

短期看涨价，长期看机制



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡（维持）

林静

食品饮料行业分析师

报告日期

2009 年 11 月 23 日 星期一

021-63325888-6077

我们的观点：

- **2010 上半年利润将高增长：**09 年上半年大包装味精签单吨价 7000-8000 元，吨毛利 2000 多；10 上半年预计 10000-11000 元，成本上涨可能超出 1000 元（玉米、能源价格上涨），吨毛利约 3500。按 18 万吨销量计算，明年上半年净利润有望增加 1500 元*18 万吨*（1-25%）=2 亿。

- **味精价格高点预计可维持半年，下跌空间有限：**

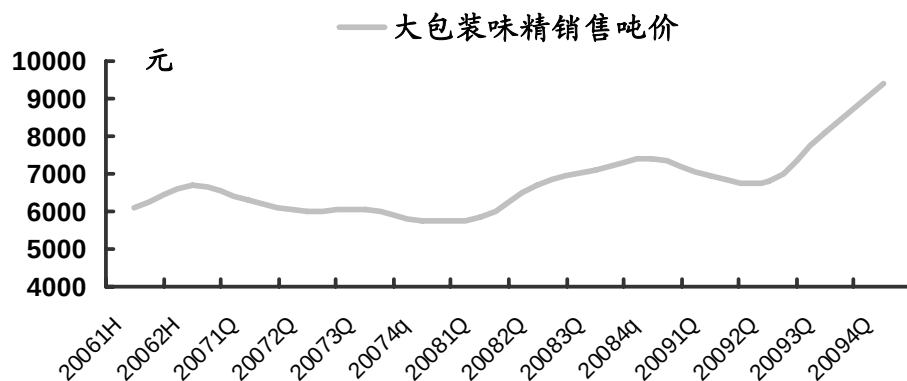
本轮味精价格上涨原因：1.自然增长，全球 7%的增速，国内 3%-5%。经济危机之后，由于刺激内需，今年增速达到 10%。太太乐，联合利华等鸡精厂商今年销量亦大幅增长，说明国内餐饮业势头强劲。同时，食品养殖业今年的强劲增长亦带动了味精的使用。2. 07 年下半年到 08 年上半年由于味精行业被认定为“两高一资”，过去三年没有新的项目，3 万吨以下的小厂被关闭；此外环保要求使用的转精工艺亦使得产量下降。3.台湾味丹在越南的减产。全球 200 万吨的市场少了 10 万吨，因此国际价格上涨；这个因素预计很快会因复产而消失。4、谷氨酸钠产能缺口，由于该产品生产存在环保污染等问题，部分味精厂采用外购形式，造成这一味精的上游产品短缺。

味精行业有环保的准入门槛和资本密集（配套设施多，吨味精资产约 1.8 亿）、利润微薄、行业寡头垄断的特征，我们预计供给大幅增加的可能性很低，加上明年成本的上涨，味精价格走低的可能性小；目前的价格高位预计可维持半年。

- **民营机制尽显活力：**10 年间利税总额从 3 亿上升到 12 亿，“小行业龙头”赢得了鼎辉和新天域两大产业资本的青睐。灵活的激励机制和管理制度化建设将为公司带来新的发展机遇。
- **长期战略将进军高端领域：**味精在欧洲市场的出口虽然仍有空间，但市场增长有限。我们认为作为行业龙头，公司有望重演日本味之素的成长路线，依托原有客户群向高端产品发展，比如氨基酸和生物制品等领域。
- **建议积极关注：**今年 9 月份开始味精价格开始上涨，利润将逐步递增。预计 2010 年净利润 9 亿；如重组成功，以 10 亿股本计，10EPS 预计为 0.9 元。目前股价对应 10PE22x，低于食品饮料板块 27-28x 的平均估值水平，建议投资者积极关注。
- **股价催化剂：**获批上市、明年下半年味精行业“两高一资”可能脱帽
- **风险：**玉米、燃料成本上涨、获批受阻

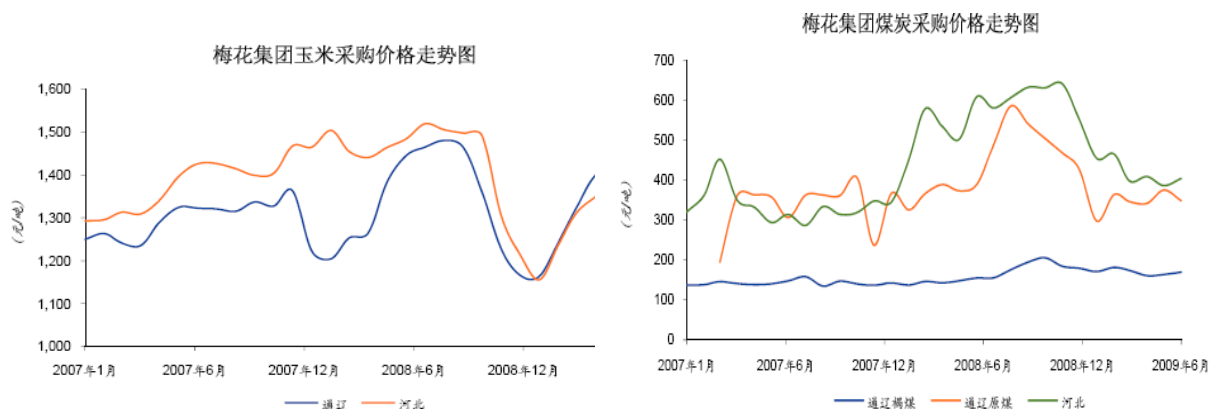
其他产品较多，不排除抵消味精毛利的可能性

图 1：味精价格



资料来源：东方证券研究所

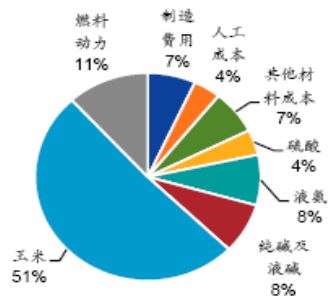
图：主要原料价格



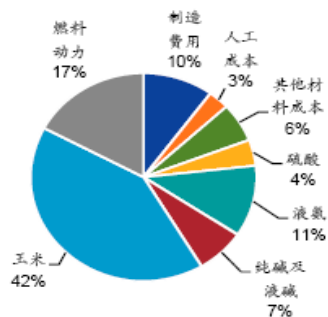
资料来源：梅花集团

图：成本构成

通辽基地味精成本构成图



霸州基地味精成本构成图



资料来源：公司报表

分析师承诺

林静 食品饮料行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

客户应当考虑到本公司可能存在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。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。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn