

2010-03-29

食品、饮料/发酵制造业

公司研究 / 更新报告

丰原生化 (000930)

节能降耗升业绩，大幅减值去包袱

中性/ 维持评级

股价：RMB9.82

分析师

肖晖

SAC 执业证书编号:S1000208110160

+755-82493656 xiaohui@lhqz.com

联系人

陈小鹭

+755-82125084 Chenxiaolu@lhqz.com

相关研究

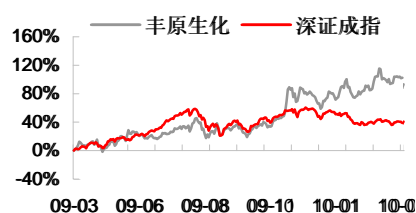
《公司研究：丰原生化-主营业务稳定，或有重组预期》
20100322

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)	9471

- 公司 09 年实现营业收入同比增长 4.35%、利润总额同比增长 236.19%、归属于母公司所有者的净利润同比增长 364.59%，ROE 水平由 2.9%大幅提升至 11.7%。原因主要是公司通过加大技改节能降耗，万元产值水耗、能耗同比分别下降 30.12%、13.64%，各项产品毛利率接近甚至超过历史最高水平，超出市场预期。
- 公司主营业务收入连续三个季度扭亏为盈，各项收益率大幅提升至近 5 年最高水平，其中燃料乙醇贡献最大全年生产燃料乙醇增加 2 万吨至 39.2 万吨，外购乙醇由 5.5 万吨减少至 1.5 万吨，收入增长 9.8%至 2.58 亿，成本仅上涨 2.98%，毛利率大幅上涨 7.23%至-8.8%，远远高于往年低于-15%以下的水平；其他主营产品毛利率也有相应提升 3-7%。
- 公司长期亏损的业务盈利能力开始出现好转。砀山梨业从去年亏损 4,868 万元减少 3602 万元至 1294 万元，丰原油脂公司由 08 年亏损 2,526 万元减少至 230 万元。
- 公司计提坏账准备、存货跌价准备、固定资产减值准备及工程物资减值准备 1.37 亿元，降低 EPS0.11 元/股。其中占比 19%的两年以上应收账款以接近 99%的比例计提 4655 万，单项高于 200 万元应收款项全额计提。由于处理了技改过程中的部分老化和落后设备，公司大幅计提固定资产减值准备 8381 万。至此，公司账务风险和资产减值风险大幅下降，包袱减轻之后为未来业绩提升奠定了基础。
- 鉴于公司产品价格上涨，毛利率提高，我们仍然维持公司 2010 年 EPS0.35 元/股的假设，对应 27 倍 PE，维持“中性”评级，建议关注 2010 年 6、7 月中粮控股关于公司优先购买权的决议。
- 前期中粮控股独立董事提出不执行收购权的两项原因：丰原生化整体盈利能力不如中粮控股以及仍然包括若干与中粮控股核心业务不符的业务，目前随着公司整体盈利能力的提高，ROE 水平逐步接近中粮控股多年平均的 15%，不相关业务也开始减亏。

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4801.9	5011.	5471.	6166.	6481
(+/-%)	14.9	4.4	9.2	12.7	5.1
归属母公司净利润(百万元)	54.3	251.9	335	433	497
(+/-%)	110.7	364.2	33	29	15
EPS(元)	0.06	0.26	0.35	0.45	0.52
P/E(倍)	174.5	37.6	27.8	21.7	19.0

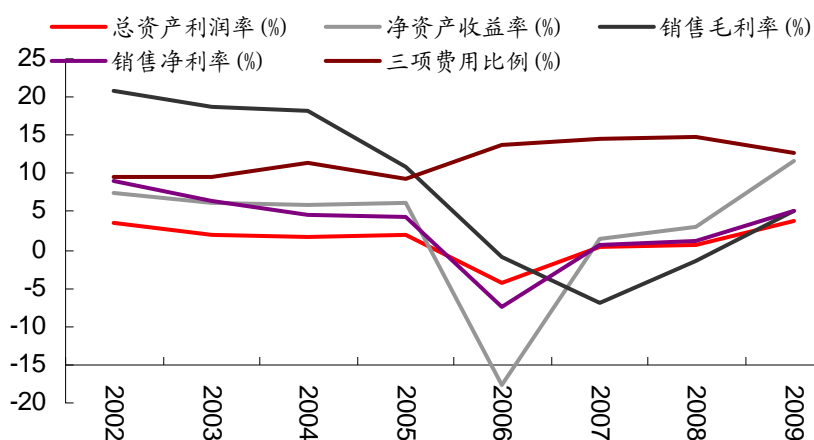
资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

表 1、各项产品毛利上升

产品分类	主营收入	主营成本	毛利率	毛利率同比
燃料乙醇类及副产品	9.82%	2.98%	-8.82%	7.23%
柠檬酸与副产品	-9.74%	-13.25%	16.58%	3.37%
氨基酸类及其副产品	4.35%	-4.05%	17.18%	7.25%
L-乳酸及其副产	35.6%	4.18%	41.18%	17.74%

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 1、公司盈利能力大幅提升



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

表 2、三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1670	3187	4022	4962	营业收入	5011	5471	6166	6481
现金	684	2619	3453	4377	营业成本	4752	5164	5753	6007
应收账款	207	258	287	298	营业税金及附加	30	32	36	38
其他应收款	30	54	57	60	营业费用	158	172	194	204
预付账款	105	242	211	211	管理费用	250	273	308	324
存货	625	0	0	0	财务费用	231	140	85	52
其他流动资产	20	14	14	15	资产减值损失	137	5	5	5
非流动资产	5097	4733	4363	3973	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	66	70	68	69	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	3996	3885	3600	3227	营业利润	-540	-316	-215	-150
无形资产	359	419	483	544	营业外收入	889	800	840	843
其他非流动资产	675	358	213	134	营业外支出	25	45	58	43
资产总计	6767	7920	8385	8935	利润总额	324	439	567	651
流动负债	3805	4565	4498	4445	所得税	44	66	85	98
短期借款	2822	2760	2796	2793	净利润	280	373	482	553
应付账款	454	1330	1229	1151	少数股东损益	28	38	49	56
其他流动负债	529	474	474	501	归属母公司净利润	252	335	433	497
非流动负债	592	612	662	712	EBITDA	-42	248	317	363
长期借款	562	612	662	712	EPS (元)	0.26	0.35	0.45	0.52
其他非流动负债	30	0	0	0					
负债合计	4397	5177	5161	5157	主要财务比率				
少数股东权益	218	256	305	361		2009	2010E	2011E	2012E
股本	964	964	964	964	成长能力				
资本公积	892	892	892	892	营业收入	4.4%	9.2%	12.7%	5.1%
留存收益	280	630	1063	1560	营业利润	-167.2%	-158.5%	-168.2%	-169.4%
归属母公司股东权益	2151	2486	2919	3416	归属于母公司净利润	364.2%	33.1%	29.1%	14.8%
负债和股东权益	6767	7920	8385	8935	获利能力				
					毛利率(%)	5.2%	5.6%	6.7%	7.3%
现金流量表					净利率(%)	5.0%	6.1%	7.0%	7.7%
					ROE(%)	11.7%	13.5%	14.8%	14.5%
					ROIC(%)	-5.2%	-4.2%	-3.3%	-2.8%
经营活动现金流	589	2136	891	1017	偿债能力				
净利润	280	373	482	553	资产负债率(%)	65.0%	65.4%	61.5%	57.7%
折旧摊销	267	423	448	461	净负债比率(%)	80.70%	68.51%	70.69%	71.37%
财务费用	231	140	85	52	流动比率	0.44	0.70	0.89	1.12
投资损失	-6	0	0	0	速动比率	0.27	0.70	0.89	1.12
营运资金变动	-299	1258	-124	-61	营运能力				
其他经营现金流	117	-58	1	11	总资产周转率	0.72	0.75	0.76	0.75
投资活动现金流	-152	-62	-72	-73	应收账款周转率	20	21	21	20
资本支出	162	0	0	0	应付账款周转率	5.52	5.79	4.50	5.05
长期投资	-31	4	-2	1	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-21	-58	-74	-73	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.35	0.45	0.52
筹资活动现金流	-306	-139	15	-19	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	2.22	0.92	1.05
短期借款	16	-62	36	-3	每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.58	3.03	3.54
长期借款	-41	50	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	37.48	28.16	21.81	19.00
资本公积增加	16	0	0	0	P/B	4.39	3.80	3.23	2.76
其他筹资现金流	-297	-127	-71	-65	EV/EBITDA	-297	50	39	34
现金净增加额	131	1935	834	925					

数据来源: 公司年报、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