

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

中粮屯河

600737

推荐

番茄酱业务为亏损主因，业绩拐点看四季度

**事件:** 中粮屯河公布 2012 年年报。全年公司实现营业收入 38.1 亿元 (-23.8%)，归属于母公司股东净利润-7.4 亿元 (11 年盈利 3238 万元)，对应 EPS -0.73 元；10-12 月实现营业收入 12.7 亿元(-40.0%)，归属于母公司股东的净利润-5.4 亿元，对应 EPS -0.54 元。其中，主要计提番茄酱及甜菜糖业务的资产减值损失 2.8 亿元。

投资要点:

- **番茄酱业务拖累为亏损主因。**12 年全球番茄酱行业仍处于去库存周期，番茄酱报价低迷；而国内番茄收购价格较高、人民币升值以及番茄减产使得产能利用率不足 50%导致的固定成本摊销较高等系列因素使得公司生产的番茄酱的平均完全成本处于 1000 美元/吨以上，远高于 750 美元/吨的平均报价。以 32 万吨的销量来计算，预计番茄酱业务亏损 5 亿元左右。
- **食糖业务量价齐跌处于微利状态。**11-12 榨季公司集中在 11 年四季度出货量是 12 年全年食糖销量下滑的主要原因，同时 12 年糖价持续回落，因此公司的食糖业务处于微利状态。12-13 榨季，公司食糖的完全生产成本在 5400~5500 元/吨，预计在 13 年一季度进入亏损期。
- **费用控制为来年业绩的重要影响因素。**受 12 年部分番茄酱加工厂关停影响，公司的管理费用同比大增 54%。我们认为，在经过计提减值准备并且在 13 年食糖及番茄酱价格仍不景气的情况下，费用控制为公司提升业绩的重要手段。
- **番茄酱业务盈利拐点 10 月前，糖价低点在四季度前后。**当前 12-13 榨季的番茄酱报价在 920 美元/吨左右，而世界加工番茄协会预计 13 年全球加工番茄 3570 万吨的产量仍低于 3850 万吨的正常需求量，全球库存压力将进一步减小，我们预计前三季度番茄酱业务仍处于亏损状态，而于 9 月份前后开榨的新酱有望开始实现盈利。同时由于甘蔗已进入增产周期的第三年，而四季度前后 13-14 榨季巴西的产量已定，印度、中国、泰国三国的预测产量也将出台，我们预计供给对价格的冲击将基本兑现，而此后食糖的供需对比关系将逐步改善，因此食糖价格的拐点可能出现。
- **建议“逢低布局”。**尽管我们预计 13 年前三季度公司的番茄酱及食糖业务仍处于亏损状态，但四季度业绩拐点可期，同时考虑到 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，我们预计 13、14 年公司的盈利分别可达 1.9 亿元、5.8 亿元，6 元以下股价的安全边际较高，建议逢低布局。
- **风险提示:** 番茄酱及食糖价格低于预期；期间费用控制低于预期；天气因素。

6-12 个月目标价: 8.59 元

当前股价: 5.75 元

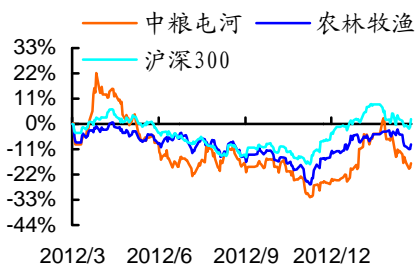
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2328.28
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	46
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	-17.97%	11.43%	0.52%
农林牧渔	-5.07%	7.72%	7.05%
沪深 300	0.84%	10.38%	19.06%



相关报告

《中粮屯河 600737-增发方案获批，布局反转》2013-2-3

《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 600737-深度报告：迈向拐点》2012-12-7

主要财务指标 (增发摊薄后)

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3809	9559	10784	11559
收入同比(%)	-24%	151%	13%	7%
归属母公司净利润	-737	185	576	865
净利润同比(%)	-2375%	-75%	212%	50%
毛利率(%)	15.7%	18.7%	24.2%	26.8%
ROE(%)	-36.9%	5.8%	15.3%	19.9%
每股收益(元)	-0.37	0.09	0.29	0.43
P/E	-15.51	61.84	19.83	13.21
P/B	5.73	3.59	3.04	2.63
EV/EBITDA	-27	12	6	5

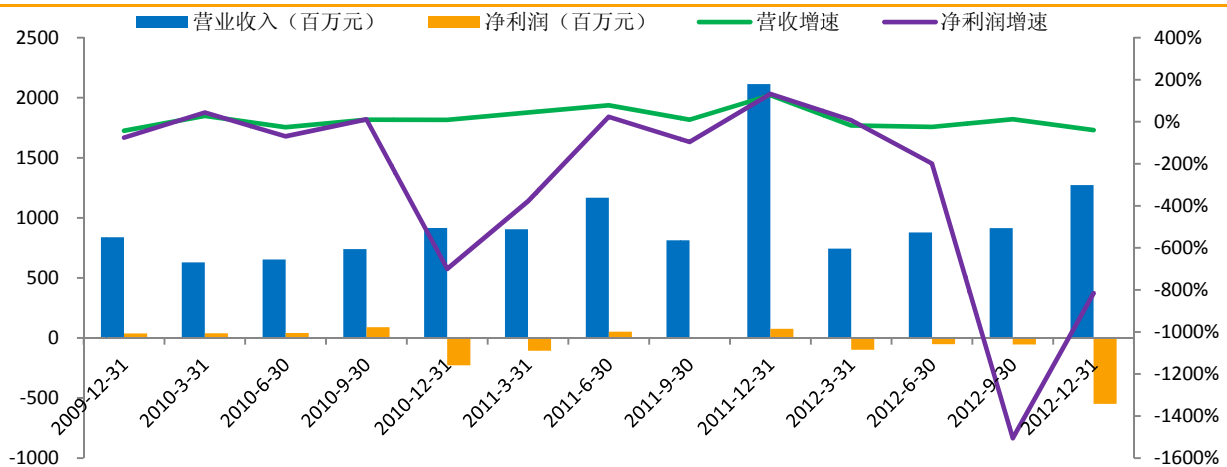
资料来源: 中投证券研究所

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

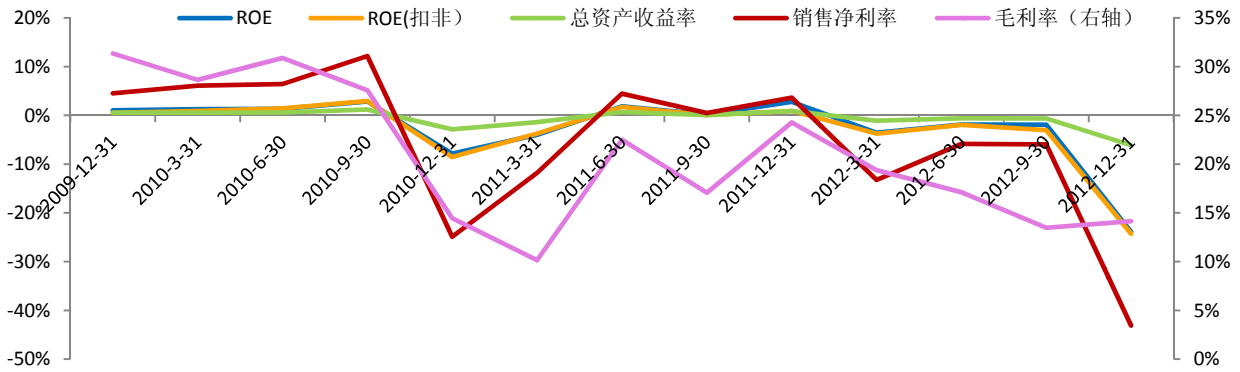
图 1 番茄酱业务亏损以及计提减值准备是四季度巨亏 5.5 亿元的主因



资料来源: Wind、中投证券研究所

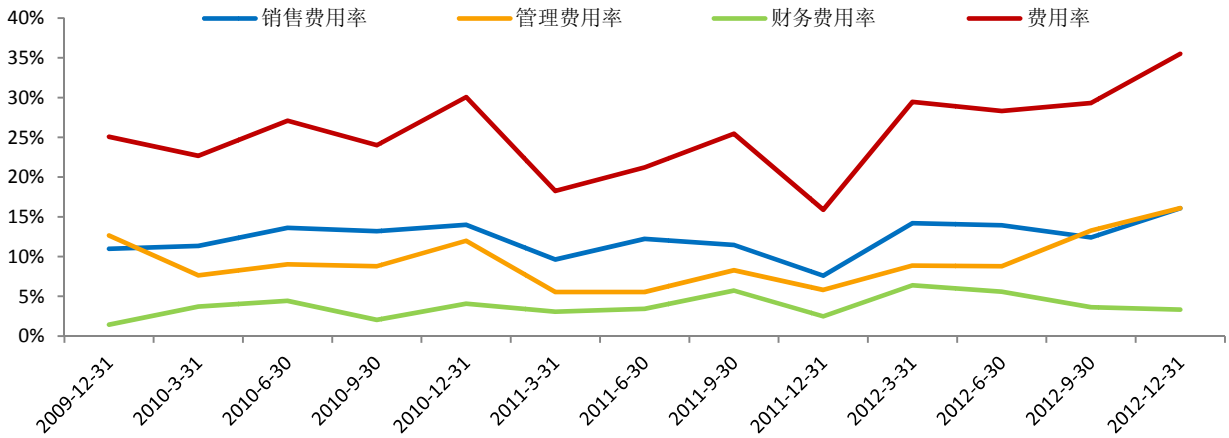
注: 图表中为单季度的财务指标, 下同

图 2 四季度毛利率环比回升而净利润率大幅下滑源于费用率较高以及计提减值损失



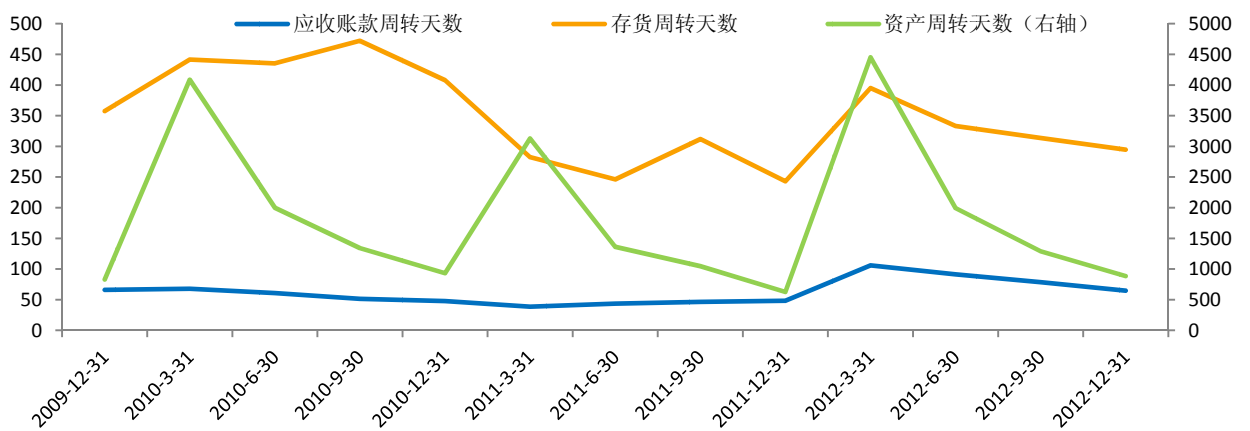
资料来源: Wind、中投证券研究所

图 3 公司费用率提升源于销售及管理费用提升较快



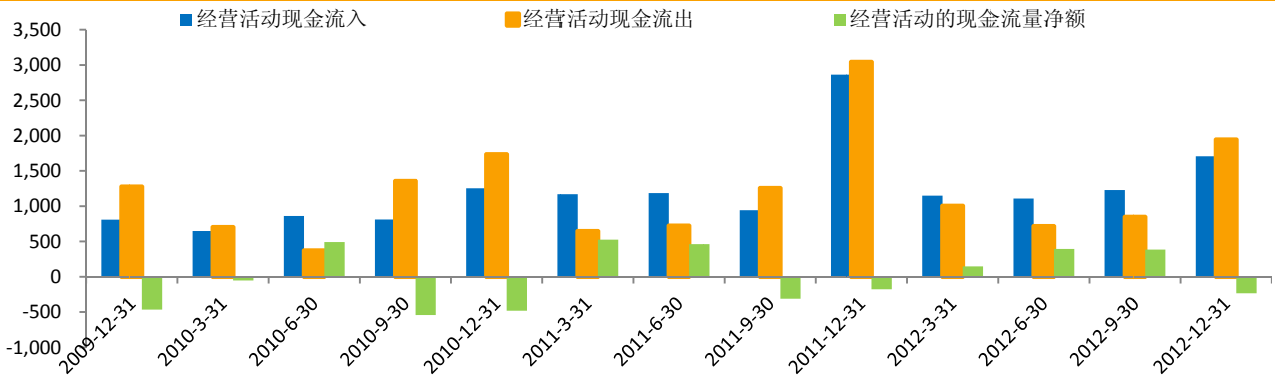
资料来源: Wind、中投证券研究所

图 4 公司营运效率同比下降, 但环比有所改善



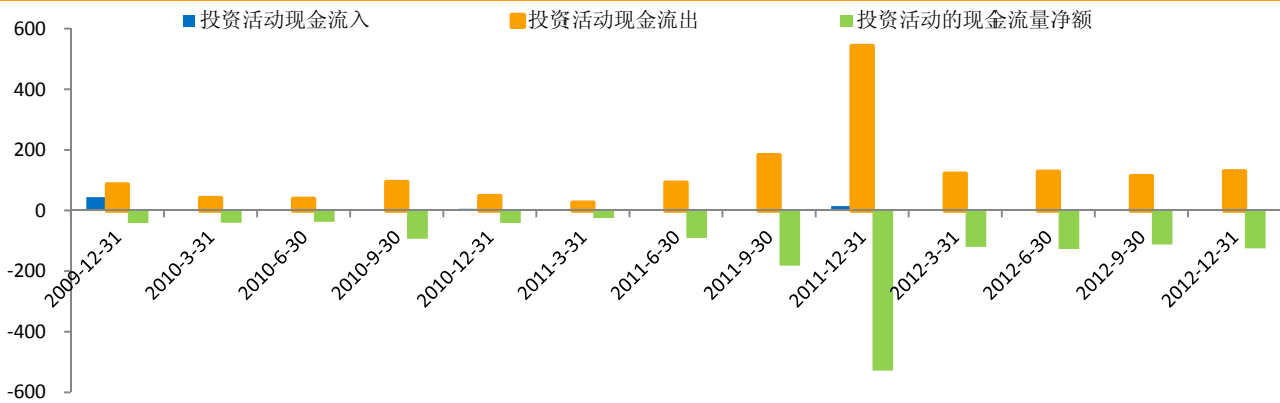
资料来源: Wind、中投证券研究所

图 5 四季度经营活动现金流出主要为收购甘蔗的预付款较多



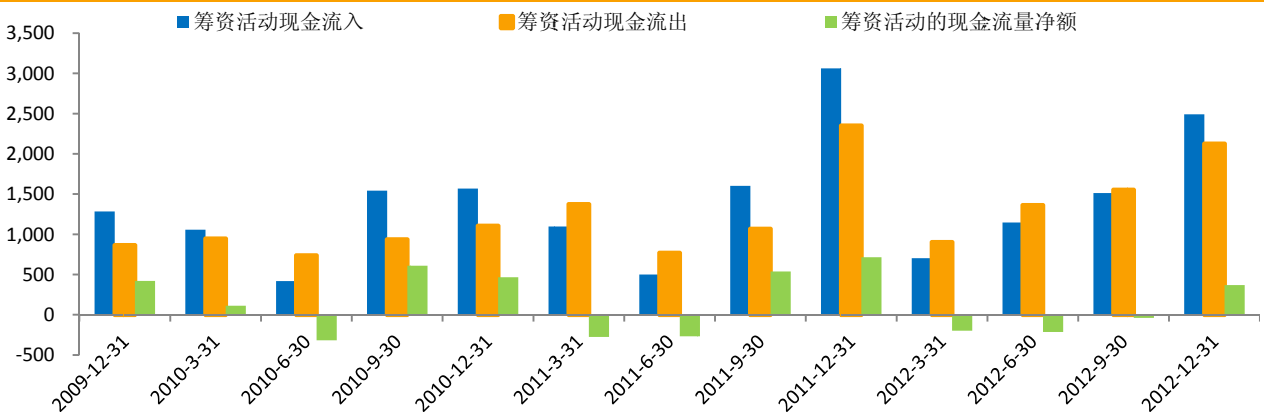
资料来源: Wind、中投证券研究所

图 6 南糖布局导致 12 年公司投资活动现金以净流出为主



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 7 四季度融资活动的现金流入流出主要为短期融资



资料来源: Wind、中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4343	9337	10023	10281
现金	701	1428	1797	1827
应收账款	403	1859	1941	1910
其它应收款	154	228	228	228
预付账款	255	300	330	360
存货	2583	5344	5579	5789
其他	246	179	149	168
<b>非流动资产</b>	4932	6194	6547	6450
长期投资	743	850	850	850
固定资产	3725	4637	4974	4967
无形资产	309	320	323	326
其他	156	387	400	306
<b>资产总计</b>	9275	15531	16571	16731
<b>流动负债</b>	7139	12211	12661	12224
短期借款	4135	10353	10731	10213
应付账款	1358	1166	1226	1270
其他	1646	692	704	741
<b>非流动负债</b>	95	85	85	85
长期借款	0	0	0	0
其他	95	85	85	85
<b>负债合计</b>	7234	12296	12746	12309
少数股东权益	46	50	63	82
股本	1006	2011	2011	2011
资本公积	1153	1153	1153	1153
留存收益	-164	21	597	1174
归属母公司股东权益	1995	3185	3762	4339
<b>负债和股东权益</b>	9275	15531	16570	16731

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	690	-4709	1094	1510
净利润	-753	188	589	885
折旧摊销	297	367	450	501
财务费用	172	258	373	365
投资损失	-108	-69	-83	-100
营运资金变动	895	-5455	-130	-138
其它	187	1	-105	-3
<b>投资活动现金流</b>	-484	-1525	-722	-305
资本支出	440	1500	800	400
长期投资	-47	84	0	0
其他	-92	59	78	95
<b>筹资活动现金流</b>	-83	6961	-3	-1175
短期借款	-886	6218	378	-518
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	1006	0	0
资本公积增加	-32	0	0	0
其他	835	-262	-381	-658
<b>现金净增加额</b>	123	727	369	29

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	3809	9559	10784	11559
营业成本	3211	7771	8174	8465
营业税金及附加	19	56	58	65
营业费用	546	765	863	925
管理费用	469	717	755	867
财务费用	172	258	373	365
资产减值损失	281	10	10	10
公允价值变动收益	1	0	1	0
投资净收益	108	69	83	100
<b>营业利润</b>	-781	52	635	963
营业外收入	55	167	30	30
营业外支出	20	32	10	10
<b>利润总额</b>	-745	187	655	983
所得税	8	-2	65	98
<b>净利润</b>	-753	188	589	885
少数股东损益	-16	4	13	20
<b>归属母公司净利润</b>	-737	185	576	865
<b>EBITDA</b>	-312	677	1458	1829
<b>EPS (元)</b>	-0.73	0.09	0.29	0.43

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-23.8%	151.0%	12.8%	7.2%
营业利润	-2300%	-93.4%	1129.9	51.7%
归属于母公司净利润	-2374%	-74.9%	211.8	50.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.7%	18.7%	24.2%	26.8%
净利率	-19.3%	1.9%	5.3%	7.5%
ROE	-36.9%	5.8%	15.3%	19.9%
ROIC	-14.3%	2.9%	7.9%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	78.0%	79.2%	76.9%	73.6%
净负债比率	57.16	84.20%	84.19	82.98%
流动比率	0.61	0.76	0.79	0.84
速动比率	0.22	0.31	0.34	0.36
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.41	0.77	0.67	0.69
应收账款周转率	5	8	6	6
应付账款周转率	3.38	6.16	6.84	6.78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	-0.37	0.09	0.29	0.43
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-2.34	0.54	0.75
每股净资产(最新摊薄)	0.99	1.58	1.87	2.16
<b>估值比率</b>				
P/E	-15.51	61.84	19.83	13.21
P/B	5.73	3.59	3.04	2.63
EV/EBITDA	-27	12	6	5

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