

果蔬加工

署名人: 观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

中粮屯河

600737

推荐

业绩符合预期，基本面持续好转

事件: 公司公布 2013 年三季报。1-9 月实现营业收入 82.9 亿元 (+10.6%，调整后)，归属母公司股东净利润为 1.36 亿元 (+269%，调整后)，对应 EPS 0.09 元；7-9 月实现营业收入 33.3 亿元，归属于母公司股东的净利润 7588 万元，对应 EPS 0.04 元。食糖进出口业务、投资受益及资产转让收益为主要利润来源，业绩符合预期。

投资要点:

- **食糖收入大幅增加，食糖进出口业务为利润来源。** 得益于前期的增发收购，三季度公司的食糖销售及食糖贸易业务的收入规模快速增长，预计单季实现食糖销售约 15 亿元（约 30 万吨），进出口贸易收入约 13 亿元。由于三季度国内糖价仍处低位，因此预计食糖销售小幅亏损，盈利主要来自进出口业务（预计约 3500 万元）。整体看，前三季度食糖销售业务的整体亏损额约 6000 万元（不含进出口），进出口业务盈利约 1.1 亿元；
- **四季度糖价走势及食糖业务盈利变化为拐点判断的重要指标。** 我们认为当前是糖价的筑底阶段，尚存在的不确定性因素主要为：11 月前后的糖料收购价格、糖协的产量预测数据、明年 3 月前后的巴西糖产量，但悲观预期基本已反映。我们预计，由于需求好于预期，13-14 榨季全球食糖供需关系渐趋平衡，国内糖价或已触底，新榨季我国糖价将缓慢回升，公司食糖业务有望实现小幅盈利；
- **新榨季番茄酱单厂已盈利，但整体折旧过大可能拖累业绩表现。** 由于连续几年出现供给缺口，全球番茄酱供需关系已明显好转，9 月以来公司番茄酱的出口报价已达 1050~1100 美元/吨，单厂已实现盈利。但由于新榨季新疆的番茄产量仍然较低，公司的番茄酱产量仅为 15 万吨，因此部分停产酱厂产生的折旧费用导致整体的盈利可能不理想；
- **关注公司对番茄酱业务资产的处置进展。** 我们预计三季度公司的番茄酱销量约 4~5 万吨，前三季度番茄酱业务同比大幅减亏，亏损额约 9000 万元。由于产能过剩导致番茄酱业务长期亏损，接下来我们需关注公司可能对部分停产厂房采取剥离、出租等方式来实现彻底的扭亏；
- **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 71/21/14 倍，目标价 7.80 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: 7.80 元

当前股价: 5.34 元

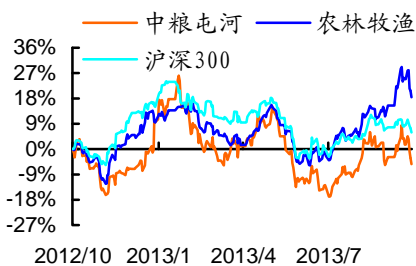
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2132.96
总股本(百万)	2052
流通股本(百万)	806
流通市值(亿)	43
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	-7.45%	8.54%	-6.97%
农林牧渔	2.98%	20.40%	14.48%
沪深 300	-2.49%	5.85%	-4.02%



相关报告

- 《中粮屯河-需求好于预期，糖价触底迎来布局良机》2013-9-9
- 《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

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	-15.08	70.82	21.04	13.71
P/B	5.57	1.66	1.54	1.43
EV/EBI DA	-44	24	12	9

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	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	主要财务比率				
少数股东权益	46	49	61	80	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%	155.0%	8.2%	7.7%
留存收益	-164	-7	521	1067	营业利润	-2300.	-92.9%	946.9	55.3%
归属母公司股东权益	1995	6687	7216	7763	归属于母公司净利润	-2374.	-78.7%	236.6	53.5%
负债和股东权益	9275	15135	15603	15799	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	-15.08	70.82	21.04	13.71
					P/B	5.57	1.66	1.54	1.43
					EV/EBITDA	-44	24	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
2013-10-14	《食糖行业：拐点已近，布局当时》
2013-9-9	《中粮屯河-需求好于预期，糖价触底迎来布局良机》
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