

农林牧渔—农产品加工业

署名人: 王义国

执业证书号: S0960200010020

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.5元

当前股价: 16.11元

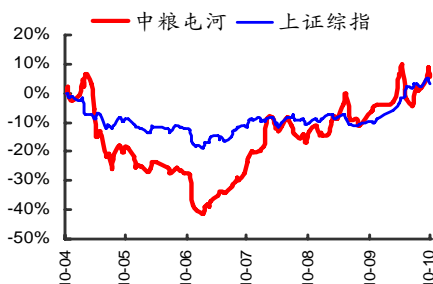
评级调整: 维持

基本资料

上证指数	2997
总股本(百万)	1010
流通股本(百万)	806
总市值(亿)	162
10预测EPS	0.25
10预测BV(元)	3.32
资产负债率	52%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中粮屯河	13	38	6
上证综指	14	16	3



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: 2010年盈利恢复增长》 8/18/2010

中粮屯河

600737

中性

公司盈利仍处于整固阶段

事件: 公司10月28日公布三季报显示, 三季度单季收入为7.39亿元, 同比增长10%, 净利为0.905亿, 同比增长14%。1-9月收入为20.21亿元, 同比增长0.9%, 净利为1.71亿元, 同比下跌27%, 每股盈利是0.17元。

投资要点:

- **公司三季度净利润上升主要依靠投资收益增加** 三季度甜菜糖价格环比上涨20%, 番茄酱价格环比下跌10%, 公司单季度营业收入同比增长10%, 净利润同比增长14% (其中屯河水泥投资收益贡献了74%), 若投资收益按去年水平计算, 三季度净利润同比还下跌21%。
- **番茄酱价格何时回升是个关键因素** 09年开始的国内番茄酱产量大增以及欧盟内部消费减弱严重影响番茄酱价格 (目前价格与高峰比下跌40%)。从公司未来经营看, 番茄酱价格何时回升是个关键因素。我们预计, 明后两年将从现在每吨700美元回升到850美元左右。
- **糖价维持强势有利公司甜菜糖业务** 预计10/11榨季白糖均价维持每吨5400元以上, 这对于公司作为国内最大的甜菜糖企业非常有利。
- **增加糖期货保证金传递一个管理信号** 公司公告将白糖期货保证金从4亿增加到6亿。我们认为, 现代农业企业较之传统农业企业就是更多利用金融工具对冲产品价格波动风险, 公司增加期货保证金的行为属于理性决策, 惟其对衍生品风险管理的效果仍有待观察。
- **维持中性评级** 公司是农产品番茄酱和甜菜糖的初加工企业, 基于公司盈利这两年仍处于整固阶段以及较高估值, 我们维持“中性”投资评级。

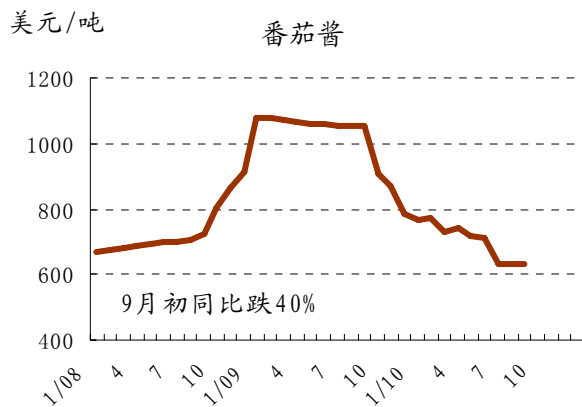
风险因素: 自然灾害; 番茄酱和甜菜糖扩产进度及衍生品期货管理风险

主要财务指标

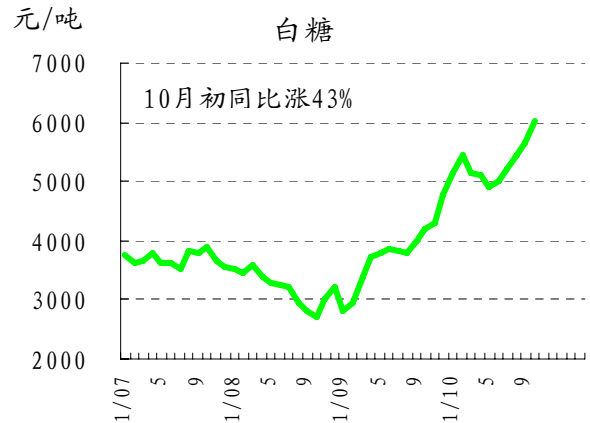
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2885	3085	4068	4770
同比(%)	-16%	7%	32%	17%
归属母公司净利润	268	225	276	395
同比(%)	-13%	-16%	23%	43%
毛利率(%)	30.2%	29.3%	27.1%	29.3%
ROE(%)	8.5%	6.7%	7.7%	9.9%
每股收益(元)	0.27	0.22	0.27	0.39
P/E	60.43	71.97	58.67	40.98
P/B	5.12	4.85	4.52	4.05
EV/EBITDA	39	37	34	26

资料来源: 公司报告、中投证券研究所

图表 1: 1-9 月番茄酱出口价为每吨 704 美元



图表 2: 1-10 月食糖价格为每吨 5307 元



来源: 乌市海关、糖网、中投证券

图表 3: 中粮屯河季度经营分析

单位:	2 0 0 8					2 0 0 9					2 0 1 0				
亿元	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年 E
番茄酱:															
收入	4.18	3.59	3.01	9.04	19.82	7.65		6.71		14.36	7.08				
毛利率	30.0%	30.5%	30.5%	41.3%	35.8%	41.8%		44.5%		43.05%	27.3%				
糖业:															
收入	4.10	2.31	2.20	4.28	12.89	5.93		8.49		14.42	5.59				
毛利率	25.5%	25.0%	24.5%	22.9%	24.4%	13.3%		19.5%		16.92%	33.7%				
杏果酱:															
收入	/	0.40	0.4	/	0.80										
毛利率	/	27%	27%	/	27%										
合计收入															
收入	8.28	6.02	5.39	13.82	33.51	4.91	8.79	6.70	8.40	28.80	6.29	6.53	7.39	10.64	30.85
毛利率	27.8%	29.7%	30.2%	33.6%	30.9%	30.9%	28.1%	29.1%	32.1%	30.0%	28.8%	30.7%	27.6%	29.9%	29.3%
净利润															
净利润	0.57	0.57	0.52	1.44	3.10	0.25	1.32	0.79	0.32	2.68	0.38	0.43	0.90	0.54	2.25
净利率															
净利率	6.9%	9.4%	9.6%	10.4%	9.2%	5.1%	15.0%	11.8%	3.8%	9.3%	6.0%	6.6%	12.1%	5.1%	7.8%

来源: 公司报表、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
流动资产	3087	3322	3597	营业收入	2885	3085	4068
现金	1109	1510	1182	营业成本	2015	2180	2967
应收账款	223	271	358	营业税金及	21	19	24
其它应收款	1264	925	1221	营业费用	280	290	382
预付账款	56	65	89	管理费用	267	281	370
存货	430	545	742	财务费用	85	152	150
其他	5	4	7	资产减值损	25	30	35
非流动资产	3862	3846	3875	公允价值变	7	0	0
长期投资	569	569	569	投资净收益	64	85	110
固定资产	3007	3010	3051	营业利润	263	219	251
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
资产总计	6948	7169	7472	利润总额	283	239	292
流动负债	3657	3677	3735	所得税	1	2	2
短期借款	3053	3100	3000	净利润	282	237	290
应付账款	246	218	297	少数股东损	14	12	14
其他	359	359	438	归属母公司	268	225	276
非流动负债	46	56	48	EBITDA	456	487	520
长期借款	25	25	25	EPS (元)	0.27	0.22	0.27
其他	21	31	23				
负债合计	3703	3734	3784	主要财务比			
少数股东权益	80	91	106	会计年度	2009	2010E	2011E
股本	1006	1006	1006	成长能力			
资本公积	1451	1471	1491	营业收入	-16.1%	6.9%	31.9%
留存收益	710	868	1088	营业利润	-6.9%	-16.6%	14.4%
归属母公司股东权	3165	3343	3583	归属于母公	-13.5%	-16.0%	22.7%
负债和股东权益	6948	7169	7472	获利能力			
				毛利率	30.2%	29.3%	27.1%
				净利率	9.3%	7.3%	6.8%
				ROE	8.5%	6.7%	7.7%
				ROIC	8.4%	9.3%	9.0%
				偿债能力			
				资产负债率	53.3%	52.1%	50.6%
				净负债比率			
				流动比率	0.84	0.90	0.96
				速动比率	0.51	0.61	0.57
				营运能力			
				总资产周转	0.44	0.44	0.56
				应收账款周	6	11	11
				应付账款周	4.94	9.40	11.53
				每股指标			
				每股收益(最	0.27	0.22	0.27
				每股经营现	-0.07	0.57	-0.00
				每股净资产	3.15	3.32	3.56
				估值比率			
				P/E	60.43	71.97	58.67
				P/B	5.12	4.85	4.52
				EV/EBITDA	39	37	34

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、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、
亚盛集团、东方园林、金德发展、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