

审慎推荐-B (首次)

目标估值: N.A.

当前股价: 25.9 元

2010 年 9 月 1 日

基础数据

上证综指	2623
总股本(万股)	22200
已上市流通股(万股)	10990
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	1.6
ROE(TTM)	32.4
资产负债率	88.7%
主要股东	广州东凌实业集团
主要股东持股比例	60.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	-17	8
相对表现	17	-6	12



朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

黄珺

0755-82943241
huangji@cmschina.com.cn
S1090208040189

研究助理

董广阳

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

东凌粮油 000893.SZ

压榨利润有望持续回升，期待产能扩张

近期公司中报公布及压榨利润的回升，我们对公司进行实地调研。我们认为公司短期可看下半年豆类价格的上涨、压榨利润的持续回升，长期可待压榨利润提升和增发扩产双重利好的同时出现，目前股价存在较好的交易性机会。

- **中报业绩低于预期，豆粕低迷又见三年低点。**上半年公司实现销售收入 25.5 亿元，同比增加 16%，实现净利润 5446 万元，同比减少 54%，EPS0.25 元。上半年盈利不佳因豆类供应充足及需求不振导致全行业压榨利润低迷，压榨利润空间跌至三年前低点仅为 71 元/吨，所幸产量的增长弥补部分盈利下滑。
- **养殖业效益回升、油脂类产量低于预期及豆类供应利空出尽的可能性加大，下半年压榨利润有望一改上半年颓势。**(1) 我们看好未来一年猪肉价格，生猪养殖开始盈利将拉动豆粕需求的回升，占大豆压榨产品价值 60% 以上的豆粕价格回升将为下半年压榨利润回升的最大贡献点；(2) 棕榈油、菜籽油等带动大豆油价格的持续回暖；(3) 上半年豆类不温不火的牛皮市是公司最不能受益的时点，上涨和下跌都为公司打开获得超额利润的空间，下半年丰产的利空难以加剧，下半年豆类价格整体稳步上涨的可能性较大。预计下半年豆类涨价以豆粕、豆油需求拉动为主，大豆压榨空间(剔除套保损益)将显著提高。
- **预计下半年豆类价格及压榨利润将持续上升，期待业绩好转时增发、扩张等双重利好的出现。**公司预计前三季度净利润 9400 万元，三季度单吨净利已超过 100 元，我们预计下半年压榨净利将达到 120 元/吨，压榨量 80 万吨，实现净利润 9600 万元，全年 EPS 可达 0.69 元；未来两年随着精炼油项目的实施及压榨利润的回升，预计 EPS 可分别为 0.81 元、1.06 元。基于下半年压榨行业复苏、公司精炼油项目投产，估值低于农业股平均水平，短期给予“审慎推荐”的评级，而公司所处行业产能过剩、竞争激烈，且行业地位弱于益海嘉里、中粮集团等巨头，长期给予 B 的评级。不过行业区域性特征较强，公司区位优势明显，南沙二期蓄势待发，仍可期待产能阶梯性扩张。
- **风险提示：**豆类供应的超预期导致整体豆类价格重回低迷；公司估值过快回升且高于 A 股平均水平；资产负债率高达 89%，资金不充裕有较大融资需求及类金融模式易引发风险。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	6526	7505	8255	9906
同比增长	-	15%	10%	20%
营业利润(百万元)	222	164	193	247
同比增长	-	-26%	17%	28%
净利润(百万元)	203	152	181	235
同比增长	-	-25%	19%	30%
每股收益(元)	0.92	0.69	0.81	1.06
PE	27.1	36.2	30.5	23.4
PB	18.1	13.0	9.9	7.4

资料来源：招商证券

公司基本情况介绍：东凌粮油目前大豆压榨产能 220 万吨，其中南沙基地 150 万吨（06 年投产）、新塘基地 70 万吨（98 年投产），考虑设备维修及原料供应时间间隔，实际产能约为理论产能的 80%，即可压榨 176 万吨大豆，产出豆粕 139 万吨，豆油 33 万吨。公司 09 年压榨量 150 万吨，产出豆粕 122 万吨、豆油 28 万吨，10 年上半年 76 万吨，产出豆粕 59 万吨、豆油 14 万吨，产能利用率高达 70% 左右，因新塘厂设备较旧实际产能利用率较低，整体可视为满负荷生产。公司位于广州，是进口大豆压榨华南区龙头之一，主要产品豆粕销售给饲料生产企业或饲料经销商，豆油毛油销售则较为集中地销售给同区域内的精炼油厂商，如中粮、中储粮等。和大多数大型压榨企业一样，公司对进口大豆、海运费等都进行套期保值，并严格保持期权、期货头寸与大豆净持有量相匹配，杜绝以盈利为目的的投机行为。

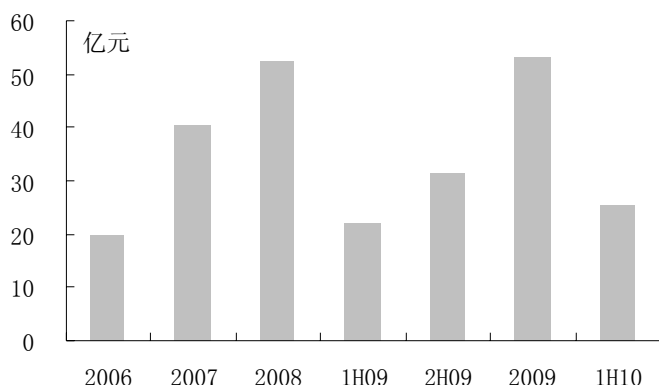
中报业绩低于预期，油粕低迷又见三年低点

公司上半年收入增长，盈利大幅下滑 54%，低于市场预期。上半年公司实现销售收入 25.5 亿元，同比增加 15.63%（剔除去年上半年的原冰箱压缩机业务），实现净利润 5446 万元，同比减少 54.43%，EPS0.25 元。

上半年盈利不佳因豆类供应充足需求不振导致全行业压榨利润低迷，压榨利润空间跌至三年前低点。上半年末较期初，虽然进口大豆价格下跌 10%，但国内豆油和豆粕价格下跌幅度更大，分别为 11% 和 19%，导致压榨毛利为 147 元/吨，压榨净利 71 元/吨，大幅低于去年同期的 261 元/吨和 168 元/吨，回到 07 年上半年的低点。我们认为最主要的原因是原料供给充足，全球大豆及油脂类原料产量连续两年丰产，虽然 10/11 年的产量较 09/10 小幅下滑，但仍大幅高于 08/09 年 10% 以上，其次，上半年养殖业效益低下，特别是公司所在广东地区生猪疫病的频发导致当地豆粕需求下滑，再者，豆油（毛油）情况虽然好于豆粕，但也因油脂类产品供应充足，价格下跌。

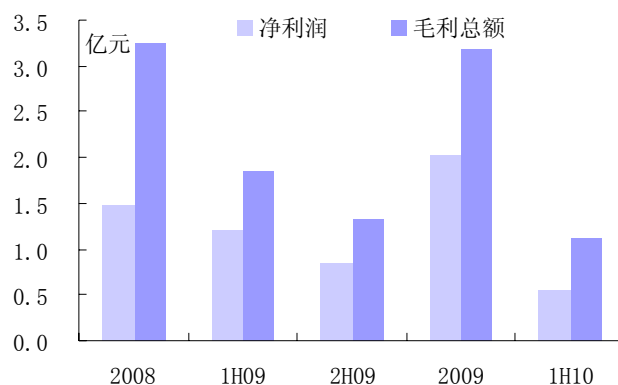
受大豆进口量增长影响，公司压榨产量小幅增长 7%，生产满负荷几近极限。不过，值得庆幸的是公司的压榨量在产能没有扩张的情况下还小幅增长 7.45%，南沙基地（占总产能 68%）高达 80% 以上，因此吨豆的单位折旧和单位费用都有所降低，在一定程度上缓和了压榨利润的下跌。这得益于一是全球大豆的丰产，二是我国今年二季度起禁止阿根廷豆油的进口，上半年全国大豆进口量达 2580 万吨，大幅增长 17%。

图 1、1H10 东凌粮油销售收入增长 16%

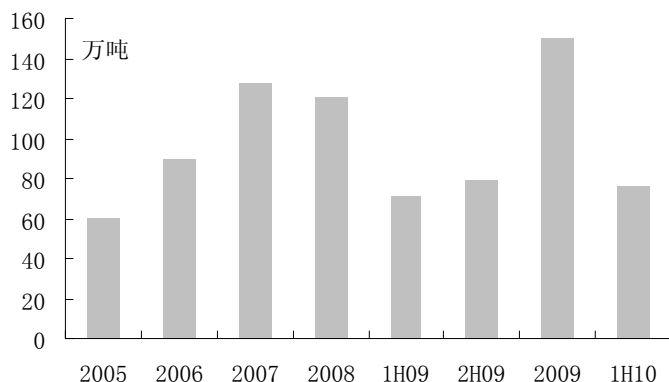


资料来源：公司公告，招商证券整理

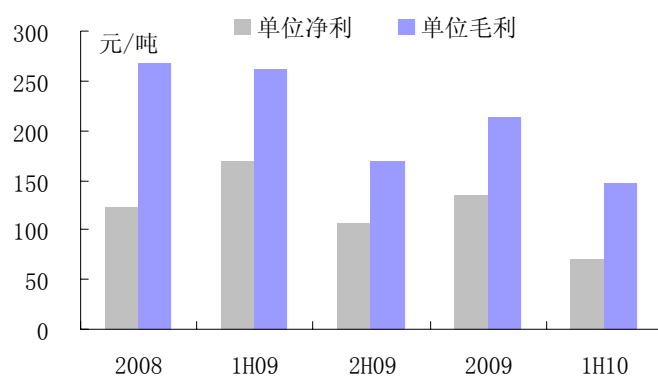
图 2、1H10 东凌粮油毛利和净利大幅下滑



资料来源：公司公告，招商证券整理

图 3、1H10 东凌粮油大豆加工量小幅提高 7%


资料来源：公司公告，招商证券整理

图 4、1H10 东凌粮油大豆压榨单位毛利及净利大幅下滑


资料来源：公司公告，招商证券整理

表 1、东凌粮油季度业绩回顾

单位：百万元	2009	1H10	10Q1	10Q2
一、营业总收入	6526	2550	1219	1331
二、营业总成本	6305	2496	1192	1304
其中：营业成本	6088	2438	1157	1281
营业税金及附加	9	1	1	0
营业费用	45	12	6	6
管理费用	135	39	24	15
财务费用	36	5	4	1
资产减值损失	-8	-1	0	-1
三、其他经营收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	222	55	27	28
加：营业外收入	2	0	0	0
减：营业外支出	14	0	0	0
五、利润总额	210	55	27	28
减：所得税	6	0	0	0
六、净利润	203	54	27	28
减：少数股东损益	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	203	54	27	28
EPS	0.92	0.25	0.12	0.12

资料来源：公司公告，招商证券整理，注：09 年业绩包括广州冷机原冰箱压缩机业务，与 2010 年统一口径的销售收入为 53.42 亿，净利润为 2.03 亿。

表 2、东凌粮油产品结构回顾

	2006	2007	2008	1H09	2H09	2009	1H10
销售收入 (万元)	197,302	405,800	523,532	220,573	313,708	534,281	255,030
-豆粕		238,482	318,378	145,011	219,710	364,721	165,676
-豆油		164,096	202,989	74,547	93,058	167,604	87,645
-磷脂		2,740	2,165	1,015	941	1,956	1,709
销售收入增长率		106%	29%	-14%	17%	2%	16%
-豆粕			34%			15%	14%
-豆油			24%			-17%	18%
-磷脂			-21%			-10%	68%
毛利 (万元)	10,753	24,167	32,530	18,558	13,368	31,927	11,224

	2006	2007	2008	1H09	2H09	2009	1H10
套期保值损益	-88	-1,468	14,254			-6,546	2,158
剔除套期保值损益的毛利	10,842	25,636	18,276			38,473	9,067
-豆粕			24,663	13,937	9,699	23,636	7,357
-豆油			7,731	4,943	3,880	8,823	3,771
-磷脂			136	-322	-211	-533	96
毛利率	5.5%	6.0%	6.2%	8.4%	4.3%	6.0%	4.4%
剔除套期保值损益的毛利率	5.5%	6.3%	3.5%			7.2%	3.6%
-豆粕			7.7%	9.6%	4.4%	6.5%	4.4%
-豆油			3.8%	6.6%	4.2%	5.3%	4.3%
毛利增长率		125%	35%			-2%	-40%
-豆粕						-4%	-47%
-豆油						14%	-24%
-磷脂						-493%	-130%
吨毛利 (元/吨)	119	189	268	261	169	213	147
吨净利 (元/吨)			122	168	106	136	71

资料来源：公司公告，招商证券整理

表 3、2010 年上半年衍生品持仓情况表

合约种类 (单位：万元)	期初合约金额	期末合约金额	报告期损益情况	期末合约金额占公司 报告期末净资产比例
大豆和产品期权合约	731	1,266	184	3.51%
大豆和产品期货合约	4,787	12,258	1,929	33.99%
远期运费		484	142	1.34%
手续费			-96	0.00%
合计	5,517	14,008	2,158	38.84%

资料来源：公司公告

压榨毛利：下半年有望一改上半年颓势

理由：养殖业效益回升、豆类供应利空出尽及油脂类产量低于预期的可能性加大。

1、养殖业效益回升，豆粕需求强劲复苏。我们认为下半年行业方面，原料供给的变动情况不大，主要变动在于压榨产品下游的需求，占大豆压榨产品重量 79%、价值 60% 以上的豆粕需求的回升是看好公司下半年利润复苏的重要原因。上半年全国生猪养殖 80% 以上的时间处于亏损期，特别是广东生猪疫情频发，当地从仔猪到生猪到猪肉全产业链价格低迷，各环节几乎无利润空间，从生猪价格周期及存栏变化情况推算，我们看好下半年至明年底的生猪价格，从 7 月份开始猪价开始反弹，多个地区的生猪养殖的盈利迅速回到 100 元/头以上，农户补栏积极性大幅提高，对豆粕的需求量明显提升，上半年豆粕毛利率仅 4.44%，远低于去年同期的 9.61%，豆粕盈利回升的可能性较大。经测算，在上半年大豆、豆油价格不变的基础上，豆粕价格小幅提升 5%（这种是极限情况，一般大豆、豆粕价格齐涨齐跌），就单吨压榨毛利即提高 100 元，下半年豆粕需求的向好对公司盈利起至关重要的作用；

2、棕榈油、菜籽油等带动大豆油价格的持续回暖。公司上半年豆油的毛利率仅为 4.3%，也远低于去年同期的 6.63%，处于历史的低谷。单从豆油供应量看，下半年出利好的可能性较小，不过棕榈油、菜籽油产量低于预期的可能性加大，此前期货价格也表现突出，我们认为是豆油价格有所支撑的最大理由；

3、豆类价格整体上涨态势及波幅加大均有助于提升公司的压榨利润。从豆类价格看，上半年不温不火的牛皮市是公司最不能受益的时点，公司大豆、豆粕、豆油及 BDI 基本全覆盖套保，若市场是不涨不跌的牛皮市，则公司套保全部计入费用，单边上涨现货则有超额收益，单边下跌看空期权则亦有超额收益，我们认为豆类价格已经在底部徘徊一年多，前期因小麦价格的急涨和部分天气原因也出现了小幅的上涨，但是因今年全球整体的丰产压力，相对小麦、玉米的涨幅较小，从目前时点来说，豆类价格仍处历史底部，丰产的利空不可能再加剧，创历史新高的产量预测往上调整的可能性较小。

从剔除套保损益的压榨中间价差来说，下半年大豆供应充足，大豆的涨价更多是豆粕、豆油需求复苏的拉动，同 07、08 年的情况类似，只是供应充足使得高点会低于上一轮，我们认为加工企业的盈利水平会比上半年显著提高。

高蛋白豆粕和精炼油是公司盈利水平持续提高的动力

高蛋白豆粕是过去两年盈利提升的关键点。高蛋白豆粕是公司豆粕产品中的高端产品，其豆粕蛋白含量较普通豆粕提高 3-5%，用于高端饲料的生产，比普通蛋白豆粕大约溢价 100 元/吨，在广东区域市场内仅有两家具备此生产线，可以说是公司的优势产品。公司高蛋白豆粕产量占全部豆粕的比例从 08 年的 20%到目前的 40%左右，是公司过去两年和未来两年盈利提高的关键，也是上半年豆粕市场低迷而公司持续盈利的关键。

精炼油产品重在完善产业链，中包装新兴市场受益“地沟油”的退出。公司南沙 30 万吨精炼油项目工程已完成，目前正在设备调试过程中，预计今年三季度投产。精炼油项目主要产品是中包装大豆食用油及棕榈油等其他产品，中包装产品规格在 10-50kg，主要针对酒店餐饮、学校及公司饭堂等渠道，过去此细分市场大多是没有品牌的大桶油，用重复装运周转桶，随着食品安全的提升，政府对“地沟油”的管制，中包装的市场有望快速启动，行业巨头益海嘉里此前已经推出中包装产品，今年正在新建产能，中粮集团的中包装生产线也于今年下半年开始推广，竞争虽激烈但表明市场潜力巨大。由于对于公司来说精炼油并非新进入的领域，过去几年公司也找过代加工厂生产销售、培育市场，因此相信精炼油项目将很快进入正轨，预计 1-2 年成熟后将开始盈利，目前精炼油产品利润在 70-100 元/吨，产能利用率极限约为 80%，即 2 年达产后公司将新增 1500 万元的净利润，新增 EPS0.07 元。总的来说，公司精炼油产能较小，对公司盈利贡献有限，此为公司向下游发展的第一步，旨在完善整条产业链，消化毛油低迷时期的销量，同时为南沙二期 150 万吨大豆压榨产能（达产约生产 23 万吨豆油毛油）解决部分出路。

行业发展及竞争

压榨行业是产能过剩的行业，是区域性的行业，因此公司产能长期是阶梯式的增长，不能局限于短期产能限制。

产能严重过剩，但大企业继续扩产，集中度提高，公司利大于弊。大豆行业产能过剩无可厚非，目前过剩一倍左右，仅过去一年新增产能就超过 1000 万吨（集中在华东地区及黄渤海地区），增幅超过 10%，行业竞争愈发激烈，不过国家在主导淘汰 2000 万吨左右中小产能，近两年扩张多为排名前十的粮油巨头，行业集中度进一步提升，由于公司也在大型企业这一梯队当中，行业的加速洗牌有助于行业稳健发展。此外，公司与中

粮集团等巨头也不完全是竞争对手关系，同时也是多年的合作伙伴（供应大豆毛油给中粮的精炼油厂，07 年占公司毛油销售的 15%），凭借业界成熟的套保加工全流程经验、较高附加值的产品和码头优势，在薄利的、巨头云集的大豆压榨行业中分得一隅，公司的地位可能受威胁但不会被取代，反而有推动作用。

生产、销售半径小的区域性行业，扩张是阶梯型的。大豆压榨厂区域性较为明显，大豆进口（港口）和主要产品豆粕的销售均有一定的半径，因此行业扩张有区域性局限，且行业较为先进、成熟，意味着公司扩张是靠新上大产能（淘汰小产能），或是兼并收购，增长是阶梯型的，而不是消费品式的稳步增长型。

盈利预测及投资建议

预计今年毛油产能维持不变，精炼 30 万吨投产，南沙二期 150 万吨投产没有时间表。近两年公司产能利用率高达 70% 左右，基本满负荷生产，因此在南沙二期投产之前，产量都不会有很大的变化。2010 年是业务转型后的第一个完整年度，主要经营方向是稳固基础。我们认为，从长远来说，作为压榨行业，扩大规模是当务之急，但是基于目前资金的限制以及增发时机不成熟，南沙二期（资金需求为 4 亿）项目投入时点并不成熟。

预计下半年豆类价格及压榨利润将持续上升，全年 EPS0.69 元，给予“审慎推荐 B”的评级。上半年压榨净利为 71 元/吨，低于 08/09 年的 122 元/吨、136 元/吨，公司预计 2010 年前三季度净利润 9400 万元，按照上半年的月度压榨量估算，三季度单吨净利已超过 100 元，我们预计下半年压榨净利将达到 120 元/吨，加工大豆量 80 万吨，净利润 9600 万元，全年 EPS0.69 元，未来两年随着精炼油项目的实施及压榨利润的回升，预计 EPS 分别为 0.81 元、1.06 元。公司目前投资机会主要在于，一、短期看好下半年豆类价格的上涨，下半年盈利已开始转好且持续转好的可能性较大，二、长期可待压榨利润提升和增发扩产双重利好的同时出现，目前 PE 仅为 10 年的 30 倍出头，远低于农业股平均水平，短期给予“审慎推荐”的评级，而公司所处行业竞争激烈，产能过剩严重且目前产能仍在扩张，行业地位弱于益海嘉里、中粮集团等巨头，长期给予 B 的评级。不过压榨行业区域性特征较强，公司区位优势明显，南沙二期蓄势待发，仍可期待产能阶梯性扩张。

风险因素：豆类供应的超预期导致整体豆类价格重回低迷；公司估值过快回升且高于 A 股平均水平；资产负债率高达 89%，资金不充裕有较大融资需求及类金融模式易引发风险。

表 4、东凌粮油盈利预测

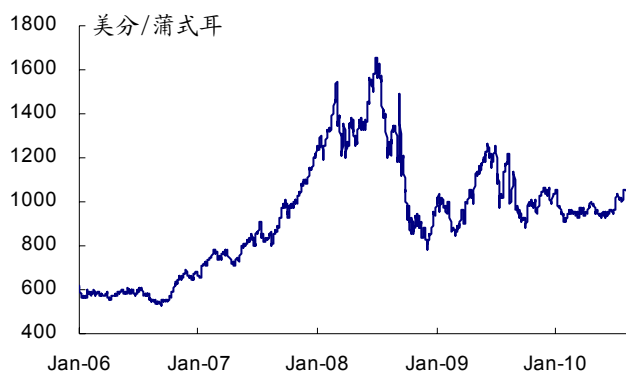
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	6526	7505	8255	9906
二、营业总成本	6305	7341	8063	9659
其中：营业成本	6088	7084	7785	9342
营业税金及附加	9	11	12	14
营业费用	45	52	57	68
管理费用	135	150	165	198
财务费用	36.0	44.9	45	38
资产减值损失	-8	0	0	0
三、其他经营收益	0	0	0	0

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	222	164	193	247
加: 营业外收入	2	2	2	2
减: 营业外支出	14	14	14	14
五、利润总额	210	152	181	235
减: 所得税	6	0	0	0
六、净利润	203	152	181	235
七、归属母公司所有者净利润	203	152	181	235
EPS (最新股本)	0.92	0.69	0.81	1.06

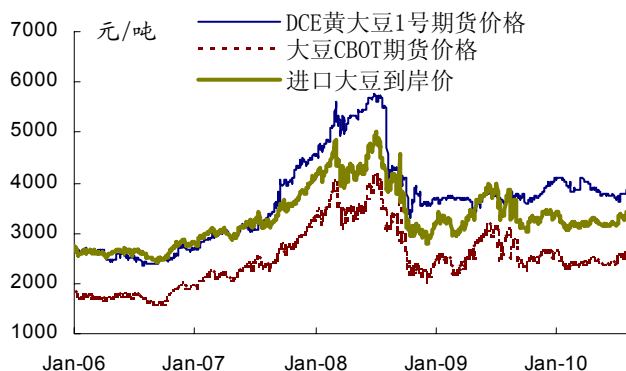
资料来源: 公司公告, 招商证券

大豆相关 (成本)

图 5、CBOT 大豆期货连续价格 (东凌粮油原料来源) 图 6、国内外大豆期货比较

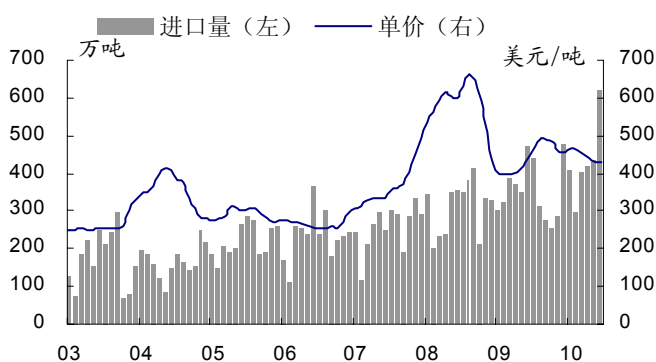


资料来源: Bloomberg, 截至 2010-8-12



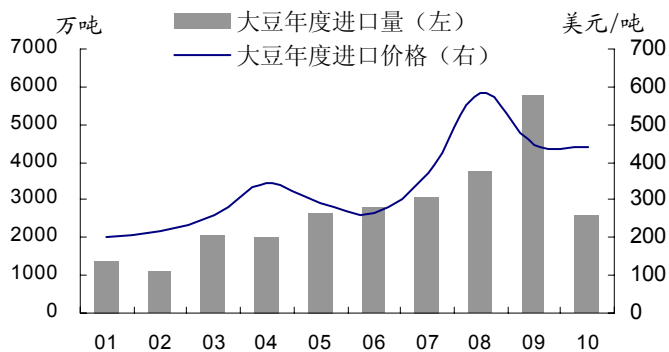
资料来源: Bloomberg, 国家海关总署, 招商证券

图 7、大豆进口量及价格走势



资料来源: 国家海关总署, 截至 2010 年 6 月

图 8、大豆年度进口量价



资料来源: 国家海关总署, 截至 2010 年 6 月, 注: 2010 年数据为 1-6 月累计数据

表 5、世界及各国大豆平衡表

单位: 万吨	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11(7 月)	10/11(8 月)	预测变化
产量							
世界	23,713	22,101	21,196	25,990	25,129	25,369	241
美国	8,700	7,286	8,075	9,142	9,104	9,344	241
巴西	5,900	6,100	5,780	6,900	6,500	6,500	-
阿根廷	4,880	4,620	3,200	5,450	5,000	5,000	-
中国	1,597	1,400	1,554	1,470	1,460	1,460	-

敬请阅读末页的重要说明

单位: 万吨	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11(7月)	10/11(8月)	预测变化
印度	769	947	910	875	880	880	-
进口量							
世界	6,907	7,812	7,717	8,666	8,754	8,954	200
中国	2,873	3,782	4,110	4,950	5,000	5,200	200
欧盟 27 国	1,529	1,512	1,321	1,300	1,260	1,260	-
日本	409	401	340	360	366	366	-
墨西哥	384	358	333	345	360	360	-
台湾	244	215	222	250	250	250	-
出口量							
世界	7,132	7,959	7,725	8,958	8,884	9,111	227
美国	3,039	3,154	3,482	4,001	3,729	3,905	177
巴西	2,349	2,536	2,999	2,835	2,890	2,940	50
阿根廷	956	1,384	559	1,100	1,250	1,250	-
巴拉圭	436	540	264	540	484	484	-
加拿大	168	175	202	220	228	228	-
压榨量							
世界	19,548	20,205	19,271	20,765	21,630	21,975	346
中国	3,597	3,952	4,104	4,848	5,340	5,580	240
美国	4,920	4,908	4,523	4,763	4,477	4,491	14
阿根廷	3,359	3,461	3,124	3,353	3,865	3,926	61
巴西	3,111	3,212	3,187	3,328	3,280	3,300	20
欧盟 27 国	1,467	1,487	1,286	1,250	1,240	1,240	-
期末库存							
世界	6,316	5,289	4,397	6,352	6,776	6,473	-303
阿根廷	2,261	2,176	1,659	2,497	2,265	2,156	-109
巴西	1,819	1,890	1,204	1,670	1,840	1,647	-193
中国	270	425	905	1,392	1,355	1,345	-10
美国	1,562	558	376	435	980	980	-
印度	22	10	67	135	78	95	17

资料来源: USDA, 招商证券

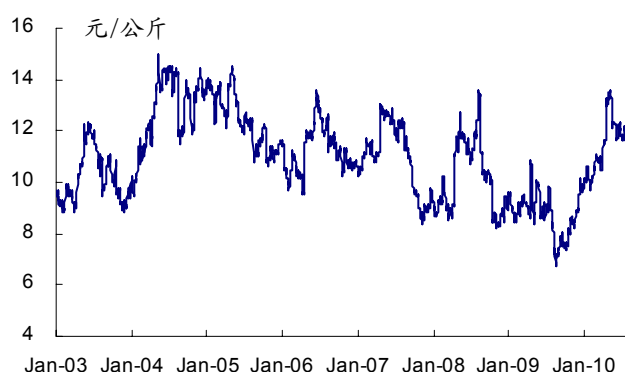
豆粕相关 (主要产品之一)

图 9、DCE 豆粕期货连续价格



资料来源: Bloomberg, 截至 2010-8-12

图 10、CME 瘦肉猪期货价格



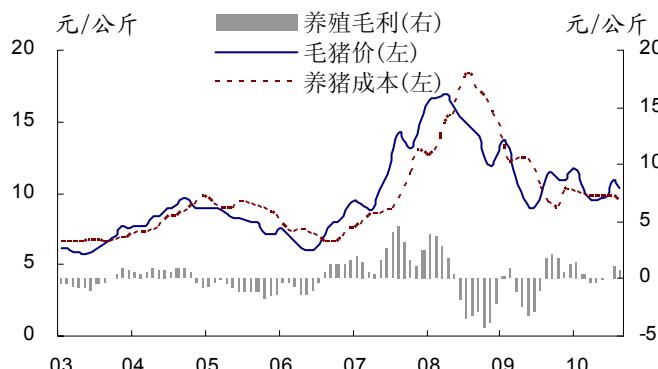
资料来源: Bloomberg, 截至 2010-8-12

图 11、全国仔猪、活猪、猪肉价格走势



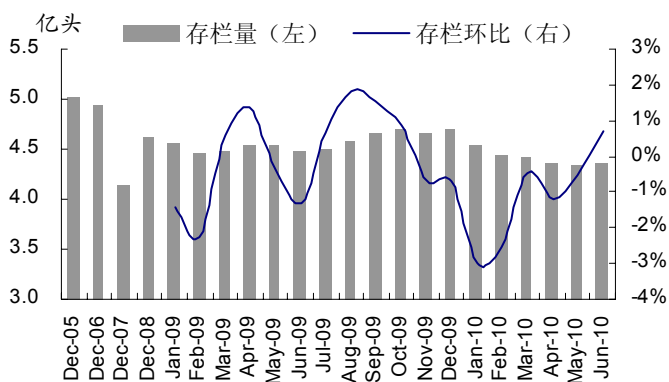
资料来源：农业部，截至 2010 年 8 月

图 12、全国养猪净利变化情况



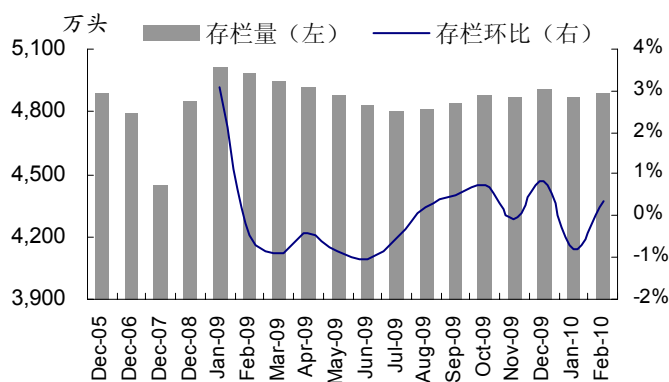
资料来源：农业部，截至 2010 年 8 月

图 13、全国生猪存栏量及变化情况



资料来源：农业部，截至 2010 年 6 月

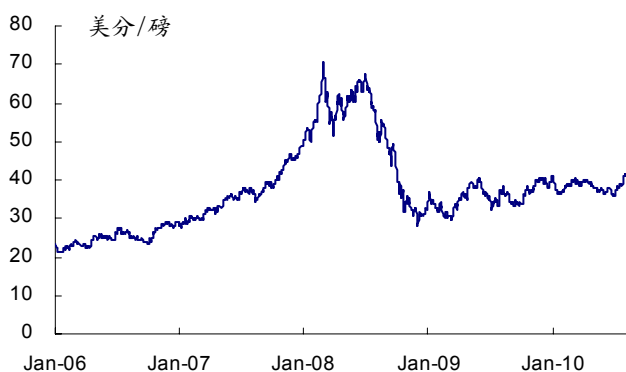
图 14、全国能繁母猪存栏量及变化情况



资料来源：农业部，截至 2010 年 6 月

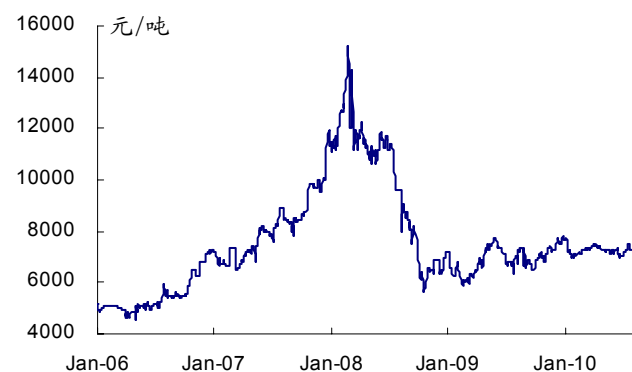
豆油相关（主要产品之二）

图 15、CBOT 豆油连续期货价格



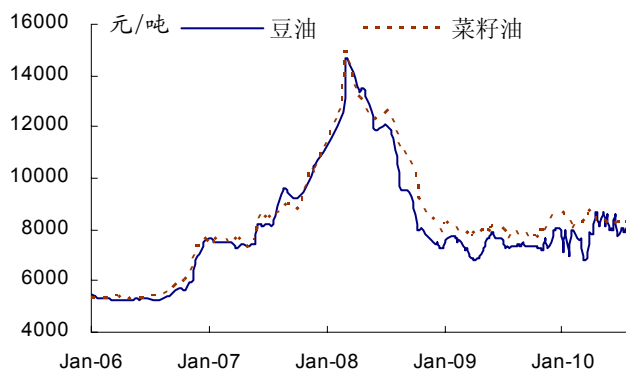
资料来源：Bloomberg，截至 2010-8-12

图 16、DCE 豆油连续期货价格(东凌粮油销售市场参考)

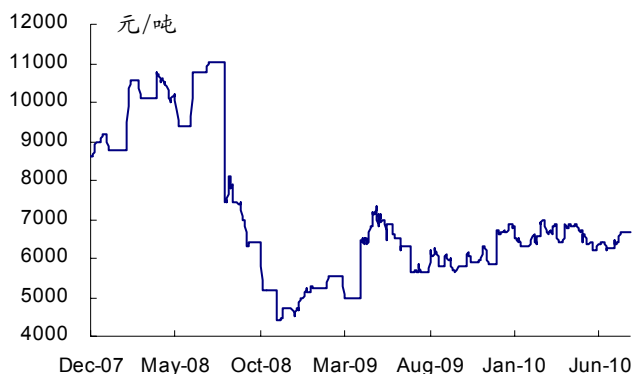


资料来源：Bloomberg，截至 2010-8-12

图 17、全国批发市场豆油和菜籽油平均价格(国内现货) 图 18、国内棕榈油期货价格

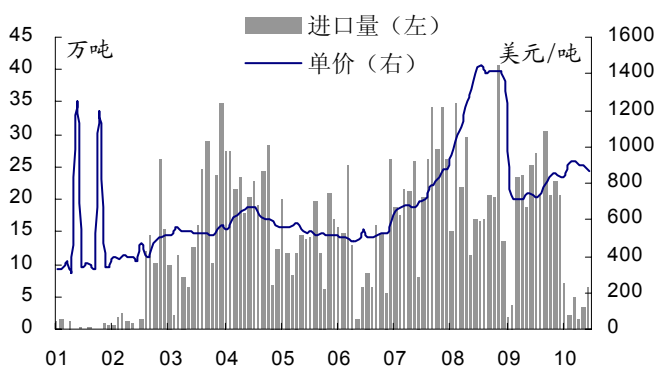


资料来源：国家粮食局，截至 2010-8-12



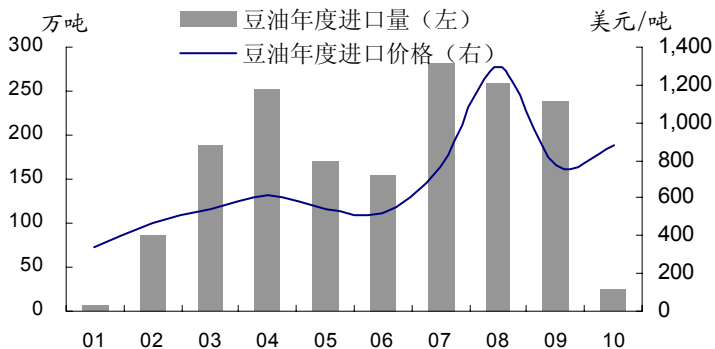
资料来源：Bloomberg，截至 2010-8-12

图 19、豆油月度进口量价



资料来源：国家海关总署，截至 2009 年 6 月

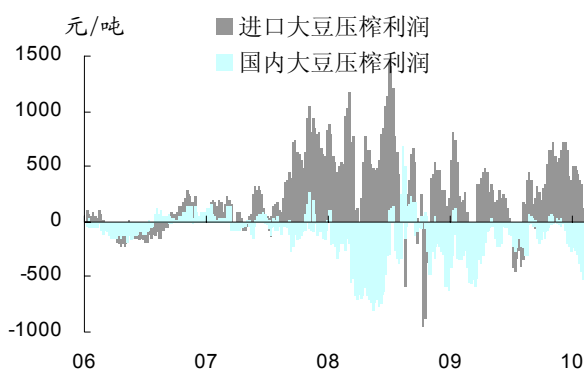
图 20、豆油年度进口量价



资料来源：国家海关总署，截至 2010 年 6 月，注：2010 年数据为 1-6 月累计数据

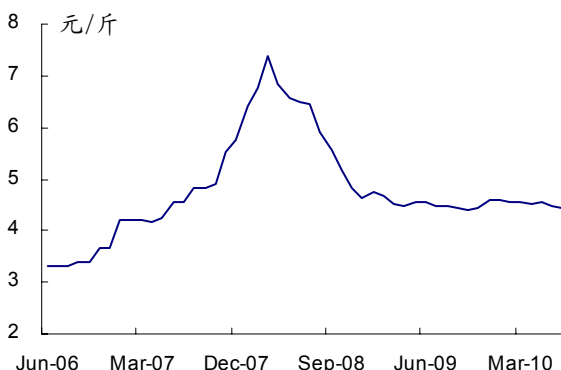
压榨毛利测算及精炼成品油价格

图 21、国内外大豆成本价及压榨利润比较



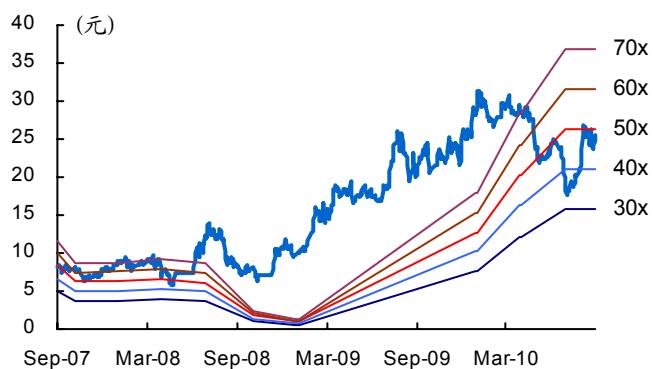
资料来源：招商证券，截至 2010 年 6 月

图 22、国内桶装成品油成交价



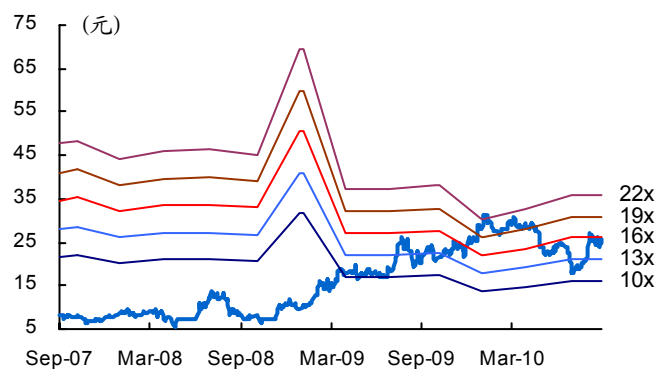
资料来源：国家粮食局，截至 2010-7-30

图 23、东凌粮油历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 24、东凌粮油历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1685	1552	1685	1982
现金	504	200	200	200
交易性投资	1	1	1	1
应收票据	0	0	0	0
应收款项	26	22	24	29
其它应收款	3	3	4	4
存货	1083	1248	1372	1646
其他	69	77	85	102
非流动资产	581	662	726	686
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	495	609	676	641
无形资产	57	54	50	45
其他	29	0	0	0
资产总计	2266	2214	2411	2669
流动负债	1752	1590	1642	1708
短期借款	738	574	537	403
应付账款	26	30	33	40
预收账款	141	165	181	217
其他	847	821	891	1048
长期负债	209	201	211	221
长期借款	190	200	210	220
其他	19	1	1	1
负债合计	1961	1791	1853	1929
股本	222	249	249	249
资本公积金	8	8	8	8
留存收益	75	166	301	482
少数股东权益	0	0	0	0
母公司所有者权益	305	423	558	739
负债及权益合计	2266	2214	2411	2669

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	99	275	320	315
净利润	203	152	181	235
折旧摊销	0	119	137	140
财务费用	0	45	45	38
投资收益	0	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	0	(43)	(46)	(101)
其它	(104)	2	3	4
投资活动现金流	(276)	(202)	(202)	(100)
资本支出	0	(202)	(202)	(100)
其他投资	(276)	0	0	0
筹资活动现金流	224	(377)	(118)	(215)
借款变动	0	(281)	(28)	(123)
普通股增加	0	27	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
股利分配	0	(61)	(46)	(54)
其他	224	(63)	(45)	(37)
现金净增加额	47	(304)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6526	7505	8255	9906
营业成本	6088	7084	7785	9342
营业税金及附加	9	11	12	14
营业费用	45	52	57	68
管理费用	135	150	165	198
财务费用	36	45	45	38
资产减值损失	(8)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	222	164	193	247
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	14	14	14	14
利润总额	210	152	181	235
所得税	6	0	0	0
净利润	203	152	181	235
少数股东损益	0	0	0	0
母公司所有者净利润	203	152	181	235
EPS (元)	0.92	0.69	0.81	1.06

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率				
营业收入	-	15%	10%	20%
营业利润	-	-26%	17%	28%
净利润	-	-25%	19%	30%
获利能力				
毛利率	6.7%	5.6%	5.7%	5.7%
净利率	3.1%	2.0%	2.2%	2.4%
ROE	66.7%	36.0%	32.4%	31.8%
ROIC	18.2%	17.3%	18.1%	20.8%
偿债能力				
资产负债率	86.5%	80.9%	76.8%	72.3%
净负债比率	47.0%	35.4%	31.4%	23.7%
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.2
速动比率	0.3	0.2	0.2	0.2
营运能力				
资产周转率	2.9	3.4	3.4	3.7
存货周转率	11.2	6.1	5.9	6.2
应收帐款周转率	497.7	312.3	360.1	374.9
应付帐款周转率	468.8	252.1	245.5	255.7
每股资料(元)				
每股收益	0.92	0.69	0.81	1.06
每股经营现金	0.45	1.24	1.44	1.42
每股净资产	1.37	1.91	2.51	3.33
每股股利	0.14	0.27	0.21	0.24
估值比率				
PE	27.1	36.2	30.5	23.4
PB	18.1	13.0	9.9	7.4
EV/EBITDA	13.3	12.6	11.0	9.7

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：MBA，拥有证券从业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。