

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

番茄酱盈利拐点将至，糖价仍在下行筑底

——关于国内外番茄酱成本测算及糖价展望

我们对当前国内外的番茄酱成本进行分析,结果显示当前国内的12-13榨季产的番茄酱价格已逐步接近盈亏平衡点,若欧洲番茄酱价格继续上升约50美元/吨,则国内番茄酱有望实现盈利。此外,美国玉米供给趋紧导致进口乙醇需求加大、巴西降低糖制乙醇的销售税等事件也将缓解全球食糖供给压力,维持“四季度番茄酱及食糖价格有望同时迎来向上周期,公司业绩弹性明显”的观点,股价在6元以下公司的投资安全边际较高,建议逢低配置。

投资要点:

- **供需关系持续改善，番茄酱价格延续上升态势。** WPTC 预测数据显示,2013年全球加工番茄的产量约为3514万吨(12年为3336万吨),其中中国区为450万吨(12年为323万吨)。由于全球加工番茄的正常需求在3800-4000万吨,因此12-13连续两年番茄供给明显低于需求将促使行业供需情况进一步改善,我们预计2013-14榨季番茄酱价格将延续上涨态势(2月海关出口数据为949美元/吨)。
- **我国番茄酱完全成本约975美元,13-14榨季新酱盈利为大概率事件。** 目前意大利36-38%浓度番茄酱的报价约为1300美元/吨,经测算,对于当地进口商的合理FOB价格为918美元/吨左右,在此价格下中国仍处于亏损状态而美国的出口意愿不强。但我们认为供需关系改善下全球番茄酱价格将持续回升,8-9月份出产的新酱将大概率实现扭亏。
- **食糖:13-14榨季国内供需关系开始改善,巴西生产乙醇意愿加强缓解全球食糖供给压力。** 最新的预测显示我国12-13榨季的产糖量约1330万吨(低于糖业协会1380万吨的预测),而下一榨季国内产量进一步下降至1280万吨,显示供需关系持续改善。同时,美国玉米供给趋紧导致进口乙醇需求加大、巴西降低糖制乙醇的销售税以及计划提高汽油中混合乙醇的比例等事件将加强巴西提升糖制乙醇比例的意愿,从而缓解全球的食糖价格压力。
- **建议“逢低布局”。** 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,但四季度业绩拐点有望出现,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。同时,定增若顺利完成,新收购的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1.7亿元、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: 5.60元

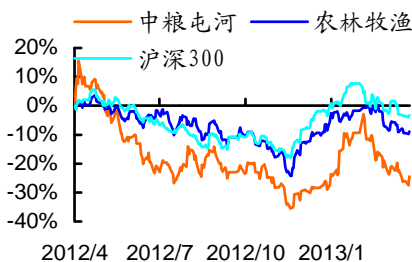
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2225.78
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	45
EPS	-0.73
每股净资产(元)	1.98
资产负债率	78.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	-2.78%	0.18%	0.00%
农林牧渔	-7.12%	-2.64%	-0.44%
沪深300	-4.51%	-1.45%	7.30%



相关报告

- 《中粮屯河-番茄酱业务为亏损主因,业绩拐点看四季度》2013-3-26
- 《中粮屯河(600737)-增发方案获批,布局反转》2013-2-3
- 《中粮屯河-预亏公告点评:轻装上阵,拐点已现》2013-1-22
- 《中粮屯河-深度: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	9441	10784	11559
收入同比(%)	-24%	148%	14%	7%
归属母公司净利润	-737	174	577	865
净利润同比(%)	-2375%	-76%	232%	50%
毛利率(%)	15.7%	18.6%	24.2%	26.8%
ROE(%)	-36.9%	5.5%	15.4%	20.0%
每股收益(元)	-0.37	0.09	0.29	0.43
P/E	-15.18	64.43	19.38	12.93
P/B	5.60	3.52	2.98	2.58
EV/EBITDA	-27	12	6	5

资料来源:中投证券研究所

目 录

一、国内外番茄酱的成本分析：我国的番茄酱价格已近盈亏平衡点，13-14 榨季盈利是大概率事件	3
1.1 中国（以公司为例）：生产成本在 750 美元/吨左右，完全成本在 975 美元/吨左右	3
1.2 美国（以 Morningstar 为例）：12-13 榨季番茄收购均价为 69.4 美元/吨，完全成本在 934 美元/吨左右	4
1.3 欧洲（以意大利为例）：番茄收购成本约 94.5 美元/吨，完全成本在 1200 美元/吨左右	5
1.4 总结：中国出口仍处于亏损状态，美国出口意愿不强，未来全球供需关系持续改善，2013-14 榨季的新酱盈利是大概率事件	5
二、食糖：13-14 榨季国内供需关系开始改善，巴西生产乙醇意愿加强缓解全球食糖供给压力	7
2.1 13-14 榨季我国的供需对比将开始改善	7
2.2 国外：巴西糖制乙醇的意愿加强，缓解全球食糖供给压力	8
三、投资建议：四季度有望业绩拐点，建议逢低布局	11

一、国内外番茄酱的成本分析：我国的番茄酱价格已

近盈亏平衡点，13-14 榨季盈利是大概率事件

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。

下文将针对中国（以公司为例）、美国（以 Morningstar 为例）以及欧洲（以意大利为例）三地的番茄酱成本进行分析。

1.1 中国（以公司为例）：生产成本在 750 美元/吨左右，完全成本在 975 美元/吨左右

我国的番茄酱成本主要为原料成本，约占生产成本的 60%。假设 12-13 榨季加工番茄的收购价格为 370 元/吨，以此计算，我们测算得出 12-13 榨季公司的生产成本大致在 750 美元/吨，而完全成本在 975 美元/吨。

表 1 公司番茄酱的完全成本在 975 美元/吨左右

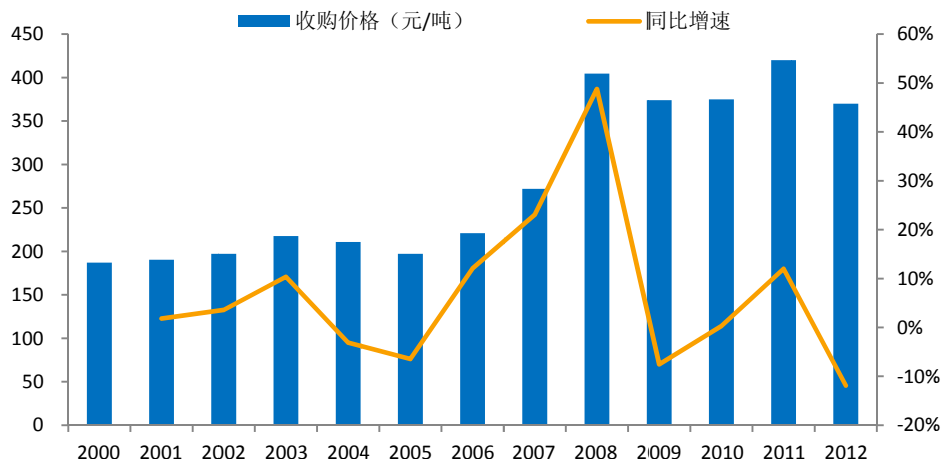
	数量	折算	数量
番茄单价（元/吨）	370		
番茄原料（元）	2,775		
加工费用（元）	650		
包装成本（元）	550		
运输成本（元）	550		
固定成本（元）	600		
税务成本（元）	120		
合计（元/吨）	5,245	折算（美元/吨）	833
管理及财务费用	900		
完全成本 合计	6,145	折算（美元/吨）	975

资料来源：中投证券研究所

注：生产成本 = (5245 - 550) / 6.3 = 745 美元/吨，550 元为运输成本

我们预计 13 年行业将继续实行“限产保价”策略，13-14 榨季加工番茄有望在 370 元/吨左右，番茄酱的生产成本大体保持稳定。

图 1 13-14 榨季加工番茄的收购价格约为 370 元/吨左右



资料来源：中投证券研究所

1.2 美国(以 Morningstar 为例): 12-13 榨季番茄收购均价为 69.4 美元/吨, 完全成本在 934 美元/吨左右

根据 CTGA (加州番茄种植户联盟) 的数据, 12 年加工番茄的收购均价为 69.4 美元/吨。此外, 美国第一大番茄酱生产商 Morningstar 公布的数据显示原料成本占番茄酱的完全成本的 55% 左右, 由此我们可以测算出番茄酱的完全成本为 934 美元/吨。

此外, 根据 Morningstar 的数据测算, 我们预计 2011 年加州番茄酱加工商的净利润率约为 7%。由于 11 年与 12 年的行业环境相若, 因此该数据有较高地借鉴意义, 据此可测算出对应的番茄酱销售均价为 1005 美元/吨, 这与 Morningstar 公告的最新一周的 36~38% 热爆番茄酱价格为 937~992 美元/吨的价格数据相一致, 因此我们认为上述的推断是合理的。

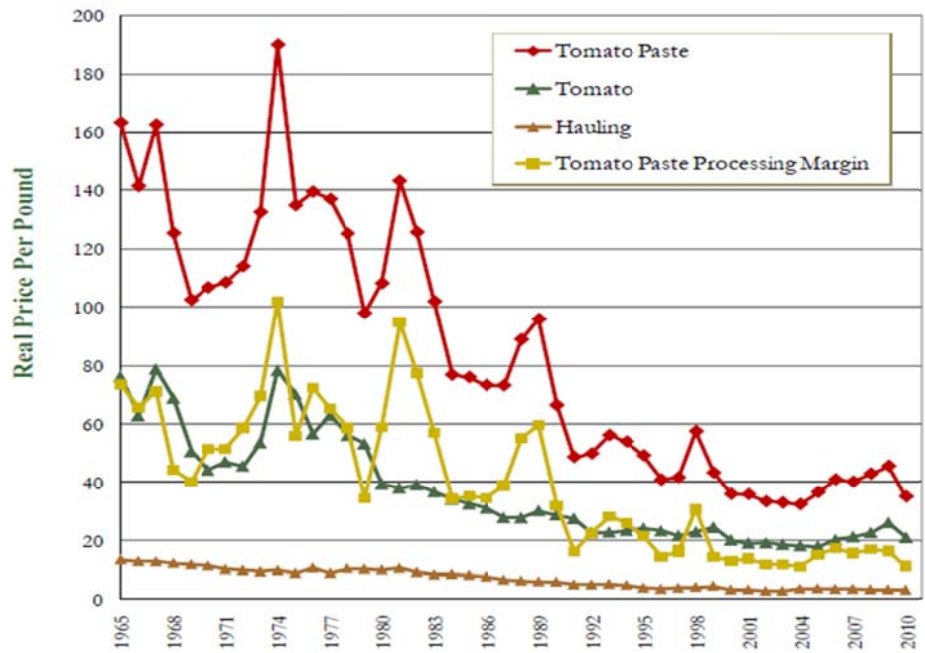
CTGA 最新的数据显示, 13 年加工番茄的收购合同价为 70.5 美元/吨, 同比上涨 1.59%。因此展望 13 年, 我们预计番茄酱的生产成本同比略有上涨。

表 2 Morningstar 番茄酱的完全成本在 934 美元/吨左右

	数量
番茄单价 (美元/吨)	69.4
番茄原料成本 (美元)	514
其它成本 (美元/吨)	420
完全成本合计 (美元/吨)	934
对应的售价 (美元/吨)	1004

资料来源：Morningstar、中投证券研究所

图 2 美国番茄酱、加工番茄、运费及加工商毛利变化（美分/磅）



资料来源：Morningstar、中投证券研究所

1.3 欧洲（以意大利为例）：番茄收购成本约 94.5 美元/吨，完全成本在 1200 美元/吨左右

根据渠道了解，当前意大利的 36-38%浓度番茄酱价格约为 1000 欧元/吨，相当于 1300 美元/吨。

借鉴美国的成本收益数据，假设意大利番茄酱生产商的净利润率为 7%，则对应的完全成本为 1209 美元/吨。同时假设大致可以推算其它成本为 500 美元/吨（美国的其它成本为 420 美元/吨），则加工番茄的单价为 $(1209-500) / 7.5 = 94.5$ 美元/吨。

1.4 总结：中国出口仍处于亏损状态，美国出口意愿不强，未来全球供需关系持续改善，2013-14 榨季的新酱盈利是大概率事件

综上所述，我们可以测算出三地的成本如下：

表 3 中、美、欧三地的番茄酱生产成本及售价对比

	番茄单价(美元/吨)	番茄酱完全成本(美元/吨)	番茄酱价格(美元/吨)
中国	57	975	850~950 (出口价格) 949 (海关总署 2 月出口数据)
美国	69.4	934	937~990 (国内售价)

欧洲（意大利） 94.5 1209 1300（国内售价）

资料来源：Morningstar、Wind、中投证券研究所

根据公式：

出口产品的到岸后售价 = FOB 价 + 关税 + 海运费、保险费、港口等其它费用 + 进口商利润

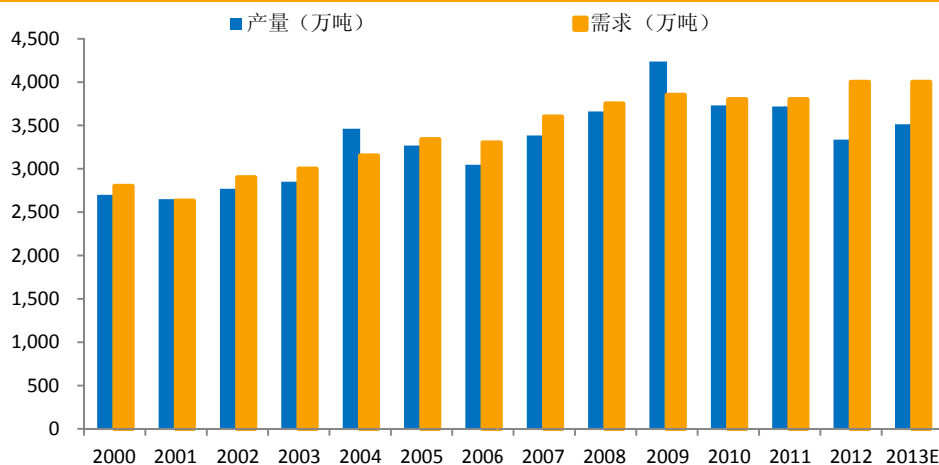
参考意大利的关税税率 14.4%，假设海运费及保险费为 50 美元/吨，其它费用 50 美元/吨，进口商利润为 150 美元/吨，因此对于意大利进口商，合理的 FOB 价格为 918 美元/吨左右（ $(1300-50-50-150)/1.144$ ）。

因此，对于中国而言，当前的出口仍处于亏损状态，而对于美国而言则处于盈亏平衡状态，所以美国的出口意愿一直不强¹。

WPTC（World Processed Tomato Council）的最新预测数据显示，2013 年全球加工番茄的产量约为 3514 万吨，比二月的预测数据进一步下调 63 万吨，而去年同期为 3336 万吨。其中，WPTC 预计中国的产量为 450 万吨，而去年同期为 323 万吨。

全球的加工番茄的正常需求在 3800~4000 万吨，2012-13 连续两年番茄供给明显低于需求将促使行业供需情况进一步改善，因此我们预计 2013-14 榨季番茄酱价格将延续上涨态势。目前，我国番茄酱出口的合同价低于完全成本价约 50 美元/吨，我们判断 2013-14 榨季国内的新酱实现盈利将是大概率事件。

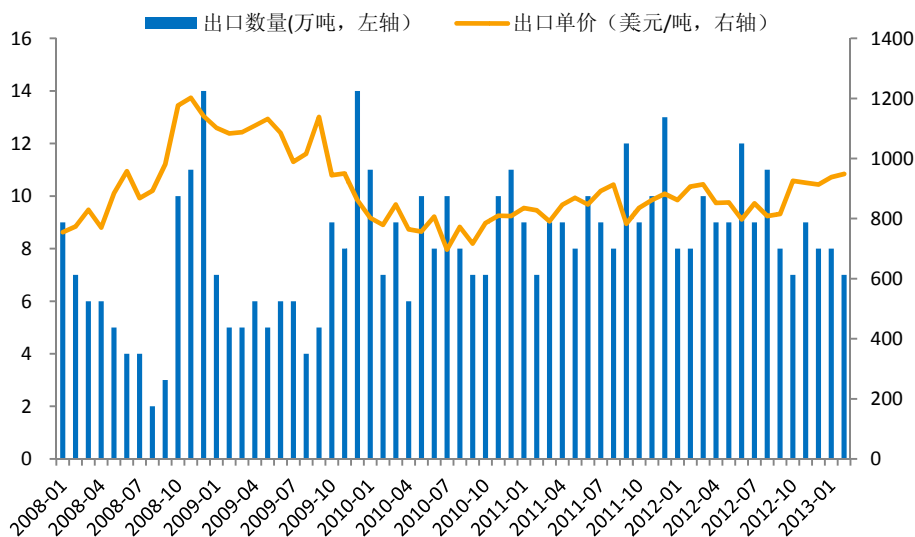
图 3 全球加工番茄的供需对比持续改善



资料来源：WPTC、中投证券研究所

¹ 根据 CTGA 的数据，12 年 6 月-13 年 1 月，美国出口番茄酱销量相当于新鲜番茄 172 万吨（约番茄酱 23 万吨），同比小幅增长 8.6%。

图 4 去年 8 月以来我国番茄酱出口均价保持上升态势



资料来源: Wind、中投证券研究所

二、食糖：13-14 榨季国内供需关系开始改善，巴西生

产乙醇意愿加强缓解全球食糖供给压力

2.1 13-14 榨季我国的供需对比将开始改善

(1) 产量预计：12-13 榨季 1330 万吨（低于预期），13-14 榨季 1280 万吨

12-13 榨季：糖业协会于 13 年 3 月 3 日公告预计 12-13 榨季产糖量 1350 万吨，低于 12 年 11 月预测的 1400 万吨，主要由于云南干旱以及去年 8 月的台风天气使得糖分下降。由于 3 月以来大部分糖厂已收榨，根据调研情况，布瑞克咨询进一步下调 12-13 榨季的食糖产量至 1330 吨。

13-14 榨季：根据布瑞克咨询的数据，成本方面，由于 12-13 榨季南方甘蔗产区劳动力供应不足，砍工等人工成本大幅增加 15-20%，前期各项农资投入也较高，而甘蔗收购价下调。种植面积方面，广东蔗区由于市场主导，13/14 榨季甘蔗播种面积可能会出现 10%左右的下调，而云南、广西由于甘蔗宿根流转，甘蔗播种面积出现明显下调的可能性不大，预计 2013-14 榨季食糖产量为 1280 万吨。

(2) 消费预计：12-13 榨季 1340 万吨，13-14 榨季 1400 万吨

根据布瑞克估算，2012-13 榨季我国甜味剂总需求规模在 1650 万吨，目前，白砂糖对果葡糖浆 F55 价差在 1600-1700 元/吨左右，近年果葡糖浆快速扩张，据了解，2013 年仍有在建产能，预计本年度，果葡糖浆 F55 年产量在 320 万吨左右，F42 产量 80 万吨左右，考虑到走私糖因素，保守估计果葡糖浆等替代品以及走私糖共挤占白糖 300-350 万吨的消费量，预计 2012/13 榨季我国食糖消费量 1340 万吨。

2013/14 年度我国食糖消费量展望初步为 1400 万吨。

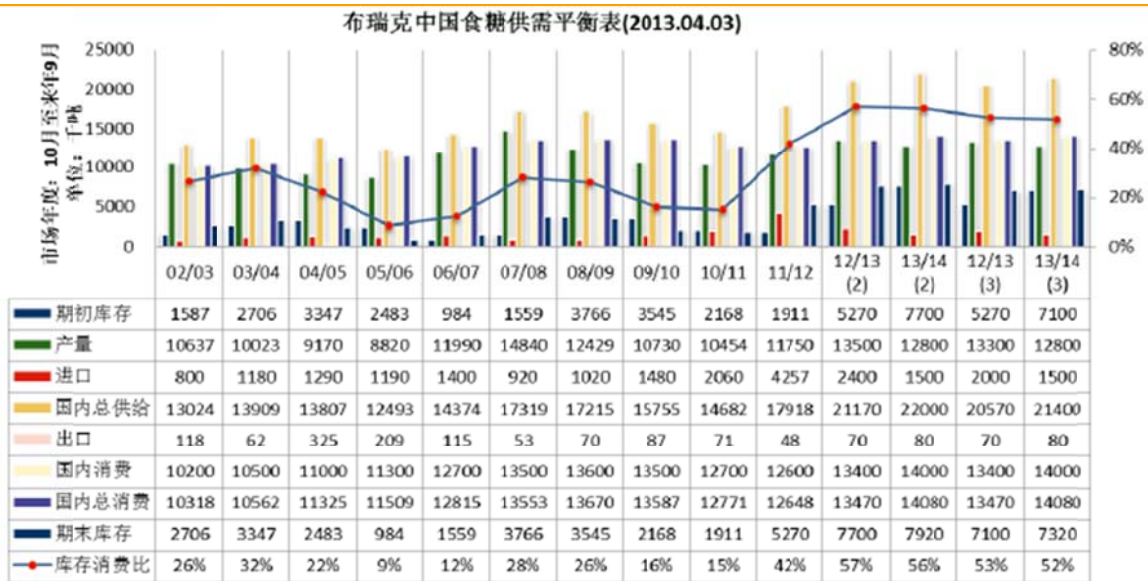
(3) 进出口预计： 12-13 榨季 200 万吨， 13-14 榨季 150 万吨

2012-13 榨季,我国食糖产销缺口约 10 万吨,预计净进口量在 200 万吨; 2013-14 年度初步预计我国食糖产量不足消费, 缺口预计 120 万吨, 净进口量初步预计 150 万吨。

(4) 总结： 13-14 榨季供需关系开始改善， 价格压力将主要来自进口食糖。

根据布瑞克 3 月中国食糖供需平衡表预估, 2012-13 榨季, 我国食糖期末库存 710 万吨, 库存消费比展望为 53%。2013-14 榨季我国食糖期末库存展望为 732 万吨, 库存消费比 52%。

图 5 13-14 榨季我国的食糖供需关系开始改善



资料来源：USDA、布瑞克咨询、中投证券研究所

2.2 国外：巴西糖制乙醇的意愿加强，缓解全球食糖供给压力

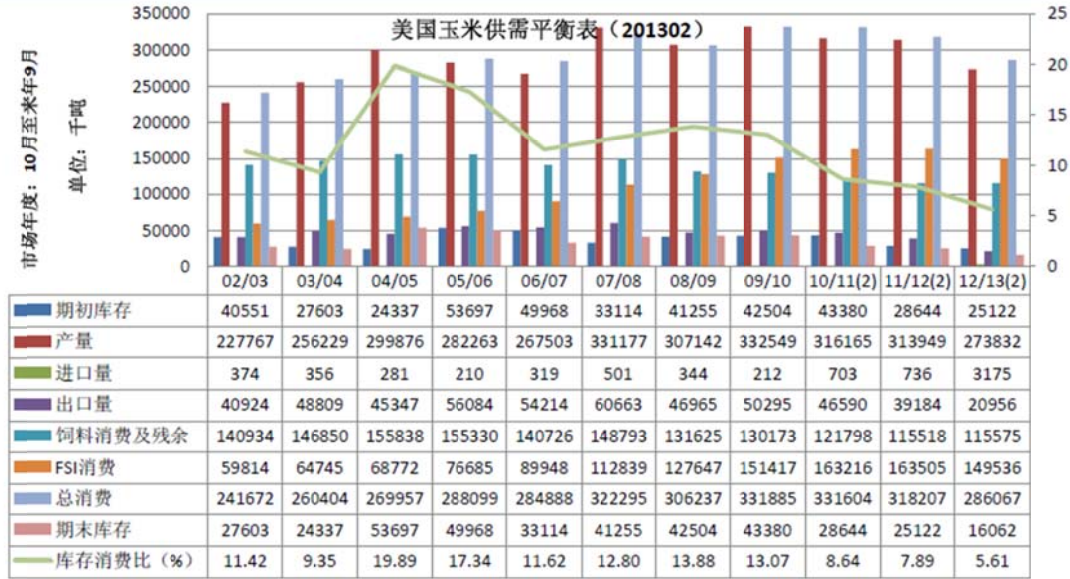
国外最重要的影响因素来自巴西的食糖产量, 而巴西的甘蔗主要用于生产蔗糖及乙醇。

Unica 公布最新巴西中南部生产数据, 2012-13 年度, 甘蔗用来生产食糖的比例是 49.53%, 高于上一年度的 48.44%, 甘蔗用来生产乙醇的比例是 50.47%, 低于上一年度的 51.56%。

巴西计划从 5、6 月份开始提高汽油中混合乙醇的比例, 将从 20%提高至 25%, 同时巴西将减少乙醇销售税, 预计相关政策将有望提高巴西甘蔗用于制乙醇的比例。此外, 美国玉米供给趋紧也有望加大从巴西进口糖制乙醇的力度。我们认为, 13-14 榨季, 巴西的乙醇生产意愿将继续增加, 有利于减少全球食糖供应过剩量, 但是由于其甘蔗产量将会达到历史高位的 6 亿吨左右的水平, 食糖产量仍将维持高位。

(1) 美国玉米供给趋紧加大对糖制乙醇的需求，预期将加大从巴西的进口

图 6 12-13 销售季美国玉米的库销比将处于历史低位

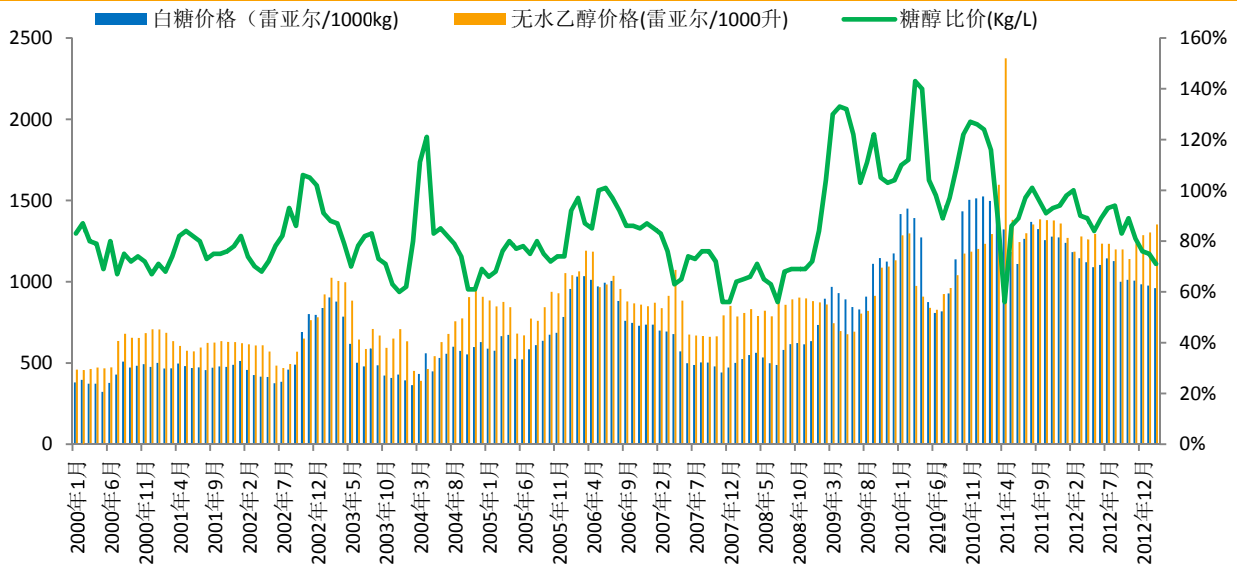


资料来源: USDA、布瑞克咨询、中投证券研究所

(2) 糖醇比 0.71 显示巴西的食糖生产积极性在下降

巴西甘蔗糖醇产业联动布局，通过调整甘蔗生产糖和乙醇的比例来调节糖价，同时解决国内燃料供应紧张的问题。巴西甘蔗用途受巴西政策和利润双重影响。乙醇作为能源，其价格受全球能源供需影响，全球能源价格通过巴西糖醇联动政策对食糖价格产生作用。根据布瑞克监测的巴西食糖/无水乙醇价格，2000年以来平均值在 0.85，当糖醇比价高于该均值时，糖厂生产食糖的意愿较高，当糖醇比价低于该值时，糖厂生产乙醇的意愿较高。2013 年 1 月的糖醇比为 0.71，显示糖厂生产乙醇的意愿较高。

图 7 巴西国内的糖醇比持续回落至 0.71，显示糖厂生产乙醇的意愿较高

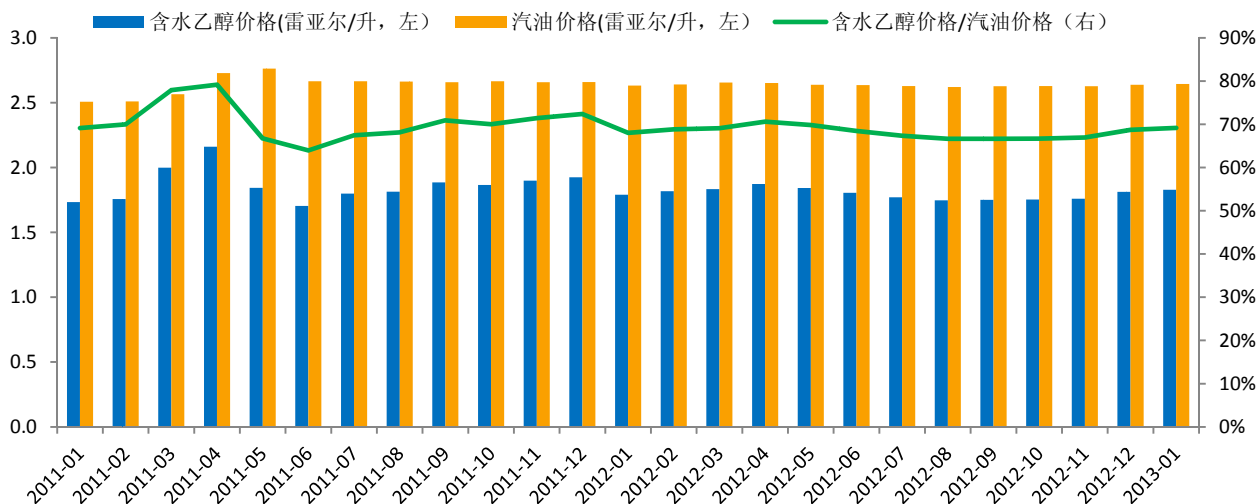


资料来源: UNICA、中投证券研究所

(3) 乙醇/汽油价格比为 0.69，显示乙醇对汽油的替代效应仍不强

从性价比上看，当乙醇低于汽油价格三分之二时，乙醇才对汽油有较强的替代效用，刺激乙醇需求。UNICA 最新数据显示，13 年 1 月的最新比值为 0.69。

图 8 巴西国内的含水乙醇价格/汽油价格接近 2/3



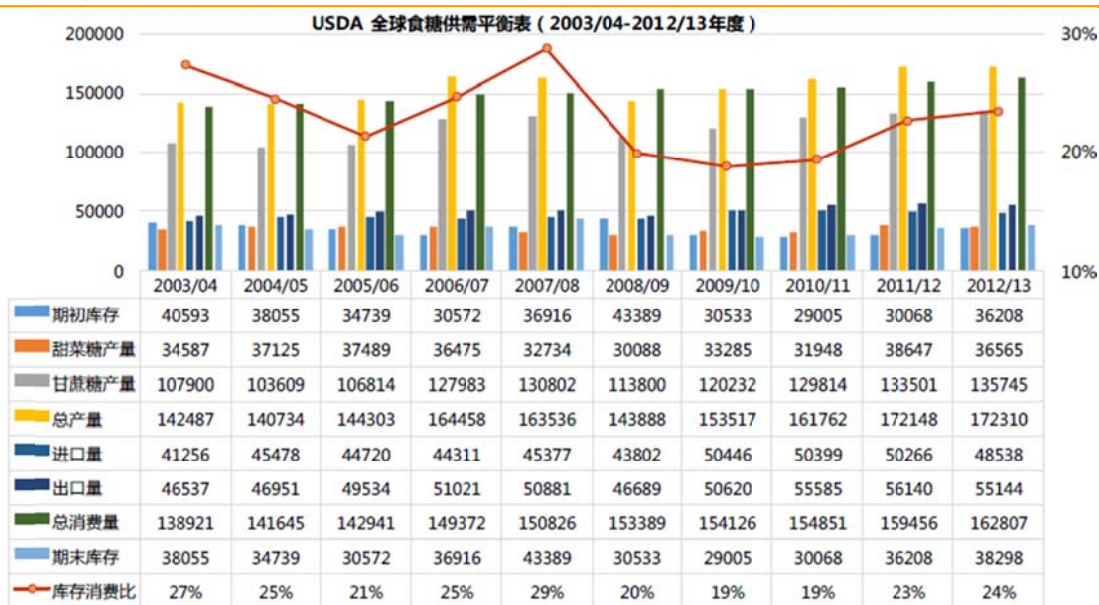
资料来源：UNICA、中投证券研究所

因此，从糖醇比来看，巴西国内生产乙醇的意愿更高；但由于乙醇价格/汽油价格的比重略高于 2/3 的临界水平，乙醇对汽油的替代作用不算明显。总体而言，我们认为 13-14 榨季巴西的食糖供给压力将达到最大，此后将逐步改善，维持我们“13 年四季度前后糖价可能见底”的判断：

(1) 届时巴西 13-14 榨季食糖产量基本确定，中国、印度、泰国在 13-14 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。

图 9 13-14 榨季全球食糖供给压力将见顶



资料来源：USDA、布瑞克咨询、中投证券研究所

三、投资建议：四季度有望业绩拐点，建议逢低布局

(1) 番茄酱业务前三季度预计仍将亏损，9月以后预计新酱可盈利

假设 13/14/15 年番茄酱的销量分别为 28/28/30 万吨，销售价格分别为 954/1020/1050 美元/吨，则对应的净利润分别为 -18/177/201 百万元。

(2) 食糖业务四季度有望实现盈亏平衡

假设 13/14/15 年北方甜菜糖的销量分别为 32/34/34 万吨，销售价格分别为 5350/5600/6000 元/吨，则对应的净利润分别为 -53/110/175 百万元；

假设 13/14/15 年南方甘蔗糖的销量分别为 12/17/19 万吨，销售价格分别为 5300/5600/6000 元/吨，则对应的净利润分别为 -36/53/95 百万元；

(3) 增发资产：进出口业务品质优良，崇左及 Tully 糖厂增加资源储备，曹妃甸项目增加业绩弹性

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，预计 13/14/15 年分别可实现净利润 89/171/244 百万元。

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 17~20 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，预计 13/14/15 年分别可实现净利润 9/14/29 百万元。

崇左项目：主要的收获为政府划拨的 20 万亩甘蔗地，加上北海华劲的 7 万吨产能，预计 13 年南糖的甘蔗产能有望达到 17 万吨。

曹妃甸项目：我们认为该项目的毛利率水平较低，盈利高峰应该出现在国内外价差较大的时候，主要赚取加工费用，属于公司延伸产业链的一环。

综上所述，我们预计 13/14/15 年归属母公司的净利润分别为 174/577/865 百万元，对应增发摊薄后的 EPS 分别为 0.09/0.29/0.43 元，对应当前股价分别为 64/19/13 倍。

表 4 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	建设期 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

风险提示：

(1) 全球番茄酱去库存进度低于预期。可能的风险点在于 13-14 榨季美国番茄产量大丰收，从而增加对欧美地区的出口将会挤压我国的出口空间，但根据 CTGA 的最新预测，13-14 榨季美国加工番茄产量约为 1300 万吨，同比增 2.9%，预计库存压力跟 12 年相若，出口销量不会明显上升。另外一个风险点就是国内再度出现中小企业哄抢原料的局面，导致行业成本继续居高不下；

(2) 糖价回升低于预期。从增产周期来看，我们预判 13-14 榨季食糖的供需关系将开始改善，但假设全球经济持续低迷，巴西甘蔗用于制乙醇的比例低于预期将可能继续压制糖价的回升；

(3) 公司的费用控制低于预期。费用控制是 13 年公司提升整体利润的重要手段之一，若管理费用率继续居高不下，则可能影响全年业绩低于预期。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4343	9235	10023	10281
现金	701	1410	1797	1827
应收账款	403	1835	1941	1910
其它应收款	154	228	228	228
预付账款	255	300	330	360
存货	2583	5284	5579	5789
其他	246	179	149	168
非流动资产	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
资产总计	9275	15429	16571	16731
流动负债	7139	12120	12671	12235
短期借款	4135	10278	10741	10225
应付账款	1358	1153	1226	1270
其他	1646	690	704	741
非流动负债	95	85	85	85
长期借款	0	0	0	0
其他	95	85	85	85
负债合计	7234	12205	12756	12320
少数股东权益	46	49	63	82
股本	1006	2011	2011	2011
资本公积	1153	1153	1153	1153
留存收益	-164	10	587	1163
归属母公司股东权益	1995	3174	3752	4328
负债和股东权益	9275	15429	16570	16731

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	690	-4653	1025	1510
净利润	-753	177	590	884
折旧摊销	297	367	450	501
财务费用	172	257	372	365
投资损失	-108	-69	-83	-100
营运资金变动	895	-5384	-202	-138
其它	187	-2	-102	-3
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-83	6888	84	-1175
短期借款	-886	6143	464	-517
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	-261	-380	-659
现金净增加额	123	710	387	29

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3809	9441	10784	11559
营业成本	3211	7684	8174	8465
营业税金及附加	19	55	58	65
营业费用	546	755	863	925
管理费用	469	708	755	867
财务费用	172	257	372	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
营业利润	-781	40	636	962
营业外收入	55	167	30	30
营业外支出	20	32	10	10
利润总额	-745	175	656	982
所得税	8	-2	66	98
净利润	-753	177	590	884
少数股东损益	-16	4	13	20
归属母公司净利润	-737	174	577	865
EBITDA	-312	664	1458	1829
EPS (元)	-0.73	0.09	0.29	0.43

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	-23.8%	147.9%	14.2%	7.2%
营业利润	-2300.	-94.8%	1476.5	51.4%
归属于母公司净利润	-2374.	-76.4%	232.4	49.8%
获利能力				
毛利率	15.7%	18.6%	24.2%	26.8%
净利率	-19.3%	1.8%	5.4%	7.5%
ROE	-36.9%	5.5%	15.4%	20.0%
ROIC	-14.3%	2.8%	7.9%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	78.0%	79.1%	77.0%	73.6%
净负债比率	57.16	84.21%	84.21	82.99%
流动比率	0.61	0.76	0.79	0.84
速动比率	0.22	0.31	0.34	0.36
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.76	0.67	0.69
应收账款周转率	5	8	6	6
应付账款周转率	3.38	6.12	6.87	6.78
每股指标 (元)				
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	-2.31	0.51	0.75
每股净资产(最新摊薄)	0.99	1.58	1.87	2.15
估值比率				
P/E	-15.18	64.43	19.38	12.93
P/B	5.60	3.52	2.98	2.58
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

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