

农业—农产品加工

署名人: 王义国

执业证书号: S0960200010020

wangyiguo@cjis.cn

0755-82026749

中粮屯河

600737

中性

番茄酱和糖业形势轮流变化影响公司整体盈利

**事件:** 公司 18 日公布 2010 年中报, 2010 年上半年营业收入为 12.82 亿元, 同比下跌 6.8%, 归属于母公司所有者利润为 0.81 亿元, 同比下跌 48%, 每股收益为 0.08 元。

6-12 个月目标价: 12.0 元

当前股价: 13.83 元

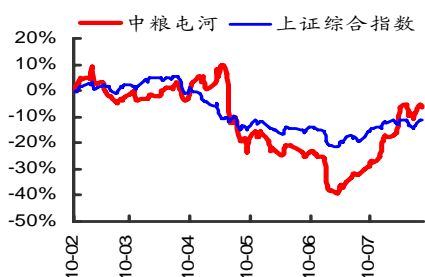
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2671
总股本(百万)	1006
流通股本(百万)	806
总市值(亿)	138
EPS (TTM)	0.19
每股净资产(元)	3.22
资产负债率	53%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	37	15	-6
上证综合指数	10	4	-11



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: 09 年不算正常 10 年恢复增长》 3/16/2010

投资要点:

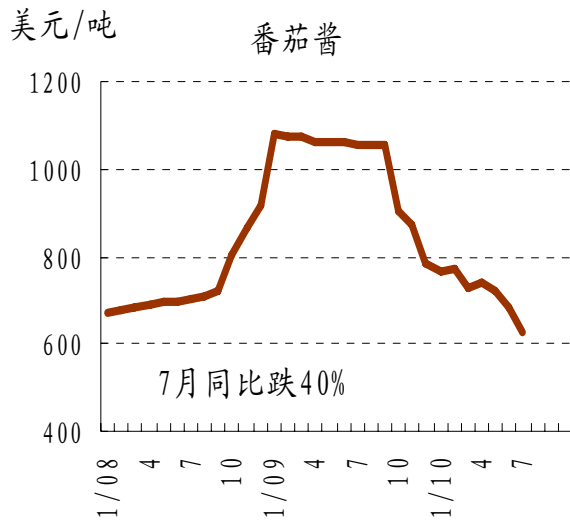
- **今年上半年番茄酱毛利率从去年高峰显著回落** 由于 09 年中国番茄酱产量大增, 今年上半年一些小厂资金周转不灵, 低价抛售, 7 月份乌市海关统计的番茄酱出口价为 629 美元/吨, 同比下跌 40%。公司番茄酱产量上半年虽有增长, 但毛利率从去年三季度 44% 下跌到今年上半年 27%, 已回到一个合理水平。我们认为, 番茄酱跌价趋势基本结束。
- **糖业毛利率上升到 33% 高水平** 公司糖业形势与番茄酱形势刚好形成跷跷板, 番茄酱毛利率下降, 而糖业毛利率受益于糖价大幅上升, 毛利率回到 33% 较高水平。糖业毛利占比与番茄酱毛利占比开始接近, 重新回到 07 年的情形。
- **番茄酱和糖业形势轮流变动影响公司的整体利润** 自 06 年中粮集团接收新疆屯河后, 公司政策一直是齐头发展番茄酱和糖业农副产品。期间番茄酱和糖业交替出现行业好坏情况, 我们认为, 番茄酱和糖业形势轮流变动影响公司的整体利润, 使得公司盈利预测容易出现偏差。
- **维持中性评级** 尽管公司今年中报利润低于预期, 我们仍维持之前盈利预测。股票现价按 10 和 11 年业绩计算, PE 介于 40-50 倍之间, 尽管有农产品涨价主题因素, 但公司估值属于偏高水平, 我们维持去年以来对公司“中性”的投资评级。
- **风险因素** 全球玉米、小麦等粮食价格出现上涨趋势后, 农产品上涨品种可能扩散到番茄和甜菜, 这将影响我们对公司的定价。

主要财务指标

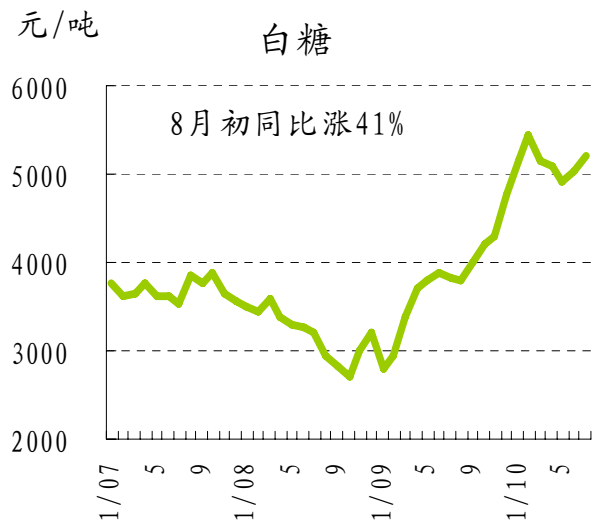
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2885	3742	4097	4774
同比(%)	-16%	30%	9%	17%
归属母公司净利润(百万元)	268	333	258	414
同比(%)	-13%	24%	-22%	60%
毛利率(%)	30.2%	29.5%	26.7%	29.0%
ROE(%)	8.5%	9.6%	7.1%	10.2%
每股收益(元)	0.27	0.33	0.26	0.41
P/E	51.87	41.82	53.82	33.58
P/B	4.40	4.03	3.82	3.41
EV/EBITDA	35	30	35	25

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: 乌市海关网、广西糖网、中投证券整理

图表 2: 中粮屯河季度经营分析

单位:	2008					2009					2010E				
亿元	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年
<b>番茄酱:</b>															
收入	4.18	3.59	3.01	9.04	<b>19.82</b>	7.65		6.71		14.36	7.08				
毛利率	30.0%	30.5%	30.5%	41.3%	<b>35.8%</b>	41.8%		44.5%		<b>43.1%</b>	27.3%				
<b>糖业:</b>															
收入	4.10	2.31	2.20	4.28	<b>12.89</b>	5.93		8.49		14.42	5.59				
毛利率	25.5%	25.0%	24.5%	22.9%	<b>24.4%</b>	13.3%		19.5%		<b>16.9%</b>	33.8%				
<b>杏果酱:</b>															
收入	/	0.40	0.4	/	<b>0.80</b>										
毛利率	/	27%	27%	/	<b>27%</b>										
<b>合计收入</b>															
收入	8.28	6.02	5.39	13.82	<b>33.51</b>	4.91	8.79	6.70	8.40	<b>28.80</b>	6.29	6.53			
毛利率	27.8%	29.7%	30.2%	33.6%	<b>30.9%</b>	30.9%	28.1%	29.1%	32.1%	<b>30.0%</b>	28.8%	30.7%			
<b>净利润</b>															
净利润	0.57	0.57	0.52	1.44	<b>3.10</b>	0.25	1.32	0.79	0.32	<b>2.68</b>	0.38	0.43			
<b>净利率</b>															
净利率	6.9%	9.4%	9.6%	10.4%	<b>9.2%</b>	5.1%	15.0%	11.8%	3.8%	<b>9.3%</b>	6.0%	6.6%			

来源: 公司年报、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>	2211	2432	2748	<b>营业收入</b>	2885	3742	4097
现金	87	160	200	营业成本	2015	2639	3003
应收账款	223	329	360	营业税金及	21	22	25
其它应收款	632	561	614	营业费用	280	352	385
预付账款	56	79	90	管理费用	267	341	373
存货	1208	1297	1476	财务费用	85	88	86
其他	5	5	7	资产减值损	25	30	35
<b>非流动资产</b>	3358	3352	3437	公允价值变	7	0	0
长期投资	342	342	342	投资净收益	64	60	60
固定资产	2731	2743	2840	<b>营业利润</b>	263	331	251
无形资产	192	185	178	营业外收入	54	50	50
其他	93	82	77	营业外支出	34	30	30
<b>资产总计</b>	5569	5784	6185	<b>利润总额</b>	283	351	272
<b>流动负债</b>	2281	2183	2383	所得税	1	1	1
短期借款	1677	1518	1641	<b>净利润</b>	282	350	272
应付账款	246	264	300	少数股东损	14	17	13
其他	359	401	441	<b>归属母公司</b>	268	333	258
<b>非流动负债</b>	46	56	48	EBITDA	448	525	448
长期借款	25	25	25	EPS (元)	0.27	0.33	0.26
其他	21	31	23				
<b>负债合计</b>	2327	2239	2431	<b>主要财务比</b>			
少数股东权益	80	97	110	<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%	29.7%	9.5%
留存收益	707	972	1148	营业利润	-5.7%	25.9%	-24.3%
归属母公司股东权	3162	3448	3643	归属于母公	-12.5%	24.0%	-22.3%
<b>负债和股东权益</b>	5569	5784	6185	<b>获利能力</b>			
				毛利率	30.2%	29.5%	26.7%
				净利率	9.3%	8.9%	6.3%
				ROE	8.5%	9.6%	7.1%
				ROIC	9.2%	10.8%	8.1%
				<b>偿债能力</b>			
				资产负债率	41.8%	38.7%	39.3%
				净负债比率			
				流动比率	0.97	1.11	1.15
				速动比率	0.43	0.51	0.52
				<b>营运能力</b>			
				总资产周转	0.49	0.66	0.68
				应收账款周	6	12	10
				应付账款周	4.94	10.35	10.65
				<b>每股指标</b>			
				每股收益(最	0.27	0.33	0.26
				每股经营现	0.71	0.40	0.20
				每股净资产	3.14	3.43	3.62
				<b>估值比率</b>			
				P/E	51.87	41.82	53.82
				P/B	4.40	4.03	3.82
				EV/EBITDA	35	30	35

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、金德发展等

## 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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 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