

东凌粮油 (000893)

买入/维持评级

股价: RMB26.73

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

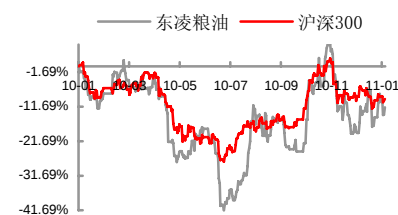
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

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)	5,934

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

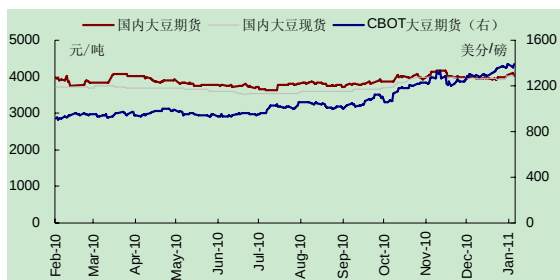
豆类价格走强 持续看好大豆压榨行业

- 国际豆类价格自 11 月下旬以来出现持续上涨, 昨日 USDA 利多的供需报告更是将大豆价格推升 4% 以上至两年新高。我们预计 2011 年豆类的价格将保持强势, 高点可能会突破 08 年的高点 16 美分/磅。阿根廷大豆产区干旱、美国产区气候异常等因素都构成了近期国际豆价上涨的推手, 但本质上豆价上涨的决定因素是国际大豆偏紧的基本面。由于豆类价格在 2010 年度的弱势表现, 导致 2011 年的种植面积和产量将有所萎缩, 而需求却在以 4% 左右的速度增长, 因此 2011 年末国际大豆的库存消费比将降至 20% 以下 (接近历史的低位水平), 对豆价构成有力支撑。
- 国内豆类价格涨幅近期弱于外盘, 未来存在修复动力。从 11 月末至今 CBOT 大豆期货、国内期货、国内现货的涨幅分别为 11.5%、1.4%、1.5%。国内豆类走弱的主要原因是近期发改委对食用油的限价导致大豆压榨行业利润低于正常水平, 因此国内的压榨需求有所低迷。但我们认为这只是短期影响因素, 由于我国进口大豆占压榨用大豆的 90% 以上, 因此豆类产品的定价权在于国际市场, 国内偏低的价格将会修复。
- 根据公司扩产规划, 东凌粮油 2012 年产能将由目前 220 万吨增至 370 万吨, 实际压榨量将从 150 万吨的规模上实现接近翻番的增长。根据我们的预计, 公司 2010-2012 年的大豆压榨量将为 164 万吨、185 万吨和 250 万吨。量的增长将构成公司未来几年业绩成长的确切性因素。
- 2010 年东凌粮油压榨利润现 3 年低点, 回升概率较大。根据我们的研究, 大豆年度的均价与压榨企业的吨压榨利润存在趋势一致 (同涨同跌) 的规律。而根据我们的预测, 2011 年大豆价格向上的概率和空间都较大, 因此我们预计大豆压榨利润从 2010 年的 3 年低点反弹的概率也较大。吨压榨利润的情况构成公司 2011 年业绩是否能实现超预期增长的不确定因素。
- 维持盈利预测和“买入”评级。我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.73 元、0.94 元、1.40 元, 对应的吨压榨利润假设为 101 元/吨、113 元/吨和 125 元/吨。维持对公司“买入”的投资评级。
- 风险因素: 产能扩张进度不达预期、压榨利润持续低迷。

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)	105.2	43.6	33.7	22.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

图 1: 10 年 11 月下旬以来国内大豆价格明显弱于外盘



资料来源: Wind, Bloomberg

图 2: 四季度大豆压榨利润有所回落, 但仍高于上半年



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

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	105.21	43.62	33.72	22.71
资本公积增加	-223	0	0	0	P/B	19.45	15.12	10.44	7.15
其他筹资现金	-181	-123	-71	-79	EV/EBITDA	27	28	22	16
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 2011 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