东凌粮油（000893） 农产品加工/农林牧渔

发布时间：2012-09-27

报告类型 / 公司深度报告

油脂油料偏紧下的压榨红利

推荐

上次评级： 推荐

报告摘要:

油籽库存 8 年新低，未来油籽供应偏紧是大概率事件。2011 年全球油籽库存消费比 14.51%，是近 8 年的新低，预计 2012 年全球油籽的库存消费比仍将继续下滑。考虑到农作物的生长周期和库存消费比，未来 2 年油籽供应偏紧是大概率事件。

全球植物油增长平稳，动物脂肪增长停滞。全球主要 12 种植物油脂，2010 年产量 1.46 亿吨，其中棕榈油占比最大，为 29.84%。除个别年份因减产出现增速波动外，全球食用植物油产量增长比较平稳，平均增速 4.54%。但动物性脂肪基本处于停滞增长的状态，复合增长率仅有 1.47%。

大豆油和棕榈油供应天花板。南亚油棕种植面积将步入平缓增长的局面，相关种植面积增速的降低，将对 2015 年后结构上限制了棕榈油供应量的增长；豆油的增长主要是依靠种植面积的增加和单产水平的提升，而出油率提高影响有限。由于南美大豆种植面积放缓和未来单产能否持续提高存有疑问，这将给未来大豆油供应带上了紧箍咒。

油脂需求缺口 2400 万吨。我们保守估计未来 10 年人均油脂消费零增长，则全球总需求 2015 年达到 1.80 亿吨，2020 年 1.90 亿吨。按照目前的油脂供应，预计 2020 年将会有 2400 万吨缺口。在目前的种植水平下，需要新增大豆种植面积 5420 万公顷或油棕种植面积 783 万公顷，相当于现有大豆种植面积的增加 53%或马来西亚和印尼的油棕面积增加 59%。

盈利预测与投资建议：与市场以短期豆类产品涨跌或者压榨利润波动判断投资机会不同，我们尝试从更高的角度来审视公司和行业。预计 12-14 年公司营业收入分别为 92 亿元，114 亿元和 141 亿元，EPS 分别为 0.58 元，0.88 元和 1.11 元。在油脂油料长期供应偏紧的预期之下，相关产品价格上涨将提升公司未来业绩，维持推荐评级。

风险提示：食用油价格调控；行业压榨利润低迷。

股票数据	2012/9/26
收盘价（元）	12.68
12 个月股价区间(元)	11.33 ~ 18.85
总市值（百万元）	2,815
总股本（百万股）	222
A 股（百万股）	222
B 股/H 股（百万股）	0/0
日均成交量(百万股)	1

历史收益率曲线

涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	-1%	-9%	-31%
相对收益	3%	2%	-15%

相关报告

《东凌粮油深度研究报告：压榨利润回暖下的高弹性品种》

2012-5-02

《东凌粮油年报点评：行业低迷致使亏损，未来业绩有望扭转》

2012-02-29

财务摘要（百万元）	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5566	6723	9152	11418	14144
(+/-)%	-14.71%	20.79%	36.12%	24.76%	23.88%
归属母公司净利润	190	-191	127	194	243
(+/-)%	239.42%	-198.23%	168.27%	52.95%	25.58%
每股收益（元）	0.86	-0.85	0.58	0.88	1.11
市盈率	15	-15	23	15	12
市净率	6	9	7	5	3
净资产收益率(%)	38.54%	-61.12%	29.44%	31.05%	28.05%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本（百万股）	222	222	222	222	222

证券分析师：郭伟明
执业证书编号：S0550512030002
(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

目 录

1. 全球油籽概况.....5
1.1. 油籽库存 8 年新低.....5
1.2. 未来油籽供应偏紧.....5
2. 全球油脂概况.....7
2.1. 植物油供给增速平稳.....7
2.2. 动物油脂增长停滞.....7
3. 油脂供求展望.....8
3.1. 棕榈油步入平缓增长.....8
3.2. 大豆增长放缓 期待品种突破.....9
3.2.1. 南美种植面积放缓.....9
3.2.2. 单产和出油率对豆油的贡献有限.....11
3.2.3. 种植面积提升产量最有效.....12
3.3. 保守估计油脂需求缺口 2400 万吨.....12
4. 豆粕行业.....13
4.1. 豆粕产量和消费量基本匹配.....13
4.2. 国内特点及需求预判.....14
5. 公司情况简介.....15
5.1. 历史压榨情况.....16
5.2. 逆周期扩张 新产能 8 月投入.....17
5.3. 产业链延伸至中包装.....17
6. 为什么豆类上涨利好公司.....18
6.1. 弹性：豆粕>豆油>大豆.....18
6.2. 采购模式带来红利.....18
7. 盈利预测与投资建议.....19
8. 风险提示.....20

图表目录

图 1: 2011 年油籽减产 4.60% 5
图 2: 油籽库存消费比 8 年新低 5
图 3: 2011 全球油籽产量占比 6
图 4: 大豆占油籽整体增量的 63% 6
图 5: 大豆占油籽产量的 53%-59% 6
图 6: 全球植物油产量 7
图 7: 全球植物油产量构成 7
图 8: 棕榈油、豆油产量增速比较 7
图 9: 棕榈油占比不断提升 7
图 10: 动物脂肪增长基本停滞 8
图 11: 动物脂肪产量占比逐年下滑 8
图 12: 牛脂和猪油产量 8
图 13: 鱼油产量稳定在 10 万吨附近 8
图 14: 全球棕榈油产量 9
图 15: 棕榈油产量各个国家占比 9
图 16: 马来西亚油棕种植面积 9
图 17: 印度尼西亚油棕种植面积 9
图 18: 全球大豆收获面积 10
图 19: 2011 年收获面积各个国家占比 10
图 20: 巴西、阿根廷大豆收获面积 10
图 21: 美国收获面积稳定在 3000 万公顷 10
图 22: 新增大豆种植面积占比 11
图 23: 巴西、阿根廷大豆面积增速 11
图 24: 世界大豆单产水平 11
图 25: 大豆出油率 11
图 26 : 巴西有望取代美国最大产地 12
图 27: 大豆总产量 2012 作物年度回升 12
图 28: 全球豆油产量 12
图 29: 豆油产量占比 12
图 30: 世界人口预测 13
图 31: 油脂需求预测 13
图 32: 世界豆粕产量 14
图 33: 豆粕产量占比 14
图 34: 世界豆粕消费按类别 14
图 35: 中国按类别 14
图 36: 全球豆粕消费 14
图 37: 全球豆粕按国家消费 14
图 38: 中国豆粕产量 15
图 39: 中国豆粕消费量 15
图 40: 生猪存栏量 15
图 41: 豆粕价格 15
图 42: 公司股权控制图 16
图 43: 大豆压榨量 16

图 44：豆油豆粕销售 16
图 45：豆粕销售均价和市场均价 17
图 46：豆油销售均价和市场价 17
图 47：公司中包装大豆油 18
图 48：公司中包装烹调油和调和油 18
图 49：滚动年化波动率 18
图 50：样本期静态波动率 18
图 51：公司大豆采购模式 19

表格 1：各种油籽油料出油率 6
表格 2：公司产能分布 17
表格 3：主营收入预测 19

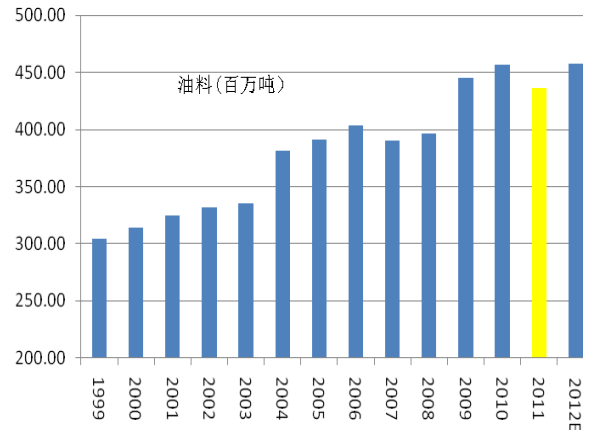
1. 全球油籽概况

1.1. 油籽库存 8 年新低

油籽作物包括大豆、油菜籽、棉籽、葵花籽、花生、棕榈仁等。1999 年（注：本文 n 年指 n/n+1 作物年度）全球主要的油籽作物产量 3.04 亿吨，2010 年达到了 4.57 亿吨，复合增长率 3.68%。2011 年由于南、北美洲大豆减产，全球主要油籽产量同比下降了 4.60%，仅有 4.36 亿吨。根据 USDA 预测，2012 年全球油籽作物产量 4.57 亿吨，同比增长 4.78%。

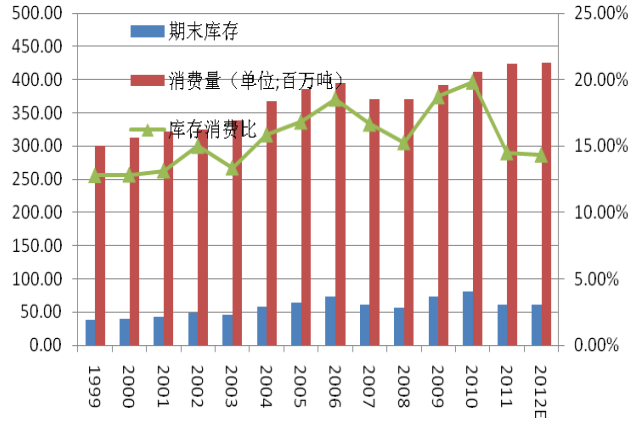
2012 年油籽产量同比上涨，是基于灾后大豆产量恢复性增长的预期，但油籽作物的库存消费比仍然偏低。2011 年全球油籽库存消费比 14.51%，不仅低于历史均值 16.46%，而且还是近 8 年的新低。根据 USDA 预测数据，2012 年全球油籽的库存消费比仍将继续下滑仅为 14.34%。

图 1: 2011 年油籽减产 4.60%



数据来源： USDA

图 2: 油籽库存消费比 8 年新低



数据来源：USDA

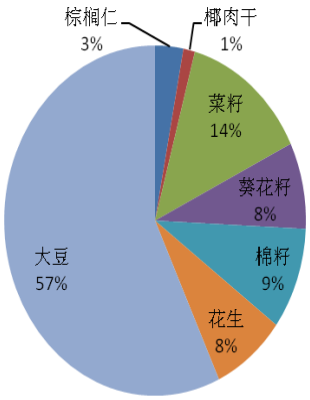
1.2. 未来油籽供应偏紧

对于全球油籽作物供应，大豆的产量有着至关重要的影响。过去 5 年，大豆产量占油籽整体的比例稳定在 53%-59%。2011 年全球主要五种油籽作物大豆、菜籽、棉籽、葵花籽和花生占比分别是 57%、14%、9%、8%和 8%，其它例如棕榈仁和椰肉干等仅有 4%。

大豆不仅产量占比最大，而且对油籽增量的贡献度也最大。07-10 年油籽产量增加了 6431 万吨，大豆贡献了其中的 4353 万吨，占比达到了 63%，其次为菜籽增加 1205 万吨，占比 18% 。

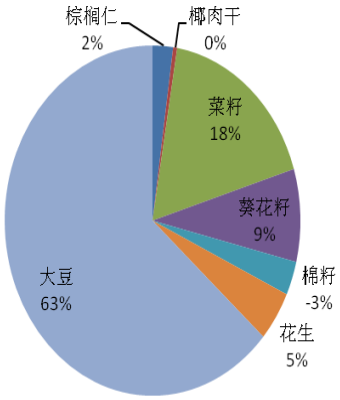
2011 年大豆减产是油籽供给下降的主要原因。2011 年巴西、阿根廷大豆减产 1800 万吨，北美减产 700 万吨，造成了 2011 年油籽供应下降。考虑到农作物的生长周期和库存消费比低于历史均值，未来 2 年油籽供应偏紧是大概率事件。

图 3：2011 全球油籽产量占比



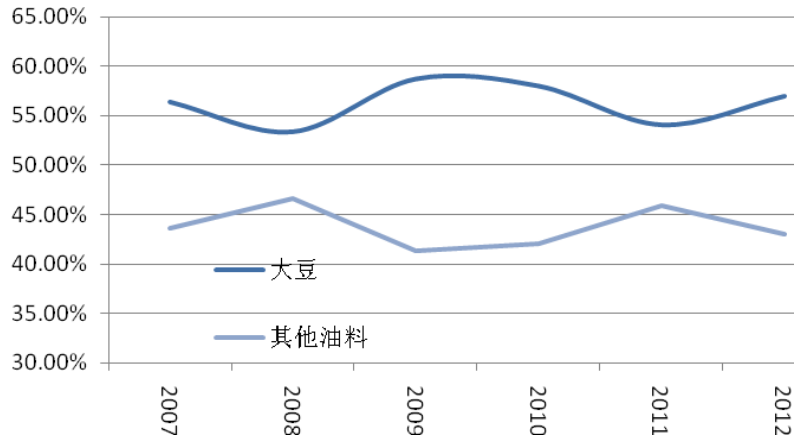
数据来源： USDA

图 4：大豆占油籽整体增量的 63%



数据来源：USDA

图 5：大豆占油籽产量的 53%-59%



数据来源：USDA

表格 1：各种油籽油料出油率

品种	出油率（%）
大豆	16-23
油菜籽	33-48
棉籽	15-25
花生（仁）	40-51
葵花籽	45-54
芝麻	45-63
油菜籽	30-40
油棕果	45-50
玉米胚芽	40-45

数据来源：东北证券

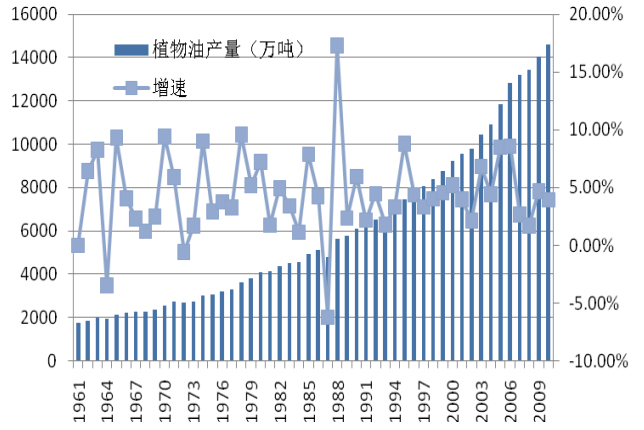
2. 全球油脂概况

2.1. 植物油供给增速平稳

全球主要有 12 种植物油脂，分别是棕榈油、大豆油、菜籽油、葵花籽油、棕榈仁油、花生油、椰子油、棉籽油、橄榄油、玉米油、芝麻油和亚麻籽油。据 FAO 统计数据显示，2010 年全球植物油脂产量 1.46 亿吨，其中棕榈油占比最大，为 29.84%，其次为大豆油、菜籽油和葵花籽油，分别占比 27.28%、15.60%和 8.70%。

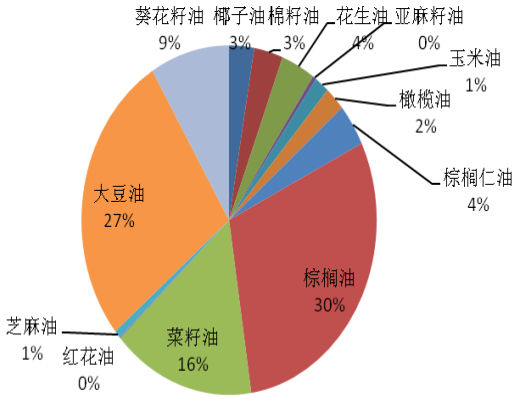
除个别年份因减产出现增速波动外，全球食用植物油产量增长比较平稳。过去 20 年，食用植物油产量平均增速 4.54%，豆油平均增速稍快为 4.83%，而棕榈油产量增长最为迅猛达到了 6.98%。从 2006 年开始，棕榈油产量首次超过了大豆油后，一直位居植物油首位。

图 6: 全球植物油产量



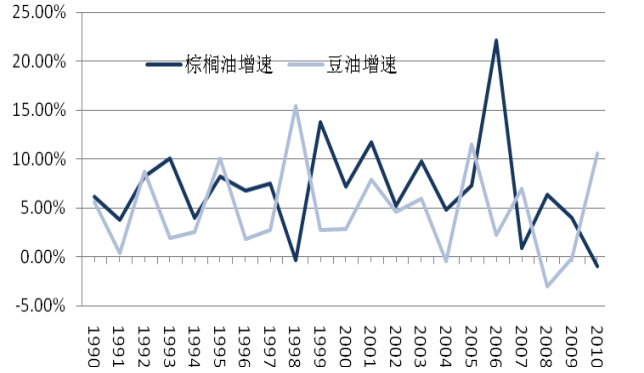
数据来源： FAO

图 7: 全球植物油产量构成



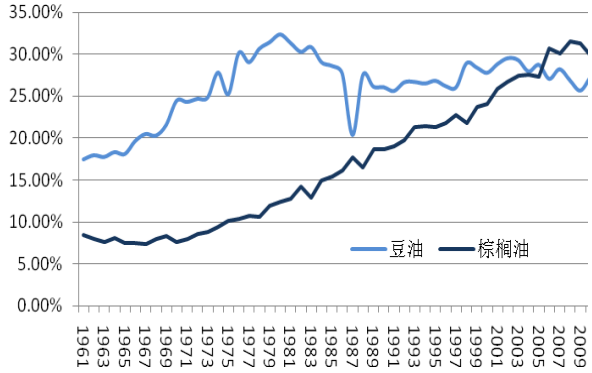
数据来源：FAO

图 8: 棕榈油、豆油产量增速比较



数据来源： FAO

图 9: 棕榈油占比不断提升



数据来源：FAO

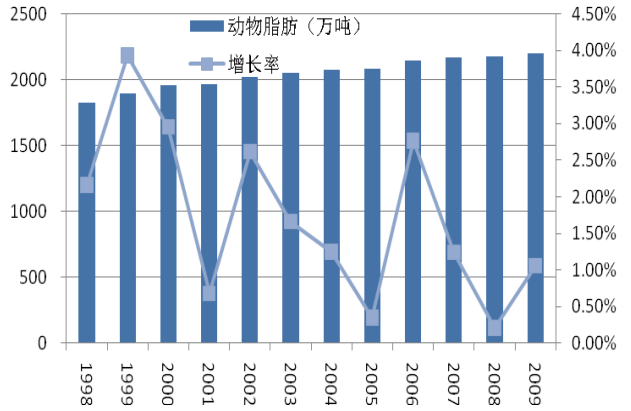
2.2. 动物油脂增长停滞

动物性油脂是由动物体或组织中取得的油脂，如牛脂、猪油和鱼油等。动物性油脂除鱼油（鱼体油和鱼肝油）外，大多富含是饱和脂肪酸，过量食用对人健康不利，而植物性油脂含有较多的不饱和脂肪酸，可预防心脑血管疾病。

动物性脂肪不仅供应量只有植物油的15%左右，而且基本处于停滞增长的状态。2009

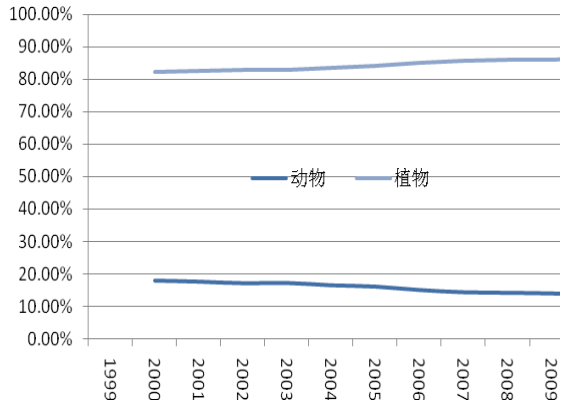
年全球动物性脂肪产量 2197 万吨，十年复合增长率仅有 1.47%，远远低于植物油的增长率 4.54%。在动物性油脂中，牛脂、猪油和鱼油的产量分别有 672 万吨、557 万吨和 10 万吨。

图 10：动物脂肪增长基本停滞



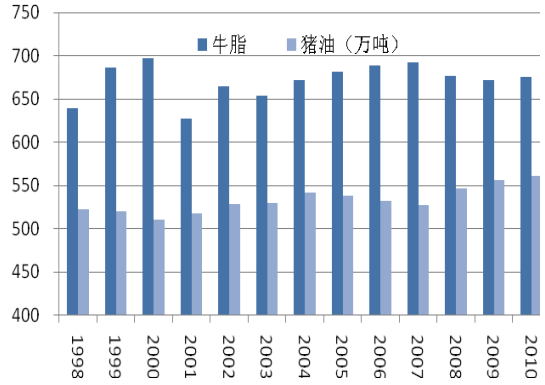
数据来源： FAO

图 11：动物脂肪产量占比逐年下滑



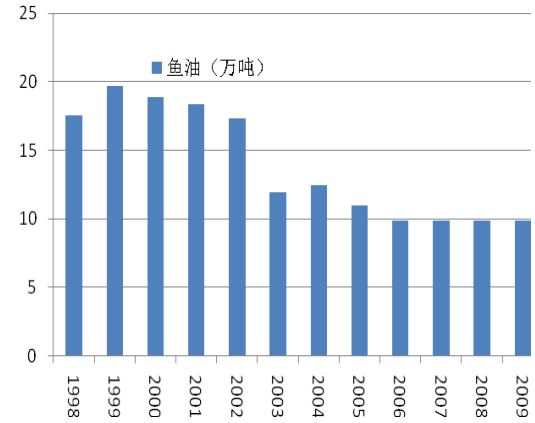
数据来源：FAO

图 12：牛脂和猪油产量



数据来源： FAO

图 13：鱼油产量稳定在 10 万吨附近



数据来源：FAO

3. 油脂供求展望

由于动物性油脂产量停滞不前，能满足未来需求增长的只有是植物油。而棕榈油、大豆油作为全球最主要的两种食用植物油，产量占比超过了 50%，其增长空间将决定未来油脂的供求。以下我们将分别简要的探讨一下，棕榈油和豆油的未来增长空间，并预判未来油脂供需缺口。

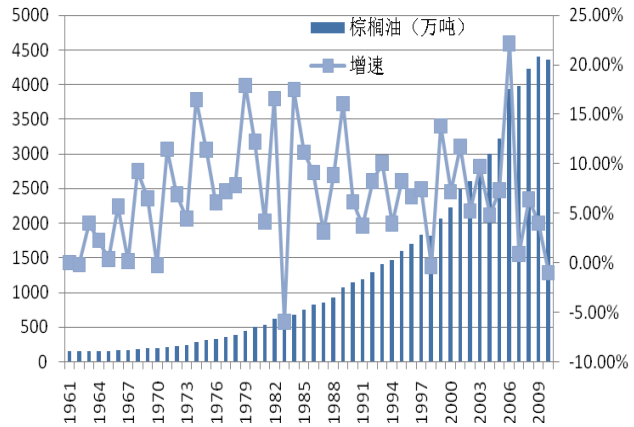
3.1. 棕榈油步入平缓增长

油棕是世界上生产效率最高的产油植物，其亩产油量是花生的 7-8 倍，是大豆的 9-10 倍，其主要产品是从果肉压榨出的棕榈油和从果仁压榨出的棕榈仁油。前文所提及，棕榈油是供给增长最快的食用植物油，过去 10 年平均增长率大约 7%左右。与之相比，豆油增长稍慢平均增速 5%左右。

全球棕榈油的产量主要分布在东南亚，印度尼西亚、马来西亚和泰国是最主要的三

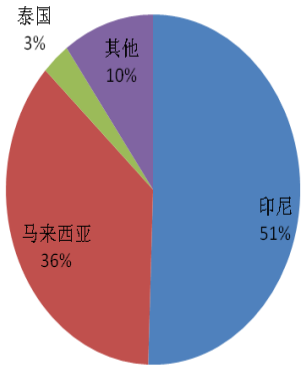
个国家。其中印度尼西亚是全球最大的棕榈油生产国，占总产量的 50.53%，其次是马来西亚占 36.40%，泰国是第三大生产国占比仅有 3.08%。

图 14：全球棕榈油产量



数据来源： USDA

图 15：棕榈油产量各个国家占比

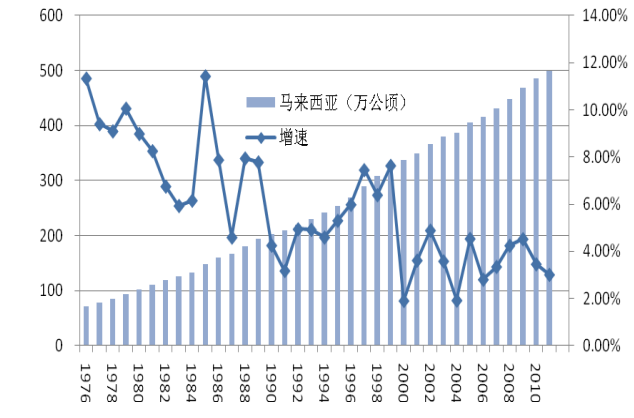


数据来源：USDA

东南亚油棕种植面积增长是推动棕榈油产量的关键。1991 年，马来西亚油棕种植面积 209 万公顷，到了 2011 年种植面积达到了 500 万公顷，年复合增长率 4.45%；与此同时，印尼油棕种植面积增长更为快速，从 1991 年的 131 万公顷，增长到 2011 年的 891 公顷，复合增长率是 10.06%。

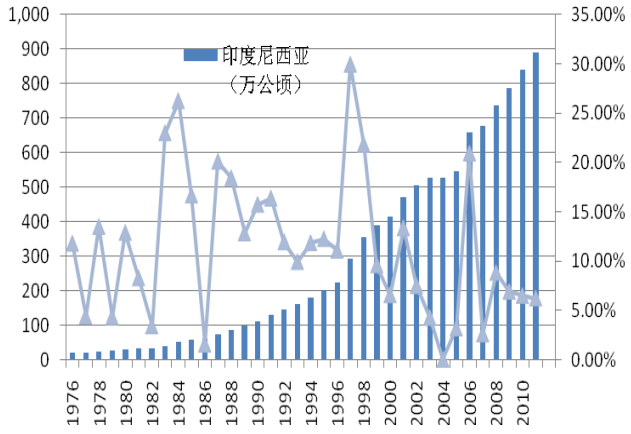
油棕种植面积将步入平缓增长的局面，主要依靠内生和有机增长。相关种植面积增速的降低，将对 2015 年后结构上限制了棕榈油供应量的增长。根据相关数据显示，马来西亚从 2000 年开始，就出现油棕面积增速放缓的迹象，年均增速 3%-5%之间。虽然印尼过去 20 年增速非常快，但是从 08 年开始，增速降到了 6%-8%。印尼和马来西亚油棕种植面积增速放缓的主要原因是：a、耕地数量越来越稀缺，可供开发区域饱和；b、政府可持续发展要求；c、暂停开垦林地。

图 16：马来西亚油棕种植面积



数据来源：马来西亚棕榈油局

图 17：印度尼西亚油棕种植面积



数据来源：印度尼西亚农业部

3.2. 大豆增长放缓 期待品种突破

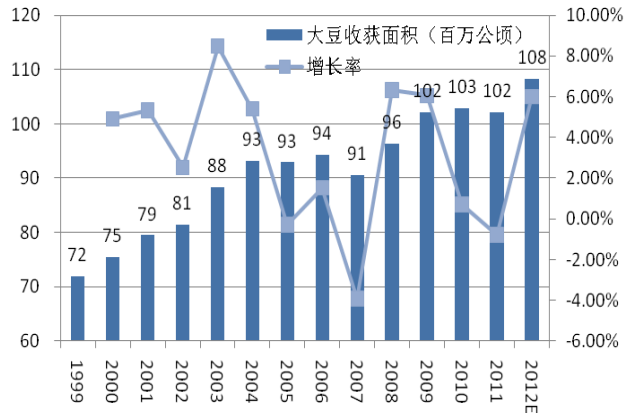
3.2.1. 南美种植面积放缓

首先，我们来看原料大豆收获面积的变化。目前美国、巴西和阿根廷是最主要的大豆种植国家，三者占世界种植面积的 29%、25%和 17%。近十年美国大豆收获面积

维持在 3000 万公顷附近，而巴西，阿根廷是大豆供给的生力军，2011 年种植面积分别达到了 2500 公顷和 1750 万公顷。南美种植面积的增长，被中国、印尼等传统大豆种植国面积下降所抵消，使得近三年全球大豆收获面积基本上维持在 10,200 万公顷附近。

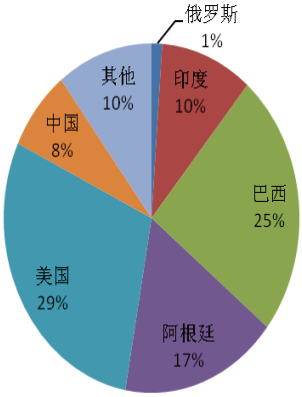
1999 年全球大豆收获面积 7,191 万公顷，2011 年收获面积 10,209 万公顷，12 年期间增长了 3000 万公顷，年均增长率 2.96%。其中面积增长最多的国家是巴西、阿根廷和印度，分别增长了 1140 万公顷、892 万公顷和 463 万公顷，占总新增总面积的 37.77%，29.55%和 15.32%。不过从巴西、阿根廷大豆种植面积的增长率曲线来看，经历了 01-04 年高速增长后，近几年增速明显放缓。

图 18：全球大豆收获面积



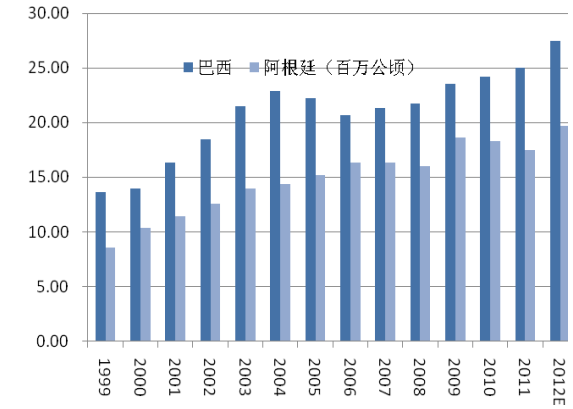
数据来源：USDA

图 19：2011 年收获面积各个国家占比



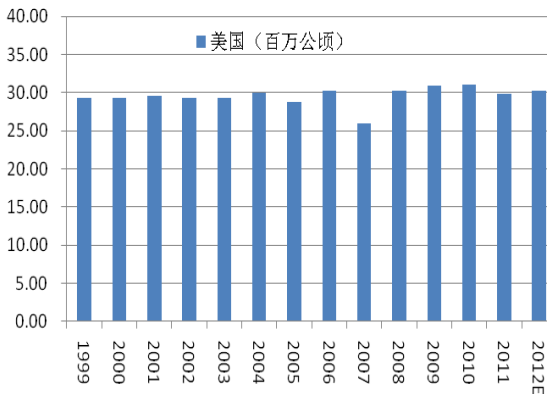
数据来源：USDA

图 20：巴西、阿根廷大豆收获面积



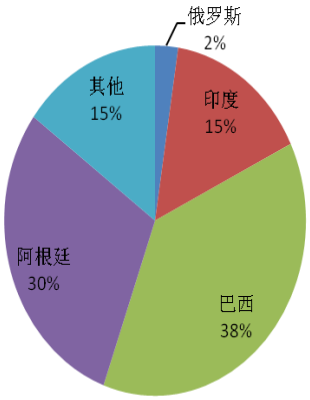
数据来源： USDA

图 21：美国收获面积稳定在 3000 万公顷



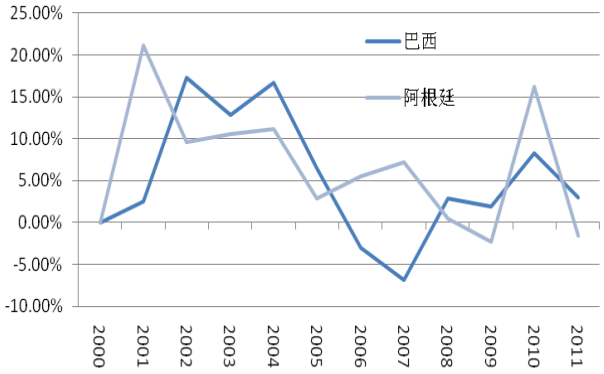
数据来源：USDA

图 22：新增大豆种植面积占比



数据来源： USDA

图 23：巴西、阿根廷大豆面积增速



数据来源：USDA

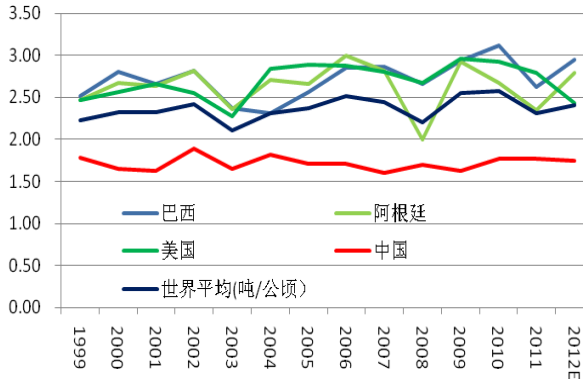
3.2.2. 单产和出油率对豆油的贡献有限

其次，我们看下大豆单产水平和出油率。众所周知，影响农作物亩产水平的因素众多，除去种子品种外，诸如土壤、雨水、日照等气候条件也起着重要作用。观测美国、巴西和阿根廷的年度亩产水平，波动区间分别是 2.46-2.92 吨/公顷、2.37-3.12 吨/公顷和 2.35-2.93 吨/公顷，而中国亩产水平介于 1.60-1.89 吨/公顷。除去中国因品种原因，单产水平偏低外，美国、阿根廷和巴西的单产水平大致相当。

从单产波动情况来看，短期内很难找到逐年提高的迹象。把时间轴拉长，过去 30 年大致分三个区间段 1980-1989 年、1990-1999 年和 2000-2009 年，我们发现阿根廷、巴西和全球在各个区间内大豆平均单产分别为 2.12/2.35/2.66 吨/公顷、1.72/2.33/2.72 吨/公顷、1.80/2.15/2.38 吨/公顷，大致每 10 年亩产水平分平均提升 12.12%、25.61%和 14.82%。**若按目前种植面积，假设大豆单产水平 10 年后提升 14.82%，则增加产量为 3600 万吨（约折合豆油 674 万吨）。**

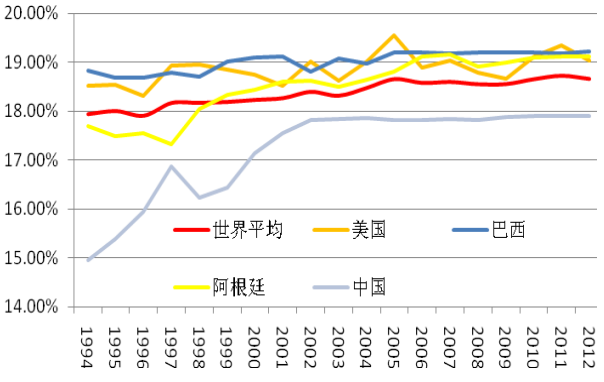
近 20 年由于品种的改进使得大豆出油率有所提高，但出油率的提高对豆油供应增长贡献有限。1994 年大豆主产国巴西、阿根廷和美国大豆出油率分别是 18.70%，18.08%和 18.52%，2011 年出油率分别是 19.18%，19.12%和 19.36%。纵观全球，2011 年全球大豆出油率 18.72%，比 1994 年的 17.93%的出油率 17.93%，提高了不到一个百分点，**也仅仅多贡献了 178 万吨豆油。**

图 24：世界大豆单产水平



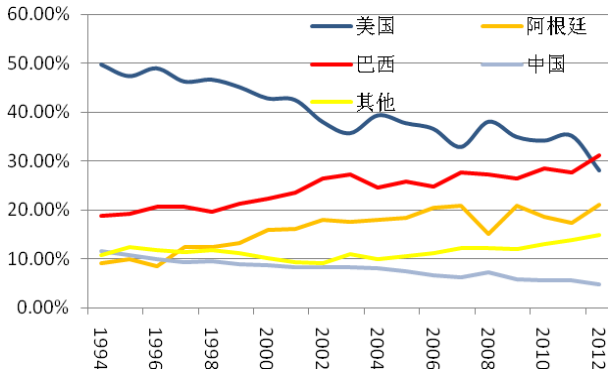
数据来源： USDA

图 25：大豆出油率



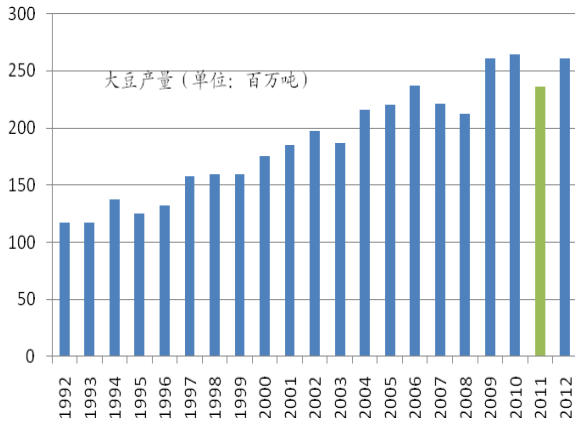
数据来源：USDA

图 26：巴西有望取代美国最大产地



数据来源： USDA

图 27：大豆总产量 2012 作物年度回升

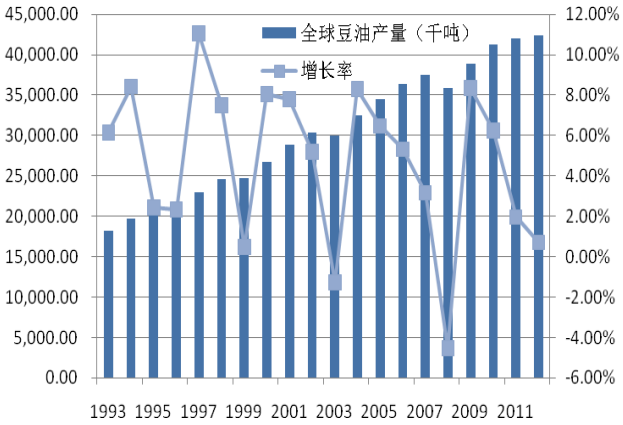


数据来源：USDA

3.2.3. 种植面积提升产量最有效

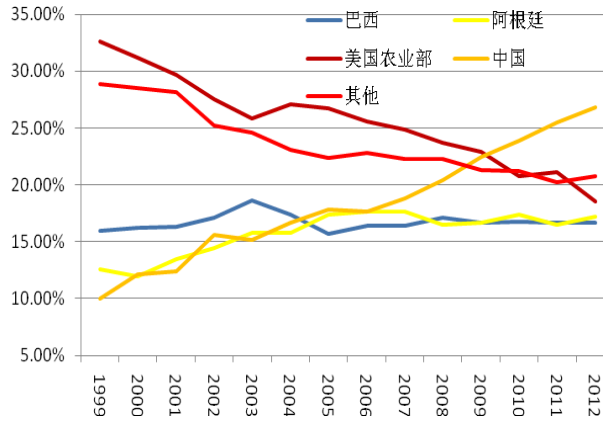
我们是简单分析下影响全球豆油产量的三个因子：大豆播种面积、大豆单产水平和出油率。**得出的结论是，全球豆油的增长主要是依靠种植面积的增加和单产水平的提升，**而出油率提高影响有限。1994 年全球豆油产量 1970 万吨，2011 年 4206 万吨，复合增长率 4.56%，基本上与种植面积和单产叠加效应吻合。不过由于南美大豆种植面积增长放缓和未来单产能否持续提高，给未来大豆油供应带上了紧箍咒。

图 28：全球豆油产量



数据来源： USDA

图 29：豆油产量占比



数据来源：USDA

3.3. 保守估计油脂需求缺口 2400 万吨

世界人均油脂需求将持续增长。发达国家对食用油的需求已经趋于饱和，但对食用油以外（用于燃料等）需求量仍将会增加，而发展中国家，食用油需求会有所提高，但相对而言消费量水平仍然会偏低。根据《油世界》测算，2010 年世界人均油脂油料消费量 24.9 千克。

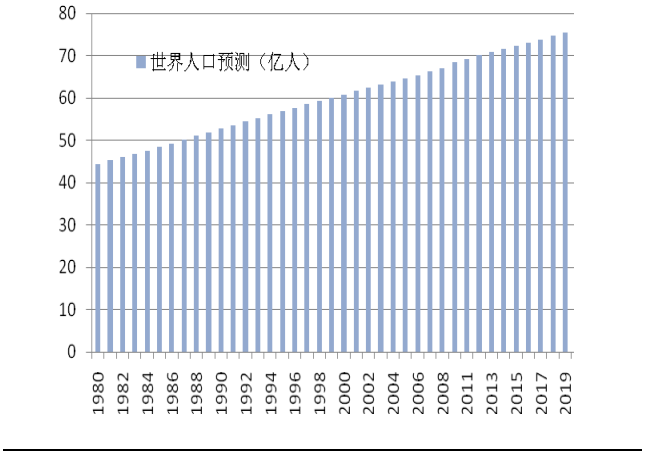
全球人口增长将保持刚性。发达国家人口的增长率相对有所下降，而发展中国家的人口持续增加。根据世界银行预测，2015 年全球人口将达到 72.41 亿人，2020 年全球人口将会有 76.13 亿人，年复合增长率 1.06%。

我们保守认为未来 10 年人均油脂消费零增长，全球对于油脂的总需求 2015 年达到 1.80 亿吨，2020 年达到 1.90 亿吨。相对于 2010 年植物油 1.46 亿吨和动物性脂肪约 0.2 亿吨的产量，预计 2020 年将会有 2400 万吨油脂需求缺口。动物性油脂（牛脂、

猪油和鱼油等）显然不能满足这一需求增长。在目前的种植水平下，为了能填补这一缺口，需要新增大豆种植面积 5420 万公顷或油棕种植面积 783 万公顷，这相当于大豆种植面积的再增加 52.65%或马来西亚和印尼的油棕面积再增加 59.15%。

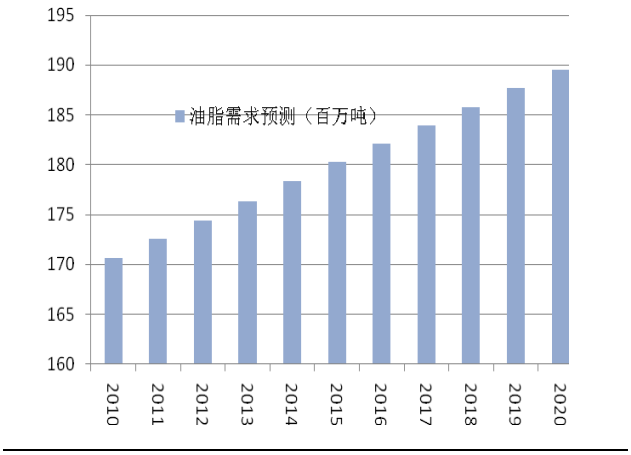
之前简要分析了大豆和油棕的增长空间，若在大豆单产水平无显著提升下，我们认为油脂供应未来将会出现偏紧的局面，特别是主产区的自然灾害会加剧供需矛盾。

图 30：世界人口预测



数据来源：世界银行

图 31：油脂需求预测



数据来源：东北证券

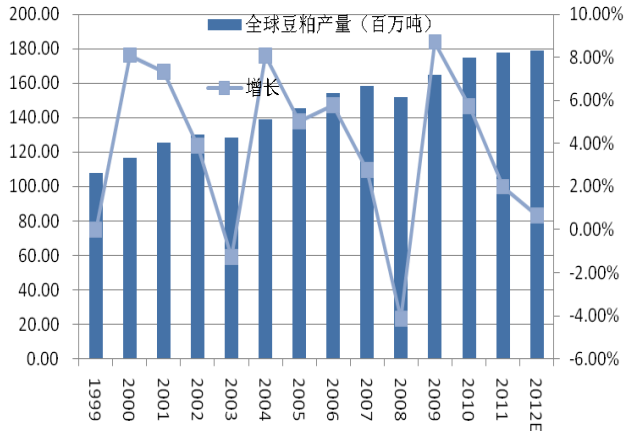
4. 豆粕行业

4.1. 豆粕产量和消费量基本匹配

豆粕是大豆经过提取豆油后得到的一种副产品，无需脱毒即可用于饲料，按照提取的方法不同，可以分为一浸豆粕和二浸豆粕。豆粕中富含的蛋白质及多种氨基酸是家禽、牛和猪的主要蛋白营养来源。据统计，每年 95%以上的豆粕用于家禽、猪、牛、水产和宠物等动物饲养。

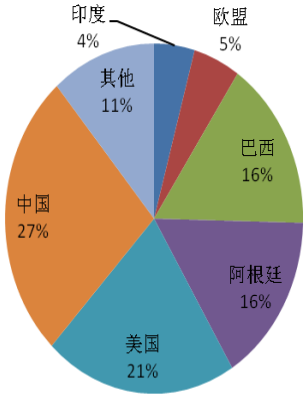
全球豆粕产量和消费量基本匹配，过去十年两者的复合增速分别是 3.58%和 3.40%。全球豆粕生产格局清晰，主要集中于 4 个国家依次为：中国、美国、巴西和阿根廷。2011 年，全球豆粕总产量为 1.78 亿吨，中国、美国，巴西和阿根廷的产量分别是 4736 万吨、3710 万吨、2833 万吨和 2820 万吨，占全球豆粕总产量的 26.61%、20.84%、15.91%和 15.84%，合计占比 79.20%。2011 年，全球豆粕消费量为 1.75 亿吨，中国、欧盟、美国和巴西的消费量分别是 4678 万吨、2871 万吨、3002 万吨和 1394 万吨，占全球豆粕总消费的 26.60、17.07%、16.33%和 7.93%。

图 32：世界豆粕产量



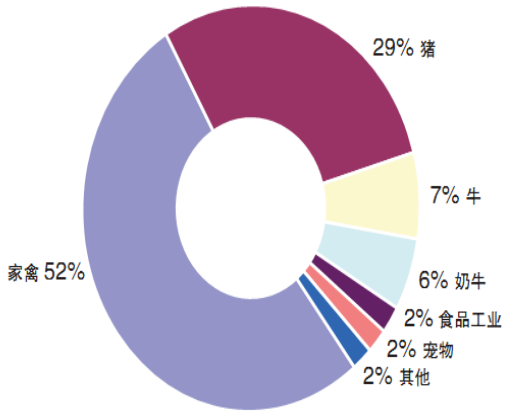
数据来源： USDA

图 33：豆粕产量占比



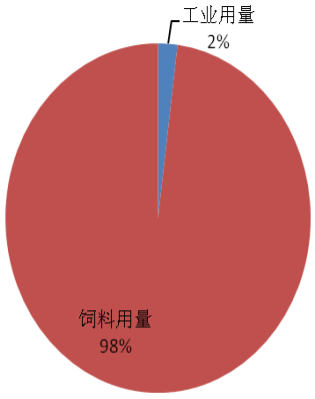
数据来源：USDA

图 34：世界豆粕消费按类别



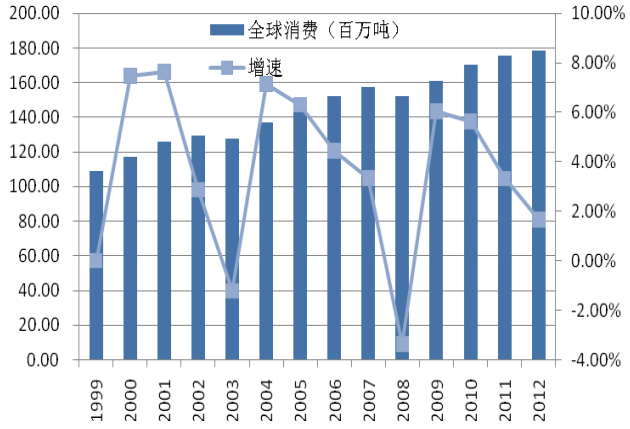
数据来源： DCE

图 35：中国按类别



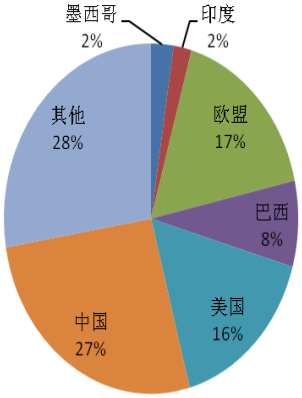
数据来源：USDA

图 36：全球豆粕消费



数据来源： USDA

图 37：全球豆粕按国家消费



数据来源：USDA

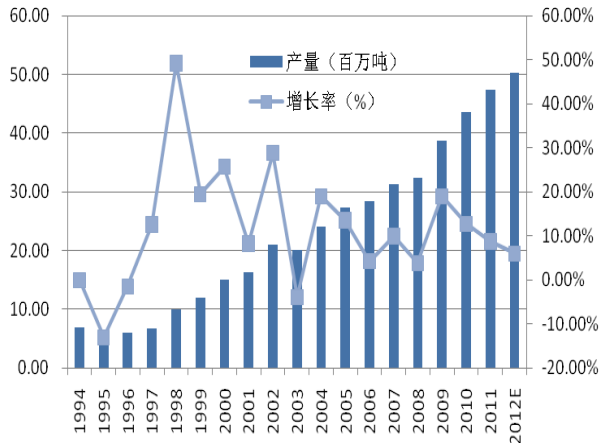
4.2. 国内特点及需求预判

我国畜禽补栏及存栏量的季节性变化会引起豆粕需求呈现季节性。一般情况下，春

节过后的一个月是畜禽存栏量较低的时期，豆粕消费会降低。3 月份气温回升，畜禽存栏量增加，豆粕消费逐步回升。8、9 月份是我国生猪养殖的补栏旺季，主要是为春节期间的出栏做准备，豆粕消费量也会受到拉动。

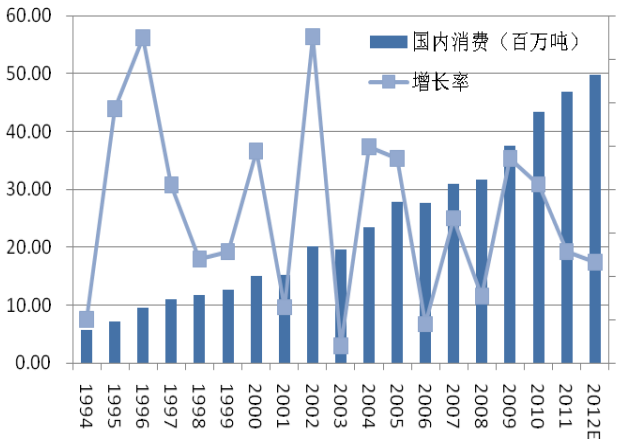
短期来看，2012 年全年生猪存栏量将保持高位，进而对豆粕需求保持旺盛。2012 年 8 月生猪存栏量 46,634 万头，同比增长 0.91%，能繁母猪存栏 4,959 万头，比上月增加了 20 万头，且两者都处于历史高位。考虑到存栏量季节性因素和下半年养殖效益回暖预期，我们认为全年养殖存栏量都将保持高位。长期来看，豆粕作为饲料重要原料，不单量和质都具有无可比拟的优势，这将保证其会挤占其他蛋白粕的份额。

图 38：中国豆粕产量



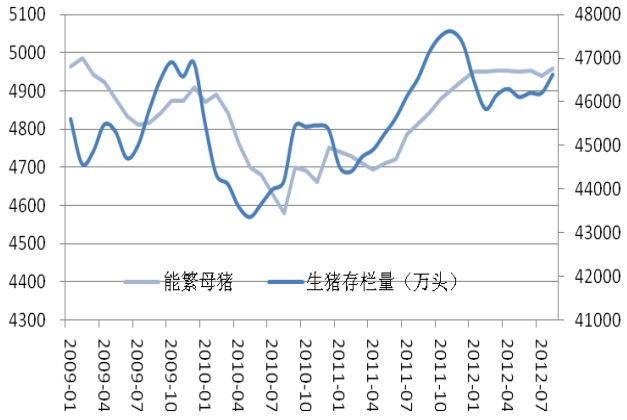
数据来源： USDA

图 39：中国豆粕消费量



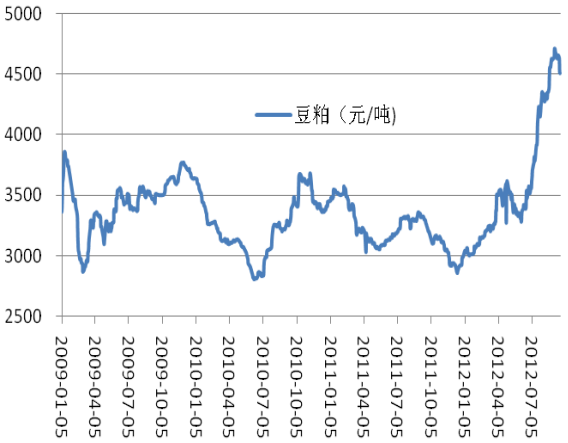
数据来源：USDA

图 40：生猪存栏量



数据来源：农业部

图 41：豆粕价格



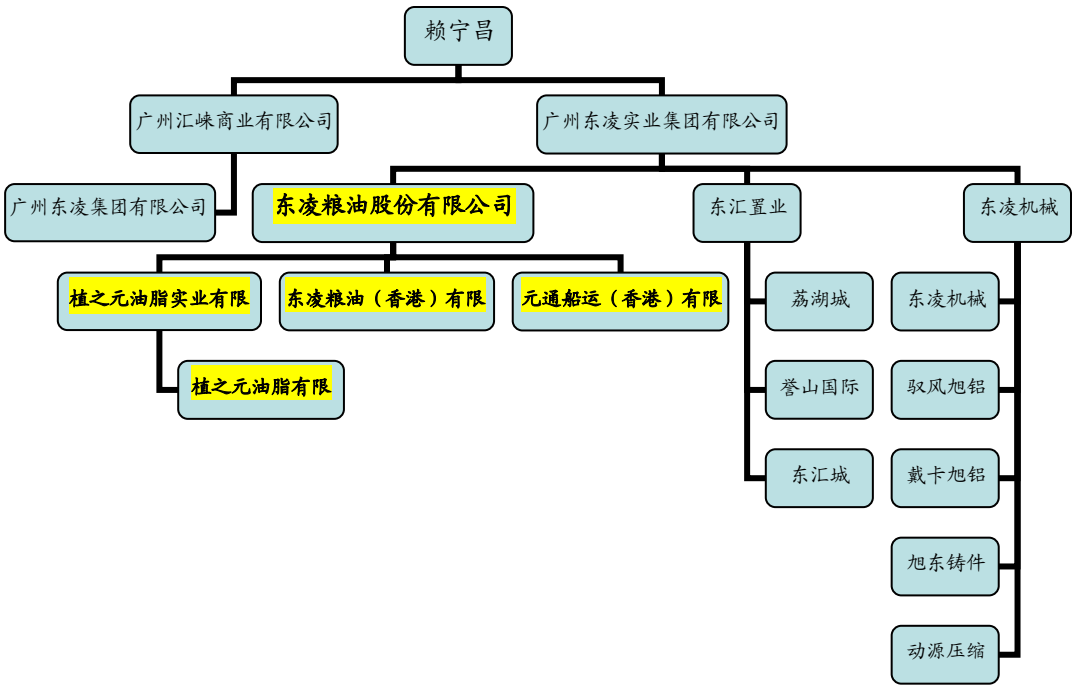
数据来源：农业部

5. 公司情况简介

东凌粮油是国内 A 股唯一以大豆压榨为主营的上市公司，其控股股东广州东凌实业集团，是一家以粮食物流与加工、轮毂研发与铸造、涡卷技术研发应用和地产开发于一体的大型企业集团。

东凌粮油目前拥有四家子（孙）公司，分别是广州植之元油脂实业、广州植之元油脂、东凌粮油(香港)和元通船运(香港)，其中植之元油脂实业和植之元油脂分别运营南沙和新塘生产基地，东凌粮油（香港）主要职能是大豆采购及粮油衍生品交易。

图 42：公司股权控制图



数据来源：东北证券　　*黄底为上市公司资产*

5.1. 历史压榨情况

2009-2011 年，公司大豆压榨 150 万吨、158 万吨和 159 万吨，销售豆油 27.6 万吨、28.1 万吨和 27.7 万吨，销售豆粕 121.97 万吨、121.93 万吨和 129.51 万吨。

2012 年上半年公司压榨大豆 83.5 万吨，同比增长 24.76%，销售豆粕 65.72 万吨，销售均价 2881 元/吨；销售豆油 14.77 万吨，销售均价 8159 元/吨，基本与市场售价持平。

图 43：大豆压榨量

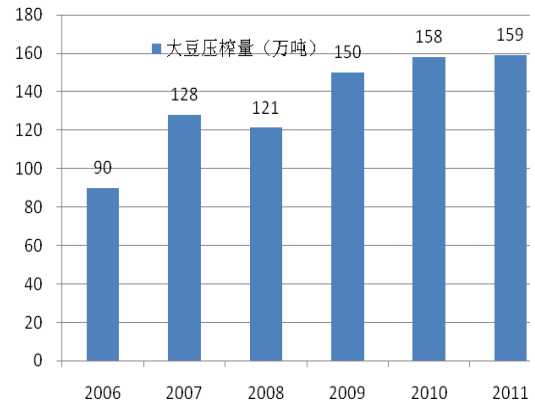
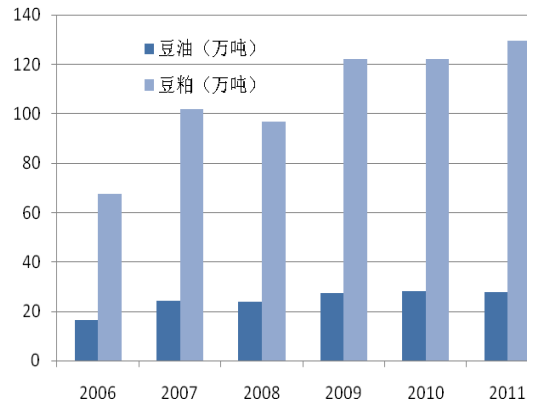


图 44：豆油豆粕销售



数据来源：公司公告

数据来源：公司公告

图 45：豆粕销售均价和市场均价

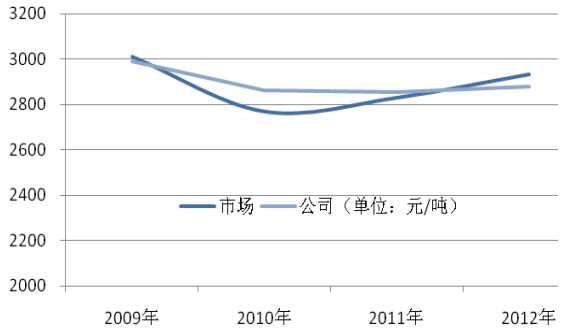
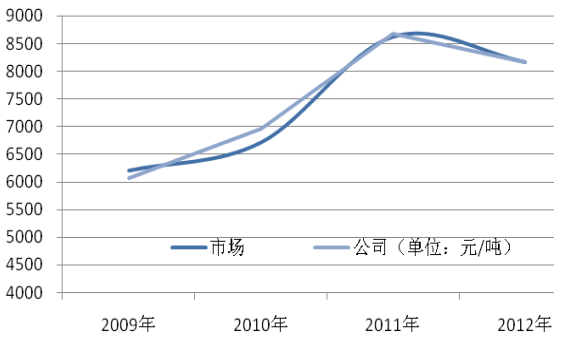


图 46：豆油销售均价和市场价



数据来源：公司公告　东北证券

数据来源：公司公告　东北证券

5.2. 逆周期扩张 新产能 8 月投入

2011 年大豆压榨经历了全行业亏损，但公司并没有停止扩张的步伐。2012 年 8 月，随着南沙基地二期项目 5000 吨/日产能投产，目前公司拥有三条大豆压榨生产线，其余两条分别是新塘基地（1999.12）日加工大豆能力 2300 吨/日，南沙基地一期（2006.09）日加工大豆 5000 吨/日。公司拥有的大豆压榨能力为 370 万吨/年。此外，公司位于南沙基地日的大豆油精炼、棕榈油分提生产线加工能力 1000 吨/日，已于 2010 年 9 月投产。

表格 2：公司产能分布

名称	产能（万吨/年）	投产日期
新塘基地	70	1999 年 12 月
南沙一期	150	2006 年 9 月
南沙二期	150	2012 年 8 月
精炼、分提	30	2010 年 9 月

数据来源：公司公告

5.3. 产业链延伸至中包装

目前整个食用油脂行业，中小包装大约占比 30%，散油占比 70%。随着社会对食品安全关注度的提升，未来散油占比有可能下降到 30%，而中包装可能会成为主流。公司意识到这一行业变化，全力延伸产业链，打造高端的植之元食用油(大豆油、烹调油、调和油)品牌。从 2011 年 3 月份开始在餐饮行业逐步推广 14 升、16 升、20 升和 22 升等规格的中包装餐饮专用食用油，现已实现月销售中包装油 2000 吨左右。

图 47：公司中包装大豆油

数据来源：公司网站

图 48：公司中包装烹调油和调和油

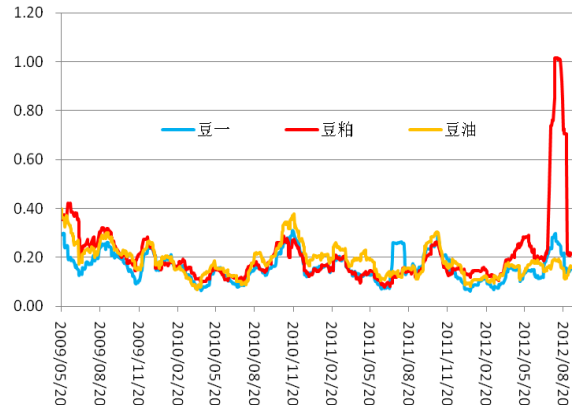
数据来源：公司网站

6. 为什么豆类上涨利好公司

6.1. 弹性：豆粕>豆油>大豆

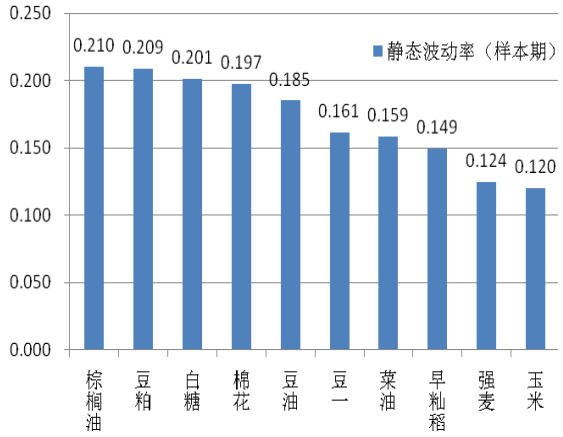
一般而言，一年以上的长期波动率水平比较稳定，能够代表一个品种的长期波动情况。我们比较了国内农产品期货的波动率，在农产品期货中豆粕的波动率 0.209，仅低于棕榈油的 0.210，但要高于豆油的 0.185 和大豆的 0.161。豆粕、豆油和大豆的弹性将依次下降，在豆类产品上涨过程中，等式“压榨利润=豆粕销售+豆油销售-大豆成本-加工费用”右边“压榨利润”会随之上升。

图 49：滚动年化波动率



数据来源：东北证券

图 50：样本期静态波动率

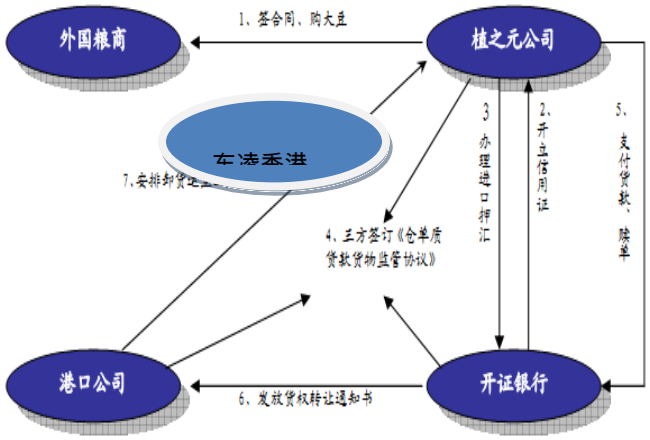


数据来源：东北证券

6.2. 采购模式带来红利

公司大豆采购模式决定了产成品豆粕和豆油，与原料大豆产生时滞，若在豆类产品上涨过程中，公司会享有时滞带来的红利。公司大豆采购流程：首先公司通过开证银行开即期信用证给供应商，供应商开始装货上船；待船到港完成通关、通检后，公司根据生产情况通过代理商分批向银行支付款项购汇，开证银行将释放等值货权，港口公司安排释放货权，最后大豆运至生产基地，所有过程将持续 2-3 个月左右。若在此时间内，豆类产品持续上涨，将为公司或者行业带来可观的红利。

图 51：公司大豆采购模式



数据来源：公司公告

7. 盈利预测与投资建议

公司之前大豆压榨产能 220 万吨，8 月开始调试和试投产南沙 2 期日压榨 5000 吨生产线，2012-2014 年新产能为 258 万吨、370 万吨和 370 万吨。上半年产能利用率 75.9%，这一数据要高于 2010 年的 71.8%和 2011 年的 72.3%。考虑到新塘压榨线设备老化等因素，预计公司压榨大豆分别是 200 万吨、240 万吨和 280 万吨。

预计 12-14 年公司营业收入分别为 91.52 亿元，114.18 亿元和 141.44 亿元，增速分别为 36.12%、24.76%和 23.88%；净利润分别为 1.27 亿元、1.94 亿元和 2.43 亿元，净利润增速分别为 164%、41%和 21%；EPS 分别为 0.58 元，0.88 元和 1.11 元。在油脂油料长期供应偏紧的预期之下，相关产品价格上涨将提升公司未来业绩，维持推荐评级。

表格 3：主营收入预测

报告期	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
豆粕					
收入（百万元）	3492.66	3695.69	4761.51	5999.50	7349.39
成本（百万元	3218.56	3733.31	4556.76	5741.52	7033.37
销售量（万吨）	121.93	129.51	162.00	194.40	226.80
销售均价（元/吨）	2864.48	2853.60	2939.20	3086.16	3240.47
单位成本（元/吨）	2639.68	2882.64	2812.82	2953.46	3101.13
毛利（百万）	274.10	(37.62)	204.74	257.98	316.02
毛利率	7.85%	-1.02%	4.30%	4.30%	4.30%
豆油					
收入（百万元）	1957.61	2401.76	3357.95	4231.02	5429.81
成本（百万元	1808.69	2420.23	3253.86	4099.86	5261.48
销售量（万吨）	28.12	27.68	36.00	43.20	50.40
销售均价（元/吨）	6961.62	8676.88	9327.65	9794.03	10773.43
单位成本（元/吨）	6432.02	8743.61	9038.49	9490.41	10439.45
毛利（百万）	148.92	(18.47)	104.10	131.16	168.32
毛利率	7.61%	-0.77%	3.10%	3.10%	3.10%
海运					
收入（百万元）	4.10	392.47	588.71	677.02	778.57

成本（百万元	6.22	392.07	576.94	663.48	763.00
毛利（百万）	(2.12)	0.40	11.77	13.54	15.57
毛利率	-51.68%	0.10%	2.00%	2.00%	2.00%
其他					
收入（百万元）	111.69	233.49	443.64	510.18	586.71
成本（百万元	105.51	235.42	439.20	505.08	580.84
毛利（百万）	6.18	(1.92)	4.44	5.10	5.87
毛利率	5.53%	-0.82%	1.00%	1.00%	1.00%
营业收入合计					
收入（百万元）	5677.76	6723.42	9151.81	11417.72	14144.48
成本（百万元)	5244.50	6781.03	8826.76	11009.94	13638.69
毛利（百万）	433.26	(57.61)	325.05	407.78	505.79
毛利率	7.63%	-0.86%	3.55%	3.57%	3.58%

数据来源：东北证券

8. 风险提示

食用油价格调控；行业压榨利润低迷。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1648	1535	1500	1765
交易性金融资产	20	23	26	29
应收款项	65	75	94	116
存货	1204	1809	2194	2742
其他流动资产	0	84	89	96
流动资产合计	**2985**	**3573**	**3962**	**4821**
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	622	595	568	541
无形资产	56	53	50	48
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	**837**	**965**	**736**	**679**
资产总计	**3822**	**4538**	**4698**	**5500**
短期借款	1692	0	271	0
应付款项	333	121	90	75
预收款项	199	183	228	283
一年内到期的非流动负债	130	750	350	500
流动负债合计	**3270**	**3853**	**3821**	**4377**
长期借款	220	220	220	220
其他长期负债	16	16	16	16
长期负债合计	**236**	**242**	**240**	**243**
负债合计	**3506**	**4095**	**4061**	**4620**
归属于母公司股东权益合计	308	436	632	879
少数股东权益	9	7	4	1
负债和股东权益总计	**3822**	**4538**	**4698**	**5500**

利润表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	**6723**	**9152**	**11418**	**14144**
营业成本	6781	8827	11010	13639
营业税金及附加	3	5	6	7
资产减值损失	23	25	27	30
销售费用	17	14	17	21
管理费用	90	101	126	156
财务费用	-16	11	-27	-31
公允价值变动净收益	-10	12	13	14
投资净收益	-6	-15	-16	-14
营业利润	**-191**	**167**	**256**	**322**
营业外收支净额	3	2	2	2
利润总额	**-189**	**169**	**258**	**324**
所得税	2	42	65	81
净利润	-191	127	194	243
归属于母公司净利润	**-188**	**128**	**196**	**247**
少数股东损益	-3	-2	-3	-3

现金流量表（百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	**-191**	**127**	**194**	**243**
资产减值准备	-6	25	27	30
折旧及摊销	45	44	42	40
公允价值变动损失	10	-12	-13	-14
财务费用	88	63	23	23
投资损失	6	15	16	14
运营资本变动	1054	960	-325	87
其他	0	180	5	13
经营活动净现金流量	**1005**	**1235**	**-32**	**432**
投资活动净现金流量	**-189**	**-211**	**148**	**-22**
融资活动净现金流量	**-856**	**-1137**	**-151**	**-144**
企业自由现金流	**744**	**783**	**60**	**335**

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益（元）	-0.85	0.58	0.88	1.11
每股净资产（元）	1.39	1.96	2.85	3.96
每股经营性现金流量（元）	4.53	5.56	-0.14	1.94
成长性指标				
营业收入增长率	20.79%	36.12%	24.76%	23.88%
净利润增长率	-198.23%	168.27%	52.95%	25.58%
盈利能力指标				
毛利率	-0.86%	3.55%	3.57%	3.58%
净利润率	-2.80%	1.40%	1.72%	1.74%
运营效率指标				
应收账款周转率（次）	2.06	3.00	3.00	3.00
存货周转率（次）	68.76	74.64	72.68	73.33
偿债能力指标				
资产负债率	91.73%	90.24%	86.45%	84.00%
流动比率	0.91	0.93	1.04	1.10
速动比率	0.53	0.45	0.45	0.46
费用率指标				
销售费用率	0.26%	0.15%	0.15%	0.15%
管理费用率	1.34%	1.10%	1.10%	1.10%
财务费用率	-0.23%	0.12%	-0.23%	-0.22%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E（倍）	-15	23	15	12
P/B（倍）	9	7	5	3
P/S（倍）	0	0	0	0
净资产收益率	-61.12%	29.44%	31.05%	28.05%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票投资评级说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业投资评级说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760