

果蔬加工

署名人: 观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

中粮屯河

600737

推荐

需求好于预期, 糖价触底迎来布局良机

事件: 上周五, 受 Czarnikow 下修 13/14 榨季全球糖市供应过剩预估至 200 万吨以及广西的产销率同比明显改善影响, 郑糖大幅上涨, 食糖现货价亦因需求坚挺而上调。

我们观点: 对于公司, 我们此前判断有两个拐点机会, 一个是 8~9 月番茄酱的拐点机会 (这个已被印证, 7 月海关出口报价 1008 美元/吨), 第二个拐点是四季度前后可能是糖价的拐点。从当前郑糖及现货价的表现来看, 我们认为食糖行业的悲观预期基本已反映在价格中, 拐点可期, 建议买逐步买入布局, 目标价 7.80 元, 6 元以下是难得的买入良机。

投资要点:

- **市场已将公司定性糖业股, 糖价起伏是公司股价走势的关键。** 随着番茄业务的缩小, 同时食糖业务迅速扩大, 番茄酱业务的占比目前仅有 20% 左右, 这是薯价的上涨未能如期带动股价上行的主要原因。也是我们尽管判断对了第一个拐点, 却没能迎来股价大涨的原因。
- **番茄酱业务已进入盈利区间, 薯价有望继续上行。** 相比国内两个糖业股南宁糖业、贵糖股份的造纸业务仍在亏损, 公司的稳健型更好。借鉴 Morningstar 当前约 1100 美元/吨的报价, 我们预计薯价仍可继续上行。谨慎假设报价为 1050 美元/吨、产销量 20 万吨, 那么公司对应的吨利润为 70 美元/吨, 净利润在 8820 万元左右。
- **食糖需求好于预期, 悲观预期已充分反映, 糖价或已触底。** 由于需求比预期强劲, Czarnikow 下修 13/14 榨季全球糖市供应过剩预估至 200 万吨。从国内现货价看, 8 月广西产销率达到 95%, 好于市场预期, 广西、云南、华东等地表示库存偏紧并纷纷上调现货价。我们认为当前糖价已充分反映 13-14 榨季的高库存压力, 并且过低的糖价亦激发下游强劲的需求, 糖价或已触底。
- **糖价拐点有望在四季度前后, 当前迎来布局良机。** 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。相应地, 公司股价亦已提前开始触底反弹, 预计未来随着现货价的走高, 股价有望逐步回升, 6 元以下是难得的布局良机。
- **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; 2) 预计 13/14/15 年归属母公司的净利润分别为 157/528/810 百万元, 对应增发摊薄后的 EPS 分别为 0.08/0.26/0.39 元, 对应当前股价分别为 68/22/14 倍, 目标价 7.80 元。
- **风险提示:** 薯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: 7.80 元

当前股价: 5.76 元

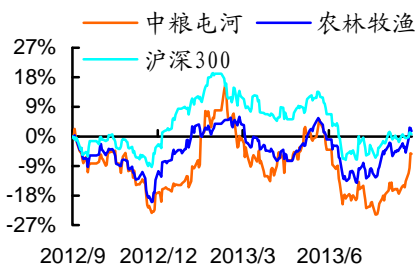
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2122.43
总股本(百)	2052
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	46
EPS	0.03
每股净资产(元)	2.76
资产负债率	53.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	14.29%	-4.16%	-6.49%
农林牧渔	7.48%	0.26%	-3.33%
沪深 300	2.78%	-8.55%	-10.72%



相关报告

《中粮屯河-番茄酱业务如期改善, 食糖业务或已见底》2013-8-27

《中粮屯河-专注 B2B, 番茄业务逐步转型》2013-8-19

《中粮屯河-糖价已处底部区域, 薯价近期有望上扬》2013-5-29

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3809	9711	10511	11319
收入同比(%)	-24%	155%	8%	8%
归属母公司净利润	-737	157	528	810
净利润同比(%)	-2375%	-79%	237%	53%
毛利率(%)	15.7%	18.1%	23.1%	26.3%
ROE(%)	-36.9%	2.3%	7.3%	10.4%
每股收益(元)	-0.36	0.08	0.26	0.39
P/E	-15.61	73.31	21.78	14.19
P/B	5.76	1.72	1.59	1.48
EV/EBITDA	-45	25	12	9

资料来源: 中投证券研究所

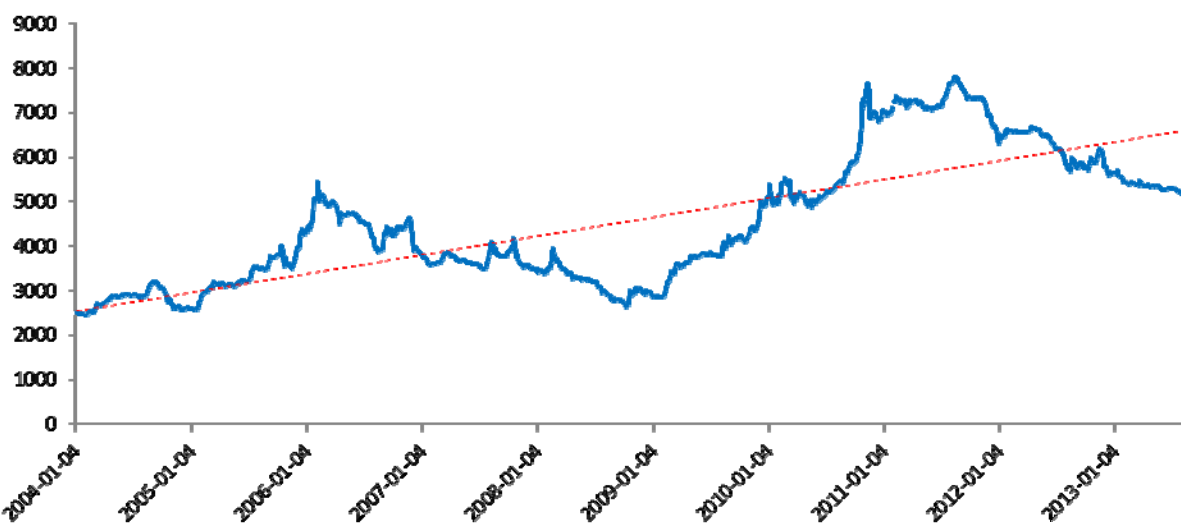
预期糖价的拐点在 13 年四季度前后

(1) 糖价已处于底部阶段，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 1 2004 年以来，南宁食糖的现货价格走势（9 月 5 日报价 5330 元/吨）



资料来源：Wind、中投证券研究所

表 1 当前国内食糖的需求好于预期，产销率好于去年同期（千吨）

	消费进度	生产进度	产销率 (%)		消费进度	生产进度	产销率 (%)
				2012-09	1067.6	1151.75	92.69%
2013-08		1305.77		2012-08	982.21	1151.75	85.28%
2013-07	1117	1305.77	85.54%	2012-07	864.03	1151.75	75.02%
2013-06	1044	1305.77	79.95%	2012-06	750	1151.75	65.12%
2013-05	921.17	1305.77	70.55%	2012-05	667.62	1151.75	57.97%
2013-04	767.04	1290.36	59.44%	2012-04	580.96	1145.33	50.72%
2013-03	603.68	1186.55	50.88%	2012-03	465.06	1074.55	43.28%
2013-02	458.77	916	50.08%	2012-02	323.88	839.27	38.59%
2013-01	364.03	671	54.25%	2012-01	211.2	521.97	40.46%
2012-12	217.64	327.51	66.45%	2011-12	112.9	300.46	37.58%
2012-11	49.99	85.77	58.28%	2011-11	24.17	61.98	39.00%

资料来源：中国糖业协会、中投证券研究所

海关 7 月出口数据番茄酱报价 1008 美元/吨，番茄酱业务已逐步进入盈利区间，预计酱价仍将继续上扬

全球加工番茄减产明显，酱价持续回升。7 月我国番茄酱的出口报价已达 1008 美元/吨，公司已逐步进入盈利区间。Tomatoland 7 月 21 日预测，全球番茄产量为 3315 万吨，与去年持平（正常需求为 3800 万吨/年），而在中国，行业预测番茄产量少于 400 万吨。此外，美国的曲顶病毒、西班牙及意大利北部的潮湿天气对减产的影响尚待观察。总体而言，今年减产趋势明显，番茄酱价格持续看涨。

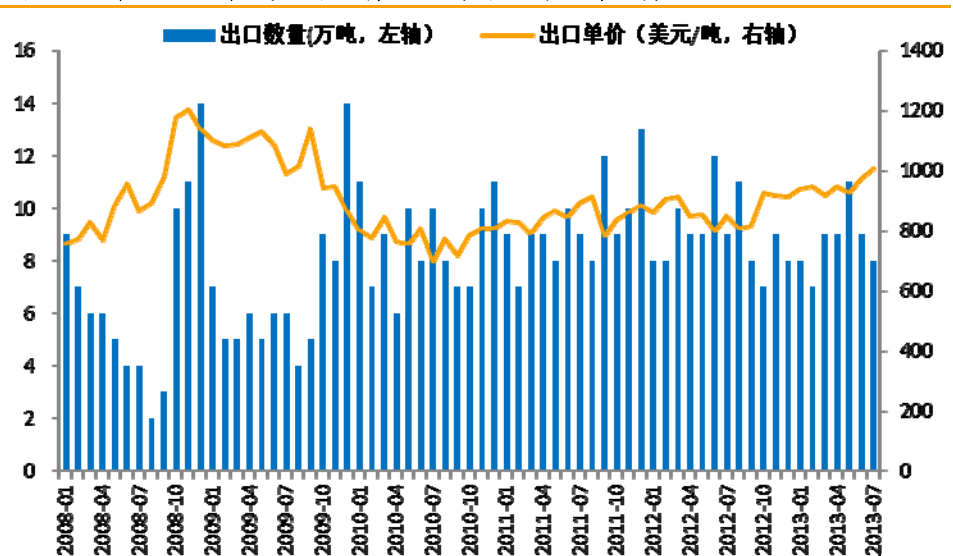
借鉴 Morningstar 的浓度 36~38% 的番茄酱价格为 1158~1124 美元/吨，我们认为国内酱价有望持续上升至 1100 美元/吨。

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) 1008 (海关总署 7 月出口数据)
美国	69.4	934	1058~1124 (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

图 2 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

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	8941	9057	9349	营业收入	3809	9711	10511	11319
现金	701	874	946	1019	营业成本	3211	7955	8081	8345
应收账款	403	1889	1891	1869	营业税金及附加	19	57	57	64
其它应收款	154	228	228	228	营业费用	546	874	978	1109
预付账款	255	300	330	360	管理费用	469	680	736	849
存货	2583	5470	5515	5707	财务费用	172	150	154	141
其他	246	180	147	167	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	55	580	901
无形资产	309	320	323	326	营业外收入	55	135	30	30
其他	156	387	400	306	营业外支出	20	32	10	10
资产总计	9275	15135	15604	15799	利润总额	-745	158	600	921
流动负债	7139	8313	8242	7872	所得税	8	-2	60	92
短期借款	4135	4538	4517	4001	净利润	-753	160	540	829
应付账款	1358	2784	2828	2921	少数股东损益	-16	3	12	18
其他	1646	990	897	950	归属母公司净利润	-737	157	528	810
非流动负债	95	85	85	85	EBITDA	-312	572	1184	1543
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-0.73	0.08	0.26	0.39
其他	95	85	85	85					
负债合计	7234	8398	8327	7957					
少数股东权益	46	49	61	80	主要财务比率				
股本	1006	2053	2053	2053	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	1153	4642	4642	4642	成长能力				
留存收益	-164	-7	521	1067	营业收入	-23.8%	155.0%	8.2%	7.7%
归属母公司股东权益	1995	6687	7216	7763	营业利润	-2300.	-92.9%	946.9	55.3%
负债和股东权益	9275	15135	15603	15799	归属于母公司净利润	-2374.	-78.7%	236.6	53.5%
					获利能力				
					毛利率	15.7%	18.1%	23.1%	26.3%
					净利率	-19.3%	1.6%	5.0%	7.2%
					ROE	-36.9%	2.3%	7.3%	10.4%
					ROIC	-14.3%	2.3%	6.9%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率	78.0%	55.5%	53.4%	50.4%
					净负债比率	57.16	54.04%	54.24	50.29%
					流动比率	0.61	1.08	1.10	1.19
					速动比率	0.22	0.39	0.41	0.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.41	0.80	0.68	0.72
					应收账款周转率	5	8	5	6
					应付账款周转率	3.38	3.84	2.88	2.90
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	-0.36	0.08	0.26	0.39
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	-1.50	0.48	0.64
					每股净资产(最新摊薄)	0.97	3.26	3.52	3.78
					估值比率				
					P/E	-15.61	73.31	21.78	14.19
					P/B	5.76	1.72	1.59	1.48
					EV/EBITDA	-45	25	12	9

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
2013-8-27	《中粮屯河-番茄酱业务如期改善，食糖业务或已见底》
2013-8-19	《中粮屯河-专注 B2B，番茄业务逐步转型》
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