

长寿花食品 (01006.HK)

稻米胚油新品接力，新一轮增长可期

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价 (港元): **9.4**

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

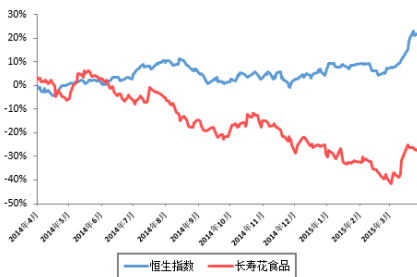
huyc@r.qizq.com.cn

2015年4月15日

基本状况

总股本(百万股)	573.56
流通股本(百万股)	573.56
市价(港元)	6.13
市值(百万港元)	3515.92
流通市值(百万港元)	3515.92

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	2,746.9	2,975.6	2,832.6	3140.2	3612.3
营业收入增速	31.07%	8.33%	-4.81%	10.84%	15.03%
净利润增长率	15.51%	32.34%	-1.49%	7.12%	19.69%
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.49	0.46	0.50	0.59
前次预测每股收益 (元)	0.39	0.49	0.46	0.50	0.59
市场预测每股收益 (元)					
偏差率 (本次-市场/市)					
市盈率 (倍)	8.71	16.65	10.20	15.00	7.96
PEG	0.56	0.51	—	2.11	0.40
每股净资产 (元)	2.90	3.43	3.78	4.02	4.48
每股现金流量 (元)	0.49	0.31	0.61	0.40	0.70
净资产收益率	14.19%	15.46%	12.88%	12.20%	13.00%
市净率	1.16	2.29	1.25	1.87	1.05
总股本 (百万元)	526.25	552.56	573.56	573.56	573.56

备注: 市场预测取聚源一致预期(单位为人民币)

投资要点

- **长寿花是中国四大玉米油生产企业之一，原名中国玉米油股份有限公司。**公司始建于1998年3月，是我国最早的玉米油生产企业之一，2009年12月在香港联交所上市，2012年6月更名为长寿花食品。目前公司拥有36万吨压榨产能、40万吨精炼产能和35万吨的罐装产能，是中国最大的玉米油生产和加工企业之一。2014年公司收入规模28.33亿元人民币，当前市值31.09亿港元。
- **食用油行业整体增速趋缓，但健康油种消费升级加速。**受餐饮行业疲软和人均油脂消费量高企等因素影响，食用植物油行业产量、收入和利润增速明显放缓。但健康油种消费增长迅猛，以玉米油和葵花籽油等为代表的健康油种消费增速近几年高达20%以上。我们认为健康食用油的消费升级将持续进行，预计未来三年玉米油行业仍将保持15%的复合增长，橄榄油、茶籽油、稻米胚油等其他健康油种也有望迎来爆发增长。
- **公司主要产品包括小包装玉米油（品牌玉米油）、散装油、玉米粕和其他小油种产品。**2014年收入占比分别为59%、19%、15%和7%，其中品牌玉米油贡献了公司整体毛利的84%。近5年公司收入复合增长率达16.05%，净利润复合增长率为16.78%，2014年公司收入达28.33亿元，净利润达2.66亿元，毛利率达20.02%，净利率为9.40%。
- **公司小包装玉米油占比逐步提升，稻米胚油为公司未来品类拓展方向。**近5年公司不断削减散装玉米油销售份额，加大品牌玉米油和其他品牌小油种的占比，截止2014年公司品牌油占比达65.8%，其他油产品占比达到7%。2014年下半年公司推出稻米胚油，作为未来主要拓展方向。公司在稻米胚油精炼方面优势显著，目前竞争对手只有金龙鱼，行业提升空间很大，未来有望实现快速增长。

- **2015 年公司在渠道、产能端齐发力，业绩有望企稳回升。**2015 年公司将继续加强直营建设，扩张经销商，并发力电商渠道；去年建设的杭州工厂（10 万吨精炼产能和 10 万吨罐装产能）预计 2015 年 5 月实现投产。通过渠道和产能端的发力，公司 2015 年业绩有望企稳回升，我们预计公司一季度销售收入增长 10%-20%，全年来看有望实现 10%以上的增长。
- **预计公司 15-16 年 EPS 为 0.50、0.59 人民币元，目标价 9.4 港元，对应 2015 年 15 倍 PE，“买入”评级。**公司已从原材料供应商转变为玉米油品牌商，并成为玉米油的代表品牌之一，未来还将在更多小品类油中开拓市场，其中稻米胚油值得期待。我们预计公司 15-16 年实现 EPS 为 0.50、0.59 人民币元，参考可比公司估值,目标价 9.4 港元，对应 2015 年 15 倍 PE。

内容目录

公司简介：中国四大玉米油生产企业之一	4
食用油行业整体增速趋缓，健康油种消费升级加速	5
食用植物油行业增速放缓，2014 年利润首次出现负增长	5
健康油种消费增速迅猛，食用油消费升级趋势确立	6
公司小包装玉米油占比逐步提升，稻米胚油为未来品类拓展方向	7
14 年产品量升价跌致收入小幅下滑，金胚玉米油大单品仍是业绩贡献主力	7
小包装玉米油占比逐步提升，稻米胚油成为公司未来主要拓展方向	10
渠道、产能齐发力，15 年公司业绩有望企稳回升	11
投资建议	12
风险提示	12

图表目录

图表 1：公司玉米油产品	4
图表 2：公司其他油种产品	4
图表 3：公司主要生产基地分布	5
图表 4：食用植物油行业产、销量增速放缓	6
图表 5：食用植物油行业收入、利润均出现负增长	6
图表 6：未来三年玉米油销量将保持 15%的增速	6
图表 7：中国葵花籽油消费量近两年猛增	6
图表 8：预计未来三年国内橄榄油进口量复合增速为 30%	7
图表 10：各类油脂脂肪酸的占比及毛利率对比	7
图表 11：2014 年公司收入结构	8
图表 12：2014 年公司毛利结构	8
图表 13：品牌玉米油和其他油产品毛利率均在 30%左右	8
图表 14：2014 年公司收入出现小幅下滑	9

图表 15: 2014 年公司净利润同比基本持平	- 9 -
图表 16: 2014 年公司品牌玉米油同比增长 1.9%	- 9 -
图表 17: 2014 年公司散装玉米油同比增长 14.7%	- 9 -
图表 18: 2014 年公司毛利率小幅下滑	- 9 -
图表 19: 2014 年公司净利率小幅上涨	- 9 -
图表 20: 近几年品牌玉米油和其他油产品占比逐步上升	- 10 -
图表 21: 稻米胚结构剖析图	- 11 -
图表 22: 2014 年公司推出稻米胚油产品	- 11 -
图表 23: 长寿花销售预测表	- 13 -
图表 24: 长寿花食品销售收入分项详细预测——品牌玉米油	- 14 -
图表 25: 长寿花食品销售收入分项详细预测——散装玉米油	- 14 -
图表 26: 长寿花食品销售收入分项详细预测——玉米粕	- 14 -
图表 27: 长寿花食品销售收入分项详细预测——其他油产品	- 15 -
图表 28: 长寿花财务预测——损益表	- 15 -

公司简介：中国四大玉米油生产企业之一

- 长寿花是中国第一家专业生产玉米油的企业，原名中国玉米油股份有限公司，隶属于山东三星集团旗下。公司始建于1998年3月，2009年12月在香港联交所上市。2012年6月，公司更名为长寿花食品股份有限公司。目前公司市值35.16亿港元，2014年收入规模为28.33亿元人民币。
- 公司主要产品为小包装玉米油、散装玉米油、玉米粕和其他小油种，其中小包装玉米油占比近60%。公司在内蒙古鄂尔多斯、通辽，辽宁铁岭，山东惠民、邹平，浙江桐庐等地共建设了8个大型生产基地。目前，公司拥有36万吨压榨产能、40万吨的精炼产能和35万吨的罐装产能，是中国四大玉米油生产和加工企业之一。

图表1：公司玉米油产品



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表2：公司其他油种产品



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 3: 公司主要生产基地分布

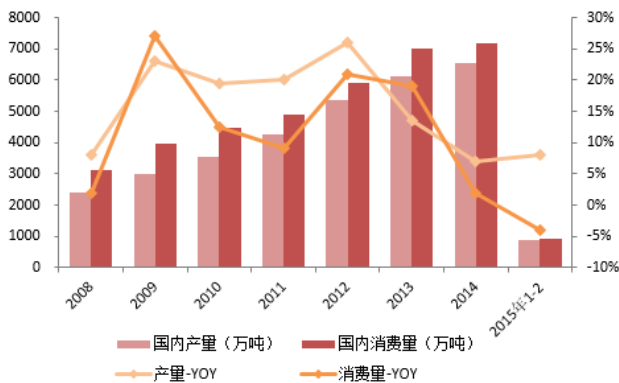


来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

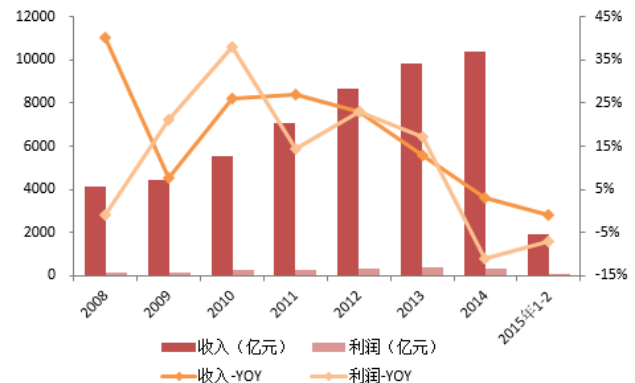
食用油行业整体增速趋缓，健康油种消费升级加速

食用植物油行业增速放缓，2014 年利润首次出现负增长

- 受餐饮行业疲软和人均油脂消费量高企等影响，食用植物油行业产量、收入和利润增速明显放缓。2014 年我国食用植物油产量和消费量分别为 6534 和 7171 万吨，同比增长 7%、2%；2015 年 1-2 月产量同比增长 8%，但消费量同比下降 4%。受国内油脂价格下行影响，2014 年我国食用植物油行业收入 10370 亿元，同比增长 3%；净利润同比下降 11%；2015 年 1-2 月则分别下降 1%、7%。

图表 4: 食用植物油行业产、销量增速放缓


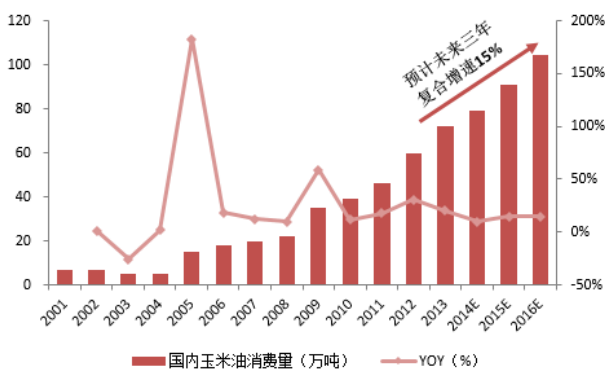
来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 5: 食用植物油行业收入、利润均出现负增长


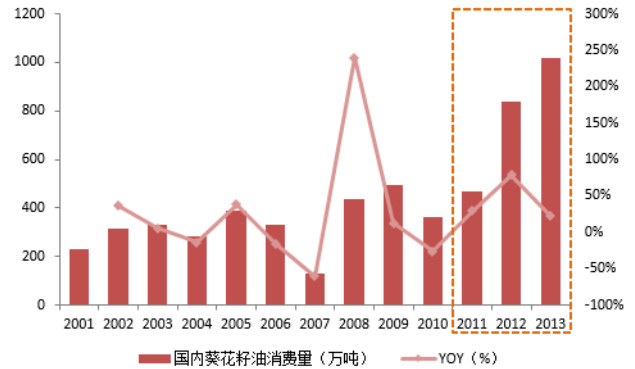
来源: WIND、齐鲁证券研究所

健康油种消费增速迅猛, 食用油消费升级趋势确立

- 以玉米油和葵花籽油为代表的健康油种消费占比持续提升。玉米油和葵花籽油是公认的健康油, 其不饱和脂肪酸含量远远高于大豆油、花生油、菜籽油等常见油种。近几年玉米油和葵花籽油的市场占有率不断上升, 其中玉米油从 2010 年的 6% 上升至 2013 年的 12%, 销量从 2006 年的 17.79 万吨增长至 2012 年的 60 万吨, 复合增长率达到 22%, 我们预计未来三年行业仍将保持 15% 的复合增速。而作为世界四大消费植物油种之一的葵花籽油, 其近两年在国内的消费量也呈现猛增态势。

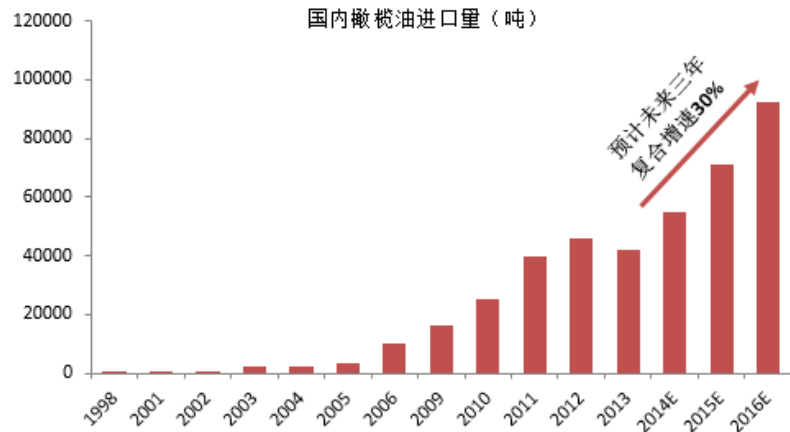
图表 6: 未来三年玉米油销量将保持 15% 的增速


来源: USDA、齐鲁证券研究所

图表 7: 中国葵花籽油消费量近两年猛增


来源: USDA、齐鲁证券研究所

- 橄榄油、稻米胚油等其他健康食用油也将受益消费升级, 未来有望迎来爆发式增长。
 - 国内橄榄油消费需求旺盛, 预计未来三年行业复合增速 30%。橄榄油仅仅在全球食用油市场占大约 3% 的份额, 但随着地中海健康饮食的推广, 全球消费量平均每年增长 6% 左右, 在新兴市场的增长则更为可观, 保持两位数的增长。近些年来, 随着国内消费者对健康意识的增强, 橄榄油需求旺盛, 进口量年均复合增速达 50%, 预计未来三年行业复合增速为 30%。

图表 8: 预计未来三年国内橄榄油进口量复合增速为 30%


来源: USDA、齐鲁证券研究所

- **稻米胚油潜在产出达 400 万吨，目前国内市场处于起步阶段。**稻米胚油的不饱和脂肪酸含量高达 80%，并含有谷维素，具有抗氧化、抗衰老等多种作用，且其成分比例较其他油种更为均匀，在日本等发达国家是健康食用油的代表。我国米糠产量达 2500 万吨/年，按 16% 的出油率计算，稻米胚油潜在产出 400 万吨，是玉米油的 3-4 倍。但稻米胚油生产技术壁垒较高，米糠须于 24 小时内炼成毛油，目前国内稻米胚油市场处于起步阶段，拥有相关技术的企业不多，具有一定销售规模的厂商只有金龙鱼和长寿花。另外，稻米胚油价格一般高于玉米油，毛利率也相对更高，可达 40% 以上。

图表 9: 各类油脂脂肪酸的占比及毛利率对比

对比指标 (%)	豆油	玉米油	花生油	菜籽油	稻米胚油	橄榄油
软脂酸	8.0-13.5	—	8.0-10.0	2.0-5.0	12-18	9.2
硬脂酸	2.5-5.4	0-3.3	4.0-6.0	1.0-2.0	1.0-3.8	—
油酸	18-28	20-42	41.2	14-19	40-50	83.1
亚油酸	49-59	34-65	37.6	12-24	29-42	3.9
亚麻酸	5-11	0-2	0-1	1-10	0-1	—
毛利率	10-15%	30%	30%	20%	40%	50-60%

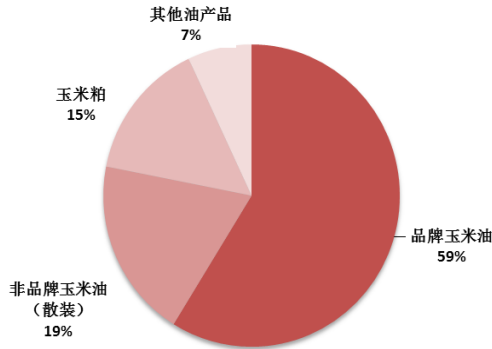
来源: 公司公告、网络资料整理、齐鲁证券研究所

公司小包装玉米油占比逐步提升，稻米胚油为未来品类拓展方向

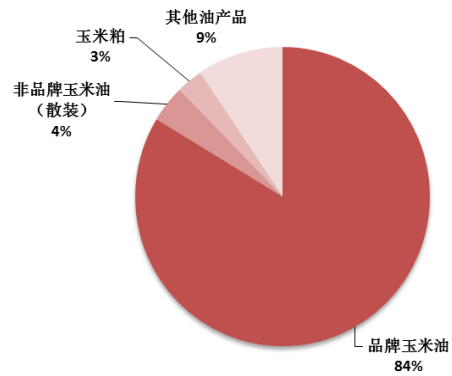
14 年产品量升价跌致收入小幅下滑，金胚玉米油大单品仍是业绩贡献主力

- 公司主要产品包括品牌玉米油（小包装玉米油）、散装油、玉米粕和其他

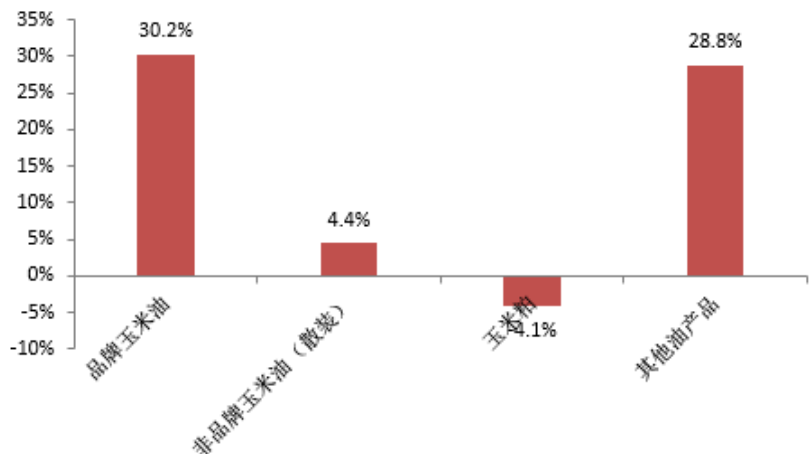
小油种产品，2014 年收入占比分别为 59%、19%、15%和 7%。其中，品牌玉米油和其他油产品毛利率最高，均在 30%左右，而品牌玉米油贡献了公司整体毛利的 84%。

图表 10: 2014 年公司收入结构


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

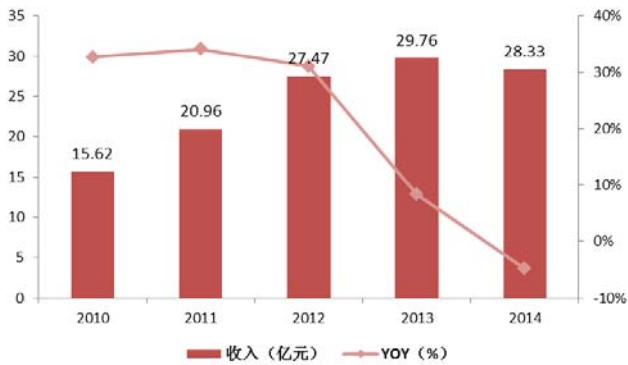
图表 11: 2014 年公司毛利结构


来源：公司年报、齐鲁证券研究所

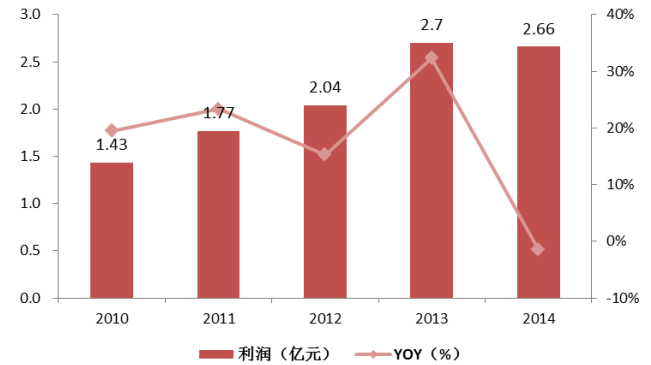
图表 12: 品牌玉米油和其他油产品毛利率均在 30%左右


来源：WIND、齐鲁证券研究所

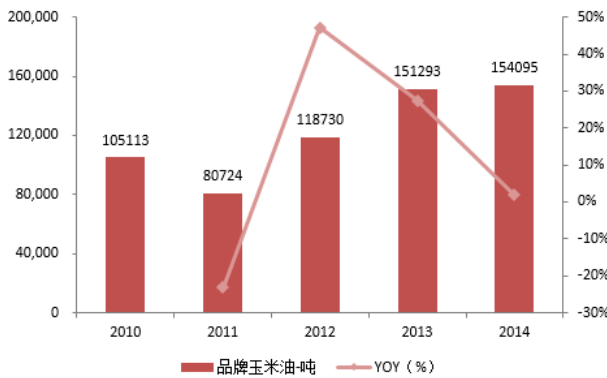
- 2014 年油脂市场表现疲软，但公司销量保持增长，均价下跌使得公司收入出现小幅下滑。**公司 2014 年收入 28.33 亿元，同比减少 4.81%，净利润 2.66 亿元，同比减少 1.49%。但 2014 年公司销量同比实现小幅增长，其中，品牌玉米油同比增长 1.9%，散装玉米油同比增长 14.7%。近 5 年公司收入复合增长率达 16.05%，净利润复合增长率为 16.78%。

图表 13: 2014 年公司收入出现小幅下滑


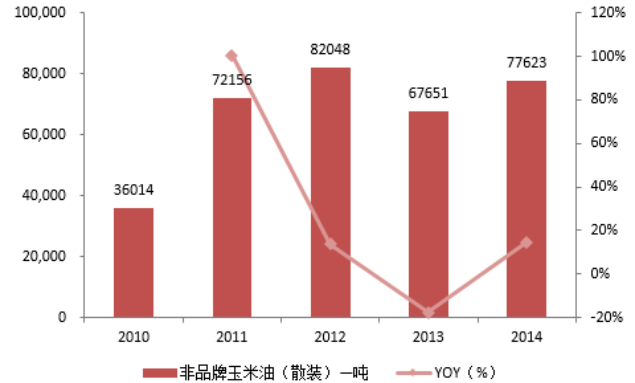
来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 14: 2014 年公司净利润同比基本持平


来源: WIND、齐鲁证券研究所

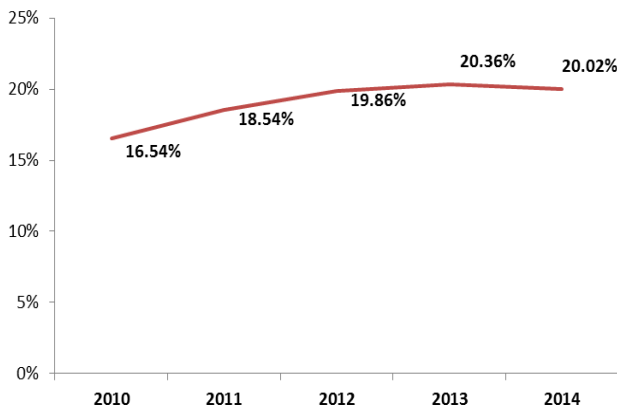
图表 15: 2014 年公司品牌玉米油同比增长 1.9%


来源: WIND、齐鲁证券研究所

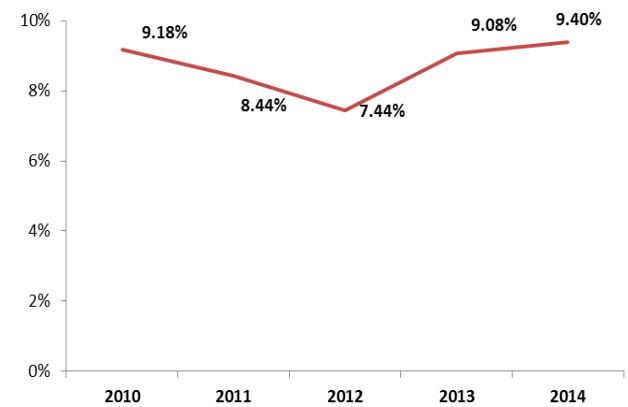
图表 16: 2014 年公司散装玉米油同比增长 14.7%


来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 公司毛利率稳步提升,净利率已接近 10%。近 5 年公司毛利率持续上升,从 2010 年的 16.54% 提升至目前的 20% 以上。同时,2014 年公司净利率继续稳步提升,达到接近 10% 的水平。

图表 17: 2014 年公司毛利率小幅下滑


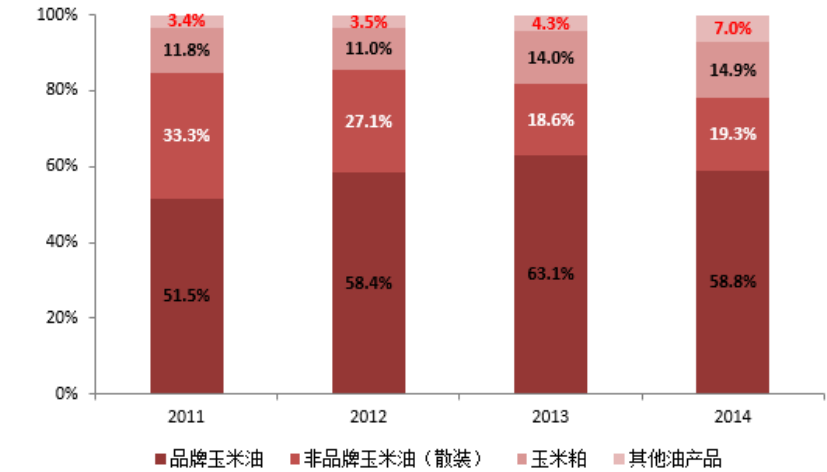
来源: WIND、齐鲁证券研究所

图表 18: 2014 年公司净利率小幅上涨


来源: WIND、齐鲁证券研究所

小包装玉米油占比逐步提升，稻米胚油成为公司未来主要拓展方向

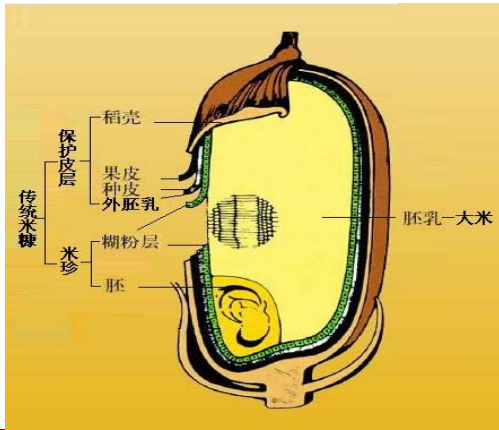
- **公司品牌玉米油占比逐步提升，散装油转化为品牌油。**近5年公司不断削减散装玉米油销售份额，加大品牌玉米油和其他品牌小油种的占比，截止2014年公司品牌油占比达65.8%，其他油产品占比达到7%。

图表 19：近几年品牌玉米油和其他油产品占比逐步上升


来源：WIND、齐鲁证券研究所

- **2014年下半年公司推出稻米胚油，作为未来主要拓展方向。**稻米胚油潜在产出可达400万吨，是玉米油的3-4倍，未来市场容量较大。公司于去年6月开始进军一级稻米胚油产品市场，其售价为21000-22000元/吨，毛利率40%以上，高于公司其他主营品种油。目前，公司已经通过OEM方式生产向市场推出稻米胚油产品，后续精炼工厂的建立可以实现4级稻米胚油精炼成一级稻米胚油，然后借助已有渠道进行批量销售。
- **公司在稻米胚油精炼方面优势显著，未来有望实现快速增长。**稻米胚油的生产技术壁垒较高，拥有相关技术的企业不多。虽然公司目前在稻米胚油方面还不具备较大产能，但已有成熟的稻米胚油精炼工艺，且与公司一样可以将初级稻米胚油加工成高级稻米胚油的企业很少（国内四级稻米胚油的总量在300万-400万吨，但能精炼成一级稻米胚油的量仅有1%左右），这使得公司在该细分行业具有明显优势。目前，公司在高级稻米胚油方面的对手只有金龙鱼，市场份额提升空间很大。2014年公司稻米胚油销量为1000吨，预计2015年销量将达到5000-10000吨。

图表 20: 稻米胚结构剖析图



来源: 网络、齐鲁证券研究所

图表 21: 2014 年公司推出稻米胚油产品

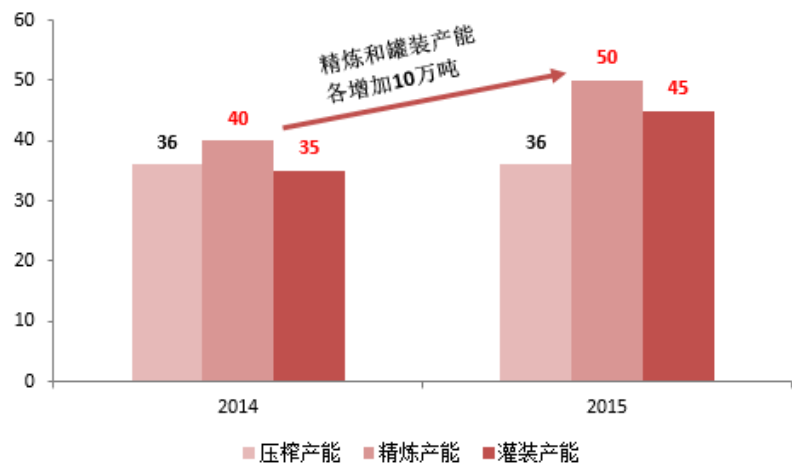


来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

渠道、产能齐发力，15 年公司业绩有望企稳回升

- **2015 年继续加强直营建设，扩张经销商，并发力电商渠道。**继与物美、人人乐、大润发实现产销直供合作后，2015 年公司将加快与各大知名商超的产销直供战略合作，计划今年实现一二线城市的全面直营，三四线城市扩张经销商。在电商渠道方面，2015 年公司将完善线上运作模式，目前已经制定了全面的电商发展规划。
- **市场布局和产能扩张持续进行，杭州工厂预计今年 6 月前投产。**2014 年，公司分别耗资 1.3 亿、8000 万元收购广州久久福食品有限公司和建设杭州工厂，用来布局珠三角市场，并为未来产能释放作准备，预计 2015 年 5 月公司杭州工厂 10 万吨精炼产能和 10 万吨罐装产能将实现投产。总之，通过渠道和产能端的继续发力，公司 2015 年业绩有望企稳回升，我们预计公司一季度销售收入增长 10%-20%，全年来看有望实现 10%以上的增长。

图表 22: 2015 年精练和罐装产能各增加 10 万吨



来源: 公司调研、齐鲁证券研究所

- **公司中期目标——“1234”工程。**公司目前的销售策略是在一、二线城市加大自营力度，三、四线城市通过经销商销售。未来公司将不断加大

力度拓展营销渠道，公司制订了一个中期目标——“1234”工程。即到2018年，实现100万个终端销售点，200亿的销售收入，3000家经销商，4000名员工的销售团队。此外，公司将持续完善并扩大产能，布局长三角和珠三角市场。

投资建议

- 公司已从原材料供应商转变为玉米油品牌商，并成为玉米油的代表品牌之一，未来还将在更多小品类油中开拓市场，其中稻米胚油值得期待。
- 我们预计公司15-16年实现EPS为0.50、0.59元，给予公司目标价9.4港元，对应2015年15倍PE，“买入”评级。

图表 23: 可比公司估值对比

股票名称	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE		
			2014	2015E	2016E	2014	2015E	2016E
单位: HKD								
蒙牛乳业	42.10	825.34	1.53	1.76	2.10	27.52	23.92	20.05
中国旺旺	8.75	1151.40	0.36	0.44	0.49	24.31	19.89	17.86
康师傅控股	16.70	935.88	0.55	0.71	0.81	30.36	23.52	20.62
中国食品	5.68	158.88	-0.08	0.08	0.16	-71.00	71.00	35.50
长寿花食品	6.13	35.16	0.59	0.64	0.76	10.39	9.58	8.07
万洲国际	5.34	782.23	0.50	0.48	0.57	10.68	11.13	9.37
西王食品	18.44	70.03	0.79	0.70	0.95	23.34	26.34	19.41

对应2015年4月27日收盘价，未有评级的采用市场一致预期

来源: WIND、齐鲁证券研究所

风险提示

- 食品安全风险;
- 原材料价格大幅波动;
- 稻米胚油等新品推广不及预期;

图表 24: 长寿花销售预测表
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E
品牌玉米油					
平均售价 (万元/吨)	13,298.63	12,221.32	10,610.34	10,822.54	11,363.67
增长率 (YOY)	—	-8.10%	-13.18%	2.00%	5.00%
销售数量 (吨)	118,734.00	151,293.00	154,095.00	169,504.50	189,845.04
增长率 (YOY)	—	27.42%	1.85%	10.00%	12.00%
销售收入	1,579.00	1,849.00	1,635.00	1,834.47	2,157.34
增长率 (YOY)	—	17.10%	-11.57%	12.20%	17.60%
毛利率	29.30%	30.20%	30.20%	30.20%	30.20%
销售成本	1,116.35	1,290.60	1,141.23	1,280.46	1,505.82
增长率 (YOY)	—	15.61%	-11.57%	12.20%	17.60%
毛利	462.65	558.40	493.77	554.01	651.52
增长率 (YOY)	—	20.70%	-11.57%	12.20%	17.60%
占总销售额比重	58.39%	63.11%	58.83%	59.32%	60.52%
占主营业务利润比重	86.22%	93.48%	88.78%	86.00%	83.58%
散装玉米油					
平均售价 (万元/吨)	8,921.61	8,070.83	6,892.29	6,547.67	6,416.72
增长率 (YOY)	—	-9.54%	-14.60%	-5.00%	-2.00%
销售数量 (吨)	82,048.00	67,651.00	77,623.00	73,741.85	62,680.57
增长率 (YOY)	—	-17.55%	14.74%	-5.00%	-15.00%
销售收入	732.00	546.00	535.00	482.84	402.20
增长率 (YOY)	—	-25.41%	-2.01%	-9.75%	-16.70%
毛利率	7.20%	2.70%	4.40%	4.00%	4.00%
销售成本	679.30	531.26	511.46	463.52	386.12
增长率 (YOY)	—	-21.79%	-3.73%	-9.37%	-16.70%
毛利	52.70	14.74	23.54	19.31	16.09
增长率 (YOY)	—	-72.03%	59.68%	-17.95%	-16.70%
占总销售额比重	27.07%	18.63%	19.25%	15.61%	11.28%
占主营业务利润比重	9.82%	2.47%	4.23%	3.00%	2.06%
玉米粕					
销售收入	298.00	411.00	415.00	435.75	461.90
增长率 (YOY)	—	37.92%	0.97%	5.00%	6.00%
毛利率	-4.50%	-3.80%	-4.10%	-4.00%	-4.00%
销售成本	311.41	426.62	432.02	453.18	480.37
增长率 (YOY)	—	37.00%	1.27%	4.90%	6.00%
毛利	-13.41	-15.62	-17.02	-17.43	-18.48
增长率 (YOY)	—	16.47%	8.94%	2.44%	6.00%
占总销售额比重	11.02%	14.03%	14.93%	14.09%	12.96%
占主营业务利润比重	-2.50%	-2.61%	-3.06%	-2.71%	-2.37%
其他					
销售收入	95.00	124.00	194.00	339.50	543.20
毛利率	36.50%	32.10%	28.80%	26.00%	24.00%
销售成本	60.33	84.20	138.13	251.23	412.83
增长率 (YOY)	—	39.57%	64.06%	81.88%	64.32%
毛利	34.68	39.80	55.87	88.27	130.37
占总销售额比重	3.51%	4.23%	6.98%	10.98%	15.24%
占主营业务利润比重	6.46%	6.66%	10.05%	13.70%	16.72%
总计					
销售收入小计	2704.00	2930.00	2779.00	3092.56	3564.64
销售成本小计	2167.38	2332.67	2222.83	2448.39	2785.14
毛利	536.62	597.33	556.17	644.16	779.50
平均毛利率	19.85%	20.39%	20.01%	20.83%	21.87%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 25: 长寿花食品销售收入分项详细预测——品牌玉米油

品牌玉米油	2012	2013	2014	2015E	2016E
销量 (吨)	118734	151293	154095	169505	189845
销量yoy		27.4%	1.9%	10.0%	12.0%
平均售价 (元/吨)	13299	12221	10610	10823	11364
价格yoy		-8.1%	-13.2%	2.0%	5.0%
销售收入 (百万元)	1579	1849	1635	1834	2157
收入yoy		17.1%	-11.6%	12.2%	17.6%
单位成本 (元/吨)	9402	8530	7406	7554	7932
单位成本yoy		-9.3%	-13.2%	2.0%	5.0%
毛利率 (%)	29.3%	30.2%	30.2%	30.2%	30.2%
毛利率 (+/-)		0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利 (百万元)	463	558	494	554	652
单位毛利 (元/吨)	3896	3691	3204	3268	3432

来源: 齐鲁证券研究所

图表 26: 长寿花食品销售收入分项详细预测——散装玉米油

散装玉米油	2012	2013	2014	2015E	2016E
销量 (吨)	82048	67651	77623	73742	62681
销量yoy		-17.5%	14.7%	-5.0%	-15.0%
平均售价 (元/吨)	8922	8071	6892	6548	6417
价格yoy		-9.5%	-14.6%	-5.0%	-2.0%
销售收入 (百万元)	732	546	535	483	402
收入yoy		-25.4%	-2.0%	-9.8%	-16.7%
单位成本 (元/吨)	8279	7853	6589	6286	6160
单位成本yoy		-5.1%	-16.1%	-4.6%	-2.0%
毛利率 (%)	7.2%	2.7%	4.4%	4.0%	4.0%
毛利率 (+/-)		-4.5%	1.7%	-0.4%	0.0%
毛利 (百万元)	53	15	24	19	16
单位毛利 (元/吨)	642	218	303	262	257

来源: 齐鲁证券研究所

图表 27: 长寿花食品销售收入分项详细预测——玉米粕

玉米粕	2012	2013	2014	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	298	411	415	436	462
收入yoy		37.9%	1.0%	5.0%	6.0%
毛利率 (%)	-4.5%	-3.8%	-4.1%	-4.0%	-4.0%
毛利率 (+/-)		0.7%	-0.3%	0.1%	0.0%
毛利 (百万元)	-13	-16	-17	-17	-18

来源: 齐鲁证券研究所

图表 28: 长寿花食品销售收入分项详细预测——其他油产品

其他油产品	2012	2013	2014	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	95	124	194	340	543
收入yoy		30.5%	56.5%	75.0%	60.0%
毛利率 (%)	36.5%	32.1%	28.8%	26.0%	24.0%
毛利率 (+/-)		-4.4%	-3.3%	-2.8%	-2.0%
毛利 (百万元)	35	40	56	88	130

来源: 齐鲁证券研究所

图表 29: 长寿花财务预测—损益表
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
营业总收入	2,704	2,930	2,779	3,093	3,565
增长率	—	8.4%	-5.2%	11.3%	15.3%
营业成本	-2,223	-2,334	-2,223	-2,448	-2,785
% 销售收入	82.2%	79.6%	80.0%	79.2%	78.1%
毛利	482	597	556	644	779
% 销售收入	17.8%	20.4%	20.0%	20.8%	21.9%
营业费用	-216	-279	-233	-257	-299
% 销售收入	8.0%	9.5%	8.4%	8.3%	8.4%
管理费用	-56	-58	-56	-65	-68
% 销售收入	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	210	259	267	323	413
% 销售收入	7.8%	8.8%	9.6%	10.4%	11.6%
财务费用	-1	-3	-2	-1	-3
% 销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%
资产减值损失	-26	-25	-20	-20	-20
公允价值变动收益	12	15	0	0	0
投资收益	32	20	10	28	17
% 税前利润	10.8%	5.9%	3.3%	7.4%	3.7%
营业利润	227	266	255	330	407
营业利润率	8.4%	9.1%	9.2%	10.7%	11.4%
营业外收支	69	70	49	51	50
税前利润	296	336	304	381	457
利润率	10.9%	11.5%	10.9%	12.3%	12.8%
所得税	-87	-66	-42	-53	-65
所得税率	29.6%	19.7%	13.9%	14.0%	14.2%
净利润	208	270	262	327	392
少数股东损益	9	2	1	3	2
归属于母公司的净利润	199	268	261	324	390
净利率	7.4%	9.1%	9.4%	10.5%	10.9%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。