

补贴减少，业绩大增

谨慎推荐 首次评级

分析师：李国洪 邮箱：liguohong@chinastock.com.cn 电话：010-66568876

1. 事件

1月13日，安徽丰原生物化学股份有限公司发布2009年度业绩预告公告：2009年归属于母公司所有者的净利润为24000万元以上，基本每股收益0.248元以上，同比增长340%以上。

2. 我们的分析与判断

(一)、生物燃料乙醇财政补贴减少

公司业绩增长并非来自生物燃料乙醇财政补贴增长，事实上公司生物燃料乙醇财政补贴在2009年出现了一定下降，根据蚌埠市财政局转来的国家财政部《关于2009年生物燃料乙醇弹性补贴标准及预拨2009年第四季度弹性补贴的通知》(财建[2009]967号)和《财政部关于印发<生物燃料乙醇弹性补贴财政财务管理办法>的通知》(财建[2007]724号)及财政部驻安徽省财政监察专员办事处核实情况，核定2009年公司生物燃料乙醇弹性补贴标准为2055.57元/吨。根据国家财政部《关于预拨2009年第一季度燃料乙醇弹性补贴的通知》(财建[2009]163号)，2009年前三季度，国家财政部暂以2,246元/吨的燃料乙醇补贴标准拨付公司生物燃料乙醇补贴。按照国家财政部调整后的安徽省2009燃料乙醇补贴标准计算，公司燃料乙醇补贴标准由2246元/吨下调至2055.57元/吨，下降190.43元/吨。经公司财务部和销售部对公司2009年度燃料乙醇销量的测算，预计公司2009年度燃料乙醇补贴将比原标准减少约7,800万元左右。

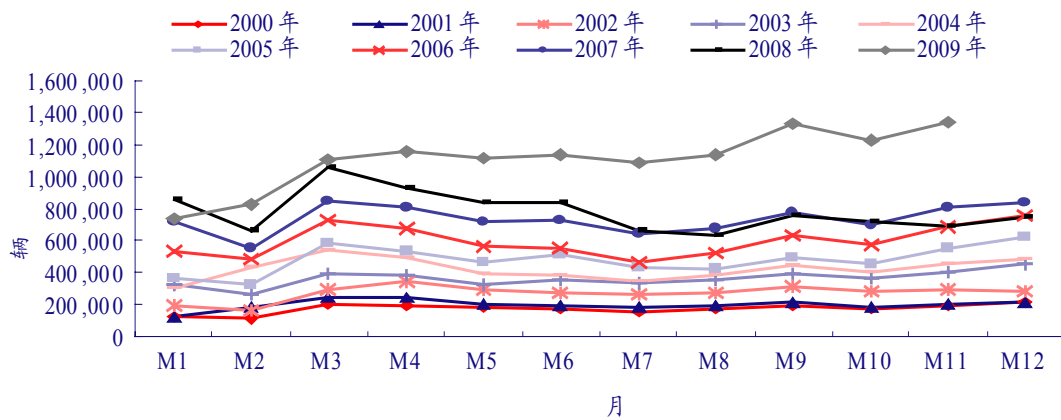
(二)、业绩增长主要来自生产成本下降

面对欧美对中国柠檬酸反倾销、市场竞争加剧的困难，公司积极调整营销策略，加大了亚太地区和国内市场的开发力度并取得较好的成绩，提高了销售团队的业务能力。同时，公司生产运行质量和基础管理水平不断提升，通过加大技术改造和工艺优化等有力措施，降低了主导产品的成本，提高了产品竞争力。2009年柠檬酸粮耗比2008年下降了3.4%左右，赖氨酸粮耗下降了7.4%左右，其它各项成本指标均有下降，再创历史最好水平，生产成本进一步降低。根据国家粮食收储政策，公司及时调整原料采购策略，把采购重心转移至华北及黄淮区域，加大门前收购，有效地降低了采购成本，同时加强与合作伙伴的协同合作，确保玉米的供应。公司还通过加大引进专业技术人员力度、完善技术研发激励机制等措施，提升了技术自主创新和研发能力，09年上半年公司申报三项国家发明专利，技术研发能力的提升为公司技术工艺持续进步、降低产品成本及提高产品质量提供了坚实的技术保障。

(三)、汽车消费增长带动未来燃料乙醇消费

如下图我国汽车消费迅速上升，2009年汽车消费远高于以前年份，随着中国人均收入的迅猛增长，汽车消费还将持续快速增长，汽车消费直接带动了燃料乙醇需求的高增长。2010年燃料乙醇价格将从低谷迅速回升，有望迎来恢复式增长。

图 1: 全国汽车行业总体销售量



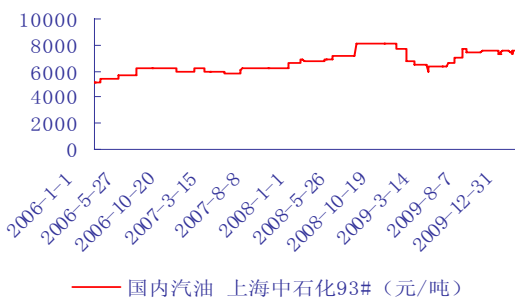
资料来源: WIND

(四)、乙醇较甲醇更容易进入成品油市场

由于甲醇毒性较大,不到1克就足以至瞎甚至窒息,在中国推广对人民命构成较大威胁,因此国家一直很慎重甲醇汽油添加。但乙醇由于无毒且对汽油机影响较小,对于中国这样严重依赖石油进口的国家(2010年中国石油进口量在2亿吨左右,进口依存度达到50%左右),大力发展乙醇汽油于国于民都十分有利。虽然,目前国家仍然控制汽油价格,但随着成品油定价体制改革的进一步推进,相信汽油价格管制的放开,燃料乙醇的发展空间将更大。

图 2: 国内汽油价格趋势

2006—2009年国内汽油价格走势



——国内汽油 上海中石化93# (元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 3: 国际汽油价格趋势

2006—2009年国际汽油价格走势



——国际汽油 新加坡 (美元/桶)

资料来源: 百川资讯

3. 投资建议

公司在燃料乙醇补贴减少的情况下出现了业绩大幅增长的良好态势,主要原因是公司生产效率提高,生产成本下降,由于未来中国汽车消费增长带动燃料乙醇消费,乙醇较甲醇更容易进入成品油市场。如下表模型预测,我们预计公司09-11年业绩为0.25元、0.33元和0.41元。对目前股价PE为33倍、25倍和20倍,给予谨慎推荐的投资评级。

表 1: 丰原生化 (000930.SZ) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	791.11	566.28	55.70	65.17	629.40	营业收入	4178.15	4801.87	5570.17	6517.09	7690.2
应收和预付款项	844.47	485.16	1347.8	786.70	1722.1	营业成本	4471.04	4864.92	5358.50	6191.24	7228.8
存货	709.58	843.34	848.09	1106.2	1175.6	营业税金及附加	10.88	9.72	11.27	13.19	15.57
其他流动资产	35.58	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	142.76	141.48	164.12	192.02	226.58
长期股权投资	74.94	73.74	73.74	73.74	73.74	管理费用	207.85	278.27	322.80	377.67	445.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	258.23	292.26	139.71	84.46	40.53
固定资产和在建工程	5065.9	5034.4	4454	3863.5	3263.1	资产减值损失	8.64	22.53	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	161.35	176.66	176.66	176.66	176.66	投资收益	141.25	4.54	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7682.9	7179.6	6955.9	6072	7040.5	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2651.9	2806	1411.4	512.65	0.00	营业利润	-780.02	-802.78	-426.23	-341.48	-267
短期借款	1935.8	1464.3	2363.4	2014.2	3048.3	其他非经营损益	819.43	899.21	821.21	830.00	840.00
应付和预收款项	983.00	603.00	603.00	603.00	603.00	利润总额	39.41	96.43	394.98	488.52	573.08
长期借款	200.12	243.94	243.94	243.94	243.94	所得税	22.15	34.72	123.18	124.50	126.00
其他负债	5770.8	5117.2	4621.8	3373.8	3895.3	净利润	17.26	61.71	271.80	364.02	447.08
负债合计	964.41	964.41	964.41	964.41	964.41	少数股东损益	-8.50	7.44	32.76	43.87	53.88
股本	872.98	876.38	876.38	876.38	876.38	母公司股东净利润	25.76	54.27	239.04	320.14	393.20
资本公积	-21.40	32.87	271.91	592.05	985.25						
留存收益	1816	1873.7	2112.7	2432.8	2826.0						
归属母公司股东权益	96.09	188.68	221.44	265.31	319.20						
少数股东权益	1912.1	2062.3	2334.1	2698.2	3145.2						
股东权益合计	7682.9	7179.6	6955.9	6072	7040.5						
负债和股东权益合计	791.11	566.28	55.70	65.17	629.40						
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
净利润	17.26	61.71	271.80	364.02	447.08	毛利率	-7.01%	-1.31%	3.80%	5.00%	6.00%
折旧与摊销	131.2	222.6	680.4	690.4	700.4	销售净利率	0.41%	1.29%	4.88%	5.59%	5.81%
经营性现金净流量	1097.3	452.5	425.63	387.20	503.40	ROE	1.42%	2.90%	11.31%	13.16%	13.9%
投资性现金净流量	-190.33	-205.84	598.03	605.50	614.00	ROA	3.72%	5.22%	7.69%	9.44%	8.72%
筹资性现金净流量	-511.71	-371.84	-1534.2	-983.23	-553.18	ROIC	20.48%	28.12%	-7.07%	-6.20%	-6.1%
现金流量净额	386.42	-132.76	-510.58	9.47	564.23	销售收入增长率	-7.40%	14.93%	16.00%	17.00%	18.0%
EBITDA	552.07	597.57	1215.1	1263.4	1314.1	EBIT 增长率	281.5%	31.25%	42.60%	7.16%	7.09%
NOPLAT	-366.76	-465.87	-307.48	-269.70	-232.47	净利润增长率	105.2%	257.5%	340%	33.9%	22.8%
						估值倍数					
						EPS(X)	0.027	0.056	0.248	0.332	0.408
						PE(X)	308.88	146.60	33.28	24.85	20.24
						PB(X)	4.38	4.25	3.77	3.27	2.82
						PS(X)	1.90	1.66	1.43	1.22	1.03
						EV/EBITDA(X)	17.97	17.46	8.39	7.39	6.34

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

表 2: 丰原生化 (000930.SZ) DCF 模型

	2007A	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
FCFF	29,699.42	26,505.95	38,559.11	36,441.74	52,229.84	55,214.67	86,808.70	92,187.64	116,964.90	187,627.56	29,699.42	26,505.95
WACC	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%
现值系数	1.0000	0.9005	0.8109	0.7302	0.6575	0.5921	0.5332	0.4801	0.4323	0.3893	1.0000	0.9005
FCFF 现值	29,699.42	23,868.36	31,266.94	26,609.50	34,342.77	32,692.67	46,284.79	44,261.57	50,569.53	73,048.14	29,699.42	23,868.36

FCFF 现值	392,643.68	Ke	14.18%	估值		g				
永续价值(残 值)现值	934,585.87	Kd	5%			2.48%	2.73%	3.00%	3.30%	3.63%
企业价值	1,327,229.54	t	25%	WACC	8.30%	17.89	18.56	19.38	20.38	21.63
非核心资产	0.00	Rf	3.5%		9.13%	14.59	15.06	15.63	16.31	17.15
带息债务(账面 价值)	340,895.00	E(Rm)	0.12		10.05%	11.84	12.17	12.56	13.03	13.60
少数股东权益	18,867.82	Rm - Rf	8.5%		11.05%	9.53	9.76	10.03	10.35	10.74
股权价值	967,466.72	D/A	19.2%		12.16%	7.57	7.74	7.93	8.15	8.41
总股本(万股)	96,441.11	E/A	80.8%		13.37%	5.92	6.03	6.16	6.32	6.50
每股价值(元)	10.03	Beta	1.26		14.71%	4.51	4.59	4.68	4.79	4.91

资料来源: 中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908