



拐点渐现 番茄酱价涨 糖产业链完善

——中粮屯河（600737）2012 年报点评

2013 年 3 月 26 日

推荐/维持

中粮屯河

财报点评

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:

公司公布 2012 年报: 全年实现营业收入 38.08 亿元, 同比下滑 23.8%; 归属母公司净利润-7.37 亿元, 同比下降 2374.89%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润-7.81 亿元, 同比下降 3204.79%, 每股收益-0.73 元。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4
营业收入(百万元)	904.42	1166.95	813.48	2113.61	743.96	878.60	914.01	1272.33
增长率(%)	43.78%	78.65%	10.04%	130.97%	-17.74%	-24.71%	12.36%	-39.80%
毛利率(%)	10.15%	22.50%	17.07%	24.27%	19.39%	17.11%	13.47%	14.15%
期间费用率(%)	18.25%	21.20%	25.46%	15.89%	29.46%	28.32%	29.32%	35.50%
营业利润率(%)	-10.52%	4.23%	0.17%	3.78%	-13.29%	-6.47%	-9.14%	-42.58%
净利润(百万元)	-106.66	51.93	3.86	76.68	-98.53	-51.47	-54.31	-548.61
增长率(%)	-378.05%	23.80%	-95.71%	-133.68%	-7.62%	-199.12%	-1505.55	-815.44
每股盈利(季度, 元)	-0.106	0.052	0.007	0.079	-0.097	-0.150	-0.194	-0.733
资产负债率(%)	63.07%	60.34%	64.53%	68.97%	69.56%	69.01%	70.30%	77.99%
净资产收益率(%)	-3.84%	1.75%	0.13%	2.69%	-3.62%	-1.95%	-2.10%	-26.88%
总资产收益率(%)	-1.42%	0.70%	0.05%	0.83%	-1.10%	-0.60%	-0.62%	-5.92%

评论:

- **成本与售价倒挂, 计提跌价准备和减值准备致使番茄业务亏损6.72亿元。** 2012年公司番茄业务实现主营业务收入15.23亿元, 同比下滑24.35%, 主要是公司基于限产保价原则主动减产, 再加上干旱和洪涝导致新疆和内蒙番茄受灾减产, 公司整体番茄销量降幅较大, 我们估计在13万吨左右。公司产量大幅下降导致番茄酱固定成本增加, 番茄酱价格虽有回升, 但全年销售成本与销售价格仍然倒挂, 经营亏损较大, 2012年末公司计提番茄酱存货跌价准备及固定减值准备1.82亿元, 部分工厂因原料短缺停产产生停工损失等原因, 致使公司番茄业务2012年度出现亏损6.72亿元。
- **白砂糖量价齐跌, 甜菜糖计提存货跌价准备, 双重因素致使公司食糖业务亏损。** 2012年公司食糖业务实现主营业务收入18.89亿元, 较上年减少47.66%, 主要是白砂糖销量和销价同时下降。同时本年度甜菜原料成本居高不下, 造成部分库存吨糖销售成本高于市价, 公司针对12/13榨季库存甜菜糖产品计提存货跌价准备, 致使本年度甜菜糖加工业务出现亏损, 虽然甘蔗糖加工业务由成本具备相对优势, 但本年度糖业务整体仍亏损。

- **三项费用同比均有上升。**2012年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为5.46亿元、4.69亿元和1.72亿元，同比分别增长12.88%、53.86%和3.34%。管理费用增加主要是番茄市场持续低迷，加上部分地区受灾原料不足导致部分子公司停产所致。销售费用增加主要是单位运费和代理港杂费增加以及本公司所属子公司为增加销售渠道，发生的参展费及外聘劳务工发生的劳务费等费用增加。

业务展望：

增发项目完成将完善公司食糖产业链。公司 2011 年收购北海华劲糖厂拉开了进军南糖的序幕，增发在崇左和曹妃甸项目完成后将进一步提高公司在广西和河北等地的糖业生产实力，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。

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，2012 年全球加工番茄产量约 3302 万吨，较 11 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今年新疆番茄酱企业仍将继续实行限产保价，公司产量预计在 19 万吨左右。在国内限产和全球去库存即将完成影响下预计今年番茄酱价格上涨将是大概率事件，13 年 2 月海关统计的番茄酱出口单价是 948.57 美元/吨，较去年同期的 906.42 美元/吨上涨 4.65%，较去年 6 月的最低价 797.13 美元/吨上涨 19%。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 13-14 年 EPS 分别为 0.2 元和 0.34 元，对应 PE30 倍和 17 倍，维持“推荐”评级。

风险提示

天气灾害导致番茄产量下滑；全球天气变化影响各国甘蔗糖产量。

公司盈利预测表

百万元	2012A	2013E	2014E
营业收入	3,808.90	14,826.68	19,693.91
(+/-)	-23.8%	289.3%	32.8%
营业利润	-781.09	349.94	638.11
(+/-)	-2300.95%	—	82.35%
净利润	-736.57	196.14	338.80
(+/-)	-59.0%	—	65.54%
每股净收益（元）	-0.73	0.20	0.34

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王昕

经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

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。