



中国：农业

丰原生化(000930/5.25 元)：中性

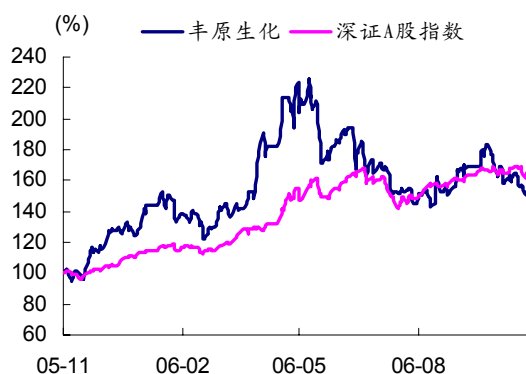
中粮入股简评：股价已充分反映利好

分析员：袁霏阳

2006年11月21日

表 1: 公司主要财务指标和 52 周股价走势

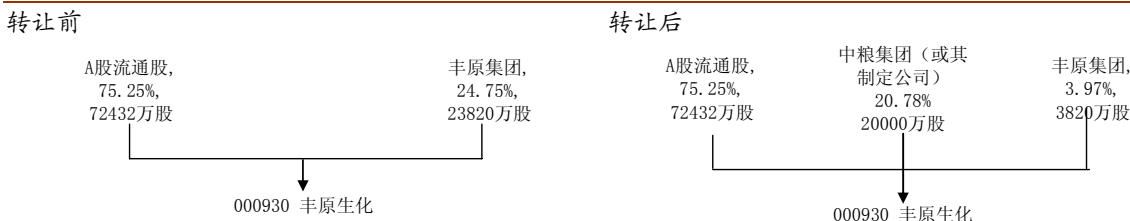
(百万元)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	1,199	1,547	2,198	3,261	4,421	4,921	5,177
(+/-%)	40.6	29.0	42.1	48.4	35.6	11.3	5.2
息税前利润	193	199	258	336	436	458	474
(+/-%)	62.3	2.9	29.8	30.4	29.8	5.0	3.4
补贴收入	30	0	5	202	591	540	581
净利润	110	99	101	139	117	112	124
(+/-%)	0.2	-10.3	2.4	37.5	-16.2	-3.9	10.9
每股盈利(元)	0.17	0.16	0.13	0.14	0.12	0.12	0.13
(+/-%)	-44.3	-10.3	-16.8	11.7	-16.2	-3.9	10.9
每股经营现金流(元)	0.30	0.23	0.43	0.40	0.11	0.65	0.73
市盈率(倍)	30.4	33.9	40.8	36.5	43.5	45.3	40.8
市净率(倍)	2.2	2.1	2.4	2.2	2.1	2.1	2.0
EV/EBITDA	34.0	28.3	20.3	21.3	33.9	24.0	24.9
股价/经营现金流(倍)	17.6	23.2	12.2	13.2	46.7	8.1	7.2
投入资本回报率(%)	8.2	6.9	6.9	9.0	10.4	9.6	9.4
净资产收益率(%)	7.4	6.2	5.8	6.1	4.9	4.5	4.9
现金分红收益率(%)	0.0	0.0	0.4	0.8	0.6	0.6	0.7



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

丰原生化今日发布公告称，公司控股股东安徽丰原集团有限公司、安徽省蚌埠市人民政府、中国粮油食品（集团）有限公司于2006年11月20日一致达成并签署了《安徽省蚌埠市人民政府、安徽丰原集团有限公司与中国粮油食品（集团）有限公司关于收购安徽丰原生物化学股份有限公司股份的框架协议》。中粮集团或中粮集团指定的公司将受让丰原集团持有的200,000,000股份。转让前后股本结构如下图所示：

图 1: 转让前后公司股权结构



资料来源：公司资料

可预期与不可预期的利好

此次中粮入股是该集团全面进军生物质能源领域诸多收购案例中的一个，对丰原生化而言可预见的利好主要包括：

1. 改善公司治理结构，提高公司营运水平。中粮集团此次收购2亿股股份，成为公司第一大股东，能够在很大程度上改善公司治理结构，提高企业运作效率。



2. 2006年初，中粮集团通过收购华润集团在东北的吉林燃料乙醇和黑龙江华润酒精，已开始涉足燃料乙醇生产经营。加上本次股份转让，中粮集团拥有中国70%以上的燃料乙醇产能。在燃料乙醇加工业务上的高度集中可能会提高中粮集团与政府间的政策谈判力，丰原生化可能会借此获得更好政策支持。
3. 作为中国最大的农产品贸易商，中粮集团能够给公司带来一定的协同效应。比如中粮集团现有农产品采购渠道能够帮助公司适度降低玉米采购成本，而丰原油脂厂能给中粮集团增加江苏地区油脂供应能力。
4. 集团强大的现金支付能力和资本运作能力，能够解决丰原生化的营运与投资资金缺口。

我们不可预期的是：中粮集团将会借助丰原生化这一平台整合燃料乙醇加工业务，因为早在一个月前中粮集团就已将旗下主要农产品加工类资产重组成立中国农业，并且打算在香港单独上市。

短期业绩增长前景并不明朗

但资金也好，公司治理也好，未来可能提升的政策谈判能力也好都是利在长期，却很难与公司短期业绩提升产生关联。从近期基本面来看，06年前三季度吉林玉米主产区价格较05年同期上涨14.8%，受到国内玉米价格大幅上涨的影响，丰原生化06年业绩将大大低于预期。而未来几年石油价格的高位徘徊与生物质能源带动下的玉米深加工热潮使得玉米价格的回落空间极为有限。再加上07、08两年公司燃料乙醇补贴标准大幅回落，如果没有政策性的授权区域扩大，公司未来两年业绩大幅提升的可能性根本不存在。我们此次调高了玉米价格假设，调低了06、07两年盈利预测，并且引入08年盈利预测。当前股价下，07、08年两预测市盈率分别已达45.3倍和40.8倍，远高于国际可比公司13倍左右的平均水平。考虑到1) 政府目前对以粮食作物为原料的生物质能源的未来发展前景仍持保留态度，以及2) 公司未来发展与业绩增长主要依赖具有较大不确定性的政策许可与补贴标准的事实，我们认为当前股价已经充分反映了公司投资价值与此次中粮入股的利好，因此维持“中性”评级。



表 2: 盈利调整前后的变化

(人民币: 百万元)	2006			2007		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
主营业务收入	4562	4421	-3.1%	5266	4921	-6.6%
主营业务成本	4247	4305	1.4%	4927	4716	-4.3%
主营业务利润率	6.9%	2.6%	-4.3%	6.4%	4.2%	-2.3%
营业利润	-107	-313	191.5%	-135	-262	94.4%
营业利润率	-2.4%	-7.1%	-4.7%	-2.6%	-5.3%	-2.8%
补贴收入	539	591	9.7%	581	540	-7.1%
净利润	233	117	-50.0%	238	112	-53.0%
净利润率	5.1%	2.6%	-2.5%	4.5%	2.3%	-2.2%
每股收益 (元)	0.24	0.12	-50.0%	0.25	0.12	-53.0%

资料来源: 中金公司研究部

表 3: 表国际可比公司估值一览

公司	收入复合增长率 (05-08 %)	每股收益复合增长率 (05-08 %)	PEG			市盈率			市净率 最近一期 (%)	净资产收益率 最近一期 (%)	分红收益率 最近一期 (%)	EV/EBITDA 最近一期 (X)
			2005 PER/05-07 CAGR	2008E	2007E	2006E	2005	2004				
<u>国际玉米加工公司</u>												
ARCHER-DANIELS	5.7	27.9	0.8	10.7	12.5	14.2	22.3	47.0	2.3	14.4	1.0	11.8
TATE & LYLE	7.9	26.5	1.0	13.5	14.5	17.1	27.3	24.8	4.4	-3.1	0.0	9.6
CORN PRODUCTS	6.4	22.5	1.3	16.0	18.4	23.4	29.4	27.6	2.0	7.9	0.8	10.3
CHINA SUN BIO-CH	34.1	19.3	0.6	6.5	7.5	9.4	11.1	13.4	3.2	35.0	0.3	5.3
Median	7.2	24.5	0.9	12.1	13.5	15.6	24.8	26.2	2.8	11.1	0.5	10.0
Average	13.5	24.1	0.9	11.7	13.2	16.0	22.5	28.2	3.0	13.5	0.5	9.3
<u>玉米加工同类产品化工公司</u>												
AJINOMOTO CO INC	5.0	2.1	9.5	19.1	21.7	26.3	20.4	25.3	1.7	7.0	1.0	8.7
BASF AG	8.2	4.2	2.9	10.6	10.3	10.3	12.0	18.8	2.0	18.1	2.9	4.8
EVIALIS	5.7	11.7	1.0	8.4	10.7	13.5	11.6	14.3	1.0	8.7	2.8	7.4
Median	5.7	4.2	2.9	10.6	10.7	13.5	12.0	18.8	1.7	8.7	2.8	7.4
Average	6.3	6.0	4.4	12.7	14.2	16.7	14.7	19.4	1.6	11.2	2.2	7.0

资料来源: 中金公司研究部



表 4: 调整后公司财务一览

(单位: 人民币百万元)	2002A	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
损益表							
主营业务收入	1,199	1,547	2,198	3,261	4,421	4,921	5,177
主营业务成本	-954	-1,261	-1,807	-2,922	-4,305	-4,716	-4,990
主营业务利润	244	285	389	321	102	189	173
营业费用	-38	-49	-72	-89	-151	-165	-172
管理费用	-51	-47	-84	-102	-116	-119	-122
财务费用	-28	-54	-97	-110	-170	-191	-184
营业利润	132	140	148	36	-313	-262	-280
利润总额	165	145	161	226	266	267	290
净利润	110	99	101	139	117	112	124
现金流量表							
经营活动现金流	190	144	338	385	109	626	708
投资活动现金流	-506	-917	-831	-1,062	-248	-549	-200
融资活动现金流	370	991	469	738	2	-178	-516
现金及现金等价物净增加额	55	225	-24	58	-138	-101	-8
资产负债表							
货币资金	362	587	563	620	483	382	374
应收帐款及票据	158	234	189	265	420	463	473
其它应收款项	24	14	22	51	71	91	111
存货	171	333	619	952	1,085	1,132	1,198
长期投资	70	171	179	383	367	350	334
固定资产净额	1,065	1,398	2,665	4,050	4,237	3,861	3,872
在建工程	1,030	1,604	1,369	647	151	700	500
无形资产及其他资产	6	9	17	57	56	55	53
短期借款	749	1,347	1,782	2,314	2,314	2,314	2,014
应付帐款及票据	512	913	1,317	1,511	1,507	1,415	1,497
其它应付款项	46	154	69	392	112	120	84
长期借款	191	124	444	589	665	865	865
少数股东权益	16	22	43	138	199	266	336
股东权益	1,490	1,590	1,745	2,297	2,381	2,462	2,551
财务指标							
净债务/所有者权益	40.7%	90.4%	118.8%	95.1%	102.7%	102.5%	86.8%
资产负债率	50.5%	65.8%	69.7%	67.1%	65.2%	63.7%	61.1%
应收帐款周转期(天)	44	46	35	25	28	33	33
存货周转期(天)	46	73	96	98	86	86	85
速动比率	0.5	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
流动比率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
主营业务利润率	20.4%	18.4%	17.7%	9.9%	2.3%	3.8%	3.3%
EBIT 利润率	13.3%	12.5%	11.1%	4.5%	-3.2%	-1.4%	-1.9%
营业利润率	11.0%	9.0%	6.7%	1.1%	-7.1%	-5.3%	-5.4%
税前利润率	13.8%	9.4%	7.3%	6.9%	6.0%	5.4%	5.6%
净利润率	9.2%	6.4%	4.6%	4.3%	2.6%	2.3%	2.4%
EBITDA 利润率	18.4%	17.2%	16.9%	10.8%	5.0%	6.4%	5.8%
营业、管理费用/营业收入	7.4%	6.2%	7.1%	5.9%	6.0%	5.8%	5.7%
净资产收益率	7.4%	6.2%	5.8%	6.1%	4.9%	4.5%	4.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	0.6%	0.6%	0.7%

资料来源: 公司数据、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座28层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100004
建国门外大街1号
国贸大厦2座6层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海陆家嘴环路证券营业部
中国 上海 200120
陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

香港

中国国际金融(香港)有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期23楼2307室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期23楼2314室
中环港景街1号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳深南大道证券营业部
中国 深圳 518040
深南大道7088号
招商银行大厦25层2503室
电话: (86755) 8319-5000
传真: (86755) 8319-9229



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融(香港)有限公司和/或中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。