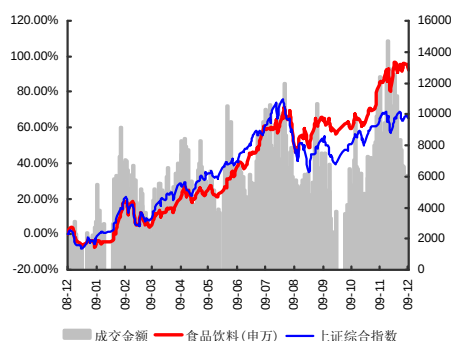


2009年12月25日

——中粮集团系列研究报告之一

所在行业最近52周走势：



报告作者：

行业研究员：周纪庚

联系方式

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

独立性声明：

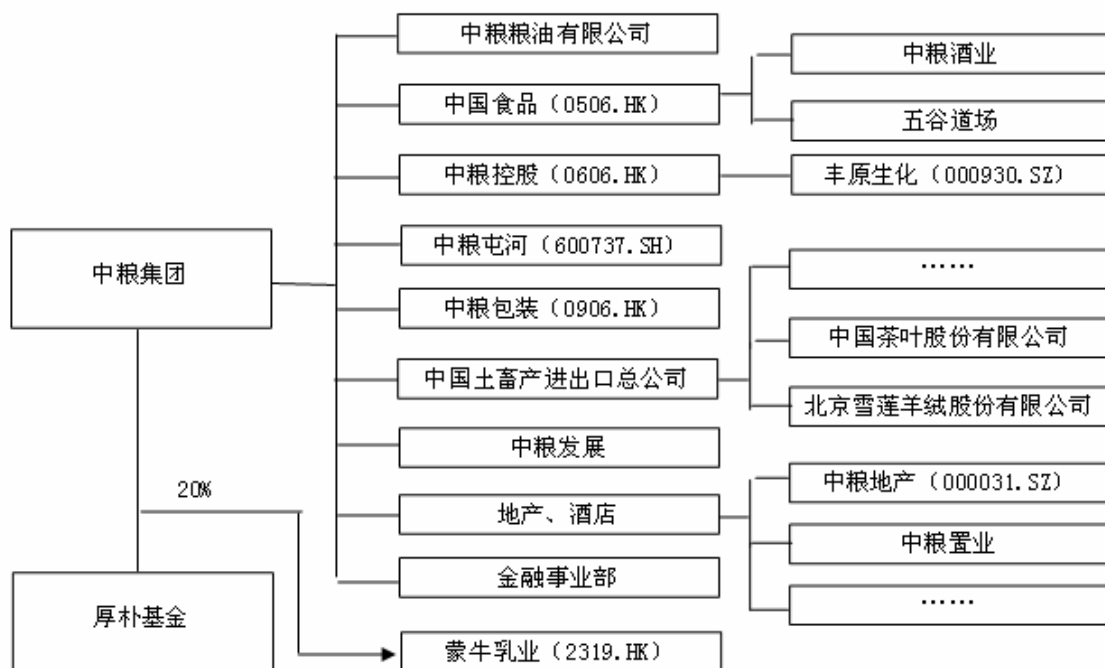
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 中粮集团（COFCO）是中国领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商，目前业务覆盖农产品和食品的外贸、农产品的加工、品牌食品和饮料的制造与销售、中粮屯河、土畜产进出口、包装、地产酒店、金融、中粮发展等9大板块。
- 经过近年一系列的重组和并购，中粮的业务逐渐由上世纪末单纯的农产品和食品的外贸，逐步发展到目前的以粮食贸易、农产品加工、食品和饮料制造为基础，生化能源、包装、地产酒店、金融多元发展的企业集团，这从企业的名称变更中得到很好反映，由最初的中国粮油食品进出口（集团）有限公司变更为中国粮油食品（集团）有限公司，2007年再次变更为中粮集团有限公司。
- 对于未来，我们认为中粮集团仍将围绕业务梳理、分拆上市的战略目标，最终实现集团的整体上市。对于未来的机会，我们认为在中粮包装11月份香港上市后，地产业务的整合将会是近期集团的重点；此外生化能源业务、土畜产进出口业务、五谷道场以及蒙牛等相关业务的整合重组也是我们关注的焦点。
- 本文是我们对于中粮集团研究的开篇之作，后续对集团的业务会单独进行历史与投资机会分析。

中粮集团（COFCO）是中国领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商，目前下设中粮粮油、中粮控股、中国食品、中国土畜、中粮屯河、中粮包装、中粮发展、地产酒店、金融等9大业务主体和板块，拥有中国食品（0506.HK）、中粮控股（0606.HK）、蒙牛乳业（2319.HK）、中粮包装（0906.HK）4家香港上市公司，中粮屯河（600737）、中粮地产（000031）和丰原生化（000930）3家内地上市公司。

图表 1：中粮集团下属企业构成



资料来源：国联证券研究所

注：五谷道场、丰原生化尚未进入到上市公司，目前仅由上市公司管理。

一、中粮集团重组与上市回顾

第一阶段：2004 年以前

最早，中粮是国家政策支持下，单纯经营农产品和食品的外贸公司，正如其当时的名称“中国粮油食品进出口（集团）有限公司”。到了上世纪末，国家主管部门开始推动粮食流通领域的改革，粮食进出口经营权初步放开。这使得中粮在粮油进出口领域的独家垄断地位受到挑战。

为了应对市场竞争，周明臣（中粮前任董事长）开始推动中粮转型。几经耕耘，到 2004 年中粮已在粮食油脂加工、农副产品种植养殖、食品生产、

包装物料生产、地产投资等领域有所斩获，基本形成如今中粮的几大基本业务群，并更名为“中国粮油食品（集团）有限公司”。

鹏利国际是中粮房地产业务的经营主体，2003年4月被中粮集团私有化。当时，香港地产市场人气低迷，进而直接拖累了对地产股的定价。鹏利国际净资产为1.56港元/股，但股价却仅0.4港元左右。在这种情况下，中粮集团自筹7.1亿港元，另向银行借贷3亿港元，以0.74港元/股的价格购回社会公众股东持有的41.06%鹏利国际股份。至此，中粮地产业务从公众视野中消失。

第二阶段：2004年~2006年，宁高宁掌舵中粮开始

2004年，惯于资本运作的宁高宁掌舵中粮，公司业务规模继续膨胀。首先是并购了中国土产畜产进出口总公司，而这种膨胀在中谷粮油集团并入中粮时达到一个高潮。2006年3月，在国资委主导下，中谷粮油集团并入中粮，成为其全资子公司。一时间，中粮资产规模迅速增加100多亿，达到约700亿元。

另外地产业务也出现了实质性进展。2005年11月，中粮集团以8亿元受让深宝恒27806.25万股国有股权（占总股本59.63%）过户手续全部完成，成为其第一大股东。2006年4月25日，深宝恒（000031）更名为中粮地产，标志着中粮集团将其作为运作集团旗下房地产业务的专业平台。中粮集团把已私有化的鹏利国际转移到A股重新上市思路完全浮出水面，即将鹏利国际的资产分步注入中粮地产。

2006年10月，中粮对旗下香港上市公司中粮国际（0506.HK）实施了一套大规模的分拆重组计划：中粮国际以53.3亿元向中粮旗下的中粮香港收购食品、饮料及农业相关业务，并更名为中国食品，专门从事食品和饮料制造，同时将旗下从事农产品加工的中粮控股（0606.HK）分拆在香港主板独立上市。

2006年11月，新疆屯河集团有限责任公司、新疆三维投资有限责任公司、新疆德隆(集团)有限责任公司、上海创基投资发展有限公司所持有的37.2%的新疆屯河投资股份有限公司股权被划转到中粮，同时中粮以现金收购了新疆屯河投资另外12.37%的股权，进而对中粮屯河实现了绝对控股（目前中粮持股59.6%）。

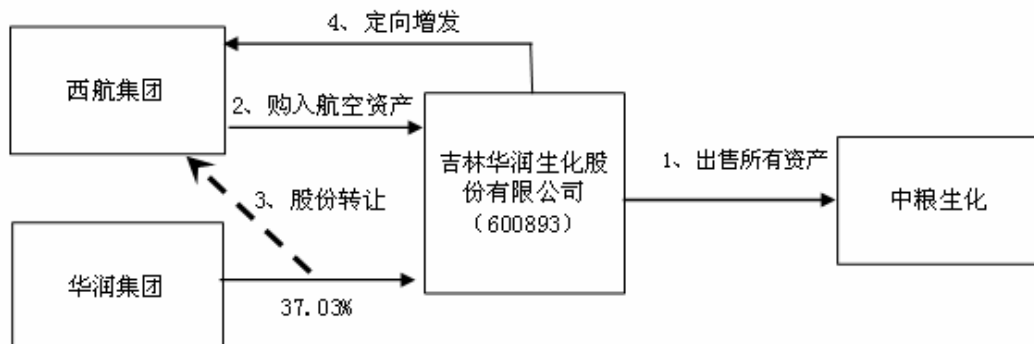
至此，中粮众多的业务板块被归纳为贸易、粮食加工、品牌类食品业务、酒店地产业务、中土畜业务、新疆屯河业务、包装业务、中粮发展（非上市业务）、金融等9大业务。

第三阶段：2007年公司更名为中粮集团有限公司之后

中粮控股从中国食品分拆出来后，逐渐形成生化能源、油脂加工、面粉加工、麦芽加工和贸易、大米加工和贸易等五大业务。2007年4月，中粮集

团收购丰原生化 20.74%的股权，并将其纳入到中粮控股下能源事业部管理（但未注入上市公司）。

图表 2: 中粮集团、华润集团和西航集团重组华润生化路线图



资料来源：华润生化公告、国联证券研究所

2008 年下半年，中粮集团、华润集团和西航集团达成协议，对华润生化（600893）进行重组，整个重组涉及四项交易，首先是华润生化出售所有生化资产给中粮生化，然后从西航集团购入航空资产，华润集团将所有持有的 37.03% 的华润生化股份转让给西航集团，同时华润生化向西航集团定向增发。重组完成后，华润生化转变为以航空发动机批量制造和零部件外贸转包生产为主营业务的上市公司，就是目前的航空动力，而中粮收购华润生化旗下所有的生化资产后，注入到中粮控股生化能源事业部下。

2009 年 7 月中粮集团联合私募股权投资基金厚朴投资公司，以现金每股 17.60 港元，出资逾 61 亿港元，入股蒙牛乳业，并以约 20% 持股比例成为第一大股东。2009 年 11 月 16 日，中粮包装（0906.HK）在香港联交所挂牌上市，至此中粮旗下拥有 7 家上市企业。

二、中粮集团现有业务分析

1. 中粮粮油有限公司：粮食贸易、仓储平台

中粮粮油主要负责小麦、玉米等主要粮食产品的进出口贸易和仓储物流，以及饲料原料、油脂油料、杂粮杂豆、有机产品的国内购销、进出口贸易、仓储等业务。因此从业务范畴上来看，中粮粮油主要从事的是粮食流通领域的业务。

图表 3: 中粮粮油有限公司下属部门及业务分工

下属部门	业务分工
小麦部	中国小麦进出口的主要执行主体；国产小麦的收购、储存和销售业务；参与国内小麦的拍卖业务；

	国家储备粮的保管等业务
玉米部	贯彻执行国家有关玉米进出口的方针政策、法令和条例，确保完成国家下达的玉米进出口任务，从事玉米进出口代理、玉米国内购销等业务
粮贸部	以国内大宗粮食贸易为主线，以玉米、稻谷、小麦等品种经营为重点，开展粮食收购、仓储物流、销区营销和期货套期保值以及承储中央储备粮业务，为集团大宗粮食进出口提供货源和分销，为集团粮食加工企业协同供应原料。
油脂油料部	油脂、油料的国内购销、进出口贸易、仓储、运输、油菜籽加工等业务，主要经营品种有豆油、棕榈油、大豆、油菜籽及其相关产品
饲料部	经营玉米、鱼粉、粕类、木薯类、氨基酸等饲料原料进出口，进口产品的国内分销、仓储，以及复合多维、预混料、浓缩料、配合料等饲料的加工销售业务
综合贸易部	经营杂粮杂豆、有机产品的销售
粮食物流部	建设和管理中粮集团粮食物流供应链的共用节点，打造关键物流平台，提供中转、仓储、配送及信息服务

资料来源：公司网站、国联证券研究所整理

此外，中粮粮油旗下还拥有中谷期货经纪有限公司，该公司原隶属于中谷粮油集团有限公司。自从中谷粮油并入中粮集团后，中谷期货成为了中粮粮油的子公司，在提供期货经纪业务的同时，主要为中粮粮油提供粮食方面的套保服务。

2. 中国粮油控股有限公司（中粮控股 0606.HK）：农产品加工平台

与中粮粮油业务不同，中粮控股主要从事粮食的加工与销售。通过五个业务分部，向国内外客户提供多样化的产品，而且大部分业务均处于市场领先地位。公司目前主要分为五个事业部：生化能源事业部、油脂部、啤酒原料部、小麦加工事业部、大米部。

图表 4：中粮控股下属部门及业务分工

下属部门	业务分工
生化能源事业部	主要分为两大业务板块：一是生物质能源产业，主要是提供清洁环保的绿色能源，目前主要是燃料乙醇的生产；二是生物化工产业，充分利用玉米中富含的淀粉，使其沿食品添加剂的转化路线，目前已形成麦芽糖、果葡糖浆、麦芽糊精等系列产品
油脂部	业务涉及大豆、花生、菜籽等油料加工以及深加工，食用植物油精炼，磷脂、小包装食用油、特种油、精品油、粕类生产
啤酒原料部	融贸易和实业为一体，专门从事啤酒大麦的进口、销售及啤酒麦芽的生产与加工
小麦加工事业部	经营面粉，面条，烘焙食品及其它面粉制品
大米部	融贸易和实业为一体，负责大米的进出口自营、代理及加工、销售业务

资料来源：公司网站、国联证券研究所根据公开资料整理

生化能源事业部除了公司现有的生化资产外，还负责管理丰原生化。此外，作为粮食加工业务的必要补充，中粮控股旗下成立了中粮期货经纪有限公司，一方面可以为集团提供粮食的套保和交割服务，另一方面期货公司作为金融机构，为中粮集团金融业务的发展打下了基础。

3. 中国食品有限公司（中国食品 HK0506）：食品和饮料业务

中国食品主要业务包括四项核心食品相关业务：（1）酒类：制造、销售及买卖葡萄酒及其它相关饮料；（2）饮料制造与销售；（3）糖果：生产及分销巧克力及其它相关产品；（4）小包装食用油业务：榨取、提炼及买卖食用油、豆粕及相关产品。自从中粮控股分拆出去后，公司更专注于品牌食品和饮料业务，目标是发展成为中国品牌食品行业的领导者。

图表 5：中国食品下属部门及业务分工

下属部门	业务分工
酒类业务： 中粮酒业有限公司	专业化、一体化的酒类品牌运营商，目前主要经营葡萄酒业务，并涉足黄酒、洋酒等相关业务，旗下拥有长城、君顶、黄中皇、孔乙己等品牌
饮料业务： 中粮可口可乐饮料有限公司	作为中粮集团有限公司和可口可乐公司的结晶，中粮可口可乐目前控股管理国内九家可口可乐饮料生产销售企业，拥有十五个省、市、地区的可口可乐系列产品经营权，并通过参股方式参与多家可口可乐装瓶企业的管理工作
小包装食用油业务	经营小包装食用油、调味品（芝麻香油）
糖果业务	专业从事巧克力、糖果生产和销售业务，主要经营“金帝”品牌

资料来源：公司网站、国联证券研究所根据公开资料整理

除了上述四项主要业务外，中国食品还负责管理中粮五谷道场食品有限公司。这样一方面符合中国食品专注于品牌方便食品的目标，另一方面五谷道场可以借助集团在面粉、油脂、酱料、香精等方便面上游产业的原料控制能力，开展方便面产品的生产与销售。

4. 中国土畜产进出口总公司

中国土畜产进出口总公司是目前中国土畜茶领域唯一的大型国家级企业，公司致力于生产与销售三大类产品：木材、香料、蜂蜜等土产类产品；羊绒、裘皮、革皮、羽绒等畜产类产品；绿茶、乌龙茶、红茶、花茶、白茶、黑茶等茶叶类产品。2004 年中土畜公司在与中粮集团实施并入式重组后，步入了全新的发展阶段。

图表 6: 中土畜下属部门及业务分工

下属部门	业务分工
木材部	主营原木、板材、单板、木地板及木制品的收购、加工与销售
中国茶叶股份有限公司	从事茶叶生产加工贸易, 旗下拥有“中茶”、“猴王”、“蝴蝶”、“海堤”等多个知名品牌。
北京雪莲羊绒股份有限公司	业务涵盖羊绒原料收购、羊绒制品生产、品牌营销等多个环节, 通过对雪莲品牌内涵的重塑以及对雪莲渠道的整合, 让消费者体验到更为年轻、时尚的新“雪莲”形象。
中土畜三利香精香料有限公司	专业从事天然香料、合成香料及松香产品的生产销售

资料来源: 公司网站、国联证券研究所根据公开资料整理

5. 中粮屯河股份有限公司（中粮屯河 600737）（59.6%）

中粮屯河主营番茄加工及贸易、制糖及贸易、林果加工及贸易三大业务。中粮屯河是世界第二、亚洲最大的番茄加工企业, 在新疆、内蒙古地区拥有 50 万亩的番茄种植基地, 共有 21 家番茄制品加工企业, 现已具备日处理鲜番茄 4.62 万吨、年产 33 万吨番茄酱、3000 吨番茄粉、10 吨番茄红素的生产能力。番茄酱出口量占据了全球贸易量 15% 的份额, 占中国番茄制品出口总量的 50%。

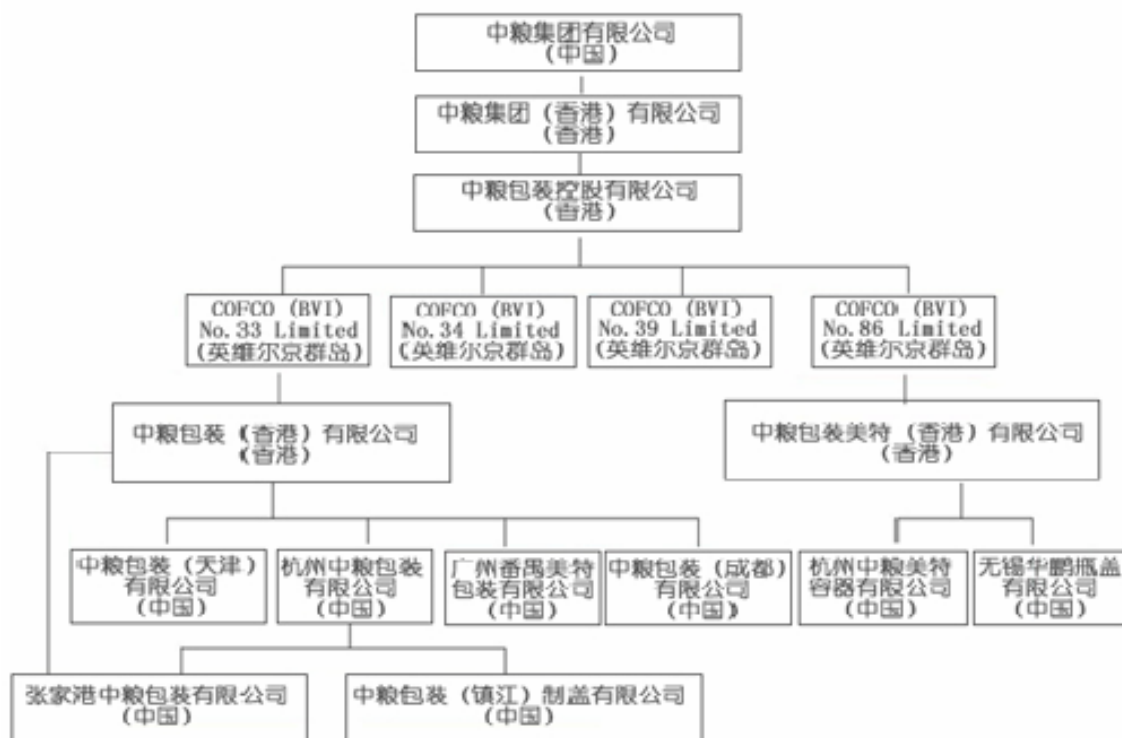
中粮屯河在新疆拥有 40 万亩丰产高品质甜菜基地, 旗下 9 家糖厂年制糖能力达到 45 万吨, 是中国最大的甜菜糖生产商, 生产的白砂糖、绵白糖等产品拥有良好的声誉和优质的客户群, 已与可口可乐、卡夫、伊利及蒙牛等知名企业建立了长期合作关系。

此外, 中粮屯河旗下还拥有 4 家果品加工企业, 10 万吨鲜杏的加工能力, 具有 1.8 万吨杏浆的年生产能力。主要产品杏浆远销欧洲、俄罗斯等地区和国家。

6. 中粮包装控股有限公司（中粮包装 0906.HK）（72.3%）

中粮包装控股有限公司, 是综合性消费品金属包装领域的龙头企业, 是中国最大的金属包装集团, 是中粮集团主要业务之一。公司拥有三片饮料罐、食品罐、气雾罐、金属盖、印涂铁、钢桶和塑胶等七大类主要包装产品, 主要应用于食品、饮料、日化等消费品包装, 深度覆盖茶饮料、碳酸饮料、果蔬饮料、啤酒、乳制品、日化等消费品包装市场, 在多个细分市场领域均排名第一位, 获得了众多国内外知名品牌客户的青睐和信任。主要经营品牌有 CPMC、中粮美特、华鹏。

图表 7: 中粮包装业务结构



资料来源：中粮包装年报

7. 地产酒店

中粮集团的房地产业务包括四大板块，即房地产开发与销售，酒店，旅游地产和物业管理。

鹏利国际最早作为中粮集团的房地产业务平台，自从2003年被私有化之后，其业务逐渐向内地转移。此后中粮集团收购深宝恒（000031）并更名为中粮地产，并以此为平台开始新的房地产开发业务。

目前中粮集团的地产业务除了鹏利国际之外，主要集中在中粮地产和中粮置业，但这两家经营重点各有侧重。中粮地产主营住宅地产开发、工业地产开发，成功开发了香港鹏利中心、北京名都园、北京中粮广场、上海鹏利海景公寓、广州都市华庭、成都凯莱帝景、沈阳鹏利广场、厦门鹭江海景花园、广州科学城等项目。

中粮置业主要从事高品质商业地产开发与经营，主要业务有北京西单大悦城、北京朝阳大悦城、天津大悦城、北京中粮广场、上海中粮广场、广州鹏源大厦、凯莱物业管理有限公司。

旅游地产业务主要集中在中粮（海南）投资发展有限公司，旗下拥有三亚亚龙湾开发股份有限公司和中谷集团三亚贸易有限公司，主要经营亚龙湾

国家旅游度假区、蝴蝶谷、滨海公园、虹霞岭别墅、湖滨商业街、蓝色海岸等项目。

酒店业务目前由酒店事业部负责，下设酒店投资部和凯莱国际酒店管理有限公司，分别负责酒店投资和管理。凯莱国际酒店管理有限公司目前管理着凯莱大饭店、凯莱大酒店、凯莱商务酒店及凯莱度假酒店等 16 家不同星级的连锁酒店，超过 4500 间客房。管理的主要酒店有北京凯莱大酒店、三亚凯莱度假酒店、三亚仙人掌度假酒店、以及海南华运凯莱大饭店、重庆万州凯莱大酒店、西安天域凯莱大酒店、哈尔滨松花江凯莱花园大酒店等等。

8. 金融事业部

金融事业部主要从事中粮金融类资产的中、长期投资管理，目前旗下管理着中英人寿保险有限公司和中怡保险经纪有限公司，均由中粮集团与国际行业领先的保险公司、保险经纪公司合资组建而成，致力于为客户量身打造全方位的保险服务产品。

9. 中粮发展

中粮发展是专职清理中粮集团特殊资产的业务部门，范围包括集团明确定性的不良资产（股权、债权、物权等）以及不符合集团发展战略、非主营业务和即将退出行业的资产。

三、中粮集团重组机会把握

（1）丰原生化（000930.SZ）相关重组机会：与中粮控股（0606.HK）旗下生化能源事业部同业竞争，重组势在必行

传统的玉米贸易主导地位为中粮集团赢得了众多海外客户和良好的业界口碑，同时在很长一段时期内，中粮的玉米加工领域相对薄弱。2005 年，中粮在延续传统玉米贸易的同时，又开始进入玉米加工领域。当时并入中粮集团的两家企业是华润酒精和黄龙淀粉，这是两家发展历史、工艺路线、产品组合迥异的企业，因原料均始于玉米，而殊途同归加盟中粮，分别开启了中粮发展生物质能源和生物化工产业的帷幕，也是中粮控股旗下生化能源事业部的前身。之后又分别收购了丰原生化 20.74% 的股权以及华润生化的资产。

图表 8：中粮控股旗下主要生化能源资产

中粮生化能源业务主体	主要资产
------------	------

中粮控股旗下生化能源事业部	中粮生化能源（肇东）有限公司（100%） 中粮生化能源（公主岭）有限公司（100%） 中粮生化能源（榆树）有限公司（100%） 吉林中粮生化能源销售有限公司（100%） 广西中粮生物质能源有限公司（85%） 吉林燃料乙醇有限责任公司（20%） 中粮生化能源（衡水）有限公司 吉林中粮生化有限公司 吉林中粮生化包装有限公司 中谷天科（天津）生物工程有限公司。
资料来源：公司网站、国联证券研究所根据公开资料整理	

丰原生化由中粮控股下生化能源事业部管理，但一直以来并没有并入中粮控股，两者之间存在明显的同业竞争关系。而中粮在收购丰原生化时各方约定，在入股丰原生化后，在现有产业基础上，根据公司业务发展的需要，逐步投入相应资金，支持丰原生化做强做大生物质能源和生物化工产业等核心业务。同时我们看到，中粮控股其余四大业务板块主要是对粮食的初加工产品和销售，而生化能源产业作为玉米产业链上的深加工，与中粮控股整体上的发展方向有差异。同时，中粮控股下的生化能源产业业务也逐渐清晰，主要以非粮生产燃料乙醇为主，这将是未来燃料乙醇发展方向，但目前来看在工艺、规模和成本上存在问题，效益并不理想，因此一直以来并未注入到丰原生化中。我们认为，从合理性来看，未来中粮集团会将中粮控股旗下生化能源事业部注入到丰原生化中，而将玉米深加工业务彻底从中粮控股中剥离出来单独上市的可能性较大。但从实现的难易程度来看，该方案获得丰原生化股东通过的难度较大（控股比例不高）。

图表 9：丰原生化目前市场及经营表现（209-12-23）

股价 (元)	股本 (亿)	市值 (亿元)	资产 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2008	2009E	2008	2009
7.65	9.64	75	67.8	0.056	0.17	136.6	45

数据来源：WIND、国联证券研究所

当然也存在另外一种可能，那就是中粮控股向丰原生化现有股东定向增发收购其资产，而将丰原生化作为壳资源售出。虽然从实现的可能性来看，这个方案更容易得到中粮控股股东的通过，但这将形成中粮控股下拥有全部生化能源业务的局面，而从现有丰原生化的资产总额已经达到 67.8 亿元，加上中粮控股旗下生化资产，其资产规模将超过 100 亿，如此巨大的资产集中在上市公司下，不符合中粮集团将业务分拆上市的发展方向。

(2) 中粮酒业相关重组机会：合久必分

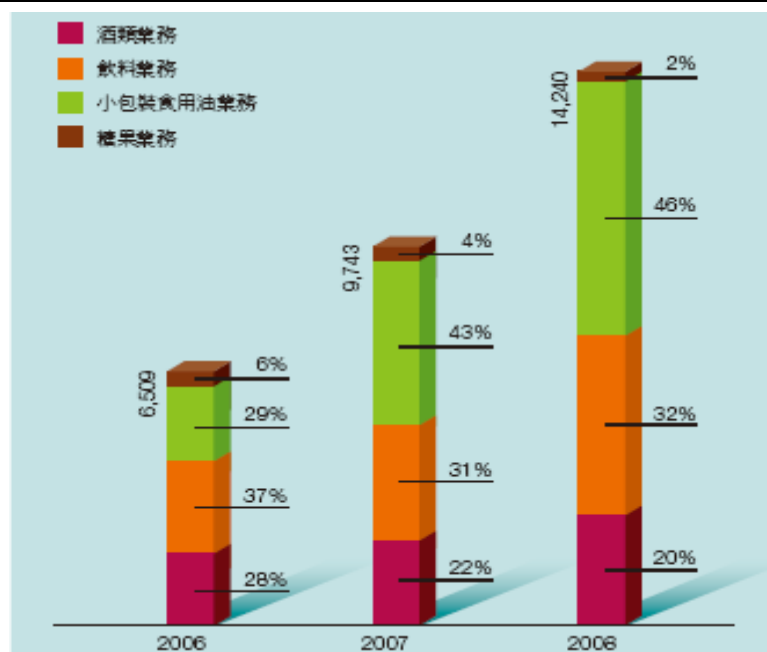
在中粮控股从中国食品中分拆上市的时候，市场就有预期，中粮集团要将中粮酒业分拆上市。因为中粮集团一直有做大红酒业务的预期，在整合三大酒厂的同时，中粮酒业又新建了一家葡萄酒厂，力图打造中国葡萄酒行业最豪华的生产阵容。而此前中粮集团没有将中粮酒业分拆上市的原因主要有两点：一是虽然中粮在收购华夏长城和烟台长城后统一了长城品牌 LOGO 和瓶标，但产品形象并不统一，而且三家长城产品市场存在明显交集，兄弟品牌之间内都屡见不鲜；二是一旦将中粮控股和中粮酒业一起分拆，那么中国食品剩下的盘子将太小。

图表 10: 中国食品旗下酒类资产

酒类业务经营主体	旗下主要资产
中国食品 (0506.HK)	中国长城葡萄酒有限公司 (100%)
	中粮绍兴酒有限公司 (100%)
	中粮长城葡萄酒 (烟台) 有限公司 (100%)
	烟台长城酒业销售有限公司 (100%)
	中粮华夏长城葡萄酒有限公司 (100%)
	秦皇岛华夏长城酒业有限公司 (100%)
	中粮酒业有限公司 (100%)
	中粮华夏红酒业 (深圳) 有限公司 (80%)
	中粮君顶酒庄有限公司 (55%)

资料来源：公司网站、国联证券研究所根据公开资料整理

图表 11: 中国食品四大业务近年收入结构 (百万港元)



资料来源：中国食品 2008 年年报

经过近两年的发展，这两个问题已经得到解决。在奥运战略框架之下，中粮酒业明确了长城今后主打产品阵容的构成，明确了星级系列、小产区系列、庄园系列、海岸系列为长城今后的主力型产品后，庞杂的长城产品阵容开始有了一个清晰的划分，逐步成为了专业化、一体化的酒类品牌运营商。2008 年的年销售收入已经超过 28 亿元，基本与上市公司张裕接近，酒类收入在中国食品中的占比也是逐年下降，2008 年占比为 20%。

因此从目前来看，中粮酒类产品阵容比较清晰，而且剔除酒类资产后，中国食品仍是一个年收入超 100 亿元的大集团。我们认为，目前中粮酒类资产分拆上市的时机已经成熟。预计可能的方案将会是，中粮酒业有限公司向控股股东中国食品增发，收购其他的酒类资产，然后从中国食品中分拆上市。

遗留问题：五谷道场与中国食品（0506.HK）

2009 年 2 月 26 日，中粮正式进驻五谷道场。中粮此番以 1.09 亿元现金，重组五谷道场涉及的资产主要是五谷道场在北京的两个工厂，一个是北京房山的方便面生产工厂，一个是中旺面粉厂。五谷道场在山东、广东、江西、四川、甘肃等地还有生产基地。未来中粮有规划继续参与五谷道场在山东、江西、广东、四川等地的非油炸方便面资产的重组。

中粮的目标是形成方便食品业务组合，因此中粮旗下成熟的食物业务会陆续放入其在香港的上市公司中国食品（0506.HK）旗下。因此，待重组完成后，五谷道场将成为成熟的方便食品业务注入到中国食品。目前来看，五谷道场的管理已经纳入中国食品，未来注入只是个时间问题。

未来的拓展：将方便食品进行到底

通过重组五谷道场，中粮成功进入方便食品行业。一直以来，中粮希望旗下各个业务能进入价值链上游，推出有竞争力的终端产品，而不仅仅做价值链下游的原料商。目前，中粮在面粉、油脂、酱料、香精等领域居于国内领先地位，拥有方便面上游产业的原料控制能力。同时拥有福临门、长城、金帝等下游渠道支持，进入方便食品行业有一定基础。未来公司很可能将在微波食品、冻干食品等业务板块进行并购，以增强公司在下游方便食品的业务种类。

（3）中粮地产（000031）相关重组机会：业务结构日趋清晰，

近日，中粮集团董事长宁高宁在出席中粮控股董事学会颁奖礼后表示，中粮集团对于分拆业务上市未有明确时间表，目前属于内部规划阶段，但集团有意将酒店、房地产及商业业务分拆上市。

同时，中粮集团在 2007 年中粮地产配股时曾作出承诺：“中粮集团将以中粮地产作为整合及发展中粮集团房地产业务的专业平台，在战略规划上，中粮集团目前拟将中粮地产作为集团住宅地产业务发展的平台，并采取有效措施避免同业竞争。”（来源：中粮地产 2009 年中报）

图表 12：中粮地产目前市场及经营表现（209-12-23）

股价 (元)	股本 (亿)	市值 (亿元)	资产 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2008	2009E	2008	2009
10.57	18.13	196	97	0.08	0.15	132	70.5

数据来源：WIND、国联证券研究所

为此，中粮地产在年度报告中披露，未来中粮集团将向公司转让其直接或间接持有的地产企业，主要包括：

图表 13：中粮集团未来将注入中粮地产的企业

预注入资产	进展情况
上海加来房地产开发有限公司 51%的股权	实施中
苏源集团江苏房地产开发有限公司 90%的股权	实施中
万科中粮(苏州)置业有限公司 49%的股权	实施中
苏州苏源房地产开发有限公司 90%的股权	实施中
北京中粮万科假日风景地产开发有限公司 50%的股权	实施中
沈阳鹏利广场房产开发有限公司 100%的股权	尚未实施
卓远地产(成都)有限公司 100%的股权	尚未实施
鹏利国际(四川)置业有限公司 70%的股权	尚未实施
杭州世外桃源房地产开发有限公司 90%的股权。	尚未实施

资料来源：中粮地产公告

既然中粮地产（000031）作为中粮集团住宅地产业务开发的平台，未来中粮集团仍会将旗下住宅地产资源注入到中粮地产。而随着住宅地产业务逐渐进入到中粮地产，那么剩下的地产业务就主要包括商业地产、旅游地产和物业管理，属于商业类的地产。从目前的发展来看，中粮置业业务主要集中在商业地产和物业管理，未来置入旅游地产业务后，将与中粮地产共同构筑中粮集团地产业务的两面大旗，而其分拆上市也就是情理之中。

酒店业务：目前集团的酒店业务都集中在酒店事业部，主要包括酒店的投资和管理，这一块业务目前来看已经发展的比较完善和成熟，而且从业务归属上来看，也比较简单，隶属于集团酒店事业部。因此，从未来来看，一旦集团内部规划制定完成，集团酒店资产整体上市将为期不远。

四、中粮集团未来扩张之路

(1) 肉制品业务有望获得重视

中粮肉食投资有限公司主要从事猪、鸡的饲养、屠宰和销售，鸡肉熟制品及方便速冻食品加工，以及肉类产品进口和销售，基本上覆盖了整个禽畜产业链，形成了完整的业务模块。一直以来存在的问题是没有形成规模效应，但既然中粮集团将其作为单独的一个业务主体存在，而没有将其纳入中粮发展（类似于“打入冷宫”），表明中粮在肉制品业务存在想法，未来将其做大的可能性较大。

目前肉制品行业主要是双汇发展和雨润食品占据较大份额，中粮要想在较快的时间内扩大规模，必然要通过收购来进行。对于资本市场而言，我们需要寻找的是未来中粮可能收购的上市公司，鉴于此，我们寻找了一些标的企业，这些企业虽然规模不如双汇和雨润，但都在区域市场上占据一定的地位，而且从资产规模来看并不是很大，收购相对容易。

图表 14：中粮肉制品业务未来可能收购的公司

名称	主要产品	总市值	总资产	EPS（元）		PE（倍）	
		（亿）	（亿元）	2008	2009E	2008	2009E
福成五丰	冷冻食品、禽畜养殖、肉制品	19	6.3	0.07	0.06	100	123
新五丰	禽畜养殖、肉制品、饲料	20	7.1	0.05	0.12	249	94
高金食品	禽畜养殖、肉制品	21	11	0.04	0.15	334	88
正邦科技	禽畜养殖、肉制品、饲料	25	15	0.15	0.26	78	43

资料来源：WIND 国联证券研究所

其中我们认为，新五丰的大股东是湖南省粮油食品进出口集团有限公司，与中粮可谓是一系统，未来在收购上操作起来较为容易，而且从业务上来看，新五丰还涉及到种猪培育，与中粮肉食能够形成很好的互补。因此我们认为，中粮未来发展肉制品产业，新五丰会是不错的选择。

(2) 依托蒙牛乳业（2319.HK）（20%），涉足乳品上下游产业

2009年7月6日中粮集团宣布联手厚朴基金共同组建一家新的公司（中粮集团持股70%），并以17.6港元/股的价格投资61亿港元收购蒙牛发新股后20%的股权。至此，中粮集团开始涉足乳制品业。

对于中粮收购蒙牛，首先我们来分析一下中粮的意图。作为成熟的食品业务，乳制品业涉及的产业链较长，在食品中属于比较大的一块业务，而最为国内最大的粮食食品集团，必然不会放过这块“肥肉”。同时经历过三聚氰胺事件后，国家对乳制品安全控制提到新的高度，而首先会表现在股权控制

上，伊利已经是国有控股，于是民营发家的蒙牛成为首选，而此刻蒙牛也正遇到了快速发展后的瓶颈，于是两者一拍即合。

其次，对于中粮在蒙牛未来可能出现的动作，我们认为中粮入主蒙牛尚处于乳品行业中下游，根据中粮一贯的产业链覆盖作风，未来必将在做深做透乳品中下游的同时，积极地拓展上游产业。同时这也符合乳品行业发展的趋势，因为乳品安全主要是奶源安全。因此，中粮未来继续增持蒙牛的可能性极大。

（3）食品配料（调味品）业务未来会加强

从现有中粮集团的业务结构来看，在粮食和农产品这一块，主要涉及到粮食贸易、粮食加工、食品饮料制造，基本上覆盖了整个食品范畴，从主食到方便食品，再到饮料、糖果，而相对来说，在细分的调味品子行业涉足相对薄弱，除了中粮屯河的番茄酱、糖之外，基本没有其他产品。对于这一块，中粮集团也会有所行动。我们选取了目前最有可能的标的企业，列表如下：

图表 15：中粮集团未来可能收购的企业

名称	主要产品	总市值	总资产	EPS（元）		PE（倍）	
		（亿）	（亿元）	2008	2009E	2008	2009E
莲花味精	调味品、淀粉类、复合(混)肥、其他农产品、热力	65	37	0.01	0.02	527	310
恒顺醋业	调味品、罐头食品、蔬菜加工制品、饮料、保健食品、住宅楼盘	16	28	-0.38	0.22	—	59
啤酒花	调味品（番茄酱）、粮食、啤酒、饮料、植物及花卉	31	11	0.21	0.12	41	71

资料来源：WIND 国联证券研究所

至于这些收购的资产如何安置，这要取决于中粮集团对这些资产是怎么定位的。我们认为，注入中粮屯河的可能性较大，一方面从产品来看，中粮屯河生产的番茄酱和糖都属于调味品，产品分类上是一致的；另一方面，从体量上来看，目前中粮屯河的资产规模为 69 亿元，相对其他中粮旗下上市公司，仍有注入空间。

至此，经过上面的分析，我们认为未来中粮集团在实现整体上市的过程中，会新产生 5 家左右的上市企业。与此同时，明年的央企改革也将进入最为关键的一年，从管理层的角度来看也会是希望取得较大突破的。因此我们认为中粮集团借着这个东风将会加快旗下业务的整合，尽快实现整体上市，未来值得重点关注。我们也将后续推出系列报告，进行持续的跟踪。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。