

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

糖价已处底部区域, 酱价近期有望上扬

增发完成以后, 公司的食糖业务涉及的销量约 250 万吨, 未来 70%以上的营业收入将来自食糖业务。因此, 食糖业务为基础, 番茄酱业务添弹性将是公司未来业绩构成的特点。我们认为公司将有望分别迎来酱价回升、糖价见底的两波投资机会, 建议重点关注。

投资要点:

- **糖价处于底部区域, 下跌空间有限。**受巴西甘蔗持续压榨影响, 国际糖价承压跌至 16.7 美分/磅的低位, 国内糖价也跌至 5200 元/吨一带附近。考虑到巴西食糖的生产成本及糖醇联动机制的存在, 我们预期国际糖价大幅走低的概率较小。而国内糖价进一步下行亦将消除 300 多万吨淀粉糖的替代优势, 因此下有需求支撑下国内糖价的下滑空间也有限, 预计低点可能为 4800~5000 元/吨, 现阶段可能为食糖盈利最为低迷的时期, 拐点有望出现在今年四季度前后。
- **番茄酱供给趋紧已成定局, 酱价有望持续回升。**10 年以来全球加工番茄的产量持续低于正常需求 3800 万吨, 我国番茄酱出口价格也从 12 年 8 月以来持续回升。特别地, 由于天气及病虫害的影响, 我们预计 13 年美国、意大利、西班牙等国的番茄产量将同比下降, 预计产量约 3500 万吨, 全球番茄酱供需关系将进一步改善, 预计 13 年新酱有望突破 1000 美元/吨, 公司的番茄酱业务盈利将为大概率事件。
- **第一波机会来自酱价的回升。**在当前巴西的食糖供给压制全球糖价, 而市场对糖价的悲观预期已较为充分的情况下, 糖价进一步大幅下跌的空间已不大, 公司最大的困扰因素基本已为股价所反映。而全球加工番茄供给趋紧带来酱价上升, 番茄酱业务迎来盈利拐点的预期将有望在接下来的几个月内逐步兑现, 从而刺激股价上行。
- **第二波机会为糖价见底回升。**进入 13 年四季度, 13-14 榨季巴西的食糖收榨已基本完成, 同时中国、印度、泰国等国对 13-14 榨季的产糖量的预测数据也出来, 此时糖价承受压力最大的 13-14 榨季的供给冲击已体现, 糖价将有望进入见底回升的上升周期。
- **建议买入布局。**我们预计 13/14/15 年归属母公司的净利润分别为 173/566/873 百万元, 对应增发摊薄后的 EPS 分别为 0.08/0.28/0.43 元, 对应当前股价分别为 74/23/15 倍, 目标价 8.27 元。
- **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: 8.27 元

当前股价: 6.14 元

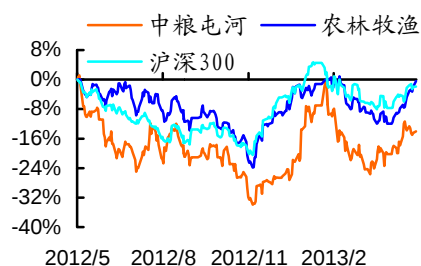
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2293.08
总股本(百万)	2052
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	49
EPS	0.01
每股净资产(元)	1.01
资产负债率	77.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	7.72%	-6.26%	21.83%
农林牧渔	13.02%	1.79%	25.27%
沪深 300	6.22%	0.19%	20.88%



相关报告

《中粮屯河-番茄酱业务好坏参半, 费用控制初见成效》2013-4-23

《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-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	174	566	873
净利润同比(%)	-2375%	-76%	226%	54%
毛利率(%)	15.7%	18.6%	23.9%	26.8%
OE(%)	-36.9%	5.4%	15.0%	20.0%
每股收益(元)	-0.36	0.08	0.28	0.43
P/E	-17.38	73.68	22.63	14.67
P/B	6.42	3.98	3.39	2.93
EV/EBITDA	-50	23	11	8

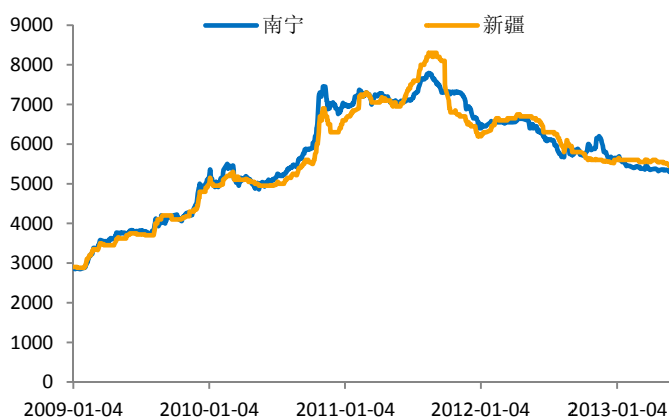
资料来源: 中投证券研究所

一、食糖：糖价处于底部区域，下跌空间有限

国内糖价已进入 5000 元/吨左右的价格低位

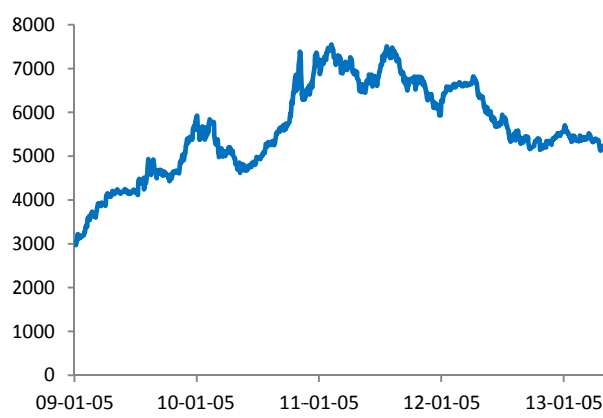
5 月以来，我国各产糖区域已陆续进入收榨的最后阶段，12-13 榨季的产量基本确定。根据布瑞克咨询的预测，12-13 榨季我国的食糖产量约 1330 万吨。此外，第二批 30 万吨国产糖收储亦已完成，但由于收储数量低于 150 万吨的预期，市场担忧国库的承受能力已接近上限，国家的调控能力将受库存所限，从而导致近期期糖价格有所下滑。

图 1 食糖现货价持续在 5200~5300 元/吨的低位



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 2 近来期糖主力合约价格降至约 5100 元/吨



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

我们认为，随着收储等政策落地，接下来的 6 月~10 月进入食糖政策的真空期，同时国内并无榨糖的动作，属于我国的食糖纯销售时间，因此供给端的压力主要来自国外，需要关注的是巴西食糖产量对全球糖价的压制。

巴西甘蔗产量创历史记录带来的价格压力已逐渐为市场预期

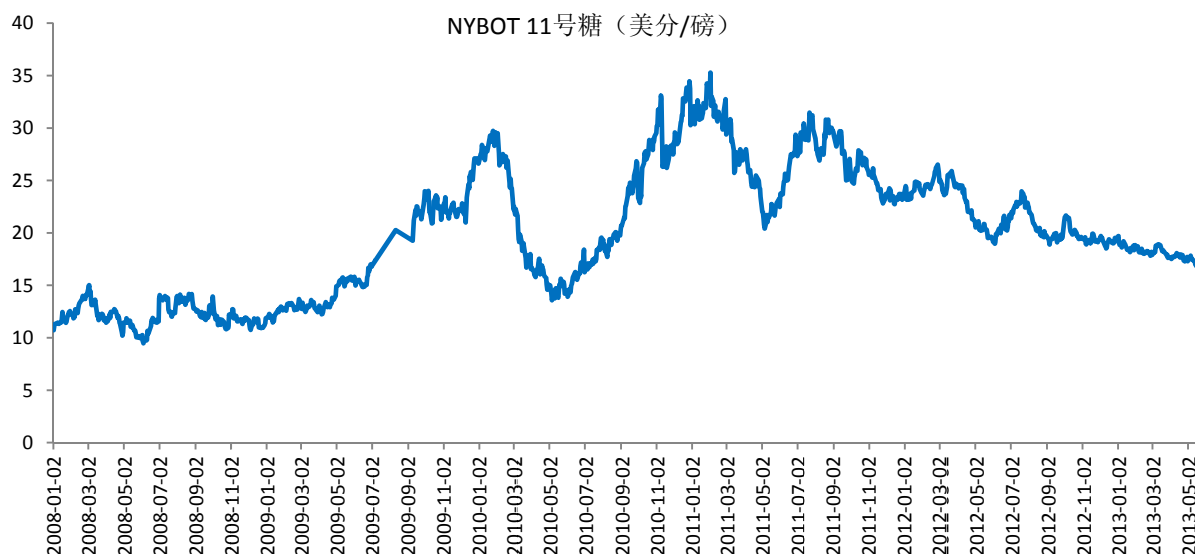
巴西 13-14 榨季的食糖已于 3 月以来逐步开榨，市场预期本榨季甘蔗产量将创历史记录的 6.5 亿吨左右，同比约增 8%。以含糖率 12.8%来测算，一个百分点的甘蔗压榨量对应着约 80 万吨的食糖产量，因此用于榨糖或者生产乙醇的比例将对糖价产生重大的影响。

由于国际糖价持续低迷，巴西采取了降低乙醇销售税、提升混合燃料中乙醇的使用比例、提升汽油价格等措施来刺激提高糖制乙醇的生产比例。截至 5 月 1 日，巴西用于生产食糖的比例为 39.93%，而 12-13 榨季用于生产食糖与乙醇的甘蔗比例约为 49:51。巴西最大糖及乙醇生产商 Copersucar S.A. 董事长表示，本年度将分配 42% 的甘蔗用于榨糖。结合巴西甘蔗行业协会 UNICA 的预测数据及市场预期，我们预计 13-14 榨季巴西将有 45% 左右的甘蔗用于制糖，因此预计本榨季巴西的食糖产量约 3900 万吨，同比持平或略增。

巴西中南部地区的产糖高峰为每年的 4 月~当年的 12 月。特别地，今年的降雨比较理想，因此，今年以来巴西的食糖压榨进度大幅领先于去年同期，从而对全球糖价压制明显，所以近期糖价一直处于低位 16.5~17 美分/磅低位。数据显示，截至 5 月 1 日，巴西中南部地区累计入榨甘蔗 4100 万吨，同比大增 190%，其中生产食糖 169.2 万吨，同比大增 210%。

我们认为，当榨糖进度来说，当前可以说食糖供给加速压制糖价的阶段，随着收榨的推进，食糖产量的同比增速将减缓，供给对价格进一步的冲击压力将逐步减弱。

图 3 受巴西食糖公斤的压制，国际糖价持续下跌至 16.7 美分/磅



资料来源：Wind、中投证券研究所

糖价进一步下跌的空间有限，国内低点预计在 4800~5000 元/吨

由于巴西食糖的生产成本及糖醇联动机制的存在，我们认为国际糖价未来进一步下跌的空间有限。当前国际糖价已接近巴西食糖成本 17 美分/磅左右，并且巴西的糖醇比已下滑至 0.64 的历史低位¹，显示巴西生产蔗糖的积极性较低，若糖价进一步下滑，预计相关企业将会加大乙醇的生产比例。

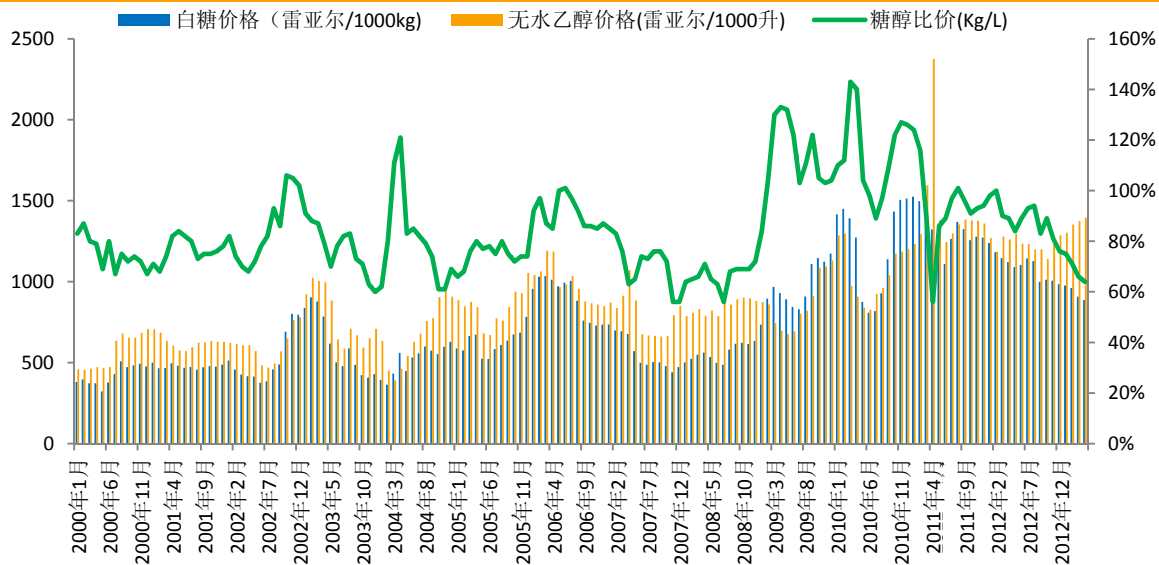
国内方面，假设国内糖价持续下行，淀粉糖对食糖的替代优势将逐渐减弱。当前以现价 3900 元/吨的 F55 (浓度 77%) 为例，折算食糖的成本约为 5332 元/吨²。考虑到淀粉糖替代食糖的空间约 300 多吨，因此，国内糖价下行也具备着需求的支撑。

综合来看，若国际糖价下行至 16 美分/磅，国内糖价可能会跌破 5000 元/吨的价格水平，但我们预计糖价的低点在 4800~5000 元/吨的区间，因此进一步下跌的空间不大。

¹ 糖醇比近 10 年的均值为 0.85，低于均值显示食糖生产意愿不强。

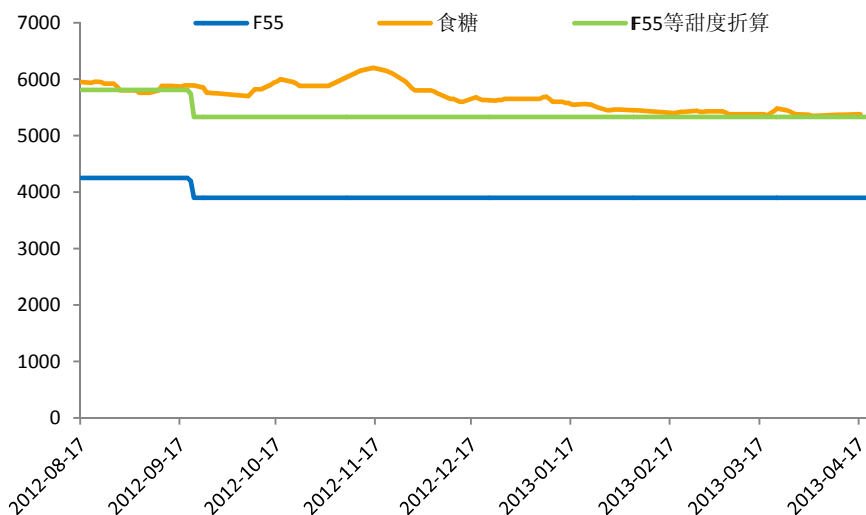
² 以现价 3900 元/吨的 F55 (浓度 77%) 为例，折算食糖的成本为 $3900 / 0.77$ (干物质含量) $/ 0.95$ (甜度系数) = 5332 元/吨。

图 4 巴西国内的糖醇比持续回落至 0.64，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

图 5 食糖的主要竞争对手 F55 的价格优势已不明显（单位：元/吨）

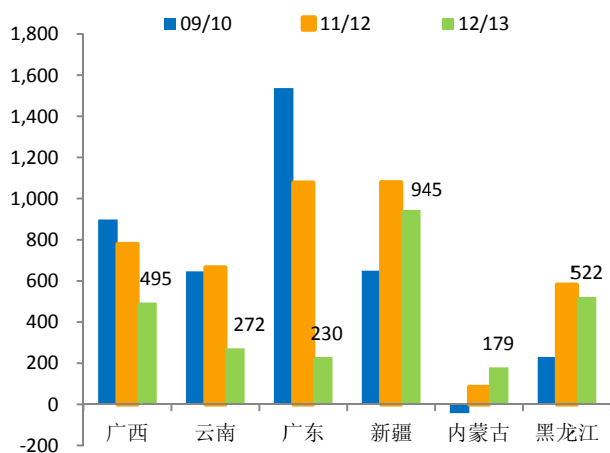


资料来源：Wind、中投证券研究所

13-14 榨季，国内食糖供给持平或略减，全球库销比有望下滑

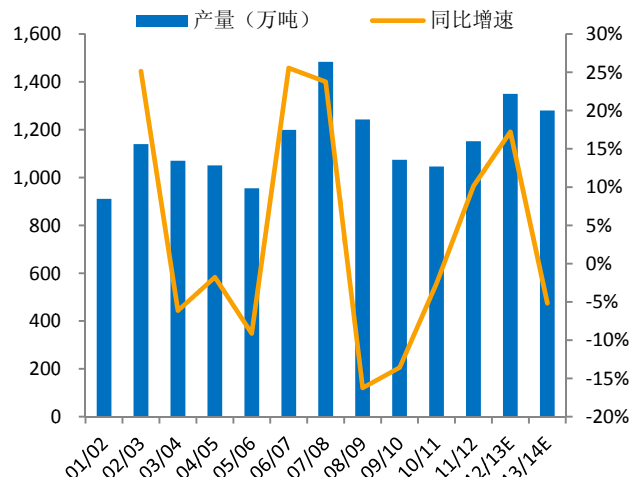
展望 13-14 榨季，由于广西、云南、广东等地区的糖料种植效益皆出现下滑，同时考虑到广西、云南的竞争作物较少（木薯为主），而广东竞争作物较多，我们认为广西、云南的甘蔗种植面积基本持平而广东则小副下滑，因此预计下一榨季我国的食糖产量基本持平或略减，约为 1250~1300 万吨。

图 6 各地区的糖料种植效益皆出现下滑



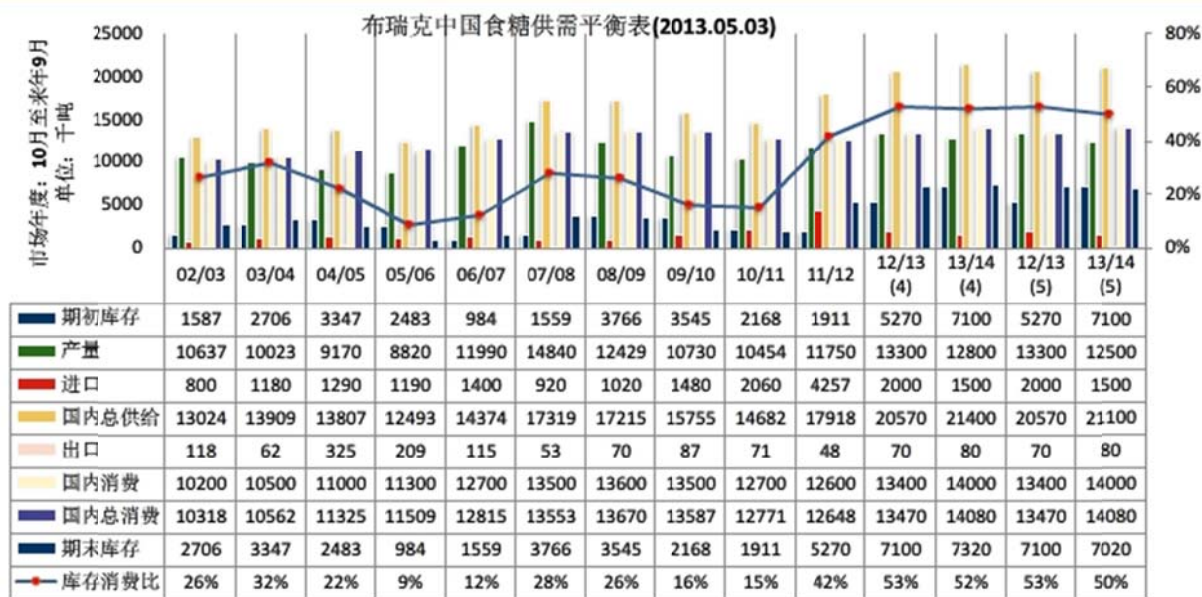
资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

图 7 13/14 榨季食糖产量可能略减



资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

图 8 我国食糖供需平衡表展望，预计 13-14 榨季供需关系将改善



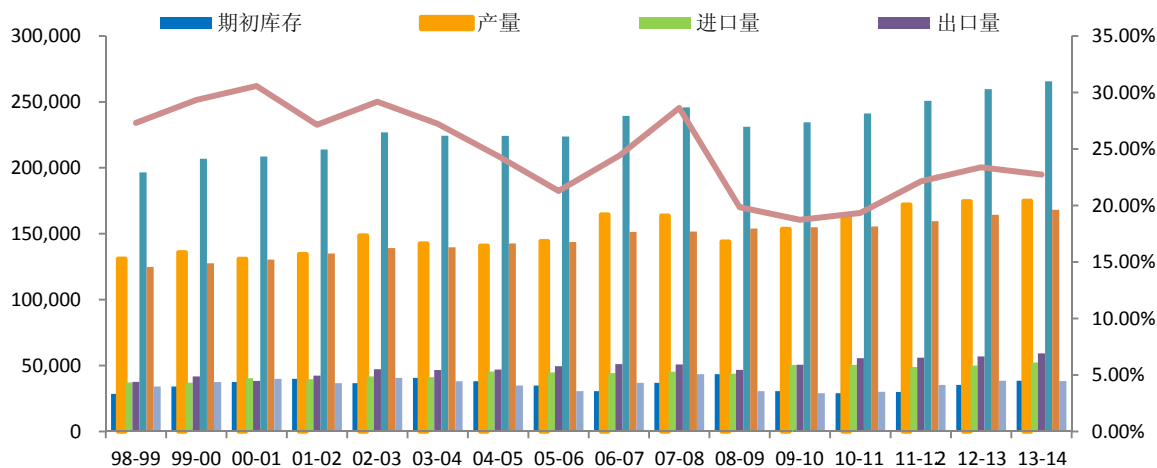
资料来源：布瑞克咨询、中投证券研究所

全球方面,USDA 在 5 月的最新报告中指出,13-14 榨季全球的食糖为 1.75 亿吨 (+38.5 万吨),同比增 0.22%,其中增量主要来自巴西 (+180 万吨)、泰国 (+60 万吨)、澳大利亚 (+30 万吨),但由于消费量达 1.68 亿吨,同比增 2.30%,因此尽管 13-14 榨季食糖仍过剩 670 万吨,但库销比却有望出现下滑,显示全球的供需情况正在逐步改善。

国际糖业组织 (ISO) 5 月 22 日表示,预计 2013/14 年度全球糖市供应过剩将至少达到 350 万吨,并且为连续第三年供应超过需求,但预计连续供应过剩的情况或将在 2014 / 15 年度结束。展望未来,假设全球糖需求将平均每年增加 350 万吨,而产量没有大幅增加,那么到 2014/15 年度全球糖市产量和消费量或将达到平衡。

总的来说，13-14 榨季全球食糖供需关系将逐步好转，随着 13 年四季度前后新榨季的产量逐步明晰，糖价的压制力量逐步减弱。特别地，若预期 14-15 榨季巴西的产糖量将下降，由于巴西的榨糖季从当年的 3 月开始，因此 13 年四季度~14 年一季度期间在市场的预期下，糖价将可能出现拐点，迎来上升周期。

图 9 全球食糖供需平衡表展望，预计 13-14 榨季库销比将小幅下降



资料来源：USDA、中投证券研究所

二、番茄酱：供给趋紧已成定局，酱价有望持续回升

经历了 2009 年加工番茄的大丰产以来，全球番茄酱价格一直较为低迷。分地区来看，行业低迷加上欧盟农业补贴政策改革的影响，欧洲地区的加工番茄产量持续处于低位；而中国经历了 10-12 年连续三年的全行业亏损，12 年开始在行业推行“限产保价”策略，番茄产量亦保持在低位；仅有美国由于国内酱价一直较出口价格高，企业盈利情况较好，因此近年的产量稳重有升。但总体而言，10 年以来行业的番茄产量一直低于年均 3800 万吨的需求量，因此供需关系持续改善。

展望 13-14 榨季，中国方面，结合我们从行业了解到的信息及 WPTC（World Processed Tomato Council）的预测数据，我们认为中国的加工番茄产量将不高于 470 万吨。

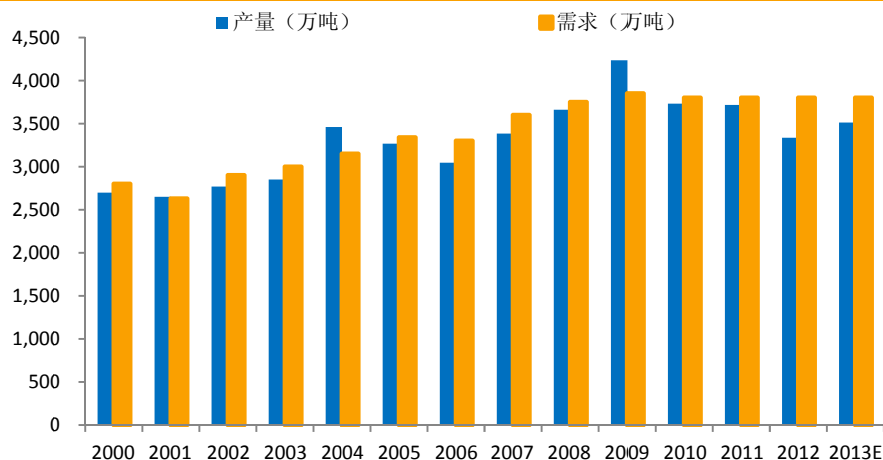
欧美方面，CTGA（California tomato growers association）于 5 月的报告显示当前番茄种植可能会受到曲顶病毒（Curly Top Virus）的感染，产量可能低于 1300 万吨的预期。WPTC 3 月 29 日预测全球产量为 3514 万吨³，Tomatoland 预计，受气候及疾病影响，意大利、西班牙、葡萄牙、加州今年产量均会减少⁴，预计全球产量为 3350 万吨，比 3 月 29 日预测的 3483 万吨减少 3.8%。

³ WPTC 预计意大利、西班牙、葡萄牙、加州的产量分别为 460、180、120、1179 万吨。

⁴ Tomatoland 预计意大利、西班牙、葡萄牙、加州的产量分别为 410、160、105、1134 万吨。

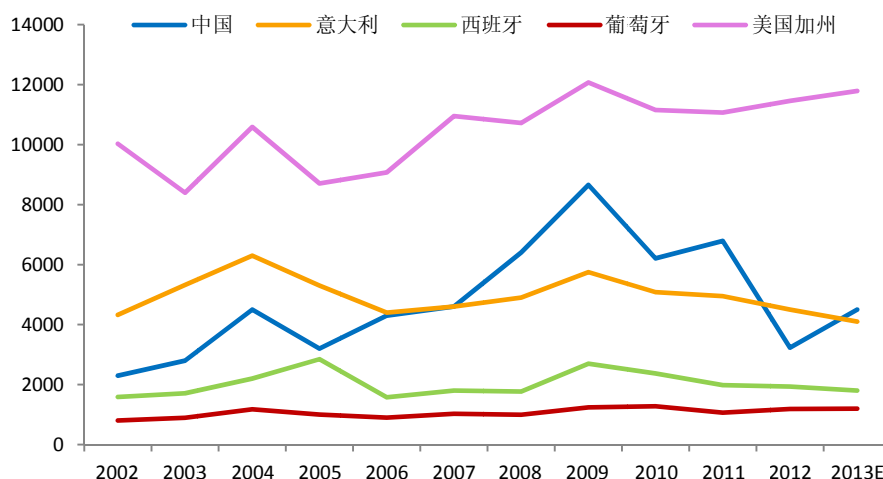
总体而言，13-14 榨季全球的番茄产量预计在 3350~3500 万吨，继续明显低于 3800 万吨的正常消费需求。结合去年 8 月以来酱价持续回升的佐证，我们判断行业的供需关系持续改善，今年有望延续上涨态势。

图 10 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

图 11 全球各番茄主产的产量预测（截至 3 月 29 日）

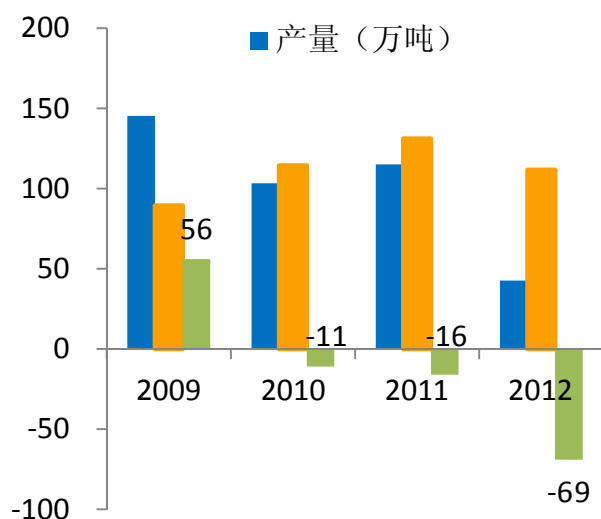


资料来源：WPTC、中投证券研究所

注：考虑到 5 月 CTGA 公告可能受到的病虫害侵害，美国的加工番茄产量可能同比减少

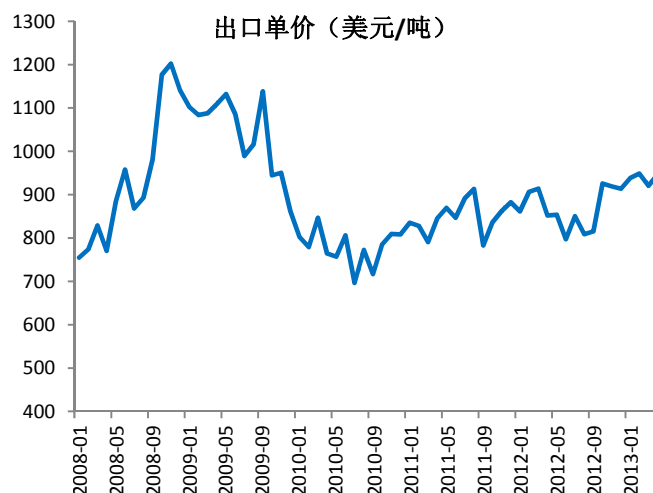
价格方面，受益于我国及全球番茄酱库存的改善，去年 8 月以来我国的番茄酱出口单价延续上涨态势。海关数据显示，2013 年 4 月，我国大包装番茄酱出口平均价格已回升至 946 美元/吨。

图 12 10 年以来，我国番茄酱库存情况逐步好转



资料来源：中投证券研究所

图 13 12 年 8 月以来，番茄酱价格持续回升



资料来源：Wind、中投证券研究所

我们了解到，当前公司的 12 年以前生产的旧酱报价约 880 美元/吨，12 年产的新酱已在 950 美元/吨左右，已处于盈亏平衡水平。因此，展望 13 年产的新酱，酱价在 1000 美元/吨以上已可基本确定，我们认为番茄酱业务盈利将是大概率事件，预计 13 年番茄酱业务基本实现盈亏平衡，14-15 年将进入盈利周期。

三、投资建议：第一波为酱价回升机会，第二波为糖

价见底机会

5 月增发完成以后，公司的食糖业务涉及的销量约 250 万吨，其中甜菜糖的年产能 45 万吨，蔗糖的年产能 47 万吨，食糖贸易量约 110 万吨，原糖精炼将达 50 万吨，未来 70%以上的收入将来自食糖业务。因此，食糖业务为基础，番茄酱业务添弹性将是公司未来业绩构成的特点。

我们认为当前公司存在两波的投资机会：

(1) 第一波机会来自酱价的回升。在当前巴西的食糖供给压制全球糖价，而市场对糖价的悲观预期已较为充分的情况下，糖价进一步大幅下跌的空间已不大，公司最大的困扰因素基本已为股价所反映。而全球加工番茄供给趋紧带来酱价上升，番茄酱业务迎来盈利拐点的预期将有望在接下来的几个月内逐步兑现，从而刺激股价上行；

(2) 第二波机会为糖价见底回升。进入四季度，13-14 榨季巴西的食糖收榨已基本完成，同时中国、印度、泰国等国对 13-14 榨季的产糖量的预测数据也出来，此时糖价承受压力最大的 13-14 榨季的供给冲击已体现，糖价将进入见底回升的上升周期。

我们预计 13/14/15 年归属母公司的净利润分别为 173/566/873 百万元，对应增发摊薄后的 EPS 分别为 0.08/0.28/0.43 元，对应当前股价分别为 74/23/15 倍，目标价 8.27 元，建议买入。

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
流动资产	4343	9334	10239	10382	营业收入	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	257	376	368
其他	246	179	150	169	资产减值损失	281	10	10	10
非流动资产	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	营业利润	-781	41	623	972
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
资产总计	9275	15528	16786	16831	利润总额	-745	176	643	992
流动负债	7139	12178	12857	12292	所得税	8	-2	64	99
短期借款	4135	10320	10893	10265	净利润	-753	177	579	893
应付账款	1358	1166	1256	1283	少数股东损益	-16	4	13	20
其他	1646	692	709	743	归属母公司净利润	-737	174	566	873
非流动负债	95	85	85	85	EBITDA	-312	665	1448	1842
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.73	0.08	0.28	0.43
其他	95	85	85	85	主要财务比率				
负债合计	7234	12263	12942	12377	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	46	49	62	82	成长能力				
股本	1006	2052	2052	2052	营业收入	-23.8%	150.6%	15.3%	6.1%
资本公积	1153	1153	1153	1153	营业利润	-2300.	-94.8%	1437.0	56.1%
留存收益	-164	10	575	1166	归属于母公司净利润	-2374.	-76.4%	225.5	54.3%
归属母公司股东权益	1995	3215	3781	4372	获利能力				
负债和股东权益	9275	15527	16786	16831	毛利率	15.7%	18.6%	23.9%	26.8%
现金流量表					净利率	-19.3%	1.8%	5.1%	7.5%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	-36.9%	5.4%	15.0%	20.0%
经营活动现金流	690	-4720	941	1599	ROIC	-14.3%	2.8%	7.7%	10.4%
净利润	-753	177	579	893	偿债能力				
折旧摊销	297	367	450	501	资产负债率	78.0%	79.0%	77.1%	73.5%
财务费用	172	257	376	368	净负债比率	57.16	84.16%	84.16	82.94%
投资损失	-108	-69	-83	-100	流动比率	0.61	0.77	0.80	0.84
营运资金变动	895	-5453	-278	-58	速动比率	0.22	0.31	0.34	0.36
其它	187	1	-102	-5	营运能力				
投资活动现金流	-484	-1525	-722	-305	总资产周转率	0.41	0.77	0.68	0.69
资本支出	440	1500	800	400	应收账款周转率	5	8	6	6
长期投资	-47	84	0	0	应付账款周转率	3.38	6.16	6.91	6.74
其他	-92	59	78	95	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-83	6970	190	-1283	每股收益(最新摊薄)	-0.36	0.08	0.28	0.43
短期借款	-886	6185	573	-627	每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-2.30	0.46	0.78
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	0.97	1.57	1.84	2.13
普通股增加	0	1046	0	0	估值比率				
资本公积增加	-32	0	0	0	P/E	-17.38	73.68	22.63	14.67
其他	835	-261	-383	-656	P/B	6.42	3.98	3.39	2.93
现金净增加额	123	726	409	11	EV/EBITDA	-50	23	11	8

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
2013-4-23	《中粮屯河-番茄酱业务好坏参半，费用控制初见成效》
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-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 $\pm 10\%$ 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