

果蔬加工

署名人: 观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

中粮屯河

600737

推荐

专注 B2B，番茄业务逐步转型

事件: 公司公告，与中国土产畜产进出口总公司签署《中粮屯河股份有限公司与中国土产畜产进出口总公司签署屯河牌番茄红素软胶囊独家经销合作协议》，此后中土畜为公司屯河牌番茄红素软胶囊独家总代理经销商，五年交易总额约 9200 万元以内，协议期限为 5 年。

投资要点:

- **未来公司专注于 B2B 业务，旗下品牌将交由经销商经营。** 积极扩张食糖产能，提升公司营运效率是公司现阶段的焦点。B2C 业务并不为公司擅长，且渠道开发费用较高，我们认为，专注 B2B、与经销商分工负责、优势互补，有助于充分发挥经销商的销售终端和渠道开发的优势，提高公司品牌产品的销量。
- **番茄业务逐步转型，多品类逐步转攻国内市场。** 由于番茄收购成本较高、人民币持续上涨等原因，相比国外加工商，我国番茄酱的成本优势已不明显，甚至略高于美国，因此基于长远考虑，公司的番茄业务也逐步以番茄红素、番茄果汁、调味品等形式转攻国内市场。其中，番茄红素 12 年实现销售 2000 多万元，处于保健品单品销售规模的前列。我们认为，这样的转型符合行业的趋势，也有利于公司品牌的拓展以及扭转番茄业务初加工、低毛利的尴尬形象。
- **番茄业务占比缩小，反转机会看糖价走势。** 由于国内番茄酱成本优势难再，番茄的种植效益下降，近年国内番茄种植面积持续下降，我们预计 13-14 榨季加工番茄产量少于 400 万吨，公司的番茄酱产量约 20 万吨，因此番茄业务的占比持续下滑，未来公司的业绩将主要依赖糖价走势。
- **13/14 榨季食糖供应过剩大幅收窄，糖价或已触底。** 近期巴西的霜冻导致的减产预期刺激期糖小幅走高。而从整体供需格局来看，据国际糖业组织 (ISO) 表示，因价格下跌促使部分国家减少产量，2013/14 年度全球糖供应过剩量将缩减至 350 万吨，同比减少近 70% (预计 2013/14 年度全球糖产量为 1.79 亿吨，需求为 1.755 亿吨)。当前 12/13 年度全球糖供应过剩量为 1120 万吨，在中国、俄罗斯、欧盟和美国出现合理化国内产量的迹象后，供应过剩可能减少。由于下一榨季的供需基本趋于平衡，我们判断当前糖价基本已处于底部，悲观预期已逐步兑现。若巴西霜冻影响的测算结果更严重，则有助于加速食糖见底回升。
- **维持“糖价反转在 13 年 4 季度前后”的判断，建议可以逐步布局食糖的反转行情。** 1) 番茄酱业务已逐步开始盈利，预计上半年盈利 8000~10000 万元，盈利能力持续改善; 2) 预计 13/14/15 年归属母公司的净利润分别为 206/597/889 百万元，对应增发摊薄后的 EPS 分别为 0.10/0.29/0.43 元，对应当前股价分别为 52/18/12 倍，维持目标价 8.27 元。
- **风险提示:** 酱价及糖价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: 5.13 元

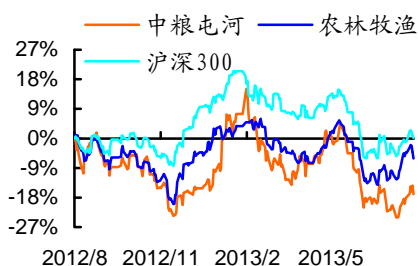
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2068.45
总股本(百)	2052
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	41
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	-1.91%	-17.66%	-22.74%
农林牧渔	2.22%	-4.88%	-9.51%
沪深 300	-0.59%	-9.74%	-16.87%



相关报告

- 《中粮屯河-糖价已处底部区域，酱价近期有望上扬》2013-5-29
- 《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》2013-4-16

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3809	9942	11194	12064
收入同比(%)	-24%	161%	13%	8%
归属母公司净利润	-737	206	597	889
净利润同比(%)	-2375%	-72%	190%	49%
毛利率(%)	15.7%	18.2%	23.5%	26.5%
ROE(%)	-36.9%	3.1%	8.1%	11.2%
每股收益(元)	-0.36	0.10	0.29	0.43
P/E	-14.41	51.57	17.78	11.93
P/B	5.32	1.58	1.45	1.34
EV/EBITDA	-43	23	11	8

资料来源: 中投证券研究所

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	9129	9578	9901	营业收入	3809	9942	11194	12064
现金	701	895	1007	1086	营业成本	3211	8129	8566	8862
应收账款	403	1935	2017	1996	营业税金及附加	19	58	60	68
其它应收款	154	228	228	228	营业费用	546	895	1041	1182
预付账款	255	300	330	360	管理费用	469	696	784	905
存货	2583	5589	5846	6061	财务费用	172	151	159	147
其他	246	182	151	171	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	73	658	991
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	15323	16126	16350	利润总额	-745	208	678	1011
流动负债	7139	8451	8643	8256	所得税	8	-2	68	101
短期借款	4135	4610	4732	4187	净利润	-753	210	610	909
应付账款	1358	2845	2998	3102	少数股东损益	-16	4	14	20
其他	1646	996	913	967	归属母公司净利润	-737	206	597	889
非流动负债	95	85	85	85	EBITDA	-312	591	1267	1639
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.73	0.10	0.29	0.43
其他	95	85	85	85					
负债合计	7234	8536	8728	8341	主要财务比率				
少数股东权益	46	50	64	84	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	1006	2053	2053	2053	成长能力				
资本公积	1153	4642	4642	4642	营业收入	-23.8%	161.0%	12.6%	7.8%
留存收益	-164	42	639	1229	营业利润	-2300.	-90.7%	803.2	50.5%
归属母公司股东权益	1995	6736	7334	7925	归属于母公司净利润	-2374.	-72.1%	190.0	49.0%
负债和股东权益	9275	15322	16125	16350	获利能力				
					毛利率	15.7%	18.2%	23.5%	26.5%
					净利率	-19.3%	2.1%	5.3%	7.4%
					ROE	-36.9%	3.1%	8.1%	11.2%
					ROIC	-14.3%	2.4%	7.5%	10.4%
					偿债能力				
					资产负债率	78.0%	55.7%	54.1%	51.0%
					净负债比率	57.16	54.01%	54.22	50.20%
					流动比率	0.61	1.08	1.11	1.20
					速动比率	0.22	0.39	0.41	0.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.81	0.71	0.74
					应收账款周转率	5	8	6	6
					应付账款周转率	3.38	3.87	2.93	2.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.36	0.10	0.29	0.43
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-1.53	0.43	0.67
					每股净资产(最新摊薄)	0.97	3.28	3.57	3.86
					估值比率				
					P/E	-14.41	51.57	17.78	11.93
					P/B	5.32	1.58	1.45	1.34
					EV/EBITDA	-43	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
2013-5-29	《中粮屯河-糖价已处底部区域，酱价近期有望上扬》
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-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

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