

丰原生化(000930.SZ)

机会仍然看重重组

——丰原生化调研报告

张延明
86-22-2845 1653
zhangym@bhq.com

核心观点:

- 业绩增长弹性受补贴影响较大,弹性相对较差
- 重组预期是公司股价波动的主要影响因素

投资要点:

● 燃料乙醇占主营收入比达到 5 成

公司主要产品包括燃料乙醇、柠檬酸、氨基酸等,但其中燃料乙醇占主营收入比重达到 5 成。预计 2011 年将达到 6 成。

● 燃料乙醇业绩弹性不会很高

如果不考虑燃料乙醇的补贴,那么公司在该板块的毛利率为负,2008 年为 -16%左右,如果考虑补贴,2008 年该板块毛利率为 18%左右。随着国际原油价格的提高,国内 90#汽油也会缓慢攀升,将导致该板块毛利率会有所提升,但我们预计,届时商务部最终核定的补贴额将会有所调整,从而导致公司在该板块的毛利率保持在 18%-20%左右。所以由于业绩受外在因素调控的因素影响,我们预计燃料乙醇板块的业绩弹性不会很高。

● 柠檬酸、氨基酸业务将稳步攀升

公司柠檬酸、氨基酸业务占公司主营收入的比重分别为 25%和 12%左右,预计未来对公司业绩贡献将稳步攀升。

● 投资建议

从未来公司业绩增长弹性来看,目前的估值水平趋于合理,我们认为未来影响股价的重要因素仍然在于中粮控股的整合预期。从目前的资料分析来看,我们认为重组整合的可能性非常大,只是没有时间表。2010 年 4 月 3 日和 2011 年 4 月 3 日是最后两个时间点,而国资委表示 2010 年仍然是央企进行并购重组的年份,所以如果两者是个并集,那么在一季度是关注时间段。

评级: 中性

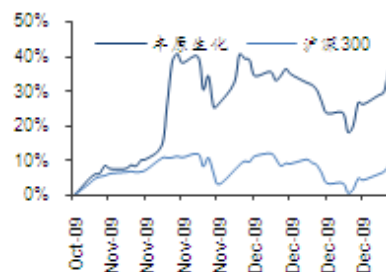
上次评级:

目标价格: ¥

上次预测:

当前价格: ¥8.70

2009.12.30



公司简介

公司主营生物工程的科研开发、生物能源和生物化工系列产品的生产、销售等,主要产品有燃料乙醇、柠檬酸及其盐类、氨基酸、L-乳酸及其衍生物、环氧乙烷等生物能源产品等生物化工系列产品,其中柠檬酸及其盐类产品生产能力处于全国发酵产品行业第一位。

相关报告

首次报告

公司调研报告

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入	4178.15	4801.87	5051.29	5626.69	5861.08
(+/-)%	-7%	15%	5%	11%	4%
经营利润 (EBIT)	-65439.54	-49252.91	-29764.05	-8611.82	-8541.57
(+/-)%	39%	-25%	-40%	-71%	-1%
净利润	1726.07	6171.00	33917.93	60887.08	65562.65
(+/-)%	-105%	258%	450%	80%	8%
每股净收益 (元)	0.03	0.06	0.26	0.47	0.50
利润率和估值指标					
销售毛利率 (%)	-7.01%	-1.31%	3.05%	7.41%	7.49%
ROE (%)	1.35%	2.63%	12.10%	17.71%	15.91%
ROIC (%)	-5.00%	-5.53%	-4.34%	-1.38%	-1.31%
PE	301.39	143.05	31.00	17.27	16.04
PB	4.06	3.76	3.75	3.06	2.55
EV/EBITDA	-28.16	-40.90	60.76	26.43	23.42

资产负债表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	699.2	552.7	505.1	577.6	1322.6	营业收入	4178.1	4801.9	5051.3	5776.4	6175.5
应收票据	13.8	14.7	15.5	17.7	18.9	营业成本	4471.0	4864.9	4897.1	5335.6	5683.5
应收账款	309.8	217.0	228.2	261.0	279.0	营业税金及附加	10.9	9.7	10.2	11.7	12.5
预付款项	346.3	199.5	199.5	199.5	199.5	销售费用	142.8	141.5	148.8	170.2	182.0
其他应收款	174.6	53.9	56.7	64.9	69.3	管理费用	207.8	278.3	292.7	334.7	357.9
存货	709.6	843.3	848.9	924.9	985.2	财务费用	258.2	292.3	171.0	114.1	74.4
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	8.6	22.5	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	74.9	73.7	73.7	73.7	73.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	4423.1	4412.0	4236.8	3910.7	3506.1	投资收益	141.3	4.5	0.0	0.0	0.0
在建工程	612.9	592.3	296.2	148.1	74.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	29.9	30.0	30.0	30.0	30.0	营业利润	-780.0	-802.8	-468.6	-190.0	-134.8
无形资产	161.4	176.7	142.9	109.1	75.3	营业外收支净额	819.4	899.2	920.9	1012.0	1034.0
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	税前利润	39.4	96.4	452.2	822.0	899.2
资产总计	7646.6	7204.1	6636.4	6320.0	6636.6	减：所得税	22.2	34.7	113.1	205.5	224.8
短期借款	2651.9	2806.0	1558.7	482.9	0.0	净利润	17.3	61.7	339.2	616.5	674.4
应付票据	86.8	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	25.8	54.3	325.6	591.9	647.4
应付账款	1565.9	1268.0	1258.9	1371.7	1461.1	少数股东损益	-8.5	7.4	13.6	24.7	27.0
预收款项	66.4	44.8	44.8	44.8	44.8	基本每股收益	0.03	0.06	0.26	0.47	0.52
应付职工薪酬	12.9	14.6	14.6	14.6	14.6	稀释每股收益	0.03	0.06	0.26	0.47	0.52
应交税费	-50.5	-9.9	-9.9	-9.9	-9.9	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
其他应付款	216.7	151.5	151.5	151.5	151.5	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	-7.4%	14.9%	5.2%	14.4%	6.9%
长期借款	983.0	603.0	663.0	683.0	713.0	EBIT 增长率	38.6%	-24.7%	-39.6%	-74.5%	-20.4%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-107.6%	110.7%	500.0%	81.8%	9.4%
负债合计	5734.5	5141.7	3948.9	3016.0	2658.1	盈利性					
股东权益合计	1912.1	2062.3	2690.8	3307.4	3981.8	销售毛利率	-7.0%	-1.3%	3.1%	7.6%	8.0%
现金流量表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E	销售净利率	0.6%	1.1%	6.4%	10.2%	10.5%
净利润	17	62	339	617	674	ROE	1.3%	2.6%	12.1%	17.9%	16.3%
折旧与摊销	266	223	499	508	512	ROIC	-5.00%	-5.53%	-4.34%	-1.21%	-0.92%
经营活动现金流	1085	439	1021	1242	1272	估值倍数					
投资活动现金流	-190	-206	0	0	0	PE	301.4	143.0	31.0	17.1	15.6
融资活动现金流	-512	-372	-1069	-1170	-527	P/S	1.9	1.6	2.0	1.7	1.6
现金净变动	383	-139	-48	73	745	P/B	4.1	3.8	3.8	3.1	2.5
期初现金余额	325	699	553	505	578	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	708	560	505	578	1323	EV/EBITDA	-28.2	-40.9	60.8	25.8	22.0

1. 公司基本情况

1.1 未来有望成为国内燃料乙醇整合平台

公司主营生物工程的科研开发、生物能源和生物化工系列产品的生产、销售等，主要产品有燃料乙醇、柠檬酸及其盐类、氨基酸、L-乳酸及其衍生物、环氧乙烷等生物能源产品等生物化工系列产品，其中柠檬酸及其盐类产品生产能力处于全国发酵产品行业第一位。

目前，公司是国家已批准设立的 4 家燃料乙醇定点生产企业之一，拥有 44 万吨燃料乙醇产能，位居 4 家公司之首。公司背靠中粮集团有限公司，未来有望将其他 3 家公司注入上市公司，成为国内燃料乙醇整合平台。

1.2 股权结构

公司控股股东是中粮集团，持有本公司 2 亿股，占总股本的 20.74%。

表 1：公司股权结构

股东名称	持股数量(万股)	持股比例
中粮集团有限公司	20000	20.74%
中国建设银行-长盛同庆可分离交易股票型证券投资基金	1700	1.76%
中国工商银行-融通深证 100 指数证券投资基金	944	0.98%
中国银行-易方达深证 100 交易型开放式指数证券投资基金	531	0.55%
林京钢	276	0.29%
全国社保基金零零七组合	274	0.28%
胡柏君	260	0.27%
全国社保基金零零六组合	220	0.23%
全国社保基金零零五组合	199	0.21%
其他	72038	74.70%
合 计	96441	100.00%

资料来源：Wind

1.3 限售股解禁：目前公司股本为全流通股

自 2009 年 2 月 26 日，公司最后一笔股本解禁之后，公司的股本为全流通。

2. 公司主营业务

2.1 主营业务比较

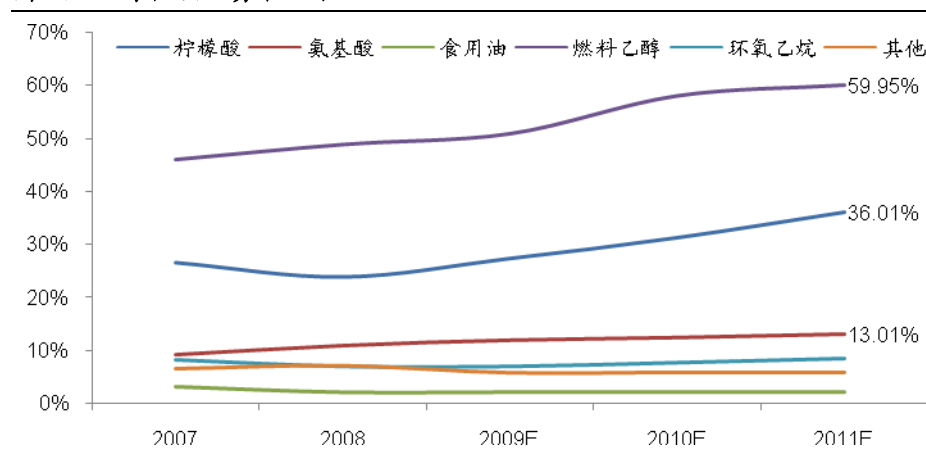
公司主营业务主要包括 5 块内容，其中以燃料乙醇占总收入最多，2007 年以来逐年上升，预计到 2011 年，其占比将达到 60%左右，另外柠檬酸和氨基酸占比分别将达到 36%和 13%，分列二、三位。

表 2: 公司分项主营业务收入

万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
柠檬酸	110544	113996	130810	149705	172909
氨基酸	38772	52500	57225	59514	62490
食用油	13482	10339	10546	10546	10546
燃料乙醇	192556	234767	244435	278273	287870
环氧乙烷	34617	33812	33812	37193	40913
其他	27844	34773	28301	28702	28702
总计	417815	480187	505129	563934	603429

资料来源：公司各年年报

图 1: 公司各项业务收入占比



资料来源：公司资料、渤海证券研究所

2.2 燃料乙醇

公司拥有燃料乙醇产能 44 万吨，其中 32 万吨部分，最高可生产 27-28 万吨，另外还有 12 万吨基本处于满产状态。

表 3: 公司燃料乙醇产能、产量情况

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能(万吨)	44.0	44.0	44.0	44.0	44.0
销量(万吨)		40.3	41.0	44.0	44.0
其中: 产量(万吨)		36.0	37.0	40.0	40.0
外购(万吨)		4.0	4.0	4.0	4.0

资料来源：渤海证券研究所

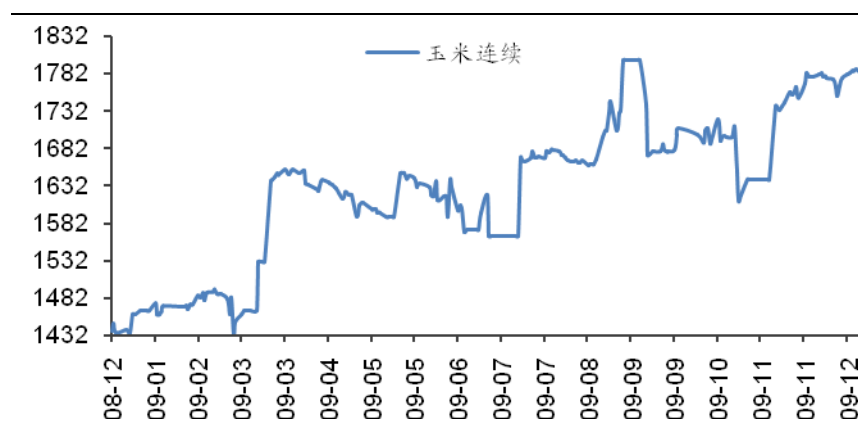
公司销售的交易对手是中国石化和中国石油，所以需求不存在任何问题。公司除了销售本公司

生产的之外，每年还外购约 4 万吨销售，主要是由于每年核定补贴是根据销售量来核定的。

燃料乙醇的定价以 90#汽油出厂价（含消费税）乘以 0.9111 确定，最新 93#汽油出厂价格为 7100 元/吨。

从成本方面看，玉米构成了燃料乙醇的主要生产成本，由于玉米价格的持续走高，给公司正常经营带来了压力，目前玉米现货价格为 1790 元/吨。

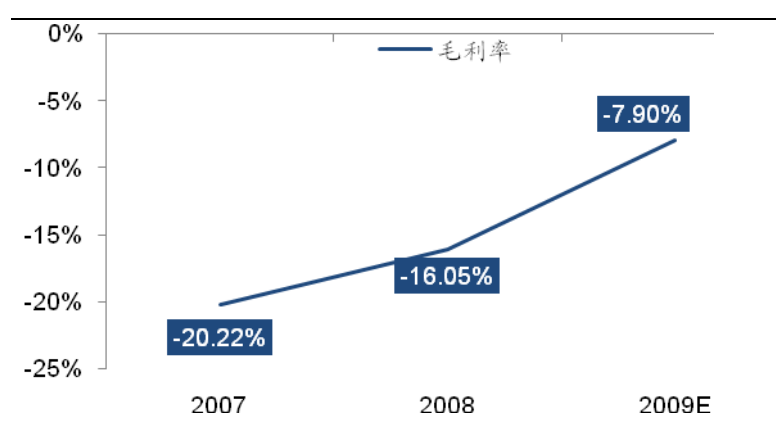
图 2：玉米现货价格走势



资料来源：Wind

如果不考虑补贴，公司的正常经营并不能够得以维持，从 2007 年以来的数据可以看到，毛利率水平一直为负，预计 2009 年将随着国内成品油价格的提升而有所上升，总体而言，依然为负，预计为-7.9%。

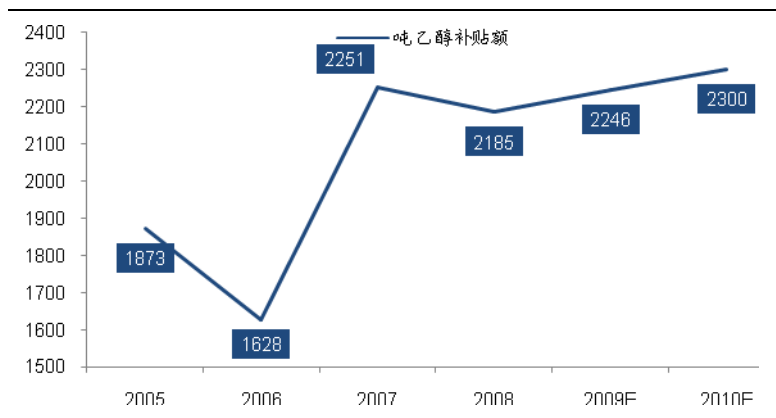
图 3：公司历年乙醇板块毛利率走势



资料来源：渤海证券研究所

所以，给予公司补贴是其生存的基础。对于补贴而言，一般政府在每年的第四季度确定当年补贴价，前三季度补贴价按照上年标准执行，四季度确定当年补贴价后多退少补。今年上半年，由于玉米价格快速走高，暂定乙醇补贴标准为 2246 元/吨，我们预计 2010 年，惠农政策的推出及通胀预期等情况仍然推高玉米价格，所以补贴标准将会进一步提升。

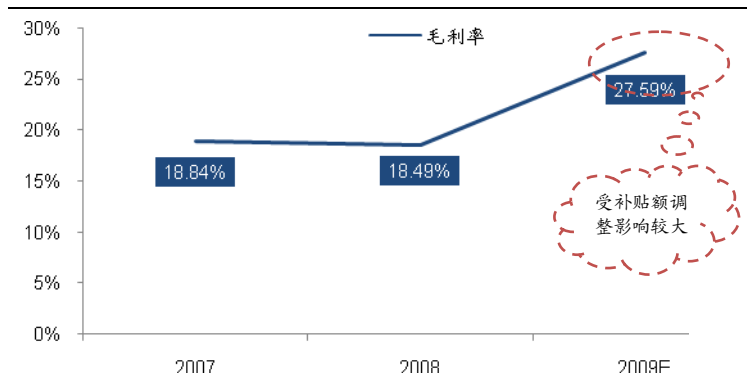
图 4：历年乙醇补贴标准



资料来源：商务部

考虑补贴以后，公司的毛利率在 2007、2008 年将达到 18.84%和 18.49%，2009 年如果每吨按 2246 元计算，我们估计乙醇部分的毛利率将达到 27.59%。

图 5：考虑补贴后乙醇部分毛利率状况



资料来源：渤海证券研究所

2.3 柠檬酸

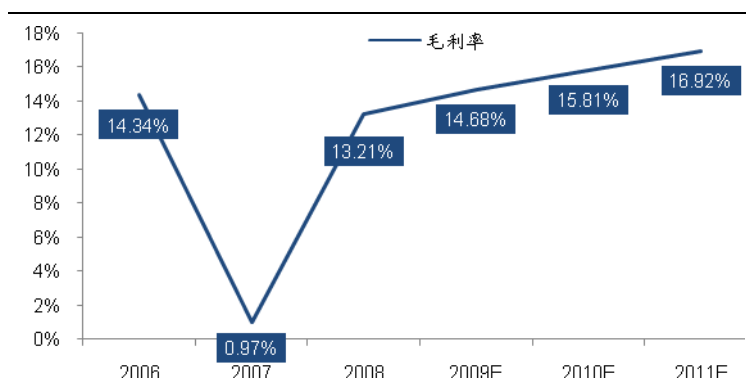
公司拥有柠檬酸产能 22 万吨，公司最多生产 18 万吨，该板块的毛利率平均保持在 14%左右。

表 4：公司柠檬酸产能、产量情况

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能(万吨)	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
销量(万吨)	16.00	16.00	18.00	18.00	18.00

资料来源：渤海证券研究所

图 6: 柠檬酸板块毛利率走势



资料来源: 公司各年年报, 渤海证券研究所

2.4 氨基酸

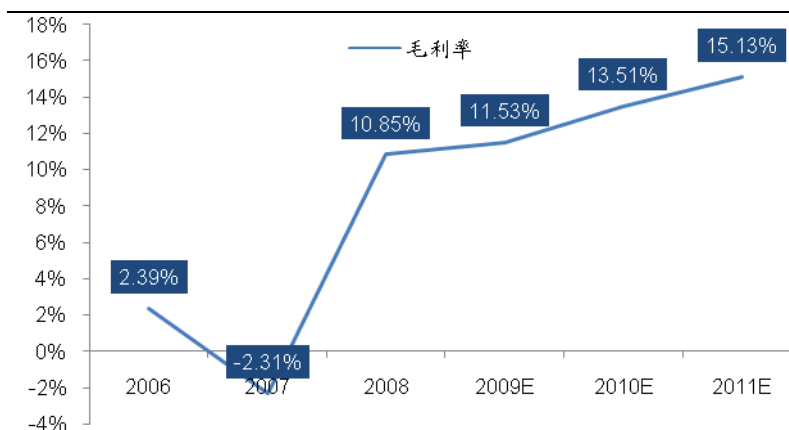
公司拥有氨基酸产能 4.6 万吨, 公司生产一般在 4 万吨, 该板块的毛利率平均保持在 10%左右。

表 5: 公司氨基酸产能、产量情况

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能(万吨)	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
销量(万吨)	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0

资料来源: 渤海证券研究所

图 7: 氨基酸板块毛利率走势



资料来源: 公司各年年报, 渤海证券研究所

3. 盈利预测

3.1 盈利预测假设

表 6: 盈利预测假设

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
燃料乙醇及其他					

销量(万吨)	-----	40.28	41.00	44.00	44.00
平均售价 (元/吨)	-----	5829.02	5961.83	6635.88	6863.33
柠檬酸					
销量(万吨)	16.00	16.00	16.00	18.00	18.00
平均售价 (元/吨)	6909.01	7124.72	7267.22	7485.23	7859.50
氨基酸					
销量(万吨)	4.00	4.00	4.00	4.00	4.00
平均售价 (元/吨)	9692.99	13125.01	14306.26	14878.51	15622.43
环氧乙烷					
销量(万吨)	1.98	1.98	1.98	1.98	1.98
平均售价 (元/吨)	17483.33	17076.88	17076.88	18784.57	20663.03

资料来源：渤海证券研究所

3.2 盈利预测表

表 7：盈利预测表

利润表 (百万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4512.3	4178.1	4801.9	5051.3	5626.7	5861.1
营业成本	4550.6	4471.0	4864.9	4897.1	5209.6	5422.3
营业税金及附加	11.4	10.9	9.7	10.2	11.4	11.9
销售费用	172.7	142.8	141.5	148.8	165.8	172.7
管理费用	249.8	207.8	278.3	292.7	326.1	339.7
财务费用	202.9	258.2	292.3	171.0	114.1	74.4
资产减值损失	185.4	8.6	22.5	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-0.2	141.3	4.5	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-860.7	-780.0	-802.8	-468.6	-200.2	-159.8
营业外收支净额	512.6	819.4	899.2	920.9	1012.0	1034.0
税前利润	-348.1	39.4	96.4	452.2	811.8	874.2
减：所得税	-13.7	22.2	34.7	113.1	203.0	218.5
净利润	-334.5	17.3	61.7	339.2	608.9	655.6
归属于母公司的净利润	-336.9	25.8	54.3	325.6	584.5	629.4
少数股东损益	2.4	-8.5	7.4	13.6	24.4	26.2
基本每股收益	-0.35	0.03	0.06	0.26	0.47	0.50
稀释每股收益	-0.35	0.03	0.06	0.26	0.47	0.50

资料来源：渤海证券研究所

4.估值与投资建议

4.1PE 估值

目前公司股价是 8.70 元，2009、2010 年 PE 分别为 33X 和 19X。

4.2 投资建议

从公司业绩增长看，公司业绩对燃料乙醇的补贴依赖度较高，如果成品油价格提高导致该板块毛利率提高，很有可能抑制补贴额，从而使得盈利受到影响，存在一定的风险。所以公司的业绩弹性相对较低。

我们认为对公司股价有较大影响的是重组的预期。中粮控股在上市时，中粮集团承诺 5 年内将丰原生化装入中粮控股，并设置了 5 个选择执行时点：2007 年 4 月 3 日，往后直到 2011 年 4 月 3 日，如果在期限达到中粮集团仍没有将丰原生化转让给中粮控股，则中粮集团需要在 6 个月内将丰原生化转让给其他非关联方。

中粮集团目前控制了国内四家燃料乙醇定点供应企业中的三家，其中丰原生化是其中规模最大的一家。中粮集团入主后，给丰原生化非常大的支持，从技术、资源、资金上都给予了极大支持。

我们认为丰原生化并入到中粮控股是大概率事件，并入的前提是丰原生化盈利能力的提升，未来 2-3 年丰原生化的盈利能力将会在中粮集团的支持下出现稳步回升。

我们暂时给予公司中性的投资评级。重组的事件性冲击将是股价上升的主要动能。

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 10%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-10%~10%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 10%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 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和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券有限责任公司所有，未获得渤海证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券有限责任公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券有限责任公司研究所

所长·研究策划
周华敏
+86 22 2845 1869

副所长·基金
谢富华
+86 22 2845 1985

副所长·宏观策略
马静如
+86 22 2845 1665

有色行业研究
靳海明
+86 10 5836 2778

商业旅游行业研究
陈慧
+86 22 2845 1135

电力行业研究
崔健
+86 22 2845 1618

食品饮料行业研究
闫亚磊
+86 22 2845 1975

机场/航空/铁路行业研究
齐艳莉
+86 22 2845 1132

航运/港口/公路行业研究
马哲峰
+86 10 5836 2779

银行行业研究
张继袖
+86 22 2845 1849

非银行金融行业研究
江艳
+86 10 5836 2783

化工行业研究
张延明
+86 22 2845 1653

煤炭行业研究
张顺
+86 10 5836 2782

钢铁行业研究
刘勇
+86 10 5836 2789

机械行业研究
李强
+86 10 5836 2766

房地产行业研究
周户
+86 10 5836 2768

电子信息行业研究
张晓亮
+86 10 5836 2790

汽车行业研究
张立平
+86 10 5836 2780

电力设备行业研究
李新渠
+86 10 5836 2760

建筑建材行业研究
唐笑
+86 10 5836 2787

中药/制剂/药商业行业研究
马霏霏
+86 22 2845 1945

原料药/生物药/医疗器械行业研究
吴洋
+86 10 5836 2785

金融工程与权证研究
何翔
+86 22 2845 1808

股指期货与金融工程研究
徐莉莉
+86 22 2845 1659

可转债与金融工程研究
章辉
+86 22 2845 1977

债券研究
徐华
+86 22 2845 1137

宏观策略研究
黄锋
+86 22 2845 1131

金融策略与创新、证券理论研究
吕玉忠
+86 22 2845 1857

策略研究
周喜
+86 22 2845 1972

宏观产业研究
张雷
+86 22 2845 1705

营销主管
郭靖
+86 22 2845 1879

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区丰汇园 11 号楼东翼 602-603

邮政编码: 100032

电话: (010) 58362786

传真: (010) 58362776