

农业行业

王义国

0755-82026749

[wangyiguo@cjis.cn](mailto:wangyiguo@cjis.cn)

6-12 个月目标价: 20.4 元

当前股价: 16.61 元

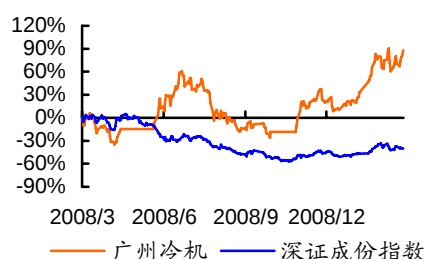
评级调整: 维持

基本资料

|            |         |
|------------|---------|
| 深证成份指数     | 8022.69 |
| 总股本(百万)    | 222     |
| 流通股本(百万)   | 88      |
| 流通市值(亿)    | 15      |
| 09 年预计 EPS | 1.20    |
| 每股净资产(元)   | 2.01    |
| 资产负债率      | 68.3%   |

股价表现

| (%)    | 1M | 3M | 6M  |
|--------|----|----|-----|
| 广州冷机   | 4  | 53 | 118 |
| 深证成份指数 | -8 | 11 | 17  |



相关报告

《植之元公司在大豆加工行业快速成长》  
2008 年 11 月 19 日  
《大豆加工业: 压榨能力相对稳定带来 09 年毛利率上升》  
2009 年 3 月 8 日

广州冷机

000893

推荐

即将翻到新的一页: 植之元公司

投资要点:

- **建议跳过公司 08 年年报** 公司 08 年年报反映的是大股东东凌实业要整体置换出去的冰箱压缩机业务 08 年经营情况, 因而不计其盈利或亏损, 对新置换进来的大豆加工业务没有影响。我们从 08 年年报中看到, 公司为企业重组发生了相关费用, 因此, 建议投资者跳过公司 08 年年报。
- **即将翻到新的一页: 植之元公司** 公司资产置换方案正在报请证监会并购重组委审批, 我们认为, 公司近期获得有条件审核通过的可能性很大。之前看好植之元公司大豆加工业务并等待良久的投资者将迎来满意的结果。08 年年报反映, 前十名流通股股东基本上买入后一直持有, 尽管 08 年股票市场波动较大。
- **植之元公司经受住 08 年大豆加工业大洗牌, 并且还有良好收益** 04 年大豆加工业大洗牌将没有做套期保值的公司洗出去, 08 年是高价使用国产豆的加工商基本处于半停产, 植之元公司坚持合理套保和国际采购大豆保证它在该行业成功经营, 公司在 08 年行业低潮, 税前压榨利润估计仍有每吨 165 元。
- **09 年一季度理论压榨利润上升到 300 多元, 超过去年同期 239 元, 我们预计, 大豆加工业 09 年毛利率将回升** 受益于行业景气回升, 我们预测, 植之元公司 09 年一季度业绩增长可能接近 50%, 全年将完成 2.68 亿元净利润(加工量 150 万吨, 每吨压榨利润 178 元), 每股收益 1.2 元。我们同时将 09 年毛利率调高到 6.3%。
- **公司是国内优秀大豆加工商, 基于其未来三年成长确定并且现有估值较低, 我们维持推荐评级** 公司 2010 年后加工量上升依赖于南沙二期 150 万吨项目投产, 新项目投产将使公司成为国内第四大大豆加工商(在益海嘉里、中粮控股和嘉吉之后), 公司经营符合行业成功经营的“四个法则”。基于公司正在上升的行业地位、未来三年盈利增长的确性以及现有较低估值, 我们维持“推荐”评级。

主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 1470  | 1623  | 5846  | 6585  |
| 同比(%)         | 41%   | 10%   | 不适用   | 12.6% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 28    | -62   | 268   | 303   |
| 同比(%)         | -18%  | -324% | 不适用   | 13%   |
| 毛利率(%)        | 10.6% | 6.1%  | 6.3%  | 6.3%  |
| ROE(%)        | 6%    | -16%  | 52%   | 39%   |
| 每股收益(元)       | 0.13  | -0.28 | 1.20  | 1.36  |
| P/E           | n.a   | n.a   | 13.8  | 12.2  |
| P/B           | n.a   | n.a   | 8.3   | 5.3   |

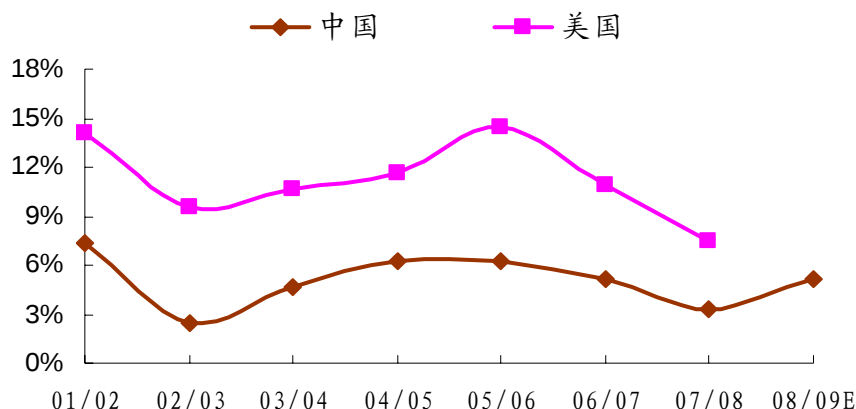
资料来源: 中投证券研究所

图表 1: 广州植之元油脂公司南沙和增城生产基地加工量和开工率

|           | 2006 | 2007 | 2008E | 2009E | 2010E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 一、南沙生产基地  |      |      |       |       |       |
| 产能 (万吨/年) | /    | 150  | 150   | 150   | 150   |
| 加工量 (万吨)  | 8    | 78   | 90    | 110   | 120   |
| 开工率       |      | 52%  | 60%   | 73%   | 80%   |
| 二、增城生产基地  |      |      |       |       |       |
| 产能 (万吨/年) | 70   | 70   | 70    | 70    | 70    |
| 加工量 (万吨)  | 80   | 50   | 40    | 40    | 50    |
| 开工率       | 100% | 70%  | 57%   | 57%   | 70%   |

来源: 中投证券、南沙生产基地 06 年 10 月后生产, 增城生产基地 99 年就开始生产

图表 2: 国内大豆压榨毛利率只是美国一半 (不考虑套期保值影响)



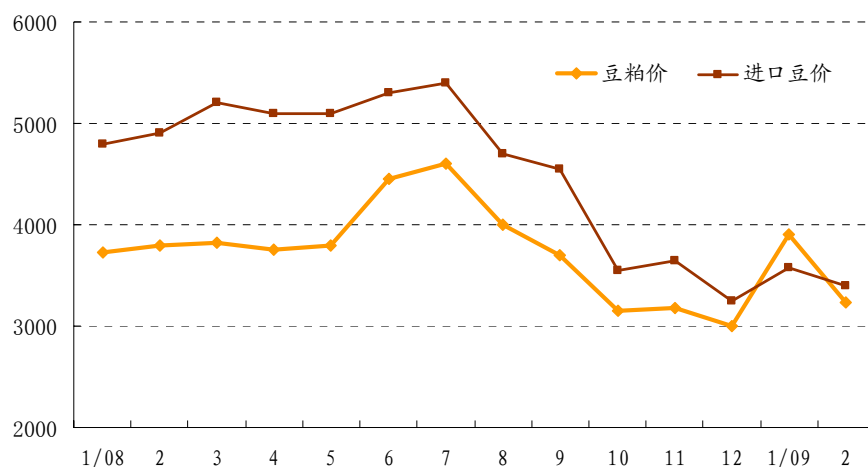
资料来源: USDA、中投证券研究所

图表 3: 进口大豆理论压榨利润 (豆粕值+豆油值-大豆值-加工费)

| 元/吨  | 2003  | 2004  | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| 1 月  | - 212 | 21    | 103  | 93   | 141  | 232  | 713  |
| 2 月  | - 18  | - 212 | 52   | 56   | 107  | 286  | 302  |
| 3 月  | - 63  | 49    | 127  | - 2  | 34   | 199  |      |
| 4 月  | - 79  | 24    | 22   | -10  | - 36 | - 70 |      |
| 5 月  | - 76  | -38   | 52   | - 34 | 27   | - 41 |      |
| 6 月  | - 25  | -165  | - 6  | 32   | - 20 | 204  |      |
| 7 月  | 0     | 10    | 54   | - 19 | 83   | 88   |      |
| 8 月  | 9     | 85    | 23   | - 68 | 99   | - 87 |      |
| 9 月  | 151   | 384   | 75   | 94   | 179  | -284 |      |
| 10 月 | 458   | 378   | 133  | 135  | 110  | - 48 |      |
| 11 月 | - 123 | 110   | 103  | 230  | 107  | - 51 |      |
| 12 月 | 10    | 87    | 126  | 178  | 119  | 216  |      |

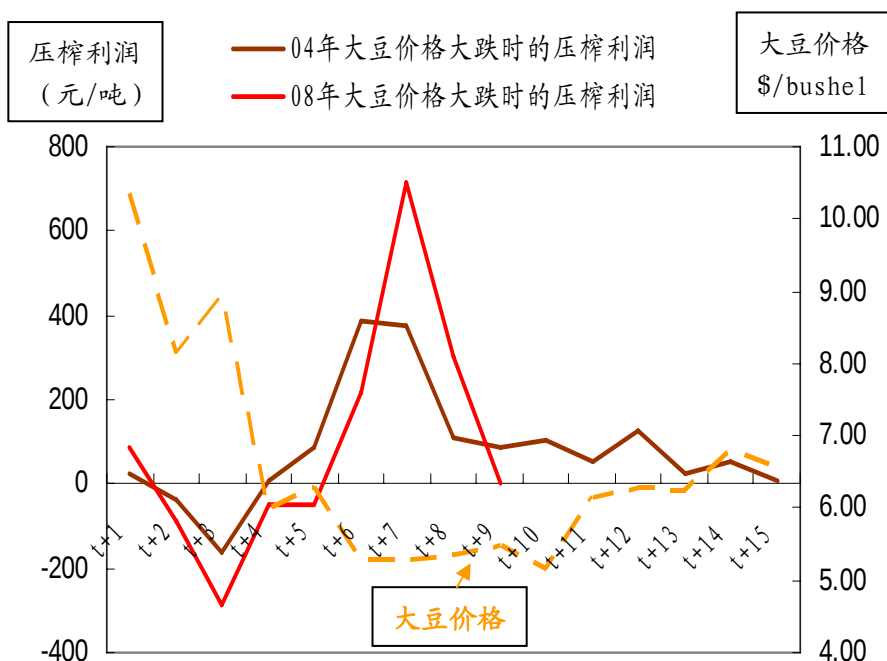
资料来源: 国家粮油信息中心、中投证券研究所

图表 4: 大豆加工业 09 年毛利率有可能提高  
(占产品价值 2/3 的豆粕价涨幅超过进口大豆涨幅)



资料来源: 中投证券研究所

图表 5: 国内大豆压榨利润在 04 和 08 年大豆价格大跌时对比



资料来源: USDA、中投证券研究所

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

**王义国:** 中投证券研究所农林牧渔行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、新赛股份、广州冷机、开创国际、山下湖

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                                 | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层<br>邮编: 100031<br>传真: (010) 66276939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |