

湘财证券研究所

食品行业

徐广福 分析师

执业编号: S0500511010003

联系人:

赵 军

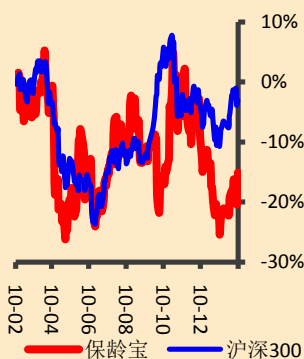
Tel: 021-68634510-8715

E-Mail: zj2890@xcsc.com

市场数据 2011/2/25

收盘价(元)	25.68
一年内最高价(元)	42.08
一年内最低价(元)	22.38
市净率	3.8
流通 A 股市值(亿元)	12.0

最近一年股价与大盘的涨幅



事件: 公司近日发布业绩快报, 2010 年全年共实现收入 7.2 亿元, 同比增长达 37.16%, 归属上市公司股东净利润 4331 万元, 同比仅增长 10.27%, 实现每股收益 0.42 元, 低于我们和市场的预期 0.48 元。

点评:

□ 公司四季度营收继续保持快速增长, 基本面持续向好。

公司第四季度实现营收 1.96 亿元, 同比增长 38.35%, 继续维持高位增长态势。受益于收入的增长, 公司第四季度实现营业利润 650 万比 09 年同期 161 万的营业利润有大幅的上升, 同比上升 276%。

□ 业绩增速低于预期主要受营业外收入增速同比下滑所致。

公司四季度实现利润总额 1047 万, 同比 09 年四季度的 1004 万元仅上升 4.28%, 导致这一结果的最直接原因是公司 10 年第四季度营业外收支净额仅入账 442 万 而 09 年同期营业外收支净额高达 843 万, 由于第四季度的营业利润数据较小, **导致营业外收支的变动对公司最后的净利影响异常的明显**。剔除营业外收入对业绩的巨大影响, 公司盈利方面呈现持续改善的状态, 这一点是较为积极的因素。

□ 高糖价诱使果葡糖浆保持高增长。

受益于高糖价带来的客户替代性需求增加和大客户在新产品中运用果葡糖浆等一些列利好因素, 我们预计公司 2011 年的果葡糖浆增量会在 30%以上。同时由于玉米价格上升带来公司成本压力上升, 通过提价部分缓解成本压力, 我们暂且估计价格有 10%-15%左右的变动。两者合计, 果葡糖浆业务今年预计营收增长在 50%左右。为配合果葡糖浆的需求变化, 公司已经为此做了相关的准备工作。

□ 赤藓糖醇今年上半年将贡献业绩同比。未来发展仍不乏看点, 但唯一的负面因素就是成本压力大。

公司去年五月投入运营的赤藓糖醇是公司的亮点之一, 从同比看, 其今年上半年将继续贡献业绩同比增速, 而低聚果糖则逐步释放业绩。此外, 公司还将逐步进入功能糖的终端市场销售, 虽这一过程仍在探索过程中且前途未明, 但可以保持关注。公司对未来有较大的发展计划, 我们预期再融资和新项目方面可保持关注。但唯一的负面因素就是原材料成本压力较大, 公司 10 年年底已为此做了一定的准备, 但后期玉米价格的走势和大通胀背景仍是公司压力所在。

□ 盈利预测及估值 鉴于 10 年业绩低于预期, 我们下调公司 10-12 年 EPS 盈利预测至 0.42 元、0.79 元、1.03 元, 维持“买入”评级。业绩低于预期可能致使股价承压, 但看好 11 年上半年的业绩行情。

表 1 盈利预测及估值

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	2009.00	2010E	2011E	2012E
流动资产	538	278	384	469	营业收入	525	721	1139	1480
现金	395	100	100	100	营业成本	412	582	910	1182
应收账款	72	87	136	180	营业税金及附加	3	3	5	7
其他应收款	0	1	1	2	营业费用	21	43	67	87
预付账款	21	23	39	50	管理费用	25	34	50	65
存货	46	62	99	128	财务费用	29	15	18	21
其他流动资产	4	5	8	10	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	546	678	754	824	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	424	586	639	698	营业利润	36	42	88	117
无形资产	79	78	86	94	营业外收入	11	9	9	9
其他非流动资产	38	10	24	27	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1084	956	1138	1293	利润总额	46	51	97	126
流动负债	361	205	318	390	所得税	7	8	15	19
短期借款	226	136	218	261	净利润	39	43	82	107
应付账款	25	39	59	77	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	110	30	41	52	归属母公司净利润	39	43	82	107
非流动负债	61	49	49	49	EBITDA	94	85	140	178
长期借款	53	41	41	41	EPS (元)	0.49	0.42	0.79	1.03
其他非流动负债	8	8	8	8	获利能力				
负债合计	421	254	367	439	毛利率(%)	21.65%	19.20%	20.09%	20.17%
少数股东权益	0	0	0	0	ROE(%)	5.93%	6.19%	10.66%	12.56%
股本	80	104	104	104	ROIC(%)	8.59%	6.29%	9.67%	11.17%
资本公积	486	462	462	462	估值比率				
留存收益	97	136	206	288	P/E	68.00	61.48	32.50	24.91
归属母公司股东权益	663	702	771	854	P/B	4.03	3.80	3.46	3.13
负债和股东权益	1084	956	1138	1293	EV/EBITDA	27.93	31.06	18.76	14.78

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

□ 分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。