

农业—农产品加工

王义国

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

中粮屯河

600737

中性

09年不算正常，10年恢复增长

**事件：**公司16日公布年报显示，09年营业收入为28.8亿元，同比下跌16%，归属于母公司所有者利润为2.68亿元，同比下跌13%。每股收益为0.27元，分红方案为10派现金0.28元。

6-12个月目标价：12.00元

当前股价：14.16元

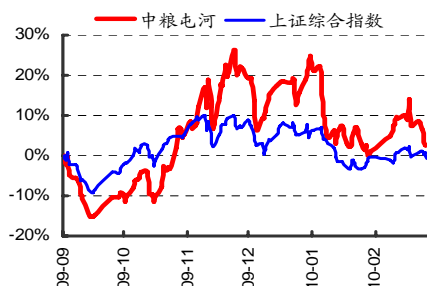
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2976
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
总市值(亿)	142
EPS (TTM)	0.27
每股净资产(元)	2.97
资产负债率	57%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	1	-14	3
上证综合指数	0	-9	1



相关报告

- 《中粮屯河：快速成长的业绩和良好公司治理》 11/21/2007
- 《中粮屯河：盈利增长回到合理水平》 4/25/2009
- 《中粮屯河：番茄酱新榨季价格成为关注焦点》 10/28/2009

投资要点：

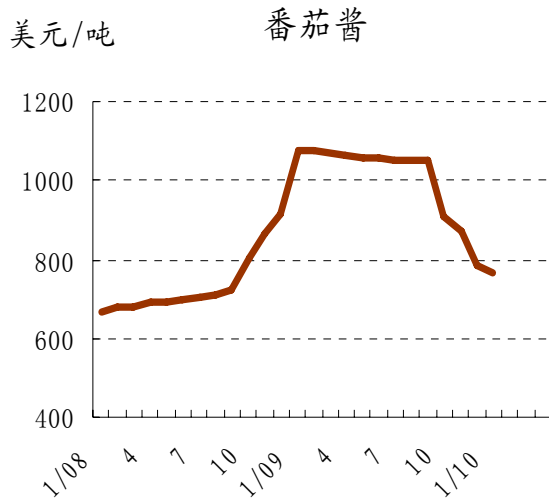
- **09 四季度番茄酱出口量少导致营业收入减少** 09 年四季度由于某些事件影响，番茄酱出口量较少，造成年底番茄酱库存比 08 年增加 6.45 个亿，相当于 09 年营业收入减少 11.3 亿。此因素反过来将可能导致 2010 年一季度营业收入和盈利大增。
- **番茄酱价格从高峰不断回落** 番茄酱价格从 09 年 1050 美元高峰回落到现在每吨 800 美元。我们预计，随着国内番茄酱行业的整固，出口番茄酱价格将稳定在每吨 800-850 美元之间。公司竞争力体现在番茄酱从加工向种植延伸，有利于稳定控制番茄酱原料来源和原料品质。
- **公司在南方扩大糖产的计划仍未明朗** 09 年公司甜菜糖毛利占到公司总毛利的 28%，公司认为扩大糖产的方向是收购南方甘蔗糖厂，但收购糖厂的计划至今仍未公布。公司未来两年的盈利增长还须依赖番茄酱销量的增长。至于公司提议的果汁业务，由于现有规模偏小且处于市场培育期，我们认为最近三年内并不会产生很大盈利贡献。
- **维持中性评级** 股票现价按 09 年业绩计算，PE 有 53 倍，即使按番茄酱库存调整为商品之后的业绩计算，PE 也有 40 倍。基于公司盈利长期复合增长率有 25%，公司现价隐含的 PEG 为 1.6 倍，属于估值偏高水平。我们仍然维持去年以来对公司的“中性”投资评级。

主要财务指标

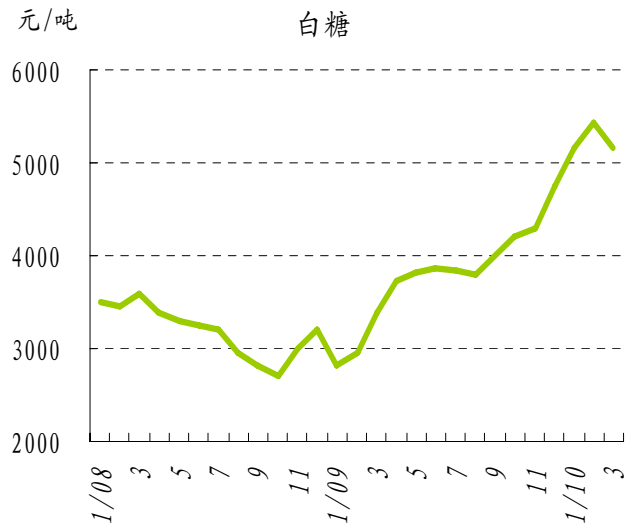
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2885	3752	4113	4799
同比(%)	-16%	30%	10%	17%
归属母公司净利润(百万元)	268	286	234	321
同比(%)	-13%	7%	-18%	37%
毛利率(%)	30.2%	30.0%	27.2%	28.5%
ROE(%)	8.5%	8.4%	6.5%	8.2%
每股收益(元)	0.27	0.28	0.23	0.32
P/E	53.11	49.79	60.74	44.36
P/B	4.50	4.18	3.97	3.62
EV/EBITDA	35	29	33	26

资料来源：中投证券研究所

图表 1: 新疆番茄酱出口价格



图表 2: 食糖价格表现



来源: 中投证券整理

图表 2: 中粮屯河季度经营分析

单位:	2 0 0 7					2 0 0 8					2 0 0 9				
亿元	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年 E
<b>番茄酱:</b>															
收入	2.77	2.67	2.14	4.96	<b>12.54</b>	4.18	3.59	3.01	9.04	<b>19.82</b>	7.65				14.36
毛利率	24.5%	18.9%	24.6%	29.3%	<b>25.2%</b>	30.0%	30.5%	30.5%	41.3%	<b>35.8%</b>	<b>41.8%</b>				<b>43.05%</b>
<b>糖业:</b>															
收入	3.95	4.59	3.11	4.35	<b>16.00</b>	4.10	2.31	2.20	4.28	<b>12.89</b>	5.93				14.42
毛利率	32.7%	34.4%	47.4%	28.2%	<b>34.8%</b>	25.5%	25.0%	24.5%	22.9%	<b>24.4%</b>	<b>13.3%</b>				<b>16.92%</b>
<b>杏果酱:</b>															
收入	/	0.38	0.28	/	<b>0.67</b>	/	0.40	0.4	/	<b>0.80</b>					
毛利率	/	27.4%	27.4%	/	<b>27.44%</b>	/	27%	27%	/	<b>27%</b>					
<b>合计收入</b>															
收入	6.72	7.65	5.54	9.86	<b>29.77</b>	8.28	6.02	5.39	13.82	<b>33.51</b>	4.91	8.79	6.70	8.4	<b>28.80</b>
毛利率	29.3%	28.6%	37.5%	28.4%	<b>30.0%</b>	27.8%	29.7%	30.2%	33.6%	<b>30.9%</b>	30.9%	28.1%	29.1%	32.1%	<b>30.0%</b>
<b>净利润</b>															
净利润	0.31	0.56	0.81	0.79	<b>2.47</b>	0.57	0.57	0.52	1.44	<b>3.10</b>	0.25	1.32	0.79	0.32	<b>2.68</b>
<b>净利率</b>															
净利率	4.6%	7.7%	14.6%	8.0%	<b>8.3%</b>	6.9%	9.4%	9.6%	10.4%	<b>9.2%</b>	5.1%	15.0%	11.8%	3.8%	<b>9.3%</b>

来源: 中投证券研究所整理

附：财务预测表

资产负债表				利润表			
会计年度	2009	2010E	2011E	会计年度	2009	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	3087	3472	3608	<b>营业收入</b>	2885	3752	4113
现金	1109	1275	1167	营业成本	2015	2628	2995
应收账款	223	330	362	营业税金及	21	23	25
其它应收款	1264	1126	1234	营业费用	280	353	387
预付账款	56	79	90	管理费用	267	341	374
存货	430	657	749	财务费用	85	153	151
其他	5	5	7	资产减值损	25	30	35
<b>非流动资产</b>	3862	3846	3875	公允价值变	7	0	0
长期投资	569	569	569	投资净收益	64	60	60
固定资产	3007	3010	3051	<b>营业利润</b>	263	284	207
无形资产	192	185	178	营业外收入	54	50	60
其他	93	82	77	营业外支出	34	30	20
<b>资产总计</b>	6948	7319	7483	<b>利润总额</b>	283	304	248
<b>流动负债</b>	3657	3764	3741	所得税	1	3	2
短期借款	3053	3100	3000	<b>净利润</b>	282	301	247
应付账款	246	263	300	少数股东损	14	15	12
其他	359	401	441	<b>归属母公司</b>	268	286	234
<b>非流动负债</b>	46	56	48	EBITDA	456	553	478
长期借款	25	25	25	EPS (元)	0.27	0.28	0.23
其他	21	31	23				
<b>负债合计</b>	3703	3820	3789	<b>主要财务比</b>			
少数股东权益	80	95	107	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>
股本	1006	1006	1006	<b>成长能力</b>			
资本公积	1451	1471	1491	营业收入	-16.1%	30.0%	9.6%
留存收益	710	929	1092	营业利润	-6.9%	8.0%	-27.3%
归属母公司股东权	3165	3404	3587	归属于母公	-13.5%	6.7%	-18.0%
<b>负债和股东权益</b>	6948	7319	7483	<b>获利能力</b>			
				毛利率	30.2%	30.0%	27.2%
				净利率	9.3%	7.6%	5.7%
				ROE	8.5%	8.4%	6.5%
				ROIC	8.4%	10.2%	8.0%
				<b>偿债能力</b>			
				资产负债率	53.3%	52.2%	50.6%
				净负债比率			
				流动比率	0.84	0.92	0.96
				速动比率	0.51	0.57	0.56
				<b>营运能力</b>			
				总资产周转	0.44	0.53	0.56
				应收账款周	6	12	10
				应付账款周	4.94	10.33	10.65
				<b>每股指标</b>			
				每股收益(最	0.27	0.28	0.23
				每股经营现	-0.07	0.36	0.28
				每股净资产	3.15	3.39	3.57
				<b>估值比率</b>			
				P/E	53.11	49.79	60.74
				P/B	4.50	4.18	3.97
				EV/EBITDA	35	29	33

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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

## 分析师简介

**王义国:** 中投证券研究所农业行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、大湖股份、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、亚盛集团、东方园林、圣农发展等

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编: 100031  
传真: (010) 66276939

### 上海

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