

2015年01月09日

# 梅花生物 (600873)

——味精出口退税率大幅提高，15年增厚业绩1亿元，上调目标价至10.7元

报告原因：有信息公布需要点评

## 增持

维持

市场数据:	2015年01月07日
收盘价(元)	7.12
一年内最高/最低(元)	7.83/4.65
上证指数/深证成指	3294/11465
市净率	2.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	22131

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
每股净资产(元)	2.57
资产负债率%	58.68
总股本/流通A股(百万)	3108/3108
流通B股/H股(百万)	-/-

### 一年内股价与大盘对比走势:



### 相关研究

《梅花生物(600873)——主导产能整合，提高市场份额与定价权，上调至“增持”评级》 2014/11/17

《味精行业点评报告》 2013/08/13

### 证券分析师

宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com  
赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com

### 联系人

龚毓幸  
(8621)23297818 × 转 7405  
gongyx@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号  
电话：(8621) 23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

### 盈利预测:

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	7,780	4	404	-34	0.10	18.7	5.0	71	23
14Q1-Q3	7,277	24	271	-1	0.07	18.3	3.4		
2014E	10,076	29.5	533	32.0	0.14	20.9	6.2	50	21.8
2015E	15,317	52.0	1,609	201.9	0.43	25.4	15.8	17	11.7
2016E	16,963	10.7	1,935	20.2	0.51	25.7	16.0	14	9.82

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩，“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

### 投资要点:

- **2015年起，味精出口退税率大幅提高：**财政部于近期发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率，其中，味精的出口退税由调整前的0%上调至13%。相关规定自2015年1月1日起实施。
- **公司将直接受益于此次出口退税政策的调整。**梅花生物14年味精出口量约为10万吨，15年出口量约为15万吨；伊品生物14年味精出口量约为4万吨，假设15年出口量不变仍保持4万吨，则两家公司15年合计出口量预计达到19万吨。在不考虑味精出口价格上涨的情况下，公司15年味精出口单吨利润可增加700元（税前），总利润可增加约1.3亿元（税前），税后利润可增加约1亿元。中国味精出口量占全球味精贸易量的60%，国内生产企业的国际话语权较大，预计出口退税的利润不会折让给国外客户，有望全额增厚公司业绩。
- **因出口退税政策调整上调盈利预测，产品价格中长期呈上升趋势，上调目标价，维持“增持”评级。**假设14-16年味精及谷氨酸产品不含税均价（下同）分别为7000/8000/8200元/吨，赖氨酸价格分别为7000/7360/7500元/吨。考虑出口退税带来的业绩增厚，加上所收购伊品生物的情况下，预测14-16年公司净利润分别为5.33/16.1/19.4亿元，考虑公司定向增发股份收购伊品生物的情况下，根据新股本全面摊薄后的EPS为0.14/0.43/0.51元（原预测0.13/0.38/0.46，上调原因：因味精出口退税率上调增厚公司业绩所致），对应PE 50/17/14，给予2015年25倍估值，上调目标价格至10.7元！（原目标价9.5元），维持“增持”评级！

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

**表 1:梅花生物利润表预测**
**单位：百万元，元**

利润表	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	7,470	7,780	10,076	15,317	16,963
二、营业总成本	6,770	7,499	9,510	13,427	14,670
其中：营业成本	5,768	6,325	7,971	11,423	12,600
营业税金及附加	24	37	48	73	81
销售费用	331	497	665	965	1,018
管理费用	333	395	484	689	763
财务费用	312	240	336	267	205
资产减值损失	3	5	7	9	3
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(3)	52	0	10	10
三、营业利润	696	333	566	1,900	2,303
加：营业外收入	148	194	165	180	180
减：营业外支出	52	28	30	30	30
四、利润总额	792	500	701	2,050	2,453
减：所得税	184	96	168	441	518
五、净利润	608	404	533	1,609	1,935
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	608	404	533	1,609	1,935
六、基本每股收益	0.22	0.13	0.17	0.52	0.62
全面摊薄每股收益	0.18	0.10	0.14	0.43	0.51

**资料来源：申万研究**

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。