

# 公司研究

食品/加工  
评级：持有

## 信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街  
九号院一号楼六层信达证券  
研发中心

康敬东

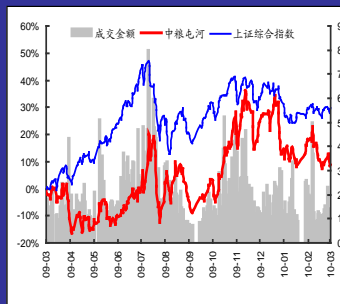
010-63081261

kangjingdong@cindasc.com

### 主要财务指标

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	2,879	3,391	3,222	3,868
(+/-%)	-16%	18%	-5%	20%
归母公司净利润(百万元)	267.69	261.09	405.26	495.68
(+/-%)	-14%	-2%	55%	22%
每股收益(元)	0.266	0.260	0.403	0.493
市盈率(P/E)	53.5	54.9	35.4	28.9
市净率(P/B)	4.8	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	30.6	30.4	23.5	21.3
股息率(%)	1.2%	0.7%	1.1%	1.4%
归母公司权益(百万元)	3148	PEG	2.09	
总市值(百万元)	14,329.86	总股本(百万股)	1,006	
企业价值(百万元)	10,545	流通股(百万股)	806	
资产负债率(%)	57%	换手率(3个月)	103.14	
归母净资产收益率(%)	8.29%	52	刚价格波动	00
年复合增长率(10-13)	26%	上海综合指数	3,019	

### 近一年股价走势



### 相关报告

请务必阅读最后一页重要的  
免责声明

# 中粮屯河 (600737/16 元)

## 短期机会有限—2009 年报点评

2010 年 3 月 26 日

### 摘要

- 2009 年公司实现销售收入 28.79 亿元，实现主营利润 8.39 亿元，实现归属母公司净利润 2.68 亿元，分别减少 16.06%、19.38%和 13.90%。每股收益 0.27 元，每股净资产 2.97 元、每股经营活动现金流-0.05 元，净资产收益率 9.12%。
- 番茄酱价格不断回落是公司利润下滑的主要原因，另外新疆 75 事件也对公司生产经营无形中构成影响。2009 年我国番茄酱出口价格从年初的 1100 元/美元，几乎一路下滑至年底的 860 美元/吨，下降幅度达 22%。
- 2009 年单季度的 EPS 分别为 0.02、0.13、0.08 和 0.03 元。一、四季度数据过低，特别是第四季度销售不理想是影响业绩的主要原因。第一和第四季度公司确认的收益仅为上年的同期的 1/3 和 1/5。
- 2009 年全球和中国番茄酱分别为 4231.7 万吨和 865.5 万吨，较上年分别增长了 15.57%和 35.13%。全球和中国多年的高速增长面临行业周期的拐点，预计 2010 年全球和中国番茄酱产量将分别下降 6.7%和 9.88%。
- 假设股本不变且不考虑糖业并购因素，我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 将分别为 0.26、0.40 和 0.49 元，对应当前股价 PE 分别为 55、35 和 29 倍，2010 年-2013 年复合增长 26%。我们给出的估值为 16 元。
- 考虑到行业因素，暂给予“持有”的评级。长期来看公司成长性和治理情况均支持股价向上，可重点关注并在低位布局。

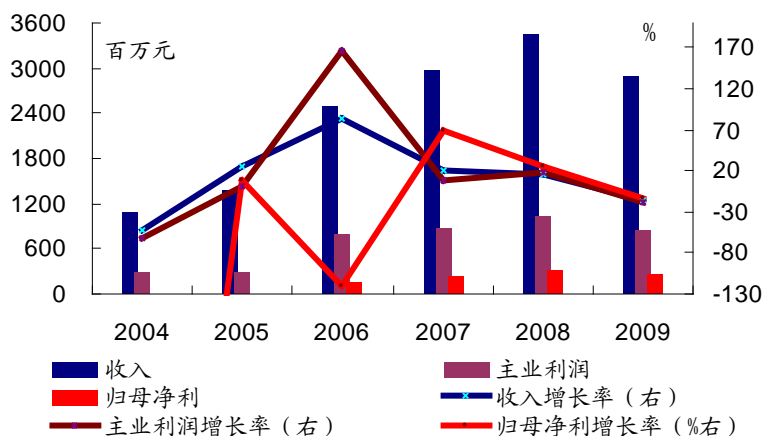
### 目录

1. 收入利润下滑 ..... 2
2. 期间费用、经营效率下降 ..... 2
3. 主业面临行业低潮 ..... 4
4. 投资建议 ..... 5

## 1. 收入利润下滑

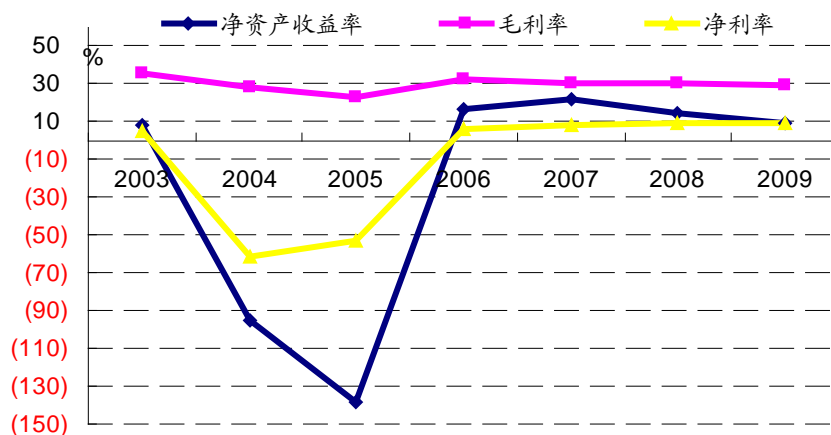
2009 年公司实现销售收入 28.79 亿元，实现主营利润 8.39 亿元，实现归属母公司净利润 2.68 亿元，分别减少 16.06%、19.38%和 13.90%。每股收益 0.27 元，每股净资产 2.97 元、每股经营活动现金流-0.05 元，净资产收益率 9.12%。

图 1: 公司收入、利润变动情况



资料来源: 信达证券

图 2: 公司盈利水平变动



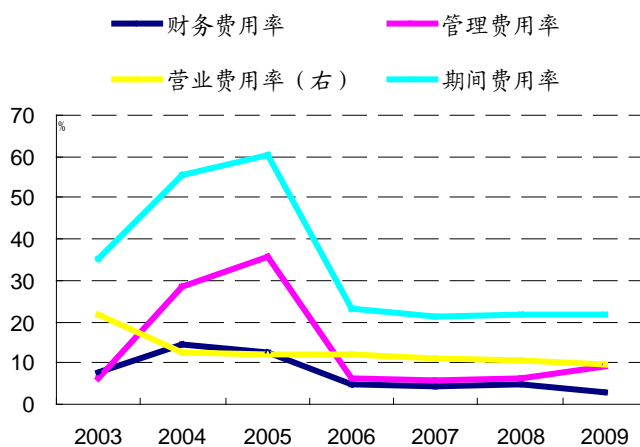
资料来源: WIND

## 2. 期间费用、经营效率下降

2006 年以来公司期间费用明显下降，由 2005 年的 60.5%下降至 20%多，07-09 年期间费用分别为 21.3%、21.6%和 21.6%。期间费用中财务费用占收入的比重下降尤其明显，2007-2009 年分别为 4.6%、4.6%和 2.7%，三年中下降近半。2009 年管理费用率为 9.3%虽然较 08 年的 6.3%有所上升，但仍较 2005 年的 35.9%大幅下降。营业费用率近年来也保持在 11%-9.6%之间，且逐年下降。体现了中粮入主后公司在费

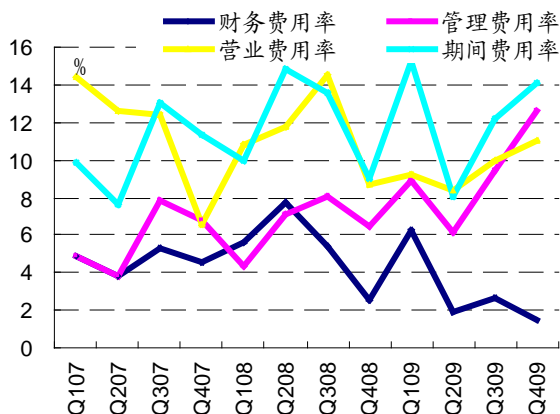
用控制方面取得的成绩。

图 3: 近年期间费用变动情况



资料来源: WIND

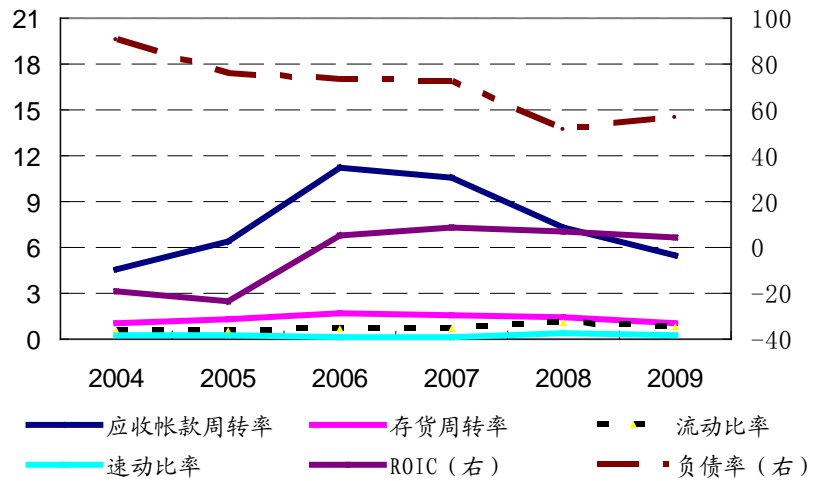
图 4: 近年单季度期间费用变动情况



资料来源: WIND

在经营效率方面, 公司应收帐款周转率和存货周转率自 2007 年以来逐年下滑, 表现不佳, 流动比率和速动比率在 2009 年分别为 0.83%和 0.22%, 略有不足。但负债率保持在相对合理的水平, 2008 和 2009 年分别为 51.56%、56.27%, 较之前 70%多明显改观。

图 5: 近年经营效率比较

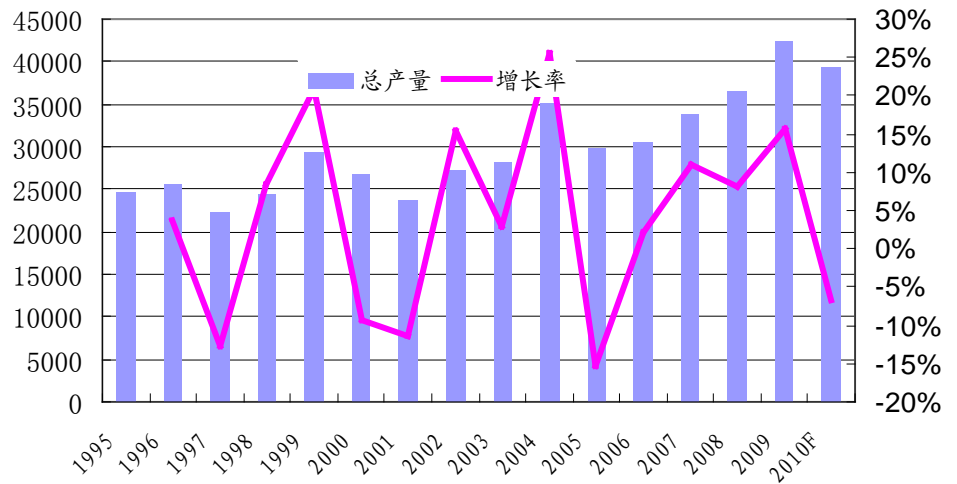


资料来源: WIND

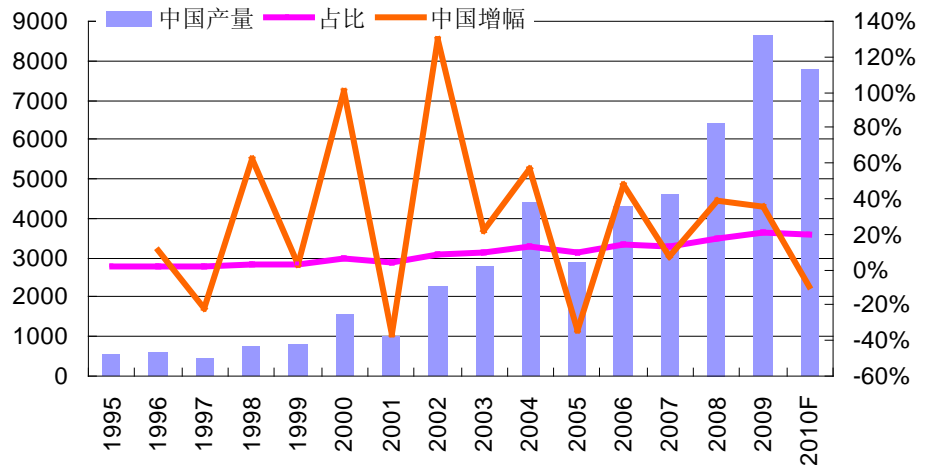
### 3. 主业面临行业低潮

2009 年全球和中国番茄酱分别为 4231.7 万吨和 865.5 万吨, 较上年分别增长了 15.57%和 35.13%。全球和中国多年的高速增长面临行业周期的拐点, 预计 2010 年全球和中国番茄酱产量将分别下降 6.7%和 9.88%。

图 6: 全球番茄酱产量增长情况



资料来源: 信达证券

**图 7: 我国番茄酱产量增长及占比**


资料来源: 信达证券

由于去年新疆番茄产率高且获得丰收, 目前公司存货较高, 估计可能有 30 万吨, 在价格不断下降的背景下, 预计明年公司收购量将大为下降。但销量仍然可能达到 40 万吨, 我们预计毛利率将从 34% 下降至 27%。甜菜糖方面, 由于与蔗糖相比收益水平低且运输成本高, 公司这块业务的突破口仍然在于其对南方蔗糖企业的并购预期。总体来看公司未来两年仍然处于内修基础的阶段, 短期机会不会太大。

#### 4. 投资建议

假设股本不变且不考虑糖业并购因素, 我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 将分别为 0.26、0.40 和 0.49 元, 对应当前股价 PE 分别为 55、35 和 29 倍, 2010 年-2013 年复合增长 26%。我们给出的估值为 16 元, 并给予“持有”的评级。长期来看公司成长性和治理情况均支持股价向上, 可重点关注并在低位布局。

**表 1: 报表预测**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>现金流量表 (百万元)</b>				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	2879.5	3390.7	3221.6	3867.6	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	2040.0	2435.4	2156.2	2600.7	归属母公司所有者的净利润	282.1	396.3	563.1	872.2
主营业务利润	839.5	955.3	1065.4	1266.9	少数股东权益	14.4	14.9	21.2	32.8
其他业务利润	72.2	50.0	50.0	50.0	折旧及摊销	239.4	179.2	185.9	192.5
销售费用	277.4	326.7	310.4	372.7	坏账准备	0.2	80.7	(26.7)	102.0
管理费用	267.3	314.8	299.1	359.1	应收帐款的减少/(增加)	144.4	(118.7)	39.3	(150.0)
财务费用	78.1	167.3	156.7	140.2	存货的减少/(增加)	(622.7)	(448.1)	316.4	(503.8)
资产减值损失及其它	25.2	20.0	20.0	20.0	摊销费用和其他流动资产的减少/增加	0.0	(65.1)	21.5	(82.2)
营业利润	263.7	176.5	329.2	425.0	其他长期资产的减少/(增加)	9.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	19.9	10.0	10.0	10.0	应付帐款的增加/(减少)	(142.1)	117.3	(82.8)	131.8
利润总额	283.5	276.5	429.2	525.0	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	1.4	1.4	2.2	2.6	其他流动负债的增加/(减少)	81.1	29.5	(18.7)	34.0
净利润	282.1	275.1	427.0	522.3	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	14.4	14.0	21.8	26.7	其它	(53.5)	0.0	0.0	(53.7)
归属母公司所有者的净利润	267.7	261.1	405.3	495.7	经营活动产生的现金流净额	(47.7)	186.0	1019.2	575.7
<b>资产负债表 (百万元)</b>	2009	2010E	2011E	2012E	投资活动产生的现金流				
现金及现金等价物	90.2	125.7	125.7	125.7	收回投资与投资收益	72.7	0.0	0.0	0.0
应收帐款	668.6	787.4	748.1	1554.8	资本投资	732.2	200.0	200.0	200.0
存货	2312.2	2760.3	2443.9	2947.7	其它	1.7	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	366.5	431.5	410.0	492.2	投资活动产生的现金流净额	(661.2)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
流动资产合计	3172.5	3569.6	3219.1	3910.0	筹资活动产生的现金流				
固定资产	3227.9	3263.2	3291.8	3313.7	吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	289.4	274.9	260.4	246.0	支付股利	165.2	158.5	225.3	348.9
其它非流动资产	323.5	323.5	323.5	323.5	取得借款收到的现金	760.0	208.0	(594.0)	(26.8)
资产总计	7013.2	7711.1	7396.0	8127.2	其它	(3.6)	0.0	0.0	0.0
短期借款	3072.3	3280.4	2686.4	2659.6	筹资活动产生的现金流净额	598.4	49.5	(819.2)	(375.7)
应付帐款	605.1	722.3	639.5	771.4	现金的净流入/(净流出)	(111.4)	35.5	0.0	0.0
其他流动负债	155.0	184.5	165.8	199.8	现金期初余额	181.5	90.2	125.7	125.7
流动负债合计	3832.4	4187.2	3491.7	3634.0	现金期末余额	70.2	125.7	125.7	125.7
长期借款	20.0	20.0	20.0	20.0					
其他非流动负债	94.3	94.3	94.3	94.3	<b>主要财务指标</b>	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债合计	114.3	114.3	114.3	114.3	ROE	8.9%	8.1%	11.4%	12.1%
负债合计	3946.6	4301.4	3606.0	3748.2	ROA	3.8%	3.5%	5.7%	6.4%
归属母公司所有者权益合计	2991.1	3228.9	3566.8	4090.2	已获利息倍数	4.6	2.56x	3.61x	4.58x
少数股东权益	75.5	90.4	111.6	144.4	资产负债率	56.3%	57.9%	50.8%	48.1%
所有者权益合计	3066.6	3319.3	3678.4	4234.6	流动比率	82.8%	85.3%	92.2%	107.6%
负债和股东权益总计	7013.2	7711.1	7396.0	8127.2	固定资产/总资产	46.0%	43.9%	46.4%	42.5%

资料来源: 信达证券

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

## 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心  
 邮编：100031  
 传真：0086 10 63081102