

买入

2014年09月12日

味精产业深入调整，价格稳步上涨大概率事件

- 毛利率、运营效率双提升，上半年归属股东盈利增长33.15%：**公司整体毛利润上升至10.3亿人民币，毛利率水平提升1.9个百分点至18.01%，归属股东利润2.75亿，每股盈利实现13.16分人民币，上升18.35%：1)上半年味精业务分部实现50.3亿人民币收入，基本与去年持平，实现销量49.8万吨，毛利率水平上升至12.9%（上升3.1个百分点），主要由于煤炭、液氨、硫酸等原材料成本下降。2)黄原胶销量实现增长9.9%，收入达到6.8亿元，由于价格下滑，毛利率下滑至55.6%，但仍处于较高水平。
- 味精价格持续温和上涨，高端氨基酸将成为公司增长亮点：**味精价格自2013年达到低谷以来（从季度数据比较而言，14年2季度达到最低平均6,115元/吨），基本维持稳定。进入下半年，由于行业深化整合，部分味精企业受到资金压力，供需步入紧平衡状态，味精价格步入上升通道，公司提价能力进一步得到增强，我们预期下半年味精价格有望继续上升，毛利率水平进一步提升。公司高端氨基酸业务年产能达到5,000吨水平，成为公司未来增长的新亮点。
- 黄原胶价格受压，但公司产能释放，竞争优势显著：**由于行业产能投放，黄原胶价格面临下滑的风险，但该业务毛利率水平仍然维持在较高水平，公司产能释放（产能达到7.4万吨）弥补部分价格下滑的负面影响。上半年黄原胶出口额占黄原胶销售额的90.7%，出口价格高于国内市场，且公司在美国反倾销税远低于国内其他竞争对手，有效帮助公司争取美国市场。
- 12个月目标价3.86港元，买入评级：**预计公司14、15年EPS分别为人民币0.31元及0.39元。味精业务向好趋势明显，龙头地位稳固，给予目标价3.86港币，相当于2014年10倍PE，对应当前1.24倍PB，较现价有19.39%的上升空间，评级买入。

郑嘉梁

852-2532-1599

Jupiter.Zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	农产品
股价	3.23 港元
目标价	3.86 港元 (+19.39%)
股票代码	0546
已发行股本	20.13 亿股
市值	65.05 亿港元
52周高/低	3.36/2.65 港元
每股净现值	3.12 港元
主要股东	李学纯(46.11%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营收(百万人民币)	11,112	11,367	11,375	11,976	12,439
变动	32.3%	2.3%	0.1%	5.3%	3.9%
净利润(百万人民币)	427	506	621	779	939
每股盈利(人民币)	0.23	0.25	0.31	0.39	0.47
变动	-34.5%	9.1%	22.8%	25.4%	20.5%
基于3.23港元的市盈率(倍)	11.2	10.3	8.4	6.7	3.1
每股派息(人民币)	0.00	0.03	0.09	0.12	0.14
股息现价比率(%)	0.00%	0.97%	3.58%	4.49%	9.74%

股价表现


来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

主要财务报表

损益表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	11,112	11,367	11,375	11,976	12,439
毛利	1,637	2,099	2,124	2,234	2,462
其他业务收入	129	152	160	170	170
销售及管理费用	(1010.6)	(1251.8)	(1137.5)	(1077.8)	(1119.5)
其他支出	(21.1)	(75.2)	(76.7)	(78.2)	(79.8)
营运收入	735.1	925.0	1069.5	1248.0	1432.5
财务开支	(244.9)	(290.3)	(292.9)	(274.3)	(259.4)
联营公司					
税前盈利	490.2	634.7	776.7	973.8	1173.1
所得税	(63.7)	(128.6)	(155.3)	(194.8)	(234.6)
少数股东应占利润	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	426.6	506.1	621.3	779.0	938.5
折旧及摊销	495.4	648.7	669.9	687.7	687.7
EBITDA	1122.2	1496.3	1656.1	1843.9	2030.0
增长					
总收入 (%)	32.3	2.3	0.1	5.3	3.9
EBITDA (%)	5.6	33.3	10.7	11.3	10.1

资产负债表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 预测	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	481.1	806.0	886.9	947.1	1166.4
应收账款	2339.6	2069.3	2355.9	2303.1	2536.0
存货	1415.2	1516.9	1575.3	1627.5	1707.3
其他流动资产	69.3	56.4	44.5	44.5	44.5
总流动资产	4305.3	4448.6	4862.6	4922.2	5454.1
固定资产	7258.9	7576.0	8018.9	8099.1	8180.1
无形资产	40.1	88.3	104.8	115.3	126.8
其他	366.8	506.3	1019.5	1121.4	1233.6
总资产	11971.0	12619.2	14005.8	14258.0	14994.6
应付帐款	3304.0	2891.0	3293.3	3218.9	3450.5
短期银行贷款	2407.7	1167.9	1548.7	1238.9	991.2
即期所得税负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他短期负债	47.1	51.9	40.9	44.9	49.4
总短期负债	5758.7	4110.8	4882.9	4502.8	4491.1
长期银行贷款	2045.0	3309.2	3332.3	3332.3	3332.3
其他负债	372.3	380.4	416.4	456.0	499.6
总负债	8175.9	7800.4	8631.6	8291.2	8323.0
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益	3795.0	4818.8	5374.2	5966.8	6671.6
每股账面值	2.05	2.39	2.67	2.96	3.31
营运资金	(1453.5)	337.8	(20.3)	419.3	963.0

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	14.7%	18.5%	18.7%	18.7%	19.8%
EBITDA 利率 (%)	10.1%	13.2%	14.6%	15.4%	16.3%
净利率 (%)	3.8%	4.5%	5.5%	6.5%	7.5%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	9.1%	11.0%	10.0%	9.0%	9.0%
实际税率 (%)	13.0%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
股息支付率 (%)	0.0%	10.0%	30.0%	30.0%	30.0%
库存周转	50.0	57.7	61.0	60.0	61.0
应付账款天数	114.3	122.0	122.0	122.0	122.0
应收账款天数	67.0	70.8	71.0	71.0	71.0
财务状况					
净负债/股本	2.2	1.6	1.6	1.4	1.2
收入/总资产	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
总资产/股本	3.2	2.6	2.6	2.4	2.2
盈利对利息倍数	1.7	1.7	2.1	2.8	3.6

现金流量表

<人民币百万元>, 财务年度截至<十二月>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	1122.2	1496.3	1656.1	1843.9	2030.0
融资成本	(244.9)	(290.3)	(292.9)	(274.3)	(259.4)
营运资金变化	(72.8)	(78.9)	57.3	(73.8)	(81.1)
所得税	(63.7)	(128.6)	(155.3)	(194.8)	(234.6)
其他	19.6	39.9	(100.8)	(46.1)	(4.9)
营运现金流	760.4	1038.5	1164.4	1255.0	1450.0
资本开支	(1709.5)	(1219.8)	(1154.5)	(809.6)	(810.4)
其他投资活动	11.6	(72.8)	(491.6)	(80.4)	(90.6)
投资活动现金流	(1697.9)	(1292.6)	(1646.1)	(889.9)	(900.9)
负债变化	1723.0	(1255.3)	403.9	(309.7)	(247.8)
股本变化	40.7	493.2	0.0	0.0	0.0
股息	(42.0)	(33.3)	(186.4)	(233.7)	(281.6)
其他融资活动	(887.0)	1374.4	345.1	238.5	199.6
融资活动现金流	834.7	579.0	562.6	(304.9)	(329.7)
现金变化	(102.8)	324.9	80.9	60.2	219.3
期初持有现金	583.9	481.1	806.0	886.9	947.1
汇兑变化	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
期末持有现金	481.1	806.0	886.9	947.1	1166.4

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。