

丰原生化(000930)/5.82 元

乙醇项目闪亮登场，公司成为石油概念股

朱卫华

86-755-82943101

zhuweihua@ccs.com.cn

非周期性消费品·食品饮料

估值区间：7.20-8.00 元

强烈推荐 B(上调)

5 月份调研报告《丰原生化(000930)-乙醇项目短线题材可适时适度参与》提及“适时适度”参与投资，“适时”指中报出台前后，“适度”指 5 元以内建仓，6 元为目标位。之所以得出这个结论，是因为当时公司乙醇项目尚有不少基本数据难有确信把握。中报出台前的 7 月下旬，国家八部委领导到丰原生化对乙醇项目作调研，公司中期报告昨日则闪亮登场，乙醇项目的面纱被揭开。根据中报情况，我们调高公司全年盈利预测及投资评级。

- **燃料酒精促进业绩大幅增长。**2 季度乙醇业务每吨毛利损失近 1000 元，而通过国家财政补贴，每吨能实现净利润 600 元，预计今年仅乙醇业务一项可实现 EPS0.15 元（未摊薄），明年每吨净利 350 元，该业务能实现 EPS0.35 元（扣除少数股东损益），再增加 0.20 元（未摊薄）。
- **公司俨然成为一只石油概念股。**在补贴额固定情况下，乙醇价格与中石化汽油出厂价按 0.9111 比例绑定，随其波动。国内成品油价格每提升 10%，理论上将增加公司 EPS0.09 元（未摊薄，以今年销量计，如果考虑时间段因素，对实际业绩贡献要打个折扣）、EPS0.40 元（未摊薄，以明年销量计）。07 年业绩预测参考意义不大，主要是没有大胆上调未来乙醇的预测价格。
- **乙醇项目业绩大幅增长之光彩能暂时掩盖住其他缺陷。**不利因素包括其他业务表现平平、转债转股将扩大总股本 23.12%、管理层大幅变动、为业绩不佳的国风塑业担保 1.2 亿元，及全流通对价能力有限。

投资建议

- 根据 05、06 年的业绩预测结果，我们将公司投资评级由“谨慎推荐”调高到“强烈推荐”，将目标价由 6 元上调到 7.2~8 元。目标价的制定考虑以 05 年全面摊薄 EPS0.36 元与 20 倍市盈率，06 年全面摊薄 EPS0.55 元与 15 倍市盈率为区间。有鉴于公司基本面上存在较多长期不利因素，长期投资评级维持“B”不变。

上证指数：1162.80

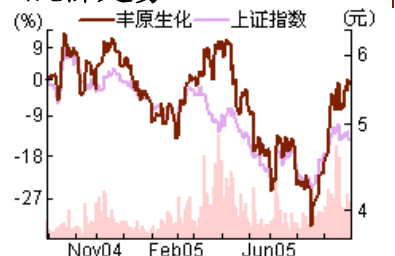
股本数据

A 股总股本(万)	39,189
流通 A 股(万)	20,402
流通市值(亿)	11.9

股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	18.21	10.2
6 个月(%)	-0.7	11.7
1 年(%)	-18.4	-0.9
52 周波动(元)	3.81-8.42	

股价走势



资料来源：招商证券

相关研究

丰原生化(000930)-乙醇项目短线题材可适时适度参与 5/11/2005
 丰原生化(000930)-赖氨酸盈利能力低于预期 8/23/2004

主要财务指标(06 年及其后按转债全部转股作全面摊薄，EV/EBITDA 指标异常是因为乙醇项目令 EBITDA 指标较低，而补贴收入在后面才发挥作用)

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	219,825	290,247	448,741	460,292
同比增长率(%)	42.1	32.0	54.6	2.6
营业利润(万元)	14,783	6,375	-29,902	-25,552
同比增长率(%)	466	19,330	72,132	60,912
净利润(万元)	10,114	17,500	26,392	23,369
同比增长率(%)	2.4	73.0	50.8	-11.5
主营利润率(%)	17.7	11.2	0.2	1.3
营业利润率(%)	6.7	2.2	-6.7	-5.6
净利润率(%)	4.6	6.0	5.9	5.1

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.258	0.447	0.547	0.484
每股净资产(元)	4.45	4.80	5.17	5.35
净资产收益率(%)	5.8%	9.3%	10.6%	9.0%
每股股息(元)	0.10	0.25	0.30	0.25
股息收益率(%)	1.7%	4.3%	5.2%	4.3%
负债率(%)	69.7%	70.6%	66.4%	64.3%
P/E(倍)	22.6	13.0	10.6	12.0
P/B(倍)	1.31	1.21	1.13	1.09
EV/EBITDA(倍)	15.82	16.44	110.41	57.62

一、燃料乙醇业务催生公司业绩大幅增长概念

丰原生化中期报告显示，主营业务收入 135148.36 万元，同比增长 19.96%；净利润 7906.55 万元，同比增长 15.42%，这个增长速度似乎并不起眼，不过要知道 1 季度时公司利润是同比减少 38% 的。2 季度的业绩增长全赖燃料乙醇业务 4 月 1 日正式投产，乙醇业务的优势在于，区域垄断（国家定点生产，丰原生化今年供安徽省全境，明年扩大到江苏、山东及河北大部地区）、国家强制施行（率先试行的省份全境封闭式使用乙醇汽油）、国内外油价有强烈上涨要求（乙醇作为新能源，按 10% 替代汽油）。

2 季度乙醇业务每吨毛利损失近 1000 元，而通过国家财政补贴，经测算，每吨能实现净利润 600 元，预计今年仅乙醇业务一项可实现 EPS0.15 元，明年每吨净利 350 元，该业务能实现 EPS0.35 元（扣除少数股东损益），再增加 0.20 元。

表 1、丰原生化酒精业务销售情况预测 单位：万吨、元/吨、万元

项目	2004	1H2005	2005E	2006E	2007E
销售量（万吨）	0.0	3.8	10.0	44.0	44.0
平均售价（元/吨）	0	3790	3790	3790	3790
单位成本（元/吨）	0	4747	4700	4700	4563
销售收入	0	14405	37895	166740	166740
同比增长率				340.0%	0.0%
毛利	0	-3641	-9108	-40077	-34053
同比增长率				340.0%	-15.0%
毛利率	0.0%	-25.3%	-24.0%	-24.0%	-20.4%
补贴收入	0	5849	18830	71632	60412

资料来源：招商证券研究，注：乙醇销售价格锁定为中石化汽油出厂价的 0.9111 比例，还要扣除增值税影响，增值税返还作为补贴收入的一部分，目前汽油价格 4900 元/吨附近。

据公司昨日公告，8 月 22 日国家政部向安徽省财政厅下发了《财政部关于燃料乙醇补贴政策的通知》，具体规定了丰原生化销售每吨燃料乙醇的补贴标准，按季发放。上半年发放 5839.7 万元，对应 2 季度 3.1 万吨乙醇销售，上表中加上了 1 季度试生产的 0.7 万吨。

表 2、国家财政对丰原生化乙醇项目的补贴 单位：元/吨

年份	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
补贴定额	1883	1628	1373	1373

资料来源：公司资料

对比 5 月份调研报告《丰原生化（000930）-乙醇项目短线题材可适时适度参与》，我们在销量、售价及单位成本的预测方面基本与中报情况吻合，财政补贴今明两年预测分别为 1700 元/吨、1600 元/吨，较实际略少 100 元/吨左右，不过对补贴额递减的判断得到确认。

我们上次报告中最终的盈利预测较为保守，除了今年的财政补贴额少预测了 1000 万元，更主要的是我们将公司的期间费用率保持与销售收入同比增长，而公司中报显示，期间费用并没有想象得增长那么多。期间费用少从道理上说得通，酒精出厂后直接拉到中石化的调配厂，不需要什么营销费用。我们当时提高费用预测的深层次原因是担心公司不把业绩做出来，因公司整体投资规模较大，摊子铺得很散，盈余内部被消化很正常。而公司把中报业绩做得如此漂亮，也不排除它有促进转债转股的意图，因公司不仅推出向全体股东每 10 股转增 10 股的分配方案，还在此前将可转换债券转股价格大幅调降到 4.8 元。

展望未来，由于财政补贴额的提前确定，解决了我们预测中的一个不确定因素，玉米价格短期内不会掀起大的波澜，最大的变动因素是乙醇销售价格。由于乙醇价格与中石化汽油出厂价按 0.9111 比例绑定，公司俨然成为一只石油概念股。国内成品油价格每提升 10%，理论上将增加公司 EPS0.09 元（未摊薄，以今年销量计，如果考虑时间段因素，对实际业绩贡献要打个折扣）、EPS0.40 元（未摊薄，以明年销量计）。

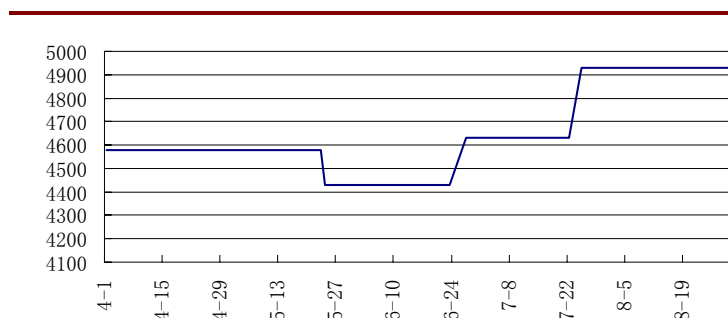
由于国际原油价格已突破 70 美元/桶，没有人认为它短期内能回落，预测冲击 80 美元/桶的倒是大有人在，国内成品油价格一直以政府补贴形式低过国际价格，随着国际油价的不断上涨，国内成品油价格上调预期也在不断加强。不过这种上调带有较大不确定性，我们还没有在此次盈利预测中反映，这也许为投机性炒作留下一些余地。

图 1、国际原油价格走势 单位：美元/桶



资料来源：隆众石化网

图 2、合肥（代表安徽地区）今年 4 月份以来汽油中准价（含税）情况 单位：元/吨



资料来源：隆众石化网

由于乙醇价格与中石化汽油出厂价按 0.9111 比例绑定，公司俨然成为一只石油概念股。

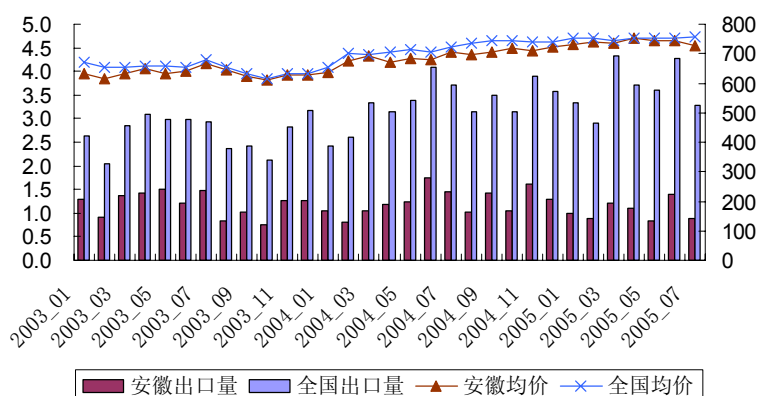
二、其他业务表现平平

我们对公司其他业务不作太多期望，它们或保持去年水平（如柠檬酸）、或力求保本（如赖氨酸），公司目前看来也正是这样要求自己，只有如此，公司业绩将在乙醇业务的推动下大幅增长。

1、柠檬酸增长有些乏力

从出口量上看，今年前七个月，柠檬酸价格虽有提升，而安徽省的出口量 7.3 万吨，同比减少 14.6%，而全国出口量 19.13 万吨，同比增长 19.9%，安徽省出口量占全国比重下降到 38.2%。如果这一数字能侧面反映丰原生化的销售情况，那么公司要实现 3 万吨的增量目标会有些困难，我们调降 05 年销量与 04 年持平。

图 3、全国与安徽柠檬酸出口量价情况 单位：万吨、美元/吨

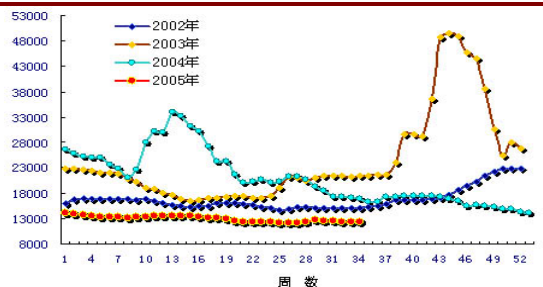


资料来源：国家海关总署

2、赖氨酸价格持续低迷

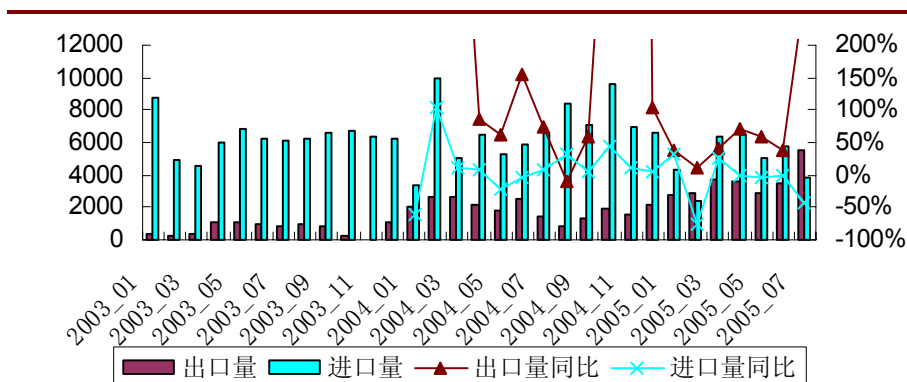
04 年被视为希望的赖氨酸，其价格一直趴在谷底，由于国内赖氨酸供给量不断增长，对进口的替代效应非常明显，我们对其价格的反弹不抱任何希望。

图 4、赖氨酸价格走势 单位：元/吨



资料来源：益农网

图 5、我国赖氨酸及其盐类进出口月度情况 单位：吨

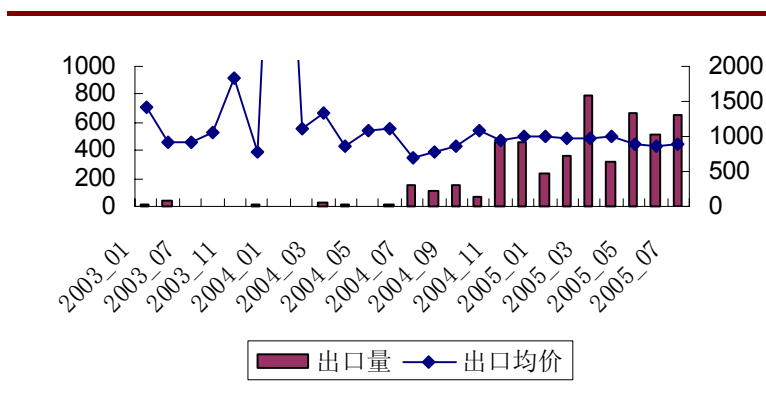


资料来源：国家海关总署，注：出口量月度同比增长率有个别月份过高，图中没有标出。

3、乳酸业务销量增加，均价趋于稳定、略有下滑

我们以安徽省乳酸出口情况来代表丰原生化。我们认为这块业务逐步进入正规，但目前规模较小，利润贡献有限。

图 6、安徽省乳酸出口量价情况 单位：吨、美元/吨



4、新业务环氧乙烷的销量似乎未达预期

新购入的环氧乙烷业务毛利率与我们预期的非常接近，而销售收入过小，可能产能利用率不足。该产品似乎不具备较好盈利能力，我们上次报告在公司预测基础上将盈余做了压缩，现在还要进一步压缩。

三、盈利预测

表 3、丰原生化产品基本假设 单位：万吨、元/吨

	2004	1Q2005	2Q2005	2005E	2006E	2007E
销售量（万吨）						
柠檬酸	18.0			18.0	18.9	19.8
赖氨酸	4.0			4.0	4.0	4.0
乳酸	0.337			2.5	3.5	3.5
环氧乙烷				1.0	2.0	2.0
酒精	0.0		3.8	10.0	44.0	44.0
平均售价（元/吨）						
柠檬酸	5119			5360	5340	5340
赖氨酸	11534			9402	9402	9402
乳酸	6664			6838	6410	5983
环氧乙烷				12906	11966	11111
酒精			3790	3790	3790	3790
单位成本（元/吨）						
柠檬酸	4223			4265	4393	4393
赖氨酸	8515			8601	8859	8859
乳酸	4500			4725	4725	4725
环氧乙烷				10000	10000	10000
酒精			4747	4700	4700	4563

资料来源：招商证券研究

表 4、丰原生化收入结构情况预测 单位：万元

	2004	1Q2005	2Q2005	2005E	2006E	2007E
合计收入	219825	56859	135148	290247	448741	460292
柠檬酸及其盐类	92136	25334	49126	96474	100929	105975
氨基酸系列	46134	10003	27418	37607	37607	37607
食用油系列	34477	6485	25821	34477	37925	41718
淀粉糖系列	44828	15038		53794	59173	65090
蛋白饲料			15494			
燃料酒精			14405	37895	166740	166740
环氧乙烷			2884	12906	23932	22222
乳酸				17094	22436	20940

合计毛利	39109	9491	17855	33669	2677	7675
柠檬酸及其盐类	16125	5596	12986	19702	17900	18795
氨基酸系列	12072	410	3463	3205	2173	2173
食用油系列	1800	-368	-289	-690	-759	-834
淀粉糖系列	8382	3853		12373	13610	14971
蛋白饲料			4705	0	0	0
燃料酒精			-3641	-9108	-40077	-34053
环氧乙烷			631	2906	3932	2222
乳酸				5282	5898	4403
毛利率	17.8%	16.7%	13.2%	11.6%	0.6%	1.7%
柠檬酸及其盐类	17.5%	22.1%	26.4%	20.4%	17.7%	17.7%
氨基酸系列	26.2%	4.1%	12.6%	8.5%	5.8%	5.8%
食用油系列	5.2%	-5.7%	-1.1%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
淀粉糖系列	18.7%	25.6%		23.0%	23.0%	23.0%
蛋白饲料			30.4%			
燃料酒精			-25.3%	-24.0%	-24.0%	-20.4%
环氧乙烷			21.9%	22.5%	16.4%	10.0%
乳酸				30.9%	26.3%	21.0%

资料来源：招商证券研究，注：空白部分是没有官方数据披露，公司在项目分组披露方面不能保持前后一致，工作需要改进。

与上次报告相比，销售收入结构预测方面调整幅度不大。预测调整幅度较大处包括降低期间费用、降低实际所得税，增加少数股东损益。增加少数股东损益是因为，公司今年年底投产的 32 万吨酒精项目是由公司与中石化安徽分公司共同投资设立的安徽丰原燃料酒精有限公司负责生产的，公司占 85% 权益，而丰原酒精公司目前处于建设中，没有并表，当然在丰原生化的在建工程中也没有反映。

07 年业绩预测结果低于 06 年，主要是乙醇补贴额进一步降低，而我们又没有大胆上调未来乙醇的预测价格，该年预测结果参考意义暂时不大。

四、风险因素

1、两大疑团待解：其一是公司于 7 月中旬同意两位副总及财务总监辞职、免去一位副总职务，并同时更换会计师事务所。换人动作太大令人不适，不过据查新换的北京兴华会计师事务所还算清白，该所原为北京市财政局投资兴办，98 年改制，现有合伙人七位，注册会计师 60 余名，从业人员 100 余名，现为国内 22 家上市公司做审计工作。其二是在良好的中报发布前夕调低可转换债券转股价格，其后 A 股与转债价格比翼齐飞，公司有这样的中期业绩，董事会还担心什么呢？

2、为内外公司担保超过净资产一半以上：不考虑为控股子公司丰原酒精公司担保的 8 亿元（这部分风险较小），为外部公司互保的有国风塑业 1.2 亿元、安徽水利 1 亿元，其中国风塑业自 03 年业绩大幅下滑后呈微利状态，前景堪忧。

3、全流通对价能力非常有限。由于公司转债全部转股后，大股东股权比例将下降到 38.1%，如果给流通股 1 股的全流通对价，其股权比例将进一步下降到 31.9%，再多的话 30%持股比例难以保证。

五、投资策略

根据 05、06 年的业绩预测结果，我们将公司投资评级由“谨慎推荐”调高到“强烈推荐”，将目标价由 6 元上调到 7.2~8 元。目标价的制定考虑以 05 年全面摊薄 EPS0.36 元与 20 倍市盈率，06 年全面摊薄 EPS0.55 元与 15 倍市盈率为区间。有鉴于公司基本上存在较多长期不利因素，长期投资评级维持“B”不变。

考虑 4.35 亿元转债全部转股的话，4.8 元转股价，将扩大总股本 23.12%，对业绩形成摊薄。我们在昨日上午邮件中提及 05 年 EPS 预测值 0.45 元未作摊薄，06 年 0.55 元则作了全面摊薄处理。

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	56285	55000	49500	44550
应收帐款净额	18883	24787	38098	38849
其他应收款净额	2229	2942	3652	2825
存货净额	61924	86393	155211	157010
流动资产合计	167006	207699	315721	313302
固定资产合计	403408	431363	436651	430273
资产总计	589997	662897	777524	770112
短期借款	178232	213794	238527	229381
应付帐款	74577	99356	170072	163520
预收帐款	5589	7379	11409	11703
应付福利	90	93	120	124
其他应付款	4631	4600	4600	4600
流动负债合计	322237	383617	481401	465905
长期负债合计	88954	84616	34600	29500
负债合计	411191	468233	516001	495405
少数股东权益	4278	6556	12070	16360
股本	39189	39189	48250	48250
股东权益合计	174527	188109	249453	258347
负债股东权益合计	589997	662897	777524	770112

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	33825	30125	26845	55874
投资活动现金流量净额	(83119)	(49599)	(29624)	(19661)
筹资活动现金流量净额	46894	18189	(2721)	(41163)
现金期末余额	56285	55000	49500	44550
现金期初余额	58696	56285	55000	49500
现金净增加额	(2411)	(1285)	(5500)	(4950)

注：考虑转债全部在 06 年实现转股

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	219825	290247	448741	460292
减：主营业务成本	180715	256579	446064	452617
主营业务税金及附加	249	1016	1571	1611
主营业务利润	38861	32653	1106	6064
加：其他业务利润	1161	1200	1200	1200
营业费用	7158	7837	8975	9206
管理费用	8394	8707	11219	11507
财务费用	9687	10934	12015	12103
营业利润	14783	6375	-29902	-25552
加：投资收益	1135	1305	1371	1439
补贴收入	466	19330	72132	60912
营业外收支净额	-298	-400	-400	-400
利润总额	16086	26610	43200	36399
减：所得税	5379	6832	11294	8740
减：少数股东权益	594	2277	5514	4290
净利润	10114	17500	26392	23369

财务比率	2004	2005E	2006E	2007E
盈利能力				
销售毛利率	17.68%	11.25%	0.25%	1.32%
销售净利率	4.60%	6.03%	5.88%	5.08%
净资产收益率	5.79%	9.30%	10.58%	9.05%
负债能力				
流动比率	0.52	0.54	0.66	0.67
速动比率	0.33	0.32	0.33	0.34
资产负债比率	69.7%	70.6%	66.4%	64.3%
现金流量				
每股经营现金流	0.86	0.77	0.56	1.16
净利润现金含量	3.34	1.72	1.02	2.39
营运能力				
应收账款周转率	10.41	13.29	14.27	11.96
存货周转率	3.80	3.46	3.69	2.90
发展能力				
销售收入增长率	42.06%	32.04%	54.61%	2.57%
净利润增长率	2.37%	73.04%	50.81%	-11.46%
净资产增长率	9.77%	7.78%	32.61%	3.57%
总资产增长率	25.08%	12.36%	17.29%	-0.95%

附：招商证券公司投资评级

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

附：招商证券行业投资评级

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我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供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归招商证券所有。