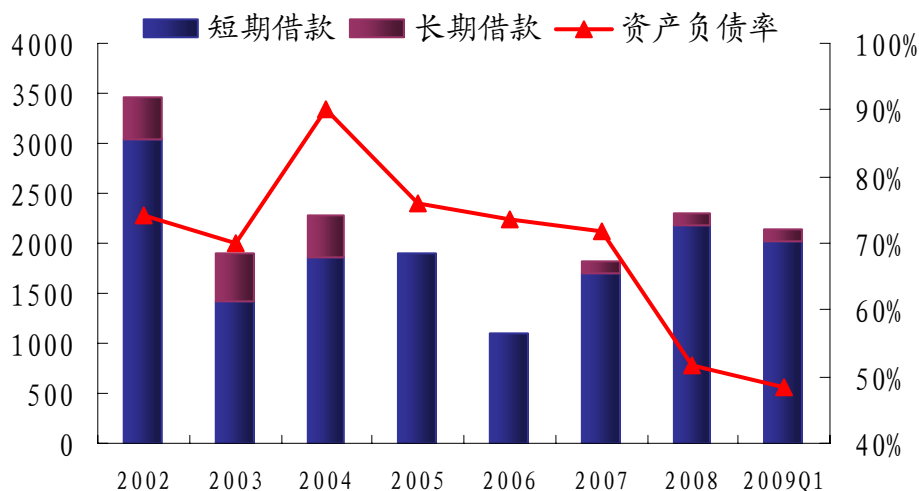


数据来源：公司公告、兴业证券研发

● 财务负担较小

屯河在 2004 年德隆危机时资产负债率高达 90.02%，在中粮集团入主后，资产机构迅速优化，2008 年定向增发收购 12.28 亿元债务后资产负债率降低至 50% 左右。

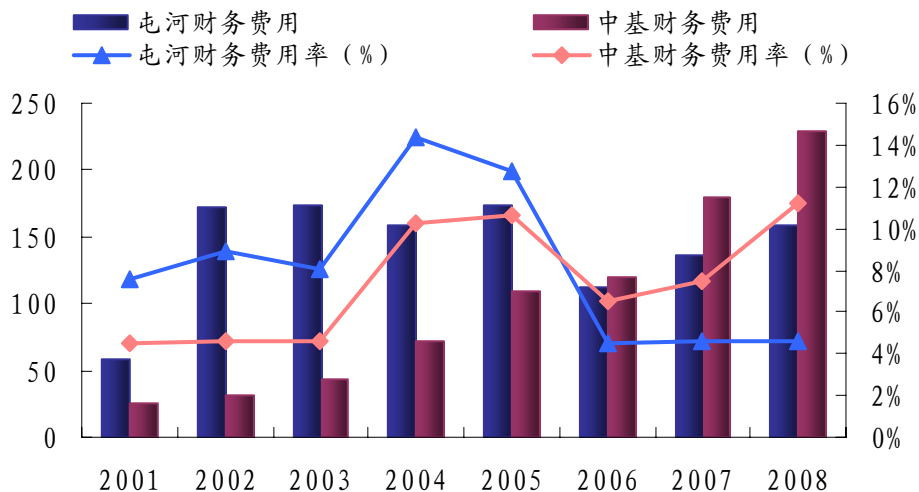
图 6：公司借款结构及总资产负债率（百万元；%）



数据来源：公司公告、兴业证券研发

资产负债结构优化带来公司财务费用支出上的迅速消减，在中粮集团入主后，财务费用率由 2004 年的 14.41% 迅速降低到 2006 年至 2008 年的 4.5% 左右。优良的资产负债结构为公司 2009 年的扩张提供基础。

图 7：中粮屯河和新中基财务费用对比（百万元）



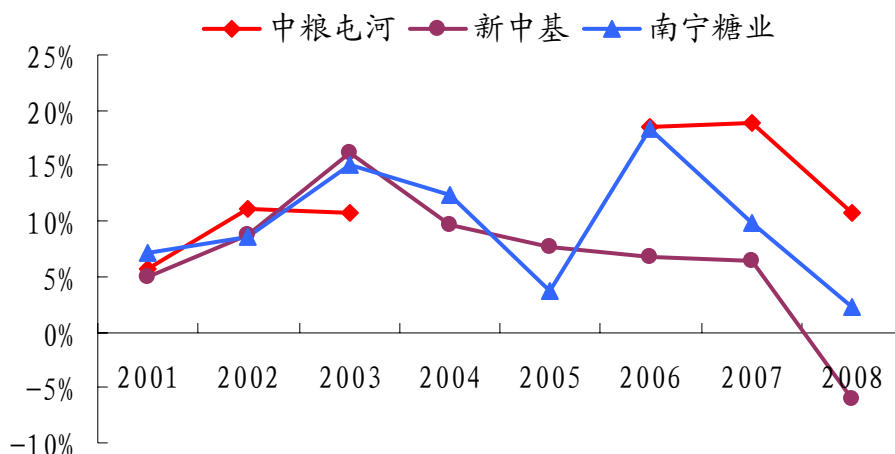
数据来源：公司公告、兴业证券研发

● 资产盈利能力领先

公司在德隆危机爆发时净资产收益率下跌至 2004 年的 -185%，在中粮集团入主后公司净资产收益率迅速提高，2008 年公司 ROE 为 10.79%，资产盈利能力居于行

业内领先水平。

图 8: 行业内相关上市公司 ROE



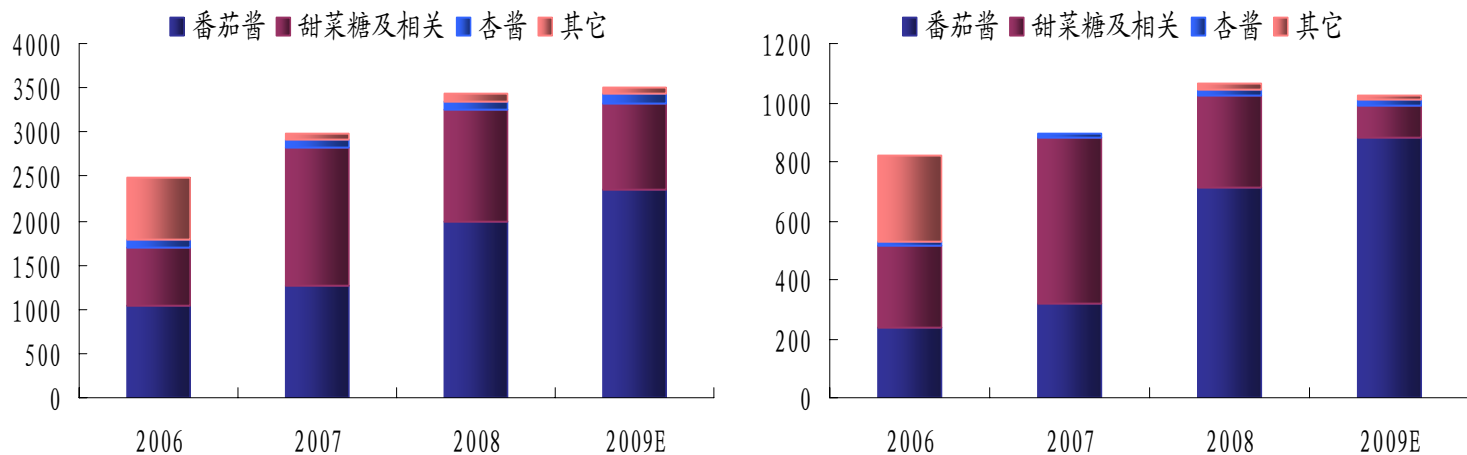
数据来源: 公司公告、兴业证券研发

注: 公司 2004-2005 年由于德隆危机, 出现巨额亏损, 此间 ROE 未在上图表述

5. 2009 年仍以番茄酱为主

甜菜糖曾在 2007 年贡献主营业务收入的 52.92%, 毛利的 63.29%, 但是受糖价低迷影响, 2009 年公司盈利仍将以番茄酱为主。主营业务中, 2008 年番茄酱收入 57.79%, 2009 年将提升至 67.71%; 毛利占比将由 66.95% 提升至 88.5%。

图 9: 公司各项业务收入 (左图) 及毛利 (右图) 对比 (百万元)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发

二. 番茄酱业务: 量增价稳

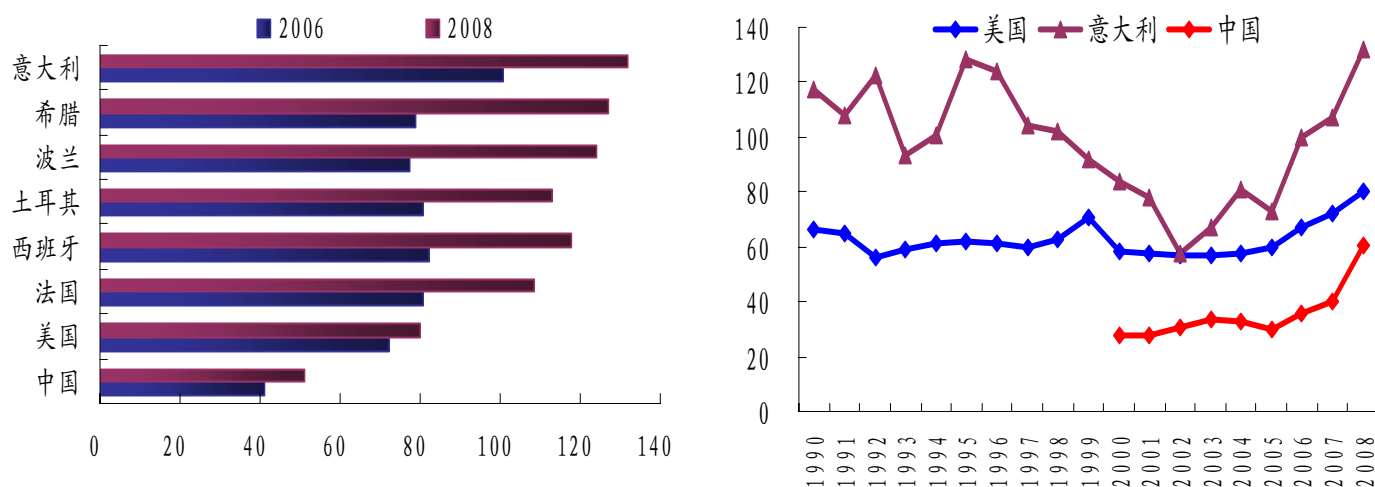
加工用番茄最适宜生长地区集中在北纬 34-50 度之间, 其日照充足, 昼夜温差大, 未来仍将集中于美国加州、欧盟和中国新疆等地。

1. 中国番茄酱产业竞争优势：成本

由于种植成本和人工成本低廉，我国番茄原料酱行业在原料成本和加工成本上具有明显优势。

原料成本：美国番茄原料价格相对稳定，常年在 60-80 美元/吨区间中波动（田间价），2008 年其番茄到厂价为 91.5 美元/吨；而 2008 年意大利番茄原料价格高达 131.8 美元/吨（那不勒斯地区价格，帕尔玛地区为 123.2 美元/吨）；2000 年前中国番茄原料价格在 200-220 元/吨之间，在 2000 年后逐渐上涨，2008 年飙升至 410 元/吨，折合 60 美元/吨，仍远低于美国和欧洲原料价格。

图 10：主产区番茄原料价格（美元/吨）



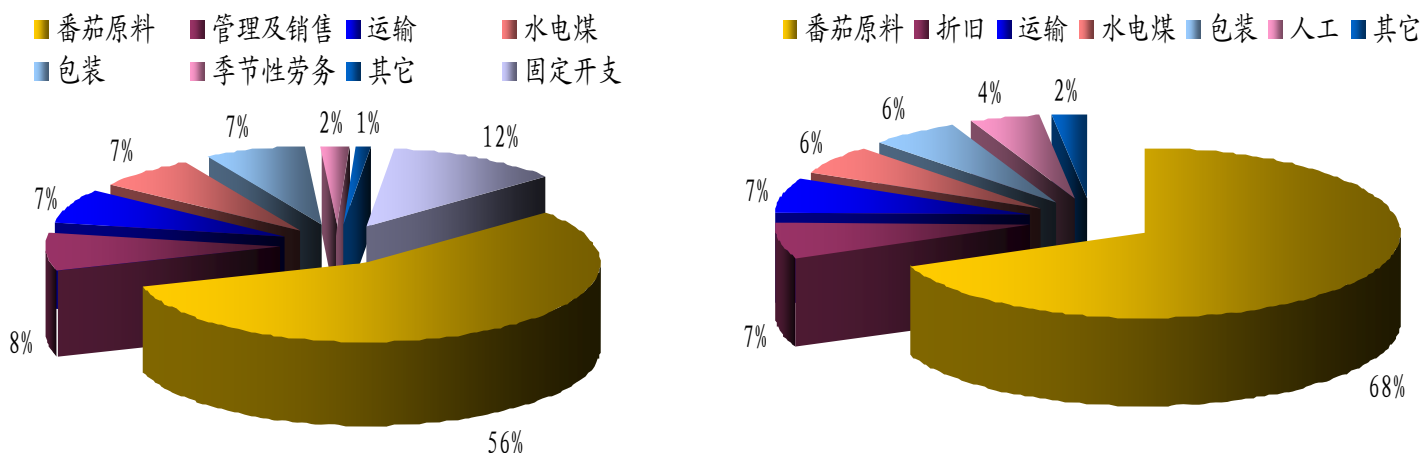
数据来源：MorningStar、WPTC、兴业证券研发

注：按当年汇率折算；左图中意大利取那不勒斯地区数据，美国取加州地区数据，中国取新疆地区数据

加工成本：我国番茄酱行业吨酱其它成本在 1400-1600 元之间，而美国在 350-400 美元之间，欧盟在 400-500 美元之间。我国加工成本优势同样明显。

以 08/09 榨季为例：美国以 31% 酱为代表，番茄价格为 80 美元/吨，产率为 6: 1，总成本为 858.5 美元/吨；中国以 36-38% 酱为代表，番茄价格为 60 美元/吨，产率为 7.5: 1，总成本为 670 美元/吨（注：估算结果，07/08 榨季我国总成本为 488 美元/吨；36-38% 酱比 31% 酱多耗番茄约 1.5 吨，国际报价贵 150 美元/吨左右）。

图 11: 美国（左图）、中国（右图）番茄酱加工各项费用占比



数据来源: Morning Star、兴业证券研发

而在 08/09 榨季，同样以 36-38% 酱为例，中国成本比美国便宜 330 美元/吨，比欧洲便宜 605 美元/吨，成本优势十分明显。

表 2: 08/09 榨季主产区 36-38% 酱平均成本估算

		欧盟（意大利）	美国	中国
番茄价格	美元/吨	130	80	60
产率		7.5	7.5	7.5
原料成本	美元/吨	975	600	450
其它成本	美元/吨	500	400	220
总成本	美元/吨	1475	1000	670

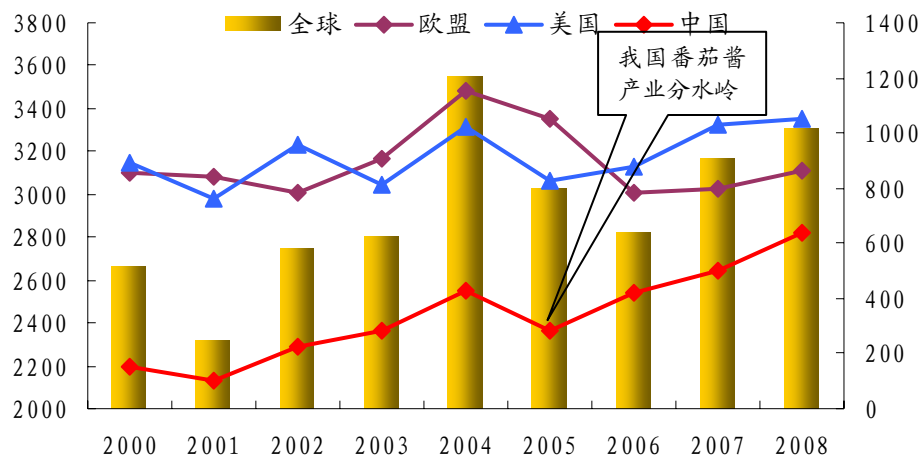
数据来源: 兴业证券研发

注: 按各国行业平均成本近似折算

2. 中国番茄酱产业未来: 全球原料基地

2005 年我国加工用番茄产量为 285 万吨，此后以 31.0% 的复合增长率使加工用番茄产量迅速提升至 2008 年的 640 万吨，占全球加工用番茄产量的 19.34%。

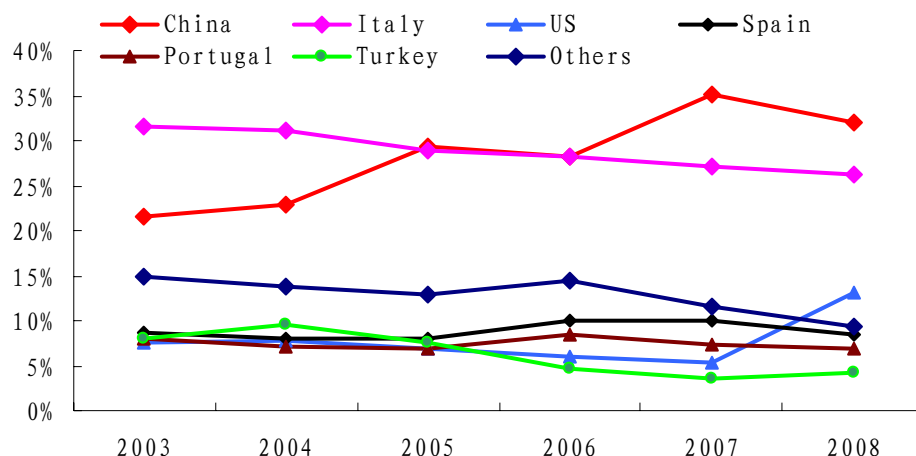
图 12: 全球及主产区加工用番茄产量（万吨）



数据来源: Tomatoland、兴业证券研发

2005 年我国出口 60.3 万吨，占全球出口份额的 29.29%，成为全球大桶原料酱出口第一大国。2007 年出口份额提升至 35.13%，2008 年受奥运期间运输影响份额下降至 31.99%。

图 13: 全球大桶原料酱出口份额



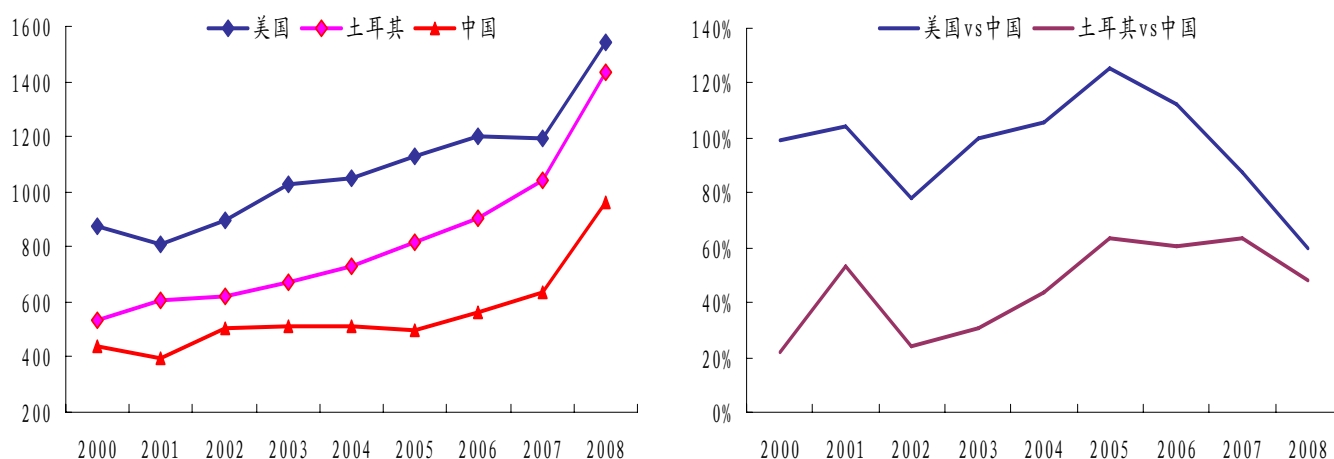
数据来源: GTIS、兴业证券研发

全球番茄原料酱产业向中国转移趋势明确，未来中国将成为全球番茄原料酱供应基地，市场份额和话语权将逐渐加强。

3. 番茄酱价格：折价明显，逐渐回归合理

中国番茄酱价格相对国际价格折价明显。美国出口价格相对于中国溢价率在 90% 左右；土耳其在国际番茄酱市场角色类似于中国，其相对于中国番茄出口溢价率也在 40% 左右。

图 14: 美、土、中番茄酱出口均价（左图，美元/吨）及相对中国价格溢价率（右图，%）



数据来源: GTIS、兴业证券研发

虽然我国是世界三大番茄酱产地之一，但是我番茄酱价格仍未体现出其相应地位，质量和食品安全成为主要原因：

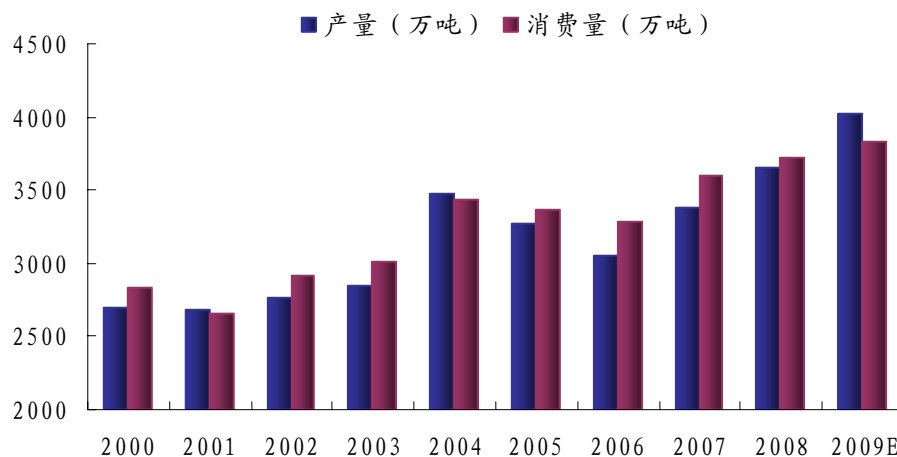
- (一) 加工工艺和时效造成番茄酱质量较差，食品安全风险较大；
- (二) 产量波动大，违约现象严重，未能形成稳定供货关系；
- (三) 众多小厂商无序竞争，恶意压价。

随着我国出口份额日益增加，我国番茄酱价格折价将逐渐趋小，我国番茄酱价格将逐渐进入国际主流价格区间。

4. 全球 09/10 榨季末库存预期：不超过一个月消费量

2000-2008 年间，全球加工用番茄产量复合增长率（CAGR）为 3.8%，对应消费量 CAGR 为 3.5%，基本平衡。番茄制品消费属于中低端刚性消费，未受全球经济危机的影响，目前仅有中国和土耳其具有少量存货。

图 15：全球加工用番茄产销量（万吨）



数据来源：WPTC、兴业证券研发

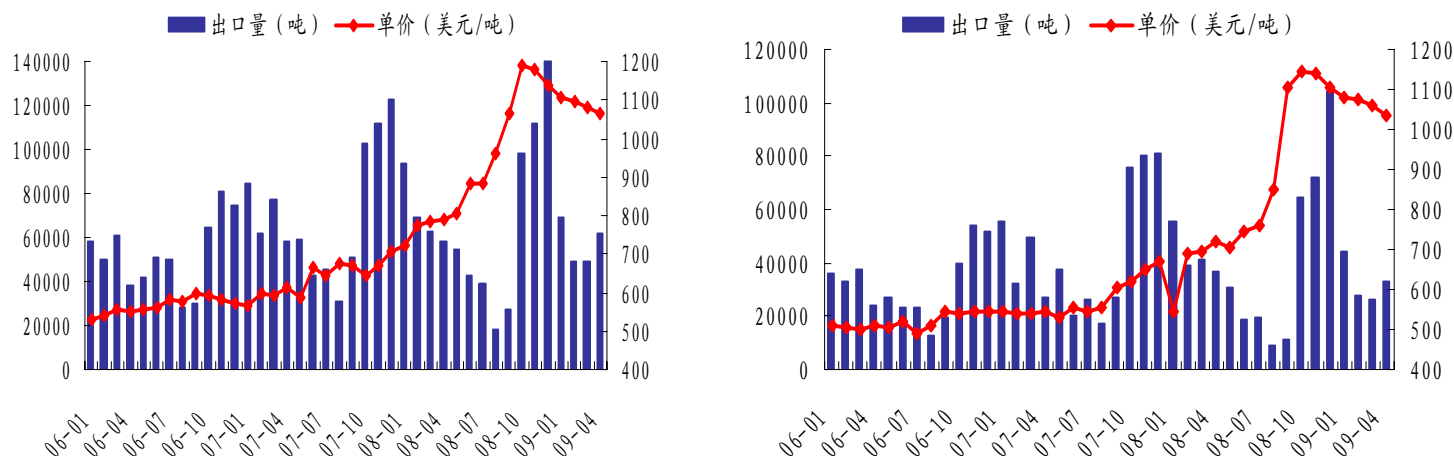
注：2009 年产量以 WPTC 预测数据，2009 年消费量以 2008 年消费量增长 3.5% 所得

按照 3.5% 的增长率，则预计 2009 年全球加工用番茄消费量为 3845 万吨，对应 2009 年 4020 万吨产量（WPTC 预测数据），则 09/10 榨季末加工用番茄库存约为 175 万吨，低于平均 320 万吨/月的消费量，全球加工用番茄产量过剩有限，将对国际番茄酱和价格形成一定支撑。

5. 09/10 榨季我国 FOB 价格：960-1000 美元/吨

欧盟是最主要的国际番茄酱进口加工商，其生产成本决定了国际番茄酱价格上限。而当番茄酱价格过高，美国的出口动力增大，则美国出口价格成为国际番茄酱价格的抑制剂。

图 16: 全国（左图）及新疆（右图）海关番茄酱出口量价（吨，美元/吨、截至 2009 年 4 月底）



数据来源: Wind、新疆海关、兴业证券研发中心

08/09 榨季全国共加工番茄 640 万吨，折合 85.3 万吨高浓度番茄酱，截至 2009 年 4 月，已出口番茄酱 66.4 万吨，2009 年 4 月出口均价为 1067.5 美元/吨，出口形势良好。

加州番茄加工协会(CTGA)2009 年番茄收购价格已在 2009 年 3 月确定为 80 美元/吨，09/10 榨季国际番茄酱价格仍难下降。

以 36-38% 酱计算，主要假设：吨酱消耗番茄 7.5 吨；09 年欧盟地区番茄收购价格为 120 美元/吨；美国为 80 美元/吨；吨酱加工成本美国为 400 美元，欧盟为 500 美元；意大利进口关税税率 14.4%，海运费加保险为 50 美元/吨，其它费用 50 美元/吨。则：

成本估算=原料成本+加工成本=原料价格×产率+加工成本

欧盟成本=120×7.5+500=1400 美元/吨

美国成本=80×7.5+400=1000 美元/吨

到岸后售价估算= FOB 价+关税+（海运费+保险费）+经销商利润

考虑进口商 150-200 美元/吨的利润，销往欧盟番茄酱合理到岸价为 1200-1250 美元/吨，扣除海运费、保险、关税，则 09/10 榨季我国番茄酱 FOB 合理价格区间为 960-1000 美元/吨，中粮屯河作为国内最大番茄原料酱出口公司，品质优良，假设 09/10 榨季公司 FOB 价为 1000 美元/吨。

6. 小厂商无序竞争：最大隐患

以日处理 800 吨的小厂为例，生产线加配套设施投入约为 2000 万元，按实际处理

天数 45 天，销售均价 900 美元/吨，净利率 20% 折算，3 年即收回投资。高额回报使得众多中间商纷纷转入番茄酱生产，2008 年以来新疆番茄酱生产企业由 49 家激增至 69 家。

众多小厂商的无序竞争致使我国番茄酱产业出现内乱：

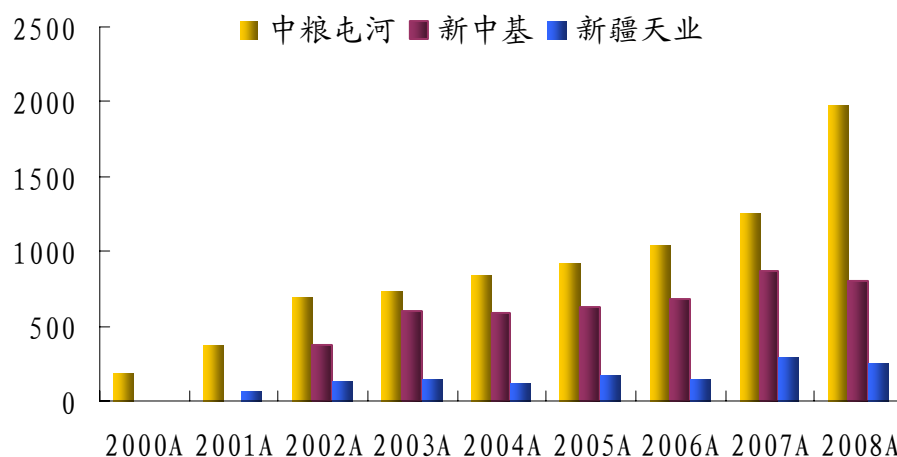
- （一）抢夺原料，恶意抬价，08/09 榨季番茄价格由 290 元/吨飙升至 410 元/吨。
- （二）质量及食品安全较差，这也是中国番茄酱产品折价的主要原因之一。

7. 中粮屯河：抓住行业机遇，坚持做大番茄酱

包括在建的宁夏工厂，公司目前拥有 25 家番茄酱工厂，其中新疆本地 15 家，内蒙地区 7 家，甘肃、河北、宁夏各 1 家，日处理鲜番茄能力为 7.1 万吨。

在屯河经历危机的 2004-2005 年，公司番茄酱业务仍保持稳定增长。2008 年公司番茄酱收入 19.82 亿元，同比增长 58.02%，番茄酱业务增长明显

图 17：上市公司番茄原料酱收入（百万元）

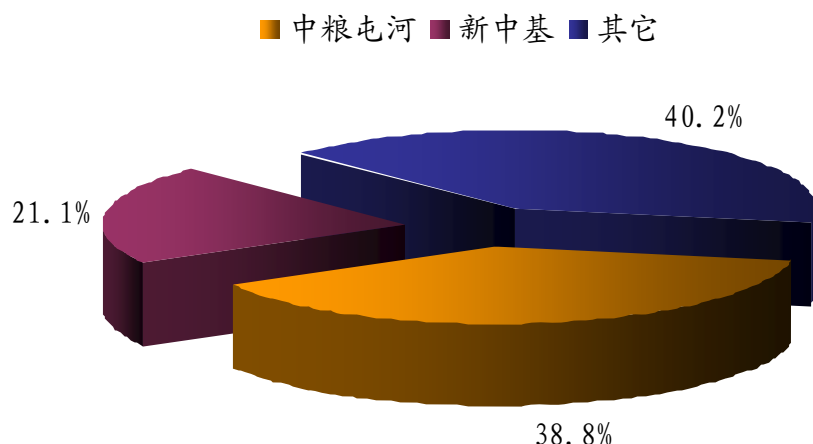


数据来源：公司公告、兴业证券研发

注：新中基 2005、2006 年番茄原料酱数据通过分拆而得

08/09 榨季我国加工用番茄产量为 640 万吨，其中中粮屯河收购约 248 万吨，占总量的 38.8%，在行业内份额最大。

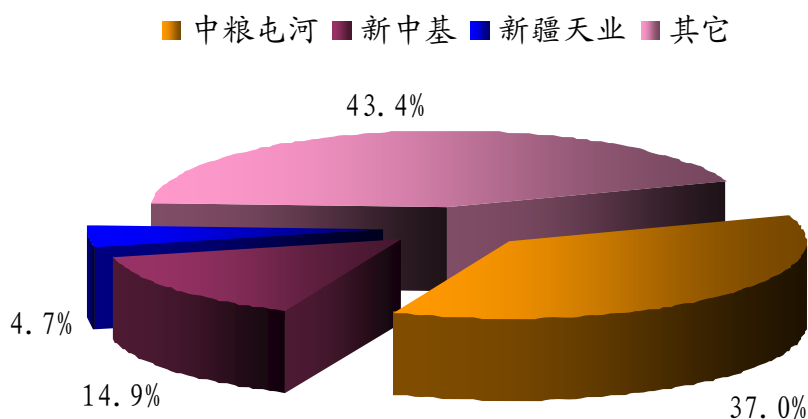
图 18: 08/09 榨季主要厂商加工用番茄收购量占比 (%)



数据来源: 兴业证券研发

2008 年我国番茄酱出口量为 81.59 万吨, 出口金额为 7.87 亿美元。其中中粮屯河番茄酱销售收入为 19.82 亿元, 假设其全部用于出口, 则占 2008 年全国出口额的 37.0%, 份额巨大。

图 19: 按全部出口折算各公司出口金额占比 (%)



数据来源: Wind、兴业证券研发

注: 假设所有番茄原料酱均用于出口; 2008 年美元比人民币汇率按 1: 6.9 计算

8. 屯河番茄近期战略: 原料战略转型

● 有效处理天数瓶颈

番茄酱属于资源性产品, 原料控制尤为重要。番茄酱企业原料控制的合理半径为 60-80 公里, 新疆、内蒙、甘肃番茄原料种植区域已基本被覆盖完全。

在宁夏工厂建立后, 公司番茄酱产业布局基本成型, 产能扩张将放缓转为控制原料, 延长有效处理时间。

表 3: 主要企业番茄酱产能和实际产量及有效处理天数

工厂	日处理能力 (T/D)	榨季时长 (D)	有效处理天数 (D)	榨季处理量 (万吨)
Morning Star	31200	—	89.7	280
新西兰亨氏	750	63	60	4.5
加拿大亨氏	—	80	60	—
中粮屯河	65000	75	38.2	248
新中基	51800	75	26.1	135

数据来源: Morning Star、兴业证券研发

注: 国外企业采用近年来均值, 国内企业采用 08/09 榨季值

● 自种控制原料

传统的“公司+农户”模式存在原料难以保证, 产品质量不可控等诸多问题, 中粮屯河着力打通番茄酱全产业链, 向上采用“公司+种植”模式和宁夏模式, 引进亨氏种子和种植技术, 推广机械化采摘, 严格控制番茄质量, 并合理加大早熟、晚熟品种种植以增加有效加工天数, 把种植部分利润也留在公司。

“公司+农户”模式: 企业和分散的农户逐一签订订单, 确定收购价格, 待番茄成熟后再集中收购。为我国番茄酱种植主要采用模式。

“公司+种植”模式: 企业租种农户土地, 改造成片, 统一种植, 施行机械化采收, 主要集中在新疆地区, 目前土地租金在 300 元/亩左右。

宁夏模式: 宁夏地区采用租赁石嘴山监狱农场建立公司农场模式, 其协议面积 20 万亩, 租期 30 年, 实际租金 450 元/亩, 2009 年实际租种面积 5 万亩左右, 配套加工厂日出能力 6000 吨 (2000T/D × 3)。

表 4: 不同原料供应模式对比

种植模式	规模	原料保证	机械化	种植品种	原料品质	合约期限	价格	种植利润
公司+农户	小而分散	违约严重	无	传统品种	不稳定	每年一签	随行就市	农户
宁夏	5 万亩	保证	采用	良种	优良	30 年	内部确定	公司
公司+种植	大于 1 万亩	保证	采用	良种	优良	2-3 年	内部确定	公司

数据来源: 兴业证券研发

公司在 2007-2008 通过小范围实验自种和机械化采摘后, 2009 年自种面积迅速放大至 18 万亩, 按亩产 6 吨折算, 18 万亩自种面积将在 09/10 产季为公司贡献约 110 万吨优质番茄原料, 折合约 14.5 万吨高浓度番茄酱, 约占 09/10 产季计划产量 40 万吨的三分之一。

番茄自种比例的增加在保证公司原料供给的同时, 将有效降低公司原料成本, 目前与农户签订的协议价在 350 元/吨左右, 参照历年惯例, 实际收购价格将高于协议价, 假设公司 2009-2011 年公司番茄收购价格为 380、380、380 元/吨, 大桶酱产量为 38、40、42 万吨, 小包装产量为 2、2.5、3.1 万吨。

9. 屯河番茄未来：高端原料供应商

对外，在原料优势和加工成本优势明显的情况下，如何保证我国番茄酱的竞争力？
对内，在新进入者众多，无序竞争的情况下，如何施行差异化竞争，持续发展？
品质和食品安全是最终出路。

公司计划进一步完善种子、原料种植、食品安全（农残控制）和追溯体系工作，满足高端市场差异化需求，提高高端市场销量份额，提高产品销售价格，争取达到与国外产品相同的价格，成为高端原料供应商。

图 20：公司番茄酱主要出口国家和地区



数据来源：《重组屯河》、兴业证券研发

公司执行严格的品控体系，获得国际番茄酱相关主要认证，并获得联合利华，亨氏，卡夫等主要公司认证，和国际主要番茄酱下游企业保持良好的合作关系。公司主要出口欧洲、美国、俄罗斯、澳洲、日韩等地，其中 50% 番茄原料酱供给亨氏等国际大客户，供货关系稳定。

10. 09/10 榨季番茄酱：量升价稳

● 09/10 榨季：40 万吨可期

2009 年公司自种 18 万亩，有望为公司提供 14.5 万吨高浓度原料酱，原料供给将得到有效保证，09/10 榨季目前主要厂商与农户番茄收购协议价格在 350 元/吨左右，原料收购价格有望下降，公司规划 09/10 产季番茄酱产量达到 40 万吨（其中原料酱 38 万吨，小包装 2 万吨）。

● 小包装：仍处于培育期

由于消费习惯问题，国内小包装市场仍处于培育期，公司全产业链战略近两年仍将集中在上游种植和中游大桶酱的加工，下游小包装番茄酱、番茄饮料、番茄红

素等仍处于逐步开发中。

小包装番茄酱产量维持在 1-2 万吨之间，基于小包装和番茄饮料市场还未成熟的判断，公司 2007 年底推出的“新阳光”牌番茄汁饮料仅在部分地区销售。

● 内蒙古中粮番茄：等待历史遗留问题解决

原内蒙古九发番茄具有日处理番茄 4200 吨（1800T/D × 2+600 T/D）和番茄丁 150 吨的生产能力，2006 年被中粮集团收购成立内蒙古中粮番茄公司，由于存在同业竞争，待内蒙古九发番茄和山东九发集团债务法律等相关问题解决后将装入中粮屯河，但是由于规模较小，对于公司业绩实际增厚有限。

目前被中粮屯河托管经营，统一生产销售，2008 年内蒙古中粮番茄实现主营业务收入近 5950 万元，中粮屯河按主营业务收入的 3%收取托管费。

● 09/10 产季：42 万吨，980 美元/吨

主要假设：09/10 产季大桶酱产量 38 万吨，小包装 2 万吨，当年销售率 60%；由于公司品质、口碑和市场份额均居于国内领先地位，假设公司 09/10 榨季 FOB 价格为 1000 美元/吨，对应榨季销售均价 980 美元/吨（不含税）；自种控制番茄收购成本为 380 元/吨。

假设 10/11-11/12 产季，公司番茄收购价格为 380、380 元/吨，大桶酱产量为 40、42 万吨，小包装产量为 2.5、3.1 万吨，当年销售率 60%。

主要结论：2009 会计年度番茄酱销售均价 992.65 美元/吨，同比增长 11.26%；销售收入 23.69 亿元，同比增长 19.55%；毛利率由 35.84%提升至 39.98%，毛利由 7.11 亿元提升至 8.80 亿元。

表 5: 番茄酱业务预测

	2007 07/08	2008 08/09	2009E 09/10E	2010E 10/11E	2011E 11/12E
生产					
日处理量 (万吨/天)	5.60	5.60	7.00	7.00	7.00
榨季产量 (万吨)	29.80	33.10	40.00	42.50	45.13
其中: 大桶酱 (万吨/年)	29.80	32.00	38.00	40.00	42.00
YOY (%)	6.43%	7.38%	18.75%	5.26%	5.00%
其中: 小包装 (万吨/年)	-	1.10	2.00	2.50	3.13
YOY (%)			81.82%	25.00%	25.00%
当年销售率 (%)	65.44%	66.47%	60.00%	60.00%	60.00%
当年销售量 (万吨)	19.50	22.00	24.00	25.50	27.08
上榨季结转销售量 (万吨)	8.50	10.30	11.10	16.00	17.00
当年合计销量 (万吨)	28.00	32.30	35.10	41.50	44.08
销售收入	2007	2008	2009E	2010E	2011E
榨季番茄料酱价格 (美元/吨, 不含税)	610.00	1,020.00	980.00	940.00	920.00
YOY (%)	7.02%	67.21%	-3.92%	-4.08%	-2.13%
汇率 (美元: 人民币)	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7
当年销售收入 (百万元)	1,255.50	1,981.89	2,369.26	2,656.55	2,739.56
年度均价 (美元/吨)	597.86	889.26	992.65	955.42	927.71
成本	2007	2008	2009E	2010E	2011E
番茄收购价格 (元/吨)	290.00	410.00	380.00	380.00	380.00
YOY (%)	9.43%	41.38%	-7.32%	0.00%	0.00%
吨酱原料消耗 (吨)	7.50	7.50	7.50	7.50	7.50
吨酱原料成本 (元/吨酱, 扣 13% 税)	1,892.25	2,675.25	2,479.50	2,479.50	2,479.50
吨酱其它成本 (元/吨酱)	1510.00	1510.00	1510.00	1510.00	1510.00
榨季吨酱综合成本 (元/吨酱)	3402.25	4185.25	3989.50	3989.50	3989.50
年度成本 (百万元)	936.29	1271.19	1422.04	1655.64	1758.37
年度综合	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (百万元)	1,255.50	1,981.89	2,369.26	2,656.55	2,739.56
YOY (%)	20.08%	57.86%	19.55%	12.13%	3.12%
成本 (百万元)	936.29	1,271.19	1,422.04	1,655.64	1,758.37
毛利 (百万元)	319.21	710.70	947.21	1,000.91	981.19
毛利率 (%)	25.25%	35.84%	39.98%	37.68%	35.82%
总营业收入占比 (%)	42.19%	57.80%	67.71%	69.59%	69.36%

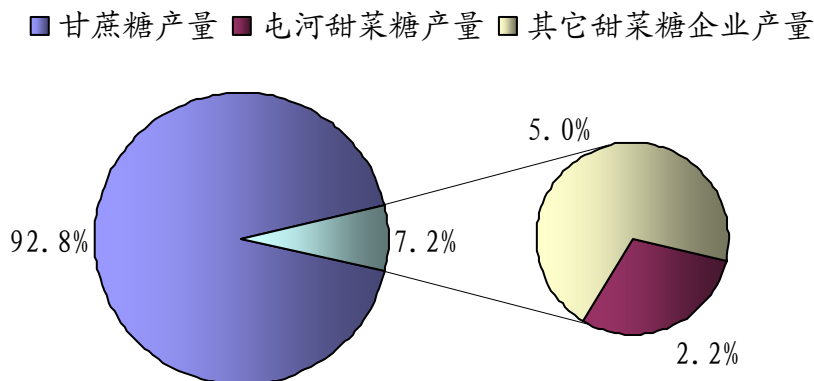
数据来源: 兴业证券研发整理

三. 食糖业务: 外延式扩张可能

公司是全国最大甜菜糖企业, 在新疆、山西拥有 9 家糖厂, 具有年产糖 50 万吨、

颗粒粕 16 万吨的生产能力，产品主要供应可口可乐、伊利等知名客户，08/09 榨季生产甜菜糖 27 万吨，占全国甜菜糖产量的 30.0%，全国食糖产量的 2.2%。

图 21：08/09 榨季食糖、甜菜糖及公司甜菜糖产量占比（%）

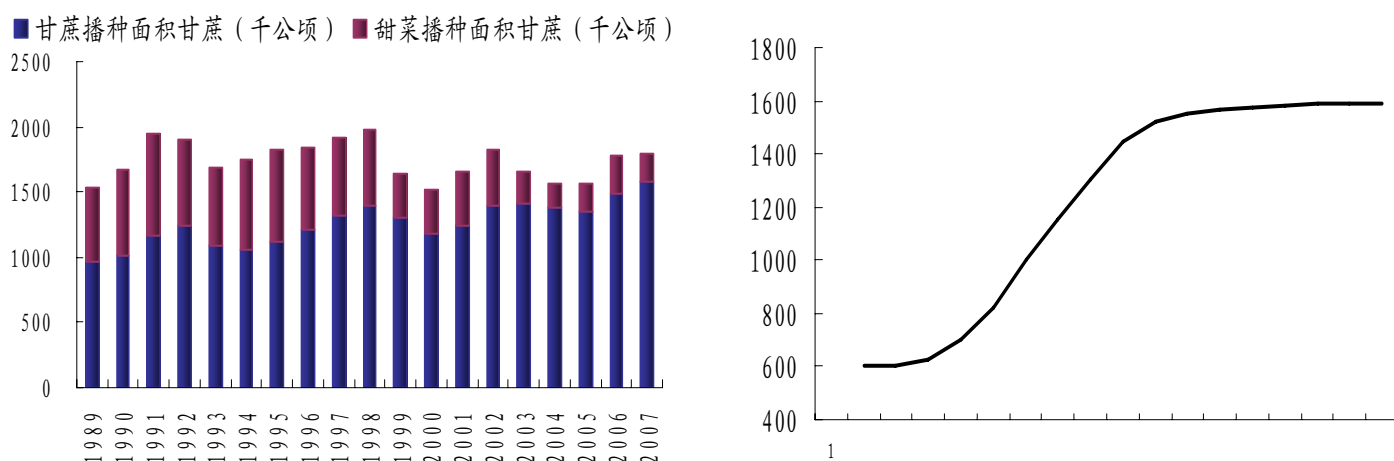


数据来源：兴业证券研发

1. 糖价长期看涨

我国糖料种植格局基本确定，种植面积在 1500-1900 千公顷区间内，糖料种植面积增长空间有限。不考虑灾害影响，未来食糖产量极限在 1500-1600 万吨/年之间，而目前我国食糖年消费量在 1300 万吨左右，正常年份消费增长率为 4-5%，人均消费量不足 10kg/人，远远低于全球平均 23.7kg/人的水平，未来食糖行业最终会成为供不应求局面，糖价长期看涨。

图 22：我国糖料种植面积（左图，千公顷）及我国食糖产量判断（右图，万吨）

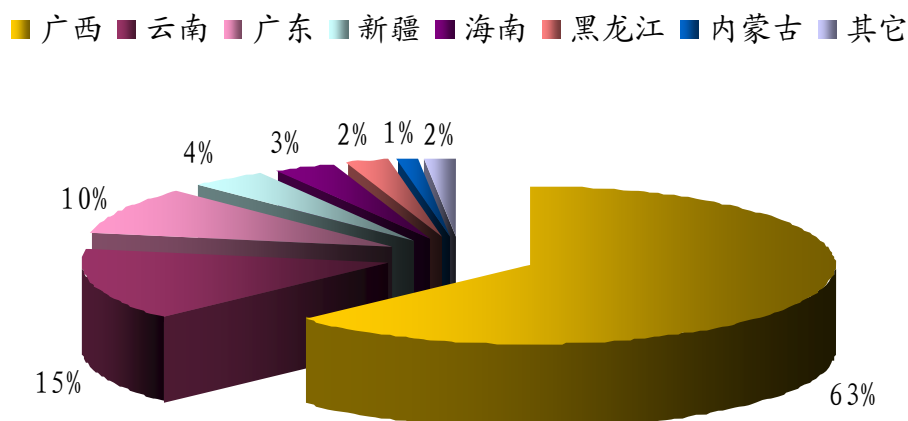


数据来源：国家统计局、兴业证券研发

2. 08/09 榨季：减产利好

广西食糖产量份额占全国的 60-70% 之间，广西地区榨季产量波动直接关系到当榨季全国食糖产量的变化。

图 23: 07/08 榨季食糖产量分布

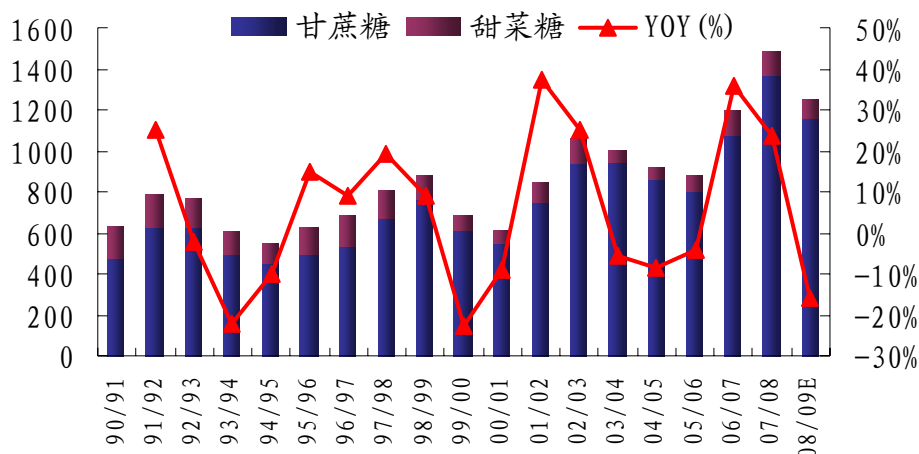


数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发

2009 年 5 月底, 广西 08/09 榨季结束, 受霜冻和种植积极性影响, 广西食糖产量 763 万吨, 相对上一榨季减产 178 万吨, 减产明显。

截至 2009 年 5 月份, 北方甜菜糖已全部收榨, 共产甜菜糖 90.1 万吨, 目前仅剩云南部分糖厂未收榨。预计 08/09 榨季全国食糖产量为 1250 万吨, 减产 230 万吨。

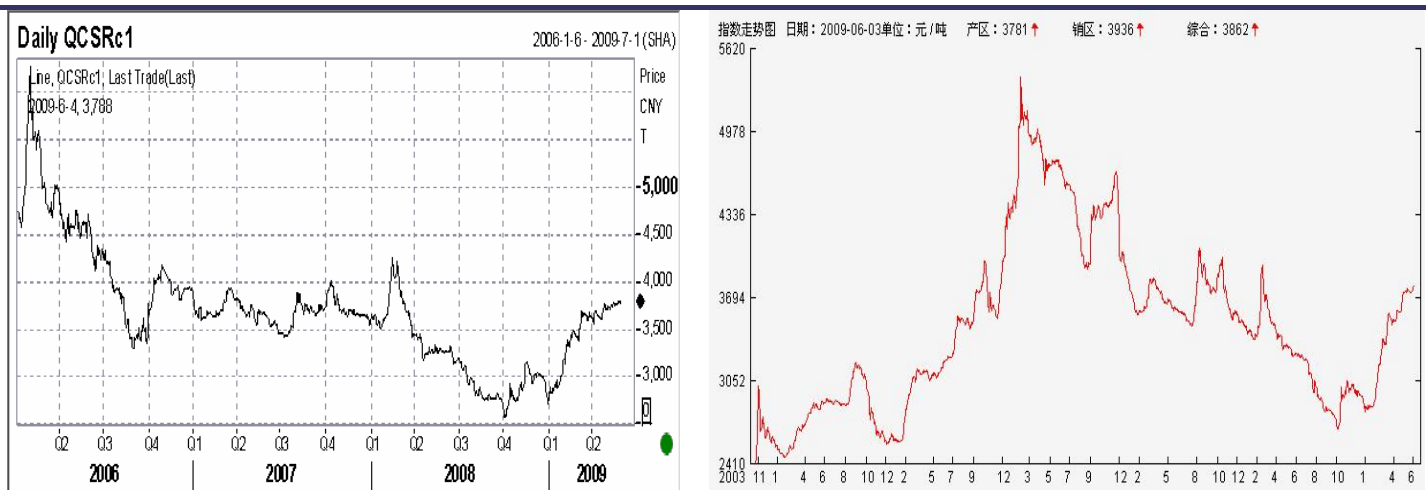
图 24: 我国食糖产量及增速(万吨、%)



数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发

2009 年初以来, 减产逐渐明确, 糖价已从 2800 元/吨反弹至 3800 元/吨, 制糖行业已基本实现盈利。

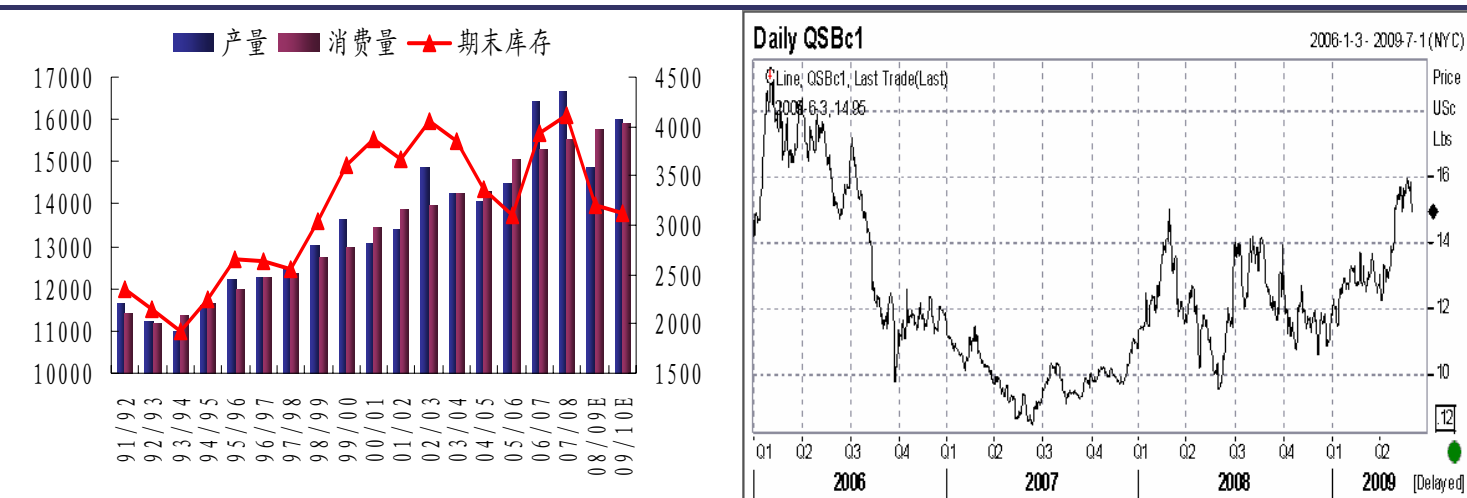
图 25: 郑糖期货主力合约 (左图, 元/吨) 和主产区食糖现货价格 (右图, 元/吨)



数据来源: Reuters、昆商糖网、兴业证券研发

根据 USDA 五月全球食糖供需预测数据, 受印度减产 1200 万吨等因素影响, 08/09 榨季全球食糖产量 1.49 亿吨, 减产 1775 万吨, 期末食糖库存将下降至 3197 万吨。受减产利好, 纽约 11 原糖期货主力合约价格由 2009 年初的 11.9 美分/磅上升至 6 月初的 15.0 美分/磅, 对于国内糖价信心有所提升。

图 26: 全球食糖供求 (左图, 万吨) 及纽约 11 原糖期货主力合约价格 (右图, 美分/磅)



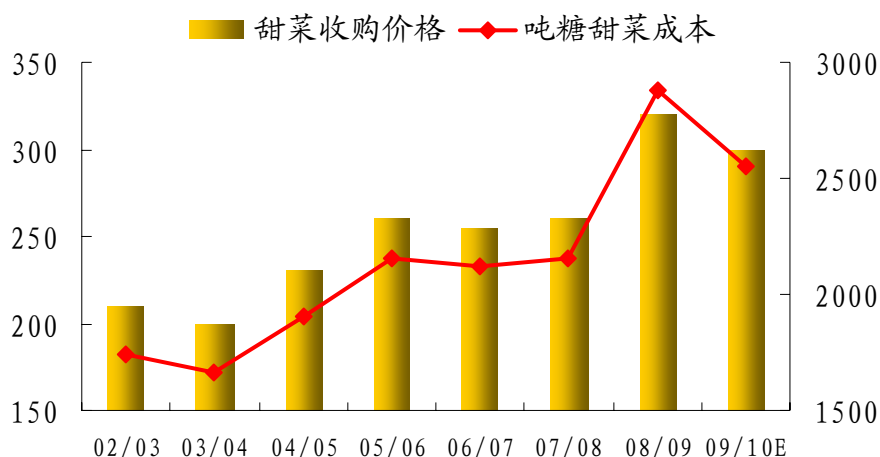
数据来源: USDA、Reuters、兴业证券研发

3. 2009 年: 承受 08/09 甜菜涨价之苦

● 甜菜成本压力巨大

甜菜是甜菜糖的主要成本, 由于种植积极性下降, 08/09 榨季甜菜收购价格由 260 元/吨上升至 320 元/吨。新疆地区甜菜平均含糖率由 14.56% 下降到 13.65%, 含糖率下降致使吨糖消耗甜菜由 8.3 吨上升至 9.0 吨, 吨糖甜菜成本由 2158 元/吨飙升至 2880 元/吨, 涨幅高达 33.5%!

图 27: 新疆地区甜菜糖原料成本 (元/吨)



数据来源：兴业证券研发

受 08/09 榨季甜菜收购价格由 260 元/吨，飙升至 320 元/吨影响，09/10 榨季甜菜种植面积有望恢复，甜菜收购价格有望从 320 元/吨回落至 300 元/吨。

● 存货跌价缓冲盈利压力

公司 2008 年底计提 8464 万元存货跌价准备，折合每股收益 0.08 元。2009 年初，随着 08/09 榨季减产逐渐明确，糖价走入上升通道，则公司所计提存货跌价准备的大部分有望冲回，从而缓解公司 2009 年食糖业务因成本上升而带来的盈利压力。

● 2009 年业绩预测：产销量 29 万吨，均价 3800 元/吨

主要假设：公司 08/09 榨季食糖产量为 27 万吨，上榨季结转量 2 万吨，假设均在 2009 年销售；假设其销售均价为 3800 元/吨（含税）。

结论：受甜菜成本上升影响，公司 2009 年甜菜糖业务毛利率将明显下滑，不考虑存货跌价准备冲回，食糖业务恐将在 2009 年出现亏损，并在 2010 年迅速恢复。

● 2010-2011 年糖价：4200、4400 元/吨

广西地区 09/10 榨季甘蔗收购价维持在 260 元/吨，良种加价由 10 元/吨下降到 5 元/吨，由于相关农资和人工价格上涨，预计 09/10 榨季糖料产量仍难有较大恢复，食糖价格持续向好。预计公司 2010 年甜菜糖销售均价上升到 4200 元/吨（含税），甜菜糖产量维持在 08/09 榨季 27 万吨水平。

新疆地区甜菜收购价格由 07/08 榨季的 260 元/吨，上升到 08/09 榨季的 320 元/吨，

甜菜成本上涨极大地影响公司盈利，假设 09/10-10/11 榨季公司甜菜收购价格回落到 300 元/吨，甜菜糖销售均价分别为 4200、4400 元/吨。

表 6: 公司甜菜糖及相关业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E
产销量 (万吨)	44.00	41.00	29.00	27.00	27.00
甜菜收购价格 (元/吨)	255.00	260.00	320.00	300.00	300.00
YOY (%)	-1.92%	1.96%	23.08%	-6.25%	0.00%
转化率 (吨原料)	8.30	8.30	9.00	8.30	8.30
吨糖原料成本 (元/吨, 扣 13% 税)	1,841.36	1,877.46	2,505.60	2,166.30	2,166.30
吨糖其它成本 (元/吨)	455.00	445.00	445.00	445.00	445.00
销售价格 (元/吨, 含税)	4188.60	3615.30	3800.00	4200.00	4400.00
YOY (%)	-12.04%	-13.69%	5.11%	10.53%	4.76%
销售价格 (元/吨, 不含税)	3580.00	3090.00	3247.86	3589.74	3760.68
销售收入 (百万元)	1575.20	1266.90	941.88	969.23	1015.38
YOY (%)	138.91%	-19.57%	-25.65%	2.90%	4.76%
成本 (百万元)	1010.40	952.21	855.67	705.05	705.05
毛利 (百万元)	564.80	314.69	86.21	264.18	310.33
毛利率 (%)	35.86%	24.84%	9.15%	27.26%	30.56%
总营业收入占比 (%)	52.92%	36.93%	26.92%	25.39%	25.71%

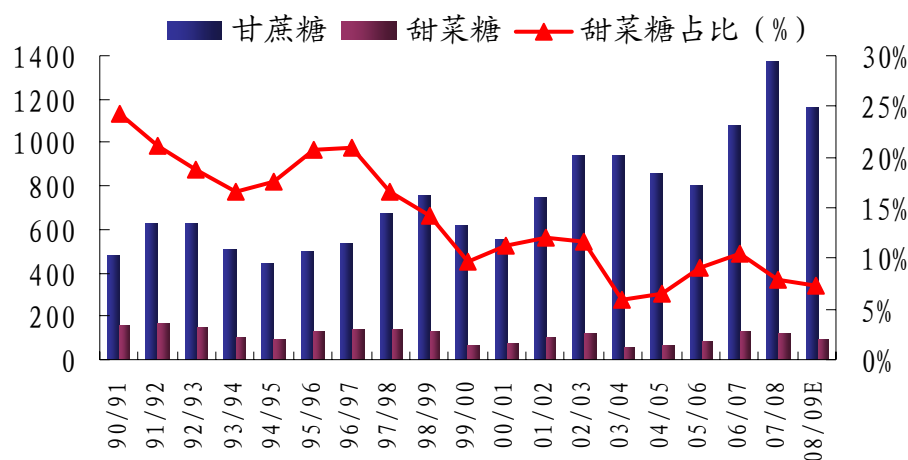
数据来源: 兴业证券研发整理

4. 食糖业务: 外延式扩张可能

● 甜菜糖份额: 逐渐萎缩

甜菜种植集中于北方地区，甜菜糖在品质上优于甘蔗糖，但是在实际销售中并不具备明显的价格差异。全国甜菜种植和甜菜糖产量呈减少趋势，08/09 榨季甜菜糖产量仅为 90.1 万吨，预计仅占 08/09 榨季全国食糖产量的 7.21%。

图 28: 各榨季甘蔗糖、甜菜糖产量对比 (万吨, %)



数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发

● 外延扩张：进军甘蔗糖行业？

公司和集团都坚持做大食糖业务的战略，然而目前糖料种植和制糖企业生产格局已经基本成形，甜菜种植面积持续下降，甜菜糖成本又高于甘蔗糖，公司在甜菜糖业务上的扩张脚步将放缓，而进军甘蔗糖业务将是合理选择，公司存在在南方甘蔗糖产区兼并收购的可能。

5. 杏酱业务：份额较小，保持稳定

公司具有 10 万吨鲜杏加工能力，杏浆产能 1.8 万吨/年，主要出口东欧各国，目前杏酱价格在 1000 美元/吨左右，近两年来，杏酱业务收入稳定在 1 亿元左右，对于总收入影响不大。

表 7：杏酱业务预测

杏仁酱业务	2007	2008	2009E	2010E	2011E
收入（百万元）	90.00	105.00	108.15	111.39	114.74
YOY (%)	12.50%	16.67%	3.00%	3.00%	3.00%
成本（百万元）	76.50	84.00	86.52	89.12	91.79
毛利（百万元）	13.50	21.00	21.63	22.28	22.95
毛利率（%）	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
总营业收入占比（%）	3.02%	3.06%	3.09%	2.92%	2.90%

数据来源：兴业证券研发整理

四. 推荐：转型与扩张

1. 热点：原料掌控+外延扩张

公司番茄酱全产业链战略，近期主要体现在进军上游种植业，2009 年自种 18 万亩，将有效地保证公司原料供给和原料品质，控制原料成本，并延长公司有效加工天数瓶颈。

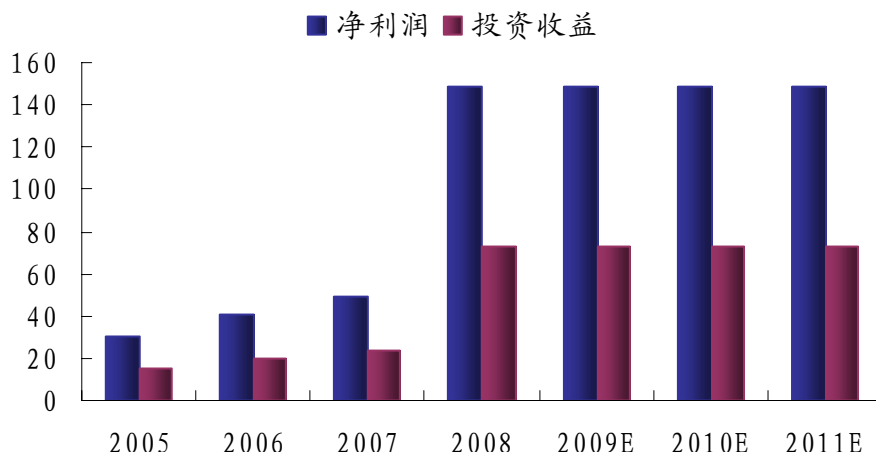
对于番茄酱下游，公司“屯河”、“番”、“新阳光”等番茄酱和番茄饮料品质优良，待国内小包装市场培养成熟后，前景良好。

对于食糖业务，公司坚持做大，并积极进入南方甘蔗糖市场，对于兼并收购甘蔗糖厂的远景，值得期待。

2. 屯河水泥：投资收益可观

公司主要投资收益来源于所持有 49% 股份的屯河水泥（另 51% 股份由天山股份持有）屯河水泥 2008 年实现净利润 14832 万元，其中中粮屯河获得 7268 万元投资收益，同比增长 200.25%。

图 29: 屯河水泥净利润（百万元）及中粮屯河所获得其投资收益（百万元）



数据来源：公司公告、兴业证券研发

公司 2008 年共获得投资收益 7576 万元，屯河水泥贡献其中的 95.93%。4 万亿投资将对固定资产投资起着有效推动作用，从而维持新疆地区水泥销售。

假设，2009 年-2011 年屯河水泥净利润维持 2008 年的水平，每年为中粮屯河提供约 7300 万元稳定的投资收益；2009 年-2011 年间公司分别获得投资收益为 7600、7600、7600 万元。

3. 推荐：2009-2010 增速明显

● 主要假设

番茄酱业务：09/10 榨季番茄收购价格 380 元/吨，番茄酱均价 980 美元/吨（不含税），大桶酱产量 38 万吨，小包装 2 万吨，当年销售率 60%。

甜菜业务：09/10 榨季甜菜收购价格 300 元/吨，甜菜糖产销量 27 万吨，2009 年甜菜糖均价 3800 元/吨（含税）。

存货跌价准备：2008 年所计提存货跌价准备 2009 年实际冲回 7000 万元，计入营业外收入，2009 年只是针对库存番茄酱存货计提 3000 万跌价准备。

营业外收支：公司历年营业外收入(政府补足，不考虑债务、利息减免等)在 2000 万元左右，营业外支出在 800 万元左右，假设 2009 年剔除存货跌价冲回外其它营业外收入 2000 万元，营业外支出 800 万元。

投资收益：4 万亿投资仍将维持新疆地区水泥市场需求，假设 2009-2011 年公司的投资收益维持在 2008 年 7600 万元的水平。

表 8: 公司盈利预测假设

		2008	2009E	2010E	2011E
番茄酱	主营业务收入 (百万元)	1,981.89	2,369.26	2,656.55	2,739.56
	同比增长率 %	57.86%	19.55%	12.13%	3.12%
	毛利率 %	35.84%	39.98%	37.68%	35.82%
甜菜糖及 相关	主营业务收入 (百万元)	1266.90	941.88	969.23	1015.38
	同比增长率 %	-19.57%	-25.65%	2.90%	4.76%
	毛利率 %	24.84%	9.15%	27.26%	30.56%
营业费用 / 主营业务收入 %		10.64%	10.50%	10.30%	10.10%
管理费用 / 主营业务收入 %		6.34%	6.20%	6.00%	6.00%
财务费用 / 主营业务收入 %		4.63%	3.67%	3.34%	2.82%
实际税率 %		-1.46%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

● 盈利预测结果

预计 2009-2011 年公司净利润为 4.53、5.73、6.01 亿元, 实现 EPS 为 0.45、0.57、0.60 元, 对应 2009 年动态市盈率为 28X。

表 9: 公司盈利预测结果

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3430	3499	3817	3950
同比增长(%)	15.2%	2.0%	9.1%	3.5%
净利润(百万元)	311	453	573	601
同比增长(%)	29.6%	45.6%	26.6%	4.9%
毛利率(%)	30.9%	30.6%	34.1%	33.7%
净利润率(%)	9.1%	12.9%	15.0%	15.2%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.57	0.60
每股经营现金流(元)	-0.01	0.97	0.94	1.03
市盈率	40.56	27.86	22.01	20.98
市净率	4.38	3.87	3.41	3.06

数据来源: 兴业证券研发整理

● 敏感性分析

番茄酱、番茄原料、甜菜糖、甜菜原料价格是影响公司主营业务收入、利润的主要因素。

表 10: 番茄酱业务对 2009 年 EPS 敏感性分析

		番茄酱价格 (美元/吨, 不含税)						
		860.00	900.00	940.00	980.00	1020.00	1100.00	1140.00
番茄 收购 价格 (元 /吨)	350.00	0.34	0.39	0.44	0.50	0.55	0.65	0.71
	360.00	0.32	0.38	0.43	0.48	0.53	0.64	0.69
	370.00	0.31	0.36	0.41	0.47	0.52	0.62	0.68
	380.00	0.29	0.34	0.40	0.45	0.50	0.61	0.66
	390.00	0.28	0.33	0.38	0.43	0.49	0.59	0.65
	400.00	0.26	0.31	0.37	0.42	0.47	0.58	0.63
	410.00	0.25	0.30	0.35	0.40	0.46	0.56	0.61

数据来源: 兴业证券研发

表 11: 甜菜糖及相关业务对 2009 年 EPS 敏感性分析

		甜菜糖含税价格 (元/吨, 含税)						
		3500.00	3600.00	3700.00	3800.00	3900.00	4000.00	4100.00
甜菜 收购 价格 (元 /吨)	290.00	0.46	0.48	0.50	0.52	0.54	0.56	0.58
	300.00	0.43	0.45	0.47	0.49	0.51	0.53	0.55
	310.00	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49	0.51	0.53
	320.00	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49	0.51
	330.00	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47	0.49
	340.00	0.35	0.37	0.39	0.41	0.43	0.45	0.47
	350.00	0.32	0.34	0.36	0.38	0.40	0.42	0.44

数据来源: 兴业证券研发

● 2009 年: 30XPE, 13.5 元

表 12: 公司估值对比

公 司 名 称	股票代 码	最新股 价(元)	总 市 值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS (元)			P/E (X)			每股净资 产 (元)	P/B	投 资 评 级
					08	09E	10E	08	09E	10E			
南宁糖业	000911	15.47	44.34	44.34	0.09	0.32	0.56	165	49	28	4.54	3.41	推荐
新中基	000972	7.25	30.38	28.69	-0.16	0.23	0.25	(46)	31	29	2.81	2.58	中性
国投中鲁	600962	12.76	25.74	20.25	0.37	0.22	0.34	34	58	38	5.05	2.53	中性
北大荒	600598	13.18	225.97	225.97	0.35	0.37	0.38	38	36	35	2.92	4.51	推荐
顺鑫农业	000860	11.81	51.79	27.44	0.50	0.53	0.76	23	22	16	5.63	2.10	推荐
均值								32	39	29		3.03	
中粮屯河	600737	12.54	132.43	61.05	0.31	0.45	0.57	41	28	21	3.24	3.87	推荐

数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 估值截至 2009 年 6 月 7 日, PE 估值时剔除负值和 100 数值

选取制糖、番茄酱行业主要上市公司和农业龙头公司对比。目前国内制糖、番茄酱及农业龙头的 2009 年 PE 均值在 39 倍, 农业板块估值压力较大, 基于对公司

2009-2010 年增长迅速的判断，我们认为公司 2009 年合理 PE 为 30 倍。

公司 2009-2010 年番茄酱产量增长预期明显，公司番茄酱走高端路线，番茄原料掌控能力增强，质量品质优秀，大客户销量占公司总销量的 50%以上，销售价格和销量有所保证。甜菜糖业务虽然在 2009 年承受 08/09 榨季成本上升压力，但是 2008 年所计提近 8500 万存货跌价准备大部分冲回冲回将缓解甜菜糖盈利压力。公司积极做大制糖业务，如果收购兼并南方甘蔗糖厂，公司盈利将进一步增强。

公司治理结构良好，资产负债率在 50%左右，财务压力较小，公司定位于非粮农产品加工平台，是中粮集团九大板块之一，集团支持巨大。

基于 2009 年 EPS0.45 元，合理 PE30 倍的判断，我们认为中粮屯河 2009 年合理估值为 13.5 元，给予公司推荐评级。

● 股价催化剂

价格：番茄酱价格和食糖价格上涨都将提升公司业绩，公司 2009 年番茄酱均价有望达到 980 美元/吨（不含税），甜菜糖均价为 3800 元/吨（含税）。

产量：09/10 榨季公司番茄自种面积达 18 万亩，番茄原料酱产量有望达到 38 万吨，总番茄制品产量有望达到 40 万吨。

并购：公司积极做大食糖业务，存在在南方甘蔗糖行业收购兼并可能。

● 风险提示

番茄和甜菜种植受气候和病虫害影响明显，将明显影响公司产品品质和产量，气候和病虫害风险将贯穿公司未来原料生产。公司 09/10 榨季番茄酱产量和甜菜糖产量仍存在一定的不确定性。

小厂商无序竞争将扰乱我国番茄酱出口市场，如果出现食品安全问题，将极大地影响我国番茄酱行业的销售。

番茄酱价格和甜菜糖价格存在不确定性。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2936	3770	3445	3878
货币资金	197	1231	1023	1489
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	655	554	605	626
其他应收款	203	157	172	178
存货	1697	1666	1479	1412
非流动资产	3149	3568	3729	3775
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	234	234	234	234
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2670	3065	3229	3268
在建工程	34	40	43	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	210	214	218	222
资产总计	6085	7338	7174	7654
流动负债	2946	3808	3192	3227
短期借款	2175	3000	2500	2500
应付票据	114	117	121	126
应付账款	567	486	377	393
其他	91	206	194	207
非流动负债	191	191	191	191
长期借款	125	125	125	125
其他	66	66	66	66
负债合计	3138	3999	3383	3418
股本	1006	1006	1006	1006
资本公积	1410	1410	1410	1410
未分配利润	392	717	1087	1444
少数股东权益	66	78	93	109
股东权益合计	2947	3339	3791	4236
负债及权益合计	6085	7338	7174	7654

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	311	453	573	601
折旧和摊销	203	242	283	314
资产减值准备	-4	-50	42	17
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	-9	0	0	0
财务费用	159	128	127	111
投资损失	-76	-76	-76	-76
少数股东损益	8	12	15	16
营运资金的变动	1523	-278	35	-52
经营活动产生现金流量	-918	973	940	1033
投资活动产生现金流量	-393	-558	-384	-284
融资活动产生现金流量	1643	620	-763	-283
现金净变动	332	1034	-207	466
现金的期初余额	60	197	1231	1023
现金的期末余额	392	1231	1023	1489

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3430	3499	3817	3950
营业成本	2369	2429	2515	2620
营业税金及附加	20	21	23	23
销售费用	365	367	393	399
管理费用	217	217	229	237
财务费用	159	128	127	111
资产减值损失	92	30	30	30
公允价值变动	-9	0	0	0
投资收益	76	76	76	76
营业利润	274	382	576	605
营业外收入	48	90	20	20
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	314	465	588	617
所得税	-5	0	0	0
净利润	319	465	588	617
少数股东损益	8	12	15	16
归属母公司净利润	311	453	573	601
EPS (元)	0.31	0.45	0.57	0.60

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	15.2%	2.0%	9.1%	3.5%
营业利润增长率	19.6%	39.4%	50.6%	5.0%
净利润增长率	29.6%	45.6%	26.6%	4.9%
盈利能力(%)				
毛利率	30.9%	30.6%	34.1%	33.7%
净利率	9.1%	12.9%	15.0%	15.2%
ROE	10.8%	13.9%	15.5%	14.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.6%	54.5%	47.2%	44.7%
流动比率	1.00	0.99	1.08	1.20
速动比率	0.39	0.54	0.61	0.76
营运能力(次)				
资产周转率	0.63	0.52	0.53	0.53
应收帐款周转率	6.65	5.25	5.80	5.65
每股资料(元)				
每股收益	0.31	0.45	0.57	0.60
每股经营现金	-0.01	0.97	0.94	1.03
每股净资产	2.87	3.24	3.68	4.10
估值比率(倍)				
PE	40.56	27.86	22.01	20.98
PB	4.38	3.87	3.41	3.06

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。