

中性-A (维持)

新中基 000972.SZ

当前股价: 12.29 元  
2010 年 6 月 1 日

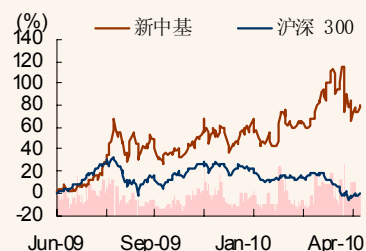
## 迎来公司及行业基本面双复苏

### 基础数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 上证综指       | 2592      |
| 总股本(万股)    | 48205     |
| 已上市流通股(万股) | 41907     |
| 总市值(亿元)    | 72        |
| 流通市值(亿元)   | 63        |
| 每股净资产(MRQ) | 2.4       |
| ROE(TTM)   | -2.1      |
| 资产负债率      | 78.0%     |
| 主要股东       | 新疆生产建设兵团投 |
| 主要股东持股比例   | 7.5%      |

### 股价表现

|      |    |    |     |
|------|----|----|-----|
| %    | 1m | 6m | 12m |
| 绝对表现 | 28 | 49 | 113 |
| 相对表现 | 44 | 68 | 111 |



### 相关报告

- 1、《新中基-新榨季产量及盈利有望创新高》2009/7/29
- 2、《新中基-巨亏为法国普罗旺斯经营不善及金融衍生品所累》2009/4/27
- 3、《新中基-08年开始真正受益番茄酱价格上涨》2008/4/16

### 朱卫华

0755-82943101  
zhuweihua@cmschina.com.cn  
S1090203100034

### 黄珺

0755-82943241  
huangj@cmschina.com.cn  
S1090208040189

### 研究助理

### 董广阳

0755-82943140  
donggy@cmschina.com.cn

向农六师及兵团定向增发和引进战略投资者益海嘉里后, 公司的高负债率得到充分缓解, 小罐酱的先发优势也正面临较好的发展时机及平台, 同时行业面由于预期的全球原料减产开始触底反弹, 公司及行业基本面均见底复苏, 值得长期关注。

- **定向增发完成及与益海嘉里合作, 负债率大幅降低, 轻装上阵。**4月底公司完成定向增发, 募集5.8亿, 解决收购五家渠产生的债务及补充流动资金, 紧接着5月引进战略投资者益海嘉里, 对其出让公司番茄酱核心资产30%的股权, 作价8-10亿, 预计两事项给公司提供14-15亿现金, 负债率可从目前77%的高位降低到50%以下, 大大节省财务费用, 与出让股权的摊薄抵消后仍有正收益。
- **行业逐鹿下游产品及非洲、国内等新兴市场, 新中基自身先发优势及益海嘉里的助一臂之力助公司下游发展壮大。**近年来番茄酱加工出口有两个趋势, 一是小包装出口比例的增加, 二是市场的转变, 到欧洲传统市场的出口量基本稳定, 到新兴市场如非洲及国内的销量增长迅速。新中基是国内最早开始生产小包装产品及最早打入非洲市场的企业之一, 08年小罐酱出口量一度占全部小包装出口量的60%以上, 占非洲市场60-80%, 与益海嘉里展开合作后, 可与之共享其非洲及国内市场成熟的米、面、油终端渠道及品牌, 进一步提高小罐酱盈利能力及巩固龙头地位。
- **预计本榨季三主产地番茄原料减产, 行业进入筑底阶段。**10/11榨季, 美国加州因种植意愿下降、欧洲因持续降雨天气及补贴逐步取消、中国新疆因低温天气等均有较大幅度减产, 预计全球工业番茄产量较上一榨季下滑10%左右。中国番茄酱出口经过18个月下跌从1200美元/吨的高点跌至550美元/吨以下, 目前行业正处在去库存阶段, 预计未来价格将稳步复苏。
- **投资建议: 短中长期皆有看点, 长期关注。**从公司业绩出发, 短期看财务费用降低, 中期看行业复苏, 远期看下游小罐酱的厚积薄发及合作进展。微调未来三年盈利预测至0.16元、0.36元、0.4元, 短期相对估值均远高于A股及农业股平均水平, 维持中性的评级, 长期发展前景明朗, 维持A的评级, 建议长期关注。

### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 2043  | 1660  | 1825   | 2268  | 2601  |
| 同比增长      | -15%  | -19%  | 10%    | 24%   | 15%   |
| 营业利润(百万元) | -85   | -12   | 135    | 308   | 391   |
| 同比增长      | -311% | -87%  | -1274% | 128%  | 27%   |
| 净利润(百万元)  | -66   | 26    | 77     | 175   | 223   |
| 同比增长      | -188% | -139% | 196%   | 128%  | 27%   |
| 每股收益(元)   | -0.14 | 0.05  | 0.16   | 0.36  | 0.46  |
| PE        | -68.2 | 173.8 | 58.7   | 25.7  | 20.3  |
| PB        | 4.1   | 3.9   | 1.6    | 1.5   | 1.4   |

资料来源: 招商证券

## 1、定向增发完成及与益海嘉里合作，负债率大幅降低，轻装上阵

**4月完成定向增发募集5.8亿，主要解决收购五家渠产生的债务及补充流动资金。**4月28日公司完成对农六师及兵团等定向增发，募集资金5.8亿元，其中4.6亿用于偿还母公司债权，其余1.2亿用于偿还借款。偿还的债权一是09年4月与农六师组建五家渠公司时所产生的对农六师4.1亿股权转让款负债，二是每年收购原料时兵团所提供的资金支持所产生的5000万负债。

**5月11日开始与益海嘉里的合作，益海嘉里以现金方式增持子公司30%股权，作价8-10亿。**公司与益海嘉里签订的战略合作框架协议为，益海嘉里以现金方式对公司控股子公司进行增资，各占新疆中基（上市公司中基实业持股92.31%）和天津中辰（上市公司持股66%）30%的股权，其中新疆中基又控股内蒙中基（100%）及五家渠公司（100%），即相当于上市公司所有番茄酱加工资产打包的30%，具体交易方案尚未公布，预计几大块业务的净资产为：新疆中基+内蒙中基14亿、天津中辰2.5亿、五家渠公司10亿，共计26.5亿，以不超过经评估的相应净资产值的价格认购股权，预计总金额在8-10亿。

**困扰公司多年的高负债率得到解决，未来财务费用的降低为公司贡献最直接的增长。**定向增发的完成和引进战略投资者分别给公司带来产能扩大、资源增加、管理水平提升等利好，但我们觉得首当其冲的负债的降低带来的好处。从2000年上市以来，公司扩张步伐不断，在国内乃至国际番茄酱加工龙头企业地位确立的同时，负债率也逐年攀升，09年资产负债率达到77%的高点，短期借款占总负债的近半，短贷长投的局面延续已久，即便是番茄酱加工较为景气07、08年也没有缓解。截至一季度末，公司负债合计46亿，其中流动负债32亿，短期借款22.25亿，且三季度番茄原料收购即将开始，季节性资金需求在8-10亿，账面货币资金仅4.69亿，若没有此次融资及引进战略投资者，仍需增加银行短期借款，估计年度财务费用将达2-2.5亿，近两个月15亿资金对公司无疑是雪中送炭。上半年番茄酱出口均价为700-750美元，接近公司09年的完全成本，单独财务费用的成本就将近150美元/吨，预计未来三年单位财务费用会逐步减少至目前水平一半，与出让股权造成的摊薄进行抵消，还将有正收益。

**北新路桥的股权及益海嘉里的合作为后续资金提供保障。**公司为大型农产品加工企业，随着产能的扩张，对资金的需求源源不断，即使是负债率降低到50%以下，也仍需充裕的资金来源，过去仅有农垦兵团，未来加上世界500强的益海嘉里的支持，才能与有强大中粮集团支持的同行中粮屯河相抗衡。此外，公司参股北新路桥（002307），持有2811.6万股，2010年11月可解禁，预计将带来7-8亿收入和5-6亿的盈利，公司资金面进一步好转。

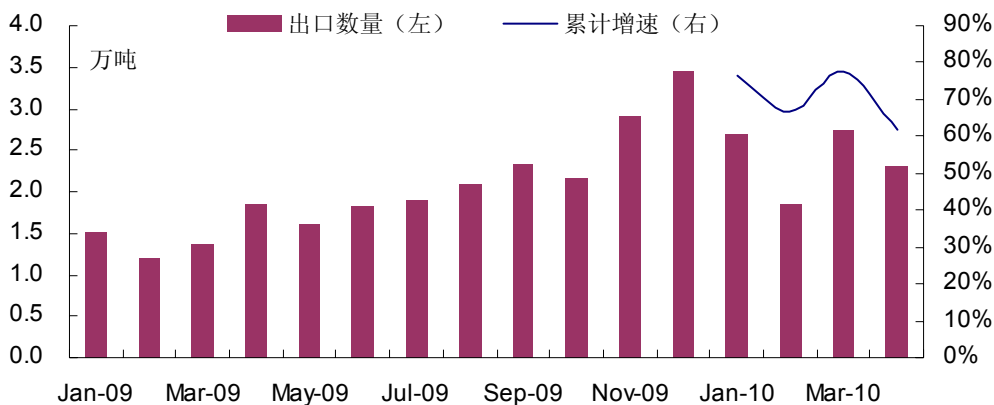
## 2、行业逐鹿下游产品及非洲、国内等新兴市场，新中基本身优势突出，益海嘉里助一臂之力

近年来番茄酱产业发生了较大的两个变化，一个是小包装出口比例的增加，随着大桶酱价格的大起大落及毛利率的走低，许多大桶酱出口企业都向下游小包装延伸，以提高及稳定盈利水平，04年之前小包装的出口量仅占番茄酱罐头不到10%，而后逐步提升到目前的30%（见图1）；第二是市场的转变，到欧洲传统市场的出口量基本稳定，到新

兴市场如非洲及国内的销量增长迅速。非洲市场处于成长期，有番茄酱消费习惯，近两年国内出口非洲的番茄酱数量快速增长，09 年出口 24 万吨占全部出口量的 32%，近 5 年复合增长率超过 40%（见图 2），中国国内市场则潜力更大，晚于非洲国家，处于起步阶段，目前人均消费量远低于国际平均和与我们有相似饮食结构的日韩等亚洲国家，国内消费量的增长集中于餐饮渠道，近 5 年复合增长率近 20%，2010 年有望达到 20 万吨（见图 3）。其实两者的变化相辅相成，传统市场的消费较为成熟，对终端产品的品牌性要求较高，我国以低成本替代更多是原料市场而非终端市场，新兴市场消费渐起，给了国内企业进入终端的机会。

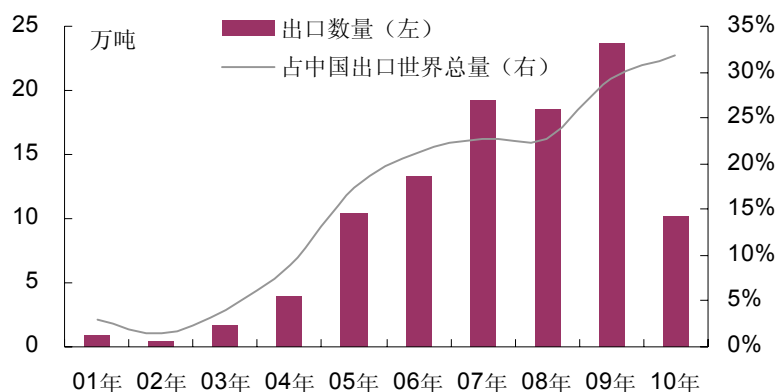
顺应行业趋势，新中基自身优势突出，加益海嘉里一臂之力，小罐酱龙头地位凸显，盈利有望大幅增长。新中基是国内最早开始生产小包装产品的企业之一，08 年公司小罐酱出口量一度占全部小包装出口量的 60%以上，占非洲市场 60-80%，不过随着沿海一些罐头出口企业通过渠道及资金优势对这一市场的侵蚀，09 年出口量有所下滑，与益海嘉里展开合作后，发挥协同效益，公司有望夺回这一优势市场。目前公司在非洲市场主要为 OEM 业务，供应给在非洲市场销售的美国、印度或是非洲本地等小包装品牌企业，自有品牌直接销售占比较小，而益海嘉里的母公司丰益国际在非洲市场的大米、食用油等占终端产品的一半以上（类似金龙鱼在国内食用油市场的地位），渠道建设完整，已形成较强的品牌力。未来新中基有望通过益海嘉里共享丰益国际（二者为同一控制人控制）在非洲等国际市场的渠道，甚至共享品牌。近两年公司小罐酱的售价为 1000-1200 美元/吨，终端市场售价为 2500-3000 美元/吨，若合作成功，盈利能力将大幅提高。此外在中国市场也类似，益海嘉里的小包装食用油占有率为 60-70%，未来小包装番茄酱也可借助其食用油及米面的渠道和品牌，打入终端市场，享受国内市场的高速增长。

图 1、国内小罐酱出口情况



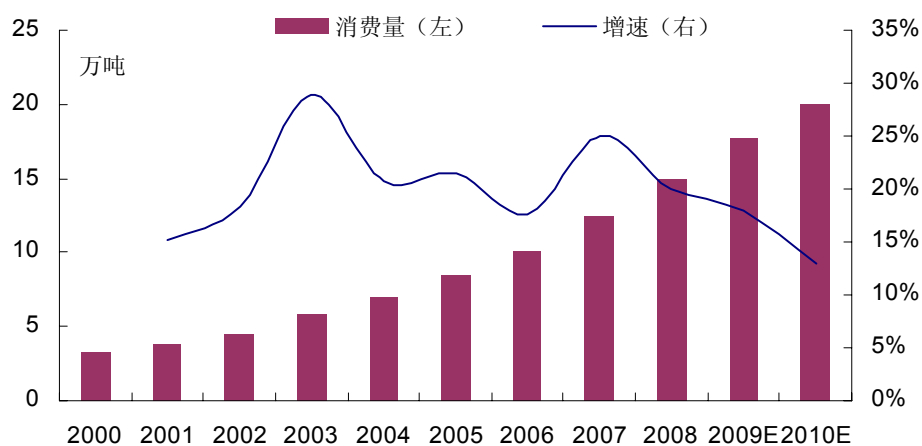
资料来源：国家海关总署，数据截至 2010 年 4 月

图 2、中国出口非洲番茄酱罐头情况



资料来源：国家海关总署，注：2010 年数据为 1-4 月数据

图 3、国内番茄酱消费情况



资料来源：中国罐头工业协会，招商证券

### 3、预计本榨季三地番茄酱减产，行业进入筑底阶段

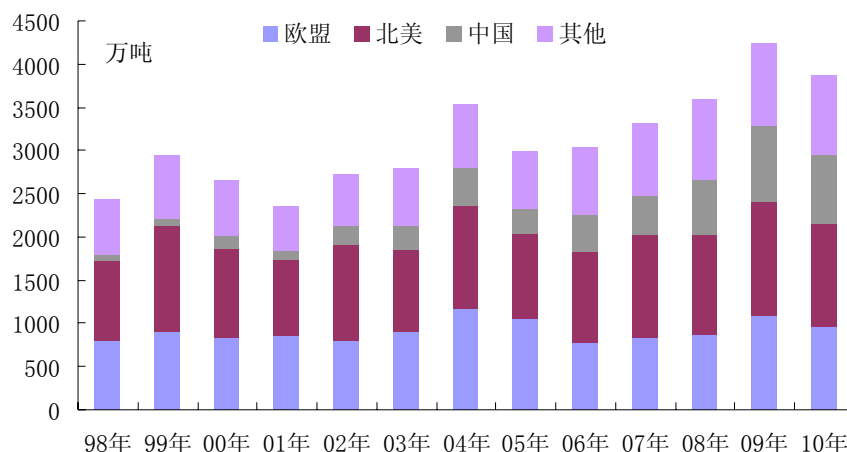
**下跌 18 月后迎来反弹。**国内番茄酱出口均价从 08 年 10 月的 1187 美元/吨（包括大桶酱和小包装）一路下滑 18 个月至 816 美元/吨，其中 4 月份大桶酱出口均价为 665 美元/吨，小罐酱 1026 美元/吨，几乎触及国内番茄酱加工厂家的盈亏平衡点。5 月份出口价格仍继续走低，甚至达到 550 美元/吨左右，然欧洲订单价格出现反弹，中国 36/38 冷破大桶酱在触及 650 美元/吨的低点后反弹至 700 美元/吨，意大利 36/38 冷破大桶酱也从 930 欧元/吨反弹至 960 欧元/吨。

**欧盟、美国、中国三大主产区区域减产，行业去库存阶段可能加速，价格底部出现。**我们认为价格反弹能够持续，因工业番茄的三大主产地均出现较大幅度的减产：产量最大美国加州地区因番茄酱加工持续低迷，番茄酱加工厂与农户签单价格下降，签单面积下滑 40%，导致农户种植积极性降低，预计总产量下滑将近 10%至 1090 万吨；欧洲 AMITON 地区则遇天气和政策双重原因，西班牙、葡萄牙及意大利从 09 年底至 10 年 3 月连续降雨，导致播种困难，三个国家减产幅度预计在 15-20%，此外欧洲债务危机加速了欧盟农业补贴取消的进程，种植面积逐年减少，不过土耳其、以色列等国增产，预计整个 AMITON 地区减产幅度也在 10%左右 1290 万吨；中国新疆地区农户种植积极性没有明显下降，但 5 月份遭受罕见的低温冷害，整体晚播种 25 天左右，小部分地区甚至出现

冰雹天气，将番茄苗砸毁，保守预计减产幅度也在 10%左右。预计全球工业番茄整体减产幅度 8-10%，有望加速目前高位库存的消化，价格有望出现回调。

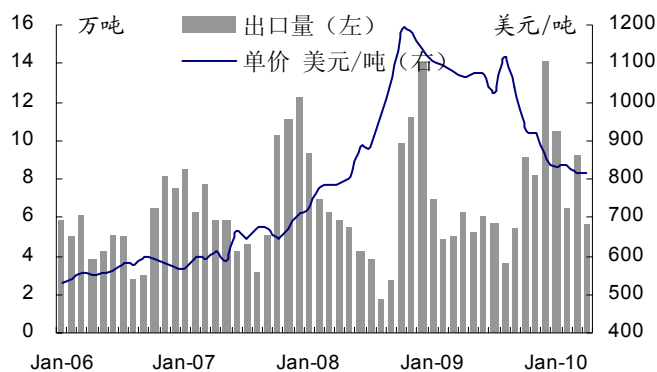
不过我们认为番茄酱价格亦不会不会大幅上涨，原因有：1、欧洲债务危机导致实际需求量的减少及欧元贬值导致进口量的减少，2、番茄酱加工盈利刚陷入低迷，前期高盈利时期为企业积累了一定的资本，小企业不会轻易退出，低价出口竞争还将延续，不利于价格的反弹。

**图 4、全球工业番茄产量**



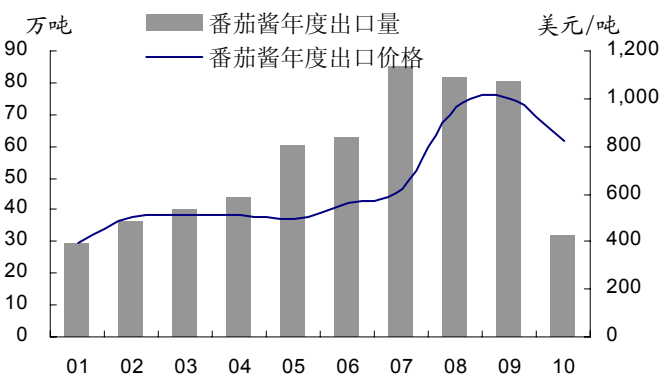
资料来源：招商证券

**图 5、番茄酱罐头月度出口量价**



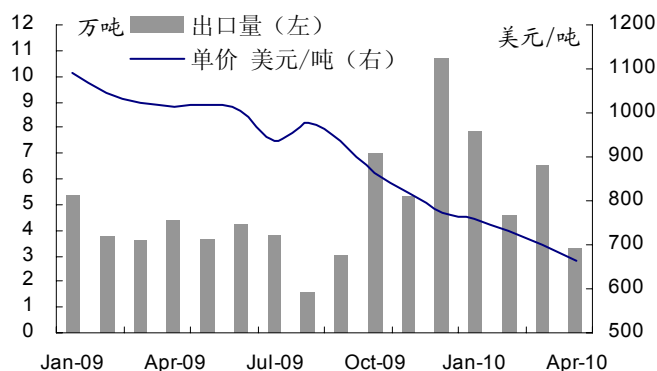
资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

**图 6、番茄酱罐头年度出口量价**



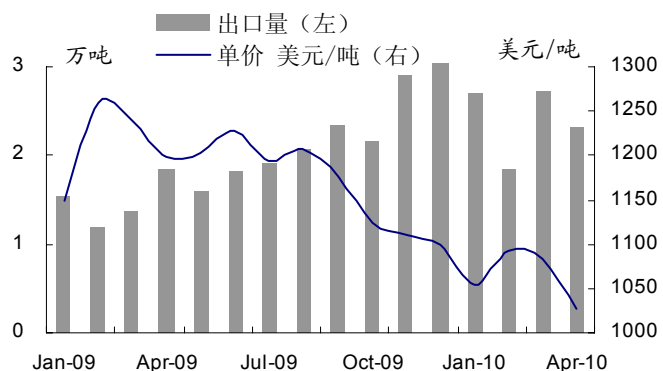
资料来源：国家海关总署，注：2010 年数据为 1-4 月数据

**图 7、番茄酱(大桶酱)月度出口量价**

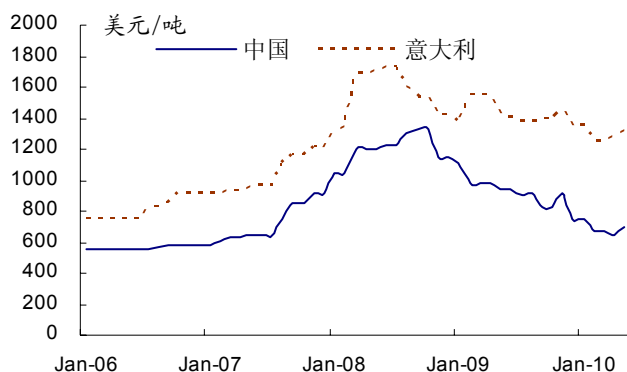


资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

**图 8、番茄酱(小罐酱)月度出口量价**



资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 4 月

**图 9、36/38 番茄酱订单价格（中国 VS 意大利）**


资料来源：招商证券，截至 2010 年 5 月

**图 10、番茄酱加工利润测算**


资料来源：招商证券，注：每年 7、8 月份为榨季，也是订单集中签订的时间，截至 2010 年 5 月

#### 4、投资策略：轻装上阵，短中长期皆有看点，长期关注

短期看财务费用降低，中期看行业复苏，远期看下游小罐酱的厚积薄发及合作进展。公司所处的番茄酱加工业是中国在世界上具有突出成本优势细分行业，公司也是两大龙头之一，长期看好公司及番茄酱行业的发展。从公司业绩增长的方面看，短期最大的看点是资金面的改善、财务费用的降低，同时也是市场最为担忧的风险的逐步消除；中期 1-2 年内则看行业面的好转，目前公司大桶酱的盈利水平已接近盈亏平衡点，10%幅度的减产预计可价格可从 550 美元/吨的低点反弹至 750-800 美元/吨，有利于大桶酱盈利的提高；长期看公司在番茄酱行业中的优势产品小包装酱的发展，非洲及国内小包装需求的增加、益海嘉里渠道及品牌的协同效应，公司小包装酱的销量及盈利能力潜力十分巨大。根据近期事件我们微调未来三年盈利预测至 0.16 元、0.36 元、0.4 元，短期相对估值均远高于 A 股及农业股平均水平，维持中性的评级，长期发展前景明朗，维持 A 的评级，建议长期关注。

**表 1、盈利预测总表**

| 单位：百万元   | 2005 | 2006 | 2007 | 2008  | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|------|-------|------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入   | 1030 | 1848 | 2411 | 2043  | 1660 | 1825  | 2268  | 2601  |
| 主营业务成本   | 774  | 1500 | 1988 | 1579  | 1314 | 1396  | 1603  | 1791  |
| 主营业务利润   | 257  | 348  | 424  | 464   | 346  | 428   | 665   | 811   |
| 营业费用     | 68   | 60   | 96   | 115   | 124  | 128   | 159   | 182   |
| 管理费用     | 32   | 79   | 71   | 109   | 81   | 62    | 79    | 91    |
| 财务费用     | 110  | 120  | 179  | 229   | 168  | 100   | 108   | 135   |
| 利润总额     | 45   | 92   | 82   | -77   | 15   | 135   | 308   | 391   |
| 净利润      | 43   | 90   | 78   | -94   | 13   | 118   | 270   | 342   |
| 归属母公司净利润 | 32   | 74   | 75   | -66   | 26   | 77    | 175   | 223   |
| EPS      | 0.07 | 0.15 | 0.16 | -0.14 | 0.05 | 0.16  | 0.36  | 0.46  |

资料来源：公司公告，招商证券

**表 2、销售收入结构预测**

| 单位: 百万元      | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>  | 1783 | 2378 | 2043 | 1660 | 1825  | 2268  | 2601  |
| 大桶酱          | 679  | 873  | 800  | 572  | 536   | 713   | 748   |
| 小罐酱          | 433  | 844  | 822  | 722  | 844   | 1098  | 1383  |
| 蔬菜罐头制品       | 574  | 544  | 390  | 312  | 405   | 417   | 429   |
| <b>收入增长率</b> | 73%  | 33%  | -14% | -19% | 10%   | 24%   | 15%   |
| 大桶酱          | 0%   | 29%  | -8%  | -28% | -6%   | 30%   | 26%   |
| 小罐酱          | 0%   | 95%  | -3%  | -12% | 17%   | 3%    | 3%    |
| 蔬菜罐头制品       | 0%   | -5%  | -28% | -20% | 30%   | 1%    | 1%    |
| <b>毛利</b>    | 283  | 391  | 464  | 346  | 428   | 665   | 811   |
| 大桶酱          | 232  | 305  | 369  | 270  | 241   | 347   | 375   |
| 小罐酱          | 92   | 126  | 155  | 66   | 161   | 249   | 365   |
| 蔬菜罐头制品       | 0    | -46  | -70  | -10  | 20    | 63    | 64    |
| <b>毛利率</b>   | 16%  | 16%  | 23%  | 21%  | 23%   | 29%   | 31%   |
| 大桶酱          | 34%  | 35%  | 46%  | 47%  | 45%   | 49%   | 50%   |
| 小罐酱          | 21%  | 15%  | 19%  | 9%   | 19%   | 23%   | 26%   |
| 蔬菜罐头制品       | 0%   | -8%  | -18% | -3%  | 5%    | 15%   | 15%   |
| <b>毛利增长率</b> | 10%  | 38%  | 19%  | -25% | 24%   | 55%   | 22%   |
| 大桶酱          |      | 31%  | 21%  | -27% | -11%  | 44%   | 8%    |
| 小罐酱          |      | 36%  | 23%  | -58% | 145%  | 55%   | 46%   |
| 蔬菜罐头制品       |      | -    | 55%  | -86% | -     | 209%  | 3%    |

资料来源: 公司公告, 招商证券

**参考报告:**

- 1、《新中基(000972) - 新榨季产量及盈利有望创新高》2009/7/29
- 2、《新中基(000972) - 巨亏为法国普罗旺斯经营不善及金融衍生品所累》2009/4/27
- 3、《新中基(000972) - 08 年开始真正受益番茄酱价格上涨》2008/4/16

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3369        | 3036        | 3102        | 3590        | 3999        |
| 现金             | 1014        | 413         | 400         | 400         | 400         |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 0           | 1           | 1           | 1           | 1           |
| 应收款项           | 1074        | 806         | 875         | 1087        | 1247        |
| 其它应收款          | 147         | 56          | 61          | 76          | 87          |
| 存货             | 868         | 1331        | 1403        | 1610        | 1799        |
| 其他             | 266         | 430         | 362         | 416         | 465         |
| <b>非流动资产</b>   | 2322        | 2682        | 2532        | 2397        | 2274        |
| 长期股权投资         | 196         | 243         | 243         | 243         | 243         |
| 固定资产           | 1779        | 2187        | 2054        | 1933        | 1821        |
| 无形资产           | 155         | 146         | 131         | 118         | 106         |
| 其他             | 191         | 106         | 103         | 103         | 103         |
| <b>资产总计</b>    | <b>5691</b> | <b>5718</b> | <b>5634</b> | <b>5987</b> | <b>6273</b> |
| <b>流动负债</b>    | 3246        | 3231        | 1667        | 1803        | 1813        |
| 短期借款           | 2418        | 2120        | 915         | 974         | 887         |
| 应付账款           | 332         | 466         | 496         | 569         | 635         |
| 预收账款           | 38          | 56          | 59          | 68          | 76          |
| 其他             | 458         | 589         | 197         | 192         | 214         |
| <b>长期负债</b>    | 736         | 1155        | 907         | 907         | 907         |
| 长期借款           | 481         | 937         | 907         | 907         | 907         |
| 其他             | 256         | 218         | 0           | 0           | 0           |
| <b>负债合计</b>    | <b>3983</b> | <b>4386</b> | <b>2574</b> | <b>2709</b> | <b>2720</b> |
| 股本             | 419         | 419         | 482         | 482         | 482         |
| 资本公积金          | 442         | 501         | 2071        | 2071        | 2071        |
| 留存收益           | 227         | 242         | 295         | 418         | 574         |
| 少数股东权益         | 619         | 168         | 210         | 304         | 424         |
| 母公司所有者权益       | 1090        | 1164        | 2851        | 2973        | 3129        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>5691</b> | <b>5718</b> | <b>5634</b> | <b>5987</b> | <b>6273</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008       | 2009         | 2010E       | 2011E    | 2012E    |
|----------------|------------|--------------|-------------|----------|----------|
| <b>经营活动现金流</b> | 145        | (671)        | (30)        | 181      | 339      |
| 净利润            |            | 26           | 77          | 175      | 223      |
| 折旧摊销           |            | 0            | 198         | 185      | 174      |
| 财务费用           |            | 0            | 100         | 108      | 135      |
| 投资收益           |            | 0            | (5)         | 0        | 0        |
| 营运资金变动         |            | 0            | (445)       | (386)    | (315)    |
| 其它             |            | (697)        | 45          | 98       | 123      |
| <b>投资活动现金流</b> | (70)       | (438)        | (50)        | (50)     | (50)     |
| 资本支出           |            | 0            | (50)        | (50)     | (50)     |
| 其他投资           |            | (438)        | 0           | 0        | 0        |
| <b>筹资活动现金流</b> | 514        | 510          | 67          | (131)    | (289)    |
| 借款变动           |            | 0            | (1230)      | 29       | (87)     |
| 普通股增加          |            | 0            | 63          | 0        | 0        |
| 资本公积增加         |            | 0            | 1570        | 0        | 0        |
| 股利分配           |            | 0            | (23)        | (53)     | (67)     |
| 其他             |            | 510          | (313)       | (108)    | (135)    |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>588</b> | <b>(600)</b> | <b>(13)</b> | <b>0</b> | <b>0</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008          | 2009        | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|---------------|-------------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 2043          | 1660        | 1825  | 2268  | 2601  |
| 营业成本             | 1579          | 1314        | 1396  | 1603  | 1791  |
| 营业税金及附加          | 4             | 7           | 8     | 10    | 12    |
| 营业费用             | 115           | 124         | 128   | 159   | 182   |
| 管理费用             | 109           | 81          | 62    | 79    | 91    |
| 财务费用             | 229           | 168         | 100   | 108   | 135   |
| 资产减值损失           | 54            | 3           | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | (37)          | 34          | 5     | 0     | 0     |
| 投资收益             | (1)           | (8)         | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | <b>(85)</b>   | <b>(12)</b> | 135   | 308   | 391   |
| 营业外收入            | 22            | 37          | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出            | 13            | 11          | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>      | <b>(77)</b>   | 15          | 135   | 308   | 391   |
| 所得税              | 17            | 2           | 17    | 38    | 49    |
| <b>净利润</b>       | <b>(94)</b>   | 13          | 118   | 270   | 342   |
| 少数股东损益           | (27)          | (13)        | 41    | 94    | 120   |
| <b>母公司所有者净利润</b> | <b>(66)</b>   | 26          | 77    | 175   | 223   |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>(0.14)</b> | 0.05        | 0.16  | 0.36  | 0.46  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |        |       |       |
| 营业收入           | -15%  | -19%  | 10%    | 24%   | 15%   |
| 营业利润           | -311% | -87%  | -1274% | 128%  | 27%   |
| 净利润            | -188% | -139% | 196%   | 128%  | 27%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |        |       |       |
| 毛利率            | 22.7% | 20.8% | 23.5%  | 29.3% | 31.2% |
| 净利率            | -3.2% | 1.6%  | 4.2%   | 7.7%  | 8.6%  |
| ROE            | -6.1% | 2.2%  | 2.7%   | 5.9%  | 7.1%  |
| ROIC           | 3.8%  | 3.1%  | 4.2%   | 7.1%  | 8.6%  |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |        |       |       |
| 资产负债率          | 70.0% | 76.7% | 45.7%  | 45.3% | 43.4% |
| 净负债比率          | 50.9% | 53.9% | 32.9%  | 31.4% | 28.6% |
| 流动比率           | 1.0   | 0.9   | 1.9    | 2.0   | 2.2   |
| 速动比率           | 0.8   | 0.5   | 1.0    | 1.1   | 1.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |        |       |       |
| 资产周转率          | 0.4   | 0.3   | 0.3    | 0.4   | 0.4   |
| 存货周转率          | 1.7   | 1.2   | 1.0    | 1.1   | 1.1   |
| 应收帐款周转率        | 2.4   | 1.8   | 2.2    | 2.3   | 2.2   |
| 应付帐款周转率        | 4.4   | 3.3   | 2.9    | 3.0   | 3.0   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |        |       |       |
| 每股收益           | -0.14 | 0.05  | 0.16   | 0.36  | 0.46  |
| 每股经营现金         | 0.30  | -1.39 | -0.06  | 0.38  | 0.70  |
| 每股净资产          | 2.26  | 2.41  | 5.91   | 6.17  | 6.49  |
| 每股股利           | 0.00  | 1.00  | 0.05   | 0.11  | 0.14  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |        |       |       |
| PE             | -89.5 | 228.0 | 77.1   | 33.8  | 26.6  |
| PB             | 5.4   | 5.1   | 2.1    | 2.0   | 1.9   |
| EV/EBITDA      | 10.7  | 9.4   | 7.1    | 5.1   | 4.4   |

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**朱卫华：**清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

**黄璐：**MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

**董广阳：**食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 免责声明

本报告中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。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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。