

**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**

**番茄酱业务好坏参半，费用控制初见成效**

**事件:** 中粮屯河公布 2013 年一季报。1-3 月公司实现营业收入 11.8 亿元 (+58.9%)，归属于母公司股东净利润 2031 万元 (12 年同期亏损 9739 万元)，对应 EPS 0.02 元。其中，营业外收入 9469 万元 (出售资产)，投资净收益-2547 万元 (屯河水泥)，经营性业务亏损约 5258 万元。

**投资要点:**

- **收入增长源于食糖销量大幅增加，而番茄酱业务的收入同比下滑。**与上一榨季将 8 万吨食糖提前到四季度销售不同，本榨季各月公司的食糖销售较为平均，此外本榨季广西崇左糖厂还新增食糖产量近 14 万吨，因此一季度的食糖销量同比大增至 15 万吨左右 (去年同期约 6 万吨)，对应收入约 9 亿元；此外，行业惜售番茄酱的心态持续，我们预计公司一季度番茄酱销量约 5 万吨 (去年同期约 7.5 万吨)，对应收入约 2.5 亿元。
- **经营性业务亏损约 5258 万元，番茄酱业务仍是亏损主因。**尽管国内库存情况已大为转好，但一季度全球番茄酱行业仍处于去库存周期，12 年新酱的报价在 900 美元/吨左右，此前旧酱报价在 800 美元/吨左右。我们测算显示，一季度公司的番茄酱销售均价在 830 美元/吨左右，每吨的亏损额度约 120 美元，合计亏损约 3500 万元。尽管酱价的回升低于我们此前预期，但同期的番茄酱平均成本 (950 美元/吨) 好于预期 (975 美元/吨)，显示公司的成本控制小有成效。
- **食糖业务进入亏损期，扭亏需待今年四季度前后。**经过一季度前期的收储以后，我国食糖现货价持续回落至 5350 元/吨。由于公司的甜菜糖的完全成本较高，因此一季度已出现亏损，而定位高端精制糖的崇左糖厂及成本较低的北海华劲糖厂则仍处于盈利状态。总体而言，由于糖价尚处于下行通道中，我们预计扭亏需待四季度前后糖价拐点的到来。
- **费用控制初见成效。**除了管理费用同比增 15.2% 以外，一季度公司的销售及财务费用增速均控制在个位数，期间费用率为 20.14%，而 12 年同期为 29.46%。我们认为，除了得益于销售收入的迅速扩大以外，公司的致力精简费用成本也是关键。
- **建议“逢低布局”，6 元以下股价的安全边际较高。**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 1.7 亿元、5.6 亿元，建议逢低布局。
- **风险提示:** 番茄酱及食糖价格回升幅度的低于预期；期间费用控制低于预期；天气因素。

**6-12 个月目标价:** 8.42 元

当前股价: 5.72 元

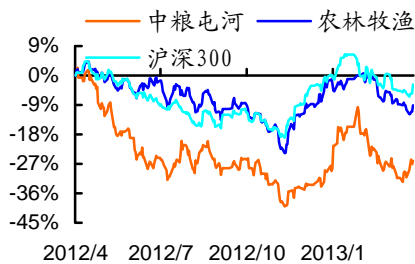
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	46
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	-0.87%	2.69%	-2.56%
农林牧渔	-1.49%	-7.53%	-0.65%
沪深 300	0.35%	-2.37%	8.63%



**相关报告**

《中粮屯河-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》2013-4-16

《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-深度：迈向拐点》2012-12-7

**主要财务指标**

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3809	9547	11008	11679
收入同比(%)	-24%	151%	15%	6%
归属母公司净利润	-737	173	564	871
净利润同比(%)	-2375%	-77%	226%	54%
毛利率(%)	15.7%	18.6%	23.9%	26.8%
ROE(%)	-36.9%	5.4%	15.1%	20.1%
每股收益(元)	-0.37	0.09	0.28	0.43
P/E	-14.94	63.61	19.50	12.62
P/B	5.51	3.47	2.94	2.54
EV/EBITDA	-26	12	6	4

资料来源: 中投证券研究所

**表 1 公司的非公开增发方案，增发价格拟不低于 4.56 元/股**

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

**表 2 中、美、欧三地的番茄酱生产成本及售价对比**

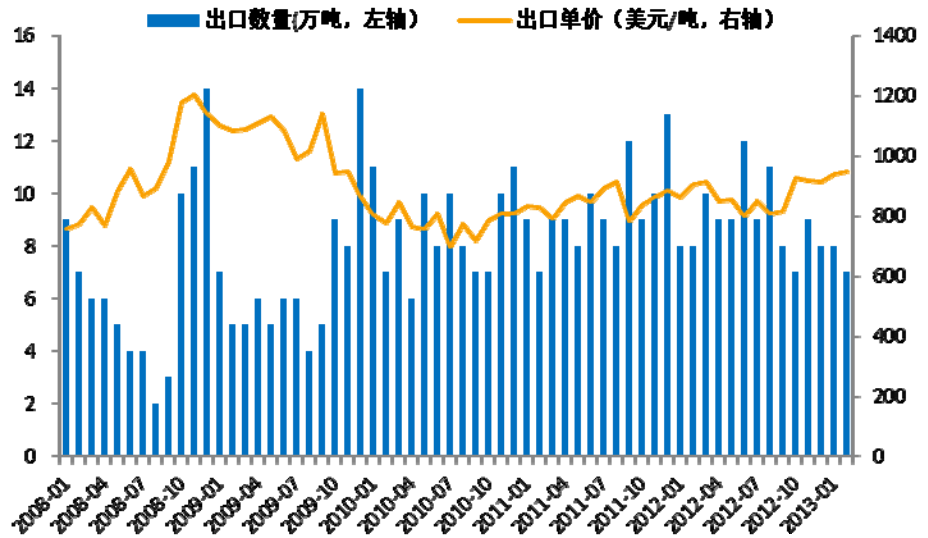
	番茄单价(美元/吨)	番茄酱完全成本(美元/吨)	番茄酱价格(美元/吨)
中国	57	975	850~950 (出口价格) 949 (海关总署 2 月出口数据)
美国	69.4	934	937~990 (国内售价)
欧洲 (意大利)	94.5	1209	1300 (国内售价)

资料来源: Morningstar、Wind、中投证券研究所

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<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 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 3 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

### 预期糖价的拐点在 13 年四季度前后

(1) 糖价仍处于下行通道，低点可能在 5000 元/吨左右

(2) 拐点判断 1：供给冲击消除。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，供给对价格的冲击将体现在糖价上

(3) 拐点判断 2：进入增产周期的第三年。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 4 2004 年以来，南宁食糖的现货价格走势



资料来源：Wind、中投证券研究所

**风险提示:**

(1) 番茄酱价格回升，美国出口增加将可能挤压中国出口。若出口价格上升到 975 美元/吨，美国的出口量将会增加。现在的库存量约 5 个月，假设下滑到理想的 3.5 个月，则出口需增加 20 万吨。因此，国内比较合理的加工番茄产量在 500 万吨，折合番茄酱 67 万吨，需密切关注当前番茄的种植及收获情况；

(2) 若国内再度出现中小企业哄抢番茄原料的局面，将导致行业成本继续居高不下；

(3) 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；此外，国内甘蔗出现丰产也可能冲击糖价；

(4) 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					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4343	9334	10239	10382	<b>营业收入</b>	3809	9547	11008	11679
现金	701	1426	1835	1846	营业成本	3211	7773	8373	8553
应收账款	403	1856	1983	1930	营业税金及附加	19	56	59	66
其它应收款	154	228	228	228	营业费用	546	764	881	934
预付账款	255	300	330	360	管理费用	469	716	771	876
存货	2583	5344	5715	5850	财务费用	172	258	377	370
其他	246	179	150	169	资产减值损失	281	10	10	10
<b>非流动资产</b>	4932	6194	6547	6450	公允价值变动收益	1	0	1	0
长期投资	743	850	850	850	投资净收益	108	69	83	100
固定资产	3725	4637	4974	4967	<b>营业利润</b>	-781	40	621	970
无形资产	309	320	323	326	营业外收入	55	167	30	30
其他	156	387	400	306	营业外支出	20	32	10	10
<b>资产总计</b>	9275	15528	16786	16831	<b>利润总额</b>	-745	175	641	990
<b>流动负债</b>	7139	12219	12900	12336	所得税	8	-2	64	99
短期借款	4135	10361	10936	10309	<b>净利润</b>	-753	176	577	891
应付账款	1358	1166	1256	1283	少数股东损益	-16	3	13	20
其他	1646	692	709	743	<b>归属母公司净利润</b>	-737	173	564	871
<b>非流动负债</b>	95	85	85	85	EBITDA	-312	665	1448	1842
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.73	0.09	0.28	0.43
其他	95	85	85	85					
<b>负债合计</b>	7234	12304	12985	12421	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	46	49	62	82	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	1006	2011	2011	2011	<b>成长能力</b>				
资本公积	1153	1153	1153	1153	营业收入	-23.8%	150.6%	15.3%	6.1%
留存收益	-164	9	573	1163	营业利润	-2300.	-94.9%	1464.9	56.2%
归属母公司股东权益	1995	3174	3738	4328	归属于母公司净利润	-2374.	-76.5%	226.2	54.5%
<b>负债和股东权益</b>	9275	15527	16786	16831	<b>获利能力</b>				
					毛利率	15.7%	18.6%	23.9%	26.8%
					净利率	-19.3%	1.8%	5.1%	7.5%
					ROE	-36.9%	5.4%	15.1%	20.1%
					ROIC	-14.3%	2.8%	7.7%	10.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	78.0%	79.2%	77.4%	73.8%
					净负债比率	57.16	84.21%	84.21	83.00%
					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	0.68	0.69
					应收账款周转率	5	8	6	6
					应付账款周转率	3.38	6.16	6.91	6.74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	-0.37	0.09	0.28	0.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-2.35	0.47	0.80
					每股净资产(最新摊薄)	0.99	1.58	1.86	2.15
					<b>估值比率</b>				
					P/E	-14.94	63.61	19.50	12.62
					P/B	5.51	3.47	2.94	2.54
					EV/EBITDA	-26	12	6	4

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 相关报告

报告日期	报告标题
2013-4-16	《中粮屯河-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》
2013-3-26	《中粮屯河-番茄酱业务为亏损主因，业绩拐点看四季度》
2013-2-3	《中粮屯河-增发方案获批，布局反转》
2013-1-22	《中粮屯河-预亏公告点评：轻装上阵，拐点已现》
2012-12-7	《中粮屯河-深度报告：迈向拐点》

## 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