



2009 年 4 月 23 日

农业

业绩回顾

袁霏阳

分析师

yuanfy@cicc.com.cn

杨柯

联系人

yangke@cicc.com.cn

回避

丰原生化(000930.CH)

1 季度业绩回顾

主要财务信息

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
主营业务收入	3,261	4,398	4,054	4,750	3,987	4,124
(+/-%)	48.4	34.9	-7.8	17.2	-16.1	3.5
主营业务利润	321	-38	-313	-85	-511	-488
(+/-%)	-17.3	-111.8	-728.5	72.9	-503.4	4.6
净利润	139	-337	26	54	121	127
(+/-%)	37.5	-342.3	107.6	110.7	123.5	4.4
每股收益 (基本, 元)	0.14	-0.35	0.03	0.06	0.13	0.13
(+/-%)	-44.1	-342.2	107.6	110.7	123.5	4.4
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.14	-0.35	0.03	0.06	0.13	0.13
每股经营现金流 (元)	0.40	0.07	1.13	0.45	0.67	0.68
市盈率 (倍)	35.0	-14.4	188.7	89.6	40.1	38.4
市净率 (倍)	2.1	2.5	2.7	2.6	2.4	2.3
股价/经营现金	12.6	67.8	4.5	11.1	7.6	7.5
EV/EBITDA (倍)	22.5	-45.8	-20.4	-16.1	-11.0	-10.5
净资产收益率 (%)	6.1	-17.6	1.4	2.9	6.1	6.0
投入资本回报率 (%)	4.8	-2.2	5.1	6.3	5.7	5.6
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

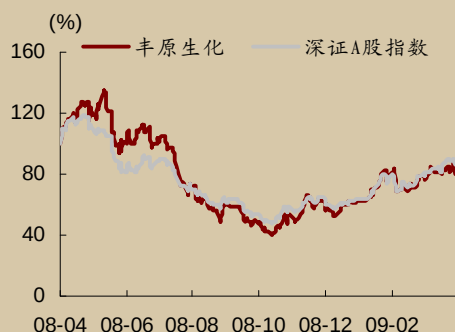
股票信息

	A股
股票代码	000930 CH
当前股价	人民币 5.04
日成交量 (百万股)	49.67
52周最高价/最低价	人民币 8.68/2.43
总市值 (百万元)	4,861
发行股数 (百万股)	964
其中: 流通股 (百万股)	769
主要股东 (持股比例)	中粮集团有限公司 (20.74%)

最近估值走势

	1周内变化	1个月变化	3个月变化	年初至今
丰原生化	-1.9%	2.6%	27.3%	54.1%
深证A股指数	-3.2%	8.9%	33.7%	48.3%
中金农业指数	-2.0%	7.5%	24.8%	41.1%

52 周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

1 季度盈利同比下滑 37%

1 季度公司录得净利润 2135 万元, 同比下滑 37%。业绩大幅下滑是因为内销一水柠檬酸价格大幅下滑, 98%浓度赖氨酸价格同比下跌 25%, 环氧乙烷价格同比近腰斩。此外, 去年 1 季度燃料乙醇补贴金额是按照 2251 元/吨 (07 年标准) 核算, 今年 1 季度是按照 2185 元/吨 (08 年标准) 核算, 同比下调 66 元/吨, 按照单季 10 万吨产销量估算, 补贴收入亦减少了 660 万元。

09 年展望:

两大主业中, 柠檬酸盈利难以大增, 燃料乙醇盈利维稳为主: 年报点评中已提到, 柠檬酸出口价格高企是因为欧盟为保护本地生产商利益而对中国执行了价格锁定政策 (锁定价格也会根据原料价格的波动而调整) 且价格较高, 在经济疲软态势下指望欧盟大幅提高锁定价格不大现实; 同时, 其他出口地以及我国内销市场却因消费低迷, 价格已现大幅下滑。

对于燃料乙醇业务而言, 除非国内成品油价格比 08 年平均水平上扬 40%以上 (08 年 90 号汽油不含税均价为 4854 元/吨), 否则燃料乙醇仍需依赖补贴仅能实现微利, 但好在盈利较稳定。

碭山梨业逐步扭亏: 因前期公司管理层将主要精力放在了柠檬酸、燃料乙醇、赖氨酸等主业的改善上, 使得碭山梨业难免亏损。但随着公司加强对碭山梨业的管理, 预计碭山梨业将逐步扭亏。

油脂业务盈亏平衡: 从去年 5 月开始食用油价格大幅回落 (到年底时价格已腰斩), 但玉米成本直至去年 10 月才下滑, 造成毛利率本来就偏低的玉米质油脂加工业在去年 4 季度出现亏损。随着今年年初食用油价的企稳及小幅回升, 预计盈利将逐步回暖, 实现盈亏平衡。

环氧乙烷盈利将现同比下滑: 环氧乙烷价格与原油价格密切相关, 由于今年难以企及 08 年近 100 美元/桶的年均均价, 环氧乙烷盈利下滑已是必然, 预计 09 年净利润贡献将下滑 1500 万元, 贡献盈利 1004 万元。

总体而言: 预计柠檬酸、油脂及环氧乙烷 09 年将合计新增 1820 万元净利润; 如果碭山梨业能完全扭亏, 那么四项主业 09 年将新增净利润 6446 万元。

估值与建议:

即使碭山梨业完全扭亏, 09 年净利润也仅有 1.21 亿元, 公司 09 年市盈率和市净率仍分别高达 40 倍和 2.4 倍, 估值依旧缺乏吸引力, 我们由此维持“回避”评级。

图表 1: 08 年度业绩回顾及同比变化

人民币：百万元	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	1Q09 YoY
营业收入	1,001.2	876.9	1,115.6	1,184.4	1,104.1	1,275.7	1,354.3	1,067.7	1,060.1	-4.0%
营业成本及税金	1,092.9	1,005.8	1,186.5	1,196.6	1,145.6	1,285.7	1,341.7	1,101.6	1,094.5	-4.5%
主营及其他业务利润	-91.7	-128.9	-70.9	-12.2	-41.5	-10.0	12.6	-33.9	-34.4	-17.1%
主营及其他业务利润率	-9.2%	-14.7%	-6.4%	-1.0%	-3.8%	-0.8%	0.9%	-3.2%	-3.2%	0.5%
营业费用	43.6	32.0	32.1	35.1	35.9	33.5	33.9	38.1	31.4	-12.6%
营业费用率	4.4%	3.6%	2.9%	3.0%	3.3%	2.6%	2.5%	3.6%	3.0%	-0.3%
管理费用	46.4	52.8	47.8	60.8	57.3	65.6	79.2	76.2	61.3	7.0%
管理费用率	4.6%	6.0%	4.3%	5.1%	5.2%	5.1%	5.9%	7.1%	5.8%	0.6%
财务费用	59.4	76.3	57.1	65.5	65.8	72.0	81.1	73.4	62.4	-5.2%
营业利润	-241.1	-293.0	-208.2	-37.7	-200.5	-181.6	-181.6	-239.1	-192.8	-3.8%
营业利润率	-24.1%	-33.4%	-18.7%	-3.2%	-18.2%	-14.2%	-13.4%	-22.4%	-18.2%	0.0%
营业外收入	108.1	132.7	137.1	448.7	243.6	231.1	234.3	293.0	227.8	-6.5%
营业外收入/销售收入	10.8%	15.1%	12.3%	37.9%	22.1%	18.1%	17.3%	27.4%	21.5%	-0.6%
利润总额	-135.1	-163.9	-71.9	410.2	42.4	45.4	42.2	-33.6	34.0	-19.9%
税前利润率	-13.5%	-18.7%	-6.4%	34.6%	3.8%	3.6%	3.1%	-3.1%	3.2%	-0.6%
所得税	4.6	6.6	3.8	7.2	3.8	6.0	8.3	16.7	6.0	58.5%
有效税率	-3.4%	-4.0%	-5.3%	1.8%	8.9%	13.3%	19.6%	-49.6%	17.5%	8.7%
净利润	-136.6	-167.9	-66.7	397.0	34.1	35.4	30.1	-45.3	21.4	-37.4%
净利润率	-13.6%	-19.1%	-6.0%	33.5%	3.1%	2.8%	2.2%	-4.2%	2.0%	-1.1%
每股收益(基本, 元)	-0.142	-0.174	-0.069	0.412	0.035	0.037	0.031	-0.047	0.022	-37.4%

数据来源：公司数据

图表 2: 主要盈利预测假设

	2006A	2007A	2008	2009E	2010E
柠檬酸等有机酸及其盐类					
柠檬酸(钠盐)					
销量(万吨)	16.5	15.8	16	16	16
收入(百万元, 包含副产品收入)	1,075.0	911.0	1,140.0	1,035.1	1,055.8
玉米采购单价(元/吨, 不含税)	1,260	1,386	1,594	1,435	1,463
玉米成本(百万元)	413.7	435.8	502.4	452.2	461.2
98%硫酸价格(元/吨, 不含税)	256	444	1,368	513	513
硫酸成本(百万元)	34.5	57.2	177.9	66.7	66.7
折旧, 工资等制造费用	496.6	435.0	309.1	324.5	340.8
成本(百万元)	944.8	928.1	989.4	843.4	868.7
柠檬酸(钠盐)毛利润	130.2	-17.1	150.6	191.7	187.1
柠檬酸(钠盐)毛利率	12.1%	-1.9%	13.2%	18.5%	17.7%
L-乳酸					
销量(万吨)	2.33	2.3	2.3	1.9	2
收入(百万元, 包含副产品收入)	144.3	194.5	191.2	161.9	174.7
成本(百万元)	120.4	166.6	146.4	129.5	139.7
L-乳酸毛利润	23.9	27.9	44.8	32.4	34.9
L-乳酸毛利率	16.6%	14.3%	23.4%	20.0%	20.0%
合计: 收入(百万元)	1,219.3	1,105.4	1,331.2	1,197.0	1,230.5
合计: 成本(百万元)	1,065.1	1,094.7	1,135.7	972.9	1,008.4
毛利率	12.6%	1.0%	14.7%	18.7%	18.0%
酒精类					
销量(万吨)	34.3	35.7	40.3	40.0	40.0
收入(百万元, 包含副产品收入)	1,668.5	1,925.6	2,347.7	1,748.7	1,836.1
成本(百万元)	1,873.7	2,314.9	2,724.4	2,534.8	2,598.9
毛利润	-205.3	-389.3	-376.7	-786.1	-762.8
毛利率	-12.3%	-20.2%	-16.0%	-45.0%	-41.5%
补贴标准(元/吨)	1,628	2,251	2,185	3,200	3,200
环氧乙烷及副产品					
销量(万吨)	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
收入(百万元, 包含副产品收入)	338.5	346.2	338.1	317.8	314.7
成本(百万元)	290.9	274.7	280.1	285.1	279.4
毛利润	47.6	71.5	58.0	32.7	35.2
毛利率	14.1%	20.6%	17.2%	10.3%	11.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 盈利预测及主要财务指标

(单位: 人民币百万元)	2005 A	2006 A	2007 A	2008 A	2009 E	2010 E
损益表						
主营业务收入	3,261	4,398	4,054	4,750	3,987	4,124
主营业务利润	321	-38	-313	-85	-511	-488
营业费用	-89	-173	-143	-141	-140	-144
管理费用	-102	-250	-208	-278	-287	-301
营业利润	146	-472	-654	-493	-926	-922
财务费用	-110	-203	-258	-292	-195	-193
补贴收入	202	565	817	880	1,280	1,280
税前利润	226	-348	39	96	154	161
净利润	139	-337	26	54	121	127
每股盈利 (元)	0.14	-0.35	0.03	0.06	0.13	0.13
每股股利 (元)	-	-	-	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	385	72	1,085	439	642	651
投资活动现金流净额	-1,062	-338	-190	-206	-200	-50
融资活动现金流净额	738	-23	-512	-372	-271	-209
货币资金增加额	58	-296	374	-146	163	384
货币资金期初余额	563	621	325	699	553	716
货币资金期末余额	621	325	699	553	716	1,100
资产负债表						
货币资金	621	325	699	553	716	1,100
应收帐款	248	540	310	217	218	226
存货	952	595	710	843	614	630
长期投资合计	383	290	75	74	74	74
固定资产合计	4,697	5,229	5,066	5,034	4,914	4,655
无形资产及其他资产	57	139	161	177	171	165
资产合计	7,393	7,688	7,647	7,204	7,053	7,206
短期借款	2,314	2,504	2,652	2,806	2,956	2,956
应付帐款	918	989	1,566	1,268	983	1,008
应付股利	26	-	-	-	-	-
应交税金	-2	-20	-50	-10	-12	-13
长期借款	591	1,110	983	603	603	603
股本	964	964	964	964	964	964
储备和未分配利润	1,333	953	853	909	1,031	1,157
负债和所有者权益合计	7,393	7,688	7,647	7,204	7,053	7,206
财务指标						
净债务/所有者权益	100.7%	194.0%	168.7%	164.7%	142.5%	115.9%
资产负债率	67.1%	73.7%	75.0%	71.4%	68.9%	67.7%
应收帐款周转期 (天)	28	45	28	17	20	20
存货周转期 (天)	119	49	59	64	50	50
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4
流动比率	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5
主营业务利润率	9.9%	-0.9%	-7.7%	-1.8%	-12.8%	-11.8%
EBIT 利润率	4.5%	-10.7%	-16.1%	-10.4%	-23.2%	-22.3%
EBITDA 利润率	10.8%	-3.9%	-9.6%	-10.4%	-18.1%	-18.3%
营业利润率	1.1%	-19.6%	-19.2%	-16.9%	-28.3%	-27.2%
税前利润率	6.9%	-7.9%	1.0%	2.0%	3.9%	3.9%
净利润率	4.3%	-7.7%	0.6%	1.1%	3.0%	3.1%
营业、管理费用/营业收入	5.9%	9.6%	8.6%	8.8%	10.7%	10.8%
净资产收益率	6.1%	-17.6%	1.4%	2.9%	6.1%	6.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

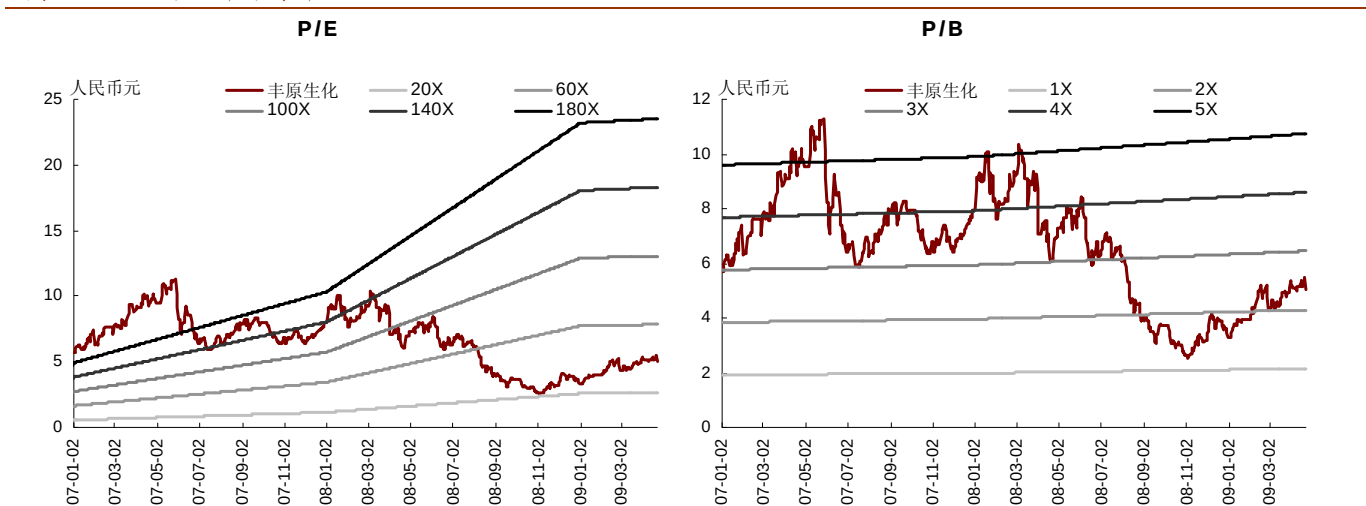
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4: A 股农业公司估值比较

公司 (收盘于2009-4-22)	代码	投资评级	市盈率			市净率			净资产收益率			股息收益率			EV/EBITDA		
			2008E	2009E	2010E	2008E	2009E	2010E	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E (%)	2009E (%)	2010E (%)	2008E	2009E	2010E
A股																	
农业上游（农资及农产品生产企业）																	
獐子岛	002069.SZ	中性	37.0	32.9	26.5	3.7	3.5	3.2	10.0	10.7	12.0	3.4	1.2	1.5	20.4	21.0	18.0
通威股份	600438.SH	中性	34.2	28.5	33.6	6.0	5.0	4.4	17.6	17.6	13.2	0.3	0.4	0.3	13.2	10.3	11.8
北大荒	600598.SH	中性	45.5	43.5	41.6	5.7	5.5	5.3	12.4	12.6	12.7	1.7	1.8	1.9	30.1	27.3	25.8
好当家	600467.SH	中性	28.1	27.8	25.0	3.6	3.3	3.0	12.9	11.8	11.9	0.7	0.7	0.8	18.6	18.3	16.9
新农开发	600359.SH	减持	n.m.	69.6	49.5	3.2	3.1	3.0	-8.6	4.5	6.0	0.0	0.7	1.0	36.8	16.8	14.3
上游平均			36.2	40.5	35.3	4.4	4.1	3.8	8.9	11.4	11.2	1.2	1.0	1.1	23.8	18.7	17.4
农业下游（农产品流通及加工企业）																	
中粮屯河	600737.SH	中性	27.0	28.9	25.4	4.3	3.8	3.3	15.9	13.0	12.9	0.0	0.0	0.0	16.5	18.2	15.8
南宁糖业	000911.SZ	中性	128.6	26.2	10.4	2.8	2.6	2.1	2.2	9.8	20.8	0.5	1.9	4.8	13.6	9.7	6.7
东方海洋	002086.SZ	中性	51.2	46.1	44.3	2.3	2.2	2.1	4.4	4.7	4.7	0.4	0.0	0.0	24.0	23.3	21.5
新五丰	600975.SH	中性	169.7	44.0	30.9	3.1	3.1	2.9	1.8	7.1	9.5	2.5	1.1	1.6	35.0	21.8	16.9
国投中鲁	600962.SH	中性	30.8	42.1	31.8	2.3	2.2	2.1	7.4	5.2	6.5	0.9	0.6	0.8	10.9	18.9	17.2
福成五丰	600965.SZ	减持	86.7	85.3	55.8	3.2	3.2	3.0	3.7	3.7	5.5	0.7	0.5	0.7	36.3	40.0	31.7
丰原生化	000930.SH	回避	89.6	40.1	38.4	2.6	2.4	2.3	2.9	6.1	6.0	0.0	0.0	0.0	n.m.	n.m.	n.m.
下游平均			83.4	44.7	33.8	2.9	2.8	2.5	5.5	7.1	9.4	0.7	0.6	1.1	22.7	22.0	18.3
A股覆盖总体平均			66.2	42.9	34.4	3.6	3.3	3.1	6.9	8.9	10.1	0.9	0.7	1.1	23.2	20.5	17.9

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 历史市盈率市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。