

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: 6.37~7.00

当前股价: 5.59元

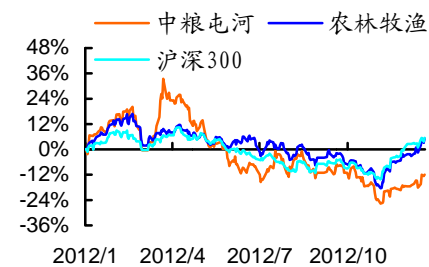
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2317.07
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	45
EPS	-0.19
每股净资产(元)	2.52
资产负债率	70.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	7.50%	-5.09%	-4.45%
农林牧渔	11.58%	7.22%	-0.69%
沪深300	9.60%	11.10%	7.50%



相关报告

《中粮屯河-深度报告: 迈向拐点-推荐》
2012-12-7

中粮屯河

600737

推荐

轻装上阵, 拐点已现

事件: 公司于晚间公告, 预计2012年实现归属于母公司股东的净利润为-70,000万元到-77,000万元, 去年同期为3238万元。亏损源于公司大幅计提存货跌价准备及固定资产减值准备, 主要原因在于2012年全球番茄酱供过于求, 并且我国番茄酱大幅减产导致成本显著高于售价, 此外甜菜糖业务亦计提存货跌价准备。

我们观点: 遵循我们前期深度报告《迈向拐点》的观点“13年四季度糖价见底, 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”, 而此次计提使得公司轻装上阵, 将加速公司业绩拐点的到来。我们预计13年一季度将为公司的业绩拐点, 单季有望实现净利润4000~5000万元, 而全年盈利可望在2亿元以上。

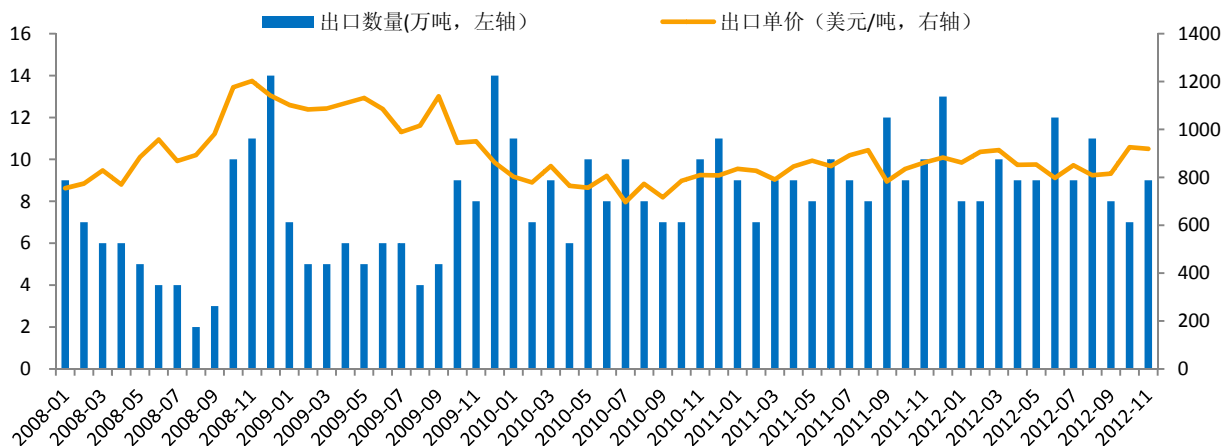
投资要点:

- **番茄酱价格已见底回升, 计提减值后将成为13年的主要利润来源。**当前番茄酱的合同价在850~900美元/吨。由于全球供需渐趋平衡, 并且13-14榨季我国仍可能实施“限产保价”策略, 我们判断13年番茄酱平均价格有望在900~1000美元之间运行, 而14年可突破1000美元/吨, 因此番茄酱业务将逐步进入高利润周期。
- **收储不改糖价下滑趋势, 但低点过后食糖业务将进一步增强公司的业绩弹性。**一季度国家收储行为提振糖价, 公司食糖业务单季有望实现2500~3000万元的净利。出于谨慎原则, 我们预计二三季度糖价将迎来下跌, 低点可能在5000元/吨左右, 因此全年食糖业务可能亏损约5000万元, 但四季度前后食糖业务将有望迎来向上拐点, 从而进一步加强公司的业绩弹性。
- **新领导层有实现业绩增长的需求。**新上任的董事长夏令和先生将接管公司的日常经营管理, 作为新一任管理层, 公司有压力、也有动力去实现业绩大幅增长。夏总曾任华润总公司财务部总经理助理、中粮生化董事长兼总经理等职务, 我们认为, 夏总的财务经验以及在华润任职(华润以出色的管理及并购重组著称)的经历将对公司形成有效的借鉴与帮助。
- **增发方案稳步推行, 有望于2-3月份实施。**公司未来的战略将以食糖业务为重, 预计将大力推进定增方案的实施, 公告显示增发价格不低于4.56元/股。若定增顺利完成, 公司的食糖业务收入将达70%以上。而番茄酱作为基本调味品(如酱油、醋), 品牌积累将是长期的过程, 预计未来将主要维持现有产能, 通过提高产品品质以逐步积累品牌。
- **建议“逢低买入”。**我们测算所得, 一季度公司有望实现净利润5000万元左右, 而全年盈利在2亿元以上。并且, 随着四季度前后糖价见底, 14年公司业绩弹性更大, 盈利可望在4亿元以上, 因此公司将逐步进入高利润周期。此外, 不低于4.56元/股的增发价格提供了较好的安全边界, 同时结合对不同业务分别采取PE法、PS法进行估值, 我们建议公司的目标价为6.37~7.00元。
- **风险提示:** 番茄酱及食糖价格低于预期, 天气变化超于预期。

主要财务指标

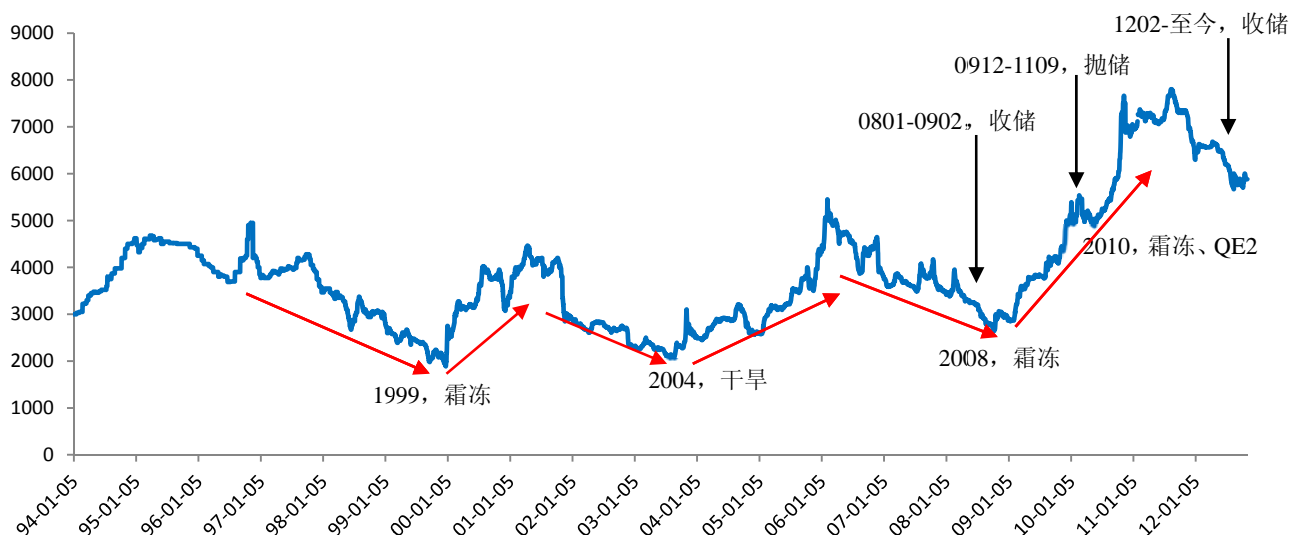
单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4998	4306	4607	5532
收入同比(%)	69%	-14%	7%	20%
归属母公司净利润	32	-715	223	403
净利润同比(%)	-48%	-2308%	69%	80%
毛利率(%)	20.1%	17.9%	26.8%	26.9%
ROE(%)	1.2%	-34.9%	9.8%	15.7%
每股收益(元)	0.03	-0.71	0.22	0.40
P/E	177.03	-8.02	25.65	14.22
P/B	2.05	2.80	2.52	2.24
EV/EBITDA	19	-33	14	10

图 1 番茄酱出口价格持续回升



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 2 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 1 公司不同业务的分布估值

		2012E	2013E	2014E		
		EPS (元/股)			13 年对应倍数	价值 (元/股)
PE 估值	番茄制品	-0.42	0.15	0.26	15	2.25
	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	2,386	2,455	2,805	1.18	2.79
	合计					6.37

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 2 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	1529.01	1666.35	2120.58
	增长率(%)	56.3%	-10.7%	30.5%	-19.3%	9.0%	27.3%
	毛利率(%)	39.6%	20.3%	14.6%	10.5%	38.2%	32.7%
糖制品	营业收入(百万元)	1192.73	1280.83	2790.66	2386.00	2455.00	2805.00
	增长率(%)	41.3%	7.4%	117.9%	-14.5%	2.9%	14.3%
	毛利率(%)	15.0%	30.9%	24.4%	20.7%	18.4%	21.7%
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)	2879	2955	4998	4305.85	4607	5532
	增长率(%)	33.6%	2.6%	69.2%	-13.9%	7.0%	20.1%
	毛利率(%)	29.4%	25.0%	21.0%	17.9%	26.8%	26.9%

数据来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4840	4145	4096	4709	营业收入	4998	4306	4607	5532
现金	574	391	474	535	营业成本	3992	3535	3374	4045
应收账款	963	808	798	886	营业税金及附加	33	25	29	34
其它应收款	216	228	228	228	营业费用	484	517	507	509
预付账款	144	150	150	150	管理费用	305	413	350	376
存货	2672	2431	2303	2766	财务费用	167	187	188	188
其他	271	137	144	144	资产减值损失	115	500	10	10
非流动资产	4363	4443	4444	4418	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	517	650	650	650	投资净收益	133	115	69	83
固定资产	3097	3179	3253	3260	营业利润	35	-757	218	454
无形资产	294	306	309	312	营业外收入	28	50	60	30
其他	455	308	233	196	营业外支出	12	15	15	10
资产总计	9203	8587	8540	9126	利润总额	52	-722	263	474
流动负债	6249	6406	6122	6393	所得税	26	7	26	47
短期借款	5021	5062	4997	5138	净利润	26	-729	237	427
应付账款	543	530	506	607	少数股东损益	-7	-14	13	24
其他	685	813	619	648	归属母公司净利润	32	-715	223	403
非流动负债	98	85	85	85	EBITDA	497	-297	708	972
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.03	-0.71	0.22	0.40
其他	98	85	85	85					
负债合计	6347	6491	6207	6478	主要财务比率				
少数股东权益	62	48	61	85	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1006	1006	1006	1006	成长能力				
资本公积	1185	1185	1185	1185	营业收入	69.2%	-13.9%	7.0%	20.1%
留存收益	603	-142	81	372	营业利润	-43.9%	-22.33	-71.2%	108.4%
归属母公司股东权益	2794	2049	2272	2564	归属于母公司净利润	-47.7%	-23.08	-68.7%	80.3%
负债和股东权益	9203	8587	8540	9126	获利能力				
					毛利率	20.1%	17.9%	26.8%	26.9%
					净利率	0.6%	-16.6%	4.9%	7.3%
					ROE	1.2%	-34.9%	9.8%	15.7%
					ROIC	1.6%	-10.1%	6.3%	9.3%
					偿债能力				
					资产负债率	69.0%	75.6%	72.7%	71.0%
					净负债比率	79.11%	78.00%	80.51	79.32%
					流动比率	0.77	0.65	0.67	0.74
					速动比率	0.33	0.25	0.28	0.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.48	0.54	0.63
					应收账款周转率	7	5	5	6
					应付账款周转率	7.32	6.59	6.51	7.27
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.71	0.22	0.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.18	0.58	0.44
					每股净资产(最新摊薄)	2.78	2.04	2.26	2.55
					估值比率				
					P/E	177.03	-8.02	25.65	14.22
					P/B	2.05	2.80	2.52	2.24
					EV/EBITDA	19	-33	14	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，中投证券研究所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