

2009-02-03

农产品

广州冷机 000893.SZ

首次

买入

当前价格	13.05 元
目标价格	18.20 元
目标期限	12 个月

分析师:

蒋小东

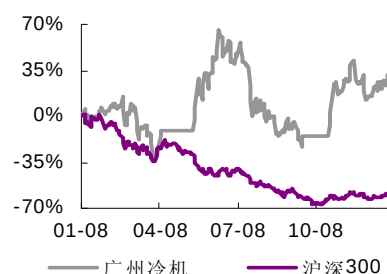
021-22169122

jiangxd@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	222
总市值(百万元)	2,897
流通比例(%)	39.50%
12 个月最高/最低(元)	14.85/5.49
近 3 月日均成交量(百万股)	3.08
主要股东	广州东凌实业集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.48	56.15	120.40
绝对收益	32.65	79.79	65.40

相关报告:

广州冷机: 极富竞争力的区域油脂加工龙头
.....2008-11-27

现阶段上涨仍处于价值认识期

◇ 事件: 公司股价近期连续上涨

◆ 股价虽然连续上涨, 但市场仍处于对公司的价值认识阶段:

我们认为, 尽管近期广州冷机的股价大幅上涨, 但现阶段仍处于市场对公司的价值认识阶段。我们从 08 年 11 月推荐至今, 市场对植之元的疑问始终围绕着这几点: 1. 大豆价格剧烈波动是否影响公司盈利? 2. 公司套保是否值得足够信任? 3. 低毛利业务是否只值 10 倍 PE?

正因为如此, 在公司承诺 09 年完成 0.91 元 EPS 的背景下, 股价在 11-12 倍 PE 附近盘整近 3 个月, 我们认为, 由于市场对油脂加工及植之元的陌生, 现阶段对公司仍处于价值认识期。

◆ 植之元的投资逻辑为政策支持、业绩稳定、规模增长:

广州冷机重组后的植之元资产的投资逻辑在于首先政策支持内资油脂企业做大做强, 同时行业的大豆压榨利润相对稳定, 并不随大豆价格波动而剧烈变化, 而 wilmar 给所有油脂加工企业树立了一个很好的规模增长带来业绩增长的成长轨迹。正因为植之元融合了政策、稳定、增长三要素, 使其具有明显的投资机会。

◆ 大豆价格趋于稳定, 09 年植之元收入因此变得明朗:

在既定的压榨量下, 大豆价格决定公司收入规模。尽管前期大豆价格的大幅回调, 但目前在 9-10 美元/蒲式耳较为稳定, 我们难以想象大豆价格会重复 08 年的剧烈波动走势, 大豆价格的稳定使公司收入预期变得明朗, 由于植之元的毛利率和净利率相对稳定, 从而使公司 09 年的盈利预期得到保障。

◆ 资产置换年内完成, 提高目标价至 09 年 20 倍 PE 水平:

整个广州冷机的重组进程, 目前处于股东变换、要约收购结束, 而资产尚未置换完成阶段, 可以预见, 资产置换将于年内完成, 而届时植之元 09 年的报表将全年并表, 从而实现承诺的 0.91 元的 EPS 盈利预期, 我们认为, 随着公司重组的逐步完成, 市场对公司的认识将更趋于深刻, 估值水平将相应提高, 我们将对公司 12 个月目标价从原本的 09 年 15 倍 PE 提高至 20 倍 PE 水平, 即 18.2 元, 建议投资者买入或回调买入。

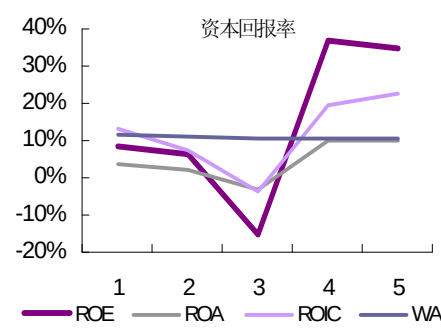
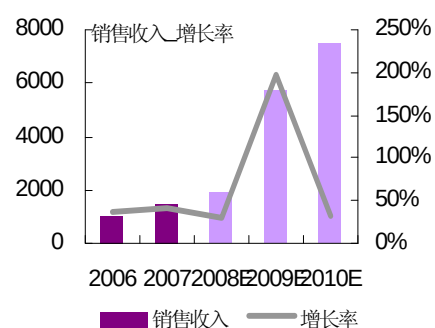
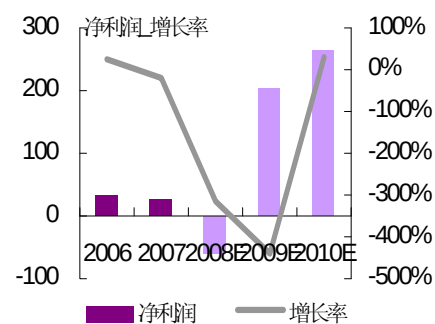
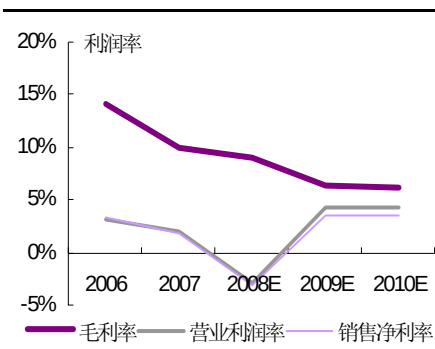
业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1,042	1,470	1,911	5,696	7,479
营业收入增长率	36.99%	41.10%	30.00%	198.00%	31.30%
净利润(百万元)	34	28	-60	202	263
净利润增长率	23.26%	-18.61%	-313.89%	-438.85%	29.90%
EPS(元)	0.15	0.13	-0.27	0.91	1.18
ROE	8.21%	6.25%	-15.43%	36.86%	34.62%
P/E	84	104	-49	14	11
P/B	7	6	7	5	4
EV/EBITDA	66	57	1,060	11	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1,042	1,470	1,911	5,696	7,479
营业成本	894	1,324	1,741	5,338	7,018
EBITDA	43	51	3	308	391
折旧和摊销	31	37	43	51	59
销售费用	22	21	28	15	19
管理费用	66	70	105	66	86
财务费用	10	14	33	33	38
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	3	0	0
营业利润	32	29	-54	243	314
利润总额	34	28	-61	238	309
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	34.31	27.93	-59.73	202.40	262.93

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	958	1,409	1,836	2,018	2,603
流动资产	668	1,031	1,369	1,450	1,919
货币资金	169	151	197	228	299
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	148	256	332	57	75
应收票据	14	130	168	0	0
其他应收款	8	23	39	114	150
存货	279	409	538	446	586
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	3	4	4	4
固定资产	220	268	342	428	527
无形资产	60	87	83	79	74
总负债	540	962	1,592	1,939	2,309
无息负债	454	761	995	1,257	1,649
有息负债	86	201	597	683	660
股东权益	418	447	387	549	759
股本	222	222	222	222	222
公积金	155	147	177	216	276
未分配利润	44	69	19	150	321
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	-	-27	-200	489	343
净利润	34	28	-60	202	263
折旧摊销	31	37	43	51	59
净营运资金增加	-5	-26	-295	-267	-167
其他	-	-66	112	503	189
投资活动产生现金流	-	111	-118	-138	-159
净资本支出	0	121	138	159	183
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	0	-10	-256	-297	-341
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-	115	396	85	-22
其它长期负债变化	-	307	234	262	393
净现金流	0	0	45	363	71

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	36.99%	41.10%	30.00%	198.00%	31.30%
净利润增长率	23.26%	-18.61%	-313.89%	-438.85%	29.90%
EBITDA 增长率	6.51%	19.57%	-93.93%	9792.03%	26.95%
EBIT 增长率	8.60%	19.57%	-154.74%	-1066.18%	28.22%
EPS 增长率	23.26%	-18.61%	-313.89%	-438.85%	29.90%
估值指标					
PE	84	104	-49	14	11
PB	7	6	7	5	4
EV/EBITDA	66	57	1,060	11	8
EV/EBIT	66	57	-118	12	9
EV/NAPLAT	68	59	-120	15	11
EV/Sales	3	2	2	1	0
EV/IC	8	6	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	14.18%	9.93%	8.93%	6.29%	6.16%
EBITDA 率	4.11%	3.49%	0.16%	5.40%	5.22%
EBIT 率	4.11%	3.49%	-1.47%	4.76%	4.65%
税前净利润率	3.11%	2.56%	-3.19%	4.18%	4.14%
税后净利润率	3.29%	1.90%	-3.12%	3.55%	3.52%
ROA	3.58%	1.98%	-3.25%	10.03%	10.10%
ROE	8.21%	6.25%	-15.43%	36.86%	34.62%
ROIC	12.45%	10.18%	-3.51%	23.06%	26.48%
偿债能力					
净负债 / 权益	-0.20	0.11	1.03	0.83	0.48
资产负债率	56.37%	68.29%	80.44%	77.93%	75.25%
流动比率	1.24	1.11	0.88	0.76	0.84
速动比率	0.72	0.67	0.53	0.53	0.59
每股指标					
EPS	0.15	0.13	-0.27	0.91	1.18
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.18	0.24
每股经营现金流	-	-0.12	-0.90	2.20	1.55
每股净资产	1.88	2.01	1.74	2.47	3.42
每股销售收入	4.69	6.62	8.61	25.66	33.69
每股 EBITDA	0.19	0.23	0.01	1.39	1.76

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

证券从业 7 年，2006 年起从事农林牧渔行业研究，2008 年新财富最佳分析师“农林牧渔”第四名。

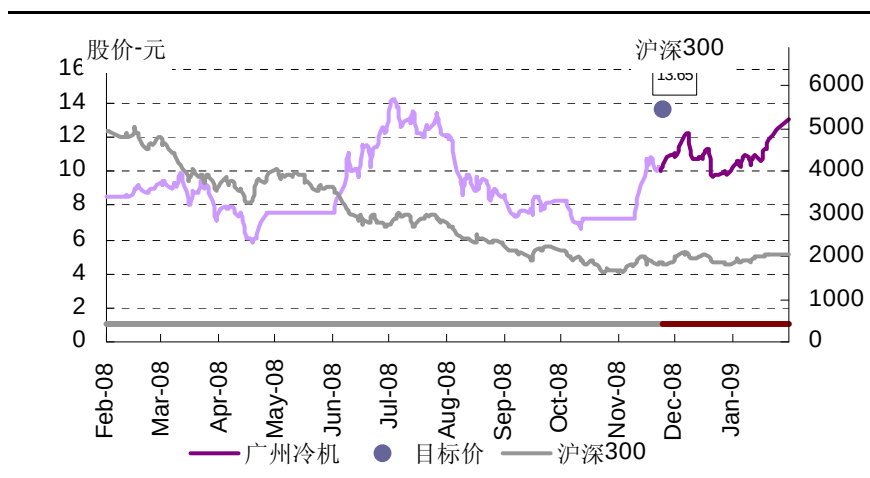
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

广州冷机（000893）

分析师：蒋小东



日期	股价	目标价	评级
2008-11-27	10.81	13.65	买入
买入 — 增持 — 中性 — 减持 — 卖出			

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。