

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: 9.00元

当前股价: 6.62元

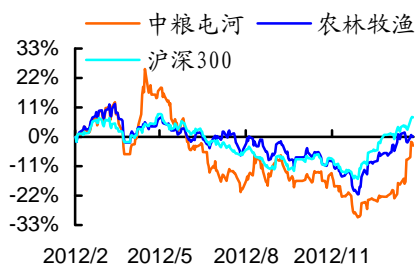
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2385.42
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	53
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	24.62%	19.38%	21.83%
农林牧渔	6.55%	12.22%	7.55%
沪深300	6.50%	19.16%	15.17%



相关报告

《中粮屯河 600737-预亏公告点评: 轻装上阵, 拐点已现》2013-1-22

《中粮屯河-迈向拐点》2012-12-7

中粮屯河

600737

推荐

增发方案获批, 布局反转

事件: 公司公告, 2013年2月1日中国证监会发审委审核通过公司的非公开发行股票方案, 其中发行价格不低于4.56元/股, 发行数量拟不超过10.47亿股。

投资要点:

- **增发收购以食糖资产为主, 业绩释放有望迎合糖价上升周期。**本轮增发主要用于收购集团的糖业资产, 包括食糖进出口业务(拥有我国195万吨食糖进口配额的60%, 可看做买入期权)、澳大利亚Tully糖厂(25万吨产能)、广西崇左制糖循环经济项目、河北唐山曹妃甸年产100万吨精炼糖项目等, 增发完成后食糖业务将占公司营收的70%以上。我们认为, 尽管增发会摊薄公司13年的业绩, 但我们判断13年四季度前后糖价有望迎来上升拐点, 因此新收购资产在14年释放业绩将加大公司的业绩弹性, 其中预计食糖进出口业务、Tully糖厂13/14年分别可贡献净利润0.9亿/1.8亿、900万/1400万。
- **费用控制是公司未来的着力点之一。**经过计提减值以后, 公司的生产成本压力大为减轻, 但期间费用率仍然较高(25~30%), 这可能是今年番茄酱业务盈利的关键影响因素。新上任的董事长夏令和先生曾任华润总公司财务部总经理助理、中粮生化董事长等职务, 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。
- 在与客户交流的过程中, 我们搜集了以下焦点问题(回答附后), 以供参考:
 - 1、番茄酱价格回升的故事讲了很久, 这次能起来吗?
 - 2、糖价还在下跌通道, 公司的业绩如何改善?
 - 3、如何判断糖价的拐点在四季度前后? 有无其它可能时点?
 - 4、增发对13年的业绩摊薄明显, 估值水平会否过高? 增发资产的质量如何?
 - 5、短期及中长期业绩如何?
- **投资建议: 布局反转机会。**我们的投资逻辑为“公司业绩的小拐点在一季度, 大拐点在四季度, 对应的是投资思路是短期看一季报反弹行情, 而中长期布局业绩反转机会”。考虑到14年可望同时迎来番茄酱及食糖价格的上升周期, 公司业绩将进入高利润周期, 而新收购资产将进一步加大业绩的弹性, 我们给予目标价9元。特别地, 若3月份随着巴西糖厂开榨糖价下行导致公司股价回调的话, **建议逢低买入。**
- **风险提示:** 天气变化; 番茄酱及食糖价格低于预期; 公司的期间费用率超出预期。

主要财务指标 (增发摊薄后)

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4998	4306	9559	10799
收入同比(%)	69%	-14%	122%	13%
归属母公司净利润	32	-715	213	592
净利润同比(%)	-48%	-2308%	-70%	178%
毛利率(%)	20.1%	17.9%	17.0%	20.5%
ROE(%)	1.2%	-34.9%	3.1%	8.3%
每股收益(元)	0.03	-0.71	0.11	0.30
P/E	205.60	-9.31	60.77	21.88
P/B	2.38	3.25	1.91	1.81
EV/EBITDA	21	-36	18	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司的非公开增发方案

项目名称	投资总额 (百万元)	拟用募集资金 (百万元)	年均税后净利润	备注
1 收购中粮集团旗下食糖进出口业务及相关资产	1,397	1,395	11-13 年累计净利润 4.39 亿元, 不足部分由集团补偿(11+12 年已实现)	
2 收购 Tully 糖业 100% 股权	1,096	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
3 广西崇左甘蔗制糖循环经济项目 (I 期)	1,068	600	75.40	12 年半年报: 公司已投入 4 亿多元, 进度 52.61%
4 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)
5 高新农业种植基地及配套设施建设项目	630	210	20.70	
6 年产 20 吨番茄红素油树脂项目	25	20	3.10	
7 增资中粮屯河种业有限公司	54	50		
8 补充营运资金	750	750		

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

焦点问题:

Q1: 番茄酱价格回升的故事讲了很久, 这次能起来吗?

A: 13 年番茄酱价格有望在 900~1000 美元/吨的区间波动, 14 年突破 1000 美元/吨。而历史上, 番茄酱的最高价格为 2008 年的 1280 美元/吨。

全球来看, 欧盟补贴政策改革以来, 农户种植番茄的积极性一直处于低位, 在当前番茄酱价格无明显提升的情况下, 预计 13-14 榨季的种植面积仍难提高; 关于美国加州, Morningstar 的数据显示当前 36-38% 的番茄酱价在 937-990 美元/吨, 价格一直比较稳定, 预计 13-14 榨季的种植面积维持稳定; 而中国地区, 当前新疆地区的番茄酱出口价格仍低于但接近 900 美元/吨, 对企业缺乏吸引力, 部分企业折旧成本大的话仍处于亏损状态, 加上预计行业仍会执行“限产保价”的策略, 因此预计今年新疆地区的番茄种植面积仍保持稳定, 收购价格有望维持在 400 元/吨以下。

我们预计 09 年以来的行业去库存已接近尾声。12-13 榨季全球加工番茄产量减产 11%, 当前的价格平稳主要得益于前期的库存高企。但以中国为例, 我们预计行业的库存在 35 万吨左右, 因此 13 年的番茄酱供给总体偏紧。在 13-14 榨季全球加工番茄种植面积维持的情况下, 13、14 年番茄酱价格持续回升将是大概率事件。

Q2: 糖价还在下跌通道, 公司的业绩如何改善?

A: 食糖业务一季度盈利无忧, 二、三季度下行调整, 拐点在四季度前后。

由于食糖收储及天气霜冻等原因, 一季度国家的收储价格在 6100 元/吨, 现货价在 5600 元/吨, 因此判断一季度行业盈利无忧。

二、三季度糖价下行的触发因素主要有: 收储支撑难再; 最大的产糖国巴西于 3 月开榨, 压制糖价表现; 往年 12 月将公布进口配额, 而今年为了保护糖价, 预计最迟在 3 月前后公布。我们判断糖价的低点在 4800~5000 元/吨。

四季度迎来糖价拐点: (1) 届时巴西食糖产量基本确定, 中国、印度、泰国在新榨季的产量预测值亦已公告, 供给对价格的冲击被消除; (2) 从食糖的价格周期看来, 11 年 8 月糖价见顶, 而甘蔗 (宿根) 三年的收获周期也进入最后一年, 那么食糖供需对比在 14 年将会得到逐步改善。因此预判四季度前后可能是食糖价格的底部。

基于谨慎估计的原则, 我们预计 13 年公司现有的食糖业务亏损在 9000 万元左右, 而 14 年将扭亏向上。

Q3: 如何判断糖价的拐点在四季度前后? 有无其它可能时点?

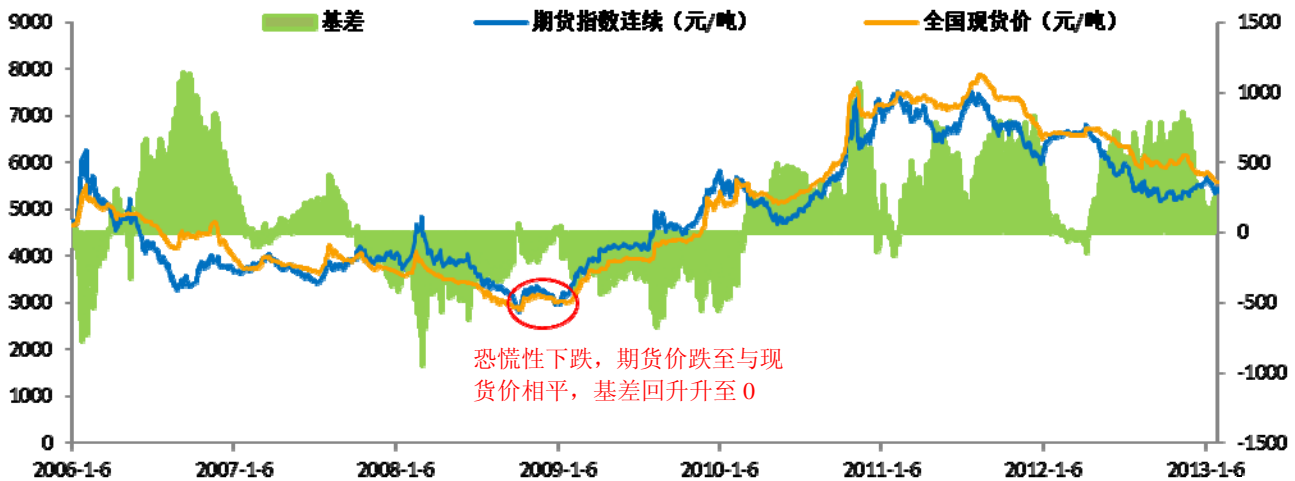
A:

可能 1: 四季度迎来糖价拐点: (1) 届时巴西食糖产量基本确定, 中国、印度、泰国在新榨季的产量预测值亦已公告, 供给对价格的冲击被消除; (2) 从食糖的价格周期看来, 11 年 8 月糖价见顶, 而甘蔗 (宿根) 三年的收获周期也进入最后一年, 那么食糖供需对比在 14 年将会得到逐步改善。因此预判四季度前后可能是食糖价格的底部。

可能 2: 当前已在筑底: (1) 根据布瑞克咨询调研所得, 由于上年 8 月的台风、品种退化等原因, 当前榨季甘蔗的含糖率下降, 预计 12-13 榨季产糖量低于糖业协会 1400 万吨的预测值, 预计为 1350 万吨。(2) 由于年轻人外出务工, 广西地区种植甘蔗的基本为中老年人, 并且 11 年以来甘蔗的种植效益有所下滑, 农户种植积极性继续下降, 因此预计 13-14 榨季的产量为 1280 万吨, 预计库存为 782 万吨, 比 12-13 榨季的预计库存 760 万吨略高, 基本实现供需平衡。(3) 假设巴西糖的冲击已为市场消化, 特别地, 若经济复苏, 原油价格回升, 则糖制乙醇的比重将回升 (目前仅为 50.02%, 为历史低值)。

可能 3: 14 年 1 季度前后才是拐点 (此处从期货与现货价历史走势的角度来分析, 见图 1): (1) 历史上, 糖价见底前出现基差长期 (半年以上) 为负的情况, 猜测可能因为去库存周期一般大于市场预期; (2) 目前基差仍为正, 按 07-08 年的历史经验判断, 接下来基差将进入负值区间, 预计长达一年, 则糖价的低点可能出现在 14 年 1 季度。

图 1 从历史经验看，基差（现货价-期货价）为负以后才能见底



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

Q4、增发对 13 年的业绩摊薄明显，估值水平会否过高？增发资产的质量如何？

A: 实施定增的确会在短期内摊薄公司的业绩，但如果我们判断 14 年糖价进入上行通道，那么现在的增发在 14 年释放业绩应该是一个很好的布局。对于周期性行业而言，估值高才是介入布局的时机。

定增收购资产：（1）进出口业务。每年国内外糖价基本都会出现剪刀差的机会，拥有进口配额，就相当于拥有买入期权。而中粮集团的进出口业务拥有约 100 万吨的进口配额，约占我国进口配额的一半，可算做一块基本只赚不亏的业务。（2）Tully 糖厂。我们预计 12-13 榨季的生产成本在 17~18 美分/磅，而国际糖价在 18~20 美分/磅波动，因此 12 年 Tully 糖厂将实现盈亏平衡，13 年保持微利或保本状态，而 14 年有望迎来向上拐点。

Q5：短期及中长期业绩如何？

A: 关于业绩，13 年一季度是小拐点、四季度是大拐点。

（1）番茄酱业务：目前，海关总署的数据显示番茄酱价格已在 920 美元/吨，而计提后公司的生产成本约 750 美元/吨。我们认为，未来番茄酱业务盈利的关键在于三费的控制，这将是管理层将下来的重点工作之一，但 13-14 榨季实现盈利基本可以肯定。

（2）食糖业务：一季度盈利，而二、三季度亏损，四季度盈亏平衡。考虑到公司对甜菜糖也计提了减值准备，预计公司食糖的完全成本在 5400~5500 元/吨左右，对于食糖价格下行对公司业绩的冲击可能没市场预期的悲观。

（3）屯河水泥：结合我们建筑建材小组的判断，预计 13 年同比下滑 40%，14 年同比回升 20%。

(4) 进出口业务: 假设 13/14 年我国食糖现货价与进口原糖加工成白砂糖的完全成本的价差分别为 500 元/吨、700 元/吨, 则对应净利润为 0.9 亿元/1.9 亿元。

因此, 我们认为一季度公司有望实现扭亏为盈(去年同期亏损 9800 万元), 若考虑公司的卖地收入, 则可实现净利润有望超越 1 亿元。假设公司 2、3 月份完成增发方案, 我们预计 13、14 年公司有望实现净利润 2.1 亿元、5.9 亿元, 维持“13 年一季度是小拐点、四季度是大拐点”的判断, 建议“逢低买入”。

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	8683	9260	营业收入	4998	4306	9559	10799
现金	574	391	983	1045	营业成本	3992	3535	7937	8584
应收账款	963	808	1714	1781	营业税金及附加	33	25	60	66
其它应收款	216	228	228	228	营业费用	484	517	765	756
预付账款	144	150	150	150	管理费用	305	413	574	648
存货	2672	2431	5417	5871	财务费用	167	187	167	141
其他	271	137	191	186	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	116	676
无形资产	294	306	309	312	营业外收入	28	50	167	30
其他	455	308	233	196	营业外支出	12	15	32	10
资产总计	9203	8587	13127	13678	利润总额	52	-722	251	696
流动负债	6249	6406	6207	6338	所得税	26	7	25	70
短期借款	5021	5062	4295	4289	净利润	26	-729	226	627
应付账款	543	530	1191	1288	少数股东损益	-7	-14	13	35
其他	685	813	722	761	归属母公司净利润	32	-715	213	592
非流动负债	98	85	85	85	EBITDA	497	-297	584	1148
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.03	-0.71	0.11	0.30
其他	98	85	85	85					
负债合计	6347	6491	6292	6423					
少数股东权益	62	48	60	95	主要财务比率				
股本	1006	1006	1956	1956	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1185	1185	4748	4748	成长能力				
留存收益	603	-142	71	455	营业收入	69.2%	-13.9%	122.0	13.0%
归属母公司股东权益	2794	2049	6774	7159	营业利润	-43.9%	-2233.3	-84.7%	484.8%
负债和股东权益	9203	8587	13127	13677	归属于母公司净利润	-47.7%	-2307.8	-70.2%	177.8%
					获利能力				
					毛利率	20.1%	17.9%	17.0%	20.5%
					净利率	0.6%	-16.6%	2.2%	5.5%
					ROE	1.2%	-34.9%	3.1%	8.3%
					ROIC	1.6%	-10.1%	2.8%	7.8%
					偿债能力				
					资产负债率	69.0%	75.6%	47.9%	47.0%
					净负债比率	79.11	78.00%	68.25	66.78%
					流动比率	0.77	0.65	1.40	1.46
					速动比率	0.33	0.25	0.50	0.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.48	0.88	0.81
					应收账款周转率	7	5	7	6
					应付账款周转率	7.32	6.59	9.22	6.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.03	-0.71	0.11	0.30
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.18	-1.40	0.33
					每股净资产(最新摊薄)	2.78	2.04	3.46	3.66
					估值比率				
					P/E	205.60	-9.31	60.77	21.88
					P/B	2.38	3.25	1.91	1.81
					EV/EBITDA	21	-36	18	9

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