

# 番茄酱减产 制糖产业链渐完善

## ——中粮屯河（600737）调研快报

2012年11月9日

推荐/首次

中粮屯河

调研快报

王昕

农林牧渔行业分析师

执业证书编号：S1480511090001

010-66554015 wangxin@dxzq.net.cn wangxin200810@hotmail.com

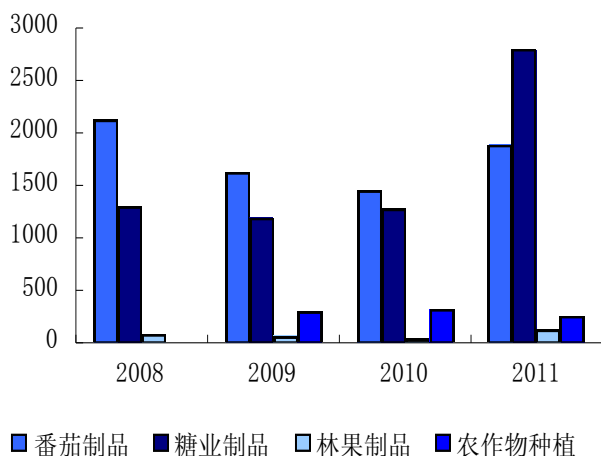
### 事件：

我们近日调研了中粮屯河，就行业和公司经营情况与相关领导进行了交流。

#### 1. 公司致力于番茄酱和制糖产业

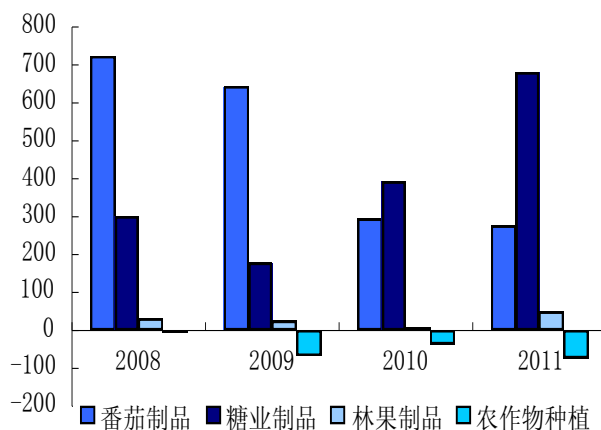
公司以番茄制品和糖业制品和为主，同时涉及林果制品和农作物种植。2010-2011年番茄制品收入分别为14.51亿元和18.94亿元，同比增长30.52%；2010-2011年糖业制品收入分别为12.81亿元和27.91亿元，同比增长117.88%；2010-2011年公司林果制品收入分别为4510万元和1.3亿元，同比增长188.67%；同期农作物种植收入分别为3.17亿元和2.52亿元，同比下滑20.24%。公司番茄制品主要是番茄酱，以出口为主，自09年番茄酱价格开始下滑且公司今年开始限产保价后，公司番茄收入和利润占比有所下滑（11年收入占比近40%，利润占比27%左右）。公司糖业制品在11年前以甜菜糖为主，11年收购广西华劲糖厂并在广西崇左新建糖厂后新增甘蔗糖产能17万吨/年，未来增发项目的完成还将大幅增加公司制糖实力。

图 1：2008-2011 年公司主营业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：2008-2011 年公司主营业务利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 2. 天灾被动减产与企业主动限产双管齐下 看好明年番茄酱涨价

全球适宜生产酱用番茄的种植区域主要分布在南北纬 40 度附近的干旱少雨、昼夜温差较大、全年无霜期较长的狭长地带，独特的气候土壤要求使欧洲的地中海地区、美国加州以及我国的新疆、内蒙等地区成为全球主要的酱用番茄产区，三者产量占全球比重近 80%，其中美国占 32%左右、中国占 18%左右。中国番茄酱 90%多出口海外、美国自给自足外也有出口、地中海地区不仅自身消费大量番茄酱同时还进口中国等地番茄酱以加工分装销售。2008 年之前全球番茄产量约 1 亿吨，其中加工番茄 3300 万吨左右，整体供求基本平

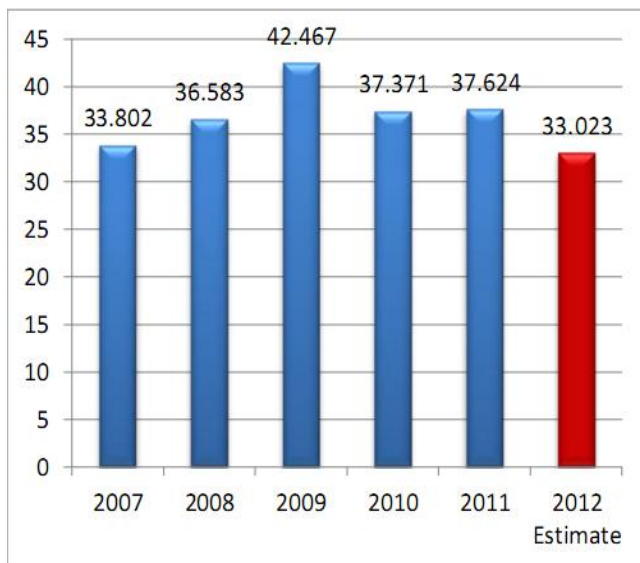
衡。随着 08 年番茄酱价格大涨和欧盟补贴政策的取消，世界番茄产量大幅增长，2009 年达到 4246.7 万吨，2010 年-2011 年大约 3737.1 万吨和 3762.4 万吨，供给的严重过剩造成了此后 3 年番茄酱价格不振。据 WPTC 今年 9 月的最新预测，全球加工番茄产量约 3302 万吨，较去年的 3762 万吨下滑 12%，主要调低了中国产量（从 500 万吨减为 323 万吨）、土耳其产量（从 205 万吨降为 170 万吨）和意大利产量（435 万吨降为 410 万吨）。

北美国家和传统的欧盟 15 国是番茄酱主要消费地区，其中北美市场占世界番茄总消费量的 32%，欧盟 15 国占 24%，非洲、欧盟 12 个新的成员国和其他欧洲国家、中东地区近年消费增速也较快，整体而言全球番茄酱市场年均增速在 2-3%，呈现缓慢平稳增长态势。

我国番茄制品以中低端为主且缺乏议价能力，国际市场买家购买我国出口加工番茄酱后，离境或者在保税区对其进行分装，并添加不同口味的调味剂。08 年后全球番茄酱产能过剩之下我国番茄酱海关出口价格从 1200 美元/吨的最高水平跌至 2010 年的 600 多美元/吨，最大跌幅近 50%。今年初以公司为主的国内番茄企业开始实施“限产保价”措施，番茄种植面积减少约一半至 85 万亩左右，并且今年受内蒙洪涝灾害和新疆干旱影响，国内番茄产量大幅下滑，我们预计今年中国番茄产量约 330 万吨，而去年产量接近 800 吨。

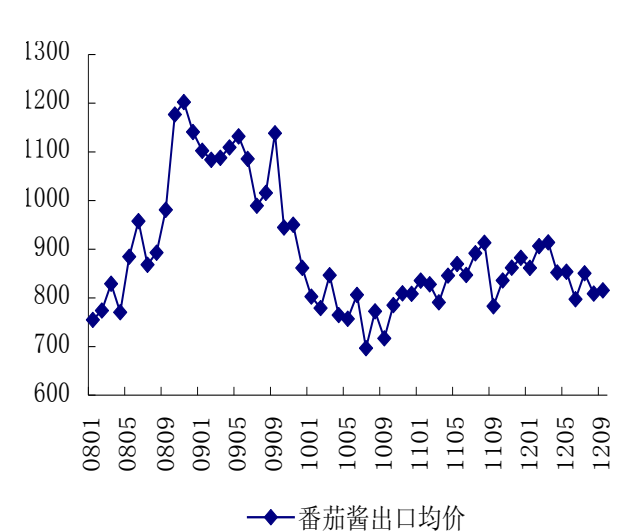
从今年价格来看，3 月中国种植面积和产量减少的消息曝出后番茄酱价格上涨至 913.87 美元/吨，今年 7-9 月新榨季开始后的番茄酱出口价格分别为 850.57 美元/吨、808.58 美元/吨和 815.33 美元/吨，较 6 月 797.13 美元/吨有所上涨。今年全球番茄酱产量减少，中国遭遇灾害和限产双重制约下产量降幅更超预期，同时预计明年新疆番茄酱企业仍将继续实行限产保价，综上所述我们预计明年番茄酱价格上涨将是大概率事件。

图 3：世界番茄酱产量及预测



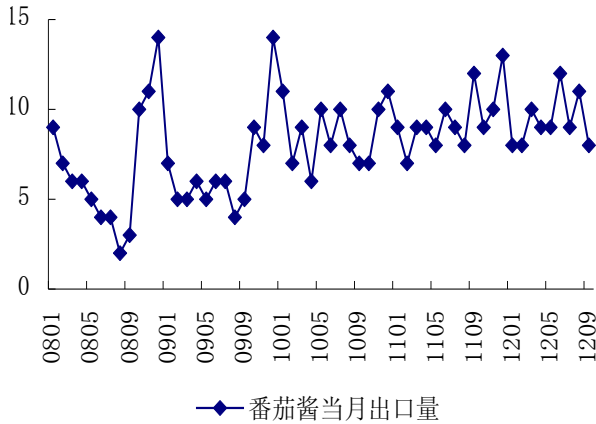
资料来源：WPTC 东兴证券研究所

图 4：2008-2012 年 9 月番茄酱出口均价



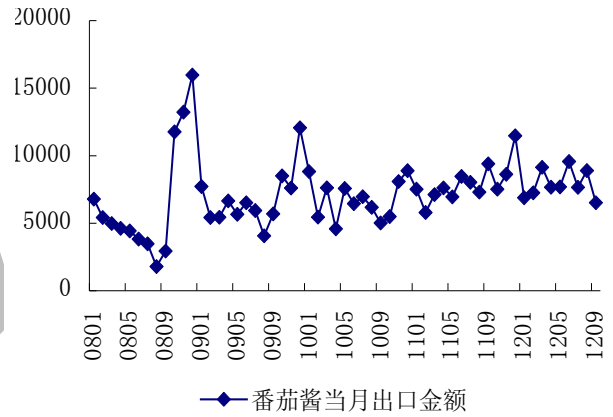
资料来源：wind, 东兴证券研究所 单位：元吨

图 5：世界番茄酱产量及预测



资料来源：海关总署 东兴证券研究所 单位：万吨

图 6：2008-2012 年 9 月番茄酱出口均价

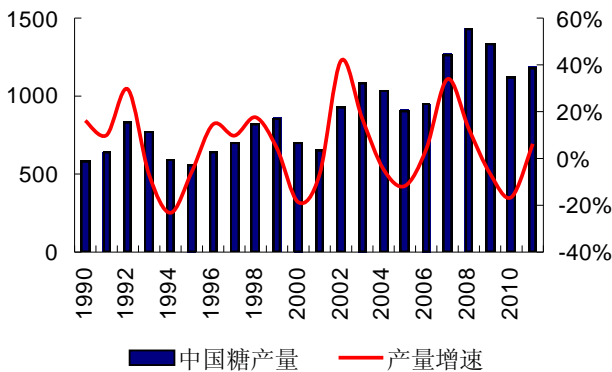


资料来源：海关总署，东兴证券研究所 单位：万美元

### 3. 新榨季产量增加且需求不振或将导致糖价下滑

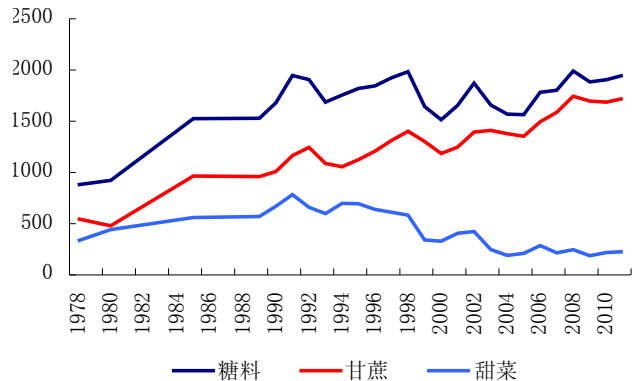
2011/12 年制糖期全国食糖产量为 1151.75 万吨，较上制糖期增加 10.17%。其中，甘蔗糖产量为 1051.015 万吨，较上制糖期增加 8.8%；甜菜糖产量为 100.735 万吨，较上制糖期增加 26.9%。总体表现为南方甘蔗糖产区恢复性增长，北方甜菜糖产区大幅增长。

图 7：1990-2011 年我国糖产量及增速



资料来源：wind 东兴证券研究所 单位：万吨

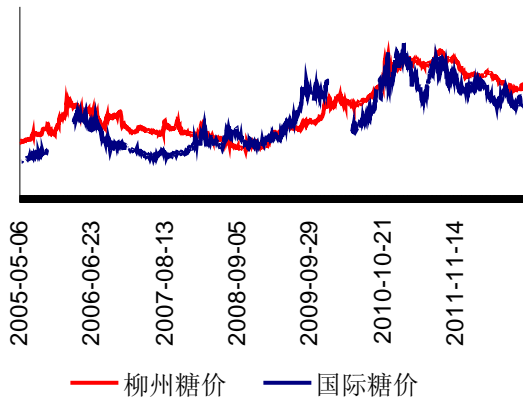
图 8：1978-2011 年我国糖料种植面积



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：千公顷

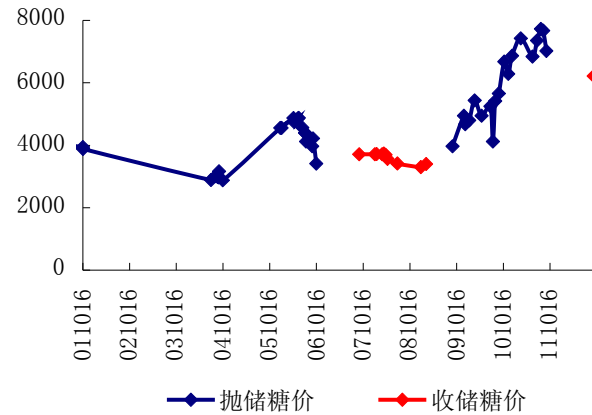
据 2012/13 年制糖期全国食糖产销工作会议分析，2012/13 预计广西糖产量 850 万吨左右，云南 220-230 万吨，广东 145 万吨，海南 40-45 万吨，甘蔗糖共 1282 万吨左右；新疆 55 万吨，黑龙江 23 万吨，内蒙古 16 万吨，北方甜菜糖共计 104 万吨，按 110 万吨计算则全国糖产量约 1392 万吨，同比增长 20.86%。从目前的产量预估数据看，今年全国制糖产量增加基本可以确定，增幅在 20%左右；需求方面受经济低迷影响，去年白糖消费量约 1330 万吨，同比下降 2.06%，按过往三年中国白糖消费量在正负 5%波动估算，白糖需求增长速度远低于产量增幅；进口方面，今年配额与去年持平约 194.5 万吨；去年国际糖价格大幅下跌导致糖走私量增大，新榨季若国内糖价维稳或略跌则糖走私量仍有增加风险，对国内后续糖价形成冲击。综上所述我们认为在产量增加、需求不振及走私增加之下新榨季国内糖价走低的可能性较大。

图 9：2005 至今柳州糖价和国际糖价



资料来源：wind 东兴证券研究所 单位：元/吨，美分/磅

图 10：2001 年至今国家抛储和收储糖价



资料来源：wind，东兴证券研究所 单位：元/吨

#### 4. 增发项目将进一步完成公司食糖产业链

我国 18 个省区产糖，南方为蔗糖，北方为甜菜糖，二者的产量多年来保持在 11:1 左右，2010/2011 榨季全国产糖量 1045 万吨，其中蔗糖产量 966 万吨，占比 92.44%。蔗糖产区中广西、云南两省占全国产量比重约 81.21%，尤其是广西 10 年间糖产量增加近两倍，产量占比已达到 64.36%，在广西拥有较强生产能力的制糖企业在未来我国食糖行业竞争中将拥有明显的优势。公司是全国最大的甜菜糖生产商，但以甜菜为原料的新疆糖产量仅占国内糖总产量的 3.6% 左右，且成本高运距长，发展空间受到极大制约，公司自去年收购北海华劲糖厂后就开启了进军南糖的规划，此次增发项目完成后亦将进一步提高公司在广西和河北等地的糖业生产实力。公司股东中粮集团是国内最大的食糖进出口贸易商，年进口贸易糖占中国进口食糖总量的 50% 以上，此次增发项目拟收购澳洲 Tully 糖厂和中粮集团旗下食糖进出口业务及相关资产，收购完成将使公司具有完整的“国际优质糖业资源+食糖进出口贸易+国内食糖精炼+国内食糖生产销售”的糖业产业链，实现国际糖业资源与国内食糖消费市场的对接，提升公司的综合竞争实力。

表 1：公司增发项目主要投向

项目名称	投资金额 (万元)	拟用募集资金投 资额 (万元)
1 收购中粮集团旗下食糖进出口业务及相关资产	139651	139500
2 收购 Tully 糖业 100% 股权	109606	109600
3 广西崇左甘蔗制糖循环经济项目 (I 期)	106779	60000
4 河北唐山曹妃甸年产 100 万吨精炼糖项目 (I 期)	100000	60000
5 高新农业种植基地及配套设施建设项目	63000	21000
6 年产 20 吨番茄红素油树脂项目	2500	2000
7 增资中粮屯河种业有限公司	5400	5000
8 补充营运资金	75000	75000
合计	601936	472100

### 结论：

公司以番茄制品和糖业制品和为主，同时涉及林果制品和农作物种植。全球番茄酱主要集中在欧洲的地中海地区、美国加州以及我国的新疆、内蒙等地区，今年全球加工番茄产量约 3302 万吨，较去年的 3762 万吨下滑 12%，主要是中国遭遇灾害和限产双重制约，番茄酱产量降幅超预期同时预计明年新疆番茄酱企业仍将连续实行限产保价，我们预计明年番茄酱价格上涨将是大概率事件。从目前的产量预估数据看，今年全国制糖产量增加基本可以确定，增幅在 20%左右，在产量增加、需求不振及走私增加之下新榨季国内糖价走低的可能性较大。预计 2012-2013 年 EPS 分别为 0.01 元和 0.1 元，目前股价 5.51 元对应当年 PE 较高，明年 PE57 倍左右，我们认为公司的催化剂在于明年番茄酱大概率上涨和增发带来的投资机会，首次给予“推荐”评级。

表 2 公司盈利预测

	2011A	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,998.46	4,235.83	7,768.89
(+/-)	70.2%	-15.3%	83.4%
经营利润（百万元）	35.49	10.04	180.09
(+/-)	—	-71.72%	1694.55%
净利润（百万元）	32.38	10.27	97.33
(+/-)	-158.7%	-68.28%	847.68%
每股收益（元）	0.03	0.01	0.097

资料来源：东兴证券研究所

### 风险提示：

天气灾害导致公司产品产量大幅下滑；番茄酱价格大幅下跌；糖价大幅下跌。

## 分析师简介

### 王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

## 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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。