

目 录

收入大幅增长，成本上涨挤占毛利	3
运营能力持续改善	3
亏损业务缩小、海外销售有拓展	4
最后表决权时间临近，放弃可能性小	4
风险提示	5

图表目录

图 1: 营业收入持续提高	3
图 2: 净利润增长显著	3
图 3: 公司三项费用率持续下降	4
图 4: 总资产周转率同比持续提高	4
图 5: 存货周转率同比持续提高	4
表格 1、各项产品毛利率同比小幅下降	3

收入大幅增长，成本上涨挤占毛利

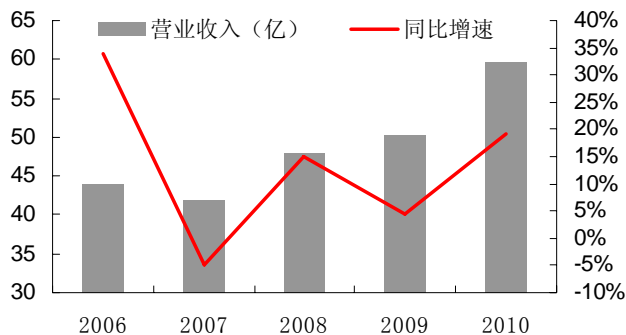
2月25日公司发布10年年报，每股收益0.30元/股，基本符合预期。10年公司营业收入59.7亿元，同比增长19%，归属母公司所有者净利润2.94亿，同比增长16.6%。其中主营业务毛利率同比下降1.7个百分点，主要原因是受原材料成本上升，10年国内玉米价格同比上涨约20%。受其影响，公司主要产品毛利率较去年同期均有小幅下降。

表格 1、各项产品毛利率同比小幅下降

产品分类	收入同比	成本同比	毛利率	毛利率同比	毛利率环比
燃料乙醇类及副产品	21.88%	21.89%	-8.82%	-0.01%	1.9%
柠檬酸与副产品	12.4%	13.7%	15.6%	-1%	-3.4%
氨基酸类及其副产品	18.5%	20.3%	15.95%	-1.2%	2.7%
L-乳酸及其副产	17.8%	55.88%	21.14%	-19%	-15.5%
合计	19.1%	21%	4.55%	-1.66%	-1.05%

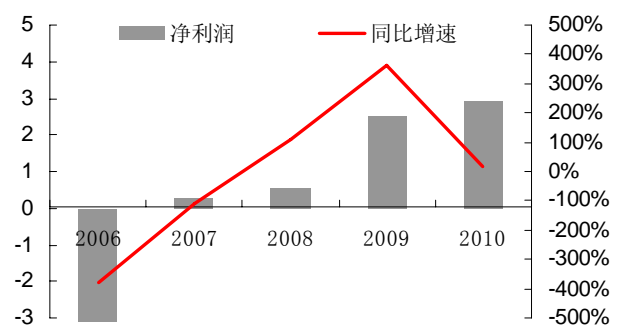
数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

图 1： 营业收入持续提高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 2： 净利润增长显著



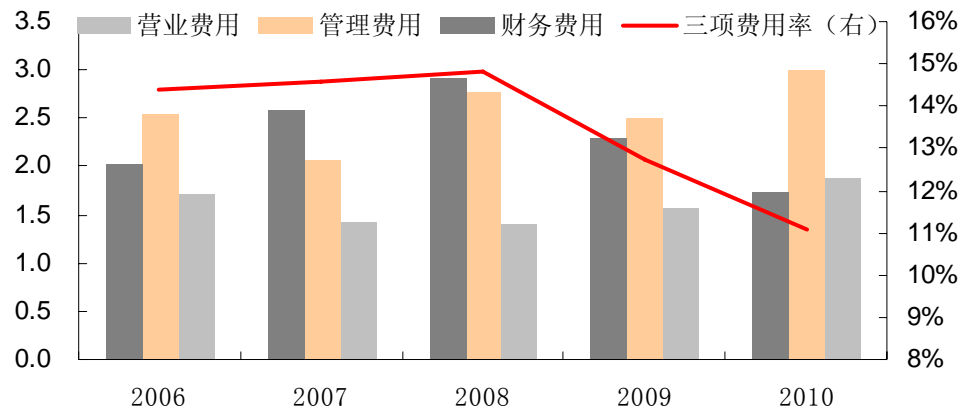
资料来源：华泰联合证券研究所

运营能力持续改善

10年公司在赖氨酸、燃料乙醇等技改方面的持续投入超过1亿元，完成年产4万吨65%赖氨酸改造项目和燃料乙醇消瓶颈技改项目并成功运行，赖氨酸和乙醇产能分别达到8.6万吨、44万吨，同比增长50%、10%。公司不断通过生产线技改和工艺优化，产品物耗水平大大降低，10年公司万元产值水耗、能耗同比分别下降26.52%、7.67%。

在销售收入和技改增加的同时，公司销售费用率和管理费用率同比持平，通过优化贷款结构，有效降低了财务费用，2010年全年公司三项费用率持续下降至11%。净资产收益率相比从09年11.7%小幅上升到12.04%。

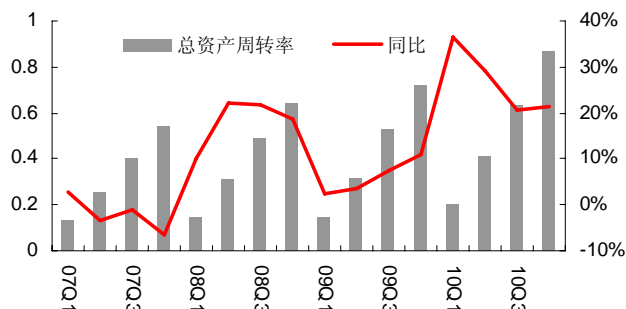
图 3： 公司三项费用率持续下降



资料来源：华泰联合证券研究所

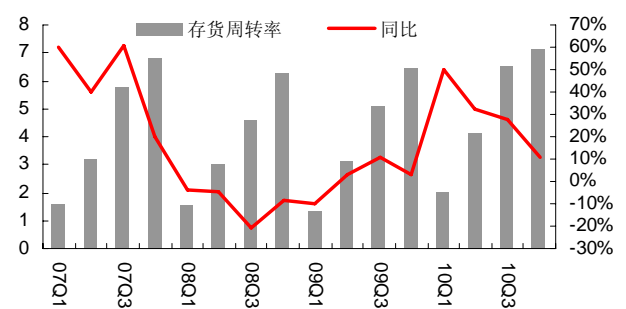
公司经营能力也有明显改善，总资产周转率、存货周转率等指标同比提高接近 20%。

图 4： 总资产周转率同比持续提高



资料来源：华泰联合证券研究所

图 5： 存货周转率同比持续提高



资料来源：华泰联合证券研究所

亏损业务缩小、海外销售拓展

硕山梨业业务在 09 年大幅减亏基础上 10 年实现营业收入 4,749.19 万元，净利润 -187.93 万元，较上年减亏 85.48%。同时生产玉米油的丰原油脂有限公司也由 09 年的亏损实现扭亏。我们认为亏损业务的逐渐好转，也有利于公司未来进一步提升业绩，早日达到控股股东的重组要求。

10 年 11 月公司柠檬酸、柠檬酸钠产品通过欧盟 REACH 法规注册—欧盟对进入其市场的所有化学品进行预防性管理的法规，目前公司这两个产品年出口欧盟数量大于 1000 吨，此次通过欧盟 REACH 法规注册，公司不仅获得了入欧“通行证”，更有望使公司未来增加在欧盟的贸易机会。

重组预期渐行渐近，放弃可能性小

随着中粮控股上市初承诺的行使优先购买权五年有效期最后一年的临近，公司资产重组预期强烈，按照惯例，一般在每年 6 月底中粮控股董事会表决。

长期来看高油价背景下，燃料乙醇发展前景广阔，未来的发展主要方向在于木薯乙醇和纤维素乙醇，中粮集团在此方面积极探索，我们认为其放弃丰原生化可能性极小，未来有望整合旗下生物燃料资产打造国内最大的生物燃料平台。

根据现有补贴和玉米价格测算，我们预计公司今明两年每股收益分别为 0.38 元/股、0.44 元/股，对应当前 8.96 元股价，11 年 PE 24 倍，估值合理，维持“中性”评级。中粮控股董事会对公司优先购买权的表决，将成为股价的催化剂。

风险提示

- 1、中粮控股独立董事表决决定放弃行使优先选择权。
- 2、玉米价格上涨超预期，影响产品盈利能力。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1979	3170	3904	4829	营业收入	5967	5978	6155	6211
现金	505	1793	2541	3406	营业成本	5759	5759	5885	5933
应收账款	223	209	213	212	营业税金及附加	30	26	31	30
其他应收款	70	58	62	62	营业费用	187	188	193	195
预付账款	165	176	159	171	管理费用	300	293	302	304
存货	983	913	904	955	财务费用	174	153	114	84
其他流动资产	0	21	26	24	资产减值损失	80	50	50	50
非流动资产	4944	4555	4159	3772	公允价值变动收	1	0	0	0
长期投资	39	53	46	49	投资净收益	5	1	0	0
固定资产	4374	3974	3552	3118	营业利润	-558	-490	-421	-385
无形资产	376	428	475	528	营业外收入	0	1000	1000	1000
其他非流动资产	0	100	86	77	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	6923	7725	8064	8601	利润总额	366	500	569	605
流动负债	3825	4191	4022	4026	所得税	65	89	101	108
短期借款	2802	2810	2812	2808	净利润	301	411	468	497
应付账款	368	830	597	616	少数股东损益	8	40	45	48
其他流动负债	0	551	613	602	归属母公司净利	294	371	422	449
非流动负债	439	464	514	564	EBITDA	-384	114	149	157
长期借款	414	464	514	564	EPS (元)	0.30	0.38	0.44	0.47
其他非流动负	25	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	4263	4655	4536	4590	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	219	259	305	353	成长能力				
股本	964	964	964	964	营业收入	19.1%	0.2%	2.9%	0.9%
资本公积	919	919	919	919	营业利润	0.0%	-187.8	-186.0	-191.5
留存收益	540	928	1340	1775	归属母公司净利	16.6%	26.4%	13.7%	6.3%
归属母公司股	2440	2811	3223	3658	获利能力				
负债和股东权	6923	7725	8064	8601	毛利率(%)	0.0%	3.7%	4.4%	4.5%
现金流量表					净利率(%)	4.9%	6.2%	6.9%	7.2%
单位: 百万元					ROE(%)	12.0%	13.2%	13.1%	12.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	-7.9%	-6.0%	-5.7%	-6.1%
经营活动现金	313	1437	887	986	偿债能力				
净利润	301	411	468	497	资产负债率(%)	61.6%	60.3%	56.2%	53.4%
折旧摊销	0	451	455	459	净负债比率(%)	165.13	74.32	77.08	77.24
财务费用	163	153	114	84	流动比率	0.52	0.76	0.97	1.20
投资损失	-5	-1	0	0	速动比率	0.26	0.54	0.75	0.96
营运资金变动	0	410	-147	-56	营运能力				
其他经营现金	155	12	-3	2	总资产周转率	0.87	0.82	0.78	0.75
投资活动现金	-145	-73	-53	-71	应收账款周转率	28	27	27	27
资本支出	178	0	0	0	应付账款周转率	14.01	9.61	8.25	9.78
长期投资	0	14	-7	3	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-59	-60	-68	每股收益(最新)	0.30	0.38	0.44	0.47
筹资活动现金	-340	-76	-86	-49	每股经营现金流	0.32	1.49	0.92	1.02
短期借款	-20	8	1	-4	每股净资产(最	2.76	2.92	3.34	3.79
长期借款	-149	50	50	50	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.42	23.27	20.48	19.26
资本公积增加	27	0	0	0	P/B	3.25	3.07	2.68	2.36
其他筹资现金	-198	-134	-138	-96	EV/EBITDA	-31	102	79	74
现金净增加额	0	1289	747	866					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

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 2011 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn