

FUFENG GROUP LTD(00546.HK)

High margin products will become new growth driver

Fufeng group announced 2010 interim results. Sales up 45.4% yoy to RMB2.98Bn, profit attributable to equity holders up 30% yoy to RMB460Mn. EPS reached RMB0.32. The company proposed an interim-dividend of RMB0.11 per share. The Xanthan Gum segment reached 20% of total gross profit in 1H2010 and another high margin-product Threonine will become new growth driver in the future. We maintain our EPS estimate from 2010-2012 as RMB0.66, 0.88 and 1.11 respectively. We slightly revised up our TP to HK\$10, based on 10X11PE and we reiterate buy rating of the stock.

Xanthan Gum accounted for 20% of the total gross profit In 1H2010, the Xanthan Gum sales volume increased by 128% to 19086 tons, while the ASP is decreasing 8.5% yoy due to company's strategy of market share expansion. The company targets 60% of global market share in the future.

Glutamic acid was internally used The company's Glutamic acid sales only accounted for 3.2% of the total sales in 1H2010, as most of the glutamic acid were used internally in 1H2010. The company promotes Uo brand in 2009 and the products currently were sold in 2000 supermarkets.

Threonine will become new growth driver in the future The company established 5000 tons threonine product capacity in 1H2010 and the capacity will reach 10000 tons at the end of 2010. we believe the high margin product(GM reaches 30%) will become new growth driver in the future.

Valuation and rating We maintain our EPS estimate from 2010-2012 as RMB0.66, 0.88 and 1.11 respectively. We slightly revised up our TP to HK\$10, based on 10X11PE and we reiterate buy rating of the stock.

Financials

RMB mn	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Revenue	3585	4633	6982	9168	11062
Growth (%)	47%	29%	51%	31%	21%
Net income	295	928	1099	1459	1851
Growth (%)	554%	215%	18.4%	33%	27%
EPS (yuan)	0.18	0.56	0.66	0.88	1.11
P/E (X)	27.0	8.6	7.2	5.5	4.3
ROE (%)	17%	39%	34%	33%	31%

Source: Company data, CMS (HK) estimates

Buy

(prior: buy)

TP: HK\$ 10.0

Current price: HK\$5.43

China Merchants Securities (HK)
Gloria Wang
86-755-83295365
wangxiaodi@cmschina.com.cn

19 Aug 2010

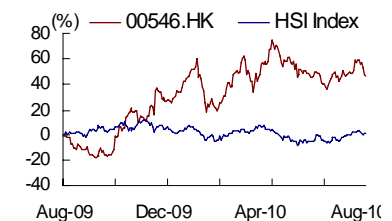
Key data

HSI Index	21167.88
HSCEI Index	11759.74
S/O (mn)	1660
S/O (HK) (mn)	1660
Mkt cap (HK) (mn)	9014
BVPS (HKD)	1.44

Major share holder	Holding (%)
Li Xue chun	47.35%
Free float	41.44
Industry	F&B

Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute return	0	21	46
Relative return	-5	18	43



Source: Bloomberg

Related research

1、《享有成本优势的味精龙头企业》
2010/4/30

阜丰集团(00546.HK)

中报点评: 高毛利率产品是未来新的业绩增长点

阜丰集团公布2010年中报业绩。销售收入同比增加45.4%到29.8亿元(人民币,下同), 股东应占盈利同比增加30%到4.6亿元。每股盈利达到0.32元, 公司拟派发中期股息0.11元。公司上半年黄原胶业务是亮点, 毛利占比提高到20%, 且拟年底投入市场的另一高毛利率产品苏氨酸将成为新的业绩增长点。我们维持2010-2012年EPS预测0.66、0.88及1.11元。我们略微调高目标价到10港元, 基于10X11PE, 我们维持公司股票买入评级。

黄原胶产品对毛利的贡献上升到20% 2010年上半年公司黄原胶销量增加128%到1.9万吨, 但为了市场份额的扩大, 公司降低平均销售价格8.5%到1.99万元/吨。2010年上半年, 黄原胶对毛利贡献上升到20%。我们预计2010年全年黄原胶销量3.1万吨, 价格在2万元/吨。

谷氨酸转为自用, 品牌建设正当其时 公司09年开始进行快速转型, 将由工业品制造商转变为消费品企业。公司之前生产原料谷氨酸将基本转为自用。今年上半年谷氨酸销售额占比仅为3.2%。在品牌建设方面, 公司在2009年推出了Uo鲜系列产品, 并已经在中国2000家超级市场出售。

产业链深化, 新产品苏氨酸将成为未来新的盈利增长点 公司新投苏氨酸产能达到5000吨, 年底将达到1万吨, 公司预计此块业务明年将成为盈利的主要增长点。苏氨酸的毛利率也高达30%。我们预计2010年苏氨酸销量达2000吨, 且目前价格见底, 达14500元/吨, 外需复苏以及原料价格上涨背景下, 未来价格有反弹趋势。

估值与评级 我们认为味精供需平衡, 未来可以保持较为稳定的增长, 且高毛利率产品黄原胶和苏氨酸未来将成为新的业绩增长点。我们维持2010-2012年EPS预测0.66、0.88及1.11元。我们略微调高目标价到10港元, 基于10X11PE。我们维持公司股票买入评级。

盈利预测及估值

人民币 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业额	3585	4633	6982	9168	11062
同比增长(%)	47%	29%	51%	31%	21%
净利润	295	928	1099	1459	1851
同比增长(%)	554%	215%	18.4%	33%	27%
每股盈利(元)	0.18	0.56	0.66	0.88	1.11
市盈率(x)	27.0	8.6	7.2	5.5	4.3
ROE(%)	17%	39%	34%	33%	31%

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

买入

(上次: 买入)

目标价: HK\$ 10

现价: HK\$5.43

招商证券(香港)研究部

王晓滢

86-755-83295365

wangxiaodi@cmschina.com.cn

2010年8月19日

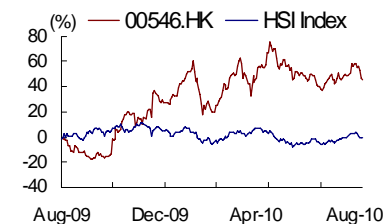
基础数据

恒生指数	21167.88
H股指数	11759.74
总股数(万股)	1660
港股股数(万股)	1660
港股市值(港元百万)	9014
每股净资产(港元)	1.44

主要股东	持股(%)
李学纯	47.35%
自由流通股	41.44%
行业	食品饮料

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	21	46
相对恒指表现	-5	18	43



资料来源: 彭博

相关报告

- 《享有成本优势的味精龙头企业》
2010/4/30

上半年策略重在提高味精市场份额 2009年年底,因为国内局部地区味精供求紧张,导致味精价格大涨。味精价位最高达到了13000元/吨。2010年初以来,为了争取较多的市场份额,公司1季度主动调低了味精出厂价,因此带来上半年整体毛利率由2009年上半年的28.1%下降到24.8%。公司目前味精市场份额25%,未来2-3年提高市场份额到40%,即达到100万吨的销量。上半年公司味精销量增长79%到23.5万吨,下半年为春节旺季,我们认为公司味精销量高速增长趋势可以保持,我们预计全年销量为47万吨,且我们预计公司将要在9月初上调味精出厂价,我们预计全年价格在8240元/吨(不含税)。

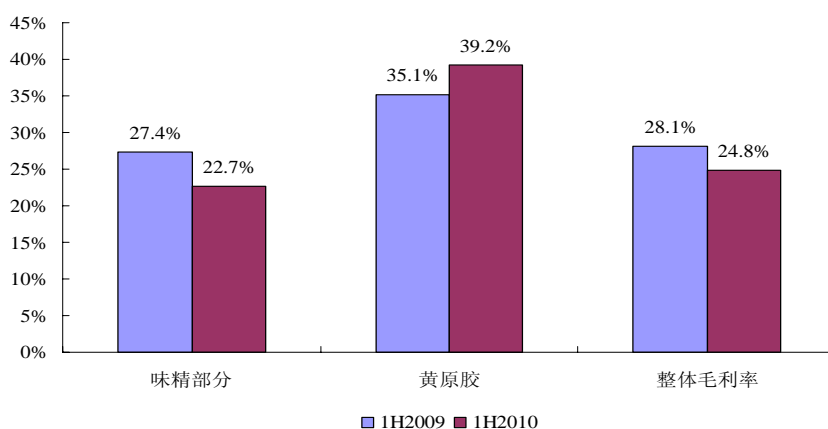
表 1: 公司各部分业务半年销售收入和毛利表现

销售收入(百万元人民币)	1H2009	1H2010	YoY
味精部分	1869.4	2606.5	39.4%
黄原胶	185.9	381.5	105.2%
整体	2055.4	2988.0	45.4%
毛利(百万元人民币)			
味精部分	511.6	592.4	15.8%
黄原胶	65.3	149.7	129.2%
整体	576.9	742.1	28.6%
销量(千吨)			
味精	132	235	79%
黄原胶	8390	19086	128%
平均销售价格(元/吨)			
味精	6886	7489	8.80%
黄原胶	21622	19987	-8.5%

注:味精部分包括:味精、谷氨酸、肥料、玉米甜味剂等

资料来源:公司资料 招商证券(香港)

图 1: 公司毛利率比较



资料来源:公司资料 招商证券(香港)

黄原胶产品对毛利的贡献上升到 20% 2010 年上半年公司黄原胶销量同比增加 128%到 1.9 万吨,但为了市场份额的扩大,公司的平均销售价格同比降低 8.5%。2010 年上半年,黄原胶毛利占比上升到 20%,毛利率上升到 39.2%。我们预计 2010 年全年黄原胶销量 3.1 万吨,价格 2 万元/吨。公司目前在工业应用的黄原胶已经达到全球 60%的市场份额,在食品方面运用的市场占有率低,公司争取整体达到全球 60%的市场份额。

图 2: 公司销售收入组成

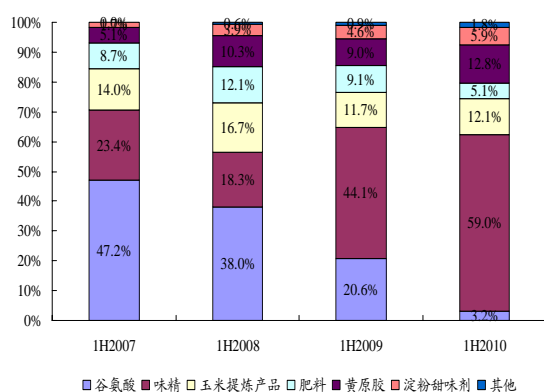
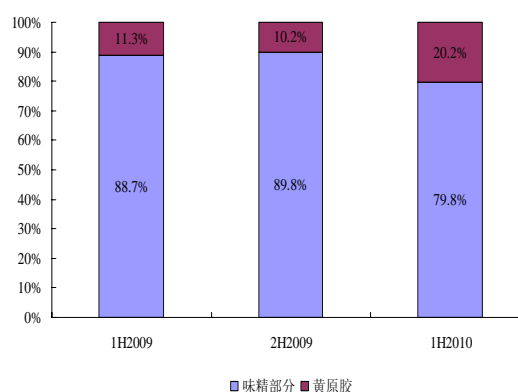


图 3: 公司毛利组成



资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

谷氨酸基本转为自用, 品牌建设正当其时 公司 09 年开始进行快速转型, 由工业品制造商转变为消费品企业。谷氨酸目前基本转为自用, 今年上半年谷氨酸销售额占比仅为 3.2%。在品牌建设方面, 公司在 2009 年推出了 Uo 鲜系列产品, 并在中国 2000 家超级市场出售。公司未来发展策略也将积极进入调味品市场, 并不排除有收购的打算。

产业链深化, 新产品苏氨酸将成为未来新的盈利增长点 公司产业链进一步深化, 新产品苏氨酸、玉米油、支链氨基酸、结晶果糖都将逐步投产。苏氨酸是动物和人类 8 大核心氨基酸之一, 主要用于制药、食品添加剂、食品强化剂。苏氨酸全球需求量从 1993 年 4000 吨增长到目前的 40 万吨, 全球市场需求量年复合增长率为 25%。中国市场需求大概有 12 万吨, 中国市场需求量过去 10 年保持了 30%的年复合增长。管理层预计未来几年苏氨酸在中国的需求仍然可以保持 20%以上的增长。

在国内市场的产能布局方面, 2010 年末大概有 15 万吨产能, 中国南方有 3 万吨产能, 东北有 7 万吨, 其他地区有 5.5 万吨产能。公司苏氨酸上半年在内蒙投产, 享有成本优势, 公司预计除东北 7 万吨现有产能外, 其他地区的苏氨酸产能将因为成本劣势在未来被淘汰。公司苏氨酸上半年产能 5000 吨, 下半年达到 10000 吨, 且公司预计此部分业务明年将成为盈利的主要增长点。苏氨酸的毛利率也达到 30%。我们预计 2010 苏氨酸销量 2000 吨, 从价格走势来看, 目前价格见底, 达到 14500 元/

吨，伴随着原料价格上涨以及海外需求的复苏，预期未来苏氨酸价格上涨。

东北工厂的开工将提供更多的规模优势 公司目前分地区看，内蒙地区的利润贡献达到 50% 以上。公司东北工厂扩产以后，成本优势将大于内蒙基地。

产能利用率仍然维持在高位 公司上半年各项业务的产能利用率仍然维持在高位。对于味精供需的判断，公司管理层认为未来一年味精供需基本平衡。公司新产能也将在未来 1 年半时间释放。

表 2: 公司产能以及产能利用率 (单位: 吨)

产品	产能	1H2010	1H2009
MSG	产能	270000	140000
	产能使用率	87%	92.3%
	SV/APO	100.2%	101.7%
谷氨酸	产能	230000	175000
	产能使用率	90%	98.2%
	SV/APO	96.7%	96.5%
肥料	产能	280000	230000
	产能使用率	81.6%	94%
	SV/APO	77.9%	92.4%
淀粉甜味剂	产能	60000	50000
	产能使用率	107.3%	86.2%
	SV/APO	95.8%	105.8%
黄原胶	产能	16000	16000
	产能使用率	83.4%	90.2%
	SV/APO	143%	58.1%

注: SV/APO 为产销率

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

表 3: 公司半年业绩

单位: 百万人民币	1H2009	1H2010	YoY
销售额	2055.4	2988.0	45.4%
销售成本	-1478.4	-2245.9	51.9%
毛利	577.0	742.1	28.6%
其他收入	24.2	63.1	161.3%
销售及市场推广成本	-96.1	-122.0	26.9%
行政开支	-86.7	-136.3	57.3%
其他经营开支	-17.1	-5.7	-66.3%
经营溢利	401.3	541.2	34.9%
财务成本	-13.5	-28.4	109.7%
除所得税前利润	387.8	512.8	32.2%
所得税开支	-33.9	-52.7	55.6%
股东应占盈利	353.9	460.1	30.0%
EPS (人民币分)	21.3	27.6	29.5%
股息	146.4	159.8	9.1%

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

现金流健康 公司目前现金达到 10.8 亿元, 上半年经营性净现金流达到近 6 亿元, 公司下半年将支付 2 亿元股息, 公司目前净负债比例仅有 12.3%, 资产负债表健康。公司的经营性现金流足够满足公司的资本开支。

盈利预测与估值 我们认为高毛利率的黄原胶对毛利贡献增大是公司业绩较为可喜的一点。我们认为未来苏氨酸在市场逐步培育之下, 会成为公司另一高毛利收入来源。此外, 我们预计味精分部在供需平衡的条件下, 未来可以保持较为稳定的增长。我们维持2010-2012年EPS预测 0.66、0.88及1.11元。我们略微调高目标价到10港元, 基于10X11PE。我们维持公司股票买入评级。

图 4: 味精价格走势 (元/吨)



图 5: 华北煤炭价格走势 (元/吨)

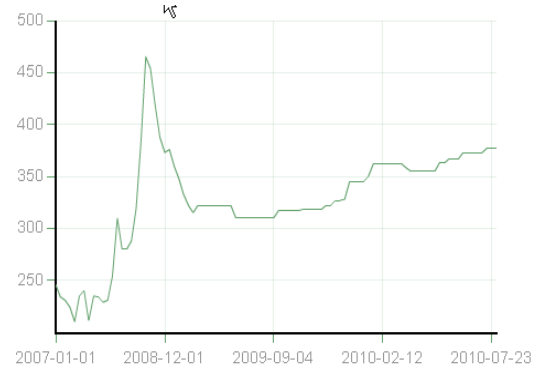


图 6: 玉米价格走势 (元/吨)

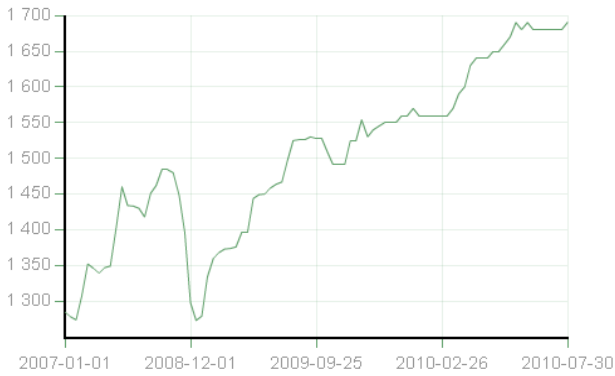
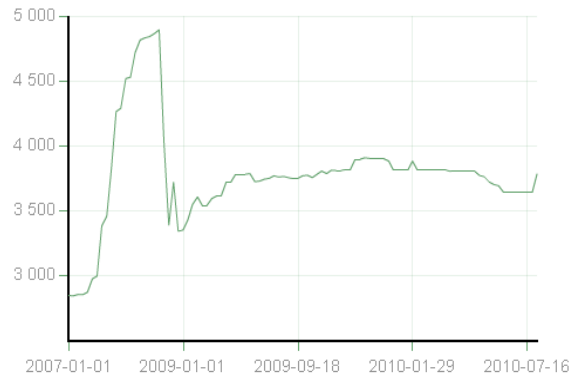


图 7: 大豆价格走势 (元/吨)



资料来源: 中国发酵信息网 招商证券(香港)

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1175	1608	2882	4110	5575
现金	225	343	895	1510	2461
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	43	26	20	20	20
应收款项	548	688	1074	1410	1702
其它应收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	356	551	893	1170	1392
其他	3	0	0	0	0
非流动资产	2088	2653	3496	3987	4439
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1955	2508	3359	3852	4305
无形资产	132	140	138	135	133
其他	0	5	0	0	0
资产总计	3262	4261	6378	8097	10014
流动负债	1170	1572	2027	2561	2992
短期借款	276	418	300	300	300
应付账款	888	1140	1727	2261	2692
预收账款	0	14	0	0	0
其他	7	0	0	0	0
长期负债	350.726	295.101	1077	1077	1077
长期借款	312	180	1027	1027	1027
其他	39	115	50	50	50
负债合计	1521	1867	3104	3638	4069
股本	169	169	169	169	169
资本公积金	1572	2225	3105	4290	5775
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者权益	1742	2394	3274	4459	5944
负债及权益合计	3262	4261	6378	8097	10013

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	449	586	1228	1747	2169
净利润			1099	1459	1851
折旧摊销			262	319	359
财务费用			35	47	43
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(150)	(78)	(84)
其它			(19)	0	0
投资活动现金流	(399)	(223)	(1110)	(810)	(810)
资本支出			(1110)	(810)	(810)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(54)	(245)	434	(322)	(408)
借款变动			729	0	0
普通股增加			0	(0)	0
资本公积增加			(35)	(47)	(43)
股利分配			(219)	(275)	(365)
其他			(41)	0	0
现金净增加额	(4)	118	552	615	951

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3585	4633	6982	9168	11062
营业成本	(2941.0)	(3233.3)	(5180.6)	(6784.1)	(8075.6)
营业税金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业费用	(166.4)	(215.7)	(314.2)	(430.9)	(519.9)
管理费用	(142)	(195)	(314)	(385)	(465)
财务费用	(43)	(25)	(35)	(47)	(43)
资产减值损	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	32.1	59.9	90.8	119.2	143.8
营业利润	325.4	1023.6	1228.4	1639.9	2103.1
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	325.4	1023.6	1228.4	1639.9	2103.1
所得税	(30.7)	(95.3)	(129.0)	(180.4)	(252.4)
净利润	295	928	1099	1459	1851
少数股东损	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者净利润	295	928	1099	1459	1851
EPS (元)	0.18	0.56	0.66	0.88	1.11

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	47%	29%	51%	31%	21%
营业利润	669%	185%	20%	33%	27%
净利润	554%	215%	18.4%	33%	27%
获利能力					
毛利率	18%	30%	26%	26%	27%
净利率	8%	20%	16%	16%	17%
ROE	17%	39%	34%	33%	31%
ROIC	14%	38%	33%	32%	30%
偿债能力					
资产负债率	46.6%	43.8%	48.7%	44.9%	40.6%
净负债比率	18.0%	14.0%	20.8%	16.4%	13.3%
流动比率	1.00	1.02	1.42	1.60	1.86
速动比率	0.92	0.92	1.15	1.30	1.55
营运能力					
资产周转率	1.10	1.09	1.09	1.13	1.10
存货周转率	8.3	5.9	5.8	5.8	5.8
应收帐款周转率	6.5	6.7	6.5	6.5	6.5
应付帐款周转率	3.3	2.8	3.0	3.0	3.0
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.56	0.66	0.88	1.11
每股经营现	0.3	0.4	0.7	1.1	1.3
每股净资产	1.0	1.4	2.0	2.7	3.6
每股股利	0.10	0.25	0.17	0.22	0.28
估值比率					
PE	27.0	8.6	7.2	5.5	4.3
PB	4.6	3.3	2.4	1.8	1.3
EV/EBITDA	24.6	8.6	5.9	4.5	3.6

投资评级定义和免责条款

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人王晓滌 未持有该公司股票及其衍生证券。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828