

【广发化工&海外】阜丰集团（0546.HK）

味精龙头受益行业格局改善，氨基酸产品打开长期空间

分析师：王剑雨 S0260511080001



020-87574012



wangjianyu@gf.com.cn

分析师：郭敏 S0260514070001



021-60750613



gzguomin@gf.com.cn

分析师：周航 S0260516080006



020-87575171



zhouhang@gf.com.cn

核心观点：

● 公司 2016 年业绩同比大增 111.6%

公司 2016 年业绩略超预期：实现营收 118 亿元(YOY+5.1%)，归母净利润 10.9 亿元(YOY+111.6%)，毛利率 20.4%，同比提升 4.3 个百分点。公司将业绩大增归因为：业务环境改善，玉米成本下降以及生产技术改善。

● 味精行业：供需格局良好，阜丰集团为行业龙头

供给端：从 2003 年开始，味精行业经过三轮整合，从 200 多家生产企业缩减至目前十余家。目前行业 CR3 为 75%左右，呈现阜丰集团（120 万吨）、梅花生物（70 万吨）、伊品生物（42 万吨）的三足鼎立格局。加之味精行业存在资金、原材料区位、环保等进入壁垒，现有的寡头格局仍将延续。

需求端：下游需求结构为，食品加工（50%）、餐饮业（30%）和家庭消费（20%），终端需求的稳定增长为味精行业提供刚需。

成本端：味精的成本超过一般来自于玉米，而玉米价格依然受制于高企的库存；此外，黑龙江、内蒙古等地为玉米价格洼地，阜丰集团生产基地大部分位于玉米价格洼地，成本优势显著。

● 公司技改持续进行

阜丰集团目前已经完成扎兰屯生产线的工艺升级，公司味精生产线的升级改造仍在持续进行中，2017 年下半年计划进行第二阶段味精生产技术改良。通过内部优化，一方面扩大产能、抢占市场份额；另一方面提高效率，增强产品盈利能力。公司行业龙头地位将进一步巩固。

● 苏氨酸迅速扩产，成为新的业绩增长点

2015 年 11 月，公司苏氨酸顺利扩产，苏氨酸产能从 5.1 万吨提升为 13.6 万吨，后续仍有扩产步伐。

● 主动削减黄原胶产能，增加高档氨基酸产能

黄原胶需求依赖出口。国内黄原胶需求量大约 5 万吨，国内供给大于需求，主要依赖出口消化产能。受国际石油价格的影响，黄原胶需求及价格均下跌。由于黄原胶市场的需求疲软，公司把一部分黄原胶产能调整用于生产快速发展的高档氨基酸产品和其他新产品。

● 高档氨基酸打开长期成长空间

（1）**开发生产高档氨基酸，打造业绩增长新引擎。**公司在 2012 年投资建设了新疆工厂，用于生产高档氨基酸，包括亮氨酸、异亮氨酸、缬氨酸、谷氨酰胺和透明质酸等。（2）**高档氨基酸收入近年快速增长。**从 2012 年的 8594 万元增长到 2016 年的 6.6 亿元，2012 年至 2016 年复合增长率达 66%。（3）**高档氨基酸市场潜力大，运动营养品市场是蓝海，**我国运动营养品市场尚有巨大发展空间。

● 盈利预测与估值

阜丰集团是味精行业龙头，受益于行业集中度提升；通过产能调整发展高端氨基酸产品，公司业绩有望持续提升。我们预计公司 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.66 元、0.85 元、0.98 元人民币，对应 2017 年 3 月 17 日 H 股收盘价 6.00 港元（对应人民币 5.32 元），2017-2019 年 PE 分别为 8.2X，6.3X，5.4X，维持“买入”评级。

● 风险提示

1、港股与 A 股市场环境不同；2、市场风险差异；3、港元与人民币兑换风险；4、味精价格大幅下滑；5、食品添加剂及养殖行业景气度下行。

资产负债表						利润表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
非流动资产	9221	9517	8860	7998	7121	营业收入	11226	11803	13302	15394	16704
固定资产	7567	7859	7022	6182	5264	营业成本	9423	9397	10346	11750	12625
权益性投资	0	31	31	31	31	毛利	1802	2406	2956	3644	4079
长期投资	0	20	27	36	48	其他经营收入	105	127	116	122	119
商誉及无形资产	1	9	6	4	3	营业开支	1038	1190	1258	1456	1579
其他非流动资产	1653	1598	1774	1745	1775	EBIT	869	1344	1814	2310	2618
流动资产	4629	4939	5508	7405	9725	利息净损益	-252	-209	-77	-77	-77
存货	2192	2482	2269	2577	2769	非经营性损益	-38	74	13	17	35
应收及预付	1212	1033	1680	1848	2010	非经常项目损益	101	93	97	95	96
短期投资	146	2	52	67	40	税前利润	680	1302	1654	2155	2480
现金及现金等价	741	1422	1290	2716	4774	所得税	164	209	266	347	399
其他流动资产	337	0	218	197	132	少数股东损益	0	0	0	0	0
资产总计	13850	14456	14368	15403	16846	非持续经营净利润	0	0	0	0	0
流动负债	5282	4993	6290	6072	5733	净利润	516	1093	1388	1809	2081
短期借款	1846	1177	2276	1600	935	优先股利及其他	0	0	0	0	0
应付及预收	1312	1564	1556	1769	1902	归属普通股东净利	516	1093	1388	1809	2081
其他流动负债	2124	2252	2458	2703	2896	综合收益	516	1093	1388	1809	2081
流动净资产	-653	-54	-782	1333	3992	EBITDA	1404	1958	2518	3001	3290
总资产减流动负	8568	9463	8078	9330	11113	EPS (元,人民币)	0.2428	0.5137	0.6525	0.8504	0.9786
非流动负债	2761	2647	2762	2856	2911						
长期借款	1992	1923	1923	1923	1923						
其他非流动负债	769	724	839	933	988						
负债总计	8043	7640	9052	8929	8644						
总资产减总负债	5807	6816	5316	6474	8202						
普通股股本	207	207	207	207	207						
储备	5600	6609	5109	6267	7995						
其他权益	0	0	0	0	0						
归属母公司权益	5807	6816	5316	6474	8202						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股东权益合计	5807	6816	5316	6474	8202						

现金流量表					
单位: 人民币百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1149	2341	1646	2319	2653
净利润	516	1093	1388	1809	2081
折旧摊销	535	615	704	690	672
营运资本变动	81	599	-482	-222	-222
其他	17	35	37	43	122
投资活动现金流	-315	-1070	-1106	-942	-547
资本支出	-916	-1387	-1387	-1395	-1017
投资活动	-155	-54	-89	6	-16
其他	755	370	370	447	486
筹资活动现金流	-853	-407	244	87	24
债务融资	616	83	387	377	313
股权融资	11	0	0	0	0
股利派发	-153	-221	-213	-213	-213
其他	0	0	69	-77	-77
现金净增加额	-55	864	784	1465	2130
期初现金余额	797	741	741	1526	2990
期末现金余额	741	1605	1526	2990	5120

广发基础化工行业研究小组

- 王剑雨：首席分析师，中国人民大学经济学博士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭敏：资深分析师，同济大学材料学硕士，2 年基础化工和新材料行业研究经验，2014 年进入广发证券发展研究中心。
- 周航：高级分析师，华南理工大学管理学硕士，工学学士，2014 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。