

果蔬加工



中粮屯河 (600737)

推荐 (维持)

番茄酱牛市是否即将来临?

市场数据

报告日期	2010-8-17
收盘价(元)	14.00
总股本(百万股)	1005.60
流通股本(百万股)	805.60
总市值(百万元)	14078.46
流通市值(百万元)	11278.46
净资产(百万元)	3109.39
总资产(百万元)	7071.34
每股净资产	3.09

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2879	3384	3754	4237
同比增长(%)	-16.1%	17.5%	10.9%	12.9%
净利润(百万元)	268	289	374	586
同比增长(%)	-13.9%	8.0%	29.4%	56.5%
毛利率(%)	29.9%	29.8%	31.0%	34.4%
净利率(%)	9.3%	8.5%	10.0%	13.8%
净资产收益率(%)	8.9%	8.9%	10.6%	14.6%
每股收益(元)	0.27	0.29	0.37	0.58
每股经营现金流(元)	-0.05	1.36	0.70	0.96

相关报告

《年报点评: 原料战略优势初显》2010-3-16

《番茄酱价格反弹: 预计在二季度》2010-1-8

《中粮屯河(600737)三季报点评: 番茄酱产量超预期》2009-10-28

投资要点: 10/11-11/12 榨季番茄酱牛市趋势隐现, 并看好食糖业务整合

事件:

公司公布 2010 年中报, 2010 年 1-6 月, 实现销售收入 12.8 亿元, 同比减少 6.8%, 归属母公司净利润 0.81 亿元, 同比减少 48.1%, 对应 EPS 为 0.08 元, ROE=2.6%, 每股经营性现金流 0.44 元。

点评:

- 重申《WPTC 6 月预测数据点评: 10/11 榨季全球番茄酱减产, 价格回升在望》(2010-07-14) 的观点: 预计 10/11 榨季全球加工用番茄酱产量明显回落, 番茄酱价格将回升, 目前番茄酱行业上市公司股价处于低位, 重申对番茄酱行业推荐评级, 存在 10/11 榨季减产幅度超预期的可能!
- 10/11-11/12 榨季将是番茄酱价格上升周期。减产将主导 10/11 榨季全球番茄酱生产(减产 9%, 中国减产 15-20%), 并推动我国番茄酱价格再次进入上升周期, 而 11/12 榨季欧盟补贴改革将持续推高国际番茄酱价格, 番茄酱牛市趋势隐现。
- 番茄价格回升将是 10/11-11/12 榨季的主题, 而中粮屯河作为中粮集团下非粮农产品加工平台, 有极强的整合能力, 我们看好公司在食糖、番茄酱、林果领域的整合扩张。预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.29、0.37、0.58 元, 维持公司推荐评级, 销售进度低于预期是主要风险。

赵钦

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

王斌

s0190200010016

021-38565928

wangbin@xyzq.com.cn

我们重申在《WPTC 6 月预测数据点评：10/11 榨季全球番茄酱减产,价格回升在望》(2010-07-14)的观点:

(1.) 预计 10/11 榨季全球加工用番茄酱产量明显回落,番茄酱价格将有所回升,目前番茄酱行业上市公司股价处于低位,重申对番茄酱行业推荐评级。

(2.) 从我们的调查数据来看,存在 10/11 榨季减产幅度超预期的可能!

公司 2010 年 1-6 月,实现销售收入 12.8 亿元,同比减少 6.8%,综合毛利率 29.8%,基本与 2009 年持平,营业利润 0.76 亿元,同比减少 50.5%,归属母公司净利润 0.81 亿元,同比减少 48.1% (其中屯河水泥投资收益为 0.32 亿元,同比增加 28.7%),对应 EPS 为 0.08 元,ROE=2.6%,每股经营性现金流 0.44 元。

一. 减产主导,番茄酱价格回升

减产将主导 10/11 榨季全球番茄酱生产,并推动我国番茄酱价格再次进入上升周期,而 11/12 榨季欧盟补贴改革将持续推高国际番茄酱价格,番茄酱牛市是否即将来临?

WPTC 预测 2010 年全球加工用番茄产量为 3872.2 万吨,减产 9%。受 08/09-09/10 榨季全球加工用番茄丰产影响,番茄酱价格明显下跌,种植农户和加工企业积极性低,10/11 榨季全球加工用番茄产量将明显回落。WPTC 预计 2010 年我国加工用番茄产量 765 万吨,减产 12%,全球产量 3872.2 万吨,减产 9% (具体数据见表 1)。

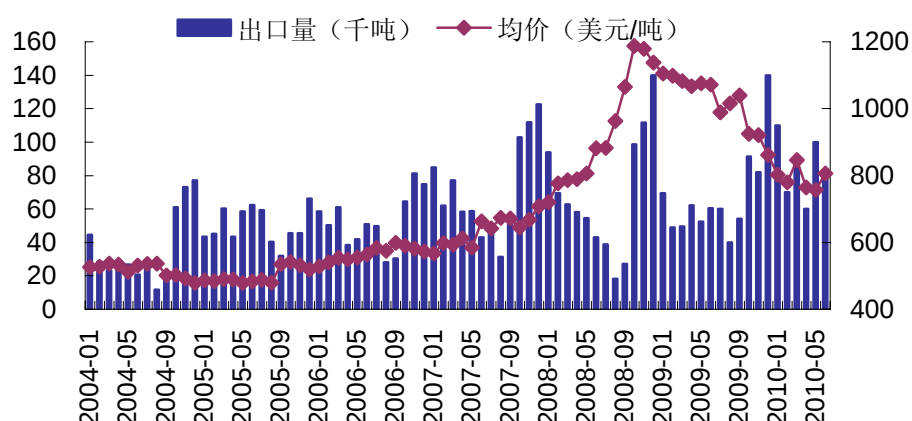
表 1: WPTC 2010 年 6 月预测值 (千吨)

	2007	2008	2009	2010E	YOY(%) 2010 to 2009	AVERAGE 2007 to 2009
Italy	4600	4900	5747	4800	-16%	5082
California	10950	10720	12073	11158	-8%	11248
China	4600	6405	8655	7650	-12%	6553
Others	13739	14699	15992	15114	-5%	14810
GENERAL TOTAL	33889	36724	42467	38722	-9%	37693

数据来源: WPTC、兴业证券研发中心整理

由于 08/09-09/10 榨季全球丰产,我国番茄酱海关均价在 2008 年 10 月创出 1187 美元/吨的高点后,出口价格一路下跌,截止 2010 年 6 月,番茄酱出口海关均价为 806 美元/吨 (2010 年 5 月的 757 美元/吨将成为此轮下跌的低点)。

图 1: 我国番茄酱出口 (千吨, 美元/吨)



数据来源: 海关总署、兴业证券研发中心整理

09/10 榨季我国番茄酱产量在 125 万吨左右, 2009 年 10 月-2010 年 6 月我国番茄酱累计出口量为 82 万吨, 目前我国番茄酱企业库存在 45 万吨左右, 去库存化将在 10/11 榨季基本完成。

10/11 榨季于 2010 年 8 月初开始, 由于 5 月份新疆地区遭遇冰雹、暴雨, 后期气温略低, 10/11 榨季延迟 15 天左右, 各厂商目前正陆续开机。我们预计公司本榨季番茄酱产量在 35-40 万吨, 而公司自种 23 万亩将满足公司原料需求量的四成, 并延长有效加工天数。

表 2: 番茄酱业务预测

生产	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E	12/13E
日处理能力 (万吨/天)	5.60	6.50	7.20	7.20	7.20	7.20
榨季产量 (万吨)	29.80	32.00	46.80	35.00	35.00	35.00
产率 (吨)	7.80	7.55	6.90	7.00	7.00	7.00
原料收购量 (万吨)	232.44	241.60	323.00	245.00	245.00	245.00
原料价格 (元/吨, 含税)	315.00	425.00	350.00	370.00	390.00	400.00
其它成本 (元/吨酱)	1650.00	1700.00	1600.00	1700.00	1700.00	1700.00
成本 (元/吨酱, 不含税)	3,787.59	4,491.61	3,701.57	3,953.30	4,075.10	4,136.00
销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
榨季均价 (美元/吨, FOB)	680.00	1,140.00	800.00	850.00	950.00	1,100.00
汇率 (美元: 人民币)	7.50	6.90	6.80	6.70	6.60	6.50
榨季毛利率 (%)	25.73%	42.90%	31.96%	30.58%	35.01%	42.15%
榨季当年销售量 (万吨)	16.00	16.70	8.00	3.00	5.00	10.00
榨季当年销售均价 (美元/吨)	680.00	1,160.00	800.00	850.00	950.00	1,100.00
当年销售率 (%)	53.69%	52.19%	17.09%	8.57%	14.29%	40.00%
上榨季转接量 (万吨)	10.00	13.80	15.30	38.80	32.00	30.00
上榨季转接销售均价 (美元/吨)	580.00	680.00	960.00	800.00	950.00	1,100.00
榨季当年销售收入 (百万元)	816.00	1,336.67	435.20	170.85	313.50	715.00
上榨季转接销售收入 (百万元)	435.00	647.50	998.78	2,079.68	2,006.40	2,145.00
合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	1,251.00	1,984.16	1,433.98	2,250.53	2,319.90	2,860.00

定期报告点评

销售量 (万吨)	26.00	30.50	23.30	41.80	37.00	40.00
年度均价 (元/吨)	641.54	942.82	905.06	803.59	950.00	1,100.00
毛利 (百万元)	315.55	711.38	615.64	695.72	851.09	1,223.87
成本 (百万元)	935.45	1,272.79	818.34	1,554.81	1,468.81	1,636.13
毛利率 (%)	25.22%	35.85%	42.93%	30.91%	36.69%	42.79%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

二. 整合预期

长周期来看，甜菜糖行业存在萎缩的风险，公司积极介入甘蔗糖业务，一旦扩张成功，将成为公司又一催化剂。10/11 榨季，新疆甜菜种植面积有所回升，预计本榨季甜菜糖产量将由 24 万吨回升到 33 万吨。

表 3: 甜菜糖业务预测

生产	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E	12/13E
榨季产量 (万吨)	37.00	37.00	23.70	33.00	33.00	33.00
产率 (吨)	8.00	8.00	7.80	8.00	8.00	8.00
原料收购量 (万吨)	296.00	296.00	184.86	264.00	264.00	264.00
原料价格 (元/吨, 含税)	255.00	280.00	330.00	340.00	350.00	360.00
其它成本 (元/吨糖)	480.00	600.00	950.00	800.00	800.00	800.00
成本 (元/吨糖, 不含税)	2,254.80	2,548.80	3,189.38	3,166.40	3,236.00	3,305.60
销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年度均价 (元/吨, 含税)	4,188.60	3,640.00	4,200.00	5,200.00	4,800.00	4,600.00
榨季当年销售量 (万吨)	12.00	16.50	13.00	13.00	13.00	13.00
榨季当年销售收入 (百万元)	429.60	513.33	466.67	577.78	533.33	511.11
榨季当年销售毛利率 (%)	37.02%	18.07%	11.15%	28.76%	21.12%	15.92%
转接销售量 (万吨)	32.00	25.00	20.50	10.70	20.00	20.00
转接销售收入 (百万元)	1,145.60	777.78	735.90	475.56	820.51	786.32
转接销售毛利率 (%)	35.49%	27.52%	29.00%	28.24%	22.82%	17.69%
合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	1,575.20	1,291.11	1,202.56	1,053.33	1,353.85	1,297.44
销售量 (万吨)	44.00	41.50	33.50	23.70	33.00	33.00
年度均价 (元/吨, 不含税)	3,580.00	3,111.11	3,589.74	4,444.44	4,102.56	3,931.62
毛利 (百万元)	565.55	306.86	265.44	300.44	299.89	220.51
成本 (百万元)	1,009.65	984.25	937.12	752.90	1,053.96	1,076.93
毛利率 (%)	35.90%	23.77%	22.07%	28.52%	22.15%	17.00%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

杏酱业务客户固定，供货关系稳定，对应公司净利润贡献在 500-1000 万元左右。

表 4: 杏酱业务预测

杏酱	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	90.00	80.00	56.00	80.00	80.00	80.00
毛利（百万元）	13.50	29.60	5.60	12.00	12.00	12.00
成本（百万元）	76.50	50.40	50.40	68.00	68.00	68.00
毛利率（%）	15.00%	37.00%	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

三、番茄酱价格上升周期+整合预期

参考公司历史估算管理费用、销售费用；投资收益为屯河水泥（49%股权）收益；财务费用参考公司负债和利率计算而得；实际税率维持在 2009 年 0.5% 水平。

表 5: 分业务预测及费用（百万元，%）

		2009	2010E	2011E	2012E
番茄酱	收入（百万元）	1434	2251	2320	2860
	毛利率（%）	42.9%	30.9%	36.7%	42.8%
甜菜糖	收入（百万元）	1203	1053	1354	1297
	毛利率（%）	22.1%	28.5%	22.2%	17.0%
总计	收入（百万元）	2879	3384	3754	4237
	毛利率（%）	29.9%	29.8%	31.0%	34.4%
管理费用（百万元）		267	300	330	360
销售费用率（%）		9.6%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用（百万元）		78	114	104	91
投资收益（百万元）		65	70	70	70
税率（%）		0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
归属母公司净利润（百万元）		268	289	374	586
EPS(元)		0.27	0.29	0.37	0.58

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.29、0.37、0.58 元，番茄价格回升将是 10/11-11/12 榨季的主题，而中粮屯河作为中粮集团下非粮农产品加工平台，有极强的整合能力，我们看好公司在食糖、番茄酱、林果领域的整合扩张，维持公司推荐评级。

风险提示：番茄酱销售进度低于预期是主要风险。

表 6、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	879	671	839	629	653.2	-25.7%	1370	1282	-6.4%	番茄酱销售低迷
营业成本	628	476	576	449	451.4	-28.1%	968	900	-7.0%	
毛利	251	195	263	180	201.8	-19.6%	402	382	-5.1%	运费增加
销售费用	74	67	92	71	89.0	20.9%	119	160	35.0%	
管理费用	54	64	106	48	59.0	9.8%	98	107	9.6%	
财务费用	17	18	12	23	29.0	68.7%	48	52	8.9%	
资产减值	2	0	23	-0	8.4	255.4%	2	8	242.4%	屯河水泥销售良好 番茄酱价格低迷，期间费用上升
公允价值	3	-0	3	0	-2.8	-201.9%	4	-3	-167.0%	
投资收益	32	38	2	-7	38.0	19.6%	24	31	28.7%	
营业利润	132	79	31	28	47.9	-63.6%	154	76	-50.5%	
利润总额	137	81	39	38	46.9	-65.8%	163	85	-47.9%	
净利润	132	79	32	38	43.0	-67.3%	157	81	-48.1%	
EPS	0.131	0.079	0.032	0.038	0.0	-67.3%	0.156	0.081	-48.1%	
销售费用率	8.4%	9.9%	11.0%	11.3%	13.6%	5.2%	8.7%	12.5%	3.8%	
管理费用率	6.1%	9.5%	12.7%	7.6%	9.0%	2.9%	7.1%	8.3%	1.2%	
财务费用率	2.0%	2.7%	1.4%	3.7%	4.4%	2.5%	3.5%	4.1%	0.6%	
所得税率	0.0%	0.0%	3.5%	0.0%	10.5%	10.5%	0.0%	5.8%	5.7%	
毛利率	28.6%	29.1%	31.4%	28.6%	30.9%	2.3%	29.4%	29.8%	0.4%	
净利润率	15.0%	11.8%	3.8%	6.1%	6.6%	-8.4%	11.4%	6.3%	-5.1%	

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3172	3016	2620	2704
货币资金	90	576	200	200
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	401	536	595	671
其他应收款	265	152	169	191
存货	2312	1630	1523	1499
非流动资产	3841	4248	4444	4525
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	269	269	269	269
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	3212	3564	3692	3698
在建工程	16	29	36	39
油气资产	0	0	0	0
无形资产	289	360	431	502
资产总计	7013	7264	7064	7229
流动负债	3832	3805	3297	2958
短期借款	3062	3000	2572	2166
应付票据	153	180	196	210
应付账款	452	475	389	417
其他	165	151	140	164
非流动负债	114	111	111	111
长期借款	20	20	20	20
其他	94	91	91	91
负债合计	3947	3916	3408	3069
股本	1006	1006	1006	1006
资本公积	1325	1325	1325	1325
未分配利润	563	800	1055	1478
少数股东权益	75	91	111	143
股东权益合计	3067	3348	3656	4160
负债及权益合计	7013	7264	7064	7229

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	268	289	374	586
折旧和摊销	248	279	319	348
资产减值准备	-59	9	51	62
无形资产摊销	11	8	8	8
公允价值变动损失	7	5	0	0
财务费用	78	114	104	91
投资损失	-65	-70	-70	-70
少数股东损益	14	16	20	31
营运资金的变动	319	-695	105	78
经营活动产生现金流量	154	1365	702	970
投资活动产生现金流量	-562	-660	-460	-360
融资活动产生现金流量	550	-220	-618	-610
现金净变动	143	485	-376	0
现金的期初余额	197	90	576	200
现金的期末余额	339	576	200	200

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2879	3384	3754	4237
营业成本	2019	2376	2591	2781
营业税金及附加	21	25	27	31
销售费用	277	338	375	424
管理费用	267	300	330	360
财务费用	78	114	104	91
资产减值损失	25	0	0	0
公允价值变动	7	5	0	0
投资收益	65	70	70	70
营业利润	264	306	396	620
营业外收入	54	0	0	0
营业外支出	34	0	0	0
利润总额	284	306	396	620
所得税	1	2	2	3
净利润	282	305	394	617
少数股东损益	14	16	20	31
归属母公司净利润	268	289	374	586
EPS (元)	0.27	0.29	0.37	0.58

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	-16.1	17.5%	10.9%	12.9%
营业利润增长率	-3.9%	16.1%	29.4%	56.5%
净利润增长率	-13.9	8.0%	29.4%	56.5%
盈利能力(%)				
毛利率	29.9%	29.8%	31.0%	34.4%
净利率	9.3%	8.5%	10.0%	13.8%
ROE	8.9%	8.9%	10.6%	14.6%

偿债能力(%)

资产负债率	56.3%	53.9%	48.2%	42.5%
流动比率	0.83	0.79	0.79	0.91
速动比率	0.22	0.36	0.32	0.40

营运能力(次)

资产周转率	0.44	0.47	0.52	0.59
应收帐款周转率	4.99	6.38	5.84	5.89

每股资料(元)

每股收益	0.27	0.29	0.37	0.58
每股经营现金	-0.05	1.36	0.70	0.96
每股净资产	2.97	3.24	3.52	4.00

估值比率(倍)

PE	51.95	48.12	37.18	23.75
PB	4.65	4.27	3.92	3.46

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% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。