

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)

番茄酱产量将达 40 万吨

推荐 (维持)

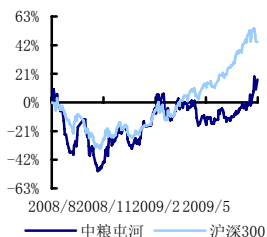
市场数据

报告日期	2009-8-11
收盘价(元)	15.49
52周最高/最低(元)	15.76/6.57
总股本(百万股)	1005.60
流通股本(百万股)	486.85
总市值(百万元)	15576.81
流通市值(百万元)	7541.24
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	3467	3796	3904	1434
同比增长(%)	15.2%	1.1%	9.5%	2.8%	0.28%
净利润(百万元)	311	456	577	600	136
同比增长(%)	29.6%	46.5%	26.7%	3.9%	19.3%
毛利率(%)	30.9%	31.3%	34.6%	33.6%	31.0%
净利率(%)	9.1%	13.1%	15.2%	15.4%	9.5%
每股收益(元)	0.31	0.45	0.57	0.60	0.14
每股经营现金流(元)	-0.01	1.00	0.93	1.03	—

股价走势



投资要点

- **番茄酱产量将达 40 万吨。**公司自种 18 万亩将供应 100 万吨番茄，从而保证产品质量和有效加工天数，09/10 产季公司番茄收购有望达到 300 万吨，折合番茄酱 40 万吨，公司产品进入高端市场，结算价格有望保持在 960 美元/吨以上。
- **甜菜糖享受糖价牛市。**09/10 榨季种植面积下降、国储糖暂不抛售、下游消费稳定等利好刺激糖价再次进入牛市，预计公司新榨季产糖 27 万吨，均价上涨至 4200 元/吨。
- **林果资源孕育另一热点。**新疆林果种植面积超过 1300 万亩，年总产量达 450 万吨，年总产值 130 余亿元。根据中粮集团与新疆政府《新疆林果业开发战略合作协议》，将在未来 5 年里投资 20 亿元，开发新疆林果资源，公司将成为开发主体，巨大资源潜力将成为公司又一热点。
- **维持推荐评级。**公司治理结构优秀，紧抓住“资源、成本、质量”核心竞争力，预计公司 09-10 年 EPS 为 0.45、0.57、0.60 元，维持公司推荐评级。番茄酱产量、糖价、林果资源开发方案均是刺激股价表现的因素；近期天气、下榨季食糖产量、林果资源开发进度是主要风险。

相关报告

《中粮屯河信息速递：09/10 产季番茄酱将突破 40 万吨》
2009-8-9
《掌控番茄原料，定位世界一流》2009-6-24

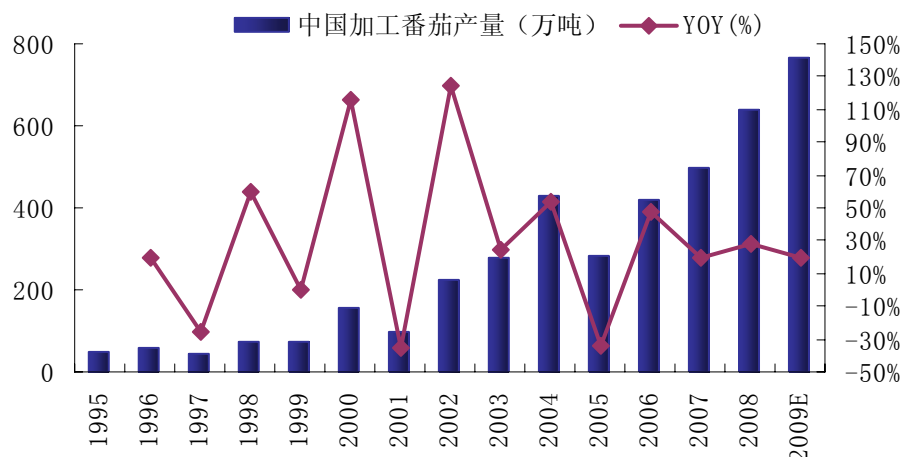
《调研简报：原料战略转型，推动迅速发展》2009-5-26

1. 公司 09/10 产季番茄酱产量将达 40 万吨

● 我国增产 20%

09/10 产季我国加工用番茄种植增长迅猛，根据世界加工番茄理事会（WPTC）预测 09/10 产季我国加工用番茄产量在上产季 640 万吨的规模上将增加到 768 万吨，增产 20%。

图 1：我国加工用番茄产量（万吨，左轴）及波动（%，右轴）



数据来源：WPTC、兴业证券研发

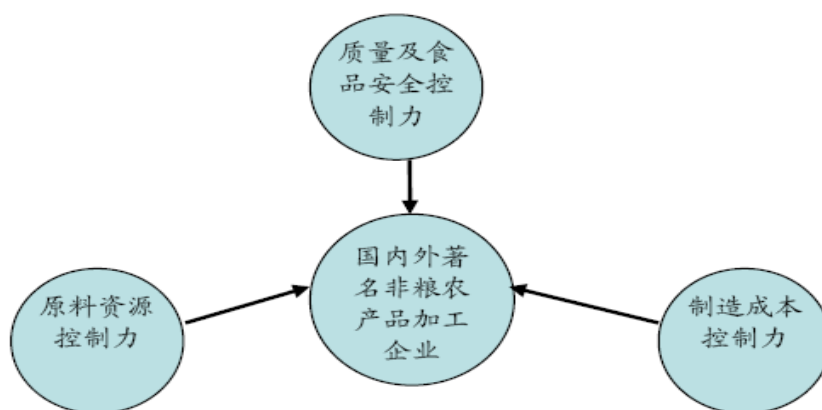
中国罐头工业协会（CCFIA）统计，我国加工番茄种植面积已达到 178 万亩，按照亩产 4-4.5 吨估算，将生产番茄 712—801 万吨，和 WPTC 预测值基本一致。

● 自种模式：构建核心竞争力

公司 09/10 产季种植番茄 18 万亩，主要集中在新疆、宁夏地区，按照亩产 5.5 万吨估算（已超过 5 吨/亩的盈利平衡点），将供应番茄原料约 100 万吨，约占公司计划收购量的三分之一，折合高浓度酱 13 万吨，原料供应得到极大保证。

公司对于“资源+成本+质量”的核心竞争力把握清晰：进入上游种植以控制资源；规模化生产以降低成本；参照国外标杆企业所建立的严格操作规范和质量追溯体系以保证严格的食品安全和产品质量。

图 2: 中粮屯河核心竞争力



数据来源: 兴业证券研发

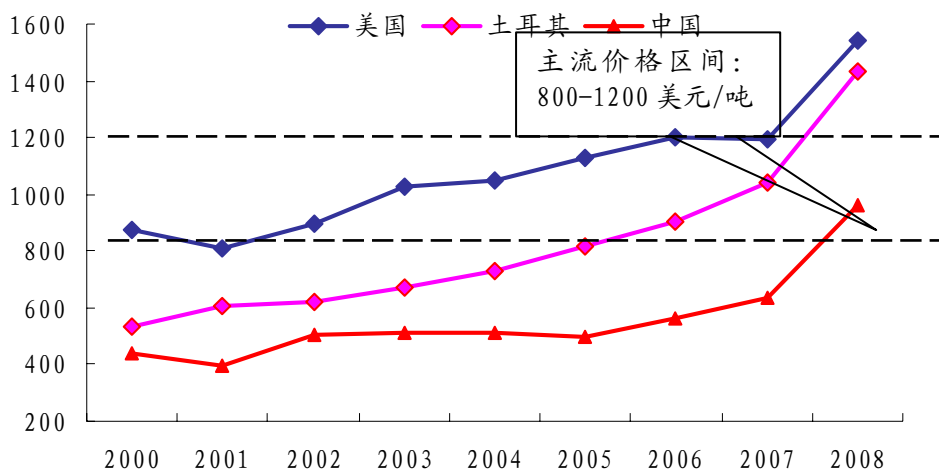
公司自种以早熟和晚熟品种为主并采用机械化采收, 将延长实际有效加工天数。种植技术指导以及成批次采收以保证产品质量的稳定。限定 16 小时的“采摘—加工”时限以保证产品新鲜以及控制霉菌数。

● 番茄酱产业前景: 两级分化

根据 WPTC 预测 09/10 产季全球加工用番茄产量由上产季的 36.58 百万吨增加到 40.19 百万吨, 增幅接近 10%, 而下产季消费量约为 3900 万吨, 产量将超过消费量, 番茄酱行业进入供过于求状态。

番茄酱产业将出现两极分化: 在供过于求的状态下, 2007-2008 年我国番茄酱均销售一空的时代一去不返。掌握核心竞争力, 具有优质产品的生产商销售价格保持在 800-1200 美元/吨的主流区间; 无序生产的小厂商, 由于质量不稳定和食品安全将出现销售困难, 或仅能以低价销往非洲等低端市场, 价格将回落至 800 美元/吨以下。

图 3: 美国、土耳其、中国番茄酱出口均价 (美元/吨)



数据来源: GTIS、兴业证券研发

● 屯河：达到或突破 40 万吨

09/10 产季生产已经展开，从目前了解的数据来看，公司产季初产品色差在 2.3 左右，霉菌数（HCM）控制在 30%，产品质量优异。作为优秀的番茄酱原料生产商，公司在新产季番茄酱价格仍将处于高位，“量增价稳”将成为新产季基调。

表 1：番茄酱业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E
番茄酱生产					
日处理量（万吨/天）	5.60	6.50	7.10	7.10	7.10
榨季产量（万吨）	29.80	33.10	40.00	42.50	45.13
YOY (%)	-	11.07%	20.85%	6.25%	3.00%
其中：大桶酱（万吨/年）	29.80	32.00	38.00	40.00	42.00
YOY (%)	-	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
合计销量（万吨）	28.00	32.30	35.10	41.50	44.08
销售收入（百万元）					
当榨季番茄料酱价格（美元/吨，不含税）	610.00	1,020.00	960.00	940.00	920.00
YOY (%)	7.02%	67.21%	-5.88%	-2.08%	-2.13%
汇率（美元：人民币）	7.5	6.9	6.8	6.7	6.7
年度销售收入（百万元）	1,255.50	1,981.89	2,336.62	2,635.11	2,739.56
YOY (%)	20.08%	57.86%	17.90%	12.77%	3.96%
年度均价（美元/吨）	597.86	889.26	978.97	947.71	927.71
YOY (%)	6.16%	48.74%	10.09%	3.00%	3.00%
总收入占比 (%)	42.18%	57.77%	67.40%	69.42%	70.18%
成本（百万元）					
番茄收购价格（元/吨）	290.00	410.00	350.00	380.00	380.00
YOY (%)	9.43%	41.38%	-14.63%	8.57%	3.00%
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	2,283.75	2,479.50	2,479.50
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	3793.75	3989.50	3989.50
综合					
年度销售收入（百万元）	1,255.50	1,981.89	2,336.62	2,635.11	2,739.56
成本（百万元）	936.29	1,271.19	1,375.06	1,624.32	1,758.37
毛利（百万元）	319.21	710.70	961.55	1,010.79	981.19
毛利率 (%)	25.25%	35.84%	41.15%	38.36%	35.82%
总营业收入占比 (%)	42.19%	57.80%	67.40%	69.42%	70.18%

数据来源：公司公告、兴业证券研发

2. 糖价牛市来临

● 种植面积减少

表 2: 下榨季糖料种植面积预测 (万亩)

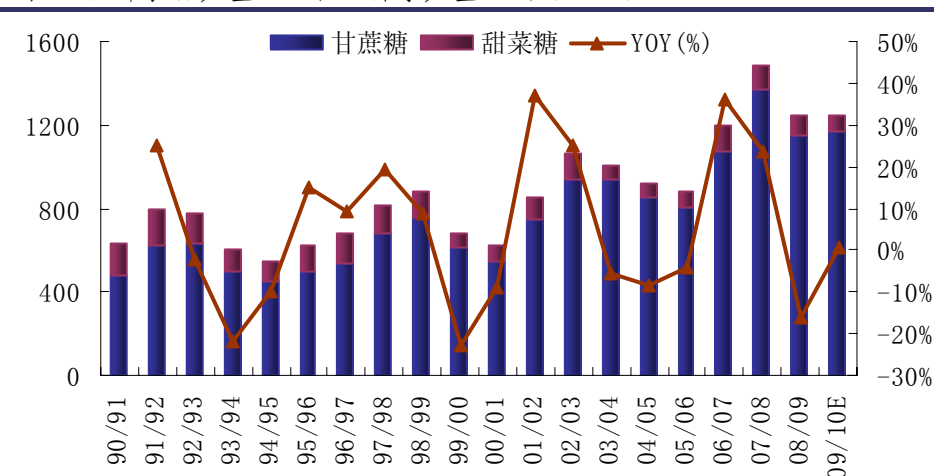
产地	08/09 榨季 (万亩)	09/10 榨季 (万亩)	减少面积数量 (万亩)
广西	1574	1450	124
云南	451	443.03	7.97
广东	209	199	10
海南	128	103	25
湖南	5	5	0
福建	11.89	8.9	2.99
新疆	124	92	32
内蒙古	60	30	30
黑龙江	160	50	110
其他	44.36	44.36	0
合计	2767.25	2425.29	341.96

数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发

广西: 09/10 榨季广西地区甘蔗种植面积下降 7.8% 至 1450 万亩, 考虑产量和含糖率回升的可能性较大, 09/10 产季广西地区食糖产量将基本与 08/09 榨季持平或略有回升。

全国: 09/10 榨季糖料种植面积减少是大趋势, 但是由于广西等地甘蔗亩产恢复, 09/10 榨季食糖产量将基本与 08/09 榨季持平, 在 1250 万吨左右是大概率事件。

图 4: 历年食糖产量及 09/10 榨季产量预测 (万吨)



数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发

● 食糖消费稳定, 商业库存明显降低

2009 年 1-6 月主要含糖食品除乳制品外, 碳酸饮料、糖果、糕点、饼干、方便面等相关食品产量均出现正增长, 对于食糖消费我们保持乐观态度。

表 3: 食糖相关食品生产量 (1-6 月份, 万吨)

	乳制品	碳酸饮料	方便面	饼干	糖果	糕点
2006(1-6)	736.57	430.02	196.78	77.06	37.35	25.54
2007(1-6)	852.24	512.66	236.81	91.35	46.31	28.42
2008(1-6)	951.77	535.72	246.97	136.33	56.32	36.06
2009(1-6)	920.87	571.29	271.43	144.52	62.46	41.81

数据来源: Wind、兴业证券研发

截至 10 月初, 08/09 榨季将结束, 预计剩余 2 个月 (2009 年 8-9 月, 暂不考虑 10 月份新榨季具体日期) 食糖销售量为 180 万吨, 则 2009 年 9 月底榨季末食糖工业库存仅为 55.62 万吨, 食糖供给将出现紧张。

表 4: 榨季食糖产销数据及预测 (万吨, %)

	产量	截至 9 月底 食糖销量	截至 7 月底 食糖销量	截至 7 月 底销糖率	7 月食糖销 售量	8-9 月食糖 销售量	8-9 月月均 食糖销售量	截至 7 月底工 业库存	榨季末 (截至 9 月底) 工业库存
05/06	881.5	871.35	719.5	81.60%	62.6	151.85	75.93	162	10.15
06/07	1199.41	1159.13	1007.53	84.00%	114.8	151.6	75.8	191.88	40.28
07/08	1484.02	1329.75	1147.68	77.34%	131.99	182.07	91.04	336.34	154.27
08/09E	1243.12	1187.48	1007.48	81.04%	94.75	180	90	235.62	55.62

数据来源: 中国糖业协会、昆商糖网、兴业证券研发

注: 08/09 榨季末食糖消费量及工业库存数据按照 8-9 食糖消费量预测数据而得

从西宁糖会消息来看, 国储糖没有放储计划, 而地方储备只有广西地区部分地方储备糖有销售的可能。广西地方储备 07/08 榨季收储 30 万吨, 将在 2010 年达到储存期限, 这部分量较小, 仅为全国 10 天左右的消费量。按照惯例政府将在 8-9 月呵护糖市以保证下榨季开局良好, 地方放储对于食糖供应和价格影响将较小。

● 糖价牛市再次来临

在国储抛储传闻澄清、09/10 榨季食糖产量难以恢复、食糖消费稳健三大因素刺激后, 市场忧虑一扫而清, 食糖牛市再次来临。

图 5: 郑州白糖期货主力合约价格 (左图) 及主产区食糖现货价格 (右图, 元/吨, 截至 2009-08-10 日)



数据来源: Bloomberg、昆商糖网、兴业证券研发

● 屯河：09/10 榨季产糖 27 万吨

由于甜菜种植效益较低，09/10 榨季新疆甜菜种植面积由 124 万亩下降至 92 万亩，预计中粮屯河 09/10 榨季食糖产量小幅下降至 27 万吨。

表 5：公司甜菜糖业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
甜菜糖生产	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E
榨季产量（万吨）	37.00	37.00	27.00	27.00	27.00
甜菜收购价格（元/吨）	255.00	260.00	320.00	300.00	285.00
YOY (%)	-1.92%	1.96%	23.08%	-6.25%	-5.00%
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	2,057.99
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	4200.00
YOY (%)	-12.04%	-13.69%	5.11%	10.53%	0.00%
销售价格（元/吨，不含税）	3580.00	3090.00	3247.86	3589.74	3589.74
每吨毛利（元/吨）	1,283.65	767.54	297.26	978.44	1,086.76
毛利率（%）	35.86%	24.84%	9.15%	27.26%	30.27%
甜菜糖销售	2007	2008	2009E	2010E	2011E
当年销量（万吨）	44.00	41.00	29.00	27.00	27.00
销售收入（百万元）	1575.20	1266.90	941.88	969.23	969.23
YOY (%)	138.91%	-19.57%	-25.65%	2.90%	0.00%
原料成本（百万元，扣 13% 税）	810.20	769.76	726.62	584.90	555.66
其它成本（百万元）	200.20	182.45	129.05	120.15	120.15
成本（百万元）	1010.40	952.21	855.67	705.05	675.81
毛利（百万元）	564.80	314.69	86.21	264.18	293.42
毛利率（%）	35.86%	24.84%	9.15%	27.26%	30.27%
总营业收入占比（%）	52.92%	36.93%	27.17%	25.53%	24.83%

数据来源：公司公告、兴业证券研发

3. 林果资源开发：孕育另一个热点

新疆林果业种植面积已超过 1300 万亩，年总产量达 450 万吨，年总产值 130 余亿元，其中环塔里木盆地林果种植面积达 1000 万亩，将在 5 年后将进入盛果期。根据中粮集团与新疆维吾尔自治区政府签订的《新疆林果业开发战略合作协议》，将在未来 5 年里投资 20 亿元，开发新疆特色优质林果资源。

中粮屯河作为中粮集团旗下非粮农产品加工平台，中粮集团将依托中粮屯河进行林果开发，巨大的资源蕴涵将成为公司另一个热点，预计公司将在 2009-2010 年初步推出林果产品。

由于林果资源开发项目仍处于规划和研发期，具体盈利还难以具体预测，暂不考虑此部分对于公司盈利能力的贡献，目前仍以杏酱为主。

表 6: 公司杏酱业务预测

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%	3.12%	2.93%	2.94%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发

4. 优秀的农产品加工企业

A leading Chinese and global food processor (——FOODNEWS, Friday July 03 2009)

公司治理机构优秀, 中粮集团入主后事业部制改为按产业链的职能化结构, 管理结构扁平化。执行“全产业链”战略, 向上游发展番茄种植, 控制原料资源和品质, 向下逐步培育小包装市场和开发林果资源。学习标杆企业, 建立严格的操作规范和质量控制体系, 面向高端, 掌握质量和食品安全的核心竞争力。

维持推荐: 预计公司 09-11 年 EPS 为 0.45、0.57、0.60 元, 公司治理结构优秀, 番茄酱业务抓住资源和质量优势、甜菜糖业务迎来糖价牛市、丰富的林果资源孕育极大的开发价值, 资产负债率为 48.4% (2009 年 1 季报), 财务压力较小, 维持公司推荐评级。我们将密切关注公司新产季番茄酱生产、食糖产量及糖价及林果资源开发进度。

主要风险: 近期是番茄酱生产期, 天气将成为影响番茄酱产量、品质的因素; 我国番茄酱行业中小厂商的无序竞争; 09/10 榨季食糖产量、糖价; 林果资源开发进度。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2936	3761	3445	3876
货币资金	197	1263	1048	1514
交易性金融资产	11	11	11	11
应收账款	655	549	601	618
其他应收款	203	156	171	176
存货	1697	1634	1460	1397
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	7328	7174	7651
流动负债	2946	3796	3185	3219
短期借款	2175	3000	2500	2500
应付票据	114	115	120	125
应付账款	567	476	373	389
其他	91	205	193	206
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	3987	3377	3410
股本	1006	1006	1006	1006
资本公积	1410	1410	1410	1410
未分配利润	392	720	1092	1448
少数股东权益	66	78	93	109
股东权益合计	2947	3342	3798	4240
负债及权益合计	6085	7328	7174	7651

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	311	456	577	600
折旧和摊销	203	242	283	314
资产减值准备	-4	-54	44	14
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	-312	48	-57
经营活动产生现金流量	-918	1005	933	1034
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	-764	-284
现金净变动	332	1066	-215	466
现金的期初余额	60	197	1263	1048
现金的期末余额	392	1263	1048	1514

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3430	3467	3796	3904
营业成本	2369	2382	2483	2591
营业税金及附加	20	21	23	23
销售费用	365	371	393	390
管理费用	217	225	235	230
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	385	580	604
营业外收入	48	90	20	20
营业外支出	8	8	8	8
利润总额	314	468	593	616
所得税	-5	0	0	0
净利润	319	468	593	616
少数股东损益	8	12	15	16
归属母公司净利	311	456	577	600
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%	1.1%	9.5%	2.8%
营业利润增长率	19.6%	40.5%	50.6%	4.0%
净利润增长率	29.6%	46.5%	26.7%	3.9%
盈利能力(%)				
毛利率	30.9%	31.3%	34.6%	33.6%
净利率	9.1%	13.1%	15.2%	15.4%
ROE	10.8%	14.0%	15.6%	14.5%

偿债能力(%)

资产负债率	51.6%	54.4%	47.1%	44.6%
流动比率	1.00	0.99	1.08	1.20
速动比率	0.39	0.55	0.61	0.76

营运能力(次)

资产周转率	0.63	0.52	0.52	0.53
应收帐款周转率	6.65	5.23	5.81	5.63

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	1.00	0.93	1.03
每股净资产	2.87	3.25	3.68	4.11

估值比率(倍)

PE	50.10	34.19	26.98	25.95
PB	5.41	4.77	4.20	3.77

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。