



郭昌盛

021-53519888-1924

guochangsheng@sigchina.com

正待脱胎换骨, 油脂业龙头渐行渐近

——对 2008 年年报的点评

基本数据 (Y08)

报告日股价 (元)	18.27
12mth A 股价格区间 (元)	5.49/18.27
总股本 (百万股)	222.00
无限售 A 股/总股本	39.50%
流通市值 (百万元)	1602.10
每股净资产 (元)	1.72
PBR (X)	10.62
DPS (Y08 拟, 元)	/

主要股东 (Y08)

广州东凌实业有限公司	34.38%
广州万宝集团有限公司	26.12%
合肥济和钢材贸易公司	2.03%
融通新蓝筹证券投资基金	1.96%

收入结构 (Y08)

冰箱压缩机	83.21%
-------	--------

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: GCS09-CT02

■ 动态事件:

近日公司披露 2008 年年报, 数据显示营业收入实现 16.23 亿元, 同比增长 10.39%; 属母公司净利润则为 -6259 万元, 同比下降 324%, 且不分配。尚处于重大重组进程中的广州冷机, 主业或酝酿巨变。

■ 主要观点:

现有业务遭受环境冲击, 财务状况趋向恶化

公司现有主业冰箱压缩机的业绩本来一般, 上年金融危机对其冲击很大, 形成严重亏损, 且盈利能力、资产流动性均跌落至“谷底”, 料此状况未来难有根本性转机。

待置入的“植之元”质地优良, 油脂业界龙头雏形已现

已启动近一年时间的资产重组方案, 应能很快获批通过。新资产、业务之优质可谓不可多得。就业务规模而言, 植之元已经是油脂加工业的内资企业中仅次于中粮集团的龙头之一。综合竞争力也十分突出。

预期业绩优秀, 长期成长性突出

今明两年的植之元预期业绩相对于当前的广州冷机来看将呈跳跃式增长, 且长期成长空间巨大。保守估算, 其营业收入 2009~2010 年可依次增长 272.81%、19.06%, 净利润达 512.11%、62.60% 的高增长。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持评级为“跑赢大市”

虽过去已有一定的累计涨幅, 但未被高估, 仍维持对其“跑赢大市”评级。可继续增持。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	1470.32	1623.07	6051.00	7204.03
年增长率 (%)	53.38	10.39	272.81	19.06
归属于母公司的净利润	27.93	-62.59	195.35	317.65
年增长率 (%)	-7.08	-324.12	512.11	62.60
每股收益 (元)	0.126	-0.282	0.880	1.431
PER (X)	145.00	/	20.76	12.77

注: 有关指标按最新总股本为 222.00 百万股, 3 月 17 日收盘价计算

一、08 年报基本分析

1、现有主业产品遭受一定程度冲击

广州冷机从事冰箱压缩机的生产、销售，2008 年度共销售 655 万台，同比增幅仅 2.41%，因下半年外销订单骤然减少，导致了产品价格下跌，故营业收入虽同比增长 10.38%，但营业利润却大减 312%，形成了亏损 6259 万元。对于原材料成本的抬高，公司显然未能转嫁到下游，而是被动吸收。外销收入虽占营业总收入的比重未超两成，但销售价格对其反应敏感，形成了不利。

公司的冰箱压缩机在国内市场上有些许竞争力，其特点是高效、节能、环保。就在不久前，公司还被广东省认定为首批高科技企业并将因此享受税收优惠。但公司的产品线单一、产业链过短的不足，也决定其抗风险能力不足。

2、财务状况正进一步恶化

看各期的综合毛利率水平，至 2008 年已完全陷入了谷底的 6.06% 水平，比较上期降了 3.8 个百分点，而且是历年一路下跌的继续，该盈利能力状况已不足以支撑其作为制造业企业的正常运营。虽资产运营效率等相关指标尚维持在前期的一般水平，但资产流动性相关指标下降并明显偏低，若此状况一再延续，则面临较大的偿债风险。

“三项费用”较上年大涨 42%，也表明为维系上述营业收入耗费了更多代价。其中，管理费用、财务费用均上升较快，尤其管理费用支出，吞掉毛利的 60%！因原料价格的下跌，公司还大幅度计提了存货跌价损失。另注意到，公司尚有些许经营现金流（如附表 2）。

3、待置入的“植之元”是少有的优质资产

自 2008 年 3~4 月起，公司的国有股东便着手股权转让，同处于压缩机行业、并以其作为核心主业之一的广州东凌集团公司随即入主，后者计划将麾下的另一核心主业食用大豆油脂加工业务与资产置入上市公司。目前，资产置换方案处于报证监会待审批阶段。

据我们一个时期以来的跟踪了解，待置入的植之元资产独立完整、业务规模庞大，经营业绩优良，经营班子也十分专业、敬业，这

是一块不可多得的优质资产。另据其先前发布的模拟报表显示，07年、08年1~8月对应的营业收入依次为40.58亿元、35.35亿元，净利润依次为7975万元、12858万元，保守预估其08年全年净利润17500万元，相当于贡献广州冷机每股收益0.79元。

4、公司转身成为油脂业龙头指日可待

一旦项目获批、完成重组，则意味着公司将成为食用油行业的内资背景企业中规模仅次于中粮集团的行业龙头，只是与后者稍有不同的是，它属于民营性质，一向精于管理以及处事务实。重组的成功，必为其做大做强增添新动力。预计在食用油这一外资占有份额高达三分之二的市场中，公司与对手抗衡的能力将大大增强。

我国食用油主要原料大豆的需求总量约四分之三来自进口，原料价格波动对一般企业影响甚大。而公司的核心能力还在于：可凭借一批经验丰富的经理人对大豆进行成功的套期保值运作。虽市场波动影响油品的毛利率，但却未令企业遭受损失，反而近期地位在上升。

二、业绩趋势的展望

在新的农产品市场，公司的成长空间极其广阔，外部环境对公司业务发展也十分有利，其目前150万吨的大豆加工能力欲在两年内再度翻番，并可保持业内较高的开工率。公司的业务收入不仅来自食用油品，而且还将来自副产品豆粕、大豆磷脂，甚至两后者的收益可持续大幅度超过前者。料随着全球经济回暖，各项售价也将趋升。

三、投资评级与建议

假定公司可于不久后完成重组，则根据对其今明两年的模拟业绩预测（如附表1），得营业收入将依次增长272.81%、19.06%，净利润增长512.11%、62.60%，形成每股收益依次为0.88元、1.43元。相应的动态PE分别为21倍、13倍。

着眼未来六个月的时段，该股票合理位24.5元或距当前价存在34.10%左右的空间。在此仍维持“跑赢大市”评级。建议继续增持。

三、附表

附表 1 广州冷机的损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007 年报	2008 年报	2009 预测	2010 预测
营业收入	1470.32	1623.07	6051.00	7204.03
营业成本	1324.35	1524.76	5666.76	6631.31
营业税金及附加	2.08	3.23	1.55	2.65
营业费用	21.21	18.99	22.14	25.76
管理费用	70.44	97.31	64.85	70.35
财务费用	13.64	33.76	40.23	55.43
资产减值损失	9.31	7.21	/	/
营业利润	29.28	-62.20	255.47	418.53
营业外收入	8.59	8.19	5.00	5.00
营业外支出	0.24	4.83	/	/
利润总额	37.63	-58.83	260.47	423.53
所得税费用	9.70	3.76	65.12	105.88
净利润	27.93	-62.59	195.35	317.65
归属于母公司所有者的净利润	27.93	-62.59	195.35	317.65
少数股东权益	/	/	/	/
每股收益 (元)	0.126	-0.282	0.880	1.431

数据来源: 公司报告, 上海证券研究所整理; 每股收益按总股本 22200 万股计算

附表 2 广州冷机的历年财务指标

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
销售毛利率(%)	16.01	15.33	9.93	6.06
EBITDA/主营业务收入(%)	7.39	6.69	4.22	-0.26
净资产收益率(全面摊薄)(%)	7.13	7.26	6.25	-16.35
流动比率	1.29	1.24	1.11	1.01
速动比率	0.86	0.72	0.67	0.64
资产负债率(%)	54.56	56.62	68.29	62.8
存货周转率	3.31	3.38	3.85	4.79
应收账款周转率	3.83	5.12	7.28	7.66
总资产周转率	0.86	1.06	1.24	1.33
主营业务收入同比增长率(%)	35.09	26.02	53.38	10.39
净利润同比增长率(%)	-3.3	7.96	-7.08	-324.12
每股收益(全面摊薄)	0.130	0.140	0.126	-0.282
每股经营性现金流量	0.54	0.54	-0.12	0.84
每股未分配利润	0.06	0.18	0.31	0.03
每股资本公积金	0.65	0.64	0.65	0.64

数据来源: 公司定期报告, WIND 资讯, 上海证券研究所整理; 每股收益按总股本 22200 万股计算

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。