

新中基 (代码 000972.SZ)

新中基：历史的轮回！

——新中基深度研究报告

✍	闫亚磊, CFA	吴立
☎	86-22-2845 1975	86-10-6878 4257
SAC 执业证书编号	S1150209100148	
✉	yanyl@bhq.com	wuli@bhq.com

核心观点：

- 2011年中国番茄种植面积将下降20%
- 公司经营业绩拐点出现
- 趋势性投资的绝佳品种

投资要点：

● 2011年中国番茄种植面积将下降20%

2010年棉花、白糖、辣椒大幅上涨，番茄种植比较收益已处劣势，棉花面积的扩张必然引起番茄种植面积的下降，我们经新疆调研后认为，如若番茄酱价格2011年2月份番茄种植之前仍没有大幅上涨，预计新疆番茄种植面积可能将同比下降20%。

● 公司经营业绩拐点出现

随着番茄酱价格的进一步回升，根据公司会计准则，上半年减计的存货跌价准备7500万元应在今年底冲回。目前公司库存有近7万吨，今年新酱产量20万吨，公司产品加权平均成本仅710美元，以目前报价900美元报价来算，假设第四季度销售12万吨。则第四季度将会产生营业净利润4000万元。

● 公司投资收益锦上添花

公司新中基持有北新路桥股份2811.6万股于2010年11月11日解禁。2010年11月19日发布公告称，已出售947.25万股，成交价位在20.95元，投资收益1.965亿元。

● 趋势性投资的绝佳标的

番茄酱跳不出农产品价格特有的“蛛网模型”怪圈。由于10年全球减产并预计下一年度中国番茄种植面积可能下降的可能性较大。番茄酱已进入新一轮上涨周期。这与07年年底至08年年初的供求形势极其相似。而2007年12月初-2008年2月底，公司股价从9元上涨至18元。3个月，股价翻倍！

● 投资建议

投资建议：目前公司股价在12元附近，以07年年底至08年年初的股价表现来测算，预计短期目标位20，长期目标位25。建议买入。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	2,043	1,660	2,158	2,482	2,854
(+/-)%	-15%	-19%	30%	15%	15%
经营利润 (EBIT)	236	133	78	338	360
(+/-)%	-5%	-44%	-42%	334%	7%
净利润	-77	20	70	132	147
(+/-)%	-202%	-126%	250%	90%	11%
每股净收益 (元)	-0.183	0.047	0.144	0.275	0.305
每股股利 (元)	0.30	0.30	0.17	0.00	0.05
销售毛利率 (%)	22.70%	20.82%	15.00%	26.00%	25.00%
ROE (%)	-4.49%	1.50%	3.78%	6.62%	6.85%
ROIC (%)	6.54%	2.25%	1.65%	5.72%	5.46%
PE	-72.61	280.70	92.15	48.43	43.63
PB	3.26	4.20	3.48	3.21	2.99

评级：

买入

上次评级：

首次评级

目标价格：

¥ 20

上次预测：

当前价格：

¥ 12.2

2010.12.10

单季度业绩	元/股
1Q/2010	-0.06
2Q/2010	-0.39
3Q/2010	-0.07
4Q/2010E	0.66



相关报告

公司深度研究报告

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	1014	413	537	618	710	营业收入	2043	1660	2158	2482	2854
应收票据	0	1	1	1	1	营业成本	1579	1314	1834	1836	2140
应收账款	1074	813	1056	1215	1397	营业税金及附加	4	7	9	10	11
预付款项	261	410	618	827	1070	销售费用	115	124	151	199	228
其他应收款	147	66	86	99	114	管理费用	109	81	86	99	114
存货	868	1331	1248	1373	1741	财务费用	229	168	168	168	168
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	54	10	0	0	0
长期股权投资	196	243	243	243	243	投资收益	-1	-8	-8	-8	-8
固定资产	1779	2187	1950	1717	1491	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	84	3	55	68	84	营业利润	-85	-18	-99	161	183
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	9	26	188	39	39
无形资产	155	146	171	190	202	税前利润	-77	8	89	201	223
长期待摊费用	1	1	0	0	0	减：所得税	26	2	9	44	49
资产总计	5691	5716	6065	6449	7153	净利润	-103	7	80	156	174
短期借款	2418	2120	1221	1325	1613	归属于母公司的净利润	-77	20	70	132	147
应付票据	202	149	207	208	242	少数股东损益	-26	-13	11	24	27
应付账款	332	471	648	649	756	基本每股收益	-0.18	0.05	0.14	0.27	0.30
预收款项	38	56	78	104	134	稀释每股收益	-0.18	0.05	0.14	0.27	0.30
应付职工薪酬	49	23	23	23	23	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
应交税费	-61	-176	300	300	300	成长性					
其他应付款	216	553	553	553	553	营收增长率	-15.3%	-18.8%	30.0%	15.0%	15.0%
其他流动负债	0	1	0	-1	-2	EBIT 增长率	-4.9%	-43.6%	-41.8%	334.4%	6.5%
长期借款	481	937	947	1047	1147	净利润增长率	-201.7%	-125.9%	250.4%	90.3%	11.0%
负债合计	3983	4390	4223	4450	5007	盈利性					
股东权益合计	1708	1326	1842	1999	2146	销售毛利率	22.7%	20.8%	15.0%	26.0%	25.0%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	-3.8%	1.2%	3.2%	5.3%	5.1%
净利润	-103	7	80	156	174	ROE	-4.5%	1.5%	3.8%	6.6%	6.8%
折旧与摊销	152	178	327	341	357	ROIC	6.54%	2.25%	1.65%	5.72%	5.46%
经营活动现金流	145	-671	922	194	67	估值倍数					
投资活动现金流	-70	-438	-175	-148	-168	PE	-72.6	280.7	92.2	48.4	43.6
融资活动现金流	514	510	-623	35	193	P/S	2.7	3.4	3.0	2.6	2.2
现金净变动	588	-600	124	81	93	P/B	3.26	4.20	3.48	3.21	2.99
期初现金余额	435	1014	413	537	618	股息收益率	2.3%	2.3%	1.3%	0.0%	0.4%
期末现金余额	1023	414	537	618	710	EV/EBITDA	20.8	27.0	20.4	12.4	12.2

资料来源：渤海证券研究所

1 2011 年中国番茄种植面积将下降 20 %

1.1 2010 年全球番茄减产

受 2010 年极端天气影响，全球番茄主产区均出现大幅减产。据 2010 年 10 月份世界番茄加工理事会预测数据显示，10/11 年度中国产量为 621 万吨，同比上一年度减产 28%，欧洲主产区产量均不同程度下降，意大利同比减产 10%，西班牙同比减产 30%，土耳其同比减产 29%，伊朗减产幅度最大，同比下降近 42%。预计 10/11 年度全球番茄产量为 3693 万吨，同比减产 13%。而全球番茄需求稳定增长，预计 10/11 年度全球番茄消费量为 3889 万吨，10/11 年度将出现供不应求的局面，预计将出现近 200 万吨的产需缺口。

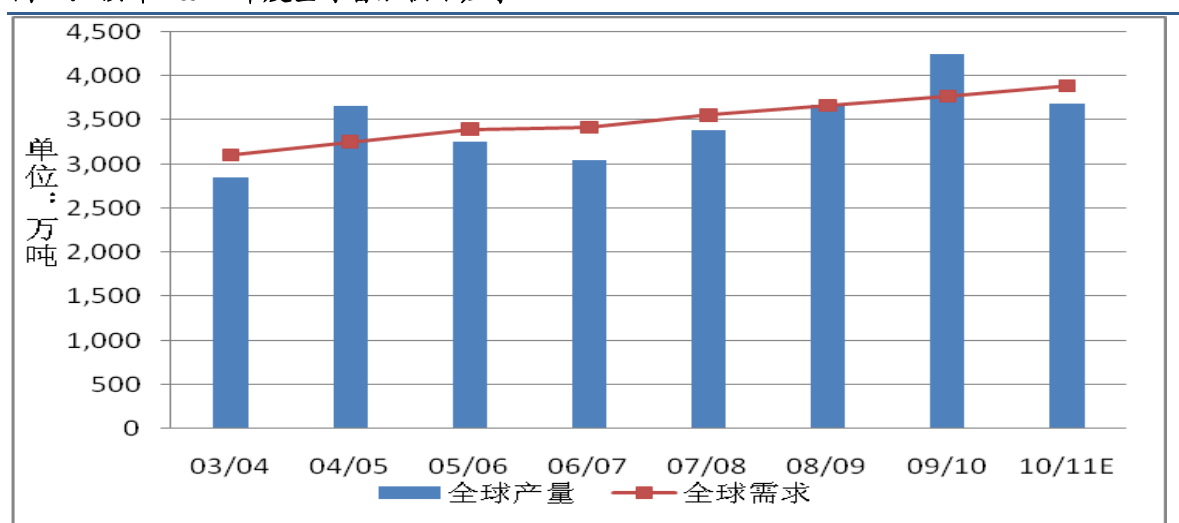
2007 年 欧盟农业理事会决定，在 4 年内完全取消番茄制品的生产补贴，预计 2011 年在农业补贴完全取消的情况下，欧洲主产区意大利、西班牙等地番茄种植面积将进一步下降，番茄原料成本价格将大幅上升。而中国主产区新疆因种植番茄比较收益差等原因，预计 2011 年种植面积下降的可能性非常大，从而确立了 2011 年番茄酱价格进入上涨通道。

表 1：世界番茄加工理事会 10 月份预测数据

单位：万吨	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E	同比
中国	430	460	641	865	621	-28.2%
意大利	440	462	490	575	490	-14.8%
西班牙	158	175	173	270	190	-29.6%
伊朗	180	210	206	240	140	-41.7%
美国加州	916	1,095	1,072	1,207	1,116	-7.5%
土耳其	145	165	270	180	128	-28.9%
全球	3,052	3,389	3,672	4,246	3,693	-13.0%

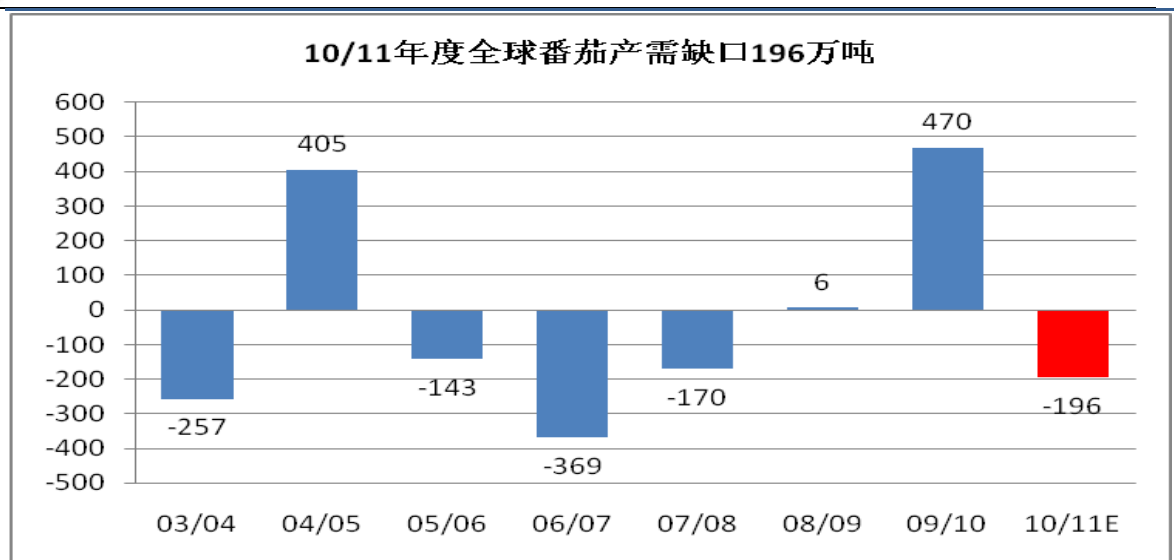
数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

图 1：预计 10/11 年度全球番茄供不应求



数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

图 2：10/11 年度全球番茄产需缺口近 200 万吨

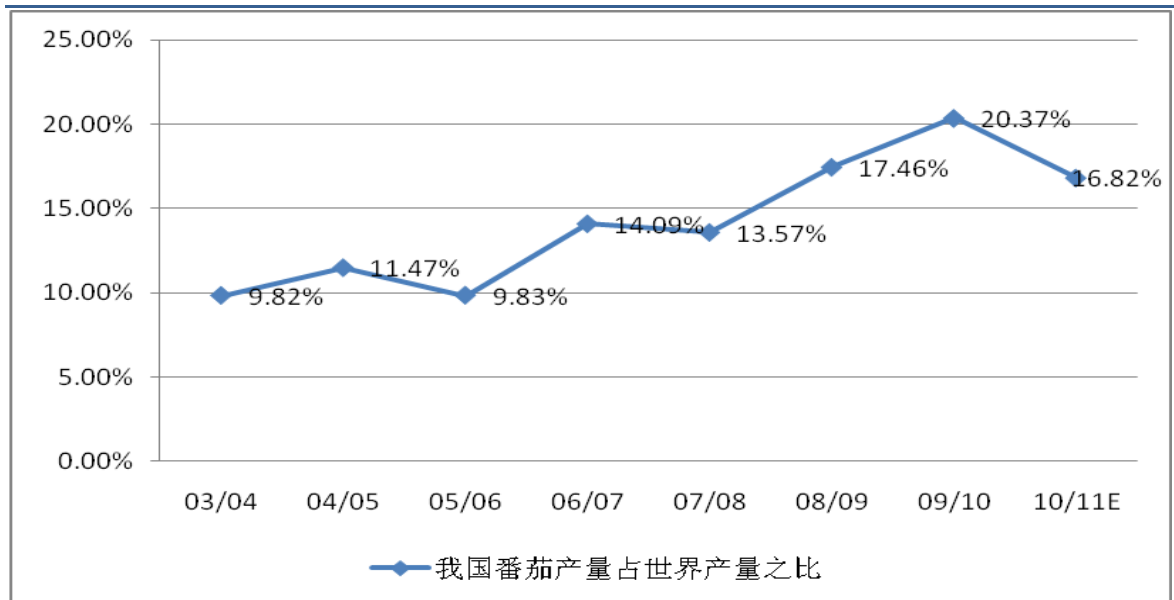


数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

1.2 11/12 年度中国番茄种植面积将下降

美国加州河谷产区、地中海沿岸产区、中国新疆地区并称为全球三大番茄主产区。美国加州河谷所产番茄主要提供本国国内食用，出口量非常小，仅为国际贸易量的 7-8% 左右。近几年在番茄酱国际贸易中，主要是意大利、中国占有较大比重，而地中海沿岸地区的番茄酱一部分供欧盟食用外，剩余部分才对外出口。但由于消费习惯原因，中国新疆地区所产番茄酱的 90% 以上用于出口。

图 3：我国番茄产量在世界产量占比逐年增加



数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

番茄生长需要较高的积温，一般在一个生长周期中，番茄需要 2400-2800 摄氏度的积温。我国新疆日照充足，十分适合番茄种植。新疆所产番茄酱以红色素高闻名，在色差、粘稠度、霉菌指数等一系列指标中均达到世界先进水平。近几年我国番茄酱出口份额迅速上升，1999 年我国出口市场份额仅占 7.7%，2006 年我国所占市场份额已上升到 30% 左右。2009 年我国出口番茄酱近 80 万吨，占国际贸易量的 40%。

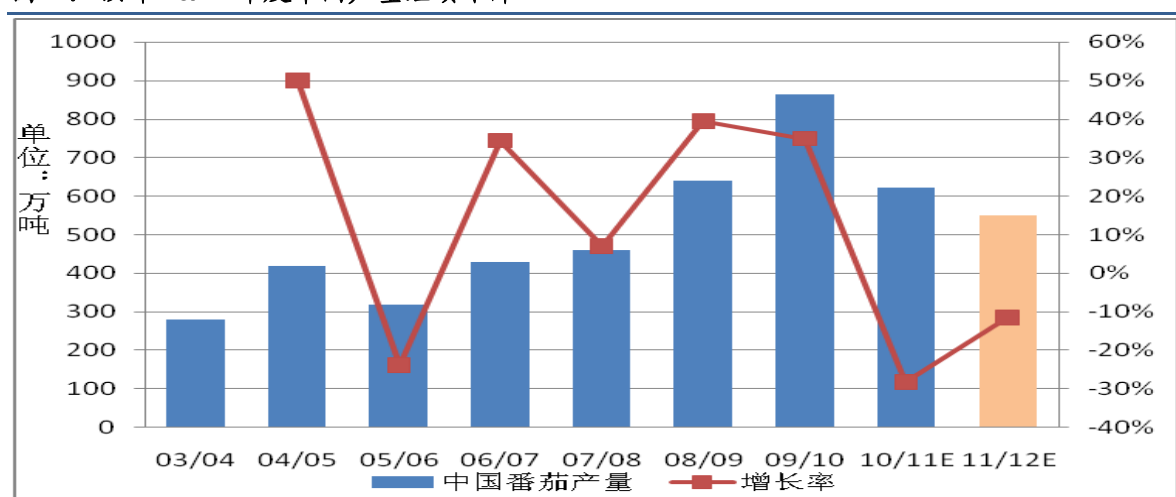
番茄种植比较收益已处劣势。2010 年棉花、白糖、辣椒大幅上涨。截止当前，新疆籽棉收购在 10-11 元/公斤，同比上涨 100% 以上，新疆棉花平均亩产约 500 公斤，每亩营业收入近 5500 元，每亩净收入约 2500 元。辣椒种植收益最高，每亩近 3500 元。随着糖价大幅上涨，新疆糖厂提高了甜菜收购价格，每吨收购价格从去年的 280 元增加到今年的 350 元，增长了 25%，每亩收益近 1100 元，今年番茄收购价格亦比去年有所增加，从去年的 350 元/吨上升至今年的 400 元/吨，每亩番茄种植纯收入 1200 元。

表 2：新疆主要种植作物比较收益情况

品种	收购价（元/公斤）	亩产（公斤/亩）	预计纯收入（元/亩）
番茄	0.4	6000	1200
干辣椒	8	650	3500
棉花	10	500	2500
甜菜	0.35	6000	1100

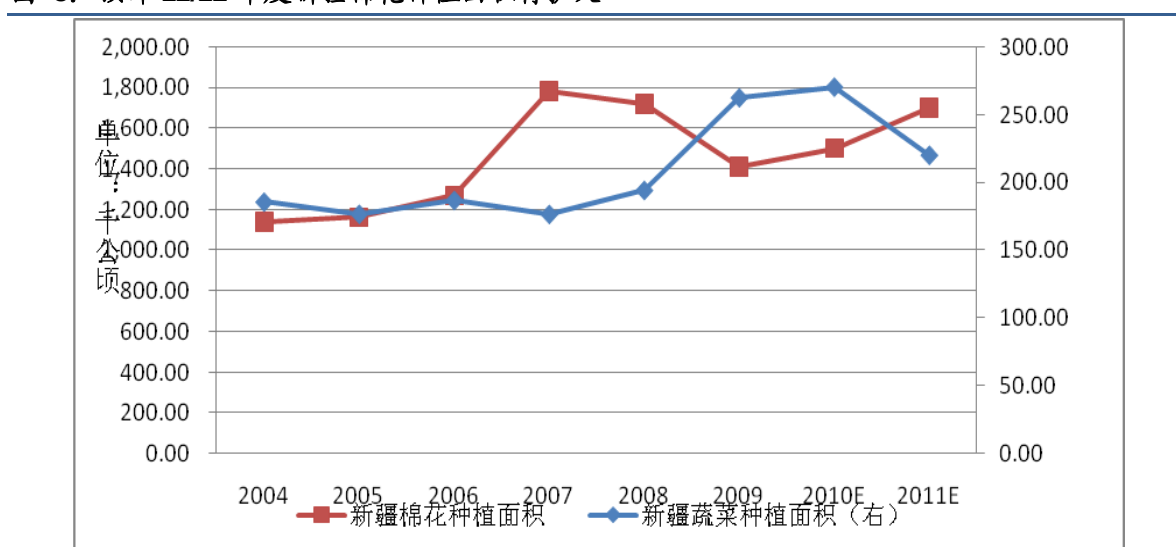
数据来源：渤海证券研究所

图 4：预计 10/11 年度中国产量继续下降



数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

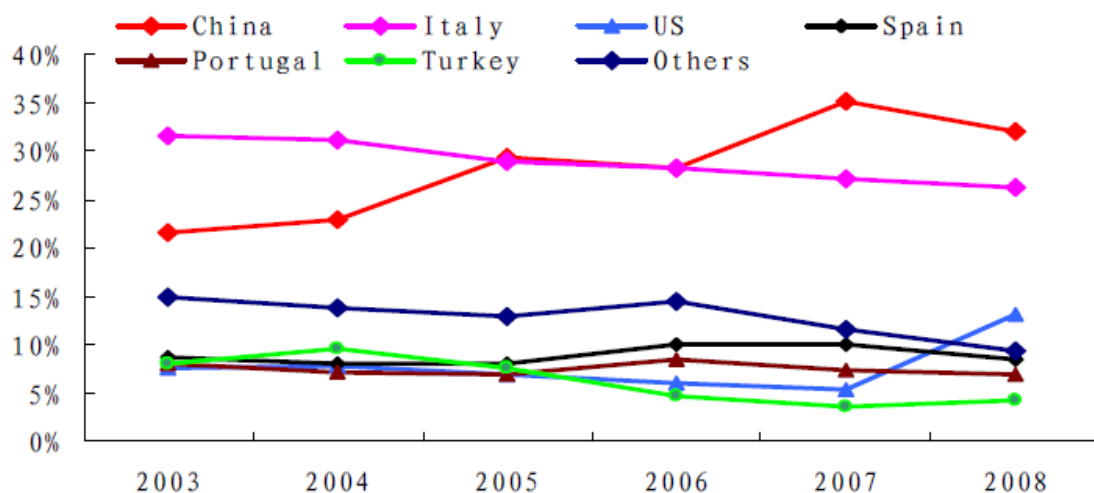
图 5：预计 11/12 年度新疆棉花种植面积将扩大



数据来源：世界番茄加工理事会，渤海证券研究所

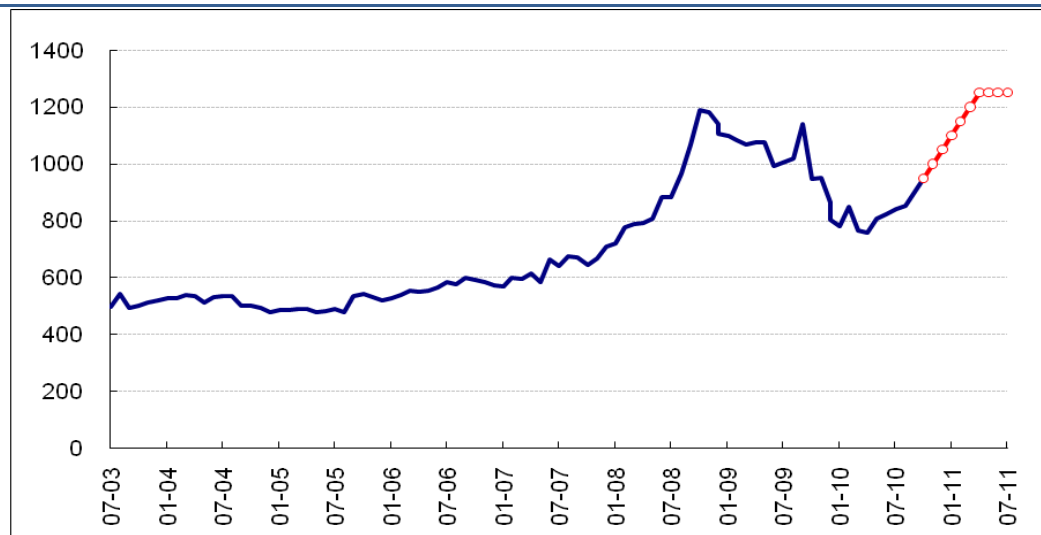
在新疆主要种植作物中，番茄种植收益明显低于棉花与辣椒，今年我国棉花减产，基本面呈供不应求局面，预计 2011 年棉花价格仍将呈高位振荡的走势，在棉花高价的引导下，预计 11 年新疆棉花种植面积将进一步扩大，而棉花与番茄地域大多重合，棉花面积的扩张必然引起番茄种植面积的下降，我们经新疆调研后认为，如若番茄酱价格 2011 年 2 月份番茄种植之前仍没有大幅上涨，预计新疆番茄种植面积可能将同比下降 20%。我国番茄产量将继续减产的可能性较大。只有番茄酱价格进一步上涨才能形成与棉花、辣椒争夺种植面积的情形，才能保证明年中国，乃至全球番茄酱的供求平衡。

图 6：我国番茄酱出口市场份额不断扩大



数据来源：GTGA，渤海证券研究所

图 7：我国番茄酱出口价格走势



数据来源：渤海证券研究所

2 公司经营业绩拐点出现

2.1 存货跌价准备要冲回

2010 年上半年番茄酱价格一直在下行，最低时 500 - 550 美元/吨，而去年的成本价在 600 美元/吨，公司为扭转不利局面，减少大桶原料酱的销售，增加小包装番茄酱的出口，但由

于国际市场大桶番茄酱价格回升缓慢，截止今年第三季度，公司净亏损近 2.5 亿元，基本每股收益为 -0.55 元。目前我国番茄酱对外出口报价为 850 - 900 美元/吨，比今年最低点已上涨了 40%。自随着番茄酱价格的进一步回升，根据公司会计准则，上半年减计的存货跌价准备 7500 万元应在今年底冲回。

2.2 预计第四季度盈利 4000 多万

目前公司库存有近 7 万吨，今年新酱产量 20 万吨，公司产品加权平均成本仅 710 美元，以目前报价 900 美元报价来算，预计第四季度销售 12 万吨。则第四季度将会产生营业净利润 5400 万元。计算如下：

- 目前公司库存 7 万吨（成本 600 美元/吨），新酱 20 万吨（750 美元/吨）
- 当前公司产品加权成本 = $(7 \times 600 + 20 \times 750) / 27 = 711$ 美元/吨
- 第四季度公司产品销售旺季：

预计第四季度净利润 = 12 万吨（销量） $\times$ 150 美元/吨（毛利） $\times$ 6.7（汇率） $\times$ 1/3（净利润占毛利比重）= 4015 万元。

- 公司上半年募集资金 5.84 亿，第四季度可节约财务费用 1460 万元。
- 普罗斯旺四季度净亏损：500 万元

预计 10 年主营业务利润情况：

净亏损： $2.49 - 0.75 - 0.4 - 0.15 + 0.05 = 1.24$ 亿

3 公司投资收益锦上添花

北新路桥股权解禁

新中基持有北新路桥股份 2811.6 万股，于 2010 年 11 月 11 日解禁。

- 2010 年 10 月 15 日，公司召开临时股东大会审议通过股东大会授权董事会择机处置北新路桥股权议案。
- 2010 年 11 月 19 日发布公告称，已出售 947.25 万股，成交价位在 20.95 元，投资收益 = $947.25 \times 20.95 \times (1 - 1\%) = 1.965$ 亿元。

预计公司 10 年度净利润 = $1.965 - 1.24 = 0.725$ 亿元。

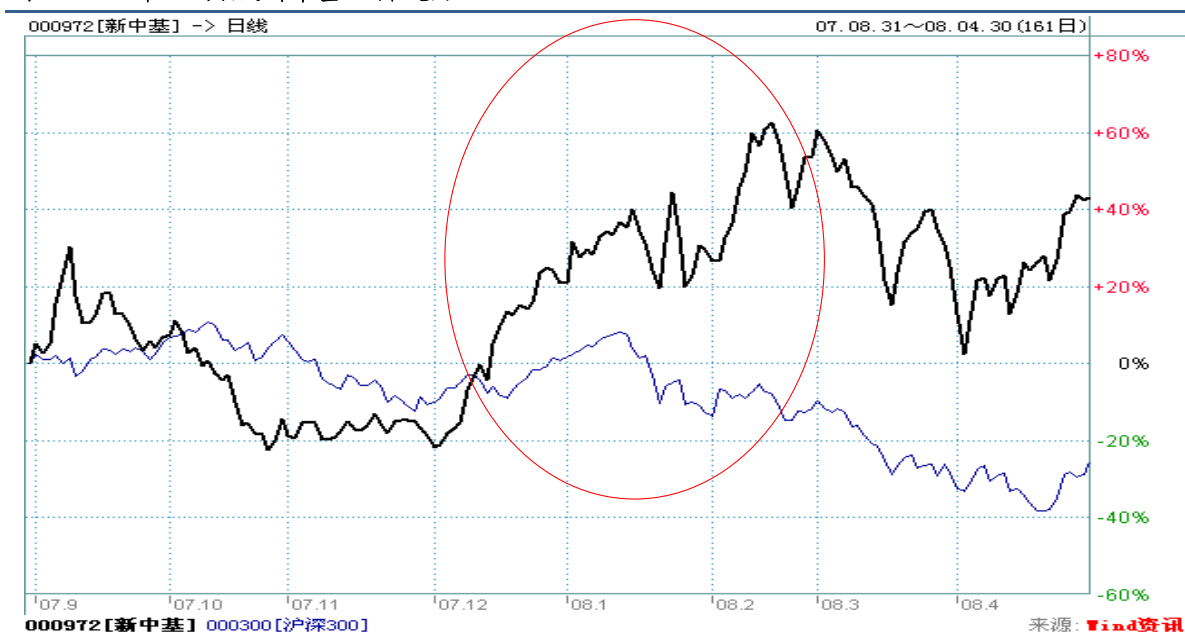
4 趋势性投资的绝佳品种

番茄酱跳不出农产品价格特有的“蛛网模型”怪圈。根据 2007 年 欧盟农业理事会的决定，在 4 年内完全取消番茄制品的生产补贴。预计 2011 年在农业补贴完全取消的情况下，欧洲

主产区意大利、西班牙等地番茄种植面积将进一步下降，同时番茄原料成本将大幅上升。而中国主产区新疆因种植番茄比较收益差原因，预计 2011 年种植面积下降的可能性非常大，从而确立了 2011 年番茄酱价格进入上涨通道。

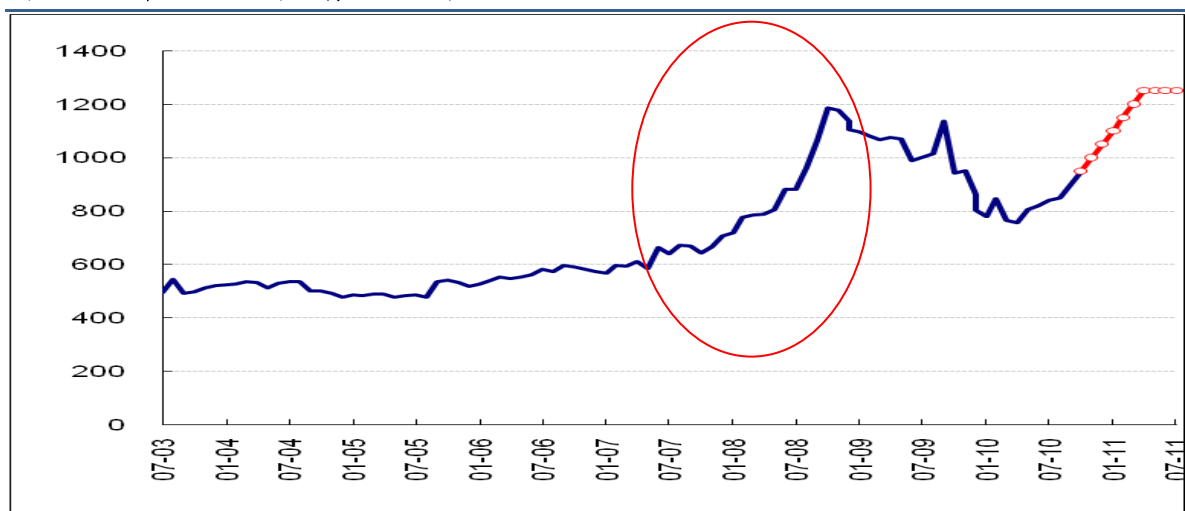
这与 07 年年底至 08 年年初的供求形势极其相似。番茄酱价格从 07 年 10 月开始加速上涨直至 08 年的 10 月份达到 1200 美元的历史高位。主要原因：一、07/08 年度 全球番茄出现 170 万吨的供需缺口；二、预期番茄种植补贴取消后欧洲主产区番茄种植面积下降；三、种植成本上升。而 2007 年 11 月中旬 - 2008 年 3 月初，公司股价从 9 元上涨至 18 元。3 个月，股价翻倍！。由于今年天气原因，番茄开榨时间比正常年份推迟了 15 - 20 天时间，预计新中基股份将从 12 月份开始发力，目前公司股价在 13 元左右，短期目标位 20 元，预计 2011 年 3 月份将达到 25 元。

图 8：07 年 11 月底新中基股价发力上攻



数据来源：渤海证券研究所

图 9：07 年 10 月份番茄酱出口报价加速上涨



数据来源：渤海证券研究所

表 3：07/08 年度与 10/11 年度对比

事项	07/08 年度	10/11 年度
时间区间：	07 年 10 月至 08 年 10 月	10 年 10 月至 11 年 10 月
结果：	价格大幅上涨至 1200 美元	预计价格将突破 1200 美元
原因一：	全球番茄产需缺口 170 万吨	全球番茄产需缺口 196 万吨
原因二：	预计欧洲种植面积下降	预计新疆种植面积下降
原因三：	种植成本上升	种植成本上升

数据来源：公司公告，渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~ 15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn	
huangfeng@bhq.com		xiexd@bhq.com	

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 68784257

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn