

中粮屯河 (600737.SH)

制糖行业

评级: 持有 维持评级

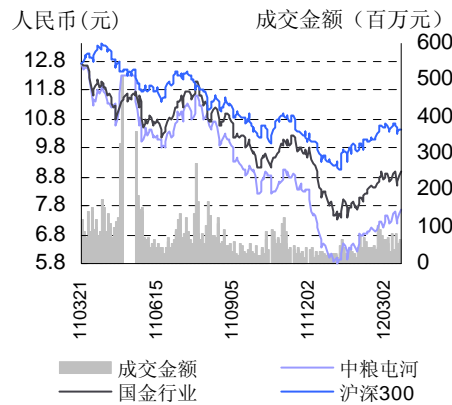
业绩点评

市价(人民币): 7.67元
目标(人民币): 7.10-8.50元

长期竞争力评级: 等于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	805.60
总市值(百万元)	7,712.98
年内股价最高最低(元)	12.76/5.80
沪深300指数	2901.22
上证指数	2612.19



相关报告

- 《布局南糖和原糖加工,番茄酱价继续上行》, 2011.10.27
- 《受益高糖价,番茄酱拐点显现》, 2011.8.18
- 《受益高糖价,静待番茄酱去库存》, 2011.6.2

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

虞秀兰 联系人
(8621)61038294
yuxl@gjzq.com.cn

糖业务提升盈利, 来年量增价稳

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	-0.055	0.032	0.282	0.457	0.297
每股净资产(元)	2.62	2.78	3.06	3.41	3.70
每股经营性现金流(元)	-0.58	0.00	0.80	0.61	0.39
市盈率(倍)	-289.01	317.41	27.23	16.80	25.84
行业优化市盈率(倍)	69.85	48.92	48.92	48.92	48.92
净利润增长率(%)	N/A	N/A	775.87%	62.05%	-34.97%
净资产收益率(%)	-2.10%	1.16%	9.22%	13.42%	8.03%
总股本(百万股)	1,005.60	1,005.60	1,005.60	1,005.60	1,005.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 中粮屯河 2011 年实现收入 49.98 亿元, 同比增长 69.18%。净利润 3238 万元, 扭亏为盈, EPS 0.03 元。扣非后亏损 2362 万元。符合我们预期。

经营分析

- 第四季度扭亏为盈主要来自于甜菜糖: 公司 2011 第四季度实现收入 21.13 亿元, 净利润 7991 万元。公司的甜菜糖主要在第四季度销售, 2011 年行业性丰产, 我们测算公司糖产量约 35 万吨, 毛利率约为 25%。
- 番茄酱价将继续缓慢上行: 目前番茄酱处于逐步去库存阶段, 酱价回升缓慢, 公司番茄酱业务毛利率仅为 14.6%。2011 年我国番茄酱出口月均价为 849 美元/吨, 同比上涨 8.0%。据 WPTC 预计, 2011 年全球加工用番茄产量缺口将达到 193 万吨, 有利于番茄酱价进一步上涨。
- 我们判断国内糖价可能高位震荡整理。2011/12 榨季, 我们预计国内糖产量约 1130-1200 万吨, 相比 1400 万吨的需求, 仍有 200 万吨左右的缺口; 2012 年 200 万吨进口配额尚未更改, 供需紧平衡。USDA 预测明年国际糖供给偏多, 因此国内糖价难以大幅上涨。本榨季新疆甜菜收购价约 450 元/吨, 广西甘蔗收购指导价约 500 元/吨, 蔗糖成本将在 5800-6200 元/吨之间。结合成本上升因素, 我们认为 2011/12 榨季国内糖价较可能在 6000-7000 元/吨附近震荡整理。

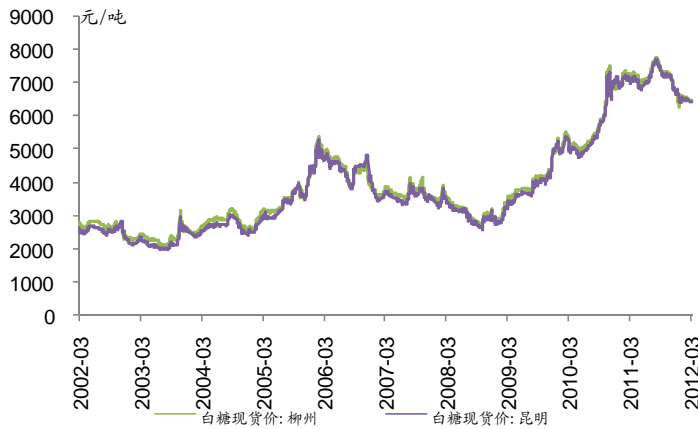
增发方案修改点评

- 本次增发方案修改增发价: 将以不低于 5.70 元/股的价格发行 85800 万股, 募集资金总额拟不超过 48.85 亿元。中粮集团仍将以现金参与此次增发, 承诺本次发行完成后持有的公司股权比例不低于 55%。
- 将大幅提升公司的蔗糖供给能力: 原有甜菜糖 35 万吨, 新增广西蔗糖约 10 万吨、澳洲 Tully 糖业蔗糖约 25 万吨, 及原糖进口加工约 30 万吨。

投资建议

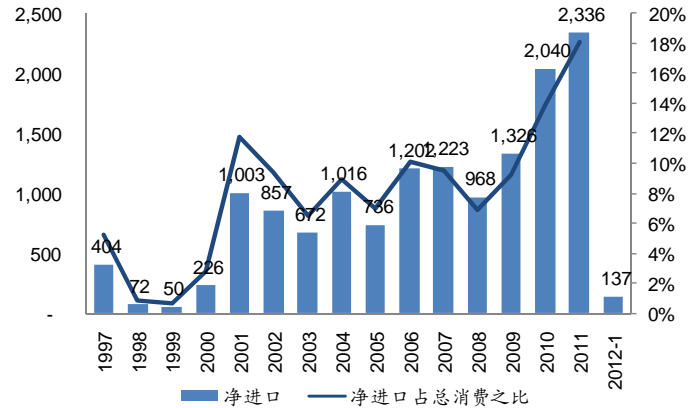
- 我们对其盈利预测为: 2012-14 年 EPS 分别为 0.28、0.46 和 0.30 元。
- 增发项目盈利能力测算: 我们以蔗糖 500 元/吨、原糖加工 1.5 亿元(2010-11 年均值)的利润进行测算, 预计此次增发项目将增加盈利约 3.25 亿元。若 2012 年完成增发、2013 年正常盈利, 按 18.64 亿股本摊薄, 2012-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.15 和 0.42 元。
- 结合番茄酱景气好转、公司糖产量放量, 给予目标价 7.1-8.5 元, 维持“持有”评级。

图表1: 近两个月糖现货价维持在 6500 元/吨附近



来源: wind、国金证券研究所

图表2: 我国食糖净进口占比近年来增殖较快

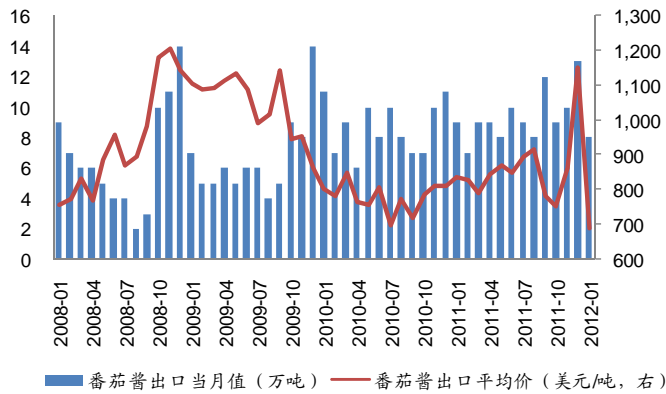


图表3: 白糖国际明年供给和贸易量相对宽松, 而国内消费库存比仍在低位。我们预测糖价高位震荡

单位: 千吨	2012/11E	2010/11	2009/10	2008/09	2007/08	2006/07	2005/06	2004/05	2003/04	2002/03	2001/02
世界总产量	168,482	160,948	153,459	143,932	163,087	164,196	144,550	140,674	142,487	148,552	134,398
贸易量	55,704	52,603	51,409	47,287	45,487	43,504	44,757	45,418	41,226	41,714	39,693
四大主产国出口占比	70%	65%	58%	59%	75%	74%	56%	52%	58%	59%	51%
消费总计	161,274	158,622	154,861	153,723	152,201	152,548	142,594	143,328	139,721	139,066	134,986
库存消费比	17.9%	18.2%	16.88%	18.2%	25.8%	22.6%	21.6%	23.7%	27.3%	29.2%	27.1%
中国产量	12,000	11,300	11,500	13,317	15,898	12,855	9,446	9,826	10,734	11,380	8,305
净进口	1,790	1,760	1,500	1,077	972	1,465	1,234	1,360	1,235	842	1,375
国内消费	13,600	13,900	14,790	14,500	14,250	13,500	11,500	11,400	11,600	10,950	9,355
库存消费比	12.5%	10.9%	16.5%	26.1%	27.8%	10.4%	6.1%	15.4%	20.0%	18.5%	9.3%
四大主产国产量	81,600	76,960	68,468	59,814	72,989	74,162	58,122	52,920	53,738	58,697	51,934
出口	39,070	34,020	29,619	27,712	33,935	32,086	24,991	23,478	23,947	24,786	20,376
巴西产量	39,600	38,150	36,400	31,850	31,600	31,450	26,850	28,175	26,400	23,810	20,400
净出口	27,300	25,650	24,300	21,550	19,500	20,850	17,090	18,020	15,240	14,000	11,600
澳大利亚产量	4,000	3,000	4,600	4,814	4,939	5,212	5,297	5,388	5,178	5,461	4,662
出口	2,770	2,670	3,524	3,477	3,691	3,851	4,199	4,438	4,147	4,106	3,589
泰国产量	9,700	9,160	6,930	7,200	7,820	6,720	4,835	5,187	7,010	7,286	6,397
出口	7,300	6,900	5,900	5,295	4,914	4,705	2,242	3,115	4,860	5,280	4,157
印度产量	28,300	26,650	20,538	15,950	28,630	30,780	21,140	14,170	15,150	22,140	20,475
出口	1,700	-1,200	-4,105	-2,610	5,830	2,680	1,460	-2,095	-300	1,400	1,030

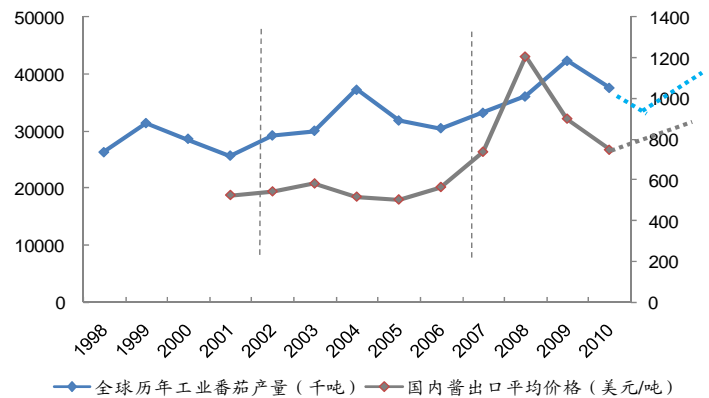
来源: USDA、国金证券研究所

图表4: 我国番茄酱出口量和价格趋势



来源: wind、国金证券研究所

图表5: 工业番茄产量呈“三增两减”的5年周期, 预计2011年产量缩减, 供需平衡缩进, 价格拐点显现



图表6: 增发方案调整

序号	项目名称	拟用募集资金额 (万元)	备注
1	收购中粮集团旗下食糖进出口业务及相关资产	155,000	原糖加工约30万吨
2	收购 Tully 糖业 100% 股权	95,500	年产蔗糖约25万吨
3	收购内蒙古中粮番茄制品有限公司 100% 股权	15,000	
4	广西崇左甘蔗制糖循环经济项目 (I 期)	60,000	年产蔗糖10-12万吨
5	河北唐山曹妃甸年产 100 万吨精炼糖项目 (I 期)	60,000	
6	高新农业种植基地及配套设施建设项目	21,000	
7	年产 20 吨番茄红素油树脂项目	2,000	
8	增资中粮屯河种业有限公司	5,000	
9	补充营运资金	75,000	
	北海华劲100%股权		年产蔗糖约5万吨
	云南德宏州投资设立子公司		年产蔗糖约4万吨
	云南西双版纳州投资设立子公司		年产蔗糖约2万吨

来源: 公司公告、国金证券研究所, (灰色部分已不在新方案中)

图表7: 主营业务盈利预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
番茄酱										
公司售价 (美元/吨)	503	564	647	1003	901	748	838	922	1014	963
YOY		12%	15%	55%	-10%	-17%	12%	10%	10%	-5%
汇率	8.19	7.97	7.61	6.95	6.83	6.72	6.40	6.21	6.15	6.08
销量 (万吨)	22.5	24.9	27.8	30.4	26.4	28.9	35.3	31.8	27.4	28.7
YOY		11%	12%	9%	-13%	9%	22%	-10%	-5%	5%
收入 (百万元)	926	1118	1370	2119	1624	1451	1894	1819	1705	1683
毛利润 (百万元)	206	236	322	724	643	295	276	364	426	337
毛利率	22.3%	21.1%	23.5%	34.2%	39.6%	20.3%	14.6%	20.0%	25.0%	20.0%
糖业务										
公司售价 (元/吨)	3386	4458	3955	3264	3848	5569	7400	7030	7382	7382
YOY		32%	-11%	-17%	18%	45%	33%	-5%	5%	0%
销量 (万吨)	13.2	15.0	40.1	39.9	31.0	23.0	36.9	38.7	40.7	40.7
YOY		31%	50%	3%	-26%	17%	60%	5%	5%	0%
收入 (百万元)	448	669	1584	1304	1193	1281	2731	2724	3003	3003
毛利润 (百万元)	102	275	557	301	179	395	687	627	751	691
毛利率	22.9%	41.1%	35.2%	23.1%	15.0%	30.8%	25.2%	23.0%	25.0%	23.0%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	2
买入	0	0	0	0	1
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	2.17

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-06-02	持有	10.21	10.30 ~ 12.30
2 2011-08-18	持有	10.10	8.80 ~ 11.00
3 2011-10-27	持有	8.31	N/A

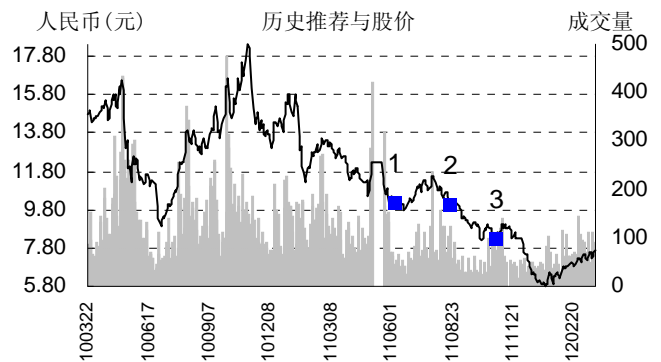
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B