

农林牧渔

2009年9月2日



公司研究

公司点评

投资评级：短期—推荐，长期—A

中粮屯河（600737）：甜菜糖下半年开始贡献业绩

核心观点

1、上半年公司实现营业收入13.7亿元，比08年同期下降6083万元。净利润1.57亿元，比去年同期增长37.24%，每股收益0.16元。

2、上半年白糖销售收入5.92亿元，同比下降11.21%，毛利率下降12.01个百分点。下半年糖价将维持在3900元/吨以上，全年毛利率将比08年有回升。白糖业务在08年拖累净利润增长，09年下半年转变为贡献业绩，糖价牛市可能延续至2010年。

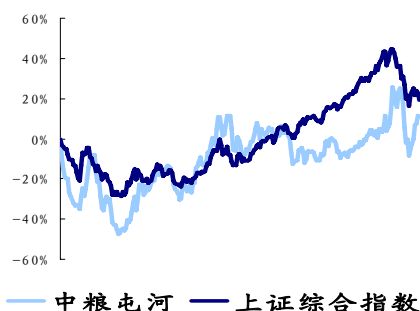
3、09年上半年蕃茄酱出口均价1083美元/吨，同比增长38.56%，6月出口价格仍达到1072美元/吨，但上半年蕃茄酱出口量下降10.21%。公司上半年蕃茄制品收入7.65亿元，同比仅增长2.61%，销售情况是价涨量跌。目前，欧洲、中国蕃茄酱增产，中国经销商还有库存，这两点可能导致蕃茄酱价格下降。另一方面，非洲、欧洲需求仍然旺盛，并且购买力在逐渐恢复则有利价格稳定。

4、09年公司可控制蕃茄种植面积18.5万亩，按亩产6万吨测算，这部分蕃茄原料产量110万吨，08年公司收购番茄原料240万吨，09年仍有部分原料需要从市场收购。08年新疆蕃茄种植利润在600元/亩左右，农民种植积极性提高，09/10榨季番茄种植面积增长。Tomatoland预测中国酱用蕃茄产量可能超过700万吨，同比增长15%，产量创历年新高。价格高涨同时吸引大批小产能增加，原料收购竞争加剧。今年原料价格比08年高点有所下跌。上半年蕃茄酱毛利率同比大幅上升11.47个百分点，预计蕃茄制品全年毛利率将维持在35%以上。

5、目前国内蕃茄酱行业的产能利用率均不足70%，瓶颈在原料不足。公司蕃茄业务重点已落在原料基地上，长远看原料基地将保证产量和质量稳定，有利于发展长期大客户，稳定毛利率在较高水平。公司目前白糖产量增长也受制北方甜菜种植面积，以大股东中粮集团经营特点，屯河白糖产能、产量提高至全国前列将是主要目标。蕃茄原料基地和白糖产能增长是未来公司业绩成长看点。

6、预计公司09年每股收益0.46元，10年动态每股收益0.54元，对应09年动态市盈率27倍，10年动态市盈率23倍，维持公司“短期—推荐，长期—A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.16
每股净资产（元）	2.93
净资产收益率（%）	5.32
息率（分红/股价）	0
总股本（万）	100560
流通A股（万）	48684

国都证券研究所

北京市东直门南大街3号国华投资大厦

研究员：王明德

电话：010—84183372

E-mail: wangmingde@guodu.com

联系人：徐昊

电话：010—84183293

E-mail: xuhao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 09 年蕃茄酱销量 39.5 万吨，销售收入增长 8.4%；假设 09 年白糖销量 36 万吨，销售收入增长 2.53%。
- 2、假设 09 年蕃茄制品毛利率 35.33%，假设 09 年白糖毛利率 33.54%。
- 3、上半年净利润增长主要来自费用规模下降，下半年销量增加，费用可能增长，假设 09 年、10 年期间费用占比 21%。
- 4、假设 09 年、10 年公司享受的所得税优惠政策不变。

1.2 中粮屯河销售收入预测

表1 中粮屯河销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009E	2010E
蕃茄原料收购量（万吨）	226	240	280	320
折酱率	7.8	7.7	7.6	7.6
蕃茄酱产量（万吨）	29	31.2	36.8	42.1
蕃茄酱销量（万吨）	28.9	30.0	35.0	41.5
蕃茄酱售价（美元/吨）	640	969	900	800
人民币汇率	7.4	6.82	6.82	6.82
蕃茄酱折算价格（元）	4736	6607	6138	5456
蕃茄酱销售收入（万元）	137028	198209	214864	226424
蕃茄酱销售成本（万元）	104857	127171	138957	146925
毛利率	23.48%	35.84%	35.33%	35.11%
甜菜收购量（万吨）	304	230	270	310
出糖率	7.5	7.50	7.6	7.6
糖产销量（万吨）	40.5	38.0	36.0	40.8
糖销售均价（元/吨）	3910	3604	3900	4200
糖销售收入（万元）	158446	136936	140400	171316
糖销售成本（万元）	102701	103237	93312	110784
毛利率	35.18%	24.61%	33.54%	35.33%
其他销售收入（万元）	8154	14109	15520	17072
其他销售成本（万元）	5944	10501	11640	12633
毛利率	27.10%	25.57%	25.00%	26.00%
营业收入（元）	2,976,684,768	3,430,417,241	3,529,858,576	3,949,007,189
营业成本（元）	2,082,563,623	2,368,763,586	2,268,351,471	2,514,184,405
营业利润率	30.04%	30.95%	35.74%	36.33%

资料来源：国都证券研究所

1.3 中粮屯河盈利预测

表2中粮屯河盈利预测表

科 目	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	2,976,684,768	3,430,417,241	3,529,858,576	3,949,007,189
营业收入(元)	2,976,684,768	3,430,417,241	3,529,858,576	3,949,007,189
二、营业总成本(元)	2,762,628,618	3,222,964,446	3,089,412,725	3,422,982,969
营业成本(元)	2,082,563,623	2,368,763,586	2,268,351,471	2,514,184,405
营业税金及附加(元)	19,179,934	20,404,026	21,179,151	23,694,043
销售费用(元)	327,729,592	365,134,948	370,635,151	410,696,748
管理费用(元)	171,831,888	217,385,967	232,970,666	260,634,474
财务费用(元)	135,784,572	158,925,484	148,254,060	161,909,295
资产减值损失(元)	25,539,009	92,350,435	48,022,226	51,864,004
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)		-8,948,390	3,341,571	3,408,403
投资净收益(元)	22,903,333	75,760,465	32,900,470	43,757,625
四、营业利润(元)	236,959,484	274,264,871	476,687,893	573,190,247
加: 营业外收入(元)	14,204,491	47,816,457	20,364,325	17,309,676
减: 营业外支出(元)	9,214,690	7,648,087	5,817,705	6,399,476
五、利润总额(元)	241,949,284	314,433,241	491,234,512	584,100,447
减: 所得税(元)	(4,523,585)	(4,584,559)	4,961,469	7,009,205
六、净利润(元)	246,472,869	319,017,799	486,273,043	577,091,242
减: 少数股东损益(元)	(1,021,483)	8,113,343	21,450,955	31,525,464
归属于母公司所有者的净利润(元)	247,494,352	310,904,456	464,822,088	545,565,778
每股收益(元)	0.31	0.31	0.46	0.54
每股净资产(元)	1.26	2.87	3.04	3.19
净资产收益率	19.42%	10.79%	15.22%	17.01%

资料来源: 国都证券研究所

2、投资建议

白糖业务在 08 年拖累了全年业绩, 09 年转变为贡献业绩, 糖价牛市可能延续至 2010 年。蕃茄原料基地和外购白糖产能增长是未来公司业绩成长看点。预计公司 09 年每股收益 0.46 元, 10 年动态每股收益 0.54 元, 对应 09 年动态市盈率 27 倍, 10 年动态市盈率 23 倍, 维持公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1: 国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2: 国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内, 股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明: 本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。