

2010-03-19

食品、饮料/发酵制造业

公司研究 / 深度研究

丰原生化 (000930)

中性/ 首次评级

股价: RMB9.71

分析师

肖晖

+755-82493656

xiaohui@lhqz.com

李辉

+755-82364424

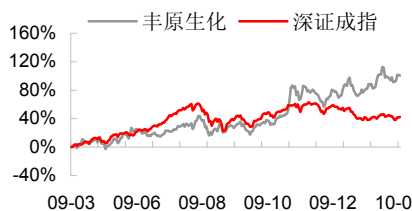
lihuiyis@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	964
流通 A 股 (百万股)	964
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	9162

与上证指数对比走势图



资料来源: 华泰联合证券

主营业务稳定, 或有重组预期

—丰原生化深度报告

- 公司是国内农产品深加工的龙头企业, 主要产品有燃料乙醇、柠檬酸、赖氨酸、环氧乙烷、L-乳酸、食用油及其他农产品深加工系列产品。06 年中粮集团收购公司 20.74% 股权成为第一大股东。预计 09 年基本每股收益 0.26 元, 同比增长 365% 以上, 主要由于技改投入加大导致。公司短期看点在于内生性盈利能力提高, 柠檬酸与赖氨酸等产品处于周期性波动底部, 盈利有望复苏, 中长期看公司具有潜在重组的可能。
- 非粮燃料乙醇成为未来生物燃料发展重点。中粮集团积极打造国内生化能源平台, 目前在 5 家乙醇燃料公司中控股 3 家, 参股 1 家, 拥有生物乙醇产能 122 万吨/年, 占全国 75%。
- 中粮控股 07 年 3 月上市前与中粮集团签订不竞争协议, 对包括丰原生化在内的 5 项竞争性业务, 中粮控股享有优先购买权。若选择权开始生效的第 5 年 (2011) 中粮控股仍不行使该购买权, 中粮集团应在 6 个月内将相应股权转让给非关联方。尚第五年后因任何原因认为必须额外时间对选择权作出妥善评估, 则有关延期的决定权可有独立非执行董事投票及由多数投票表决决定。高油价背景下, 我们判断未来燃料乙醇发展前景广阔。我们认为从中粮集团在生物燃料的布局来看, 放弃丰原生化平台的可能性极低。
- 中粮入主之后加强管理, 公司生产效率和盈利水平大大提高, 管理水平提升带来费用下降, 通过技术改造和工艺优化, 公司产品生产的物耗、能耗持续下降, 总体业务的 ROE 水平大幅提高, 向中粮控股的水平靠拢。
- 公司主要产品燃料乙醇产能 44 万吨, 销售范围包括安徽全省和江苏、山东、河北 14 个地市, 由于全国 4 家试点企业划分市场销售, 国家进行弹性补贴, 盈利能力相对稳定。其他生化产品柠檬酸、赖氨酸、环氧乙烷和乳酸等收入占比超过 40%, 目前处于周期性波动的底部, 预计 10 年产品需求将会逐渐恢复, 价格有望继续上涨, 盈利提升。
- 根据我们测算, 公司 2010 年业绩在 0.35 元/股左右。目前股价 9.71 元, 对应 2010 年 27.7 倍 PE, 给予“中性”评级。2010 年 6 月中粮控股的董事会能否做出在 2011 年 4 月 3 日之前行使对公司的优先购买权的决议, 将成为股价的催化剂。

经营预测与估值	2008A	2009-10Q	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	4801.9	3686.6	5011.0	5397	6150
(+/-%)	14.9	-1.3	4.4	9.2	12.7
归属母公司净利润 (百万元)	54.3	188.3	255	336	431
(+/-%)	110.7	89.0	370	32	28
EPS (元)	0.06	0.20	0.26	0.35	0.45
P/E (倍)	168.8	48.7	36.3	27.6	21

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

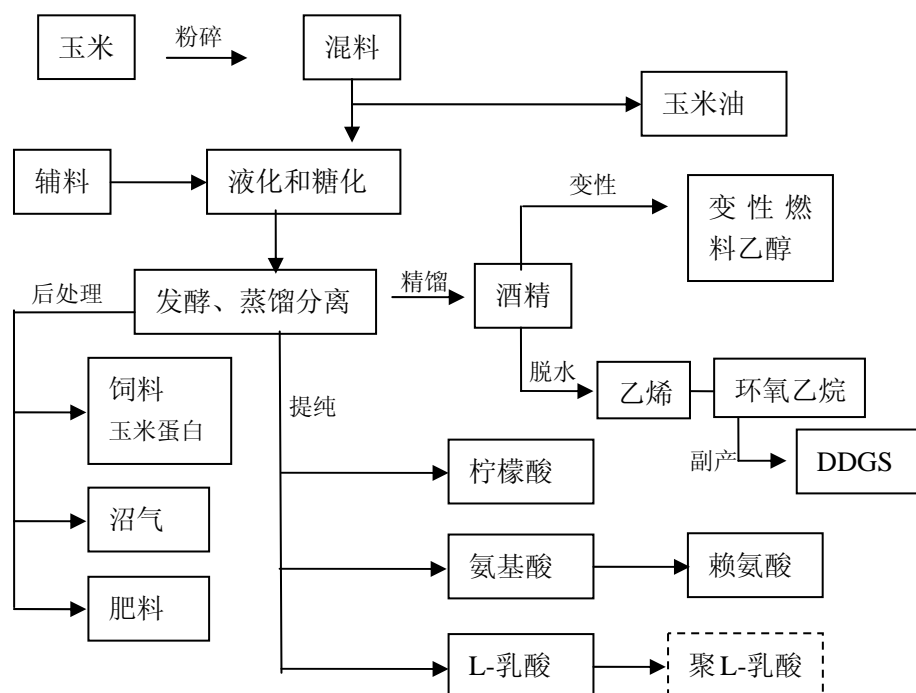
国内农产品深加工的龙头企业	3
燃料乙醇发展前景广阔	4
我国燃料乙醇发展历程和趋势	4
中粮打造生化能源及生化产品平台	5
弹性补贴决定燃料乙醇业务收益稳定	7
燃料乙醇未来仍有经济性	8
能耗具有下降潜力	8
减排 CO ₂ 或有收益	9
中粮入主，凤凰涅槃	10
管理水平提升，带来费用下降	10
收益率水平提升，向中粮控股靠拢	11
其他生化产品底部复苏	12
柠檬酸产能亚洲最大	12
赖氨酸产能扩张	12
环氧乙烷和乳酸贡献利润	13
财务预测与估值	13
盈利预测及假设	14

国内农产品深加工的龙头企业

公司 1999 年 7 月 12 日在深交所上市，是国内农产品深加工的龙头企业，目前已形成 200 多万吨/年玉米深加工能力，燃料乙醇产能 44 万吨/年、柠檬酸 22 万吨/年、赖氨酸 4.6 万吨/年、环氧乙烷 2 万吨/年，玉米油产能 6 万吨/年。

2006 年 12 月 8 日，中粮集团收购丰原集团持有的 2 亿股份（占总股本 20.74%）入主丰原生化成为第一大股东，中粮集团入主之后，从人员、资金、技术、管理给公司带来了极大支持，公司产品的物耗、能耗大幅降低，经营效率和业绩显著提升。

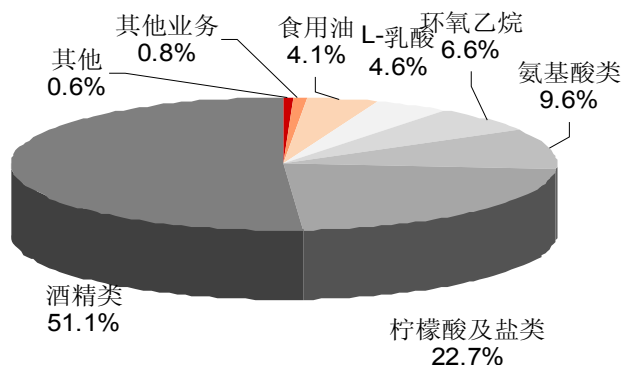
图 1、丰原生化产业链



数据来源：华泰联合证券研究所。

公司的亮点在于未来仍将加大技改投入，在主营业绩稳定的前提下内生性盈利能力继续提高，柠檬酸与赖氨酸等产品处于周期性波动底部，盈利也有望恢复。长期来看在高油价背景下，我们判断未来燃料乙醇的发展前景广阔，中粮集团放弃丰原生化可能性极小，未来有望通过资产重组整合旗下生物燃料资产，为公司带来巨大的投资机会。

图 2、公司主要产品收入构成



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所。

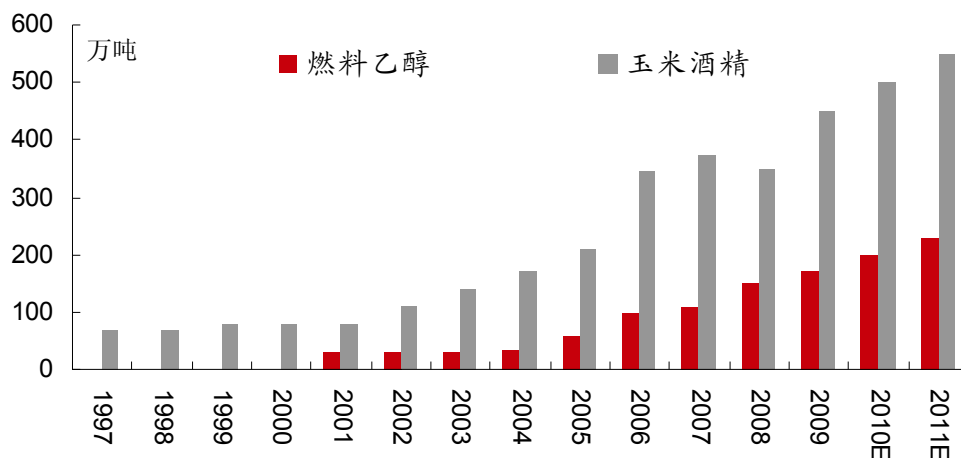
燃料乙醇发展前景广阔

随着全球经济持续增长，对能源严重依赖，有限的石油资源成为重要制约，据 BP 世界能源统计报告显示全球石油储量可供开采 40-60 年。各国纷纷开发替代能源，其中燃料乙醇的增长非常迅速，代表性的美国、巴西、欧盟等地区和国家燃料乙醇业也大幅度增长。2008 年，全球乙醇生产总量已占到世界汽油消费总量的 2.6%，国际能源机构预测，2030 年全球生物燃料将占运输用燃料比率将达到 7%。

我国燃料乙醇发展历程和趋势

我国近三十年的迅速发展，已成为继美国之后的第二大能源消费国，预计 2010 年中国石油消费总量将达 4 亿吨，进口依赖度 50% 以上。燃料乙醇在中国的重要性也在增长，我国制订的“十五”纲要提出要“开发燃料乙醇等石油替代品，采取措施节约石油资源”，原“十一五”目标是到 2010 年生产 500 万吨。

图 3、我国燃料乙醇产量



数据来源：华泰联合证券研究所。

最初,我国的燃料乙醇生产用于消化陈化粮为主,随着燃料乙醇的生产规模扩大,粮食供应问题受到影响,鉴于我国的粮食安全战略和国家能源战略的双重考虑,生物燃料转型为利用甜高粱、甘薯、木薯、玉米秸秆等其他木质纤维素原料。2006 年开始,燃料乙醇生产企业把发展方向转向木薯乙醇和纤维素乙醇,两者都属于非粮食作物,其中,木薯乙醇已处于规模化生产阶段,技术发展已相对完善;而纤维素乙醇在我国还处在试验阶段,技术还有待完善。

2006 年 10 月,中粮集团在广西建成国内第一个产 20 万吨的木薯燃料乙醇项目。2006 年 4 月中粮集团正式在黑龙江启动建设 500 吨/年纤维素乙醇试验装置,但由于纤维乙醇的生产成本高,暂时不具备商业化生产的经济性,我们预计未来 2-3 年随着该技术的进一步突破,有望成为燃料乙醇的主要来源。在高油价背景下,我们判断未来燃料乙醇的发展前景广阔。

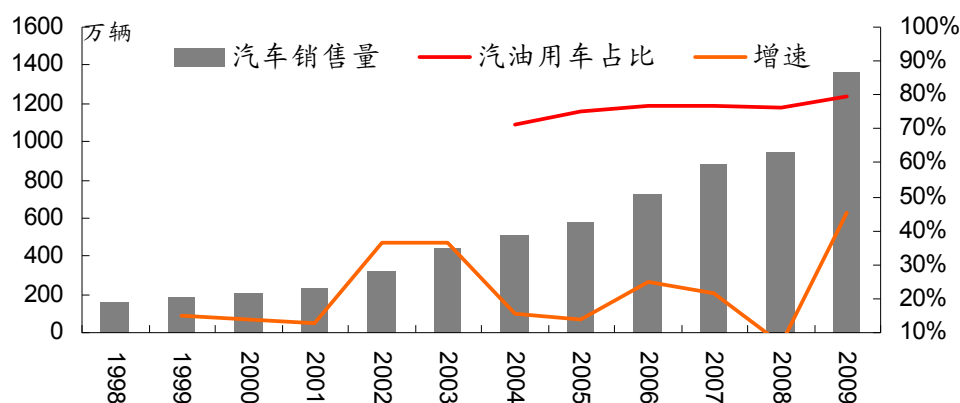
表 1 国内燃料乙醇生产企业产能及其销售区域

生产企业	产能	供应区域
安徽丰原生化	44	安徽 10 万吨, 山东、江苏、河北 14 个地市 30 万吨
河南天冠集团	40	河南 20 万吨, 湖北、河北 13 个市 20 万吨
吉林燃料乙醇有限公司	40	吉林 15 万吨, 辽宁 25 万吨
中粮生化能源(肇东)有限公司	18	黑龙江 18
广西中粮生物质能源有限公司	20	广西 20
合计	162	

资料来源: 华泰联合证券研究所

2009 年全国汽油消费 6700 万吨, 超过 08 年的 6341 万吨和 07 年 5590 万吨, 2009 年我国汽车年消费量超过 1300 万辆, 增速接近 50%, 其中汽油车占比 80%, 我们判断 2010 年全国汽油消费超过 7000 万吨, 其中安徽、江苏、山东和河北占比 25%。

图 4、2009 年汽车销售量超过 1300 万辆



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所。

中粮打造生化能源及生化产品平台

中国目前在试点的 5 家乙醇燃料公司, 除了河南天冠, 中粮集团控股 3 家, 参股 1 家, 除丰原生化 44 万吨/年外, 中粮下属的中粮生化能源(肇东)有限公司现有生产能力

25 万吨，在建产能 15 万吨。参股的吉林燃料乙醇有限公司 40 万吨/年，集团在广西北海建设了以木薯为原料的 20 万吨燃料乙醇项目，中粮集团拥有生物乙醇产能 122 万吨/年，占全国 75%。

2007 年 3 月 21 日中粮集团的成员企业中国粮油控股有限公司（HK0606）在香港联交所主板上市，主要从事生化能源、油脂加工、大米贸易及加工、啤酒原料以及小麦加工等业务。在生物质能源业务方面，是中国最早获得发改委批准的燃料乙醇生产商，旗下有三家生物乙醇企业和三家生化产品加工企业，主要布局在东北和华南。同时，公司继续进行上海融氏的收购，该公司拥有三条甜味剂生产线，年产能 15 万吨，在长三角拥有良好的品牌知名度和较高的市场占有率，并拥有相当比例的高端客户，收购完成后将增加公司高增值产品的种类和产量，由中粮控股的两家生化企业直接供应淀粉原料达到垂直整合提高生化业务盈利能力的积极作用。

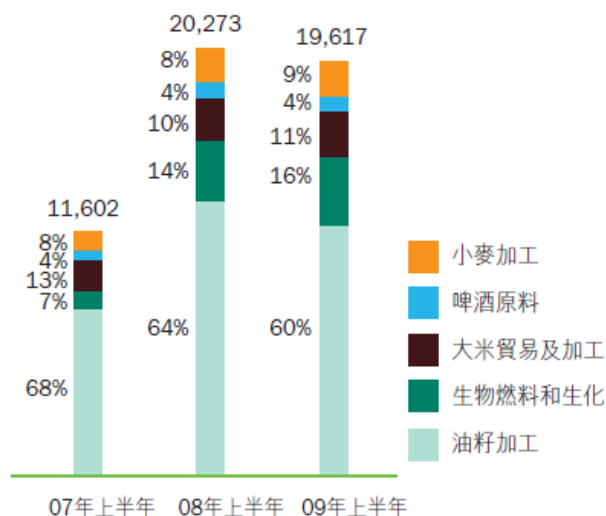
表 2、中粮控股旗下生物乙醇及生化产品子公司

子公司	产品	产能（万吨）
中粮生化能源（肇东）有限公司	燃料乙醇	18
中粮生化能源（肇东）有限公司	食用酒精及无水乙醇	22
广西中粮生物质能源有限公司	燃料乙醇	20
中粮生化能源（公主岭）有限公司	甜味剂、玉米淀粉、玉米毛油、玉米粕及饲料	60
中粮生化能源（榆树）有限公司	淀粉、玉米毛油、玉米粕及饲料	60
黄龙食品工业有限公司	淀粉、饲料、玉米毛油及麦芽糖浆	65

数据来源：中粮控股公司年报，华泰联合证券研究所。

伴随着积极的扩张，生物燃料及其生化产品收入占中粮控股总体业务的比重从 07 年中期的 7%逐年上升到 09 年中期的 16%。公司年报披露，目前国内有湖北、河北、江苏、江西、重庆、四川六个省市获发改委通过生物燃料乙醇规划评估，获通过评估的省市须根据燃料乙醇市场需求与增长适时推进项目核准，加快燃料乙醇产业发展。

图 5、中粮控股业务收入和全国布局



数据来源：中粮控股公司年报，华泰联合证券研究所。



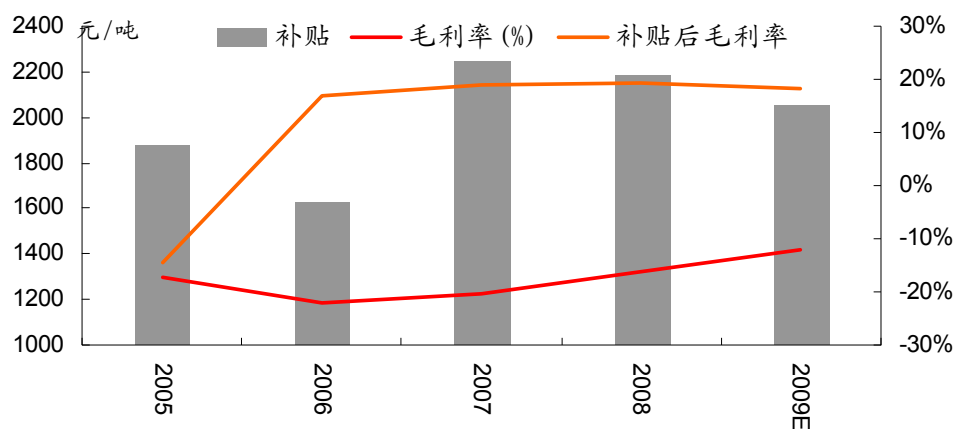
2006 年以来，中粮集团下属生化能源事业部在全国建立了许多生化能源子公司：吉林中粮生化能源销售有限公司、安徽丰原生物化学股份有限公司、中粮生化能源（肇东）有限公司（下辖中粮黑龙江酿酒有限公司）、广西中粮生物质能源有限公司、中粮生化能源（公主岭）有限公司、中粮生化能源（榆树）有限公司、黄龙食品工业有限公司、吉林中粮生化包装有限公司、中谷天科（天津）生物工程有限公司、中粮生化能源（衡水）有限公司、吉林中粮生化有限公司等。我们认为作为全国最大的燃料乙醇生产企业，中粮集团将充分捕捉各省市的燃料项目发展机会。

弹性补贴决定燃料乙醇业务收益稳定

燃料乙醇经过多年的发展，已经成为我国能源体系的有效补充，为鼓励燃料乙醇产业的发展，燃料乙醇售价按 90#汽油批发价乘以 0.911 销售，而原料仍根据市场价格波动，国家对燃料乙醇企业采取弹性补贴政策，因此收益水平相对稳定。

我们预计 2010 年油价维持在 70 美元/桶以上，汽油价格保持 6600 元/吨以上，公司燃料乙醇出厂价格将保持在 6 千多元/吨。近两年国内玉米价格上涨带来公司乙醇成本的增加，基于 2010 年玉米价格小幅上涨的判断，公司扩大了玉米的收购范围，加大当地门市采购的幅度，提前采购将有效控制玉米的收购成本，我们预计 2010 年玉米价格在 1800-1900 元/吨的区间，乙醇生产成本上升到 7 千元每吨，亏损部分国家补贴 2000 元/吨，实现毛利约 16%。

图 6、补贴带来稳定收益



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所。

公司现有乙醇产能 44 万吨，实际年产量达到 37-38 万吨，公司销售范围包括安徽全省，苏北徐州、连云港、淮安、盐城、宿迁 5 个地市，山东省济南、枣庄、济宁、泰安、临沂、聊城、菏泽 7 个地市，河北沧州和衡水两市，销售量 40 万吨左右，缺口部分需要从肇东购买来满足。中粮入主之后加大技改力度，预计未来两年每年仍然将有 2 万吨的产能增加。我们判断公司未来在试点省份的乙醇销售量将稳步上升，并且随着国家燃料乙醇试点省市的增加，公司销售量有望进一步增加。我们预计 2010-2012 年公司乙醇销售量分别为 40 万吨、42 万吨、44 万吨，随着公司进一步加大设备改造和工艺改造力度，产量将进一步提升，逐渐将外购的 3 万吨乙醇转为自己生产。该业务由于全国仅 4 家试点企业，且各自在附近市场销售，受到政策保护，不存在竞争，公司未来燃料乙醇业绩比较稳定。

表 3、乙醇生产净利润分析

(玉米价格 1800 元/吨)

净利润	补贴价格 (元/吨)						
	1100	1300	1500	1700	1900	2100	2300
5200	-1013	-847	-681	-515	-349	-183	-17
5400	-883	-717	-551	-385	-219	-53	113
汽 5600	-753	-587	-421	-255	-89	77	243
油 5800	-623	-457	-291	-125	41	207	373
价 6000	-493	-327	-161	5	171	337	503
格 6200	-363	-197	-31	135	301	467	633
元 6400	-233	-67	99	265	431	597	763
/ 6600	-103	63	229	395	561	727	893
吨 6800	27	193	359	525	691	857	1023
7000	157	323	489	655	821	987	1153
7200	287	453	619	785	951	1117	1283

数据来源：华泰联合证券研究所。

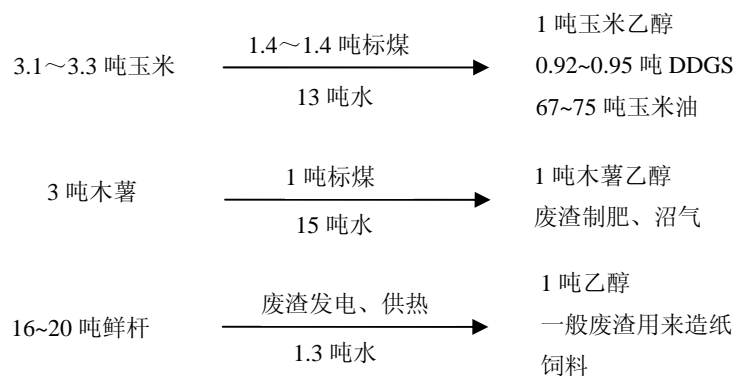
燃料乙醇未来仍有经济性

随着石油价格改革体制的逐步市场化，汽油价格也将放开，燃料乙醇的生产原材料范围也将扩大到包括木薯、甜高粱秆等，采购价格趋于多元化，未来燃料乙醇业务盈利能力的大小取决于油价趋势和收购原材料（玉米）成本影响，节能降耗带来盈利提升的空间巨大。

能耗具有下降潜力

乙醇投入包括原料、水和燃煤、辅料，产出物除了乙醇，还有一些副产品饲料、玉米油等。

图 7、生物乙醇物料比例



数据来源：《生物乙醇项目的经济性分析》，华泰联合证券研究所。

根据目前玉米价格 1800 元/吨，玉米乙醇综合成本 6800 元/吨，目前仍然难于盈利，综合国家补贴之后能获得 12% 的净利率。

按干木薯价格 1200 元/吨计，乙醇的综合成本为 5200 元/吨，按甜高粱鲜秆价格为 130 元/吨计，乙醇的综合成本为 4300 元/吨，副产品忽略不计。

由于我国目前木薯乙醇和甜高粱乙醇尚未大规模生产，随着将来技术的成熟和玉米燃料乙醇水、煤耗的下降，我国生物乙醇的生产成本将大幅下降。

表 4、燃料乙醇收益分析

单位：元

	成本	单耗	单价
玉米（吨）	5760	3.2	1800
水	45.5	13	3.5
煤	1190	1.4	850
人工、折旧	200		
其他	200		
副产品收入	500		
合计	6896		
汽油出厂价	6600		
燃料乙醇价格	6013		
毛利润	-882	毛利率	-14.7%
三项费用	842	三项费用率	14.0%
补贴收入	2055		
税前利润	831		
净利润	690	净利率	11.5%

数据来源：华泰联合证券研究所。

据美国农业部经济研究局专家介绍，其生产生物乙醇主要采用干法工艺，能耗和水耗远小于我国主要采用的湿法工艺。若技术进步使得生产 1 吨乙醇的煤耗降至美国 2000 年的水平 0.45 吨，用水量降至 3 吨，则可带来玉米乙醇成本下降 1000 元/吨。

表 5、美国生产玉米乙醇的能耗和水耗

年代	能耗		水耗	
	BTU/升乙醇	MJ/吨乙醇	升水/吨乙醇	吨水/吨乙醇
1980	42270	55881	15	18.8
1990	16600	21645	8	10.0
2000	10000	13220	3.5	4.4
2010E	6000	7932	1.5	1.88

数据来源：《生物乙醇项目的经济性分析》，华泰联合证券研究所。

减排 CO₂ 或有收益

在目前的生产技术水平下，生产 1 吨玉米乙醇耗标煤 1.4 吨，燃烧 1 吨标煤约排放 2.6 吨 CO₂；若技术进步使生产 1 吨玉米乙醇的煤耗降至 0.45 吨，将比所替代汽油减排约 2.5 吨 CO₂。生产 1 吨木薯乙醇耗标煤约 1.0 吨，由此产生的 CO₂ 比所替代汽油产生的 CO₂ 少 1.2 吨左右。甜高粱乙醇的生产过程不耗煤，每吨甜高粱乙醇比所替代汽油减排约 3.6 吨 CO₂。按 CO₂ 排放额交易价格为 10 美元/吨计算，未来生物燃料乙醇能带来 100~200 元/吨的额外环保收益。（“新能源和可再生能源开发利用的机制和政策”课题组沈恒超）

中粮入主，凤凰涅槃

中粮控股在 2007 年 3 月 21 日上市前曾与中粮集团签订不竞争协议，中粮集团保证不从事与中粮控股有竞争性的业务。对于包括丰原生化在内的 5 项竞争性业务，中粮控股享有从中粮集团购买相应股权的选择权和优先购买权。中粮控股独立董事审阅中粮控股是否行使相应购买期权的会议应至少每年进行一次。选择权于 2007 年 4 月 3 日起生效，开始生效的第 5 年（2011）中粮控股的独立董事仍做出不行使该购买权的决定，中粮集团应在 6 个月内将相应股权转让给非关联的第三方。

2007 年 7 月，丰原生化公告称，因公司 2006 年度和 2007 年第一季度亏损，经济前景尚未明朗，中粮控股董事会决定不予选择权生效的下一年之前行使权利。2008 年 7 月，丰原生化再次公告，中粮控股仍不行使购买期权。2009 年 6 月 26 日召开的中粮控股董事会表示，由于丰原生化业务的整体盈利能力较中粮控股低并且仍然包括若干与中粮控股核心业务不符的业务，不会于选择权生效的下一周年（2010.4.3）之前执行。2011 年 4 月 3 日是本次有关不竞争协议中 5 年期限的最后时间，中粮控股表示如因任何原因需要五周年以上时间对选择权进行妥善评估，任何作出延长的决定将全权由独立非执行董事投票及多数票决定。密切关注 2010 年中粮控股董事会对于收购的决议公告。

从中粮集团在生物燃料的布局来看，放弃丰原生化平台的可能性极低，我们认为，中粮集团可能会利用丰原生化的生化能源和农产品深加工平台，将旗下的众多生物乙醇和生化产业进行整合。

丰原生化随着业务多元化发展，效益不断下降，传统国企人员臃肿、管理低效的弊端在市场化竞争中处于下风，中粮集团入主之后，从人员、资金、技术、管理给公司带来了极大支持，公司经营效率和业绩显著提升。

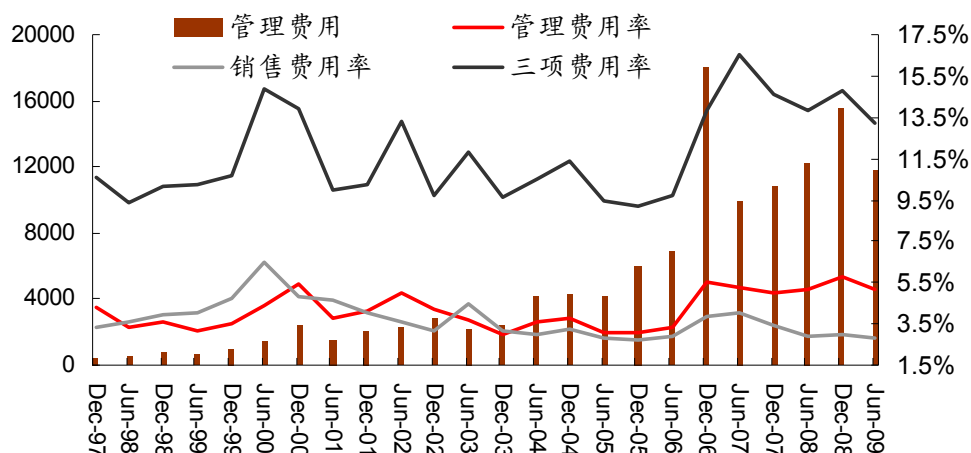
管理水平提升，带来费用下降

中粮集团入主之后，其生化能源事业部从下属各企业和本部调了近 30 人充实到丰原生化最薄弱或最重要的岗位上，占目前公司管理层一半以上，目的就是要快速复制中粮的管理体系，把成本分析体系、采购销售体系等迅速建立起来。公司分部门建立预算约束考核目标，通过绩效考核管理体系来推进薪酬制度建设，大大提高了全体员工的积极性、目标性。

整合初期，公司的管理费用有所上升，随着整改的进行，中粮带来的管理水平提升效果逐渐显现，公司的三项费用都呈现下降趋势，增强了公司的综合竞争力和盈利能力。09 年中报显示，由于缩减了行政部门的数量和开支，公司管理费用开始出现下降，09 年二、三季度管理费用较去年同期下降 3.6% 和 10%。银行贷款利率下调导致 09 年中财务费用较去年同期下降 11.47%。

图 8、销售费用率下降、管理费用仍有空间

万元



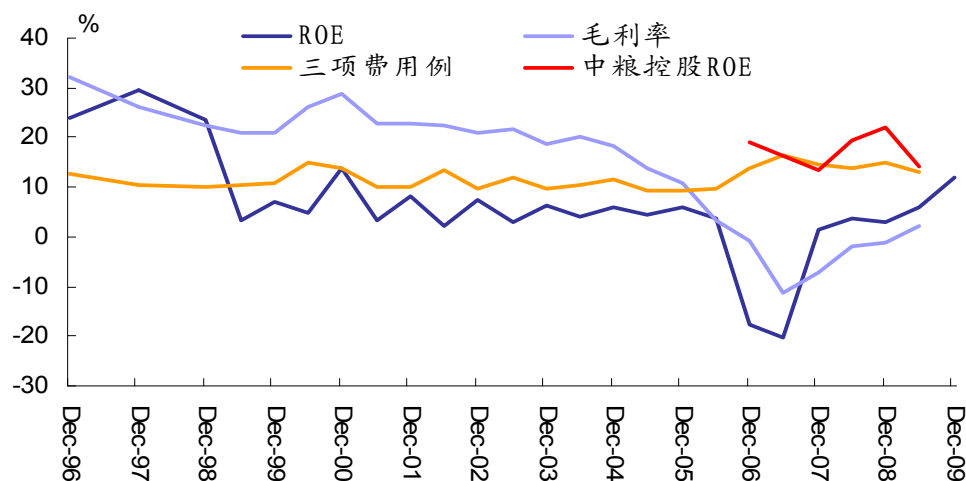
数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所。

收益率水平提升，向中粮控股靠拢

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，公司技术工艺持续进步、产品成本降低及产品质量提高具有了坚实的技术保障，公司年报显示 08 年投入近亿元对柠檬酸、赖氨酸、燃料乙醇等生产线进行技术改造和工艺优化，柠檬酸粮耗同比下降 5.6%、赖氨酸粮耗同比下降 11.2%。09 年物耗水平进一步降低，上半年柠檬酸粮耗比 08 年下降了 3.33%，赖氨酸粮耗下降了 7.33%，公司竞争能力逐渐恢复。

从 2006 年至今，公司总体业务的 ROE 水平不断上升，从-20%提高到 09 年的 12%，虽然离中粮控股 15% 的平均水平还有差距，但是公司为了在中粮集团发展生物乙醇的战略中占有一席之地，在未来一两年内，将继续再进行生产工艺提升的同时，积极改进公司管理，降低费用率，逐步向中国粮油控股的盈利能力靠拢。根据我们对公司 2010 年盈利能力的预测，在继续进行技术改造降低物耗、控制三项费用的前提下，公司 10 年 ROE 水平有望达到 14%，进一步接近中粮控股的资产收益水平，从而在中粮的下一步整合规划中，占据较为有利的形势。

图 9、公司盈利能力不断提高



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所。

其他生化产品底部复苏

柠檬酸产能亚洲最大

柠檬酸是一种用途广泛的有机酸,主要用于食品、饮料、医药、洗涤剂等行业,我国人均消费柠檬酸 0.15 公斤/年,不到美国 1/4。近十几年来柠檬酸及其盐类的消费市场一直保持良好的发展态势,在洗涤剂中,环境友好型的柠檬酸可以代替化工原料三聚磷酸钠,随着国民环保意识的不断增强,含磷制剂将逐渐限制使用,占比 16%的洗涤剂行业消费量将是柠檬酸消费增长的最主要领域。

09 年美国对我国柠檬酸征收双反关税减少了直接出口,但是美国的柠檬酸年需求量 30 万吨,相对本土 20 多万吨的产能,存在 8-10 万吨的缺口,仍然需要其他渠道来补充,通过亚太地区其他贸易商转口贸易,而柠檬酸产能主要在中国。

欧盟委员会在 08 年 12 月柠檬酸反倾销终裁中对丰原生化和山东柠檬生化的分别征收 35.7%和 42.7%的关税。但同时接受了中国 6 家柠檬酸企业提出的“价格承诺”协议,国内行业龙头山东柠檬生化、丰原生化等企业出口欧盟商品的到岸价只要不低于承诺价格,就可避开高额反倾销税。尽管存在提价后销量下滑的可能,但相较于征收反倾销税明显更为有利,前 6 大厂商(含丰原生化)占国内产能 80%,2009 年在欧盟销售量略有下降,但是出口价格较高。

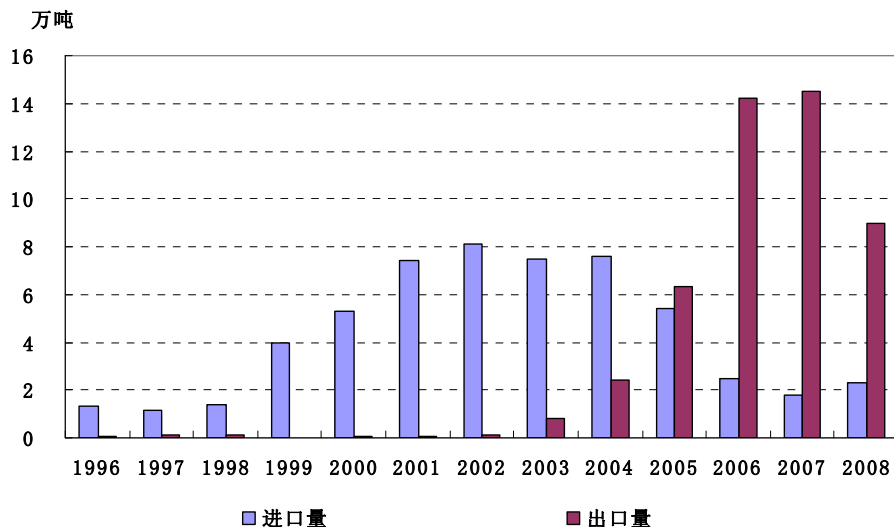
目前我国柠檬酸产能 100 万吨,年产量 70-80 万吨,是全球最大的出口国。近十年的出口占 80%左右,2007 年的出口量 70.83 万吨,接近国内产量的 90%,也达到世界贸易总量的 70%。公司具有柠檬酸产能 22 万吨/年,占世界柠檬酸市场份额 17%,是国内最大的柠檬酸生产企业,2009 年产量 18 万吨,40%出口欧美。目前柠檬酸行业处于低谷,价格较低大约 5800 元/吨,远低于 07/08 年度 8-9 千元/吨,预计 2010 年,产品需求将会逐渐恢复,价格有望继续上涨。

赖氨酸产能扩张

赖氨酸是人体和动物的必需氨基酸之一,90%用作饲料添加剂,医药用及食品用约占 10%。商品赖氨酸多是以盐酸盐或硫酸盐的形式存在。

2000 年以前我国赖氨酸产量较低,进口量占消费比高达 80%。2003 年以后,随着大型赖氨酸企业的纷纷投产,产量大幅增加,出口量也逐年增加,2005 年转变为净出口国;06-07 年由于国内养殖业效益较低,赖氨酸需求有限,出口量大幅增加超过 14 万吨。为减少“高耗能、高污染、资源性”产品的出口,国家曾于 07 年 7 月 1 日将赖氨酸的退税率从 13%降至 5%,导致 08 年因关税成本提高、国际市场需求不旺,我国赖氨酸出口下降 40%。为减少国内货源积压,促进行业健康发展,08 年 12 月 1 日起,国家将赖氨酸及其盐类的出口退税率从 5%调高至 9%,09 年产品出口有所增加。

图 10、我国赖氨酸产品由进口国变为出口



数据来源：华泰联合证券研究所。

目前国内赖氨酸产能 90 万吨/年，主要分布在山东、吉林、安徽、四川、宁夏、河南等省。其中产能最大的吉林大成生化集团 30 万吨/年，盐酸盐和硫酸盐各占 50%，由于大成集团赖氨酸生产技术领先、原料成本低廉，企业开工率高，赖氨酸实际产量可达国内供应总量的 50%以上，对市场供应及价格的影响能力较强。

公司具备赖氨酸 98 酸产能 4.6 万吨，目前满负荷生产。2010 新增 2 万吨 65 酸产能，6 月份投产，当年增加 1 万吨产品。公司将根据市场需求的发展继续扩展赖氨酸产能，未来几年通过新建和改造味精生产线等方式有望提高赖氨酸产能 5-6 万吨，带来 EPS 增厚 0.1 元/股。目前销售价格 1.0 万元/吨，毛利率接近 15%。随着全球饲料需求的复苏，预计 2010 年赖氨酸有望维持目前较好的盈利水平。

环氧乙烷和乳酸贡献利润

公司具有 2 万吨环氧乙烷产能，技术改造之后可以生产 2.2 万吨/年，受石油价格影响，该产品价格 08 年下半年最低跌至 9600 元/吨，毛利率不到 20%。随着下游需求逐步恢复，价格反弹至 14000 元/吨，09 年上半年毛利率 23%，我们预计随着玉米原料及产品价格的上涨，2010 年销售收入有望超过 3 亿元，毛利率达到 25%。

公司具有乳酸产能 3 万吨/年，实际产量 2.5 万吨/年。随着国家对环保支持政策力度的提高，公司未来新增的亮点在于从乳酸中生产聚乳酸（生物降解树脂），公司目前的合作方比利时公司已经具有生产 L-乳酸的能力。

公司另有浓缩碓山梨液产能 2.5 万吨，08 年亏损 4 千万元，09 年产量只有几千吨，亏损幅度降低，公司将在提高该项资产收益能力的前提下，进行剥离，以专注于主营业务发展。

财务预测与估值

2 月 22 日，丰原生化股份有限公司发布 2009 年度业绩快报：09 年归属于母公司所

有者的净利润为 25215 万元，基本每股收益 0.26 元，同比增长 365%以上。

根据我们初步测算，公司 2010 年业绩在 0.35 元/股左右。目前股价 9.71 元，对应 2010 年约 27.7 倍 PE，4.5 倍 PB，给予中性评级。公司未来存在资产重组预期，2010 年 6 月中粮控股的董事会能否做出在 2011 年 4 月 3 日之前行使对公司的优先购买权的决议，将成为股价的催化剂。

盈利预测及假设

表 6、主要产品假设

产品	指标	2009	2010E	2011E
乙醇	产量	40	42	44
	价格	6200	6300	6400
	毛利率	-12.90%	-12.70%	-12.50%
柠檬酸	产量	18	20	22
	价格	5900	6000	6100
	毛利率	13.56%	14.17%	14.75%
氨基酸	产量	4.6	5.6	8.6
	价格	10000	10250	10500
	毛利率	14.50%	16.59%	18.10%
环氧乙烷	产量	2.2	2.2	2.2
	价格	14000	14500	15000
	毛利率	25.00%	25.86%	26.67%
L-乳酸	产量	2.8	2.9	3
	价格	7500	8000	8500
	毛利率	37.33%	38.75%	41.18%

数据来源：华泰联合证券研究所。

表 7、盈利预测报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1881	2705	3860	4962	营业收入	4802	5011	5471	6166
现金	553	1204	2299	3254	营业成本	4865	4829	5219	5794
应收账款	217	245	266	298	营业税金及附加	10	10	11	12
其他应收款	54	127	104	139	营业费用	141	148	161	182
预付账款	200	285	309	308	管理费用	278	246	268	302
存货	843	781	850	923	财务费用	292	170	132	97
其他流动资产	15	63	33	40	资产减值损失	23	5	5	5
非流动资产	5323	4907	4458	4005	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	74	74	74	投资净收益	5	1	0	0
固定资产	4412	4252	3922	3507	营业利润	-803	-395	-326	-226
无形资产	177	207	242	276	营业外收入	1002	781	822	863
其他非流动资产	660	373	221	149	营业外支出	103	55	55	71
资产总计	7204	7612	8319	8968	利润总额	96	331	442	567
流动负债	4525	4583	4879	4989	所得税	35	46	66	85
短期借款	2806	2487	2648	2647	净利润	62	285	375	482
应付账款	1268	1433	1687	1764	少数股东损益	7	30	40	51
其他流动负债	451	663	544	578	归属母公司净利润	54	255	336	431
非流动负债	617	682	717	775	EBITDA	-288	234	288	365
长期借款	603	653	703	753	EPS (元)	0.06	0.26	0.35	0.45
其他非流动负债	14	29	14	22	主要财务比率				
负债合计	5142	5265	5596	5763	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	189	219	258	309	成长能力				
股本	964	964	964	964	营业收入	14.9%	4.4%	9.2%	12.7%
资本公积	876	876	876	876	营业利润	-202.9%	-149.2%	-182.4%	-169.4%
留存收益	33	288	624	1054	归属于母公司净利润	110.7%	370.2%	31.5%	28.3%
归属母公司股东权益	1874	2129	2464	2895	获利能力				
负债和股东权益	7204	7612	8319	8968	毛利率 (%)	-1.3%	3.6%	4.6%	6.0%
现金流量表					净利率 (%)	1.1%	5.1%	6.1%	7.0%
单位: 百万元					ROE (%)	2.9%	12.0%	13.6%	14.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC (%)	-6.4%	-4.4%	-4.2%	-3.2%
经营活动现金流	439	1100	1104	1018	偿债能力				
净利润	62	285	375	482	资产负债率 (%)	71.4%	69.2%	67.3%	64.3%
折旧摊销	223	459	482	494	净负债比率 (%)	70.77%	64.64%	63.60%	63.05%
财务费用	292	170	132	97	流动比率	0.42	0.59	0.79	0.99
投资损失	-5	-1	0	0	速动比率	0.23	0.42	0.62	0.81
营运资金变动	-249	215	115	-57	营运能力				
其他经营现金流	116	-28	0	3	总资产周转率	0.65	0.68	0.69	0.71
投资活动现金流	-206	-33	-38	-38	应收账款周转率	17	20	21	21
资本支出	244	0	0	0	应付账款周转率	3.43	3.58	3.35	3.36
长期投资	0	1	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	38	-33	-39	-38	每股收益 (最新摊薄)	0.06	0.26	0.35	0.45
筹资活动现金流	-372	-415	29	-25	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	1.14	1.15	1.06
短期借款	154	-319	161	-1	每股净资产 (最新摊薄)	1.94	2.21	2.56	3.00
长期借款	-380	50	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	172.01	36.59	27.81	21.68
资本公积增加	3	0	0	0	P/B	4.98	4.39	3.79	3.22
其他筹资现金流	-149	-147	-182	-74	EV/EBITDA	-44	54	43	34
现金净增加额	-146	651	1095	955					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhqz.com