

梅花生物 (600873)

行业周期向上，公司三大产品共筑高弹性

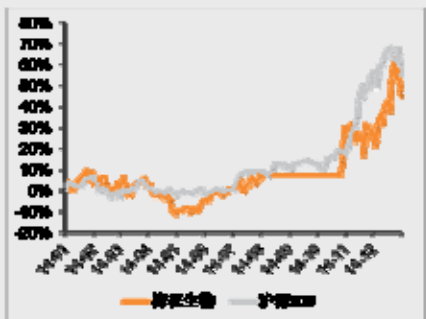
强烈推荐 (维持)

现价：7.51 元

主要数据

行业	化工行业
公司网址	www.meihuagrp.com
大股东/持股	孟庆山/27.48%
实际控制人/持股	孟庆山/27.48%
总股本(百万股)	3108
流通 A 股(百万股)	3108
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	233
流通 A 股市值(亿元)	233
每股净资产(元)	2.57
资产负债率(%)	58.6

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

蒲强
投资咨询资格编号
S1060514120001
021-38662845
Puqiang587@pingan.com.cn

郭哲
投资咨询资格编号
S1060514120003
021-38660280
Guozhe307@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 梅花生物是国内生物发酵行业龙头企业

梅花生物 2014 年 11 月公告并购伊品预案, 合并后梅花味精产能达到 83 万吨, 居行业第二; 赖氨酸折纯 60 万吨、行业第二; 苏氨酸 21 万吨, 行业第一。

■ 味精双寡头格局将成, 看好逐步提价趋势

梅花合并伊品后, 国内两大味精企业将占 90% 的市场份额, 价格主导力大幅增强, 味精有望周期底部向上提价, 1 月初价格已经上涨 200-300 元/吨。我们认为现存仅三四家小企业对提价的压制有限, 主因小企业有效产能可能大幅低于名义产能, 其现金成本推断在 9200 元/吨以上、开工率提高面临巨大三废处理压力以及购买玉米需大量现金的资金链风险。味精在下游客户成本中占比很小, 09 年味精景气高点时价格曾上涨至 14000 元/吨, 我们认为未来味精有望逐步提价至 9000-10000 元/吨。味精每吨提价 1000 元, 将增厚梅花业绩约 6 亿元。

■ 赖氨酸有望底部反弹, 梅花生物业绩弹性显著

赖氨酸目前处于全行业亏损, 行业去产能正在进行, 行业虽然处于成熟期, 但需求仍有增长, 我们认为目前赖氨酸价格处于历史底部。国内产能占比 40% 左右的大成生化科技正处于严峻困境, 公司债务漏洞在持续扩大, 我们建议关注大成的动向, 或将带来赖氨酸反弹机会, 梅花 60 万吨赖氨酸的业绩弹性显著。

■ 苏氨酸供需局面良好, 盈利增长稳定

苏氨酸自去年 8 月初暴涨后近两月来逐渐回落至内销 1.4 万元/吨左右, 但出口市场因壁垒高仍坚挺在 20000-22000 元/吨。我们预计苏氨酸价格短期可能会有回调, 但中长期将稳中趋升, 原因一是行业集中度仍呈提升趋势, 去年 10 月复产的小企业推断目前已经陷入亏损; 二是味精或其他品种氨基酸转产苏氨酸的冲击预计非常有限; 三是苏氨酸需求仍处于快速成长期。

■ 投资建议

我们看好梅花生物在味精提价趋势、赖氨酸底部向上的高弹性及苏氨酸中长期向好的周期投资机会。假设 15 年梅花将伊品合并报表, 我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 为 0.14/0.45/0.56 元, PE 为 54.8/16.7/13.4 倍。按照味精 9500 元/吨、苏氨酸 16000 元/吨和赖氨酸 12500 元/吨计, 我们测算公司年化业绩有望达 40 亿元, 给予 10 倍市盈率, 目标市值 400 亿元, 目标价为 10 元。

■ 风险提示：梅花并购伊品尚需相关部门批准；行业非理性竞争。

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,780	9,286	15,693	16,743
YoY(%)	4.2	19.4	69.0	6.7
净利润(百万元)	404	546	1,785	2,235
YoY(%)	-33.6	35.2	227.1	25.2
毛利率(%)	18.7	21.5	24.9	26.5
净利率(%)	5.2	5.9	11.4	13.4
ROE(%)	5.0	6.0	16.3	17.0
EPS(摊薄/元)	0.10	0.14	0.45	0.56
P/E(倍)	74.0	54.8	16.7	13.4
P/B(倍)	3.7	3.3	2.7	2.3

正文目录

一、	梅花生物是国内生物发酵行业龙头企业.....	4
二、	双寡头格局将成，看好味精逐步提价趋势	7
三、	赖氨酸有望底部反弹，梅花生物业绩弹性显著	10
四、	苏氨酸供需局面良好，盈利增长确定	13
五、	梅花围绕“大生物”中长期布局生物医药产业	15
六、	投资建议	16
七、	风险提示	16

图表目录

图表 1	梅花生物控股股东及一致行动人持股情况（2014 年 9 月 30 日）	4
图表 2	梅花生物 2010-2013 年收入结构	4
图表 3	梅花生物 2010-2013 毛利构成	5
图表 4	2014 年上半年梅花生物收入以及毛利来源（万元）	5
图表 5	梅花生物 2010-2014H2 盈利水平	6
图表 6	梅花生物并购伊品后的股权变动	6
图表 7	伊品生物的财务摘要情况（万元）	7
图表 8	梅花生物产能统计	7
图表 9	国内味精价格走势（元/吨）	8
图表 10	目前国内味精主要产能和开工情况	8
图表 11	味精的原料及能源成本	8
图表 12	国内不同产地的玉米价格对比（元/吨）	9
图表 13	国内东中西部煤炭价格对比（元/吨）	9
图表 14	我国味精需求保持小幅持续增长	10
图表 15	国内赖氨酸价格走势（98%，元/kg）	11
图表 16	我国赖氨酸行业开工率 2011 年冲高后持续走低	11
图表 17	目前国内赖氨酸主要产能统计	12
图表 18	全球赖氨酸需求保持 7%年均增速，处于成熟期	12
图表 19	大成生化财务陷入危机（万元）	13
图表 20	大成生化债务和现金流状况（万元）	13
图表 21	全球苏氨酸主要产能统计	14
图表 22	国内苏氨酸价格走势（元/kg）	14
图表 23	全球苏氨酸需求过去四年复合增速 20%	15
图表 24	汉信生物和广生医药财务状况（万元）	16
图表 25	汉信生物和广生医药公司介绍	16

一、梅花生物是国内生物发酵行业龙头企业

梅花生物在国内生物发酵行业深耕精做发展多年，2011 年初通过借壳五洲明珠实现上市，大股东孟庆山及一致行动人持股为 11 亿股左右，占比 35.4%。公司目前主业为味精、氨基酸、黄原胶等生物发酵产品，是国内生物发酵产品线最齐全的公司，多个产品的生产规模在国内外位居前列。

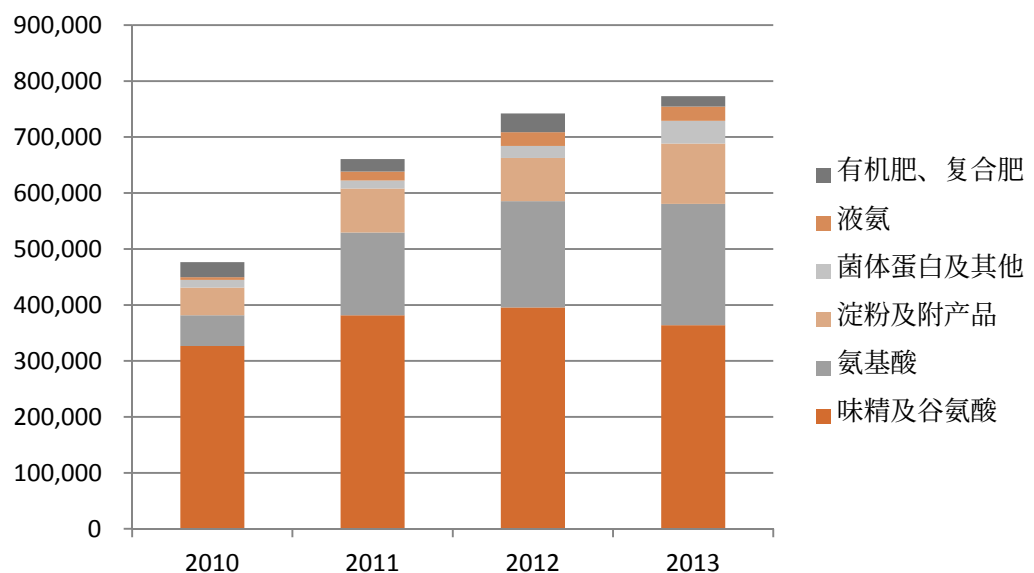
图表1 梅花生物控股股东及一致行动人持股情况（2014年9月30日）

股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
孟庆山	854,103,033	27.48
杨维永	78,810,526	2.54
王爱军	71,316,274	2.29
王洪山	43,756,765	1.41
何君	23,449,758	0.757
杨维英	18,856,506	0.61
蔡文强	10,395,253	0.33
合计	1,100,688,100	35.41%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

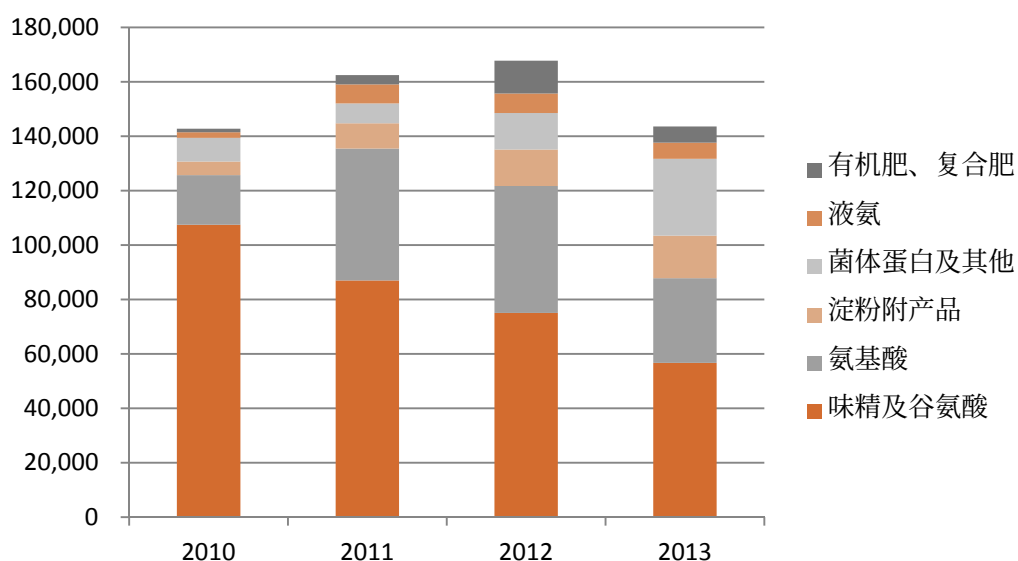
味精和氨基酸在公司的收入和毛利润的结构中占据主要位置，2010 - 2013 年平均占比在近 80%和 75%左右。

图表2 梅花生物2010-2013年收入结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 梅花生物2010-2013毛利构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2014 上半年，公司味精及谷氨酸产品收入 19.56 亿元，占总收入为 43%，毛利额为 3.4 亿元，占比为 42 %；氨基酸产品收入 16.98 亿元，占总收入为 37%，毛利额为 2.2 亿元，占比 26%。

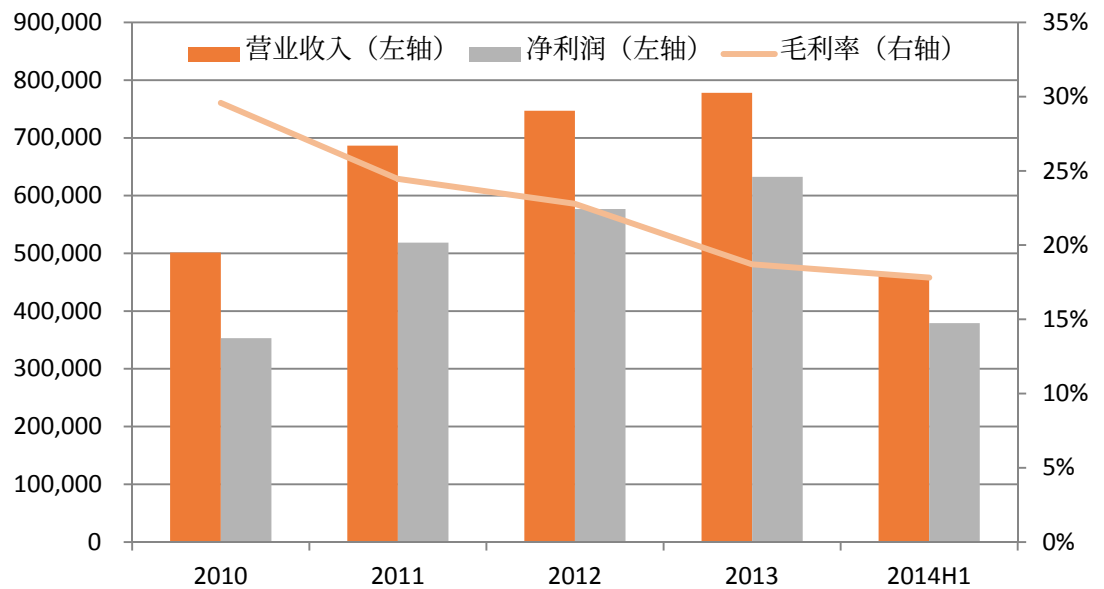
图表4 2014年上半年梅花生物收入以及毛利来源（万元）

产品	营业收入	占比	毛利	占比	毛利率
味精及谷氨酸	195,599.72	42.70%	34,196.58	41.69%	17.48%
氨基酸产品	169,793.81	37.06%	21,551.91	26.28%	12.69%
有机肥、复合肥	4,669.49	1.02%	1,024.36	1.25%	21.94%
淀粉附产品	54,579.59	11.91%	7,747.13	9.45%	14.19%
液氨	12,192.33	2.66%	2,119.16	2.58%	17.38%
菌体蛋白及其他	21,280.42	4.65%	15,379.20	18.75%	72.27%
合计	458,115.36		82,018.34		17.90%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

2011 年以来，生物发酵行业尤其是味精和赖氨酸进入景气下行周期，导致了梅花生物的毛利率和净利润在 2010 - 2013 年逐年下降。

图表5 梅花生物2010-2014H2盈利水平



资料来源：公司公告、平安证券研究所

梅花生物利用行业低迷期，积极进行行业整合。2014年11月14日公司发布了《梅花生物科技集团股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》，公司拟以38.22亿元收购伊品生物全体股东100%的股权，其中现金支付对价7亿元，其余预计以4.73元/股向伊品生物全体股东发行股份6.60亿股。

图表6 梅花生物并购伊品后的股权变动

股东名称	持股数量	持股比例 (%)
孟庆山及其一致行动人	1,100,688,115	29.21
伊品集团	283,014,800	7.51
宏卉投资	155,383,000	4.12
铁小荣	104,324,600	2.77
美的投资	52,381,500	1.39
新希望	41,810,700	1.11
洪源投资	8,680,100	0.23
汉富领晟	5,194,200	0.14
百联汇	3,439,700	0.09
龙商建投	2,885,700	0.08
盛世楹金	2,885,700	0.08
其他股东	2,007,538,488	53.28

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 伊品生物的财务摘要情况（万元）

	2012 年度	2013 年度	2014 年 1-7 月
营业总收入	391,174.21	387,129.56	213,428.12
营业利润	7,437.63	10,820.27	10,897.63
净利润	11,196.86	-1,165.60	-8,453.38
净资产	-7,437.63	-10,820.27	-10,897.63
每股收益	0.34	-0.03	-0.20

资料来源：公司公告、平安证券研究所

并购伊品后，梅花生物在味精、赖氨酸的苏氨酸的产能规模上显著扩大，味精产能达到 83 万吨、位居行业第二；赖氨酸 60 万吨（折纯 98%）、位居行业第二；苏氨酸 21 万吨，位居行业第一。

图表8 梅花生物产能统计

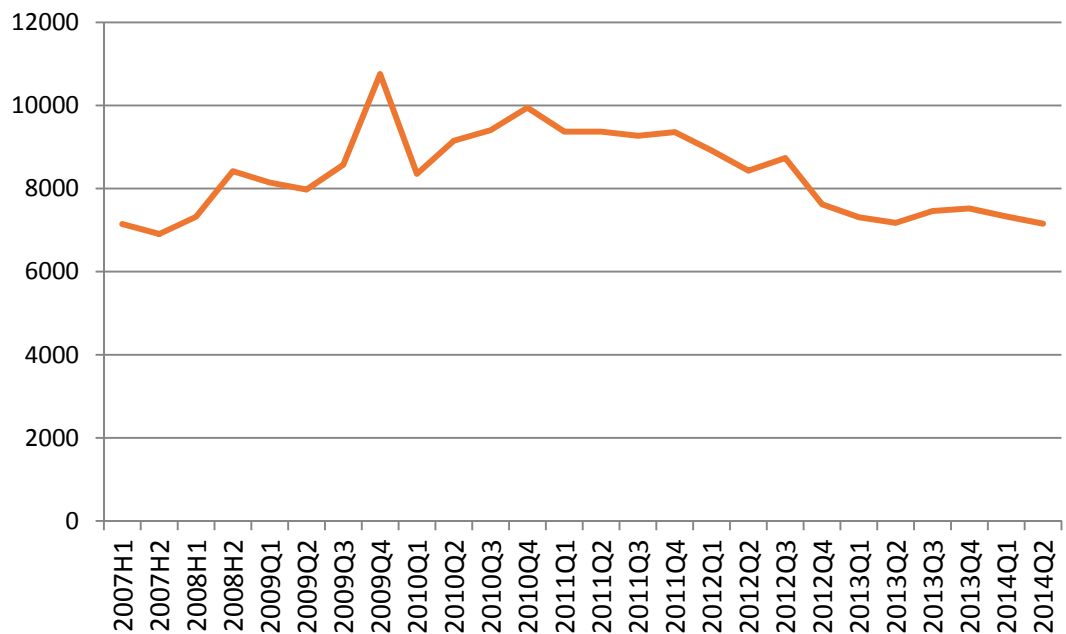
产品	产能（万吨）	备注
味精及谷氨酸	83	通辽 40 万吨，新疆 20 万吨，宁夏伊品 23 万吨
苏氨酸	21	通辽 8 万吨，新疆 7 万吨，宁夏伊品 6 万吨
赖氨酸	60	通辽 6 万吨，新疆 30 万吨，宁夏伊品 37 万吨，折纯 60 万吨
核苷酸（I+G）	1	位于新疆
谷氨酰胺	0.5	位于通辽
色氨酸	0.5	位于新疆
脯氨酸	0.1	位于新疆
异亮氨酸	0.1	位于新疆
黄原胶	1	位于新疆
普鲁兰多糖	0.03	位于通辽，将扩产至 1000 吨

资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、双寡头格局将成，看好味精逐步提价趋势

我国是味精生产大国，目前产量占全球近 70%以上。2013 年我国味精年产量在 190 万吨左右，其中内销约 160 万吨，出口在 30 万吨左右。国内味精产能在 2009-2011 年间出现快速扩张，而味精需求平稳增长，导致味精产品供过于求，味精行情总体上步入严重低迷，龙头企业只能微利，而中小企业普遍陷入亏损，并出现亏损企业的陆续停工或退出，例如山东信乐和圣花等等，行业集中度呈提升趋势。

图表9 国内味精价格走势（元/吨）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

2014 年味精行业前三强为阜丰集团、梅花集团和宁夏伊品，2014 年 11 月梅花宣布并购伊品的预案，这使得国内味精行业集中度进一步显著提升，将形成双寡头的良好竞争格局，两大企业合计共占据国内 90%的市场份额。

图表10 目前国内味精主要产能和开工情况

企业	产能（万吨）	备注
阜丰	105	内蒙 80 万吨，宝鸡原 25 万吨产能搬迁后复产 15 万吨，目前装置满产
梅花	83	包含收购伊品的 23 万吨，目前装置满产
菱花	5	位于山东，开工率在 50%~60%
三九	9	位于山东，开工率在 50%~60%
中粮	10	位于黑龙江，开工率偏低
合计	212	圣花、信乐等产能去年开始逐步退出

资料来源：公司公告、平安证券研究所

从味精行业供给方面看，由于味精的玉米和热电消耗量大，成本竞争力对企业区位的依赖度高，所处的玉米深加工行业属于国家严格限制新建产能的产业，而且生产过程具有较大的污染排放，我们预计未来味精基本没有新增产能，行业集中度将保持高企。（详见 2014 年 12 月 22 日我们发布的《生物发酵行业深度报告：行业趋向集中，周期机会可期》）

图表11 味精的原料及能源成本

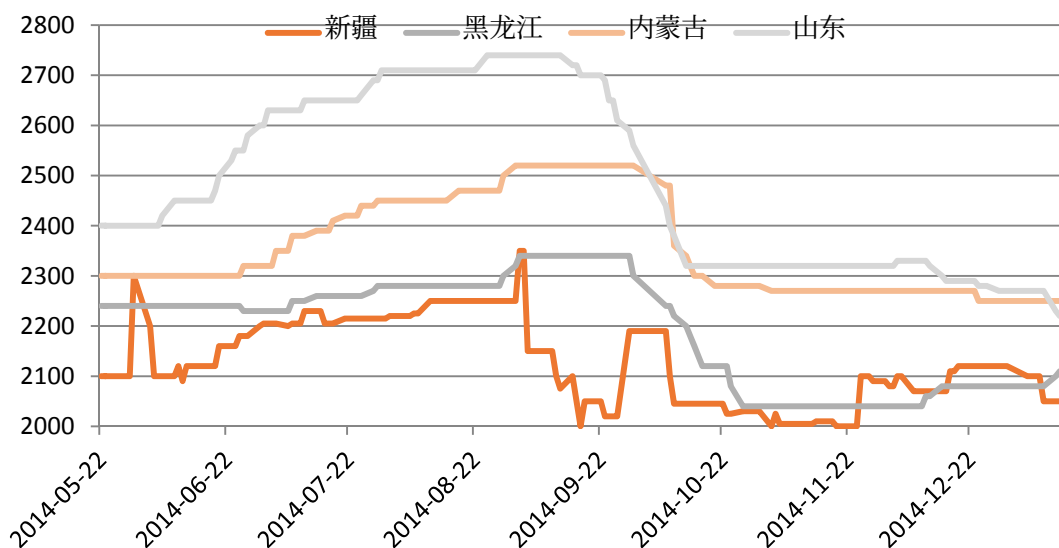
	能源及原料单价	单耗	成本金额	成本/市场价
玉米（吨）	2100	2	4200	51.2%

	能源及原料单价	单耗	成本金额	成本/市场价
电（度）	0.66	800	528	6.4%
蒸汽（吨）	160	8	1280	15.6%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

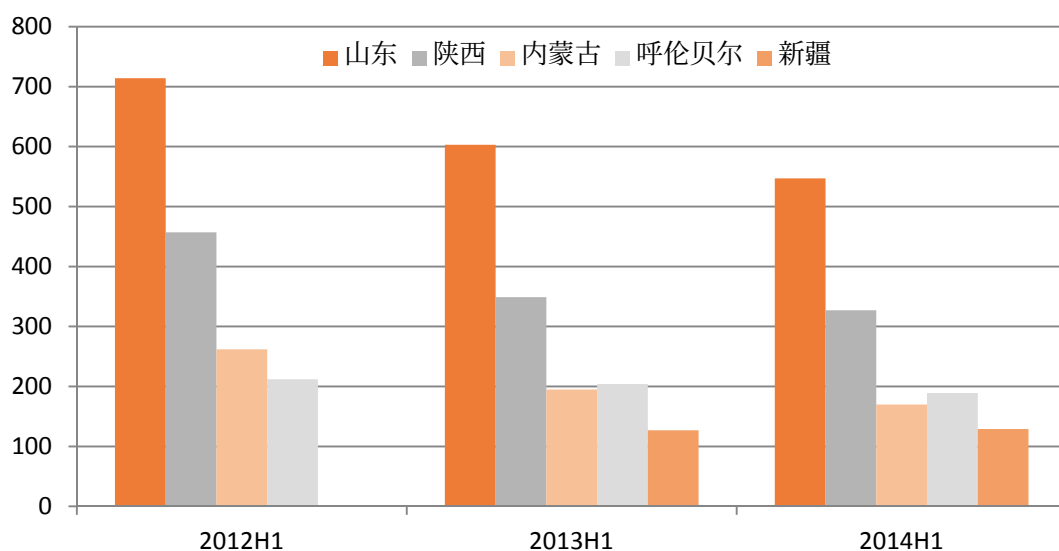
注：均以含税价格计，市场价指味精目前市场价 8200 元/吨。

图表12 国内不同产地的玉米价格对比（元/吨）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表13 国内东中西部煤炭价格对比（元/吨）

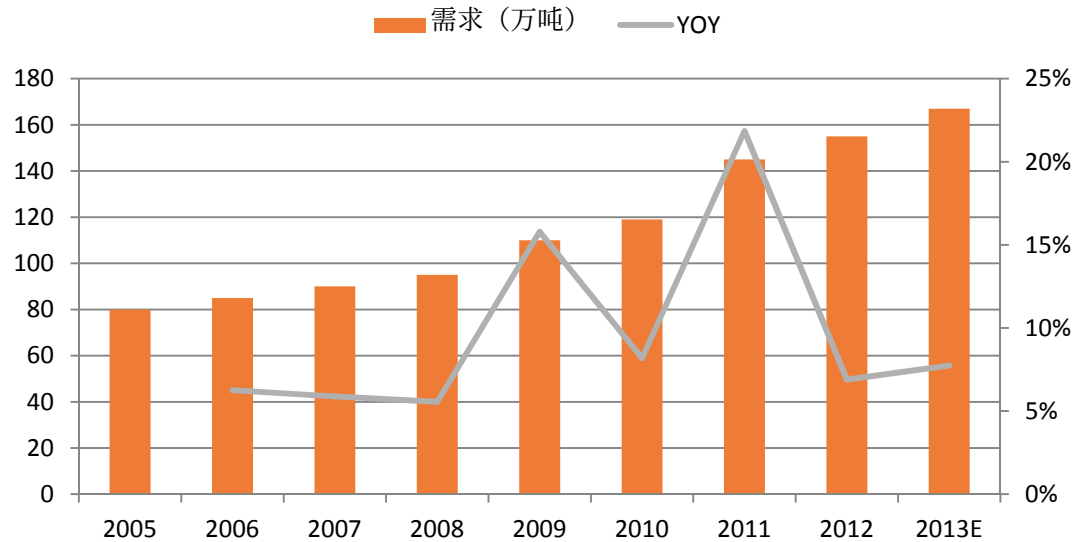


资料来源：公司公告、平安证券研究所

在味精需求方面，国内味精需求目前约占全球的 55%，2006-2013 年均增长 10%左右，近两年增速在 6-7%上下。根据味之素的统计，全球味精需求近年来年均增速为 3%。国内味精需求领域主要

为食品加工业、餐饮业和家庭消费，分别占 50%，30%和 20%，与全球需求结构相近。味精在鸡精、酱油等多种调味品和食品加工中都是必用调味配料，这些领域都属于持续增长的消费领域，我们预计味精需求将能保持小幅持续增长。

图表14 我国味精需求保持小幅持续增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

目前梅花和阜丰的开工率均满负荷，库存也都处于正常水平，我们认为阜丰和梅花在双方主导市场份额且份额难有再度扩大的格局下，定价策略由以往的从量改为从价，形成两家之间的双赢的理性竞争，味精价格因此有望上涨。

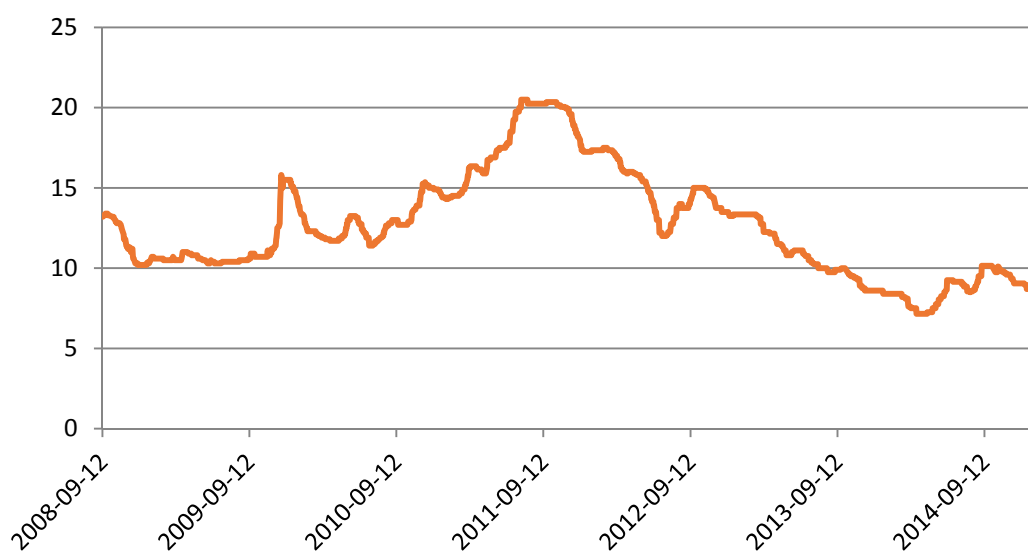
根据我们调研，小企业产能低开工已有 3 年，有效产能可能大幅低于名义产能，其现金成本线推断在 9200 元/吨以上、开工率提高面临巨大三废处理压力（1 吨味精产生 25-30 吨废水）以及购买玉米需大量现金的资金链风险，因此味精价格涨至 9200 元/吨时，小企业供给对价格压制的影响预计不大。2009 年味精景气高点时价格曾上涨至 14000 元/吨，味精在下游客户成本中占比也很小，我们认为未来味精有望逐步提价至 9000-10000 元/吨。

三、 赖氨酸有望底部反弹，梅花生物业绩弹性显著

赖氨酸价格目前处于底部。判断基于如下两点：

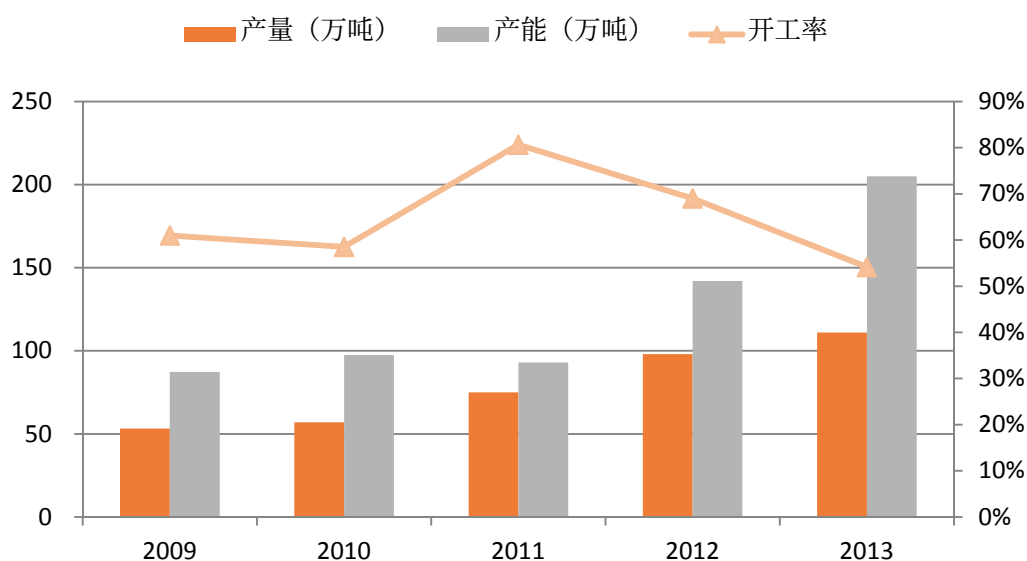
1) 受2009-2011赖氨酸价格上涨的刺激，国内赖氨酸产能出现一轮显著扩张，2011年中期赖氨酸开始步入下跌低迷至今。2011年以来赖氨酸价格见顶后，行业逐步开始过剩，行业开工率不断下滑，2012年行业开始出现亏损，目前亏损面接近100%，梅花生物（包括伊品）的赖氨酸生产成本在全行业是最低的，但也只处于盈亏平衡。

图表15 国内赖氨酸价格走势（98%，元/kg）



资料来源：wind，平安证券研究所

图表16 我国赖氨酸行业开工率2011年冲高后持续走低



资料来源：博亚和讯、平安证券研究所

2) 去产能正在进行。国内未来没有新建赖氨酸产能，同时成本劣势企业正在被淘汰，例如2014年4月份产能第一的大成生化科技关停了20万吨产能，其他多家企业也在逐渐停关装置，行业集中度呈提高趋势。

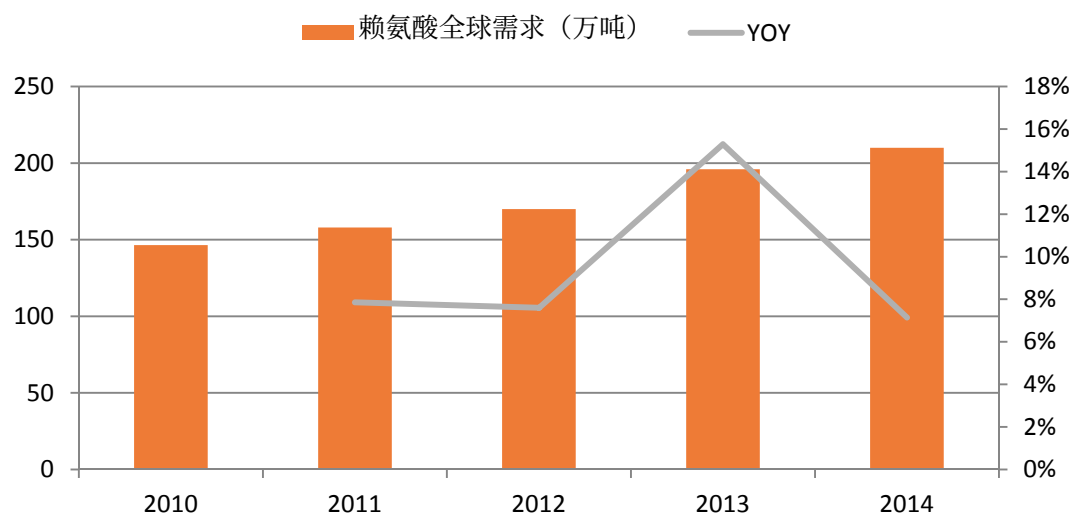
图表17 目前国内赖氨酸主要产能统计

国内企业	产能（万吨）	备注	2014年12月开工率
大成生化	80	位于吉林，陷入巨幅亏损	50%
梅花生物	36	新疆30万吨，内蒙通辽6万吨	满负荷
希杰（中国）	25	山东聊城15万吨，沈阳10万吨	40%
宁夏伊品	37	位于宁夏	满负荷
中粮生化	10	位于安徽	60%-70%
星湖科技	3	位于黑龙江肇东	0
金玉米	5	位于山东	80%
华星	4	位于河南	50%
东方希望	3	位于内蒙	80%
金泽	7	位于陕西长治	0
成福	3	位于黑龙江肇东	70-80%
升华拜克	2	位于浙江	0
合计	215		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

3) 赖氨酸需求增长虽然较慢，但仍有增量。虽然赖氨酸市场处于成熟期，全球需求过去五年符合增速在7%左右，但赖氨酸是配方饲料必需添加的氨基酸，饲料市场的下游肉蛋由于消费品特点未来将保持增长，因此赖氨酸需求仍有增量。

图表18 全球赖氨酸需求保持7%年均增速，处于成熟期



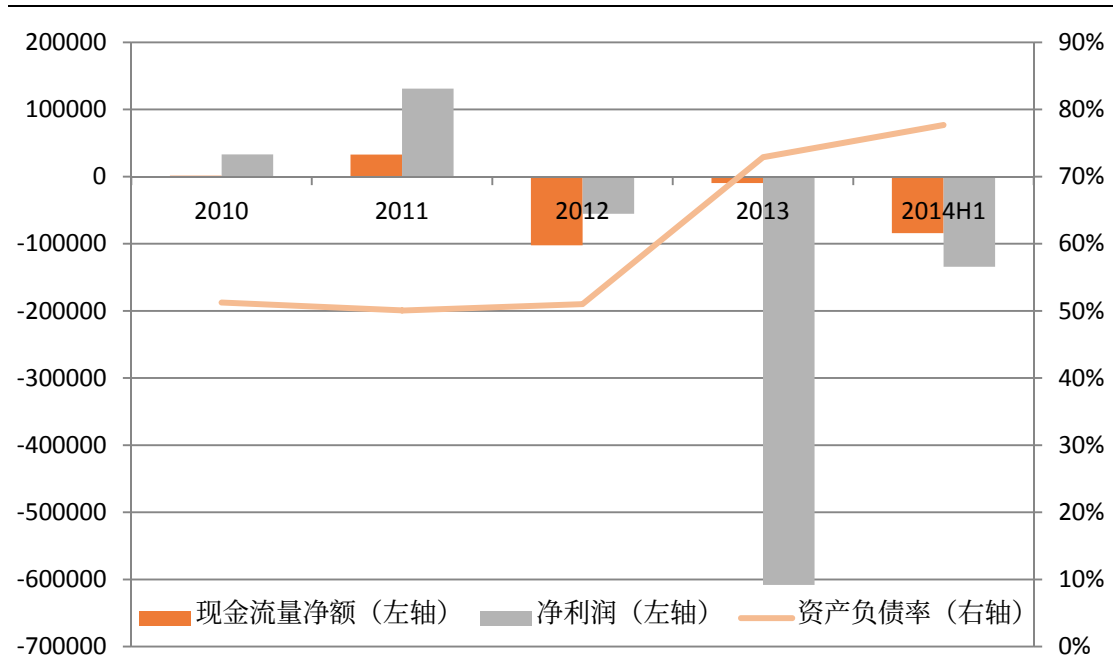
资料来源：公司公告、平安证券研究所

关注陷入严重困境的大成生化科技，或将带来赖氨酸反弹机会

国内赖氨酸产能最大的大成生化科技是一家民营企业，产能占比40%左右，目前处于严峻的经营困

境中。2013年巨亏60亿港元，目前负债80多亿元，其中50多亿属于短期贷款，我们推算公司赖氨酸目前现金成本是亏损的，公司现金流依赖增加短期贷款维持，其资产负债率近三年持续抬升至目前的近80%左右，市净率也只有0.27。如果大成生化科技发生重组或破产，那么赖氨酸行业将因为产能收缩而带来反弹机会，梅花生物拥有60万吨折纯赖氨酸产能，底部向上的弹性显著。

图表19 大成生化财务陷入危机（万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表20 大成生化债务和现金流状况（万元）

	2014-06-30	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
短期债务	516,737	499,909	427,239	578,931	415,311
长期债务	330,398	479,817	480,706	283,721	422,443
总债务	847,135	979,726	907,945	862,652	837,754
利息净支出	31,699	66,902	57,958	51,522	37,611
经营活动现金流量净额	59,372	52,029	211,054	221,883	-85,760

资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、 苏氨酸供需局面良好，盈利增长确定

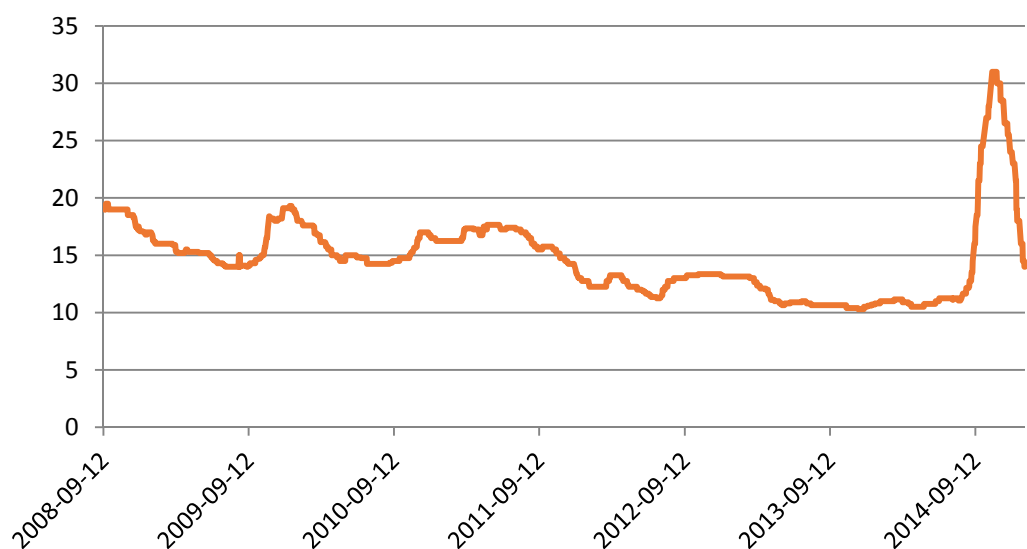
2014年8月，受国内两大苏氨酸生产企业梅花（市占率37%）和伊品（市占率15%）的整合事件和味之素巴西2万吨装置停产，苏氨酸价格步入上涨，价格已从当时的1.1万元/吨左右最高涨至11月初的3万元/吨。在涨价之前关停的国内苏氨酸中小装置在10月中下旬陆续复产开工，苏氨酸价格自11月中旬开始逐渐回落至现在1.4万元/吨左右。

图表21 全球苏氨酸主要产能统计

国内企业	产能（万吨）	产能分布及开工情况
梅花生物	15	内蒙古 8 万吨，新疆 7 万吨，均满产
伊品	6	宁夏伊品，满产
希杰	5	沈阳；开工正常
恩贝	4	山东；开工良好
阜丰	4	内蒙
星湖科技	3	广东，11 月初复产，开工率在 50%-60%
大成生化	1	吉林，10 月中下旬复产
巨龙	1	河南，10 月中下旬复产，开工率在 70%左右
国光	1.5	浙江，开工正常
合计	40.5	
国外企业		
味之素	10	巴西 2 万吨，美国 4 万吨，法国 4 万吨
赢创	5	比利时，开工正常
合计	15	

资料来源：wind，平安证券研究所

图表22 国内苏氨酸价格走势（元/kg）

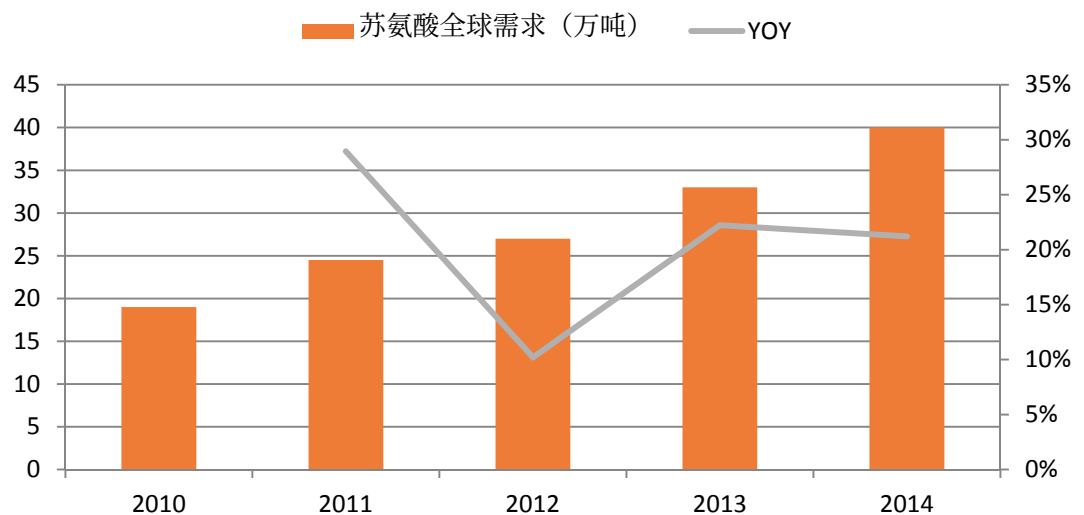


资料来源：wind，平安证券研究所

短期苏氨酸价格或有小幅回调，中长期稳中趋升。原因主要有：

- 1) 行业集中度呈提升趋势。苏氨酸的发酸率和提取率等工艺壁垒高，另外单吨苏氨酸需要消耗3.3吨玉米、1300度的电力和11吨的蒸汽，小企业均处于玉米和电力蒸气成本很高的华东和华南地区，例如星湖科技的完全成本高达含税价格14000-15000元/吨，中长期苏氨酸小企业将逐渐被淘汰。
- 2) 味精或其他品种氨基酸转产苏氨酸的冲击预计非常有限。由于味精和赖氨酸的生产工艺和设备与苏氨酸完全不同，有效的转产基本不可能，而色氨酸和缬氨酸等小品种氨基酸一方面转产苏氨酸面临同样的技术制约，另一方面色氨酸和缬氨酸的产量规模都非常小，例如色氨酸全球只有1万多吨产量，国内只有几千吨的产量规模，缬氨酸相比要更小，因此转产苏氨酸的冲击更小。
- 3) 苏氨酸需求增长处于成长期。过去四年全球苏氨酸需求复合增速为20%以上，需求增长主要来自于国外。作为继赖氨酸之后新兴的饲料添加剂，过去几年先在国外得到推广，国内未来预计将会随之有一个接受度的提升，这将释放国内苏氨酸需求的广阔需求潜力。

图表23 全球苏氨酸需求过去四年复合增速20%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

梅花生物2015年苏氨酸销售均价预计同比大幅改善，目前公司内销价格14000元/吨，出口方面由于小企业缺乏竞争力，公司出口价格维持在20000-21000元/吨的较高位置。我们看好梅花生物苏氨酸业务盈利水平的稳中趋增。

五、梅花围绕“大生物”中长期布局生物医药产业

2014年1月2日，梅花生物与西藏谊远实业有限公司达成框架协议，公司拟出资收购谊远实业持有的大连汉信生物制药有限公司100%的股权。2014年3月24日，公司签署关于收购山西广生医药包装股份有限公司的股权收购框架协议，最终公司将持有广生医药约52%的股权。

汉信生物和广生医药均处在良好的经营状况，资产负债率在50%左右，广生医药负债略高，但2013年广生医药正处于产能扩张阶段。两者的净资产收益率比较相近，汉信生物为18.65%，广生医药为19.29%。

图表24 汉信生物和广生医药财务状况（万元）

	总资产	净资产	净利润	净资产收益率
汉信生物(2012)	29501	16731	3121	18.65%
广生医药(2013)	42050.22	19,107.69	3685.53	19.29%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表25 汉信生物和广生医药公司介绍

公司简介	
汉信生物(2012)	目前，汉信生物拥有发明专利两项，药品 GMP 证书两个。汉信生物目前已上市的品种有重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）和人用狂犬病疫苗（地鼠肾细胞），新投资的新型流感裂解疫苗产品也即将上市。乙肝疫苗是汉信生物承担的国家 863 重大科技攻关项目，生产能力最高可达 3000 万人份每年。另一产品地鼠肾细胞狂犬病疫苗是国家“火炬计划”项目，是国内该产品最大生产基地。
广生医药(2013)	广生医药主要生产经营药用空心胶囊，拥有全自动生产线 76 条，年产能 350 亿粒，是国内空心胶囊行业龙头企业。梅花生物收购广生医药后，公司的生物发酵过程中的医药中间品普鲁兰多糖能够快速实现最终产品的转化。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

生物疫苗、药用胶囊与氨基酸同属“大生物”产业范畴。梅花通过收购汉信医药，公司以此为平台进行产品和业务的整合，并在现有基础上引入行业内顶级技术团队打造的疫苗业务板块，成为梅花生物实质进军生物医药领域的重要的第一步。而对于收购广生医药，梅花可以将自身普鲁兰多糖原料生产和广生医药的渠道资源相结合，加速推进普鲁兰多糖在药用胶囊方面的拓展。

六、投资建议

我们看好梅花生物在味精提价趋势、赖氨酸价格反弹高弹性以及苏氨酸的景气延续下的投资机会。假设 2015 年梅花将伊品合并报表，我们预计公司 2014-2016 年的 EPS 为 0.14/0.43/0.55 元，PE 为 54.8/16.7/13.4 倍。按照味精 9500 元/吨、苏氨酸 16000 元/吨和赖氨酸 12500 元/吨的售价计算，我们预测公司年化业绩有望做至 40 亿元，给予 10 倍市盈率，目标市值 400 亿元，对应目标价为 10 元。

七、风险提示

- (1) 梅花并购伊品尚需相关部门批准；
- (2) 行业非理性竞争。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E					
流动资产	4796	5300	7684	9495					
现金	1217	800	900	2422					
应收账款	199	312	517	514					
其他应收款	411	490	829	884					
预付账款	339	1298	1532	1568					
存货	1637	1888	3049	3185					
其他流动资产	993	512	856	921					
非流动资产	13917	13812	12830	11738					
长期投资	122	110	120	120					
固定资产	10637	11224	10704	9840					
无形资产	717	717	717	717					
其他非流动资产	2443	1761	1289	1061					
资产总计	18714	19112	20513	21233					
流动负债	8730	8031	7643	6127					
短期借款	4213	4078	1265	0					
应付账款	991	1535	2787	2477					
其他流动负债	3526	2418	3591	3650					
非流动负债	1957	1947	1951	1952					
长期借款	1000	1000	1000	1000					
其他非流动负债	957	947	951	952					
负债合计	10686	9978	9595	8079					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	3108	3980	3980	3980					
资本公积	2240	2240	2240	2240					
留存收益	2678	2913	4698	6933					
归属母公司股东权益	8027	9134	10919	13154					
负债和股东权益	18714	19112	20513	21233					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E					
经营活动现金流	983	1084	3054	2914					
净利润	404	546	1785	2235					
折旧摊销	868	1027	1127	1168					
财务费用	240	350	268	151					
投资损失	-52	-50	-50	-50					
营运资金变动	-465	-1048	-66	-565					
其他经营现金流	-11	260	-10	-24					
投资活动现金流	-1455	-1134	-60	0					
资本支出	1140	800	100	50					
长期投资	75	-12	10	0					
其他投资现金流	-240	-345	50	50					
筹资活动现金流	484	-367	-2894	-1392					
短期借款	1236	-135	-2813	-1265					
长期借款	-400	0	0	0					
普通股增加	400	872	0	0					
资本公积增加	2053	0	0	0					
其他筹资现金流	-2805	-1103	-81	-127					
现金净增加额	-23	-417	100	1522					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E					
营业收入	7780	9286	15693	16743					
营业成本	6325	7292	11778	12304					
营业税金及附加	37	40	66	70					
营业费用	497	604	863	921					
管理费用	395	464	722	770					
财务费用	240	350	268	151					
资产减值损失	5	5	5	5					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	52	50	50	50					
营业利润	333	582	2041	2572					
营业外收入	194	120	120	120					
营业外支出	28	28	36	31					
利润总额	500	674	2125	2661					
所得税	96	128	340	426					
净利润	404	546	1785	2235					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	404	546	1785	2235					
EBITDA	1441	1958	3435	3890					
EPS (元)	0.13	0.14	0.45	0.56					

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力(%)				
营业收入(%)	4.2	19.4	69.0	6.7
营业利润(%)	-52.1	74.5	250.9	26.0
归属于母公司净利润(%)	-33.6	35.2	227.1	25.2
获利能力				
毛利率(%)	18.7	21.5	24.9	26.5
净利率(%)	5.2	5.9	11.4	13.4
ROE(%)	5.0	6.0	16.3	17.0
ROIC(%)	3.5	5.2	14.3	17.5
偿债能力				
资产负债率(%)	57.1	52.2	46.8	38.1
净负债比率(%)	58.1	56.2	31.0	21.6
流动比率	0.5	0.7	1.0	1.5
速动比率	0.4	0.4	0.6	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.8	0.8
应收账款周转率	29.8	34.4	35.9	30.8
应付账款周转率	4.3	5.8	5.4	4.7
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.14	0.45	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.27	0.77	0.73
每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.29	2.74	3.31
估值比率				
P/E	74.0	54.8	16.7	13.4
P/B	3.7	3.3	2.7	2.3
EV/EBITDA	19.8	14.6	8.3	7.3

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100033
传真：(0755) 82026711	传真：(021) 33830395	