

东凌粮油 (000893)

买入/维持评级

股价: RMB26.35

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:s0930208020141

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:s1000210080014

(021)6849 8528

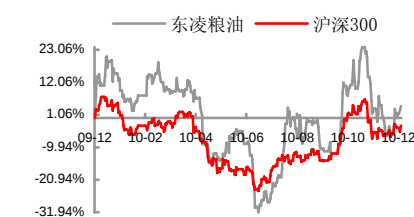
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	222
流通 A 股 (百万股)	222
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,001

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

量利齐升催生公司业绩拐点

- 我们之所以在目前这个时点推荐东凌粮油, 在于一个月前公司股东大会正式确认了南沙基地第二条大豆加工线的建设, 我们之前对公司的描述是“确定性的增长, 不确定的时点增长”, 但我们现在有理由认为, 东凌粮油已经成为“确定性的增长, 并且是确定性的时点增长”。
- 大豆: 2011 年最看好的大宗农产品。**我们预计 2011 年大豆的全球产量将略降, 而中国大豆进口量的猛增以及国际上生物柴油行业对大豆的需求增长将使得大豆需求继续保持旺盛, 假设 2011 年大豆的消费量达到 4% 的十年平均增速, 那么至 2011 年底库存消费比将会降至 20% 的历史低位, 因此大豆的价格表现将会显著超越玉米、小麦等农产品, 成为农产品上涨的领军品种。而从年度数据看, 大豆的压榨利润与大豆价格之间存在显著的正相关关系, 因此我们看好大豆压榨行业在 2011 年的压榨利润。
- 东凌粮油——华南区域大豆压榨业龙头。公司经过 08-09 年的资产重组, 目前已成为拥有 220 万吨大豆压榨产能和 30 万吨精炼油产能的油脂龙头, 成为华南地区的大豆压榨龙头。未来公司将在南沙开工建设一条 150 万吨/年的大豆压榨生产线, 预计将于 2011 年年末投产, 从而将公司的大豆压榨产能由 220 万吨提升至 370 万吨, 进一步巩固在华南地区龙头地位。
- 东凌粮油的核心竞争力在于套保技术。从最近 4 年套保的成果来看, 公司将毛利率水平很好地控制在 5.4%—6.2% 之间, 避免了盈利能力的大幅波动。用平滑盈利的波动性这个标准去检验, 那么东凌的套保技术无疑是成熟和有效的, 这也是我们看好公司长期发展的重要原因。
- 盈利预测和投资建议: 我们预测公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.94 元、1.40 元, 目前股价对应 10-12 年的动态 PE 分别为 36 倍、28 倍和 19 倍。我们预计大豆压榨量将在未来 2 年增长 60%, 而吨压榨利润目前处于三年低点, 未来将随大豆价格的上涨而持续回升。公司动态估值较低且业绩弹性较大, 我们维持公司“买入”评级, 合理价值区间 35-40 元。
- 股价的催化剂: 国际大豆价格上涨带动大豆压榨利润提升; 国内食用油价格突破管制实现报复性反弹。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6525.9	5788.0	6860.0	9436.0
(+/-%)	-4.9	-11.3	18.5	37.6
归属母公司净利润(百万元)	56.4	162.0	209.0	311.0
(+/-%)	1240.1	187.2	29.0	48.8
EPS(元)	0.25	0.73	0.94	1.40
P/E(倍)	103.7	36.2	28.0	18.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要件	4
大豆：2011 年最看好的大宗农产品	5
2011 年度全球大豆供给增量有限	5
中国大豆进口迅猛增长 构成全球大豆需求的最大增量	6
全球生物柴油产业对大豆的需求持续快速增长	8
东凌粮油——华南区域大豆压榨业龙头	9
09 年完成重组成为大豆压榨企业	9
克服多重障碍 公司产能扩张终将成行	10
下游需求旺盛 公司压榨量仍将保持快速增长	10
大豆压榨利润将随豆价上涨而“水涨船高”	11
东凌粮油的核心竞争力在套保技术	12
盈利预测和估值	13
维持“买入”评级，合理价值区间 35—40 元	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 全球大豆供需格局从 2010 年起逐渐趋紧	5
图 2: 过剩的基本面造成 2010 年大豆价格涨幅偏低	5
图 3: 大豆与玉米、小麦的比价目前处于低点	6
图 4: 三大油料种植面积和产量无明显增长	6
图 5: 豆类种植面积和产量日益萎缩	6
图 6: 中国肉类产量近年平均增速达到 2.7%	7
图 7: 中国饲料产量年均增速达到 8%	7
图 8: 压榨量猛增带动大豆消费 近年增速加快	7
图 9: 大豆消费增速达 10% 独占鳌头	7
图 10: 东凌集团将粮油资产注入上市公司	9
图 11: 2012 年压榨产能将由目前的 220 万吨增至 370 万吨	9
图 12: 中国大豆进口量近年来快速增长 成为国际市场最大增量	11
图 13: 东凌粮油大豆压榨利润与国际大豆价格趋势保持一致	11
图 14: 中国食用油行业毛利率长期处于较低水平	12
 表 1: 全球生物柴油行业产量分布	8
表 2: 东凌粮油 (000893sz) 套保收益与毛利率	13
表 3: 东凌粮油盈利预测核心假设	14
表 4: 东凌粮油 2012 年 EPS 与吨压榨利润的敏感性分析	15

投资要件

我们之所以在目前这个时点推荐东凌粮油，在于一个月前公司股东大会正式确认了南沙基地第二条大豆加工线的建设，我们之前对公司的描述是“确定性的增长，不确定的时点增长”，但我们现在有理由认为，东凌粮油已经成为“确定性的增长，并且是确定性的时点增长”。

两年前的这个时候，我们发布了关于东凌粮油的第一篇深度报告，公司的重组资产和基本价值逐渐为市场所认识，之后的一年公司的股价有了两倍的上涨，站在目前的时点，我们认为公司面临重组之后新的增长。

未来两年公司可以预见的是大豆压榨能力将近翻倍，精炼油项目逐渐做大，以及现阶段我们不知道，公司管理层也不曾预见的增长，我们有信心认为公司的净利润超越压榨量的增长，在于目前公司的吨压榨利润处于三年的低点。根据我们的测算，我们认为公司的合理价值区间为 35—40 元，对应 2012 年动态 PE 为 25—28 倍。

1、公司大豆压榨产能扩张明确，未来两年增幅将达 60% 以上，年均增长 30%。公司将在 2011 年新建 150 万吨大豆压榨产能生产线，预计将在 2012 年上半年达产，达产后压榨总产能从目前的 220 万吨增至 370 万吨。我们预计 10-12 年的压榨量为 164 万吨、185 万吨和 250 万吨，未来完全达产后的公司压榨量将达 300 万吨。建设所需资金 3.4 亿元将通过新增贷款来获得，预计将会增加公司财务成本约 2000 万元。

2、压榨利润和国际大豆价格呈正相关关系，我们判断 2011 年国际大豆价格上涨概率较大。东凌粮油 08—10 年的压榨利润分别为 180、130 和 100 元/吨。我们判断 2011 年国际大豆价格将会是表现最好的农产品。大豆价格的短期刺激因素，是美国将会通过一项补贴生物燃料的法案，将在 2010 年将 50 亿美元用于补贴燃料乙醇的基础上，新增 20 亿美元用于补贴大豆柴油。这将对全球大豆形成新的需求。

3、30 万吨精炼油产能在 2010 年三季度已经投产，根据我们的了解，精炼油环节的吨利润在 50-150 元/吨之间。我们按照 100 元/吨的利润算，完全达产后对公司净利润的贡献能达到 3000 万元，EPS 贡献为 0.14 元，基本可以对冲新建 150 万吨压榨生产线的利息支出成本。

4、我们基于 10-12 年压榨量 161 万吨、185 万吨和 249 万吨，以及吨压榨利润 101 元、113 元和 125 元的假设进行测算，公司 10-12 年 EPS 为 0.73、0.94 和 1.40 元，若大豆价格进一步上涨，则吨压榨利润和盈利预测还有进一步上调空间。根据我们的敏感性分析，按照 2012 年 250 万吨压榨量计算，压榨利润每上涨 10 元/吨将新增 EPS 约 0.11 元；若吨压榨利润能达到 08 年高点的 180 元/吨，那么公司 EPS 可达 2 元以上。

5、公司目前股价（27.03 元）10-12 年动态估值为 37 倍、29 倍和 19 倍，估值在板块中偏低。而公司业绩弹性又较大，基于我们的判断，2011 年大豆价格上涨的幅度将会较大，从而带动压榨利润的大幅回升。因此，我们的盈利预测存在较大的向上修正可能。

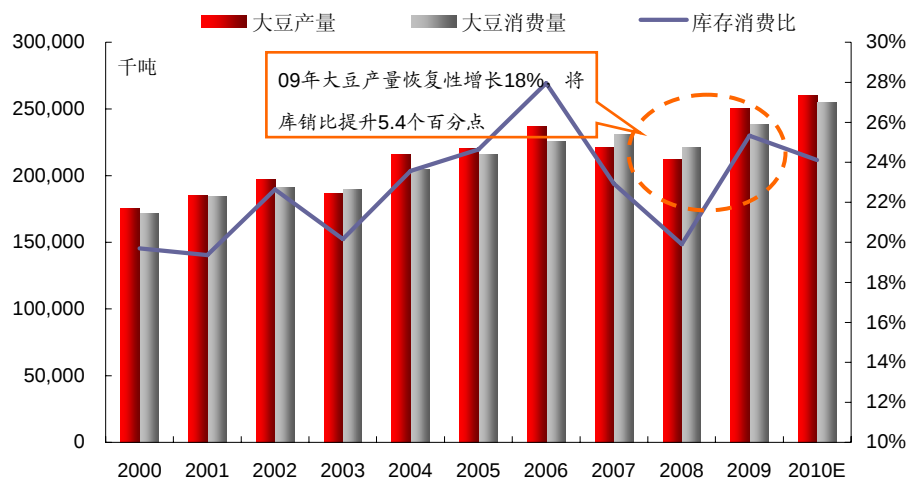
6、股价催化因素：国际大豆价格上涨；国内食用油价格突破管制出现报复性反弹。

大豆：2011 年最看好的大宗农产品

2011 年度全球大豆供给增量有限

08 年南美干旱导致减产，全球大豆产量大幅下降至 2.1 亿吨。09 年随着南美大豆生产恢复正常，大豆产量恢复性增长 18% 至 2.5 亿吨以上，同时将库销比由 19.9% 的十年低位推升至 25.3% 的较高水平，大幅缓解了 08 年以来的供应紧张局面。

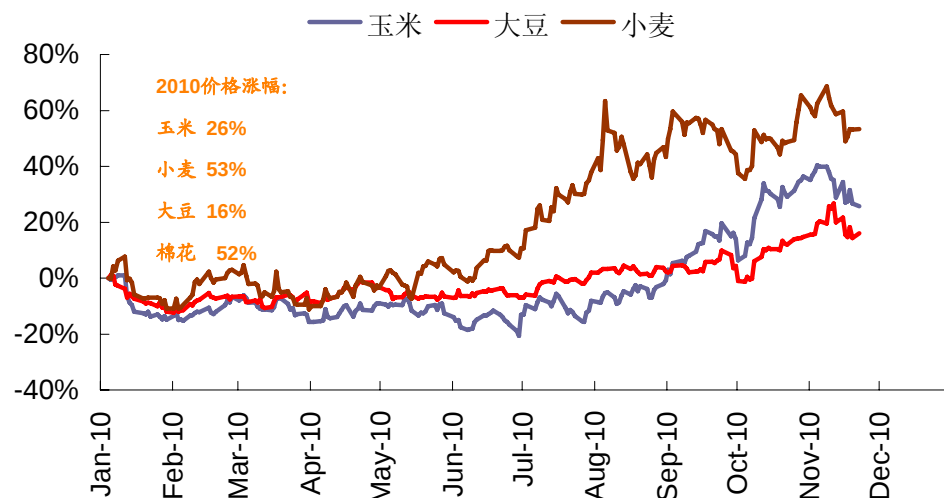
图 1：全球大豆供需格局从 2010 年起逐渐趋紧



资料来源：USDA, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

高库存水平压制了大豆价格在 2010 年的表现，截至 2010 年 11 月底美国大豆的价格涨幅仅为 17%，平均价格相比 2009 年均价下降 0.4%。而同期玉米、小麦的价格涨幅达到 28% 和 61%，年内平均价格分别上涨 10% 和 27%。

图 2：过剩的基本面造成 2010 年大豆价格涨幅偏低

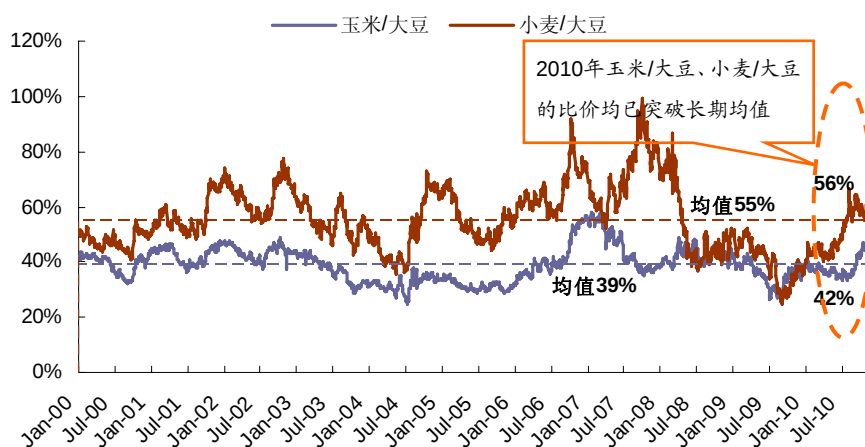


资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

从比较价格来看，2010年5月以后玉米/大豆和小麦/大豆的比价均开始大幅拉升并陆续突破长期均值水平（55%和39%），目前分别达到56%和42%。以大豆目前的相对价格，它对种植户的吸引力已经下降到较低的水平。另外，棉花及其他小宗农产品的价格涨幅更是远远高于大豆。从比价效应来看，玉米、小麦等品种将对大豆形成替代。

根据 USDA 最新的预测，10/11 年度全球大豆产量将由 09/10 年度 2.55 亿吨下滑至 2.5 亿吨。我们预计 2011 年大豆的种植面积和产量将持平或略降，若大豆的消费量达到 4% 的平均增速，至 2011 年底库存消费比将会降至 20% 左右，达到 08 年低位水平。在这个过程中，大豆的价格表现将会显著超越玉米、小麦等农产品，成为农产品上涨的领军品种。

图 3：大豆与玉米、小麦的比价目前处于低点

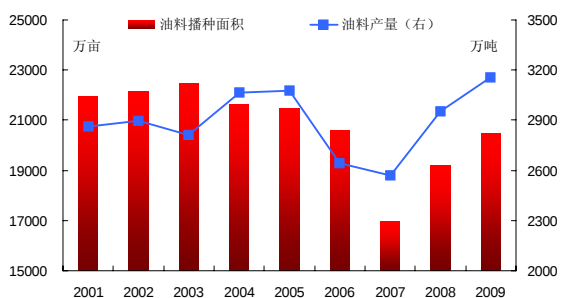


资料来源：USDA, Bloomberg, 华泰联合证券研究所

中国大豆进口迅猛增长 构成全球大豆需求的最大增量

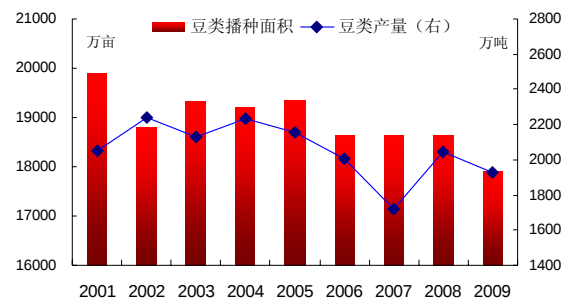
由于耕地面积总量紧张，我国奉行力保粮食作物种植面积的土地政策。因此，经济作物的种植买面积难以获得大面积的扩张。近年来，三大油料作物——花生、油菜籽和芝麻的种植面积和产量并无明显增长，预计未来油料作物的种植面积亦难有大幅增长，中国自产油料作物的产量将保持相对稳定。

图 4：三大油料种植面积和产量无明显增长



资料来源：国家统计局，中国粮油信息中心

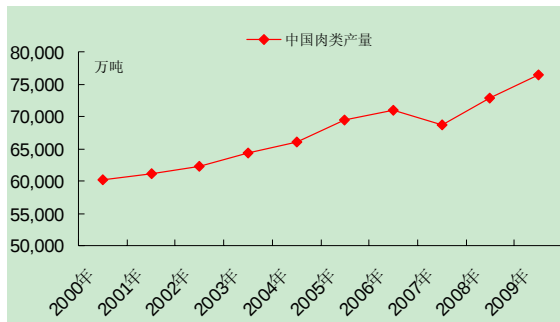
图 5：豆类种植面积和产量日益萎缩



资料来源：国家统计局，中国粮油信息中心

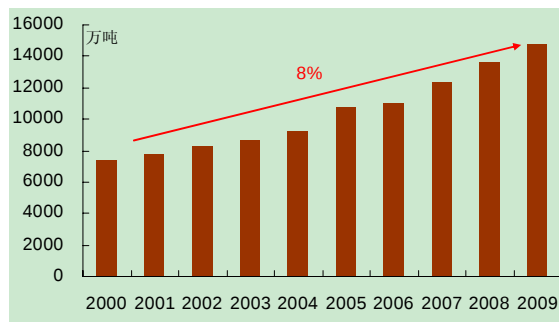
另一油脂来源——豆类的供给情况则更为严峻，其种植面积和产量正日渐萎缩。由于受到高产低价的进口转基因大豆的冲击，我国东北大豆主产区的种植面积逐年减少。最近十年我国豆类产量已经从 2400 多万吨降至 1900 万吨的水平，其中大豆产量已从高峰的 1750 万吨降至 1500 万吨以下。

图 6：中国肉类产量近年平均增速达到 2.7%



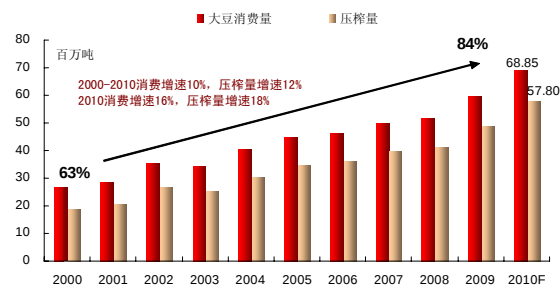
资料来源：中国国家统计局，华泰联合证券研究所

图 7：中国饲料产量年均增速达到 8%



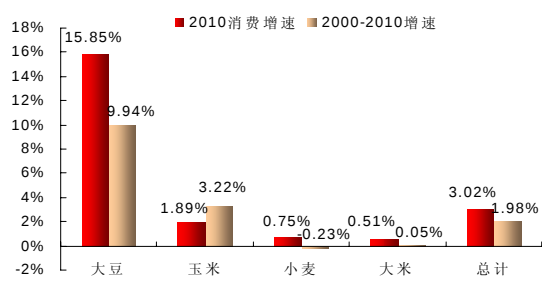
资料来源：中国饲料工业协会，华泰联合证券研究所

图 8：压榨量猛增带动大豆消费 近年增速加快



资料来源：国家统计局

图 9：大豆消费增速达 10% 独占鳌头



资料来源：USDA

从需求侧来看，在我国人民收入和消费快速增长的背景下，对食用油、肉类等产品的消费增速将居高难下，大豆下游产品的需求会保持持续旺盛。目前我国食用油消费已达到 2400 万吨左右的规模，并且保持了 4% 的较快速度增长。这对占我国食用油消费量 40% 以上的大豆油需求量产生明显拉动。若食用油的新增需求完全通过豆油来满足，那么将拉动豆油消费的增速达到 10%。从豆粕的需求来看，我国肉类需求近年增速达到 2.7%，而养殖业由分散向集中的转变使得工业饲料的产量增速远远高于肉类产量，达到 8%。而豆粕作为饲料的主要原料也保持了较高的增速。

以上情况造成的结果就是，我国对进口大豆的需求在近几年出现暴增。我国大豆消费量近十年的增速达到 10%，2010 年的消费增速将达到 16% 至 6900 万吨水平，而我国大豆的产量仅为 1500 万吨，因此我国大豆进口量将达到 5300 万吨（2009 年进口量为 4355 万吨），占全球产量的 20% 以上以及全球贸易量的 60% 以上。

若全球大豆价格不出现大幅的上涨，并且不出现额外的贸易壁垒，那么中国的进口需求仍然会维持两位数以上的增长。但事实上，全球大豆的可贸易量仅为不足 1 亿吨，因此未来国际大豆的价格将不可避免地由于短缺出现上涨。

全球生物柴油产业对大豆的需求持续快速增长

美国、巴西和阿根廷是全球最大的大豆生产国和出口国，三个国家的大豆产量约为 2 亿吨，占全球产量的 80%，出口量在 8000 万吨以上，几乎囊括了全球大豆贸易量。

2004 年国际油价上行突破 40 美元/桶的高点后一路上行，全球进入了高油价时代。高油价催生了主要农产品出口国大力发展国内的生物燃料产业，一方面可以降低减少出口国国内对石油的需求量；另一方面通过减少国际供给推高国际农产品价格；第三，还能在全球节能减排的政治博弈中占得先机。我们看到美国、欧盟、巴西和阿根廷都加大了对燃料乙醇和生物柴油补贴和扶持，并且通过法律和政策的形式进行了保障。

近几年来，全球生物柴油的产量快速增长，根据 F.O.Licht 的预测，全球 2010 年的生物柴油产量将达 1810 万吨，同比增长 24%，**2011 年生物柴油产量更将增至 2050 万吨，若其中 50% 的增量以大豆来满足，那么会增加大豆的工业需求量 600 万吨。**

从全球生物能源产业的格局来看，生物乙醇是发展的重点，生物柴油的发展相对滞后。2009 年全球燃料乙醇需求量目前达到 7300 万吨（08 年为 6340 万吨）。其中美国、巴西是全球最大的燃料乙醇生产商。拥有玉米资源的美国和依靠甘蔗资源的巴西成为全球最大的燃料乙醇生产国，两国的产量占全球产量的比例达 90% 以上，作为第三大生产国的中国产量仅为 170 万吨。

欧盟：虽然在巴西和美国，生物燃料发展以生物乙醇为主导，但是在欧盟却是生物柴油。作为全球最大的生物柴油生产和消费地区，目前已经将机动车生物燃料添加比例从 05 年的 1% 增至 2010 年的 5.75%，未来将进一步提高至 10%。

根据欧洲最大的生物柴油生产商 Diester Industrie 的说法，目前欧洲生物柴油产能严重过剩。预计欧洲生物柴油产能在 2000 万吨，而实际产量只有 1000 万吨左右。未来欧盟对于生物柴油的潜在需求还将十分巨大。

表 1：全球生物柴油行业产量分布

	美国	巴西	阿根廷	欧盟	亚洲	全球
原料	大豆	85%大豆	大豆	油菜籽、葵花籽	-	-
2009	190	140	130	790	180	1460
2010E	160	210	230	950	230	1810
2011E	220	250	250	1040	260	2050

资料来源：F.O.Licht

南美：巴西生物柴油法令 LEI No.11097 获通过，2008 年 1 月起正式推行，该法令将巴西国内生物柴油的添加比例提高至 2%。2010 年初，巴西政府再次将生物柴油混入比例提高到 5%，现在巴西政府正在与生产商协商，考虑是否能在城市地区将这一比例提高到 10% 以上。目前，阿根廷政府同样也将生物柴油混入比例提高到 5%，并研究准备提升至 10%。现在，南美两国需要 1400 万吨大豆来生产 280 万吨豆油才能满足国内消费所需的生物柴油。

美国：美国对生物能源的支持也是不遗余力的，但是美国的政策支持重点在于燃料乙醇。因此，美国生物柴油行业的进展在近几年遭遇一定的波折。09 年，随着金融危机影响的消退，美国政府决定从 2010 年起废除生物柴油的税费减免政策，即生产每加仑柴油补贴 1 美元。这也直接造成美国大豆柴油的产量在 2010 年出现了大幅下降。

目前美国参议院正在审议的减税法案中包含了对乙醇汽油和生物柴油的生产补贴政策，美国政府计划在 2010 年将 50 亿美元补贴玉米乙醇的基础上，对大豆柴油产业增加 20 亿美元的补贴。我们预计该法案的通过将有效刺激 2011 年美国大豆柴油工业需求，提升全球大豆需求量。

2010/2011 年度大豆的播种面积因为比价关系失衡将继续减少，而全球经济在 2011 年持续复苏，生物柴油的需求中长期将增加，大豆价格的上涨可能难以避免，大豆期价仍可长线看好。

综上，我们对于大豆及大豆油脂产业的判断如下：

- 比价效应下，2011 年全球大豆的种植面积和产量都不会明显上升。
- 国际大豆价格的走势将会强于玉米、小麦等大宗农产品。
- 我国大豆的对外依存度高达 70%，国内豆类价格走势将跟随国际。
- 大豆价格的上涨将使食用油产业链受益。
- 在 A 股中我们重点推荐东凌粮油和金德发展。

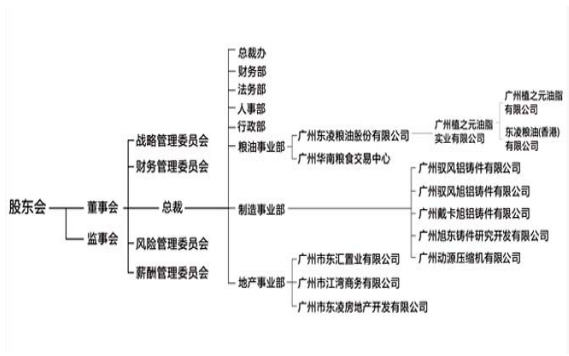
东凌粮油——华南区域大豆压榨业龙头

09 年完成重组成为大豆压榨企业

公司经过 08-09 年的资产重组，已完成对原有压缩机制造业务完全剥离，并将植之元的大豆压榨资产注入上市公司。重组过程中，东凌实业受让万宝集团持有的 5798.55 万股公司股份，以 1.34 亿股（占比 60.5%）成为公司的绝对控股方。东凌集团董事长赖宁昌（兼任上市公司董事长）持有东凌集团 86.7% 股权成为上市公司实际控制人。

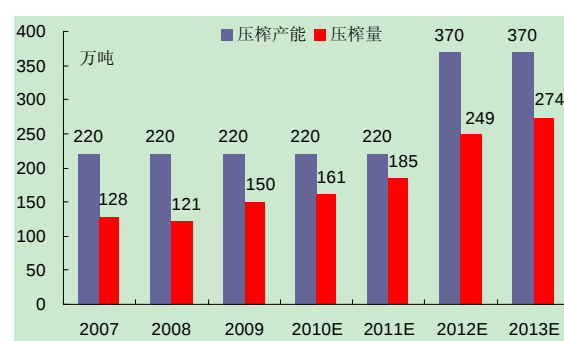
东凌粮油目前的大豆业务资产主要分布在广州增城和广州南沙两个地区，包括了大豆压榨产能 220 万吨(日压榨产能 7800 吨)和油脂精炼产能 30 万吨(日精炼产能 1000 吨)。其中，增城地区的老厂——植之元油脂建于 1999 年，包括两条大豆压榨加工生产线，日压榨产能为 2200 吨。南沙地区的新厂——植之元实业成立于 04 年，06 年完成南沙一期的大豆压榨产能建设，日压榨产能 5000 吨。09 年 8 月公司在南沙生产基地新建 1000 吨/天油脂精加工生产线，根据公司公告今年年三季度建成投产。公司目前的产能包括了 220 万吨的大豆压榨和 30 万吨的精炼油，其中精炼油生产线目前已经投入试生产，预计 2011 年即可为公司贡献业绩。

图 10: 东凌集团将粮油资产注入上市公司



资料来源：东凌集团网站，华泰联合证券研究所

图 11: 2012 年压榨产能将由目前的 220 万吨增至 370 万吨



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

克服多重障碍 公司产能扩张终将成行

公司于今年 11 月公布投资公告，计划在南沙开工建设一条 5000 吨/日的大豆压榨生产线，结合产能建设和投放周期，我们预计 2011 年为产能建设期，2012 年上半年为产能的集中投放期。因此到 2012 年，公司的大豆压榨产能将新增 150 万吨达到 370 万吨的规模，压榨量会实现同步的扩张，在华南地区的龙头地位将进一步巩固。

根据国家粮油信息中心的监测数据，由于 09 年以来的新增项目较多，预计 2011 年我国大豆压榨产能将新增 1500 万吨，到年末超过 1 亿吨的规模。据不完全统计，2011 年我国至少有 16 个大豆压榨项目建成投产。

东凌集团通过资产重组将植之元公司借壳上市的目的是希望借力资本市场将大豆压榨业务做大做强。虽然在上市前，南沙植之元实业已经是华南地区最大的单体大豆压榨厂。从全国的市场格局来看，外资的益海嘉里、嘉吉、来宝、邦基、达孚和内资的九三、中粮、中纺等集团都已经完成了在全国的产业布局，并且在总产能上远远超过东凌粮油，例如益海嘉里的压榨产能超过 1500 万吨，中粮超过 750 万吨，而位于第三的中纺也达到 700 万吨以上。

东凌粮油没有很快实现产能扩张的主要障碍有两个：**第一，政策限制。**由于大豆压榨行业在国内属于产能过剩行业，且 60% 以上的压榨产能控制在外资手中，因此 08 年以后管理层对于大豆压榨行业新增产能的态度就是“抑制外资，扶持国营”。东凌粮油作为一家民营油企，处于政策的中间地带，因此公司的产能扩张计划是否得以成行就打上了一个小小的问号。**第二，资金来源。**由于投产大豆压榨生产线不仅需要大量资金的固定资产投资，还需要大量的流动资金用于采购大豆原料、期货的套期保值等。因此，对于净资产仅为 4 亿元，负债率达到 80% 以上的东凌粮油来说，通过自有资产进行产能扩张几乎不可能。公司必须要通过外部融资才能解决。

从目前的情况来看，这两个障碍均已消除，公司的产能扩张已成定局。2010 年 11 月份，公司通过了《关于投资建设南沙生产基地第二条 5000 吨/天大豆加工生产线及配套项目的议案》，该投资项目已经得到广州市南沙区发改委的核准，这意味着公司面临的政策障碍已经消除。

公司同时通过《关于公司 2011 年度向金融机构申请融资额度的议案》，计划新增 2.6 亿元项目贷款用于生产线及配套筒仓、锅炉和配电设备投资，固定资产投资，并将 2011 年授信额度由 26 亿元提升至 40 亿元，以确保经营规模扩大所需。由此，公司产能扩张的资金瓶颈也得到解决。

考虑到大豆压榨生产线项目需要 11 个月的建设期以及 3-4 个月的调试期，我们预计新建压榨产能最快将在 2011 年末投产。公司谋划多年的产能扩张终将实现。

下游需求旺盛 公司压榨量仍将保持快速增长

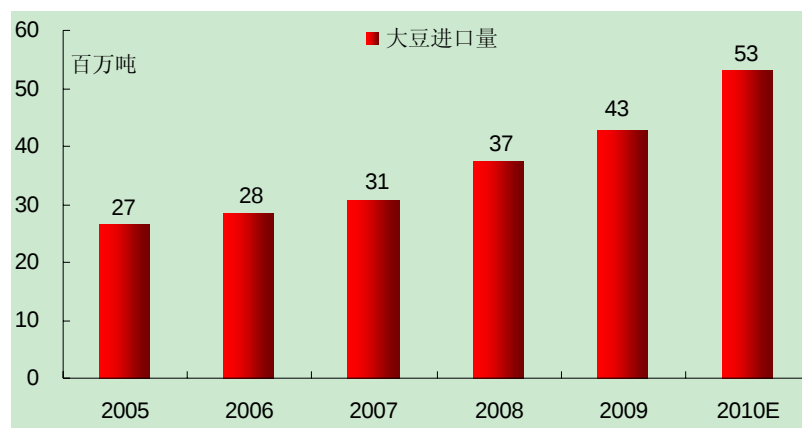
经过多年的快速增长，中国的大豆进口量占到全球总产量 2.55 亿吨的 20%，占全球 10/11 产季贸易量 9300 万吨的一半以上。中国的大豆进口增量也成为国际市场上的最大增量。

从国内的大豆压榨产能来看，08 年达到 7700 万吨，09、10 年的新增产能分别达到 1000 万吨和 1500 万吨，预计 2011 年底的产能将达 1 亿吨以上，其中一半以上属于

国际粮食巨头（益海嘉里、ADM、邦基、嘉吉和路易达孚等），世界大豆加工向中国转移的趋势明显。原因是豆油和豆粕的最终需求地都在中国，而运输大豆到中国加工相比于在海外压榨大豆后再运输豆油和豆粕到中国更具有经济优势，因此未来我国大豆进口量仍将保持增长，但行业增速会由于总量的限制而有所下降。

尽管目前行业整体的开工率只有 50%—60%，但是像东凌粮油这样的优势企业开工率可以达到 70%以上的水平，这反映出不同公司竞争力的差别。我们认为在行业中具有竞争优势的大豆压榨企业将在未来获得超越行业的发展速度。

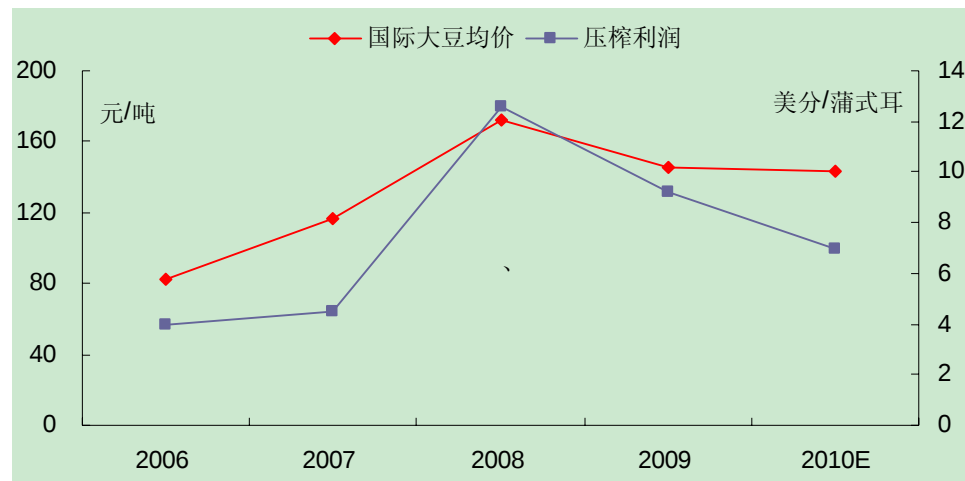
图 12：中国大豆进口量近年来快速增长 成为国际市场最大增量



资料来源：华泰联合证券研究所

大豆压榨利润将随豆价上涨而“水涨船高”

图 13：东凌粮油大豆压榨利润与国际大豆价格趋势保持一致



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

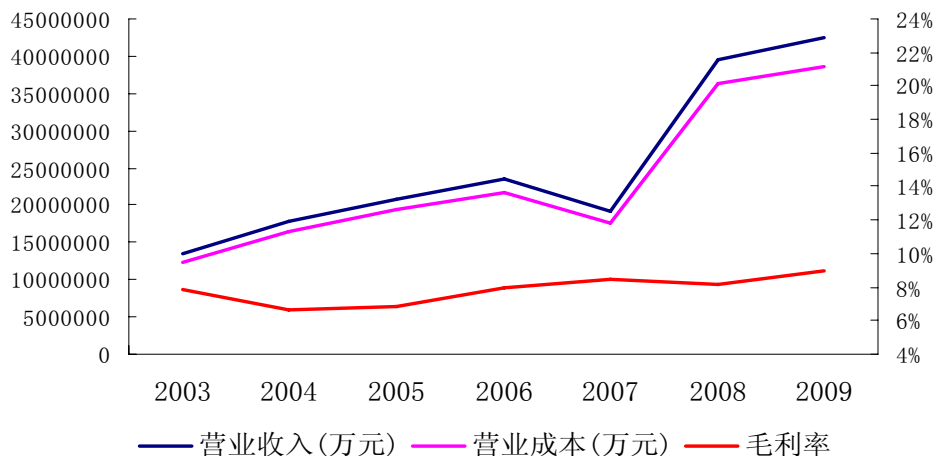
我们根据年度数据的对比发现，东凌粮油的吨大豆压榨利润与国际大豆的价格走势趋势上保持一致（整个压榨行业的情况也是类似的）。简单而言，大豆的价格越高，则压榨利润越高，反之则反之。

我们认为造成这种情况的主要原因是在大豆价格出现趋势性上涨时，压榨企业可以通过减少套保的比例（极端情况可以完全不做套保）来获得部分的大豆价格上涨收益；而在大豆价格趋势下跌或者出现震荡时，压榨企业一般会将套保比例提高到接近100%（完全套保）的水平，在这种情况下，压榨企业赚取的仅仅是锁定的那部分加工利润。因此，才出现了我们之前看到的情况。东凌粮油作为行业内套保技术比较明显的企业，在豆价出现上涨时能够最大程度低获益。

东凌粮油的核心竞争力在套保技术

大豆压榨行业的快速成长为业内企业提供了广阔的发展空间。目前国内的大豆压榨企业可以分为三大类，一类是以益海嘉、中粮和九三为代表的品牌商，这类企业不仅拥有大豆的压榨产能，还在下游食用油消费市场上拥有强势的品牌（如金龙鱼、福临门、九三）。另一类是以来宝、邦基和路易达孚为代表的外资厂商，他们主要在05年我国大豆压榨行业危机后进入中国，在上游控制了国际粮食的贸易。在海外拥有粮食来源，并拥有国际海运运能。第三类是内资中小油企，如东凌粮油等。他们一般不拥有上游的粮食资源，也不具备下游的强势品牌，因此主要依靠成本优势与业内企业进行竞争。

图 14：中国食用油行业毛利率长期处于较低水平



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

要了解大豆压榨业内企业的竞争优势，我们有必要理解该行业的运行特征：

1、大豆压榨业是一个低毛利、高周转的行业。

由于大豆压榨业的单位投资较低，并且加工技术简单，因此决定了该行业的毛利率较低，一般而言行业的压榨毛利率在6%以下。而大豆压榨加工和销售的流程较短，也决定了企业的周转率较高，以东凌粮油为例，总资产周转率达到了3倍以上。

2、原料和产品价格波动剧烈，盈利稳定性需要通过套保实现。

大豆压榨行业的原料（大豆）和产品（豆粕和豆油）价格都处在剧烈的波动中，并且豆类产品作为全球定价的商品，其定价机制极为复杂。因此，对于从事大豆压榨的企业而言，对豆类产品的价格进行研究，并进行适当的套期保值来锁定收益就成为企业持续盈利的必备能力。

3、散装油产品同质性高，以价格竞争为主；小包装油的竞争通过品牌实现。

由于散装油的同质性较高，一般而言同级别产品主要依靠价格优势进行竞争。而在下游的小包装市场，品牌和口味对消费者具有一定的影响，但是价格的因素仍然是决定因素。就目前情况而言，品牌企业还难以通过品牌优势获得明显溢价。

综合以上分析，我们认为大豆压榨行业的竞争优势主要体现在生产成本优势，而成本优势主要通过套期保值来实现。因此，在套保技术上拥有优势的企业就成为具有竞争力的压榨企业。

东凌粮油的前身为 1999 年成立的广州植之元油脂有限公司，东凌集团粮油业务的是从大豆贸易起家，经过积累之后向下游延伸进入大豆加工行业的。公司在期货市场的套期保值和期现货市场的套利等方面拥有较强技术优势。公司作为一家民营企业，凭借优秀的经营能力安然度过了 01 年、04 年进口大豆风波、08 年全球金融危机等事件对行业的冲击，并将产能规模由 70 万吨扩至 220 万吨，年加工量也达到 150 万吨以上的规模，在华南地区市场份额达到 25%，仅次于嘉吉的 31%，成为区域龙头。

公司的产能利用率达到 70%，远高于行业的 50%-60%，也反映出公司的市场优势。随着南沙二期 150 万吨大豆压榨项目的投产，公司在华南地区的龙头地位将会进一步巩固。公司的良好发展从侧面反映出公司在市场竞争优势。

表 2：东凌粮油（000893sz）套保收益与毛利率

	2006	2007	2008	2009
营业收入（百万元）	1973	4058	5236	5343
营业成本（百万元）	1865	3816	4910	5024
营业毛利（百万元）	108	242	326	319
毛利率	5.45%	5.96%	6.21%	5.97%
套保收益（百万元）	-0.9	-14.7	142.5	-65.5
不使用套保的毛利率	5.50%	6.32%	3.40%	7.20%

资料来源：Wind，华泰联合证券研究所

从公司最近 4 年套保业务的成果来看，公司通过套期保值工具将毛利率水平很好地控制在 5.4%—6.2%之间，避免了盈利能力的大幅波动。假设不利用套保工具，则毛利率的范围在 3.4%—7.2%，波动幅度将大大提高，不利于公司的正常经营。

如果用平滑盈利的波动性这个标准去检验，那么东凌粮油的套保技术无疑是成熟和有效的。用公司董事长赖昌宁的话来说，“套保技术正是东凌最自信的地方”。

盈利预测和估值

大豆压榨业务：10-13 年压榨量分别为 161 万吨、185 万吨、249 万吨和 274 万吨，压榨吨利润为 100 元/吨，109 元/吨，117 元/吨和 121 元/吨。另外，考虑到新增 3.4 亿元项目贷款以及新增银行授信将会从 2011 年起增加公司利息支出约 2000 万元。我们预计该业务对公司 EPS 的贡献分别为 0.73 元、0.93 元、1.38 元和 1.63 元。

我们预计公司大豆压榨量将在 2012 年达到 250 万吨的规模，即在 2010 年的基础上增长约 60%。根据产能建设的周期，大豆压榨加工线建设期为 11 个月，试生产需要 3 个月左右，因此我们预计新增的 150 万吨产能将在 2012 年上半年达产。我们对 10-12

年的大豆压榨量假设为 161 万吨、185 万吨和 249 万吨。公司 2011 年的压榨量增长主要来自于产能利用率的提高。

我们保守预计未来 2-3 年压榨利润将在 2010 年 101 元/吨的基础上实现约 10% 的增速，即 10-13 年的吨大豆压榨利润分别为 101、113、125 和 133 元/吨。主要是基于我们判断中国需求和大豆柴油将带动国际大豆价格长期走强，特别是 2011 年将由于库销比急降而导致国际大豆价格大涨。

精炼油业务：将成为公司新的业绩增长点。30 万吨精炼油项目在 2010 年 3 季度已经基本建成，预计 2011 年可完全达产。我们预计 11-13 年精炼油产量为 18 万吨、24 万吨和 30 万吨，我们保守预计精炼利润为 100 元/吨，那么 11-13 年将为公司贡献利润 1800 万元、2400 万元和 3000 万元，增厚 EPS 为 0.08 元、0.11 元和 0.14 元。

表 3：东凌粮油盈利预测核心假设

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
大豆压榨业务						
大豆压榨产能（万吨）	220	220	220	220	370	370
大豆加工量（万吨）	121	150	161	185	249	274
大豆平均价格（元/吨）	4309	3584	3600	3672	3745	3820
收入（百万元）	3,600	3,672	3,745	3,820	3,600	3,672
成本（百万元）	5,780	6,780	9,336	10,476	5,780	6,780
毛利（百万元）	5,433	6,367	8,758	9,816	5,433	6,367
毛利率	347	414	579	660	347	414
吨大豆压榨利润（元/吨）	180	131	101	113	125	133
利润（百万元）	218	197	162	207	307	362
折合 EPS	0.98	0.89	0.73	0.93	1.38	1.63
精炼油业务						
精炼油产能（万吨）	-	-	30.00	30.00	30.00	30.00
精炼油产量（万吨）	-	-	2	20	25	30
精炼油均价（元/吨）	-	-	8,800	9,240	9,517	9,803
吨豆油精炼利润（元/吨）	-	-	100	100	100	100
利润（百万元）	-	-	2.00	20.00	25.00	30.00
公司整体 EPS			0.73	0.94	1.40	1.65

资料来源：华泰联合证券研究所

综合而言：我们预测公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.73 元、0.94 元、1.40 元，目前股价对应 10-12 年的动态 PE 分别为 36 倍、28 倍、19 倍。

维持“买入”评级，合理价值区间 35—40 元

我们以 2012 年 250 万吨的压榨量规模对公司业绩与吨压榨利润作敏感性分析，可以得到吨压榨利润变动 10 元/吨，对于公司 EPS 的影响约为 0.11 元。在我们的假设条

件下，吨压榨利润 125 元/吨对应的 EPS 为 1.40 元。若大豆价格出现大涨，吨压榨利润飙升至 2008 年的 180 元/吨高位水平，则公司的 EPS 可达 2 元以上。

表 4：东凌粮油 2012 年 EPS 与吨压榨利润的敏感性分析

压榨量（万吨）	吨压榨利润(元/吨)	净利润（百万元）	EPS
250	95	236	1.06
250	105	261	1.18
250	115	286	1.29
250	125	311	1.40
250	135	336	1.51
250	145	361	1.63
250	155	386	1.74
250	165	411	1.85
250	175	436	1.96
250	185	461	2.08

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

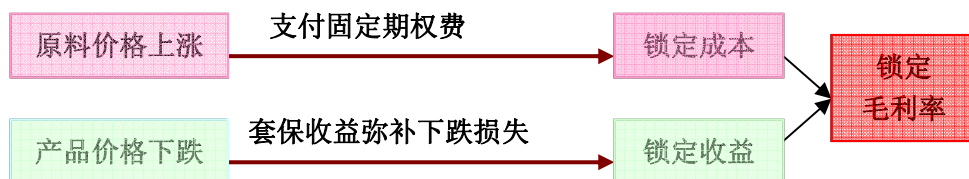
11 月份产能扩张规划公布后，公司未来 2-3 年的成长性已经较为确定。我们预计公司的大豆压榨量将在未来 2 年增长 60%左右，年均增速 30%。而公司的单位压榨利润目前处于三年低点，未来将随大豆价格的上涨而持续回升。公司动态估值较低且业绩弹性较大，我们维持公司“买入”评级，合理价值区间 35-40 元，对应 2012 年动态 PE 为 25—28 倍。

股价的催化剂可能是国际大豆价格上涨带动大豆压榨利润提升，以及国内食用油价格突破管制实现报复性反弹。

风险提示

产能扩张进度不达预期；产品价格出现下跌。

附图 1 套期保值工具在食用油企业的运用



资料来源：华泰联合证券研究所整理

压榨企业使用套期保值工具的模式如下：由于企业在远期需要使用大豆原料，因此在远期成本存在上涨可能的情况下，企业可以买入看涨期权，即支付固定的期权费获得远期在某一特定价格（行权价）买入原料的权利。若原料价格上涨至行权价之上，那么企业可以以期权行权价买入原料，从而规避成本上涨的风险。而原料价格发生下跌至行权价之下，那么企业可以在现货市场上以较低价格买入原料，损失的只是固定的期权费用。两种情况下，公司的成本和毛利率都能得到相对锁定，从而保障公司的正常运营。除了运用期权锁定成本之外另外一种方法是通过期货市场套期保值，即在期货市场上买入原料的远期期货，原理与期权是类似的，好处是无须支付期权费用，而缺点就是占用的资金量比较大。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1685	2639	3119	4286	营业收入	6526	5788	6860	9436
现金	545	463	549	755	营业成本	6088	5439	6427	8833
应收账款	26	6	7	10	营业税金及附加	9	7	7	9
其他应收款	3	5	6	9	营业费用	45	29	35	47
预付账款	21	83	98	134	管理费用	135	93	110	151
存货	1083	2077	2454	3373	财务费用	36	56	71	79
其他流动资产	6	5	5	5	资产减值损失	-8	-2	-3	-3
非流动资产	581	802	943	945	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	495	691	822	830	营业利润	222	166	214	321
无形资产	57	62	67	71	营业外收入	0	5	6	5
其他非流动资产	0	49	55	43	营业外支出	14	4	5	6
资产总计	2266	3441	4062	5231	利润总额	210	167	216	320
流动负债	1752	2773	3184	4041	所得税	6	5	6	10
短期借款	738	1269	1439	1709	净利润	203	162	209	311
应付账款	26	35	41	57	少数股东损益	147	0	0	0
其他流动负债	5	1469	1704	2275	归属母公司净利	56	162	209	311
非流动负债	209	201	203	203	EBITDA	258	269	347	470
长期借款	190	190	190	0	EPS (元)	0.25	0.73	0.94	1.40
其他非流动负	19	11	13	13	主要财务比率				
负债合计	1961	2974	3386	4244	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	222	222	222	222	营业收入	-4.9%	-11.3%	18.5%	37.6%
资本公积	8	8	8	8	营业利润	41.5%	-25.0%	29.1%	49.5%
留存收益	75	236	446	756	归属母公司净利	1240.1	186.9	29.3%	48.5%
归属母公司股	305	467	676	987	获利能力				
负债和股东权	2266	3441	4062	5231	毛利率(%)	0.0%	6.0%	6.3%	6.4%
现金流量表					净利率(%)	0.9%	2.8%	3.1%	3.3%
单位: 百万元					ROE(%)	18.5%	34.7%	31.0%	31.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	20.4%	13.3%	14.4%	16.9%
经营活动现金	99	-222	191	88	偿债能力				
净利润	203	162	209	311	资产负债率(%)	86.5%	86.4%	83.4%	81.1%
折旧摊销	0	47	62	71	净负债比率(%)	136.64	52.09	50.75	46.86
财务费用	31	56	71	79	流动比率	0.96	0.95	0.98	1.06
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.34	0.20	0.21	0.23
营运资金变动	0	-479	-152	-373	营运能力				
其他经营现金	68	-8	2	1	总资产周转率	2.72	2.03	1.83	2.03
投资活动现金	-276	-268	-204	-73	应收账款周转率	62	332	902	963
资本支出	117	260	195	65	应付账款周转率	39.78	178.61	168.65	180.24
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-8	-9	-8	每股收益(最新	0.25	0.73	0.94	1.40
筹资活动现金	224	408	99	191	每股经营现金流	0.45	-1.00	0.86	0.40
短期借款	568	531	169	270	每股净资产(最	1.37	2.10	3.05	4.45
长期借款	60	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	103.7	36.2	28.0	18.8
资本公积增加	-223	0	0	0	P/B	19.2	12.5	8.7	5.9
其他筹资现金	-181	-123	-71	-79	EV/EBITDA	20	24	18	14
现金净增加额	47	-82	86	206					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn