

果蔬加工

署名人: 张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人: 观富钦

S0960112070011

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6-12个月目标价: 5.90元

当前股价: 4.78元

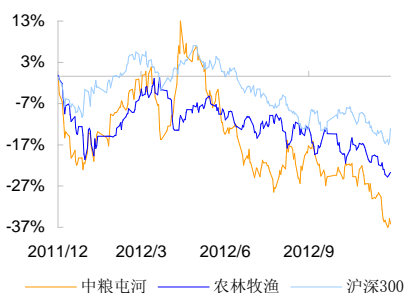
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2029.24
总股本(百万)	1005
流通股本(百万)	805
流通市值(亿)	38
EPS	0.03
每股净资产(元)	2.78
资产负债率	68.97%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	-17.16	-20.86	-27.86
农林牧渔	-10.63	-13.08	-18.27
沪深300指数	-4.27	0.17	-13.88



相关报告

中粮屯河

600737

推荐

迈向拐点

中粮屯河是专业的番茄酱及食糖加工巨头。除了通过自身挖潜以及定位高端客户的差异化竞争提升盈利能力以外,在中粮集团的大力支持下,公司将继续通过定增方案积极扩大番茄及食糖产业链的布局。此外,13年下半年番茄酱和食糖价格可能同时迎来向上周期,两者的共振将加大公司业绩的弹性,拐点可期。

投资要点:

- 公司是全球第二大的番茄加工企业及我国最大的甜菜糖加工企业。公司的番茄酱产能达58万吨,甜菜糖及蔗糖产能分别达47、17万吨,未来在中粮集团的鼎力支持下,将积极打造成为集团旗下的世界级的食糖产业和番茄产业运作平台。
- 12-13榨季番茄酱供给趋紧,价格继续回升。由于意大利、西班牙、中国等地区的加工番茄减产明显,新榨季番茄供给减产11%。其中我国番茄酱减产50%,预计行业将完成去库存,番茄酱报价有望回升至1050美元/吨以上。
- 12-13榨季食糖供给更加宽松,糖价仍处于下行周期。前期糖价高涨使得全球甘蔗继续丰产,加上进口原糖冲击,新榨季我国的食糖库销比继续上升。考虑到食糖行业3-5年的周期特性,糖价有望下行到5000元/吨左右,新榨季糖企将致力于减亏。
- 挖潜与差异化竞争并举以抵御行业周期波动。挖潜指公司大力提高自种面积及通过种子研发提升单产水平,差异化竞争指公司定位亨氏、可口可乐等高端客户以摆脱简单的价格竞争循环。我们认为,两者结合将有助于加强公司的原料控制能力及提升盈利能力,毛利率水平有望逐步回升。
- 磨底进行时,业绩拐点在明年。09年加工番茄的大幅丰产使得番茄酱行业的去库存时间长达4个榨季,而糖价从11年8月进入下行周期,预计将持续至13年下半年,两者的叠加使得今年业绩下滑明显。我们认为,13年下半年番茄酱和食糖价格也可能同时迎来向上周期,两者的共振将加大公司业绩的弹性。
- 低景气周期不改公司扩张布局步伐。尽管行业景气度低迷,但公司仍将大力推行定增方案以进一步扩大在食糖进出口贸易、南糖领域及精炼糖加工等方面的布局,同时继续扩大番茄自种面积至30万亩,加大种子研究力度,逐步完善食糖及番茄加工的产业链布局。
- 给予“推荐”评价。我们预测公司12-14年EPS为-0.22、0.02、0.33元。我们对不同业务分别采取PE法、PS法进行估值,同时考虑到在控股股东中粮集团的雄厚实力支持下,公司抵御周期波动的能力为行业最强,未来产品议价能力提升及业务规模成长的空间仍大,首次给予公司“推荐”的投资评级,目标价5.90元。
- 风险提示:固定资产及存货存在减值损失的风险;番茄酱业务的景气度回升或者食糖业务的景气度下滑超预期。

主要财务指标

单位:百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4998	4353	4829	5699
收入同比(%)	69%	-13%	11%	18%
归属母公司净利润	32	-220	25	336
净利润同比(%)	-48%	-778%	-89%	1243%
毛利率(%)	20.1%	18.5%	22.8%	27.7%
ROE(%)	1.2%	-8.6%	1.0%	11.6%
每股收益(元)	0.03	-0.22	0.02	0.33
P/E	150.63	-22.21	194.93	14.52
P/B	1.75	1.92	1.90	1.69
EV/EBITDA	18	44	18	10

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、公司简介：专业的番茄及食糖加工巨头	5
1.1 公司概况：全球第二大番茄加工企业及我国最大的甜菜糖加工企业	5
1.2 股权结构：中粮集团为控股股东	6
二、番茄酱行业：供需渐趋平衡，曙光初现	7
2.1 刚性需求下，番茄酱供给趋紧引来价格上涨良机	7
2.1.1 需求：消费集中在欧美地区，全球消费量保持平稳	7
2.1.2 供给：12年全球番茄减产11%，2012-13榨季番茄酱供给趋紧	7
2.1.3 价格：波动来自供给端，供给趋紧下价格将明显回升	12
2.2 国内竞争混乱，涨价趋势下企业盈利如何尚待关注	13
2.2.1 国内番茄酱加工企业产能过剩，且受上下游两端挤压	13
2.2.2 涨价趋势下中小企业为盈利变数，行业格局有待重整	14
三、制糖行业：供给更为宽松，黎明前的黑暗降临	15
3.1 需求平稳下，全球食糖供给宽松	15
3.1.1 需求：全球消费量保持平稳增长，过去20年的CAGR≈2%	15
3.1.2 供给：12-13榨季全球食糖小幅增产，关注印度、中国的收榨进度	16
3.2 国内外供给宽松下，糖价仍处于下行周期	20
3.2.1 11-12榨季进口剧增，我国食糖的库销比大幅上升至34.4%	20
3.2.2 糖周期难改，糖价仍将继续下行（目标：5000元/吨）	21
3.3 糖价联动制度下，新榨季行业将致力于减亏	23
四、公司分析：借股东之力，打造世界级的番茄及食糖产业平台	25
4.1 番茄酱：全产业链已具雏形，业绩波动有所减弱	25
4.1.1 种子研发+番茄自种，加强供给端的话语权	25
4.1.2 定位高端客户，自种模式下公司的盈利能力有所改善	26
4.2 食糖：立足北糖，进军南糖	28
4.2.1 甜菜糖龙头，拓展空间来自挖潜	28
4.2.2 进军蔗糖领域及海外布局，完善产业链	30
4.3 业绩：磨底进行时，业绩拐点在明年	30
4.3.1 13年下半年酱糖价格可能由轮动走向共振	30
4.3.2 酱升糖跌，13年有望实现盈亏平衡	31
五、投资建议：推荐	33

图目录

图 1 04 年以来整体上公司的营业收入持续增长.....	5
图 2 04 年以来公司的净利润变化波动较大.....	5
图 3 近年公司的番茄业务相对稳定，食糖业务增长较快.....	5
图 4 公司已形成番茄、食糖加工两分天下的格局.....	5
图 5 06 年以来，公司控股股东已变更为中粮集团.....	6
图 6 番茄酱消费区域集中在欧美地区.....	7
图 7 全球加工番茄的需求保持平稳（CAGR=2.6%，万吨）.....	7
图 8 近年全球加工番茄的增量主要来自中国（万吨）.....	8
图 9 三大区域的加工番茄产量占全球比重约 80%.....	8
图 10 我国番茄酱出口已占全球出口总额的 35%.....	8
图 11 改革后高产农户的补贴收入减少.....	9
图 12 中美两国的出口番茄酱具有成本优势.....	9
图 13 近年来地中海地区的加工番茄产量有所下滑.....	9
图 14 2012 年美国的加工番茄产量同比继续小幅回升.....	10
图 15 12 年美国加工番茄行业的库存为历史中上水平.....	10
图 16 2012-2013 榨季的番茄总供应量为近年平均水平.....	10
图 17 2013 年美国番茄酱出口维持在 25~30 万吨.....	10
图 18 2012 年我国加工番茄大幅减产 52%.....	11
图 19 2012 年我国番茄酱产量不足 11 年出口量的一半.....	11
图 20 全球番茄减产导致 2012-13 榨季番茄酱的供给趋紧.....	12
图 21 供给趋紧下，我国番茄酱出口价格有所回升.....	12
图 22 欧洲加工番茄的种植面积趋于稳定（万亩）.....	13
图 23 单产上升而面积下降，美国加工番茄供应量平稳.....	13
图 24 未来 2~3 年，我国的番茄酱出口份额约 110 万吨.....	13
图 25 我国前五大番茄加工企业的产能占全行业的 75%.....	14
图 26 中小企业哄抢使得番茄原料价格上升明显.....	14
图 27 全球食糖产量的波动比消费量的大.....	15
图 28 不同国家的人均年消费食糖量差异较大（kg）.....	15
图 29 巴西、印度为产糖大国（万吨）.....	16
图 30 巴西、泰国、印度为食糖出口大国（万吨）.....	16
图 31 巴西的甘蔗糖料加工结构.....	16
图 32 巴西食糖内销稳定，出口波动来自产量变化（万吨）.....	16
图 33 国际原油及原糖的价格变化对比.....	17
图 34 巴西的食糖和糖制乙醇产量变化对比.....	17
图 35 近 10 年以来巴西甘蔗的种植面积持续增长.....	17
图 36 国际原油及原糖的价格变化对比.....	18
图 37 巴西的食糖和糖制乙醇产量变化对比.....	18
图 38 我国糖料作物的面积同比皆有增长.....	18
图 39 12-13 榨季我国食糖产量增幅明显.....	18
图 40 国内外的糖价走势基本一致.....	20
图 41 “产量-消费”更能体现我国过去糖价的涨跌.....	20
图 42 我国食糖价格走势的五年周期性比较明显（元/吨）.....	21

图 43 糖料种植效益较高导致种植面积持续扩大	22
图 44 近年广西地区的甘蔗种植收益高于木薯 (元/亩)	22
图 45 我国的食糖国储存量已处于历史高位	23
图 46 蔗糖的成本结构图, 其中原料成本占比约为 68%	24
图 47 公司的番茄自有种植面积保持在 18~20 万亩	25
图 48 自种模式下的原料成本节省明显 (元)	27
图 49 公司与新中基的番茄制品业务的毛利率对比	27
图 50 新疆甜菜的收购价格为三省最低 (元/吨)	28
图 51 公司制糖业务的毛利率水平总体高于南宁糖业	28
图 52 新疆甜菜的种植收入低于棉花、番茄 (元/吨)	29
图 53 提升甜菜收购价格使得新疆的产糖量有所回升	29
图 54 新疆甜菜的含糖率持续下降	29
图 55 新疆甜菜的单产水平已持续上升至 4.5 吨/亩	29
图 56 番茄酱与食糖业务周期轮动, 平滑公司的业绩波动	31
图 57 公司品牌业务有望进入快速增长阶段	32
图 58 屯河水泥的净利润增速预计有所下滑	32

表目录

表 1 2012 年上半年公司的前十大股东	6
表 2 12-13 榨季我国各地区的制糖量合计约 1400 万吨	19
表 3 全球食糖供求平衡表, 12-13 榨季供给仍然宽松 (千吨)	20
表 4 12-13 榨季预计我国食糖的产量与消费基本平衡, 库销比创新高 (千吨)	21
表 5 我国食糖价格历年涨跌幅度及持续时间对比	22
表 6 巴西原糖进口至国内加工的成本测算	22
表 7 近年来南宁市糖料收购底价的提升明显	24
表 8 甘蔗糖的税后成本的敏感性分析 (元/吨)	24
表 9 屯河种业引进及培育的品种介绍	26
表 10 公司的有效加工天数仅 50 天左右	27
表 11 公司甜菜糖业务毛利率对含糖率变化的敏感性分析	29
表 12 公司计划通过定增进一步完善食糖产业链 (单位: 百万元)	30
表 13 12-13 榨季公司番茄酱业务的净利润变化的敏感性分析 (百万元)	31
表 14 12-13 榨季公司甜菜糖业务的净利润变化的敏感性分析 (百万元)	32
表 15 屯河水泥的净利润增速预计有所下滑	33
表 16 公司主营业务销售预测	33

一、公司简介：专业的番茄及食糖加工巨头

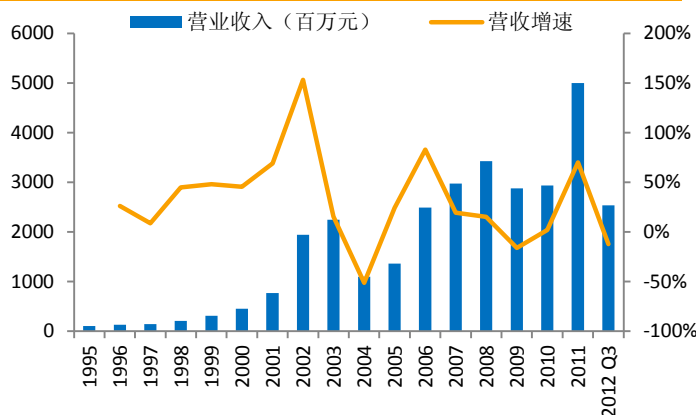
1.1 公司概况：全球第二大番茄加工企业及我国最大的甜菜糖加工企业

公司是全球第二、亚洲第一的番茄酱生产企业，在我国新疆、内蒙古等省区拥有多家番茄制品加工企业，鲜番茄加工能力为 7.2 万吨/天，具有年产大包装番茄酱 55 万吨、小包装 5.3 万吨、番茄粉 3000 吨、番茄红素 10 吨的生产能力。

此外，公司在新疆、山西拥有 9 家甜菜糖厂，具有年产甜菜糖 47 万吨、颗粒粕 16 万吨、糖蜜 19 万吨的生产能力，甜菜糖产量占到新疆糖产量的 70%，全国甜菜糖产量的 36%，甜菜糖生产能力位居全国第一。在保证公司北糖龙头地位的基础之上，2011 年公司积极进入南糖领域，目前拥有 17 万吨甘蔗糖生产能力。

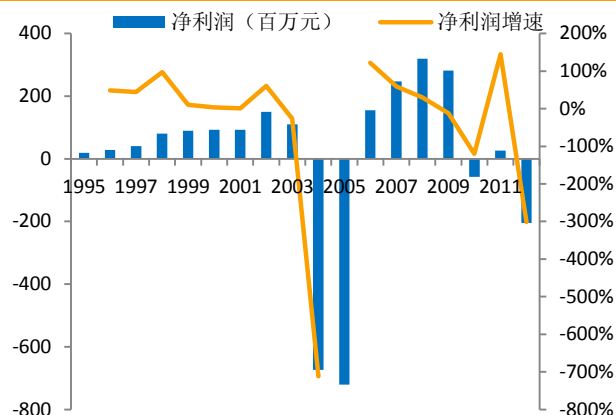
04 年中粮集团控股以来，随着生产规模的扩大，公司的营业收入持续增长，04-11 年的年均复合增长率达 24.2%；但由于番茄酱及食糖都属于农产品初加工行业，具有较强的周期性，因此公司的业绩波动也较大。

图 1 04 年以来整体上公司的营业收入持续增长



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 2 04 年以来公司的净利润变化波动较大

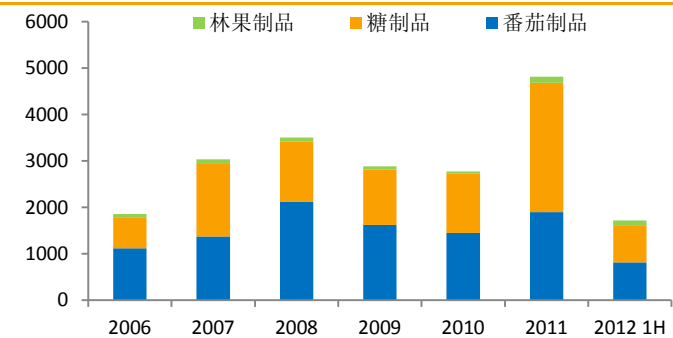


资料来源：Wind、中投证券研究所

立足番茄加工，进军制糖领域

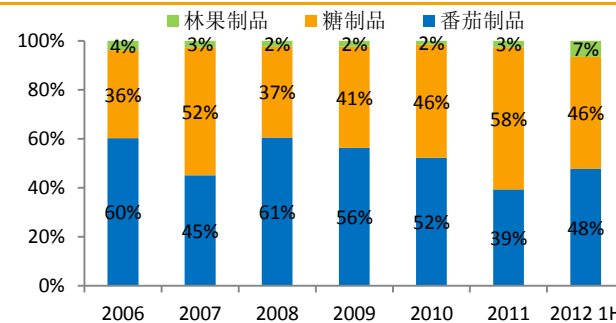
公司原有的主营业务为番茄制品，06 年以来，公司大力发展制糖业务，现已形成番茄加工及食糖加工两分天下的局面。此外，结合新疆当地的林果资源优势，公司积极发展“屯河牌”的饮料、干果等品牌业务。

图 3 近年公司的番茄业务相对稳定，食糖业务增长较快



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 4 公司已形成番茄、食糖加工两分天下的格局



资料来源：Wind、中投证券研究所

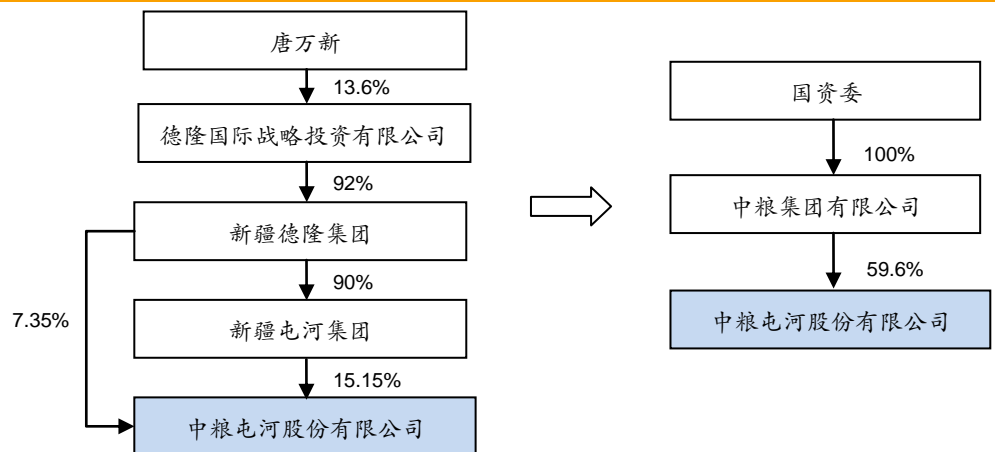
1.2 股权结构：中粮集团为控股股东

公司原为新疆德隆系旗下的三驾马车之一，在 04、05 年的德隆危机以后，中粮集团对公司进行重组并逐步增持公司的股份至 59.6%，为公司的控股股东。

中粮集团是中国最大的粮油食品进出口公司和实力雄厚的食品生产商，享誉国际粮油食品市场，在与大众生活息息相关的农产品贸易、生物质能源开发、食品生产加工、地产、物业、酒店经营以及金融服务等领域成绩卓著。1994 年以来，中粮集团一直位列《财富》世界 500 强企业。其中，11 年中粮集团的资产总额达 2597 亿元，营业收入达 1783 亿元。

中粮集团拟将公司作为集团今后食糖产业和番茄产业运作及整合平台，未来将逐步将相关的食糖资产注入公司，并通过并购、扩建，增强公司在南糖领域的市场份额。

图 5 06 年以来，公司控股股东已变更为中粮集团



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 2012 年上半年公司的前十大股东

	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
1	中粮集团有限公司	59932	59.60
2	全国社保基金一一零组合	1075	1.07
3	中国工商银行-广发大盘成长混合型证券投资基金	900	0.89
4	全国社保基金六零四组合	644	0.64
5	吉林省佰利经贸有限责任公司	558	0.55
6	中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	447	0.44
7	中国平安人寿保险股份有限公司-自有资金	410	0.41
8	兴和证券投资基金	352	0.35
9	曾晓冰	261	0.26
10	中国银行-华宝兴业动力组合股票型证券投资基金	250	0.25
	合计	64827	64.46

资料来源：公司公告、中投证券研究所

二、番茄酱行业：供需渐趋平衡，曙光初现

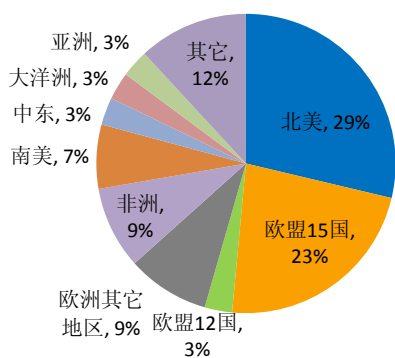
2.1 刚性需求下，番茄酱供给趋紧引来价格上涨良机

2.1.1 需求：消费集中在欧美地区，全球消费量保持平稳

由于饮食习惯的差异，番茄酱主要作为调味品而集中在欧洲及美洲地区消费，占全球的消费比重在 80%左右。就每人年均消费量而言，全球约为 6 千克，其中美国、欧洲、非洲南部分别为 34、23、12 千克，而中国仅为 0.2 千克。

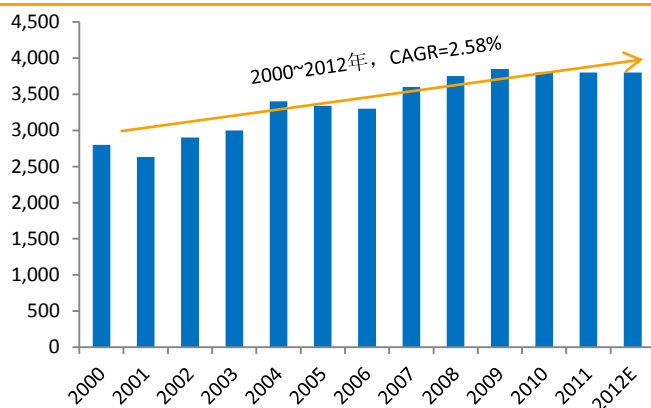
也因为调味品的特征，番茄酱的需求量一直比较平稳，具有刚性需求的特点。WPTC 的数据显示，2000-2012 年加工番茄需求量的年均复合增长量为 2.58%，我们预计 2012 年的需求量为 3800 万吨左右。

图 6 番茄酱消费区域集中在欧美地区



资料来源：WPTC、中投证券研究所

图 7 全球加工番茄的需求保持平稳(CAGR=2.6%,万吨)



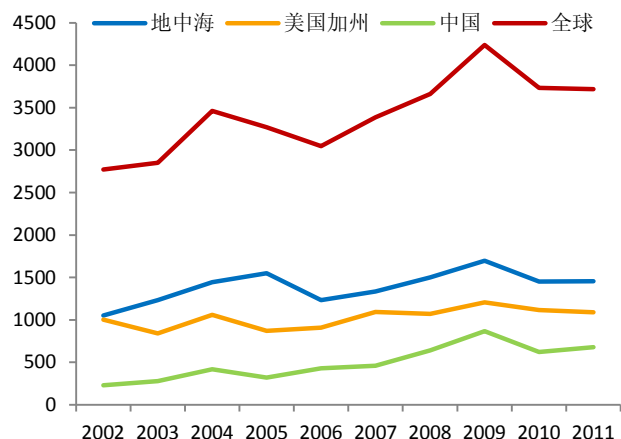
资料来源：WPTC、中投证券研究所

2.1.2 供给：12年全球番茄减产11%，2012-13榨季番茄酱供给趋紧

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。以 2011 年为例，这三个地区的番茄产量占全球比重分别约 39%、29%、18%，分别为 1454、1090、679 万吨。

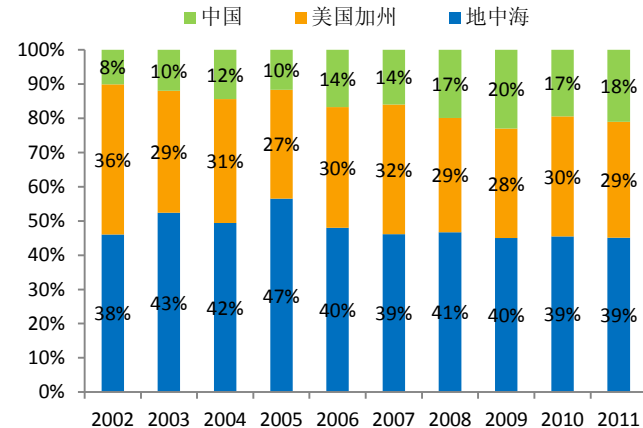
2002-2011 年，全球、地中海、美国加州以及中国三个番茄产区的年均复合增长率分别为 3.3%、3.7%、0.9%、12.8%，所以近年来全球番茄的增量主要来自中国地区。

图 8 近年全球加工番茄的增量主要来自中国(万吨)



资料来源: WPTC、中投证券研究所

图 9 三大区域的加工番茄产量占全球比重约 80%

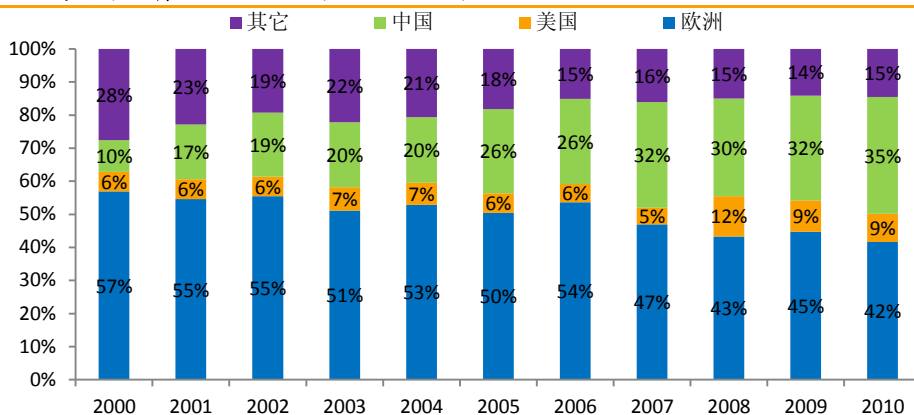


资料来源: WPTC、中投证券研究所

FAO 的数据显示, 2010 年全球番茄酱出口量达 291 万吨, 其中我国番茄酱出口 103 万吨已占全球出口的 35%, 另外近年来美国的出口量占比也小幅上升至 9%, 而欧洲的出口占比则逐步下降 42%。

由于消费习惯的缘故, 我国的番茄酱绝大部分用于出口, 美国则处于自给自足的状态, 但近年来出口量有逐年增大的趋势。地中海地区由于长期以来作为番茄酱的深加工和贸易区域, 并且欧洲内需庞大, 因此掌握了全球番茄酱贸易的定价权。

图 10 我国番茄酱出口已占全球出口总额的 35%



资料来源: FAO、中投证券研究所

地中海: 补贴减少+进口冲击, 农民种植意愿持续下降, 预计 12 年减产 9.2%

为了解决原来按产量补贴带来的农产品过剩、补贴支出不堪重负的局面, 2008 年以来, 欧盟农业补贴政策逐步由“按作物产量补贴”向“按种植面积补贴”过渡。其中, 为了避免政策变化对农业种植结构的冲击过大, 欧盟规定在 2008-2011 年间补贴与产量的脱钩比例逐渐由 50% 上升至 100%。

在此新政下, 农民不论种植何种农作物所得的补贴均为相同, 因此种植效益的高低将直接影响到农民的种植意愿。根据我们对改革前后的补贴收入测算, 2012 年农户所得补贴减少约 15%。因此, 在补贴减少、中美两国低成本番茄酱加大出口的双重冲击下, 地中海地区的番茄种植面积有所下滑。

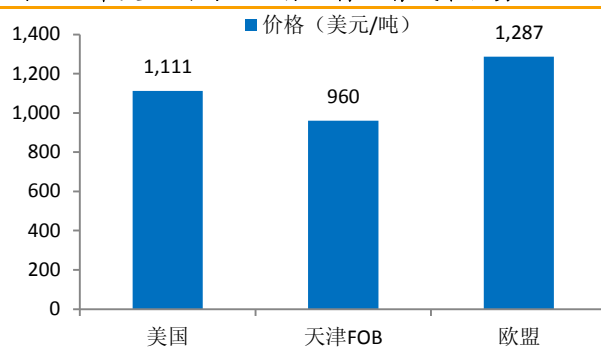
WPTC 9 月的预测数据显示，2012 年地中海地区的主产国意大利、西班牙、土耳其的加工番茄产量分别为 410 万吨、180 万吨、170 万吨，同比分别下降 17.2%、10.0%、10.5%，我们预计整个地中海地区的产量为 1320 万吨，同比下降 9.2%。

图 11 改革后高产农户的补贴收入减少

	2008 年	2012 年	2008 年	2012 年
单产 (吨/亩)	4	4	5.5	5.5
产量 (吨/公顷)	60	60	83	83
产量补贴 (欧元/吨)	34.5	0	34.50	0
面积补贴 (欧元/公顷)	0	2200	0	2,200
总补贴	2070	2200	2,846	2,200
补贴变化		6.28%		-22.71%

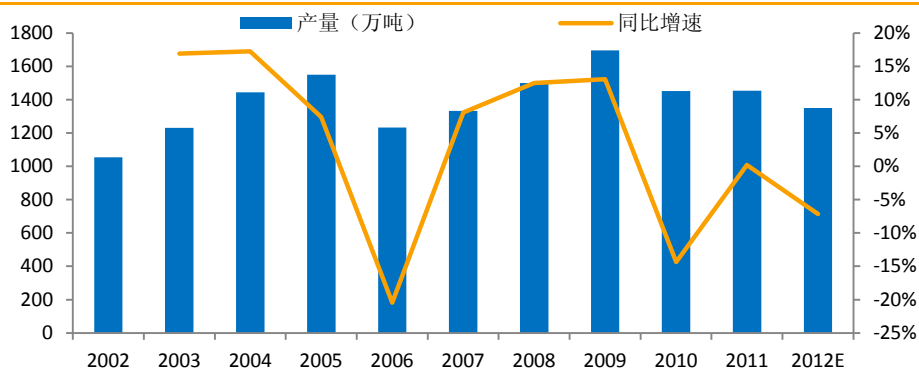
资料来源：中投证券研究所

图 12 中美两国的出口番茄酱具有成本优势



资料来源：中投证券研究所

图 13 近年来地中海地区的加工番茄产量有所下滑



资料来源：WPTC、中投证券研究所

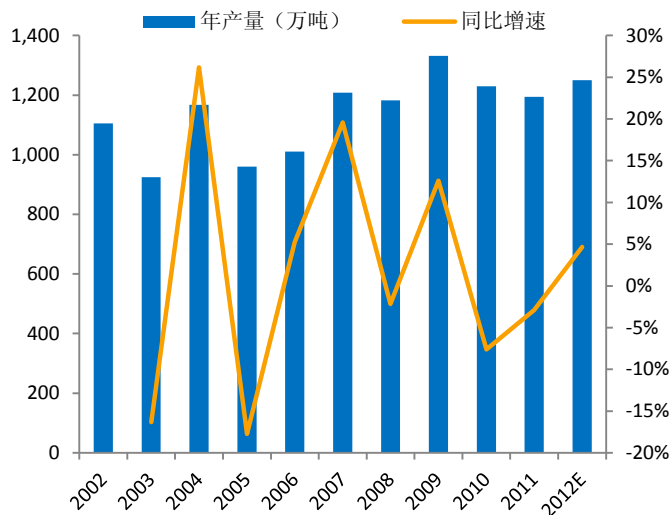
美国：产量平稳，库存压力不大，预计 12-13 榨季的出口量与去年相若

美国为传统的番茄酱消费大国，其近年来加工番茄产量维持在 1200~1300 万吨，其中 90% 以上用于内销，出口占比较小。同时，由于美国番茄酱的出口价格低于国内的销售价格，因此加工厂商一般优先考虑国内市场。因此，我们认为，在美国国内番茄酱库存压力不大的情况下，番茄酱的出口动力不强。

从 California PTAB 公布的数据来看，2012 年美国的加工番茄产量同比小幅上升 4.66% 至 1250 万吨，同比增 56 万吨。从库存情况来看，截至 2012 年 6 月 1 日，行业库存为 558 万吨，相对过去 12 个月月均 109 万吨的消费量而言，库存量可供消费 5.13 个月，处于历史中上水平。

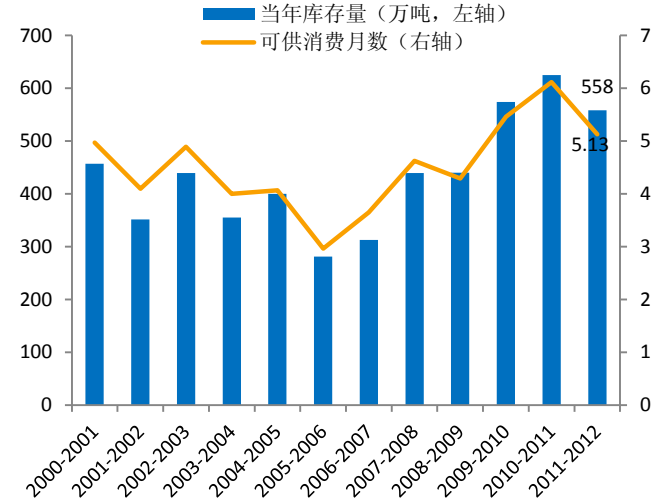
加上 2012 年的产量，我们预计 2012-2013 榨季美国国内加工番茄的总供应量为 1808 万吨，为近几年的平均水平，因此我们判断 2012-2013 榨季美国番茄加工行业的库存压力不大，在出口价格仍低于国内价格的情况下，美国番茄酱出口的动力不足，预计出口量与往年相若，约 30 万吨。

图 14 2012 年美国的加工番茄产量同比继续小幅回升



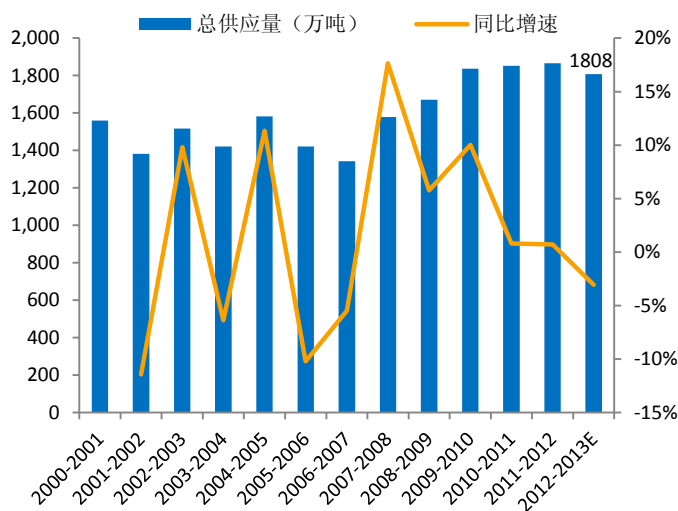
资料来源：PTAB、中投证券研究所

图 15 12 年美国加工番茄行业的库存为历史中上水平



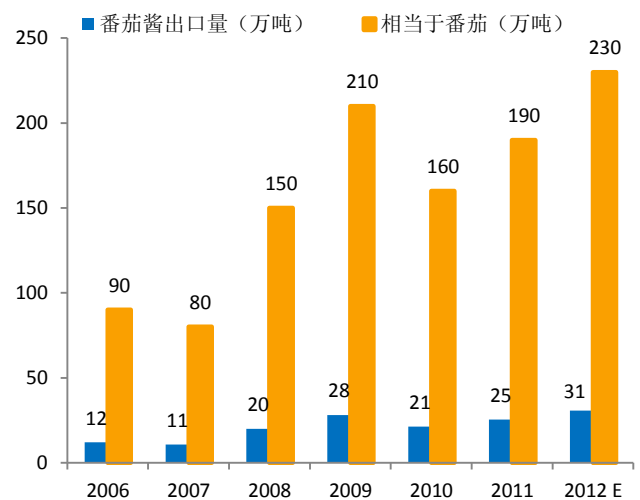
资料来源：CLFP、中投证券研究所
注：库存数据为当年 6 月 1 日的行业库存之和

图 16 2012-2013 榨季的番茄总供应量为近年平均水平



资料来源：CLFP、中投证券研究所
注：总供应量为当年 6 月的库存与当年的番茄产量之和

图 17 2013 年美国番茄酱出口维持在 25-30 万吨



资料来源：CTGA、中投证券研究所

中国：12 年加工番茄产量剧减 52%，12-13 榨季番茄酱的供需趋于平衡

由于消费习惯的差异，我国是新鲜番茄的传统消费大国，却是番茄酱的消费小国，国内生产的番茄酱 90% 用于出口。目前我国的加工番茄种植及加工都主要集中在新疆及内蒙地区，其中新疆的番茄种植面积及番茄酱产能占比约 75%。

05 年以来，由于番茄收购价格持续上涨，我国加工番茄的种植面积迅速扩大。直至 2009 年，全球番茄产量丰产导致全球番茄酱的库存高企，全行业进入去库存周期，我国的番茄酱库存高企，番茄产量也随之缩减。

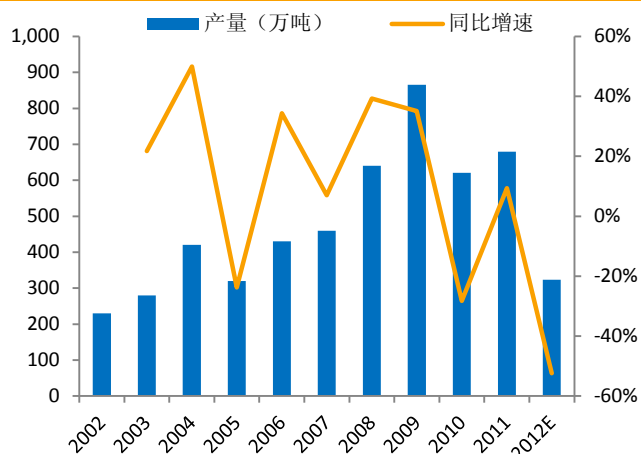
根据 WPTC 的数据，2009-11 年我国的加工番茄产量分别为 866、621、679 万吨，对应番茄酱产量约为 120、85、92 万吨¹。我们预计，截至 2012 上半年，国内的番茄酱库存在 45 万吨。

2012 年，新疆地区屯河、中基等各大加工厂商通过“限产保价”措施降低番茄收购价格来控制番茄产量，同时内蒙古地区的由于洪涝也严重减产。新疆出入境检验检疫局最新公布的数据显示，今年新疆共生产番茄酱 43.52 万吨，同比下降 51.4%，创下 2003 年以来的历史新低。占全疆番茄酱总产量 80%的中粮屯河、中基番茄、昊汉集团、天业股份、冠农股份公司五大龙头企业今年生产 23.74 万吨番茄酱，同比减少 32.26 万吨。

WPTC 于 9 月的最新数据显示，2012 年我国的加工番茄产量约 323 吨，同比大幅下滑 52%，对应新榨番茄酱约 50 万吨。因此，算上库存，2012-13 榨季中国可供番茄酱约 95 万吨。

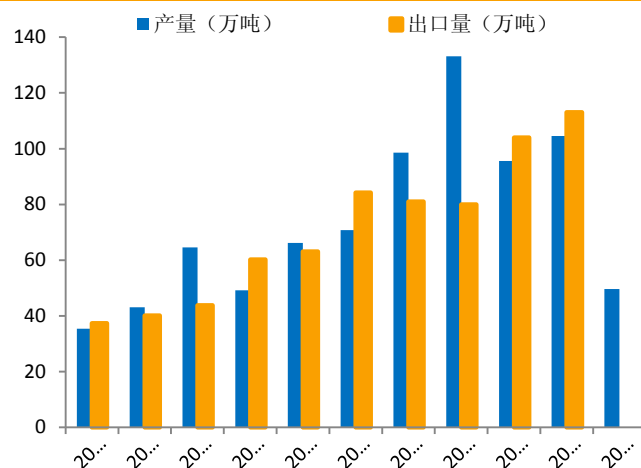
而根据海关总署的数据，2009-2011 年我国番茄酱的出口量分别为 80、104、113 万吨。因此，我们预计 2012-13 榨季我们的番茄酱供需对比将趋于平衡。

图 18 2012 年我国加工番茄大幅减产 52%



资料来源：WPTC、中投证券研究所

图 19 2012 年我国番茄酱产量不足 11 年出口量的一半



资料来源：WPTC、海关总署、中投证券研究所

总供给：全球番茄减产 11%，番茄酱供给趋紧

由于中国及地中海地区的减产明显，2012 年全球加工番茄的供应量趋紧。WPTC 9 月的预测数据显示，12 年全球的加工番茄产量约为 3302 万吨，同比大幅减产 11.2%。相对于 2012-13 榨季近 4000 万吨的需求，全球的番茄产量缺口约为 700 万吨。

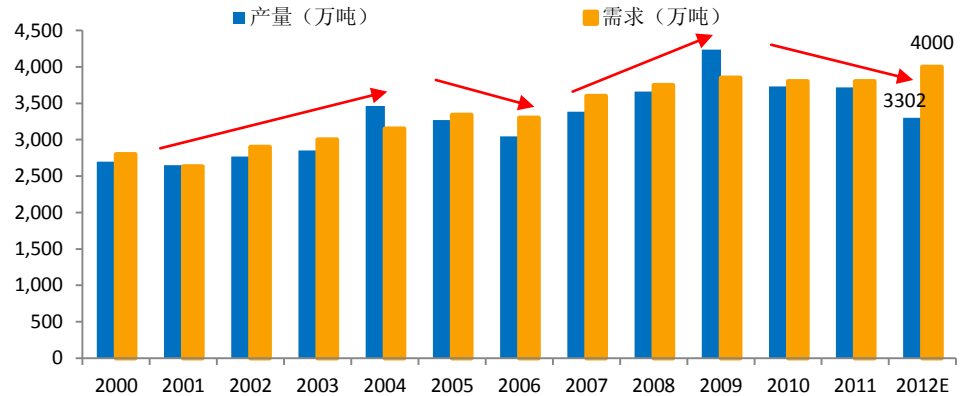
考虑到近年全球番茄的库存²约为 550~650 万吨，因此 2012-13 榨季全球的番茄酱供给将趋紧。远期来看，根据加工番茄产量“三增两减³”的周期性变化，我们预计番茄产量将见底回升。

¹ 7.5 吨番茄折算为一吨番茄酱是对应浓度 36-38%的番茄酱；若是 28-30%番茄酱，则 6 吨即可。因此，平均下来，6.5~7 吨的折算水平才能较准确地对应国家的番茄酱出口数据。

² 此处的番茄已加工成番茄酱，但为了便于统计分析，行业内习惯将番茄酱换算成等同的番茄量来计算。

³ 一般而言，番茄酱的生产商在每年的榨季初就与农户就当年的番茄价格及种植面积签订协议，从而基本决定当年的番茄酱生产量。而由于番茄酱的生产集中在每年的 7~10 月，然后全年销售，因此番茄酱的供给量调整滞后于其价格变化，使得加工番茄产量有“三增两减”的周期性变化。

图 20 全球番茄减产导致 2012-13 榨季番茄酱的供给趋紧



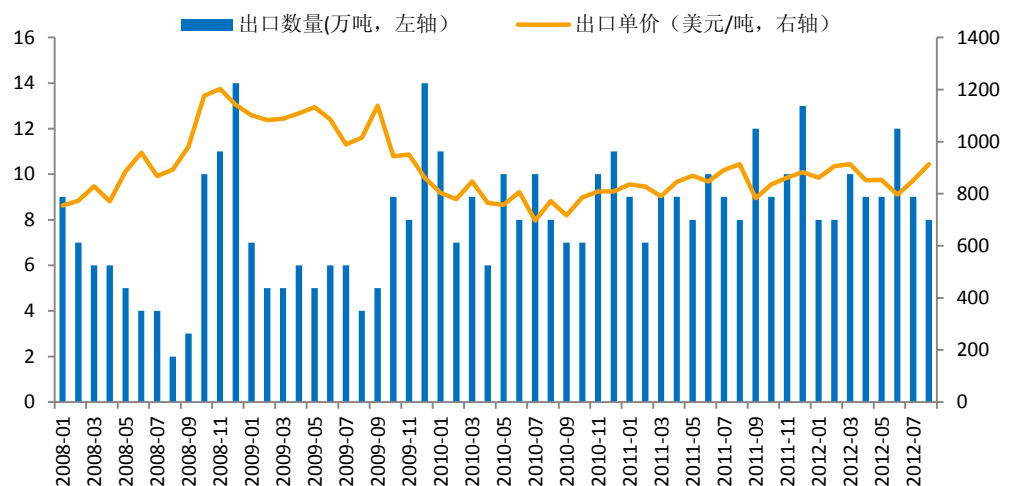
资料来源：WPTC、中投证券研究所

2.1.3 价格：波动来自供给端，供给趋紧下价格将明显回升

在番茄酱的需求量比较稳定的情况下，番茄酱的价格波动主要来自供给端。以中国出口市场为例，前期在番茄酱供不应求的情况下出口价格曾于 2008 年 11 月达到 1202 美元/吨的高峰，但随着 2009 年全球番茄酱的丰产，国内库存剧增，伴随而来的激烈的价格竞争使得番茄酱出口价格一度下跌到 2010 年 7 月 697 美元/吨的低价，降幅约 42%。

2012 年以来，随着去库存的实现以及新榨季番茄酱明显减产，番茄酱出口价格逐步回升，海关总署 8 月的数据显示，番茄价格已上升至 913 美元/吨。我们认为，2012-13 榨季全球番茄酱处于供需平衡的状态，价格回升将不可避免，预计价格有望回升至 1100~1200 美元/吨。

图 21 供给趋紧下，我国番茄酱出口价格有所回升



资料来源：Wind、中投证券研究所

2.2 国内竞争混乱，涨价趋势下企业盈利如何尚待关注

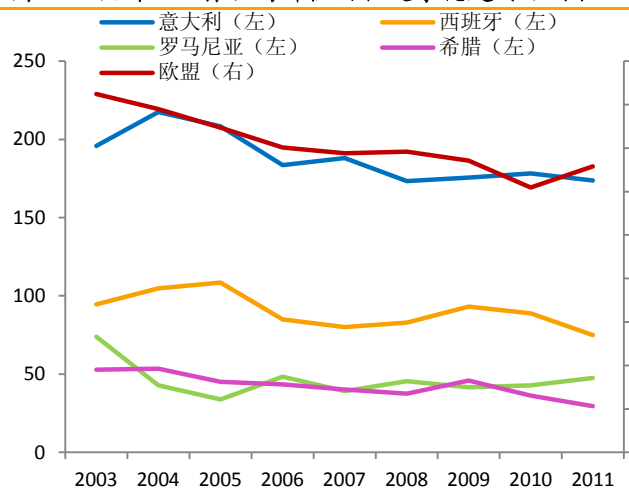
2.2.1 国内番茄酱加工企业产能过剩，且受上下游两端挤压

2003 年以来，随着番茄酱出口价格的上升，我国的番茄加工企业如雨后春笋地冒出来。目前，新疆及内蒙古巴彦淖尔市一共约有 140 家番茄加工企业，年产能约 200 万吨。

从补贴改革以来，欧盟 27 国的番茄种植面积变化来看，经过前期的调整，欧洲地区的番茄种植面积逐渐趋于稳定。而美国加州近年来的尽管种植面积有所下降，但受益于单产的提高，总体产量维持平稳，我们预计在美国国内酱价仍高于出口价 20% 的情况下，美国扩大种植面积不强增加出口的动力不强，未来出口量也将维持在 30 万吨左右。

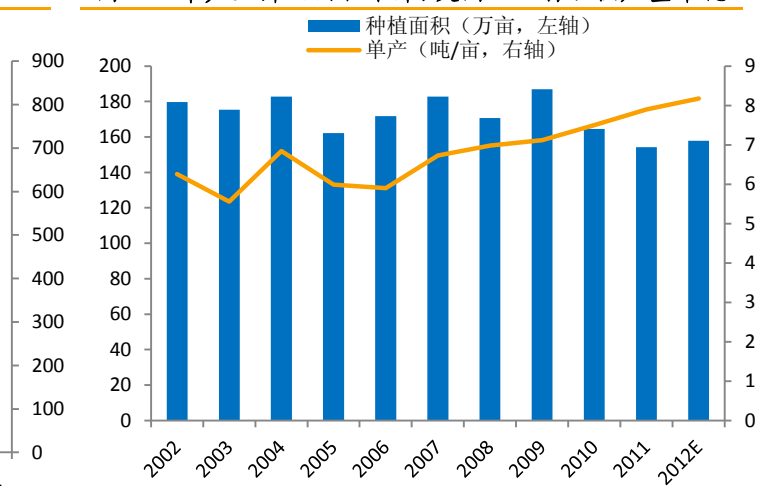
因此，在全球总需求稳定 (+3%) 的情况下，未来 2~3 年我国番茄酱的出口份额也将保持稳定在 110 万吨左右 (+5%)。相比国内 200 万吨的产能，行业产能严重过剩。

图 22 欧洲加工番茄的种植面积趋于稳定 (万亩)



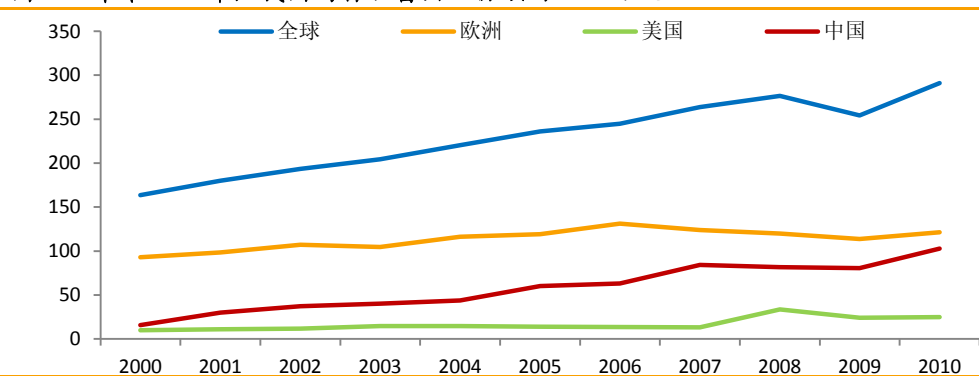
资料来源: Eurostat、中投证券研究所

图 23 单产上升而面积下降,美国加工番茄供应量平稳



资料来源: WPTC、海关总署、中投证券研究所

图 24 未来 2~3 年, 我国的番茄酱出口份额约 110 万吨



资料来源: FAO、中投证券研究所

此外，作为农产品初加工企业，我国的番茄酱生产企业容易受到上下游两端的挤压。一方面，农户契约精神淡薄，企业虽与农户就番茄的种植面积签订了协议，但协议价格往往只对公司单方面有效，在番茄酱价格上涨、中小企业高价哄抢番茄原料时，农户往往毁约将番茄出售给这些企业，因此企业难以保证稳定的原料来源。

另一方面，国内番茄酱的销售缺乏终端渠道，话语权基本控制在地中海地区的国家，只能被动接受海外报价，在产能过剩和库存高企的情况下，激烈的价格竞争也就难以避免。

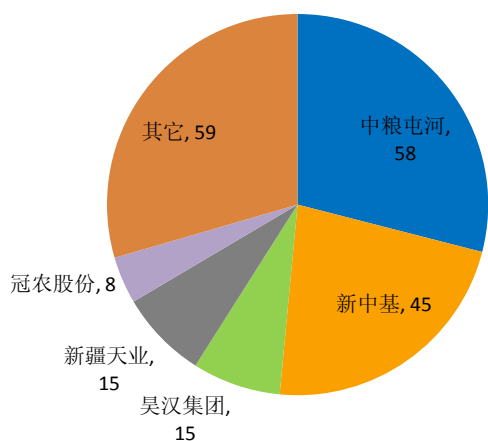
2.2.2 涨价趋势下中小企业为盈利变数，行业格局有待重整

从供需的角度看，2012-13 榨季全球的番茄酱供需趋于平衡，我国将逐渐完成去库存化；从价格看，新榨季我国番茄酱行业主要企业的生产成本在 850 美元/吨左右，若出口价格能顺利回升至 1100~1200 美元/吨，行业的亏损局面将能有力扭转。但展望 13 年下半年以后新一榨季的盈利情况，除了要关注番茄种植面积以外，中小企业的行为将是重要变数。

CLFP 的数据显示，美国加州的番茄加工厂商共有 15 家，已形成种子研发、种植、加工、终端销售的全产业链的良好格局。但与美国不同，我国番茄加工企业多达 140 多家，并且基本集中在初加工环节，而大部分的产能集中在行业的前五大生产商中。

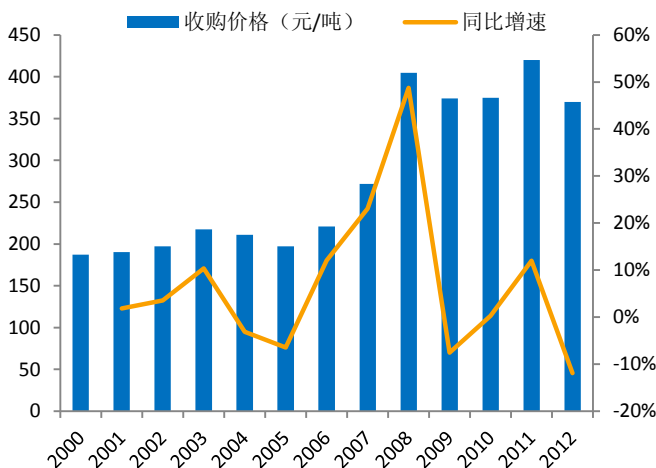
在缺乏议价能力、产能过剩的情况下，中小企业对市场的扰动令人堪忧。在行业低迷期，由于固定折旧较小，中小企业可以收缩产能甚至停产或者竞相低价去库存；在行业景气期，中小企业马上复工或者新成员进入该行业高价抢购原料，一方面导致原料成本急升，另一方面也容易导致产能迅速过剩。如此，即使在酱价高企的时期，中小企业的干扰也可能使得整个行业的利润迅速削减。

图 25 我国前五大番茄加工企业的产能占全行业的 75%



资料来源：公司公告、公司网站、中投证券研究所

图 26 中小企业哄抢使得番茄原料价格上升明显



资料来源：中投证券研究所

我们认为，番茄酱行业形成良好的竞争格局尚需具备两个条件：一是企业与农户的契约需得到切实执行，特别地，需培养和提高农户的诚信精神；二是行业的集中度需提升，这里除了需要市场竞争的淘汰以外，政府对行业规范的整顿也尤其重要。

以上两点的执行都是一个缓慢发展的过程，因此我们预计，由于供给趋紧，2012-13 榨季行业的盈利情况将得到明显改善，而下一榨季则需关注番茄的种植面积

积及中小企业的扩产行为。长期而言，中国的番茄酱行业出路在于自建品牌渠道以及开发国内市场。

三、制糖行业：供给更为宽松，黎明前的黑暗降临

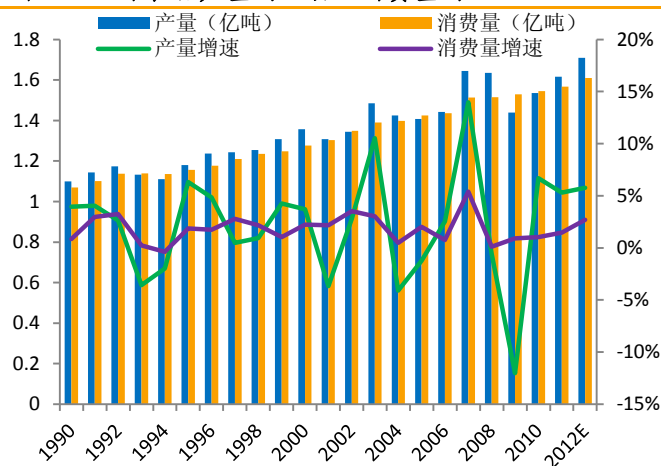
3.1 需求平稳下，全球食糖供给宽松

3.1.1 需求：全球消费量保持平稳增长，过去 20 年的 CAGR ≈ 2%

糖是世界上最重要的甜味剂，除了民用消费以外（40%），主要用于工业用途（60%），如饮料、糕点、糖果等，11-12 榨季⁴全球消费量达 1.61 亿吨。过去 22 年间，全球食糖消费量保持平稳增长的态势，年均复合增速仅为 1.88%；而供给量 CAGR 约为 2.03%，但年间的波动比消费量大许多。

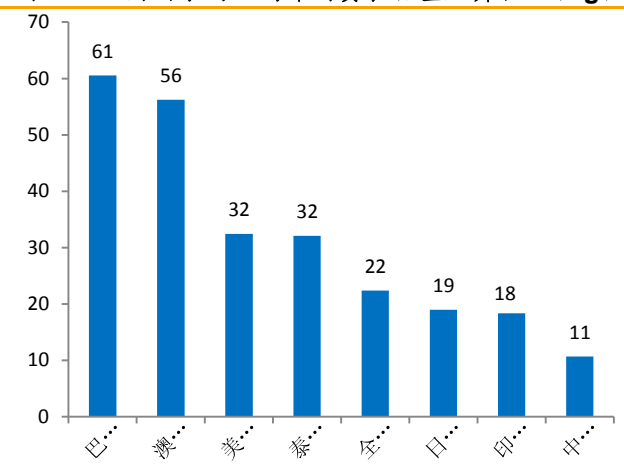
食糖消费量增长主要来自全球人口增加（90 年代起全球人口 CAGR ≈ 1.2%）以及人均收入的增加。此外，各国人均食糖消费量与人均 GDP 没有明显的关系，主要与各个国家(地区)的国民饮食习惯有关。长期来看，人均食糖消费会随着人均 GDP 的增长而增加，介于刚性消费和弹性消费之间，其中发达国家的食糖生产及消费会略有下降或持平，而发展中国家随着人口的自然增长和生活水平的提高，食糖生产及消费增长更快。

图 27 全球食糖产量的波动比消费量的大



资料来源：USDA、中投证券研究所

图 28 不同国家的人均年消费食糖量差异较大(kg)

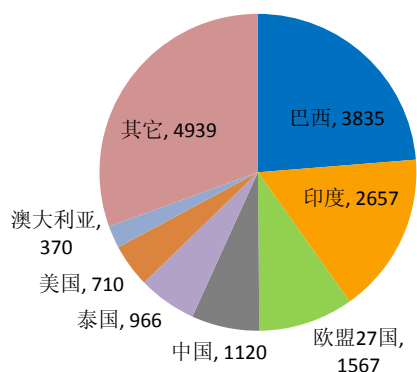


资料来源：USDA、中投证券研究所

巴西、印度、泰国为主要的食糖生产及出口大国，对全球市场的供给稳定起着重要的作用。

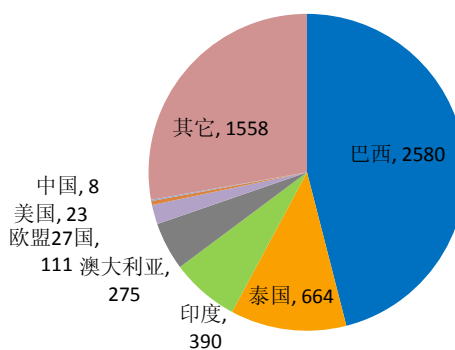
⁴ 全球不同国家或者地区的制糖期一般为 9 月至来年的 8 月，其中巴西（中南部 5 月至 12 月，东北部 9 月至翌年 4 月）、印度（10 月至翌年 5 月）、中国（10 月至翌年 9 月）、欧盟（7 月至翌年 1 月）、澳大利亚（6 月至 12 月）、泰国（11 月至翌年 1 月）、古巴（12 月至翌年 5 月）、南非（5 月至翌年 2 月）、墨西哥（11 月至翌年 7 月）、哥伦比亚（10 月至翌年 9 月）。

图 29 巴西、印度为产糖大国 (万吨)



资料来源: USDA、中投证券研究所

图 30 巴西、泰国、印度为食糖出口大国 (万吨)



资料来源: USDA, 中投证券研究所

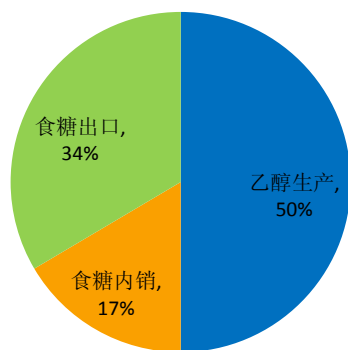
3.1.2 供给: 12-13 榨季全球食糖小幅增产, 关注印度、中国的收榨进度

刚结束的 2011-12 榨季, 全球食糖生产达到 1.7 亿吨的历史最高记录, 期末库存达到 3637 万吨, 库销比同比上升近 4 个百分点至 22.31%, 已达过去 10 年的平均水平, 我们预计供给宽松的局面仍将维持。

巴西: 天气好转, 预计 12-13 榨季总产量 ≈ 3665 万吨, 同比增 2%

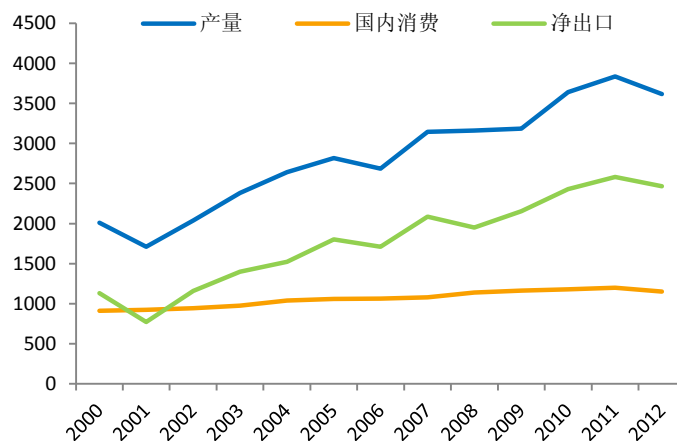
巴西拥有全球最大的甘蔗种植基地, 主要集中在中南部地区, 年产甘蔗约 5 亿吨, 其中用于食糖生产或者乙醇生产的糖料约各占一半, 影响比重分配的因素主要为全球食糖价格及原油价格。此外, 巴西生产的食糖中近 67% 用于出口。

图 31 巴西的甘蔗糖料加工结构



资料来源: UNICA、中投证券研究所

图 32 巴西食糖内销稳定, 出口波动来自产量变化 (万吨)



资料来源: USDA, 中投证券研究所

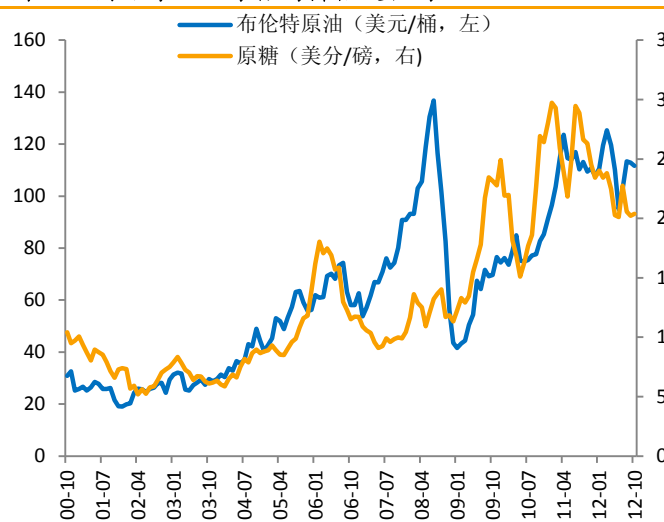
2000 年以来, 由于原油价格的提升, 2000~2008 年间巴西国内糖制乙醇的提升明显, 年均复合增长率达 12.7%, 而食糖的 CAGR 仅为 8.4%。08 年以后, 油价回落而糖价回升, 生产商更多将产能投向原糖。

2012-13 榨季, 我们预计, 在当前国际经济低迷、原油价格缺乏上涨动力的情况下, 巴西用于生产原糖的甘蔗比例仍将维持在 50% 左右, 预计整个榨季的原糖产量将达 3665 万吨, 同比增 2.0%。但布瑞克监测数据显示, 巴西的食糖/无水乙醇价格的比值已下降至 0.83, 低于 2000 年以来的均值 0.85, 因此如果原油价格攀升或者糖价继续下跌的话, 巴西的产糖量将可能低于预期。

目前，尽管前期巴西中南部地区由于连续的降雨导致 12-13 榨季产量释放有所延后，但 10 月份以来天气好转使得榨糖量迅速回升，UNICA 最新数据显示，截至 11 月 16 日新榨季的累计产糖量同比已略高 1.65%，其中 11 月前两周巴西中南部地区的原糖产量同比增 37%。我们预期，随着巴西榨糖量的回升，新榨季的产糖逐步投向市场，原糖的价格压力将进一步增大。

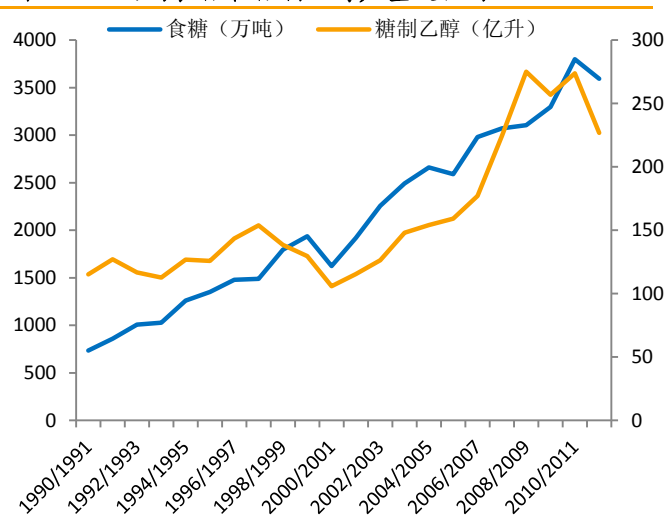
而从甘蔗的种植面积来看，近 10 年来巴西甘蔗种植面积持续增长，考虑到甘蔗的种植周期，如无天气意外，我们预计未来 1~2 年巴西的蔗糖产量仍将维持在 3800 万吨以上。

图 33 国际原油及原糖的价格变化对比



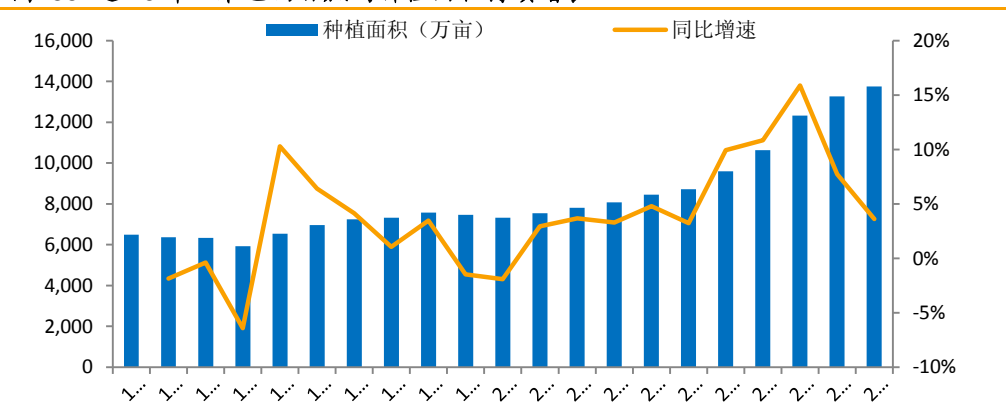
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 34 巴西的食糖和糖制乙醇产量变化对比



资料来源：UNICA、中投证券研究所

图 35 近 10 年以来巴西甘蔗的种植面积持续增长



资料来源：UNICA、中投证券研究所

印度：受干旱影响，预计 12-13 榨季产糖量 2420 万吨，同比降 8%

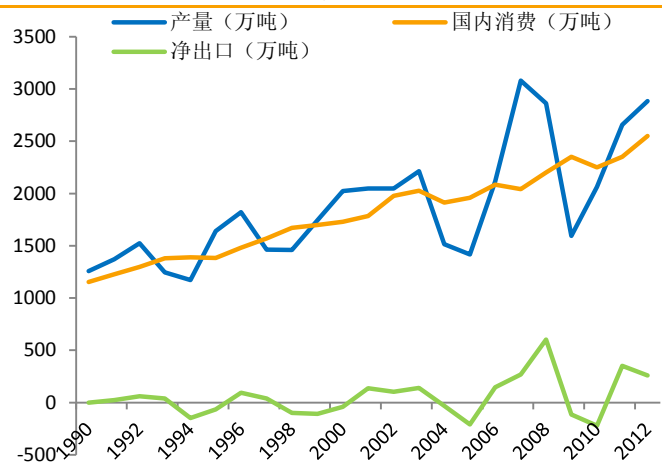
印度是全球第二大产糖国但同时也是第一大食糖消费国，近两年来每年的糖消费量维持在 2300 万吨以上，如有多余则用于出口。

由于印度的主要甘蔗产区分布在南北两部，其种植情况容易受到西南季风的强弱带来的洪涝或者干旱的影响，并且印度地形特点及位于喜马拉雅山脉南部的特征进一步加大西南季风的影响强度，所以印度每年的蔗糖产量波动较大，其净出口量

也因此变化较大，如 2004、2009 年的特大洪涝灾害导致全年减产明显，净出口为负。

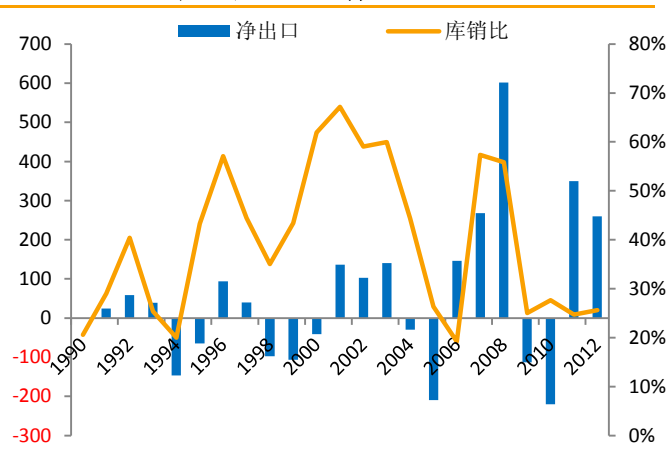
2012-13 榨季，由于受到厄尔尼诺现象的影响，印度的甘蔗产量有所下降，根据印度糖厂协会（ISMA）的数据，我们预计从 10 月份开始，整个榨季的原糖产量约为 2420 万吨，同比下滑减少 8%。结合库存情况，我们认为 12-13 榨季印度可供出口的原糖应在 100 万吨以内。

图 36 国际原油及原糖的价格变化对比



资料来源: USDA、中投证券研究所

图 37 巴西的食糖和糖制乙醇产量变化对比



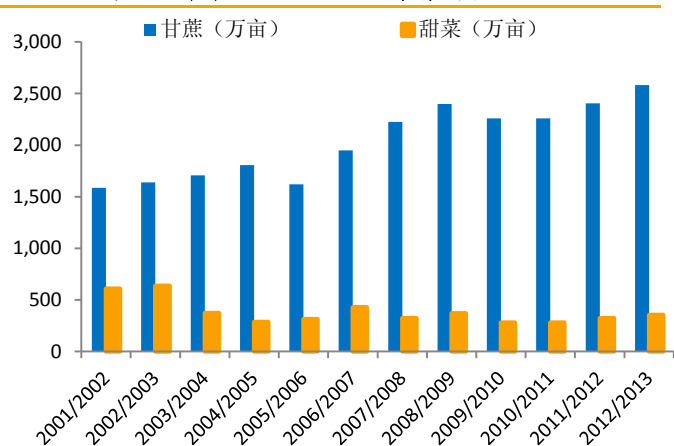
资料来源: USDA、中投证券研究所

中国: 12-13 榨季产糖量预计大增 21.5%至 1400 万吨

我国的食糖分为南方的蔗糖及北方的甜菜糖，两者产量之比约为 11:1。甘蔗种植主要分布在广西、云南、广东等省，甜菜种植主要分布在新疆、黑龙江等，其中广西、云南两省区约占全国食糖产量的 80%。

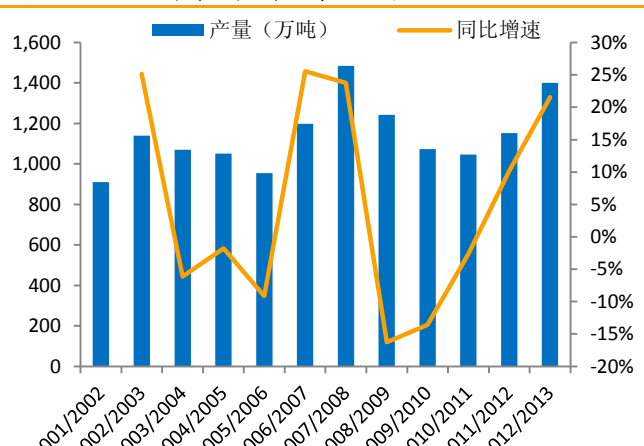
此前由于糖价持续上涨，11-12 榨季糖料作物的种植效益较高，12-13 新榨季我国甘蔗和甜菜的种植面积皆有增长，总面积增长 7.5%，同时单产及含糖量也有所上升，因此在上一榨季增产的基础上，12-13 榨季我国的产糖量预计高达 1400 万吨，同比增 21.5%。

图 38 我国糖料作物的面积同比皆有增长



资料来源: 布瑞克咨询、中投证券研究所

图 39 12-13 榨季我国食糖产量增幅明显



资料来源: 中国糖业协会、中投证券研究所

表 2 12-13 榨季我国各地区的制糖量合计约 1400 万吨

省 区	2012 年糖料播种面积	2012-13 榨季预计	
		收购糖料量	产糖量
全国合计	2853.48	11758	1400
甘蔗糖小计	2499.78	10746	1290
广东	245	1443	145
其中: 湛江	219	1118	120
广西	1640	7000	850
云南	492	1800	230
海南	86.8	340	45
福建	3.78	17	2
四川	3.6	20	3
湖南	3.8	18	2
其他	24.8	108	13
甜菜糖小计	353.7	1012	110
黑龙江	116	257	23
新疆	145	500	55
内蒙古	50	135	16
河北	20.7	50	7
其他	22	70	9

资料来源: 中国糖业协会、中投证券研究所

全球: 预计 12-13 榨季产糖量 1.72 亿吨 (+0.8%), 供给仍然宽松

其它国家中, 泰国是全球第二大食糖出口国, 由于今年泰国部分甘蔗产区出现干旱, 尽管最近迎来降雨, 但我们预计与 11 月开始的新榨季, 泰国的产糖量在 950-1000 万吨, 同比下降 20-70 万吨, 出口食糖约 750 万吨, 略低于上榨季的 770 万吨。

欧盟方面, 根据欧盟委员会的预测, 12/13 新榨季欧盟的食糖总产量将下降 4.5%, 从 11-12 榨季的 1860 万吨减至 1760 万吨。其中, 欧盟的第一产糖国法国的糖产量将下降 3.2%。此外, 为了减轻库存压力以及缩小欧盟市场和国际糖价之间的价差, 欧盟委员会决定向市场投放 120 万吨食糖, 预计 12-13 榨季末食糖库存量将从 200 万吨减少到 150 万吨。

澳大利亚方面, 澳大利亚农业资源经济及科技局 (ABARES) 表示, 澳大利亚 12-13 榨季原糖产量预估为 450 万吨, 同比增 20%; 其中预计出口同比增长近 12% 至 340 万吨。

总的来说, 我们预计 12-13 榨季全球的食糖产量在 1.72 亿吨, 同比上升 0.75%; 消费方面, 由于宏观经济不佳, 食糖工业消费增速有所放缓, 而民用消费由于人口增长而保持刚性, 预计全年消费 1.66 亿吨, 同比增 1.8%。因此, 加上 12-13 榨季过剩的 550 万吨食糖, 榨季末全球的库消比将达 25.2%, 高于历史均值 2.4 个百分点, 全年供给保持宽松, 其中要关注的因素是榨季中印度及中国的收榨进展。

表 3 全球食糖供求平衡表，12-13 榨季供给仍然宽松（千吨）

	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
期初库存	36,644	40,639	38,096	33,930	30,779	34,492	39,216	27,694	26,517	29,143	36,373
总产量	148,552	142,487	140,674	144,550	164,196	163,087	143,540	152,188	160,948	170,230	171,500
总贸易量	42,332	47,205	46,535	46,930	49,864	51,439	51,535	48,860	52,603	51,000	48,000
总消费量	139,066	139,721	143,328	142,594	152,548	152,205	154,371	154,145	158,322	163,000	166,000
期末库存	40,639	38,096	33,930	30,779	34,492	39,216	27,694	26,517	29,143	36,373	41,873
库存消费比	29.2%	27.3%	23.7%	21.6%	22.6%	25.8%	17.9%	17.2%	18.4%	22.3%	25.2%

资料来源：USDA、布瑞克咨询、中投证券研究所

3.2 国内外供给宽松下，糖价仍处于下行周期

3.2.1 11-12 榨季进口剧增，我国食糖的库销比大幅上升至 34.4%

作为大宗农产品，我国的食糖价格基本由供求关系决定，其走势与国外糖价走势大致相同。由于我国的食糖消费量基本大于产量，因此几乎每年都需要进口。04 年进入 WTO 以来，我国承诺对糖的进口采取关税配额管理，每年配额数量固定为 194.5 万吨，配额内税率 15%，配额外关税 50%，主要以原糖进口为主，其中根据协议每年从古巴进口原糖 40 万吨。

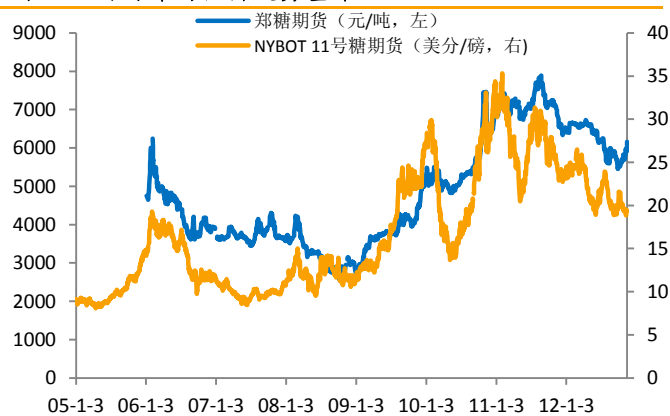
11 年上半年以前，我国的食糖成本基本低于国外进口原糖的成本，因此每年 194.5 万吨的配额也没有用完，糖价的涨跌更多由国内的产量与消费需求来决定，该点可从指标“产量-国内消费”中看出，如 05-06、09-10 榨季糖价大涨对应着分别是当年干旱或者霜冻导致的供给缺口。

11-12 榨季，由于糖价维持在 6000 元/吨以上的高位，进口原糖的套利空间加大，我国累计进口约 420 万吨原糖，同比大增 106%，榨季末的库销比大幅上升至 34.4%，直接导致我国的食糖供给由紧转向宽松。

结合布瑞克的数据，我们预计，在近 450 万吨的库存中，工业库存约 50 万吨，国家储备约 350 万吨，商业库存约 50 万吨，此外广西临时收储 50 万吨。

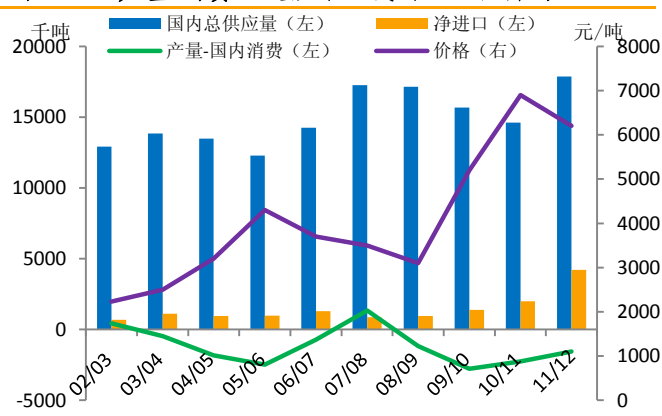
展望 12-13 榨季，我们认为，在全年度预估 1400 万吨的丰产及高库存下，进口原糖将大幅减少至 180 万吨，行业的库销比有望进一步上升至 47%，食糖供给更为宽松。

图 40 国内外的糖价走势基本一致



资料来源：Bloomberg、中投证券研究所

图 41 “产量-消费”更能体现我国过去糖价的涨跌



资料来源：Wind、布瑞克咨询、中投证券研究所

表 4 12-13 榨季预计我国食糖的产量与消费基本平衡，库销比创新高（千吨）

	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13
期初库存	1,587	2,706	3,347	2,483	984	1,559	3,766	3,545	2,168	1,911	4,570
产量	10,637	10,023	9,170	8,820	11,990	14,840	12,429	10,730	10,454	11,750	14,000
进口	800	1,180	1,290	1,190	1,400	920	1,020	1480	2,060	4,257	1,800
出口	118	62	325	209	115	53	70	87	71	48	70
国内消费	10,200	10,500	11,000	11,300	12,700	13,500	13,600	13,500	12,700	13,300	13,800
期末库存	2,706	3,347	2,483	984	1,559	3,766	3,545	2,168	1,911	4,570	6,500
库存消费比	26.5%	31.9%	22.6%	8.7%	12.3%	27.9%	26.1%	16.1%	15.0%	34.4%	47.1%

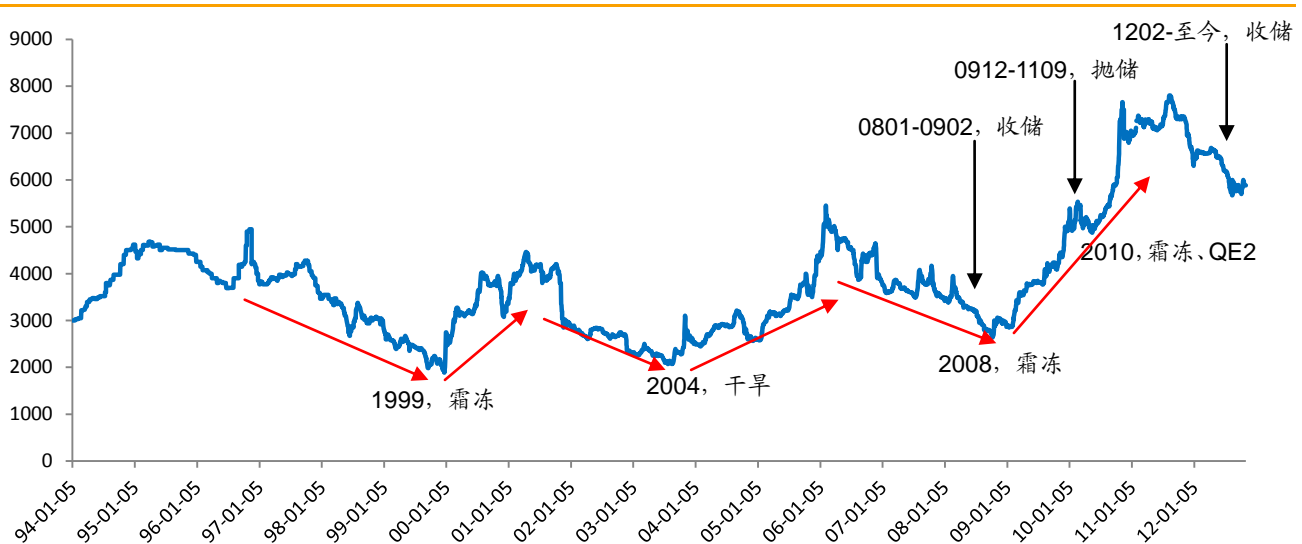
资料来源：布瑞克咨询、中国糖业协会、中投证券研究所

3.2.2 糖周期难改，糖价仍将继续下行（目标：5000 元/吨）

糖价涨跌的周期性比较明显，一般而言 5 年左右为一个周期，这主要与甘蔗的种植周期有关。甘蔗为多年生植物，新植甘蔗采用栽种甘蔗苗繁殖，收割时仅收割甘蔗茎，将根仍留在土壤内，即宿根，来年宿根重新分枝生茎。它的收获多的可达 7~8 次，在中国一般为 3 次，即三年后挖去宿根，重新种植。因此，即使在供过于求的情况下，甘蔗的种植面积亦不能迅速缩减，从而容易导致糖价的下跌周期比上涨周期更长。

以“上涨-下跌”为一个完整周期来算，2000 年以来，我国糖价走势已经历了两个完整周期，现正处于第三个周期的下跌阶段。目前，南宁白糖的现货价已下跌至 6000 元/吨，相比 7800 元/吨的最高价，跌幅达 23.1%。我们认为，无论从历史性的周期特征，还是从当前供给过剩的程度逐步加剧而言，糖价仍将继续下行。

图 42 我国食糖价格走势的五年周期性比较明显（元/吨）



资料来源：Wind、中投证券研究所，采用的数据为南宁白糖现货价

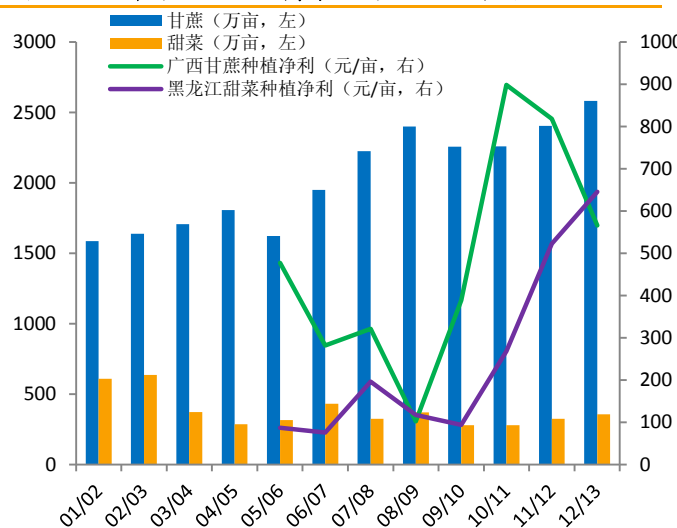
表 5 我国食糖价格历年涨跌幅度及持续时间对比

	时间	价格 (元/吨)	幅度	持续时间
	1996-11-19	4950		
下跌	1999-12-24	1890	-62%	3 年 1 个月
上涨	2001-04-16	4465	136%	1 年 4 个月
下跌	2003-07-29	2090	-53%	2 年 3 个月
上涨	2006-02-06	5450	161%	2 年 6 个月
下跌	2008-10-10	2640	-52%	2 年 8 个月
上涨	2011-08-18	7800	195%	2 年 10 个月
下跌	2012-11-11	6150	-21%	1 年 3 个月

资料来源：Wind、中投证券研究所，采用的数据为南宁白糖现货价

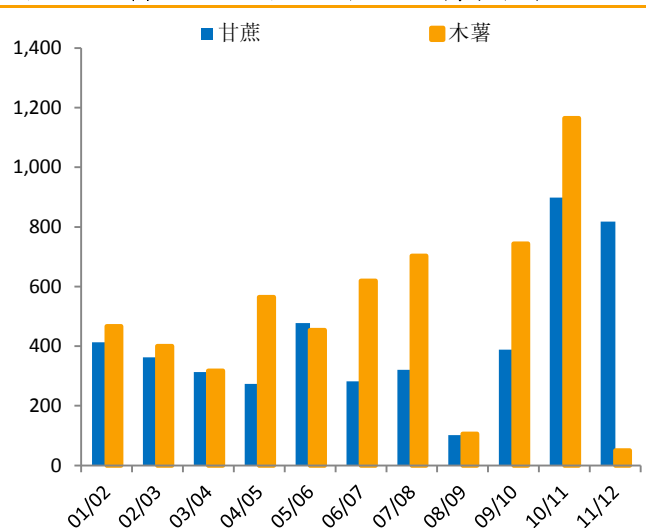
首先，种植效益较高、种植面积增加使得未来 1~2 年食糖的供过于求加剧。在广西地区，甘蔗的竞争作物主要为木薯，但 11 年以来甘蔗的种植收益大幅超越木薯，使得甘蔗种植面积持续扩大。考虑到甘蔗的种植周期，我们认为，即使从 11 年 8 月以来糖价已逐步回落，但如无天气意外的话，12-13、13-14 榨季我国的食糖产量仍有望继续维持在 1400 万吨左右，库销比呈继续扩大的态势。

图 43 糖料种植效益较高导致种植面积持续扩大



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

图 44 近年广西地区的甘蔗种植收益高于木薯（元/亩）



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

其次，进口原糖的套利空间仍存，进口冲击的威胁仍在。由于全球的食糖供给较为宽松，同时原油价格亦上涨发力，我们预期未来 1~2 年全球的原糖现货价格将为 18 美分/磅附近波动。当前，我国的原糖进口主要来自巴西，以 19 美分/磅的进口价格测算，我国进口原糖加工后的成本约 5034 元/吨，相比国内近 6000 元/吨的白糖价格仍有较大的套利空间。现阶段企业的进口力度减弱主要在于对未来食糖的需求减弱和国内库存较多的一个担忧，但若糖价持续在 6000 元/吨的高位，进口原糖的冲击将很难避免。

表 6 巴西原糖进口至国内加工的成本测算

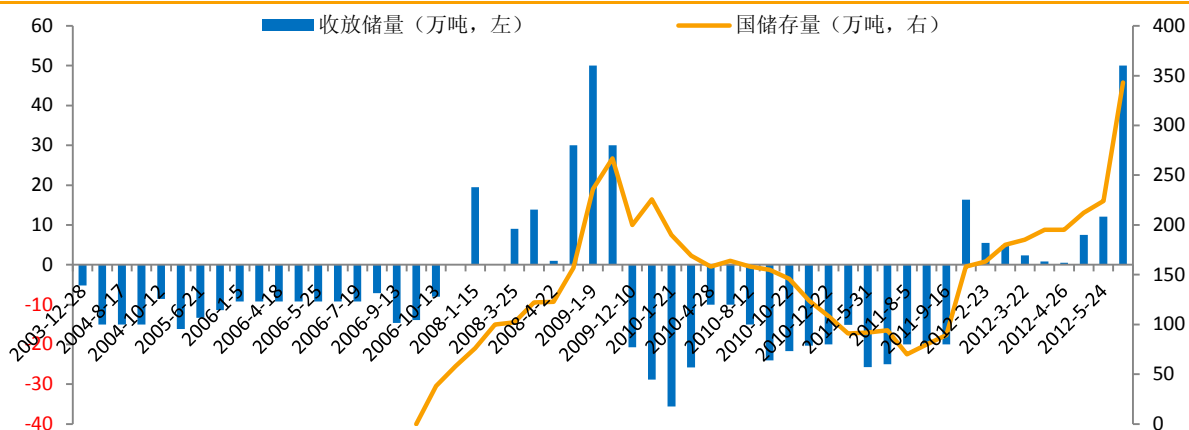
假设			
原糖价格 (美分/磅)	19	损耗率 (%)	7
海外运费 (元/吨)	60	海运保险费率	0.46%
汇率 (RMB/\$)	6.3	外贸代理费率	1%

加工费 (元/吨)	300	银行手续费率	0.125%
国内运费 (元/吨)	150	利息及劳务费 (元/吨)	25
升贴水 (美分/磅)	0.15	增值税率 (%)	17
价格			
配额内——关税 (%)	15	配额内糖价 (元/吨)	5034
配额外——关税 (%)	50	配额外糖价 (元/吨)	6429

资料来源：云南糖网、中投证券研究所

最后，收储难改糖价下跌趋势。目前，我国约 450 万吨的食糖库存中国家储备已占 350 万吨，进一步扩大收储的空间已大为减小。在 11 月初中国糖业协会举行的全国食糖产销工作会上，有关人员建议国家和地方加大收储力度，收储价格在 6000 元以上。假设 12-13 榨季原糖进口在 180 万吨左右，同时考虑轮库的需要，我们认为国家的净收储可能在 200 万吨左右，如此本榨季基本实现供需平衡，但库存压力将进一步加大。然而，在甘蔗种植效益仍然较高、种植面积不减的情况下，食糖的价格压力将进一步加大。因此，我们判断，收储政策的出台只能阶段性的支持糖价回升，但仍将回归下跌通道，预计明年糖价可能下跌至 5000 元/吨左右。

图 45 我国的食糖国储存量已处于历史高位



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

3.3 糖价联动制度下，新榨季行业将致力于减亏

我国的糖料管理办法规定制糖企业只能在划定的区域内收购糖料，而该区域生产的糖料也只能卖给制定的制糖企业。此外，为了保护农户种植糖料的积极性，我国推行糖料收购价格与食糖销售价格挂钩联动、糖料款二次结算的办法，即：

制糖企业必须以不低于地方政府公布的糖料收购底价与农户进行第一次结算收购。在每年榨季结束后，主管部门再公布本榨季食糖市场均价，若市场均价高于食糖挂钩价，高出部分由制糖企业通过二次结算的方式返还农户；若食糖市场均价低于食糖挂钩价，则不再实行糖料款的二次结算。

糖价联动的办法使得糖料的收购底价变化滞后于食糖市场价格的变化，加剧了制糖企业的业绩盈亏程度，如糖价上涨阶段制糖企业的利润更为丰厚，而下跌阶段的亏损更为严重。

10 年以来，由于糖价迅速上升，广西地区的甘蔗收购价格也迅速攀升至 500 元/吨。展望 12-13 榨季，尽管新的收购底价仍没公布，但预计下降幅度在 20-40 元之间。蔗糖方面，若广西地区按 460 元/吨的甘蔗收购价、11.6% 的出糖率、当

前 5800 元/吨的市场售价计算, 预计当前蔗糖的完税成本约 5570 元/吨, 盈利 200 元。

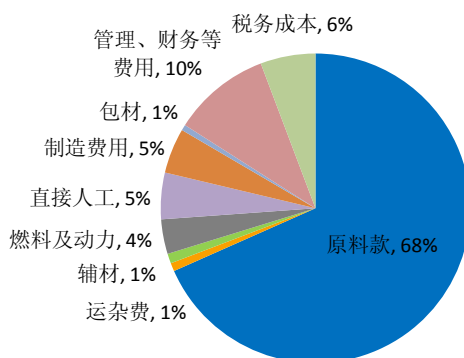
从敏感性分析中可知, 对应 460 元/吨的甘蔗收购底价, 行业的盈亏平衡点的食糖价格为 5500 元/吨, 预计费用控制较好的企业成本会更低一些。因此, 结合我们上面对未来糖价可能下降至 5000~5200 元/吨的预测, 在新榨季下食糖行业将致力于减亏。

表 7 近年来南宁市糖料收购底价的提升明显

	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12
普通品种收购底价 (元/吨)	150	150	190	230	260	260	260	260	482	500
同比增速		0%	27%	21%	13%	0%	0%	0%	85%	4%
联动价格 (一级白砂糖, 元/吨)	2300	2300	2900	3500	3900	3800	3800	3500	7000	7000
同比增速		0%	26%	21%	11%	-3%	0%	-8%	100%	0%
联动系数	5%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

资料来源: 南宁市政府、中投证券研究所

图 46 蔗糖的成本结构图, 其中原料成本占比约为 68%



资料来源: 中投证券研究所

表 8 甘蔗糖的税后成本的敏感性分析 (元/吨)

		甘蔗收购价格 (元/吨)								
		420	430	440	450	460	470	480	490	500
食糖市 场价格 (元/吨)	5000	5153	5228	5303	5378	5453	5528	5603	5678	5753
	5100	5168	5243	5318	5393	5468	5543	5618	5693	5768
	5200	5183	5258	5333	5408	5483	5558	5633	5708	5783
	5300	5197	5272	5347	5422	5497	5572	5647	5722	5797
	5400	5212	5287	5362	5437	5512	5587	5662	5737	5812
	5500	5226	5301	5376	5451	5526	5601	5676	5751	5826
	5600	5241	5316	5391	5466	5541	5616	5691	5766	5841
	5700	5255	5330	5405	5480	5555	5630	5705	5780	5855
	5800	5270	5345	5420	5495	5570	5645	5720	5795	5870

资料来源: 中投证券研究所

我们认为，制糖行业的农产品初级加工的特点突出，强周期性仍难避免。制糖企业未来发展的重点除了应发展糖料基地以外，还应从降低成本着手，如积极推进规模化及机械化种植、研发改善糖料种子等。此外，如何与农民形成良好的、风险共同承担的合作机制也是关键之一。

四、公司分析：借股东之力，打造世界级的番茄及食糖产业平台

业平台

4.1 番茄酱：全产业链已具雏形，业绩波动有所减弱

公司拥有 23 家番茄加工企业，每年落实番茄种植面积约 50 万亩，年产能 60 万吨左右，主要以大包装原料酱业务为主，近年来番茄酱的产量维持在 35 万吨的水平。

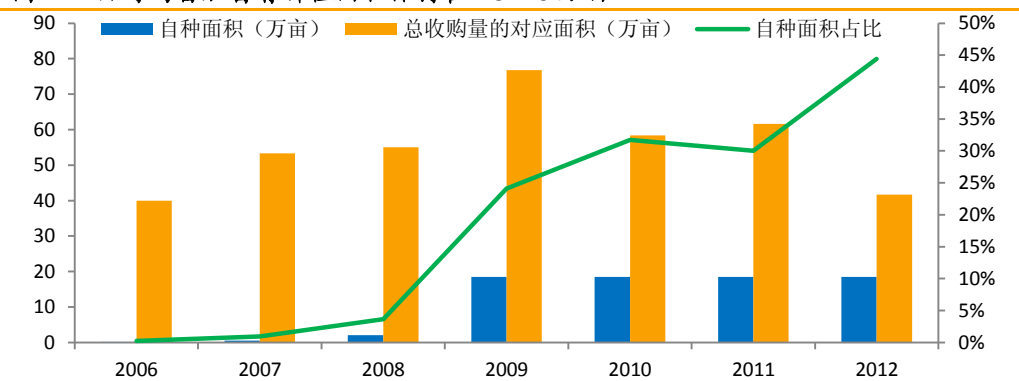
作为同质化严重的初加工农产品，在缺乏终端议价能力的情况下，公司更多地需考虑从成本端及品牌终端两方面来提高利润水平，即控制原料供给以降低生产成本、保证酱的质量，并通过提升品牌知名度来争夺高端客户。

4.1.1 种子研发+番茄自种，加强供给端的话语权

“良种+良法”是种植农产品保质、保量的关键。然而，在“公司+农户”的模式主导下，除了协议价格往往仅对公司单方面有效，公司难以确保稳定的原料供给以外，公司也难以对农药使用、田间管理、采摘拉运等环节进行有效控制，以致难以保证番茄的高品质。因此，提升自种面积、采用“公司+农户+基地”模式将是公司长期的选择。

早在 2006 年，公司已开始与亨氏集团合作，采用亨氏提供的种子进行 1000 亩的试种，往后逐步扩大自种面积，目前公司通过购买或租赁的自种面积稳定在 18~20 万亩，约占可控面积的 30%，其中 7~8 万亩采用亨氏种子。公司在 10 月修订的最新增发预案中计划将进一步扩大自种面积至 30 万亩，预计将占每年番茄总收购量折算面积的 40~50%。

图 47 公司的番茄自有种植面积保持在 18~20 万亩



资料来源：公司公告、中投证券研究所

除了增加自种面积以外,公司还通过设立子公司屯河种业积极向上游的种子研发延伸。经过与亨氏集团、新疆农科院等机构的合作以及品种引进、培育,目前屯河种业已成为中国最大的加工番茄种子生产企业,品种占全国加工番茄种植面积的45%。其中,“屯河8号”因适应性强、产量高、硬度好,近3年来每年种植面积达26万亩,是目前中国栽培面积最大的加工番茄品种;“屯河9号”是国内首个自主研发、并在生产中推广应用面积最大的机械采收加工番茄品种。

表 9 屯河种业引进及培育的品种介绍

品种	固形物 (%)	茄红素 (mg/100g)	耐压力 (kg/果)	单果重 (g/果)	抗病性	生育期 (天)	备注
屯河3号	5.0	13.9	6.4	75	强	115	
屯河6号	5.2	11.2	7.0	75	极强	119	高硬度、耐贮运; 适宜机械采收
屯河8号	5.4	13.6	5.6	71	强	94	广适性
屯河9号	5.0	13.4	7.9	85	中	93	早熟; 适宜机械采收
屯河17号	5.0	12.3	6.6	80	强	113	高粘; 高硬度、耐贮运; 适宜机械采收
屯河26号	5.2	12.5	7.0	85	中	107	
屯河33号	5.0-5.5	12.0	6.6	80	强	105	
屯河35号	4.8-5.1	10.7	4.9	70	中	90	
屯河41号	5.3-5.7	14.0	6.9	70	中	107	
屯河45早	4.8-5.0	12.1	5.7	68	中	94	
屯河46号	5.5	10.9	7.5	80	强	116	高硬度、耐贮运; 适宜机械采收
屯河47号	5.5	14.4	6.5	78	强	108	茄红素含量高
屯河48号	5.0	13.3	6.6	80	强	109	优质低酸
屯河50号	5.5	15.8	5.2	75	强	115	茄红素含量高
屯河737	5.0	14.2	5.7	75	强	120	高粘; 高硬度、耐贮运; 适宜机械采收
立原凯勒	5.2-5.6	13.5	6.8	80	强	104	
新番4号	5.6	13.4	5.5	70	极强	115	优质低酸, 耐早疫病
德番99	5.5-5.9	11.1	6.8	70	中	105	
新红18号	5.2	13.5	6.2	80	强	96	

资料来源: 公司网站、中投证券研究所

4.1.2 定位高端客户, 自种模式下公司的盈利能力有所改善

由于行业的同质化现象比较严重,特别是部分中小企业的产酱质量较低,我国番茄酱在海外市场的口碑比较一般,进一步影响了我们的议价能力。因此,定位高端客户将是公司在行业无序竞争下,避免过度陷入价格竞争的必然选择,自种番茄也是对高端客户高要求的一种回应,而控股股东中粮集团的支持为公司的资金来源以及客户资源提供了有力的支持。该模式下,公司的盈利能力逐步提升。

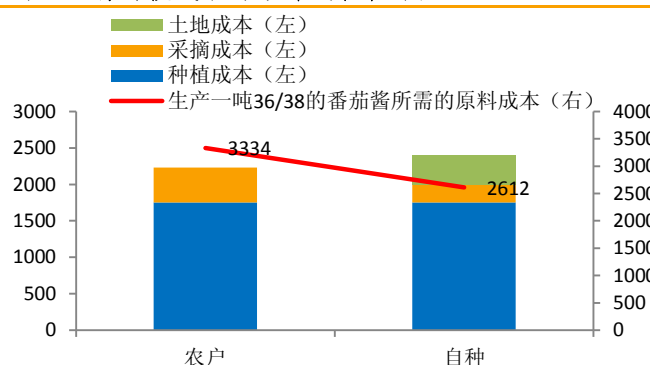
首先, 自种有助于降低番茄原料成本。农户种植一亩番茄的成本约 1750 元,而公司采用自种模式尚需加上土地租金 400 元/亩,所以公司的番茄自种成本约为 2100 元/亩。以 350 元/吨的番茄收购价格来算,自种对应的盈亏平衡点为 6 吨/亩。

我们认为,未来番茄的收购价格在 350 元/吨以上将属常态,而公司的自种番茄亩产基本可达 6.5~7 吨/亩,固形物含量能有效控制在 5%以上(农户种植在 4.5%左右),同时机械化采摘的成本比人工采摘(480 元/亩)约低 230 元/亩。综合而言,自种模式下生产一吨 36-38%番茄酱的原料成本约低 700 元,因此,自种番茄除了保证稳定的原料来源以外,还将直接降低公司的原料成本。

其次，自种可更科学地安排种植早、中、晚熟品种以控制番茄的收获时间，能够有效地延长有效加工天数。目前，番茄行业的产能限制主要在于有效加工天数较短。因为番茄成熟后需迅速采摘并在48个小时内进行加工，否则容易腐烂引起霉菌数超标，但由于农户喜欢抢播导致番茄的成熟时间较为集中，所以我国番茄行业的有效加工天数较短，同时企业的日处理能力也难以满足。这一方面导致番茄难以及时处理，榨出来的酱质量也一般，另一方面也加大了企业的人力、生产设备等投入。因此，更合理的安排不同熟期的品种种植，延长有效加工天数，不仅利于番茄及时加工提升品质，同时也能降低企业的生产成本。

公司当前的有效加工天数仅为50天左右，远低于MorningStar的90~100天，未来公司除了可以进一步加强对不同熟期的番茄品种研发以外，也可以通过合理安排自种基地、农户的播种时间以延长加工天数。

图 48 自种模式下的原料成本节省明显（元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 10 公司的有效加工天数仅 50 天左右

	日处理能力 (万吨/天)	有效加工 工天数	可榨番茄 量 (万吨)
MorningStar	3.20	90~100	280
中粮屯河	7.20	≈50	400
新中基	5.80	≈50	300

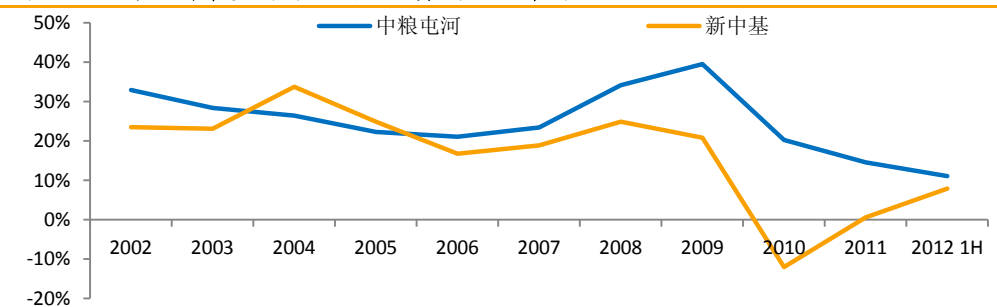
资料来源：中投证券研究所

除了自种模式，公司也尝试为农户提供良种、机械化采摘、建立合作社等措施加强对原料的控制，逐步改善农户的种植技术以及提升农户的。得益于公司采用优质种子、先进的种植及田间护理技术、成熟的机械化采摘以及延长有效加工天数，“屯河”牌番茄酱知名度逐步上升，并已与亨氏、联合利华、雀巢等高端客户形成了长期的合作关系。

最后，在销售模式下，公司试图改变“季产年销”的惯例，正与下游客户协商让合同酱价随市场波动进行调整，以削弱行业周期对公司业绩波动的影响。此外，公司还发展自己的番茄制品品牌，包括“屯河”、“番”、“梅林”牌系列番茄调味品，主要由公司在河北廊坊、内蒙古巴彦淖尔、新疆吉木萨尔、石河子的4家小包装工厂生产。

可以发现，06年以来，公司番茄制品业务的毛利率从21.1%逐步上升至2009年39.6%。随后由于行业的周期性波动，行业库存高企下公司的毛利率逐步回落。在此过程中，公司的毛利率持续高于主要竞争对手新中基。

图 49 公司与新中基的番茄制品业务的毛利率对比



资料来源：Wind、中投证券研究所

我们认为，公司的番茄制品的全产业链打造已具雏形，未来的重点在于逐步扩大自种面积，加强农业种植管理和提升机械化水平，确保公司产品的高品质并通过加大品牌业务的发展以逐步谋求高端市场。特别地，得益于大股东中粮集团的大力支持，公司抵抗周期性波动的能力为行业之最，将会是番茄行业走向规范竞争中最大的受益者。

4.2 食糖：立足北糖，进军南糖

4.2.1 甜菜糖龙头，拓展空间来自挖潜

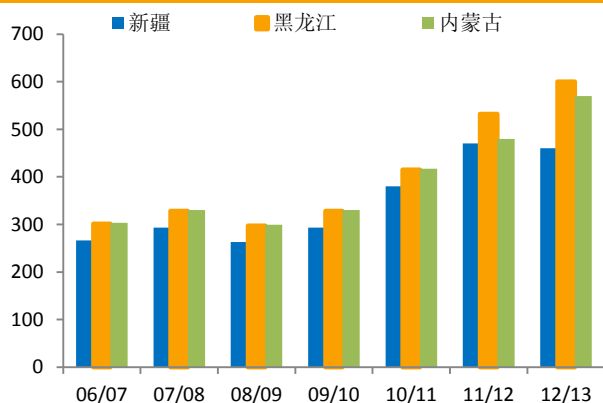
公司在新疆、山西拥有 9 家甜菜糖厂，年产能 47 万吨，甜菜糖生产能力位居全国第一。其中，甜菜糖产量占到新疆糖产量的 70%、全国甜菜糖产量的 36%。近年来公司的甜菜糖产量维持在 30~35 万吨。

甜菜是二年生作物，亩产约 2.5~3.5 吨，含糖率在 12~16%。一般而言，东北种植区甜菜适宜收获期为 9 月下旬至 10 月上中旬，华北地区为 10 月中旬，西北地区为 10 月中下旬。相应地，我国甜菜榨季从每年的 9 月中下旬至次年 2 月。

因为甜菜的加工工艺比较复杂，并且运输成本较高，所以甜菜糖的税前成本比蔗糖贵 400~500 元/吨。但由于新疆甜菜的单产及含糖率均为国内最高，分别可达 3.5 吨/亩、14%以上，而收购价格却为新疆、黑龙江及内蒙古三个甜菜主产区中最低，同时考虑到甜菜糖的品质略优于蔗糖、其加工过程中产生的副产品价值较高（比蔗糖高 300 元/吨），总的来说，新疆甜菜糖制品的总体成本并不输于南糖。

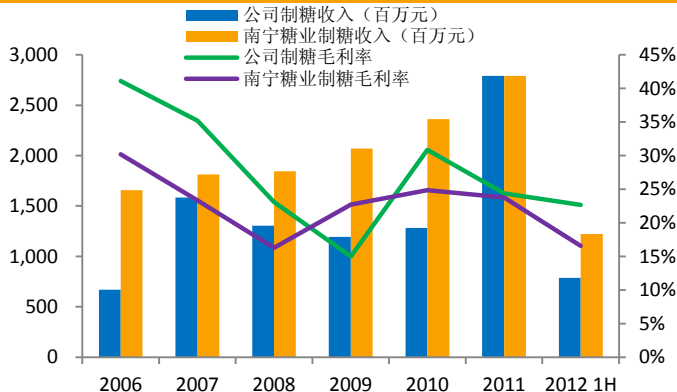
数据显示，06 年以来，对比南宁糖业的制糖业务的毛利率，公司的糖制品毛利率整体占优。以 12-13 榨季广西甘蔗、新疆甜菜的收购价格分别为 460、470 元/吨，含糖率同为 12%，所产糖售价均为 5800 元/吨计算，扣除副产品收入，公司产糖的完税成本约 5610 元，而广西蔗糖的完税成本约 5638 元。

图 50 新疆甜菜的收购价格为三省最低（元/吨）



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

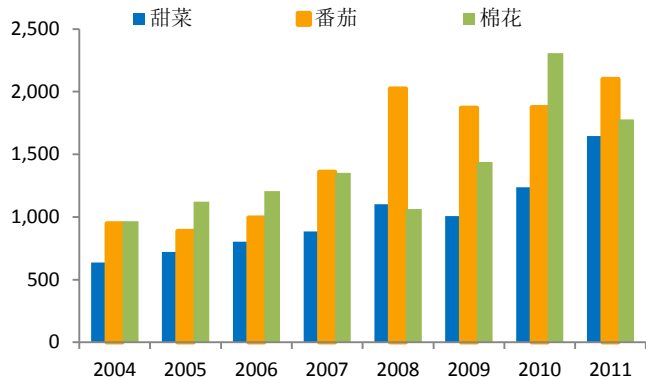
图 51 公司制糖业务的毛利率水平总体高于南宁糖业



资料来源：Wind、中投证券研究所

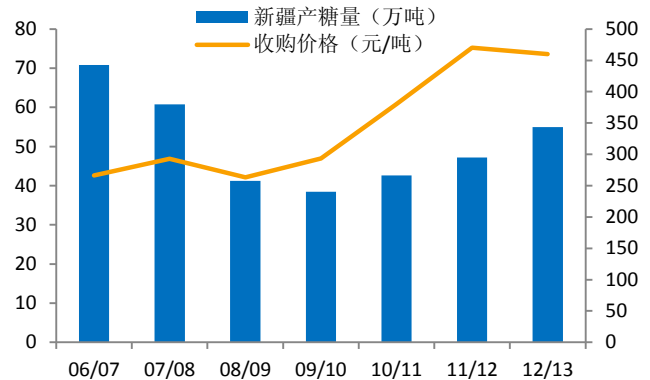
2000 年以来，由于甜菜的种植效益较低，农户纷纷转向种植棉花、番茄等其它经济作物，新疆及其它省份的甜菜种植面积逐步减少，相应地，甜菜糖产量也逐步减少。近几个榨季，当地制糖企业尝试通过提高甜菜收购价来增加种植面积，收购价格已由 06-07 榨季的 260 元/吨提升至 11-12 榨季的 470 元/吨，同期的甜菜糖产量也有所回升。尽管如此，当前新疆地区年均产糖量仅约 45 万吨左右，产能利用率仅达 70%。

图 52 新疆甜菜的种植收入低于棉花、番茄 (元/吨)



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 53 提升甜菜收购价格使得新疆的产糖量有所回升

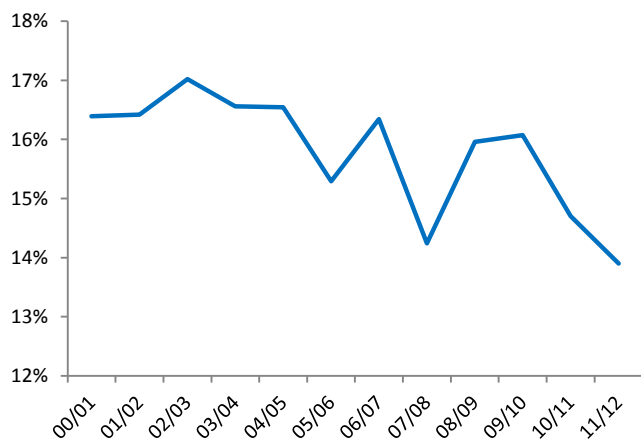


资料来源: 中国糖业协会、中投证券研究所

除了收购价格提升, 种植品种单一 (德国品种占比 80%, 长期种植导致抗病虫性下降)、种植方式粗放 (田间密度、施肥等缺乏技术指导) 也使得甜菜的含糖率从 06-07 榨季的 16.4% 下降至 11-12 榨季的 13.9%, 新疆甜菜糖在国内市场的竞争力进一步减弱。不过, 考虑到甜菜和番茄、棉花等经济作物之间的种植收入日趋接近, 我们认为甜菜继续减产的压力不大, 公司未来的重点应在于提高甜菜的单产水平及含糖率。

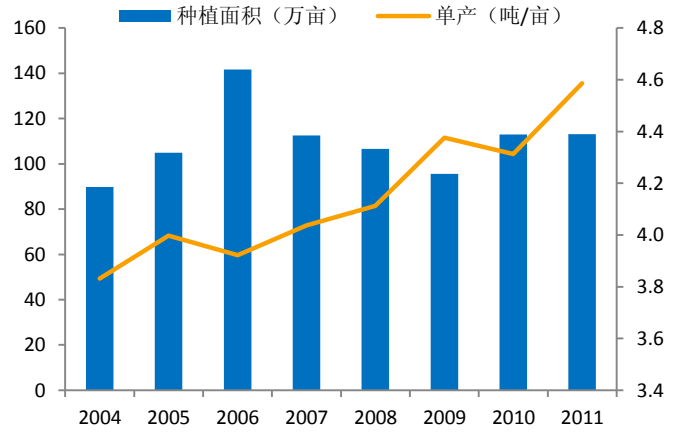
由于甜菜具有不易连作的特点, 公司暂不考虑甜菜自种, 目前主要以引进及研发甜菜种子、为农户提供种植指导以及提供机械化采收等方式参与到甜菜的田间种植管理上, 公司曾于 2010 年启动“4516”项目 (亩产 4.5 吨, 含糖率 16%)。我们认为, 当前新疆主种的德国品种在引进初期含糖率可达 15-16%, 只是连年的粗放制种导致了土地的肥力以及品种的抗性表现下降, 因此, 通过改变种植管理方式、改进现有品种, 公司甜菜糖的挖潜空间仍然很大。以含糖率提高 1 个百分点计算, 公司的甜菜糖业务的毛利率可提高 5.1 个百分点。

图 54 新疆甜菜的含糖率持续下降



资料来源: 布瑞克咨询、中投证券研究所

图 55 新疆甜菜的单产水平已持续上升至 4.5 吨/亩



资料来源: Wind、中投证券研究所

表 11 公司甜菜糖业务毛利率对含糖率变化的敏感性分析

含糖率提升	0.3%	0.6%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%
毛利率提升	1.6%	3.1%	4.6%	6.0%	7.3%	8.6%	9.8%

资料来源: 中投证券研究所, 基础成本以收购价格 470 元/吨、含糖率 12% 测算。

4.2.2 进军蔗糖领域及海外布局，完善产业链

大股东中粮集团拟将公司打造成集团的食糖产业运作及整合平台，实现“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”的完整糖业产业链。

新疆糖产量仅占国内糖总产量 3.6%左右，且成本高、运距长，发展空间受到极大制约。目前，公司正积极进入南糖领域，已于 2011 年 11 月收购集团的北海华劲糖业（产能 7 万吨），同时在广西崇左新建糖业公司（产能 10 万吨），逐步推进“立足崇左、面向广西、进入东盟”的发展战略。

此外，公司计划通过定增进一步扩大产业布局，包括收购集团旗下的食糖进出口业务及相关资产、澳大利亚 Tully 糖业，建设河北唐山曹妃甸年产 100 万吨精炼糖项目等。

表 12 公司计划通过定增进一步改善食糖产业链（单位：百万元）

项目名称	投资额	拟用募集资金	年均税后净利润	备注
收购中粮集团旗下食糖进出口业务及相关资产	1,396.51	1,395	11-13 年累计净利润 4.39 亿元，不足部分由集团补偿	进口量约占全国配额的一半
收购 Tully 糖业 100% 股权	1,096.06	1,096		250 万吨甘蔗处理能力，食糖产量年均 25~26 万吨，居于澳大利亚第四位
广西崇左甘蔗制糖循环经济项目（I 期）	1,067.79	600	75.40	公司已投入 4 亿多元，进度 52.61%
河北唐山曹妃甸年产 100 万吨精炼糖项目（I 期）	1,000	600	58.35	2 年（50 万吨为 1 期，18 个月可投产），目前进度 0.38%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

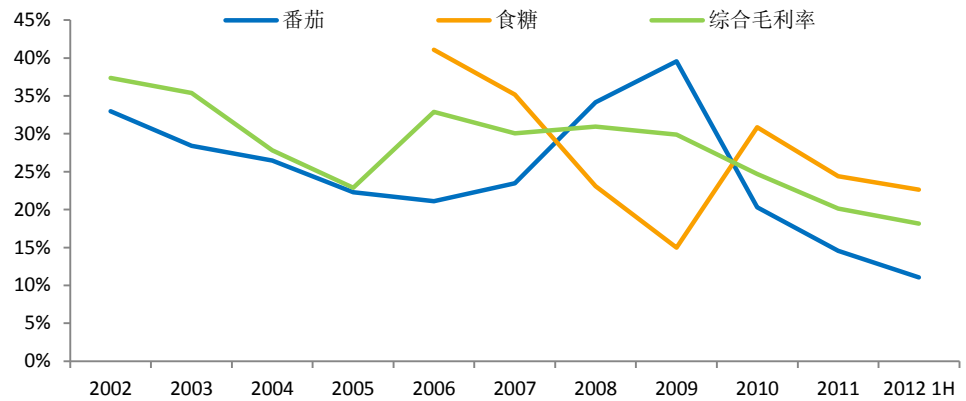
4.3 业绩：磨底进行时，业绩拐点在明年

4.3.1 13 年下半年酱糖价格可能由轮动走向共振

06 年以来，公司的制糖业务占比逐步扩大。由于过去几年制糖业务与番茄制品业务的景气周期相反，公司的业绩波动比单一产品周期平滑许多。

09 年加工番茄的大幅丰产使得番茄酱的去库存时间长达 4 个榨季，预计可于 12-13 榨季完成去库存；而糖价从 11 年 8 月开始也进入景气下行周期，预计将持续至 13 年下半年。两者的叠加使得 11 年以来公司的业绩下滑较为明显，2012 年上半年公司的毛利率下滑至近 10 年的最低，仅为 18.2%。我们认为，13 年下半年番茄酱和食糖价格也可能同时迎来向上周期，两者的共振同样能够加大公司业绩的弹性。

图 56 番茄酱与食糖业务周期轮动，平滑公司的业绩波动



资料来源：Wind、中投证券研究所

4.3.2 酱升糖跌，13 年有望实现盈亏平衡

番茄酱：12-13 榨季的盈亏平衡点在 1007 美元/吨，业绩底部渐现

目前，已有下游客户给出 960 美元/吨的报价。我们认为，新榨季中全球番茄酱供给趋紧，价格逐步上扬将是大概率事件。由于折旧成本与费用较高，公司在新榨季的完全成本约 1007 美元/吨。

11-12 榨季公司的番茄酱产量约为 36 万吨，其中截至 12 年上半年末公司的库存约为 23 万吨，加上新榨季 13 万吨的产量，我们预计可供销售的番茄酱合计 36 万吨。假设 12-14 年公司番茄酱产量为 13、32、33 万吨，销量分别为 31、28、33 万吨，平均出口价格分别为 804 美元/吨、1080 美元/吨、1100 美元/吨，则对应的净利润为-4.03/1.50/3.09 亿元，折算 EPS 分别为-0.40/0.15/0.31 元。

表 13 12-13 榨季公司番茄酱业务的净利润变化的敏感性分析 (百万元)

		番茄酱出口价格 (美元/吨)							
		960	990	1,020	1,050	1,080	1,110	1,140	1,170
番茄酱 销量 (万吨)	25	-74.3	-27	20	68	115	162	209	257
	26	-77.2	-28	21	70	119	168	218	267
	27	-80.2	-29	22	73	124	175	226	277
	28	-83.2	-30	23	76	129	181	234	287
	29	-86.1	-31	23	78	133	188	243	298
	30	-89.1	-32	24	81	138	194	251	308
	31	-92.1	-33	25	84	142	201	259	318

资料来源：中投证券研究所

食糖：糖价继续下行，拐点需待 13 年下半年

随着我国以及巴西、印度等国的榨糖逐步完成，糖价的下行压力将逐步凸显，我们预计低点在 5000~5200 元/吨附近。我们测算 12-13 榨季公司的甜菜糖、甘蔗糖成本分别约为 5809 元/吨、5686 元/吨。

假设 12-14 年公司甜菜糖销量分别为 32、34、34 万吨，蔗糖销量分别为 7、12、17 万吨，对应的净利润为 0.58/-1.97/-0.42 亿元，折算 EPS 分别为 0.06/-0.20/-0.04 元。

表 14 12-13 榨季公司甜菜糖业务的净利润变化的敏感性分析 (百万元)

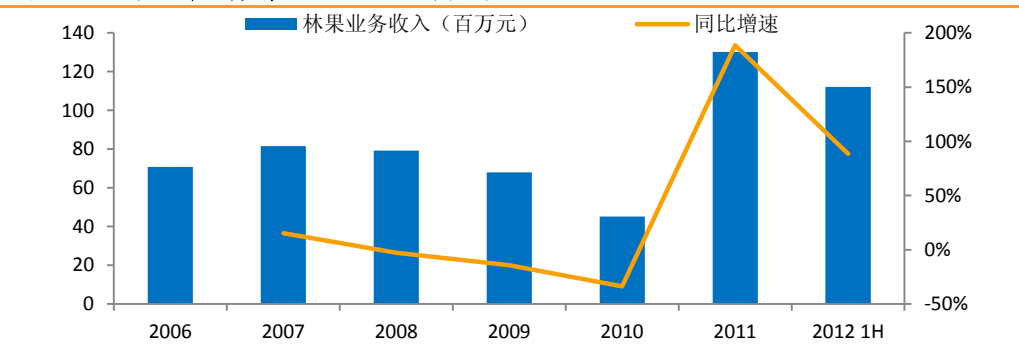
		甜菜糖销售价格 (元/吨)							
		5,000	5,100	5,200	5,300	5,400	5,500	5,600	5,700
甜菜糖 销量 (万吨)	29	-222	-197	-172	-148	-123	-98	-73	-48
	32	-230	-204	-178	-153	-127	-101	-76	-50
	31	-237	-211	-184	-158	-131	-105	-78	-52
	32	-245	-217	-190	-163	-135	-108	-81	-53
	33	-252	-224	-196	-168	-140	-111	-83	-55
	34	-260	-231	-202	-173	-144	-115	-86	-57
	35	-268	-238	-208	-178	-148	-118	-88	-58

资料来源: 中投证券研究所

品牌业务: 初见成效, 有望进入快速增长阶段

公司的品牌业务主要以番茄调味品、红素、小包装糖、饮料和林果五大产品线为主, 目前收入占比仍然较小, 其中 11 年取得了较快的增长。我们认为, 随着各业务在全国布局的推进及渠道网点的增加, 公司的品牌业务将有望进入快速增长阶段, 预计 12-14 年分别收入 1.80/2.43/3.28 亿元, 对应净利润及 EPS 分别为 900/1200/1600 万元、0.01/0.01/0.02 元。

图 57 公司品牌业务有望进入快速增长阶段

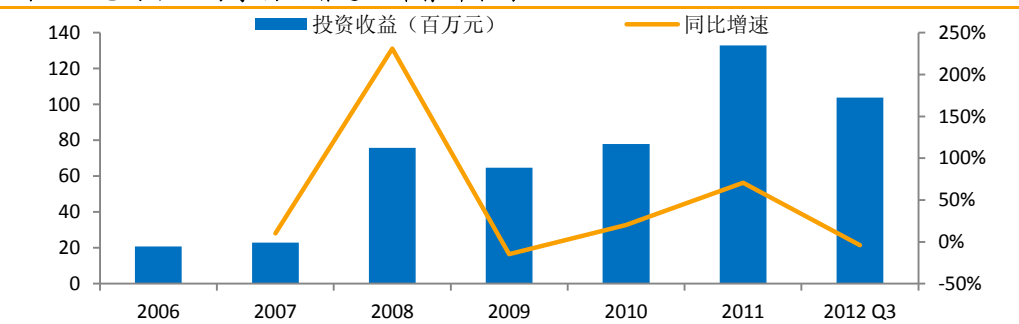


资料来源: Wind、中投证券研究所

投资收益: 屯河水泥仍为稳定的利润点, 但预计增速有所下滑

公司的投资收益主要来自参股公司屯河水泥。近年来, 受益于新疆, 尤其是北疆地区固定资产投资的高景气度, 屯河水泥取得了不俗的业绩。但我们判断, 随着新疆地区其它水泥企业的产能进一步释放, 未来 1~2 年屯河水泥的业绩增速将有所下滑, 预计 12-14 实现的净利润分别为 1.15/0.69/0.83 亿元, 折算 EPS 分别为 0.11/0.07/0.08 元。

图 58 屯河水泥的净利润增速预计有所下滑



资料来源: Wind、中投证券研究所

五、投资建议：推荐

根据上述分析，我们预测公司 12-14 年 EPS 为-0.22、0.02、0.33 元。考虑到公司的业务差异较大，我们对不同业务进行相应地估值，其中对番茄制品业务、品牌业务及屯河水泥采取 PE 估值法，而对 13 年亏损的食糖业务采用 PS 估值法；同时考虑到公司在控股股东中粮集团的大力支持下，有望打造成世界级的番茄加工及食糖加工产业平台，未来产品议价能力提升及业务规模成长的空间仍大，首次给予公司“推荐”的投资评级，目标价 5.90 元。

表 15 屯河水泥的净利润增速预计有所下滑

		2012E	2013E	2014E		
		EPS (元/股)			13 年对应倍数	价值 (元/股)
PE 估值	番茄制品	-0.40	0.15	0.31	15	2.23
	品牌业务	0.01	0.01	0.02	25	0.30
	屯河水泥	0.11	0.07	0.08	15	1.03
		营业收入 (百万元)				
PS 估值	公司	2,418	2,438	2,805	0.97	2.34
	合计					5.90

资料来源：Wind、中投证券研究所

注：PS 估值法中，倍数均值采用南宁糖业、贵糖股份的 PS (TTM) 平均值。

表 16 公司主营业务销售预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
番茄制品	营业收入(百万元)	1,624.41	1,451.28	1,894.27	1544.13	1905.12	2286.90
	增长率 (%)	56.3%	-10.7%	30.5%	-18.5%	23.4%	20.0%
	毛利率 (%)	39.6%	20.3%	14.6%	10.5%	34.4%	37.6%
糖制品	营业收入(百万元)	1192.73	1280.83	2790.66	2418.00	2438.00	2805.00
	增长率 (%)	41.3%	7.4%	117.9%	-13.4%	0.8%	15.1%
	毛利率 (%)	15.0%	30.9%	24.4%	21.8%	12.4%	19.0%
林果制品	营业收入(百万元)	67.94	45.10	130.19	180.00	243.00	328.05
	增长率 (%)	2.4%	-33.6%	188.7%	38.3%	35.0%	35.0%
	毛利率 (%)	37.2%	10.2%	35.7%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	营业收入(百万元)	2885	2777	4815	4142.13	4586	5420
	增长率 (%)	33.6%	-3.7%	73.4%	-14.0%	10.7%	18.2%
	毛利率 (%)	29.3%	25.0%	20.8%	18.1%	22.7%	27.8%

数据来源：中投证券研究所

风险提示：

- (1) 公司的固定资产及存货存在计提资产减值损失的风险；
- (2) 番茄酱业务的景气度回升低于预期；
- (3) 食糖业务的景气度下滑超于预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4840	4168	4402	4807
现金	574	395	496	551
应收账款	963	818	839	914
其他应收款	216	228	228	228
预付账款	144	150	150	150
存货	2672	2440	2543	2819
其他流动资产	271	138	146	145
非流动资产	4363	4443	4444	4418
长期投资	517	650	650	650
固定资产	3097	3179	3253	3260
无形资产	294	306	309	312
其他非流动资产	455	308	233	196
资产总计	9203	8611	8846	9225
流动负债	6249	5930	6134	6158
短期借款	5021	4584	4952	4888
应付账款	543	532	559	618
其他流动负债	685	814	623	652
非流动负债	98	85	85	85
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	98	85	85	85
负债合计	6347	6015	6219	6243
少数股东权益	62	52	58	89
股本	1006	1006	1006	1006
资本公积	1185	1185	1185	1185
留存收益	603	353	378	701
归属母公司股东权益	2794	2544	2569	2893
负债和股东权益	9203	8610	8846	9225

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	499	658	154	540
净利润	26	-230	31	367
折旧摊销	295	273	302	330
财务费用	167	178	178	181
投资损失	-133	-115	-69	-83
营运资金变动	136	568	-241	-260
其他经营现金流	8	-15	-47	4
投资活动现金流	-826	-205	-236	-222
资本支出	612	200	300	300
长期投资	-229	110	0	0
其他投资现金流	-444	105	64	78
筹资活动现金流	705	-633	183	-263
短期借款	838	-438	368	-64
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	69	0	0	0
其他筹资现金流	-201	-195	-185	-199
现金净增加额	374	-179	101	55

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4998	4353	4829	5699
营业成本	3992	3549	3726	4122
营业税金及附加	33	26	30	35
营业费用	484	522	550	621
管理费用	305	392	386	445
财务费用	167	178	178	181
资产减值损失	115	50	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	133	115	69	83
营业利润	35	-248	18	368
营业外收入	28	50	60	30
营业外支出	12	15	15	10
利润总额	52	-213	63	388
所得税	26	17	31	21
净利润	26	-230	31	367
少数股东损益	-7	-11	6	31
归属母公司净利润	32	-220	25	336
EBITDA	497	202	497	880
EPS (元)	0.03	-0.22	0.02	0.33

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	69.2%	-12.9%	10.9%	18.0%
营业利润	-43.9%	-799.3	-92.9%	1998.7
归属于母公司净利润	-47.7%	-778.2	-88.6%	1242.5
获利能力				
毛利率	20.1%	18.5%	22.8%	27.7%
净利率	0.6%	-5.0%	0.5%	5.9%
ROE	1.2%	-8.6%	1.0%	11.6%
ROIC	1.6%	-1.3%	1.6%	8.3%
偿债能力				
资产负债率	69.0%	69.9%	70.3%	67.7%
净负债比率	79.11	76.21%	79.62	78.30%
流动比率	0.77	0.70	0.72	0.78
速动比率	0.33	0.27	0.29	0.31
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.49	0.55	0.63
应收账款周转率	7	5	5	6
应付账款周转率	7.32	6.60	6.83	7.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.22	0.02	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.65	0.15	0.54
每股净资产(最新摊薄)	2.78	2.53	2.55	2.88
估值比率				
P/E	150.63	-22.21	194.93	14.52
P/B	1.75	1.92	1.90	1.69
EV/EBITDA	18	44	18	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

张镭, 中投证券研究所首席行业分析师, 清华大学经济管理学院 MBA。

观富钦, 农林牧渔行业分析师, 中山大学信息与计算科学理学学士, 中山大学财务与投资系管理学硕士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434