

中粮屯河（600737）：二季度净利润大幅增长 符合预期 中性（维持）

食品饮料行业

当前股价：13.39 元

报告日期：2009 年 8 月 26 日

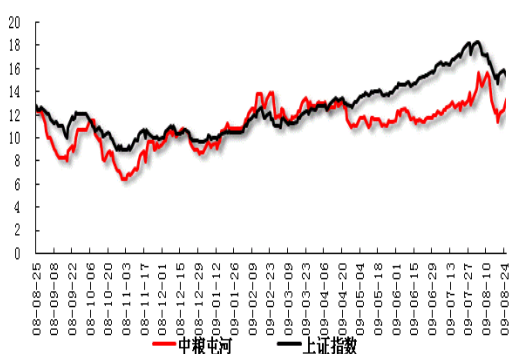
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2977	3430	3568	4073
(+/-)	19%	15%	4%	14%
营业利润	229	274	451	471
(+/-)	37%	20%	65%	4%
归属于母公司的净利润	240	311	453	473
(+/-)	65%	30%	46%	4%
每股收益(元)	0.24	0.31	0.45	0.47
市盈率(倍)	56	43	30	28

公司基本情况（2009 年 06 月 30 日止）

总股本/已流通股（万股）	100560/48685
流通市值（亿元）	65.19
每股净资产（元）	3.00
资产负债率（%）	48.76

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人—天相食品组

021-58824282-894 luh@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009年1-6月，实现营业收入13.70亿元，同比下降4.25%；营业利润1.54亿元，同比增长64.86%；归属于母公司的净利润1.57亿元，同比增长37.24%；基本每股收益0.16元。二季度营业收入8.79亿元，同比增加45.98%；营业利润1.32亿元，同比增加221.62%；归属于母公司的净利润1.32亿元，同比增长132.12%；基本每股收益0.135元，符合预期。
- **番茄酱量减价升。**上半年番茄酱销量同比减少30%以上，营业收入7.65亿元，同比增加2.61%，主要是受金融危机影响，国外需求有所下降。番茄酱毛利率同比上升11.47个百分点，是因为上半年销售执行的是08年合同价格，而08年出口价格同比上升50%以上。2009年番茄酱出口均价逐月下降，7月份出口均价937.36美元/吨，从1月份到现在累计降幅14.21%。下半年番茄酱出口价格面临较大压力，一方面是金融危机的持续影响，另一方面是全球番茄产量的增加。
- **糖业亏损。**上半年糖业收入5.93亿元，同比下降11.21%，营业利润率同比下降12.01个百分点。08/09榨季制糖成本同比增加，而销量、售价降低，拖累公司业绩。09/10榨季全国糖料种植面积减少，商业库存下降，下游需求稳定，糖价持续走高。
- **期间费用下降、投资收益稳定。**上半年期间费用同比下降6751万元，其中因利率降低导致财务费用同比减少4476万元，销售费用下降是因为产品销量减少。屯河水泥贡献投资收益2574.74万元，占公司净利润16.43%。
- **下半年业绩有望平稳增长。**2009年公司计划番茄酱产量40万吨，尽管下半年出口价格压力较大，但预计番茄收购成本也将有所降低。糖料种植面积下降、消费旺季来临支撑糖价上涨，糖业业绩将有所改善。

- **盈利预测。**我们上调盈利预测，预计2009、2010、2011年每股收益分别为0.45元、0.47元、0.51元，以8月25日收盘价13.39元计算，对应动态PE分别为30X、28X和26X。虽然2009年业绩有望较快增长，但估值水平偏高，维持“中性”评级。
- **风险提示。**(1) 大盘波动风险；(2) 番茄酱价格下降风险。

附表 1：季度报表比较

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2
营业收入	82,867	60,189	53,914	146,071	49,109	87,864
增长率(%)	23.15%	-22.63%	-2.67%	50.29%	-40.74%	45.98%
减：营业成本	59,808	42,356	37,673	97,040	33,981	62,773
毛利率(%)	27.83%	29.63%	30.12%	33.57%	30.81%	28.56%
减：营业税金及附加	341	790	588	321	269	692
销售费用	8,970	7,063	7,820	12,660	4,509	7,361
管理费用	3,599	4,270	4,357	9,513	4,384	5,373
财务费用	4,637	4,643	2,934	3,678	3,086	1,718
期间费用率	20.76%	26.54%	28.03%	17.70%	24.39%	16.45%
资产减值损失	0	-307	0	9,542	0	237
加：公允价值变动净收益	0	0	0	-895	141	-141
投资净收益	-269	2,719	3,994	1,132	-794	3,177
营业利润	5,244	4,093	4,537	13,553	2,229	13,163.16
增长率(%)	80.04%	-27.24%	-36.65%	87.29%	-57.49%	221.62%
加：营业外收入	485	1,715	439	2,143	450	759
减：营业外支出	13	140	90	521	18	235
利润总额	5,715	5,668	4,886	15,175	2,661	13,687
增长率(%)	75.40%	-2.53%	-37.25%	130.77%	-53.44%	141.50%
利润率(%)	6.90%	9.42%	9.06%	10.39%	5.42%	15.58%
减：所得税	0	42	-190	-311	1	3
实际税负比率(%)	0.00%	0.74%	-3.89%	-2.05%	0.05%	0.02%
净利润	5,715	5,625	5,076	15,486	2,660	13,684
归属于母公司所有者净利润	5,750	5,668	5,202	14,470	2,514	13,157
增长率(%)	84.18%	0.43%	-35.96%	103.77%	-56.29%	132.12%
净利润率(%)	6.94%	9.42%	9.65%	9.91%	5.12%	14.97%
少数股东损益	-36	-42	-126	1,016	146	527

附表 2：中粮屯河（600737）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	297,668	343,042	356,847	407,306	454,294
增长率	19.33%	15.24%	4.02%	14.14%	11.54%
减:营业成本	208,256	236,876	245,167	272,492	303,135
毛利率	30.04%	30.95%	31.30%	33.10%	33.27%
减:营业税金及附加	1,918	2,040	2,105	2,403	2,680
销售费用	32,773	36,513	38,004	43,378	48,382
管理费用	17,183	21,739	22,624	25,823	28,802
财务费用	13,578	15,893	12,490	16,292	20,443
期间费用率	21.34%	21.61%	20.49%	20.99%	21.49%
资产减值损失	3,314	9,235	-8,500	45	45
加:公允价值变动收益	0	-895	0	0	0
投资净收益	2,290	7,576	180	180	180
营业利润	22,936	27,426	45,137	47,052	50,987
增长率	36.79%	19.58%	64.57%	4.24%	8.36%
加:营业外收入	1,420	4,782	1,784	2,037	2,271
补贴收入		0	0	0	0
占比		0	0	0	0
减:营业外支出	921	765	1,071	1,222	1,363
利润总额	23,435	31,443	45,851	47,866	51,895
增长率	40.89%	34.17%	45.82%	4.40%	8.42%
利润率	7.87%	9.17%	12.85%	11.75%	11.42%
减:所得税费用	-452	-458	-642	-670	-727
实际税负比率	-1.93%	-1.46%	-1.40%	-1.40%	-1.40%
净利润	23,887	31,902	46,493	48,536	52,622
归属母公司所有者的净利润	23,989	31,090	45,300	47,292	51,272
增长率	64.61%	29.60%	45.71%	4.40%	8.42%
净利润率	8.06%	9.06%	12.69%	11.61%	11.29%
少数股东损益	-102	811	1,192	1,245	1,349
总股本（万股）	80,560	100,560	100,560	100,560	100,560
每股收益（元）	0.24	0.31	0.45	0.47	0.51

资料来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100