

2011年1月19日

中粮屯河

万丈高楼平地起，化蛹成蝶此中意

A
未有评级

600737.SS - 人民币 12.94

刘都*

(8621) 6860 4866 分机 8510

du.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110254

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(18)	(9)	(11)	(25)
相对新华富时A50指数(%)	(16)	(3)	3	(4)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,005
流通股(%)	40.40
流通股市值(人民币 百万)	5,254
3个月日均交易额(人民币 百万)	191
主要股东(%)	
中粮集团有限公司	59.60

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*苏斌为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

一般认为, 中粮屯河两大主业的业绩都是价格驱动型, 并且企业自身没有价格决定权, 我们也认为在粗放型和松散型的生产组织形式下, 价格驱动型企业的业绩周期性相对强, 投资价值并不突出, 但如果在组织形式上有较大突破, 弱化周期影响的能力有效提升, 则企业的投资价值将有巨大提升。

主要发现

- 番茄业务学习和复制亨氏模式, 已具备相当规模。至2010年, 公司番茄自种面积达18-19万亩, 占公司可控面积的25.8%左右, 自种地完全实现良种、滴灌和机械化种收, 效率提升, 成本节约。公司计划继续加大自种地规模, 预计至2013年达到40万亩。
- 甜菜糖业务复制番茄业务, 注重种植和管理模式的改进。公司2010年开始启动4516项目, 即亩产4.5吨, 含糖16%, 效果较好, 正在有序推进当中。糖业发展未来将立足北糖, 加快全国布局。
- 10/11榨季甜菜糖产量同比增长22.5%, 主要原因是10年春播前合同收购价提高导致种植面积的增加。
- 番茄价格稳中有升是趋势。
- 公司已有市值考核, 但比重低。

图表 1. 投资摘要 (市场预期)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,430	2,879	3,086	4,450	4,643
变动(%)	15.24	(16.06)	7.19	44.17	4.35
净利润(人民币 百万)	311	268	271	435	525
变动(%)	25.62	(13.90)	1.30	60.29	20.86
全面摊薄每股收益(人民币)	0.309	0.266	0.270	0.432	0.522
市盈率(倍)	41.8	48.6	48.0	29.9	24.8
每股现金流量(人民币)	(0.01)	(0.05)	1.32	0.32	1.07
净资产收益率(%)	10.79	8.95	8.23	12.37	12.70

资料来源: 万得资讯及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

在农业领域，我们认为不向种植要效益的种植业，不是好的种植业；不在源头挖潜也成就不了真正的优势农业。在我国劳动力成本逐年上升、近年来快速攀升的背景下，“源头挖潜，管理增效”的重要性愈发凸显，我们关注基本面持续改善的企业、业绩驱动因素改善或增多的企业的投资机会。

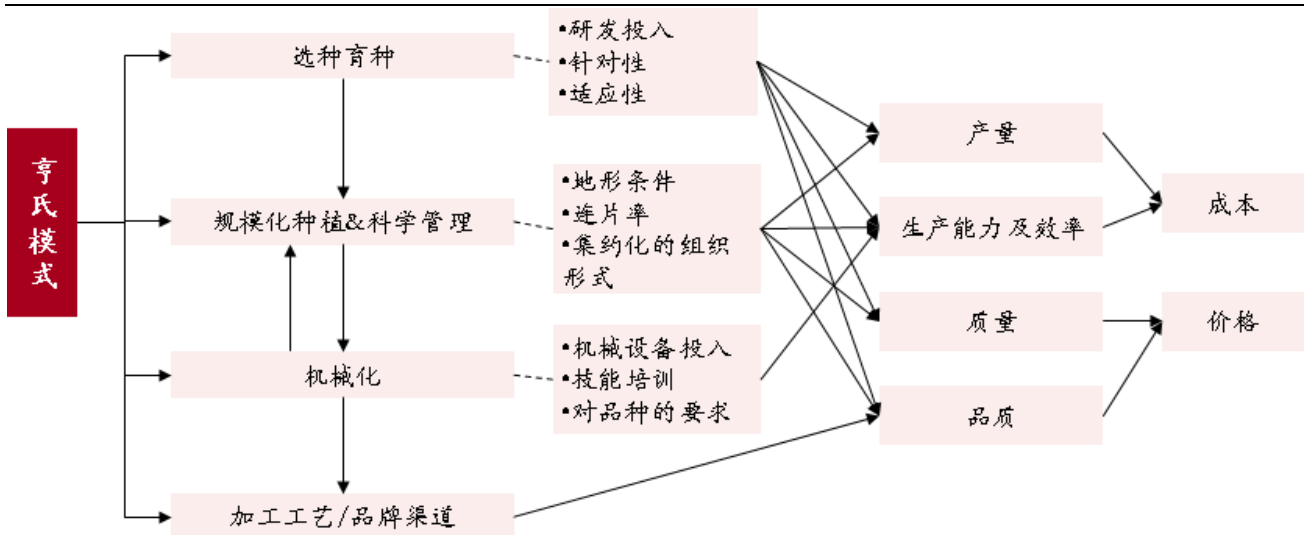
亨氏模式本土化先锋

亨氏模式简而言之就是以低成本为导向的一体化和工业化种植业模式。

这种模式下，以较为优越的自然基础条件为依托，从有针对性的选种育种开始，辅以配套的种植管理技术，开发相应的高效机械，环环相扣。我们认为主要在四个方面考察该模式的实施效果：原料产量、生产效率、熟料质量、成品品质，这四项要素又分别同成本和价格相联系。

总体上看，亨氏模式会导致成本优势和价格领先。

图表 2. 亨氏模式示意图



资料来源：中银国际研究

亨氏模式是“从田间到餐桌”的典范。国内企业打造全产业链模式同亨氏模式实质上殊途同归。

中粮屯河番茄业务学习和复制亨氏模式，目前已具备相当规模。中粮屯河自 2006 年即开始同亨氏合作，亨氏向屯河提供良种试种。2007 年开始以购买和租赁方式发展自种地，2008 年中粮集团提出大力发展全产业链，在番茄自种地面积方面提出至 2010 年达到 20 万亩。2010 年公司自种地在 18-19 万亩之间，目标达成率较高，自种地面积占可控面积 25.8%，可提升空间仍然很大。我们预计公司下一目标为 2013 年达到 40 万亩自种地，比重达到 60%。

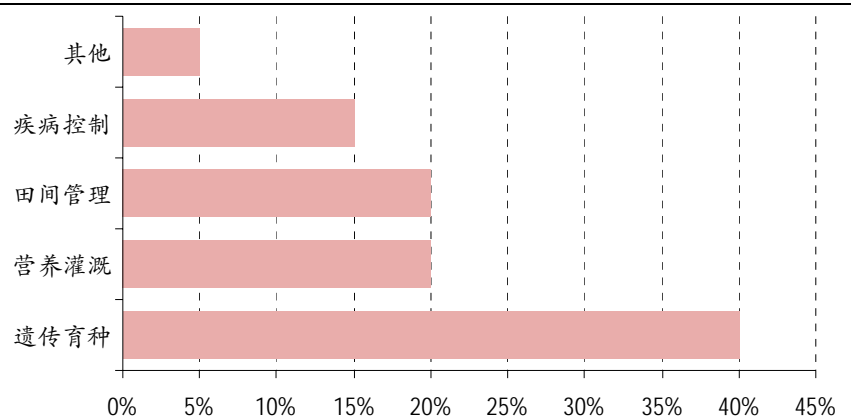
从良种和自种地开始

我们认为亨氏模式的关键是良种和科学种植。其中良种是最为优先的，自种地是推行良种良法的必需，同时自种模式的优势也非常明显。中粮屯河的良种推广和自种地扩大已经合为一体。

我们在乳制品行业报告当中分析奶牛养殖的关键要素，其中奶牛良种贡献最高，达 40%，其次是饲养管理。种植业情况类似，良种贡献率最高，也在 40% 左右。

良种的内涵包括——高产高固形物含量、抗病害、抗寒抗旱或抗涝、成熟特性等。

图表 3. 关键要素对种植业的贡献



资料来源：中银国际研究

公司于昌吉设立有屯河种业公司，注册资本 600 万元，2009 年实现净利润 215.4 万，至 2009 年底总资产 4,108.5 万元。种子子公司同各大国际领先公司都有深度合作，良种选育水平国内领先。种业公司开发有屯河 7 号、17 号等良种，已成规模推广。目前公司自种地种子使用约七成是进口种子，自有种子使用占 30% 以上。

自种地的优势主要体现在以下几个方面：

自种地可以按照公司的生产计划实施播种，按照生产能力规划早中晚期种植，降低由于集中交售番茄原料而导致生产能力跟不上的情况发生。

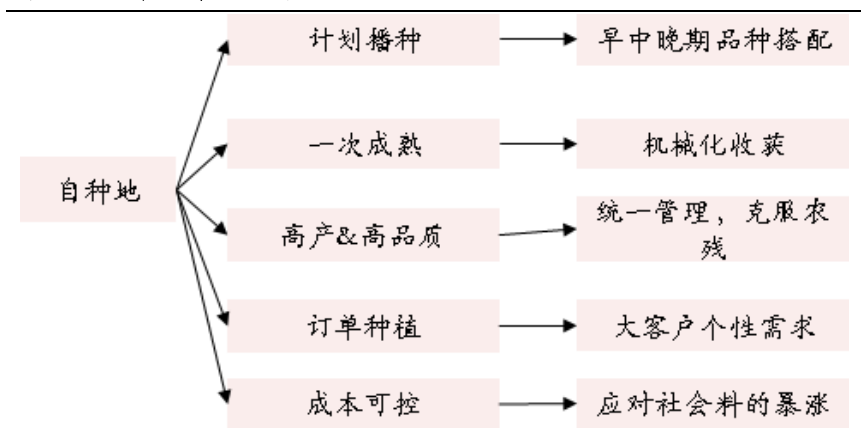
自种地实现良种统一，良种番茄进入成熟期后一周内实现收获，能够实现高度机械化收获。

我国番茄酱绝大多数用于出口，出口市场对产品质量包括农残等要求高，自种地农残可控；此外自种地的种植模式领先于散户种植，完全实现移栽和滴灌，高质的同时高产。

自种地可按照国际大客户的个性化要求，提供非标产品，同其他企业有一定的差异化优势。

自种地除了滴灌节水节肥外，还因高产而降低单位成本，机械化克服了人力成本快速上升的弊端。此外，在原料非理性涨价的情况下，自种地可保证原料价格稳定。

图表 4. 自种地部分优势列示



资料来源：中银国际研究

自种地的成本优势开始显现

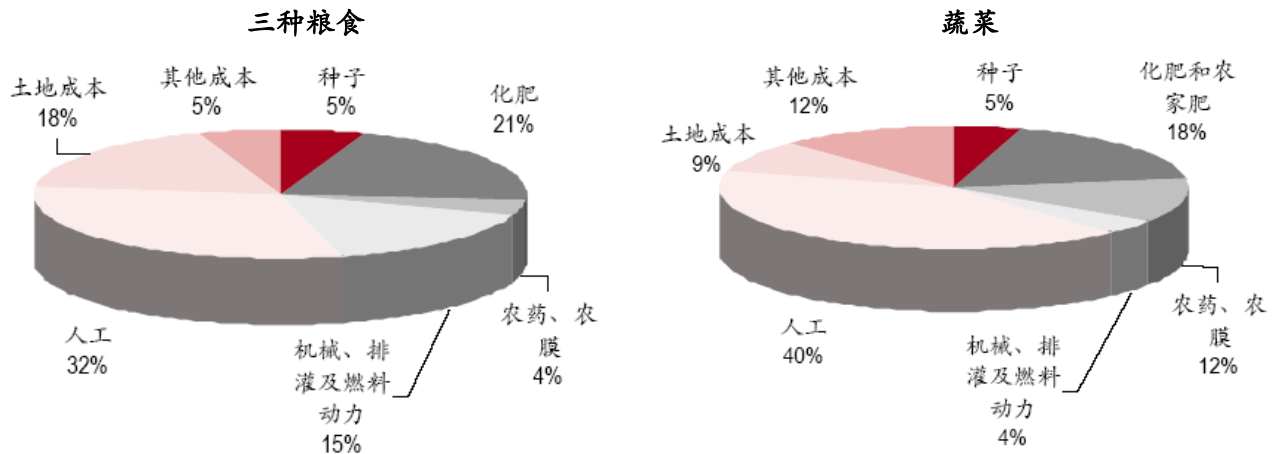
长期来看，劳动力成本上涨不可避免，将成为推升粮价和其他价格的重要因素。

人工成本占中国粮食成本的三分之一，占蔬菜种植成本的40%。尽管随着生产率提高，主要农产品用工天数有所下降，但降幅远远小于劳动工资的上涨幅度，事实上2003年以来劳动力成本大幅上涨，成为推动粮食、蔬菜价格攀升的重要因素。由于人口结构变化、政府有意提高劳动收入以推动经济转型，预计2011年劳动力成本仍会延续较大涨幅。

我们认为自种地在种子和机械方面投入较大,2009年以前自种地原料供应成本优势并不明显,2010年成本优势开始发挥。

我们测算,自种地种子投入比散户多出185元/亩,但机械化使用每亩成本较人工采摘成本低150-200元左右,总体看,两者成本已经非常接近,在人工成本持续上升情况下,自种地的优势越发凸显。

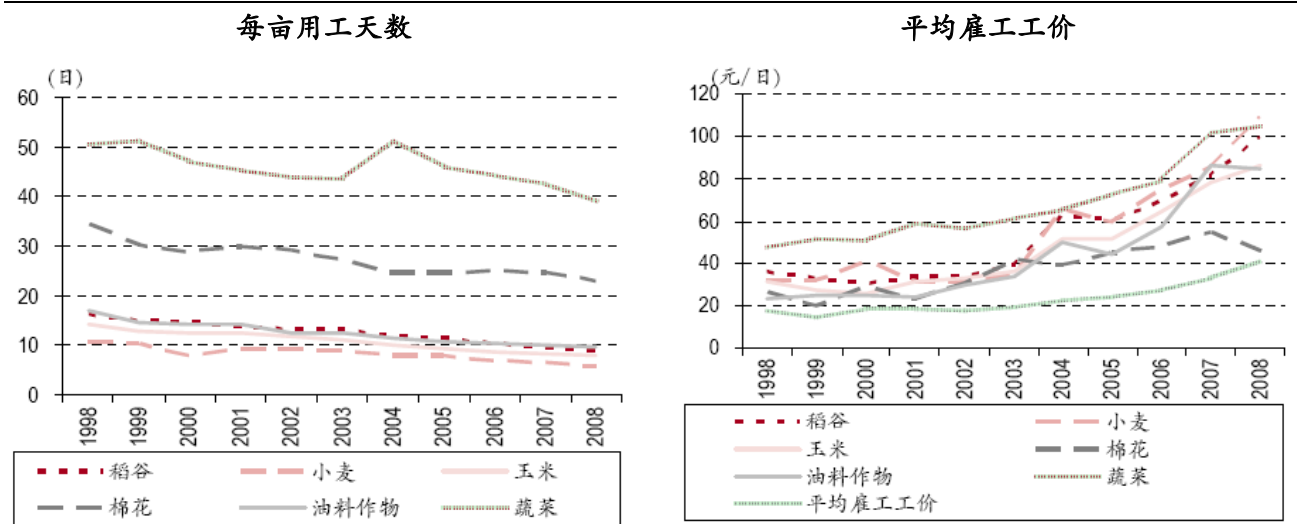
图表5.人工成本是粮食和蔬菜的主要成本



资料来源:发改委,中银国际研究

资料来源:发改委,中银国际研究

图表6.用功天数与工价情况



资料来源:发改委,中银国际研究

资料来源:发改委,中银国际研究

糖业目标远大,北糖注重挖潜

公司糖业目标远大,长期看公司目标“至少是全国领先者”。公司将继续巩固北糖(甜菜糖),由于全国甜菜糖总体规模有限,公司会继续加快南糖(蔗糖)的布局和谋求国际糖源的控制。

就北糖实际情况看，公司以挖潜为主，同时在综合考虑成本与食糖价格走势情况下向农户提供有吸引力的采购报价。

甜菜种植面积短期不是问题

新疆可用于甜菜种植的土地广袤，在棉花等作物种植效益较好的情况下，短期甜菜种植面积显著增长的可能性不大。

图表 7.2010 年度新疆不同作物种植毛收入情况

作物品种	亩产(公斤)	收购价(元/公斤)	亩均毛收入(元)
棉花	280-320	10.0	2,800-3,200
番茄	5500-6000	0.4	2,200-2,400
甜菜	3000-4000	0.38	1,140-1,520

资料来源：中银国际研究

2008 年，新疆生产建设兵团 845 万亩棉花平均亩产皮棉 155 公斤。新疆地方种植的 1545 万亩棉花平均亩产皮棉 110 公斤，折算成籽棉亩产平均在 300 公斤左右。

甜菜对盐碱地的适应性强。

10/11 榨季，新疆甜菜收购价格为 370 元-380 元/吨，同期黑龙江的甜菜价格已经超过 400 元/吨。

公司依照糖价走势和比较效益来和农户谈收购价格，我们预计 2011/12 榨季收购价格上调基本确定，这一价格将在 2、3 月份同农民敲定，以便顺利春播。

我们认为除直接以价格杠杆刺激农户种植积极性外，积极改变种植和管理模式极为必要。

新疆甜菜种植模式亟需变革

2010 年由于新疆春寒天气等因素，新疆甜菜种植面积未见明显下降的情况下，甜菜产量下滑且含糖低于上年。

新疆近年来甜菜糖亩产和含糖有下降趋势。目前新疆种植的优质甜菜种子主要来自德国和瑞士，该品种在法国种植普遍含糖高，达到 16% 甚至更高，在新疆引种初期也可达到 15%-16%，09/10 年在 14% 左右，10/11 榨季 12%-13% 左右，10/11 榨季低含糖的主要原因是天气因素影响了聚糖。但总体上看，我们认为新疆甜菜种植的组织形式和种植模式落后是整体单产低和含糖下滑的原因。

预计公司甜菜糖业务将复制番茄业务成熟模式，注重种植和管理模式的改进。公司 2010 年开始启动“4516”项目，即亩产 4.5 吨，含糖 16%。该亩产较新疆平均 3-3.5 吨的水平提高 29%-50%，含糖率较平均 13% 提高 3 个百分点，在种植面积不变情况下，实际出糖可增加 60% 左右——我们认为公司糖业挖潜还在起步阶段，短期期望不应太高；但鉴于番茄业务 2 年内自种模式推广近 20 万亩的规模，我们认为公司糖业务的挖潜见效也会很快。

加快南糖布局

中粮集团已经在广西收购有糖厂。

原华劲集团北海糖业 2006 年技改后日榨能力 5,000 吨，07/08 榨季产糖突破 9 万吨。

高糖价是公司布局南糖和加快国际糖源控制的最大障碍。

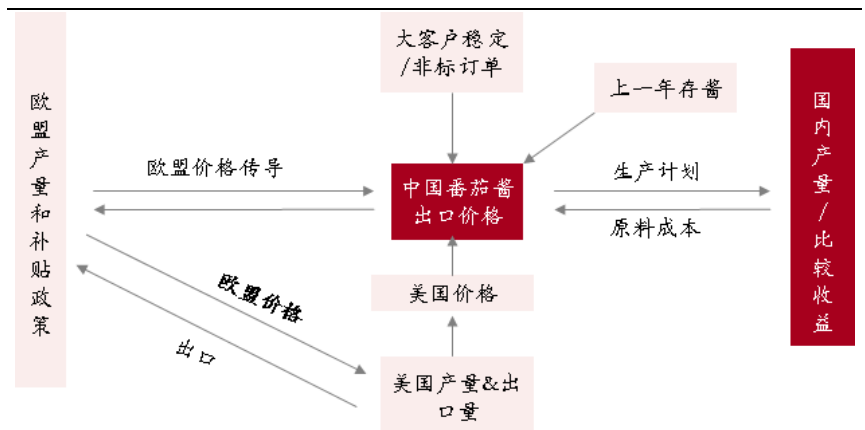
番茄酱价格走势将稳中有升

国际番茄酱贸易定价权在欧美。

美国、地中海国家和中国是世界三大番茄酱生产地，其中美国和欧盟既是生产大国也是消费大国，欧盟是番茄酱最主要的出口目的地。

美国成为影响国际番茄酱贸易价格的重要力量。由于 2008 年底开始国际番茄酱贸易价格上涨，美国部分加大了出口，2010 年美国原料番茄产量在上一年高产的情况下仅同比下降 8%，另外美国原料番茄的成本仅高出中国 7.5% 左右，而中国番茄酱通常价格要低于美国 80-100 美元/吨，这些成为 2010 年番茄酱价格回升较慢的主要原因。。

图表 7. 番茄酱价格决定图



资料来源：中银国际研究

总体上看，欧盟补贴政策（原料按吨补贴只占一部分，另外按照土地连续种植记录折算成产量发放补贴）不鼓励新的番茄产能扩张；同时国内棉花价格的上涨会挤压番茄的种植面积，预计2011年新疆番茄种植面积将减少15%-20%，番茄的产量将减少10%左右。

此外，人工成本和生产资料成本的上涨是全球性的。

因此，我们判断2011年番茄酱价格稳中有升。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371