

目 录

生物发酵行业及主要公司简介.....	4
主要细分子行业近期发展情况.....	5
味精行业整合进入最后阶段	5
饲料添加剂处于整合期、阶段性机会为主.....	7
生物发酵企业发展路径与核心竞争要素	8
低成本贯穿 B2B 产品始终	8
B2C 产品投资机会更多来自复合调味料	9
梅花集团——生物发酵行业的有力竞争者、盈利相对稳定	10
味精起家的发酵行业龙头	10
战略布局围绕核心竞争力提升.....	11
剩者为王——生物发酵行业的有利竞争者	12
盈利预测与评级	13
风险提示	14

图表目录

图 1 玉米深加工发酵制品分类	4
图 2 阜丰集团经营业绩 图 3: 大成生化经营业绩	5
图 4 09 年上半年味精巨头市场份额 图 5 味精价格走势	6
图 6 梅花集团味精销售渠道占比	6
图 7 我国赖氨酸历年产量	7
图 8 我国苏氨酸、赖氨酸近期价格走势	8
图 9 B2B 氨基酸企业三种发展模式	9
图 10 B2B 氨基酸行业贯穿始终的发展动力	9
图 11 B2C 调味品三种投资机会	10
图 12 成功借壳后的股权结构	10
图 13 2010 年公司分行业收入占比	11
图 14 梅花集团收入 图 15 梅花集团历年利润率	11
图 16 梅花集团发展战略	12
表格 1 氨基酸产品特点	5
表格 2 大型氨基酸企业产品种类	5
表格 3 味精巨头产能转移历程	6
表格 4 我国赖氨酸产能分布	7
表格 5 国内苏氨酸市场格局	8
表格 6 梅花集团分产品收入预测	13
表格 7 梅花集团利润表预测	15

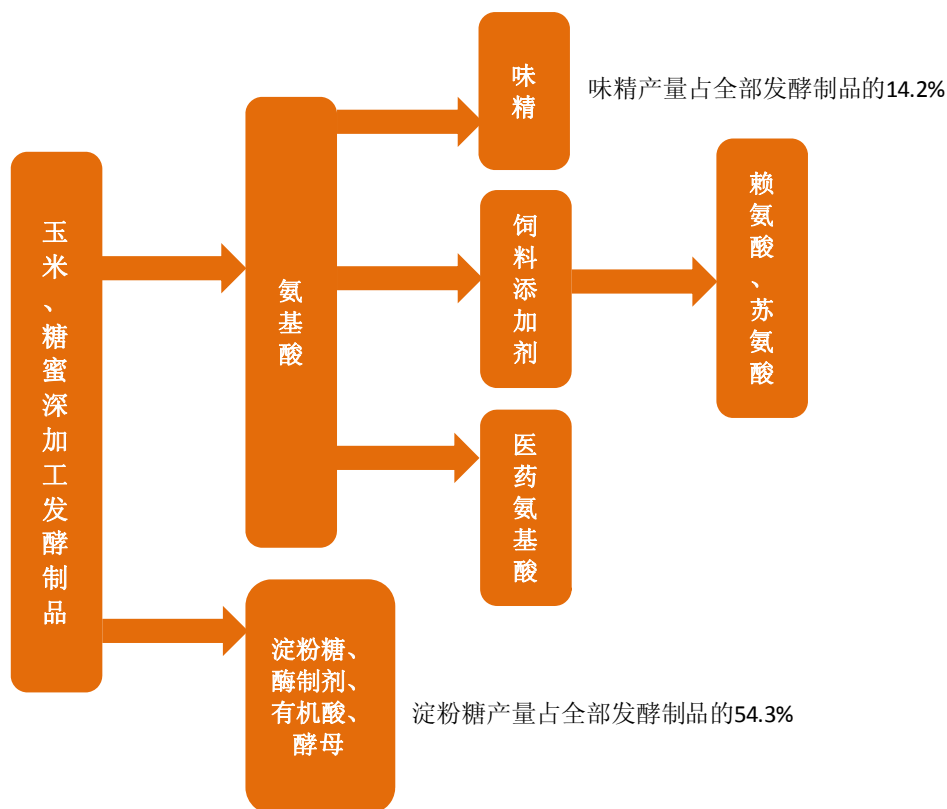
生物发酵行业及主要公司简介

发酵工业主要是玉米深加工，产品包括氨基酸（味精为主）、有机酸（柠檬酸为主）、酶制剂、酵母、淀粉和淀粉糖。2008 年味精产量占全部发酵制品的 14.2%；淀粉糖增速在 30%以上，产量占比高达 54.3%；糖蜜制造的酵母产量占比不大。

发酵工业中的氨基酸除味精外，还可分为三大类：食品添加剂呈味核苷酸、饲料添加剂（赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸、色氨酸）、医药用氨基酸（牛磺酸等）。基于同样的原料、生产配套和发酵原理，不同种类的氨基酸产能可以相互转化。

赖氨酸是仅次于味精的第二大氨基酸品种，主要是饲料添加剂、食品添加剂和医药中间体。从世界范围来看，约 90%的赖氨酸用作饲料添加剂，医药用及食品用约占 10%。苏氨酸主要用于医药、化学试剂、食品强化剂、饲料添加剂等方面，特别是饲料添加剂方面的用量增长快速。医药用氨基酸相对用量不大但品种最多。

图 1 玉米深加工发酵制品分类



资料来源：中国发酵工业协会、华泰联合证券研究所整理

表格 1：氨基酸产品特点

氨基酸发酵产品	下游	毛利率	发展阶段	体量	产量增速
谷氨酸	食品工业	一般	成熟期	大	增速一般
呈味核苷酸	食品工业	较高	成长期	中	增速较快
饲料添加剂	养殖业	一般	培育成长期	大	增速一般
医药用氨基酸	医药业	较高	成长期	小	增速较快

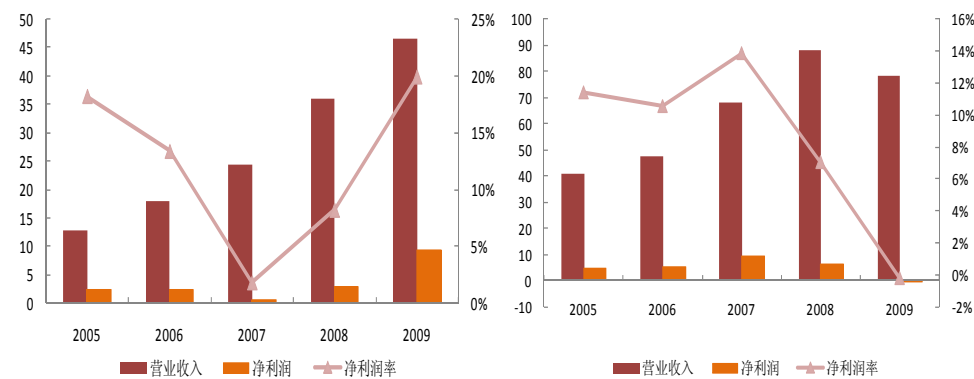
资料来源：博亚和讯、华泰联合证券研究所整理

表格 2：大型氨基酸企业产品种类

主要公司	主要产品	延伸相关产品	公司简介
梅花集团	味精	苏氨酸、赖氨酸、呈味核苷酸	味精龙头，十余种氨基酸产品
阜丰集团	味精、黄原胶	苏氨酸	味精、黄原胶龙头，扩大氨基酸品种
宁夏伊品	味精、赖氨酸	苏氨酸	竞争力强劲的味精企业
大成生化	赖氨酸	苏氨酸、蛋氨酸、玉米甜味剂	世界最大赖氨酸厂，最大玉米加工企业
星湖科技	呈味核苷酸	苏氨酸、利巴韦林	国内呈味核苷酸龙头
日本味之素	味精、赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、呈味核苷酸		世界氨基酸巨头，涉足终端调味品
韩国希杰	赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、呈味核苷酸		韩国最大食品公司，02 年进入中国

资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所整理

图 2：阜丰集团经营业绩 单位：亿元 图 3：大成生化经营业绩 单位：亿元



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所整理

主要细分子行业近期发展情况

味精行业整合进入最后阶段

我们以味精行业为例，说明氨基酸行业整合历程。味精大规模整合第一轮已过，第二轮整合决定行业最终格局。味精行业整合历程伴随价格涨跌。味精价格从历史最高 20000 元/吨，下降到 6000 元/吨，2007 年价格见底，此后缓慢回升，2008 年也延续回升势头，2009 年价格突然猛涨，目前味精价格在 10000 元/吨。玉米价格同比上涨 30% 以后，很多十几万吨的、产能布局优势不明显的中型味精企业，处在盈利边缘。我们认为，味精行业现有格局相对稳定，但离最终整合完毕相差一步。我们判断，最

终的行业格局很可能是三家企业分享行业蛋糕：阜丰集团、梅花集团和宁夏伊品。其他中型企业成本优势不显著，在下一轮整合大潮中，将逐渐被淘汰出局。

表格 3 味精巨头产能转移历程

	阜丰集团	梅花集团
1999 年	起源于山东莒南	
2002 年		成立于河北霸州
2003 年	建立莒南二厂	内蒙通辽梅花成立
2004 年	陕西宝鸡筹建生产基地	
2006 年	呼和浩特建立生产基地	
2007 年	香港联交所主板上市	鼎晖、新天域战略投资
2009 年		借壳五洲明珠

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 4 09 年上半年味精巨头市场份额

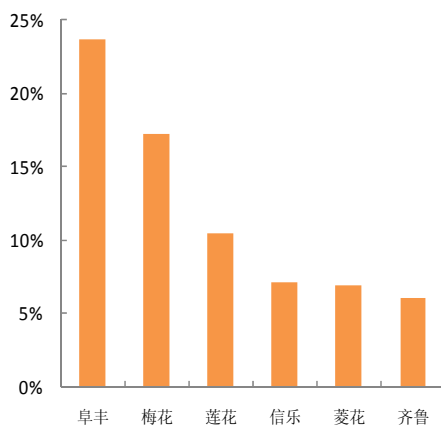
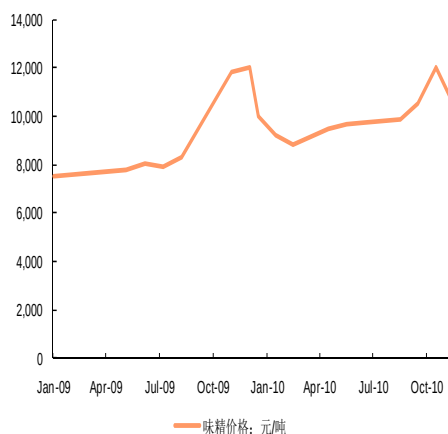
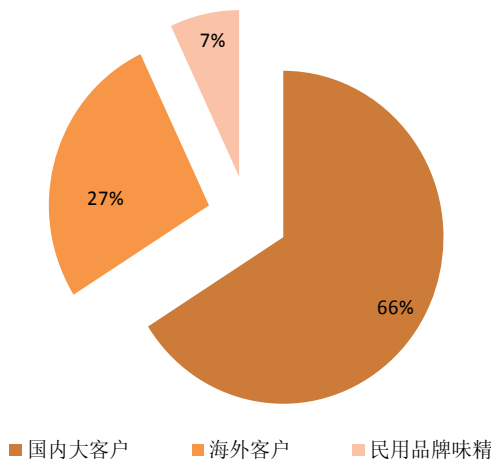


图 5 味精价格走势 单位：元/吨



资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

图 6 梅花集团味精销售渠道占比



资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、华泰联合证券研究所整理

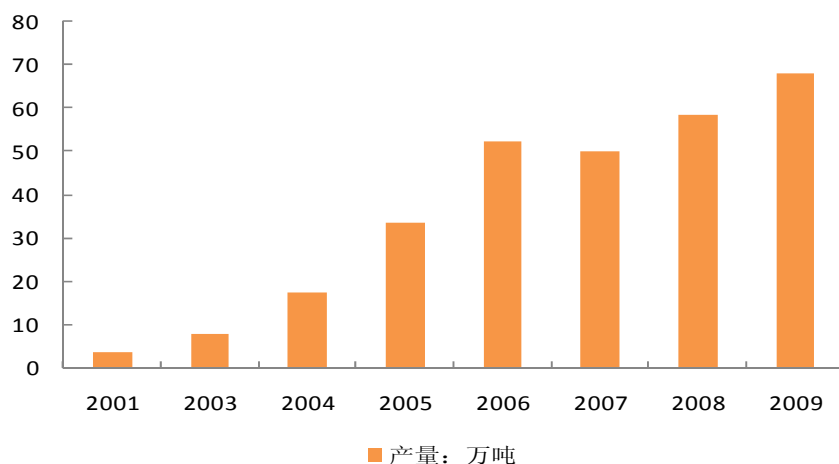
饲料添加剂处于整合期、阶段性机会为主

我国赖氨酸产量增长迅速，从进口国变为出口国，金融危机导致 07、08 年产量增速下降，09 年产量增速恢复上升。赖氨酸主要生产企业有大成生化、韩国希杰、丰原生化和宁夏伊品。我国赖氨酸供大于求的局面短期难以改变，主要厂家仍有扩产计划，市场压力进一步增加。

根据苏氨酸主要生产厂家的产能扩张步伐，2009 年底我国苏氨酸有效产能接近 10 万吨，而国内需求以及出口年需求总量 4 万吨左右，苏氨酸价格压力较大。未来有两个渠道缓解国内苏氨酸产能压力，一是出口高增长，二是国内饲料企业配方变化带来 20% 以上的需求增长。但是产能供给过剩依然存在，未来几年价格仍会震荡向下，生产商面临行业洗牌压力，有可能带来阶段性机会。苏氨酸生产企业只能不断提高产率以降低成本，即使产品价格大幅下降，也能保证一定的利润空间。

蛋氨酸主要生产厂家集中在国外，我国主要依靠进口，今年进口量约 10 万吨。但是随着大成生化、蓝星股份等企业的技术开发工作和大型蛋氨酸生产装置的建设，未来两三年，我国蛋氨酸产能将达到 20 万吨，不仅满足国内市场需求，出口方面也将有所突破。目前国内色氨酸的市场情况，和蛋氨酸类似，未来几年的产能急剧释放，一方面导致价格大幅下降，另一方面带来需求量增速加快。

图 7 我国赖氨酸历年产量 单位：万吨



资料来源：《国内外主要发酵类氨基酸产品发展现状》，华泰联合证券研究所整理

表格 4 我国赖氨酸产能分布

产能分布	产能占比	主要企业
山东	35%	西王、希杰、金玉米
吉林	33%	大成生化
安徽	9%	丰原生化
宁夏	7%	伊品集团
甘氨酸	5%	荣华集团

资料来源：《国内外主要发酵类氨基酸产品发展现状》，华泰联合证券研究所整理

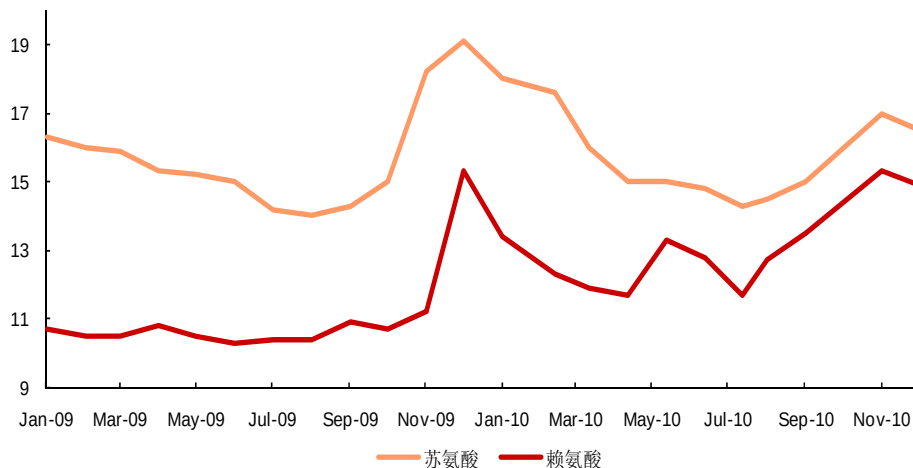
附注：大成生化赖氨酸实际产量可达国内供应总量的 50% 以上，对市场供应及价格的影响力较强。

表格 5 国内苏氨酸市场格局

公司名称	产能（吨/年）	国内市场占有率
星湖科技	5 万	20%
大成生化	4 万	15%
希杰（中国）	5 万	15%
梅花集团	2 万	10%
宁夏伊品	1.5 万	8%
阜丰集团	1.5 万	8%
浙江国光	1.2 万	6%

资料来源：《苏氨酸国内市场调查报告》、华泰联合证券研究所整理

图 8 我国苏氨酸、赖氨酸近期价格走势 单位：元/公斤



资料来源：博亚和讯、华泰联合证券研究所整理

生物发酵企业发展路径与核心竞争要素

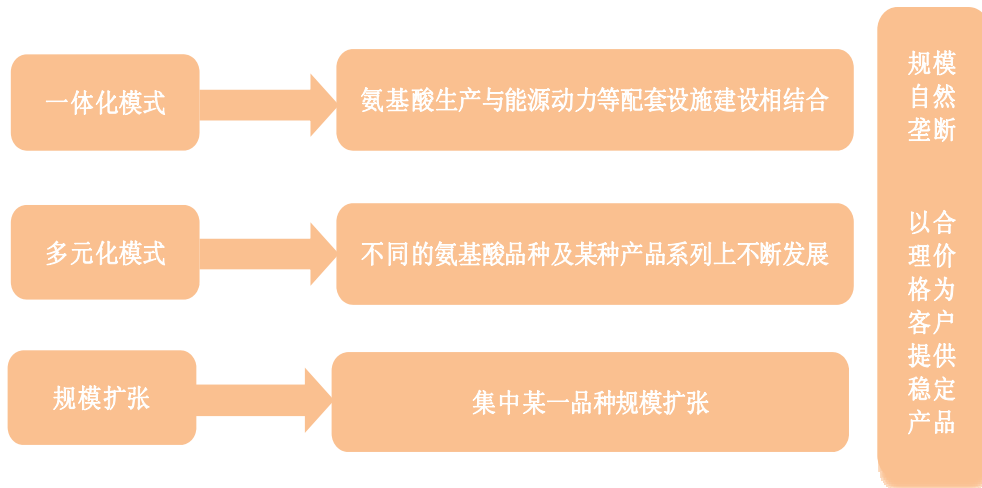
低成本贯穿 B2B 产品始终

所有的 B2B 氨基酸企业发展整合历程非常相似：都是通过产能布局、一体化配套设施建设、多品种氨基酸组合，扩张产能；持续不断的技术进步提升产率降低成本；通过整合竞争力差的中小型企业；最终达到规模带来的自然垄断，形成稳定的垄断格局。剩者为王的演变历程，贯穿其中的是低成本优势，即企业核心竞争力。低成本主要来自于技术和产能布局，在技术相差不大的情况下，产能布局很大程度上决定了企业的竞争力。B2B 产品只有通过产能扩张、行业整合，达到稳定的格局，才能享受丰厚利润。氨基酸企业的最终愿景，是以合理的价格给下游工业客户提供稳定的产品。

现在的氨基酸市场竞争，有些品种整合接近了尾声，有些产品竞争已达白热化，有些产品还处于市场拓展培育期。多种氨基酸产品系列组合的企业，可以相互转化产能，

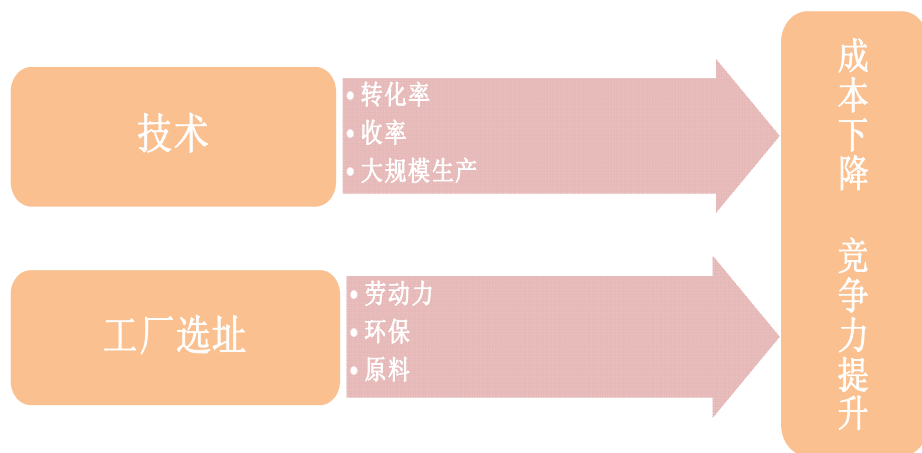
保持盈利稳定性。氨基酸产品价格下降时，大多会出现市场拓展的过程，市场容量有所扩大，最终到达量价平衡点。

图 9 B2B 氨基酸企业三种发展模式



资料来源：希杰专访、华泰联合证券研究所整理

图 10 B2B 氨基酸行业贯穿始终的发展动力

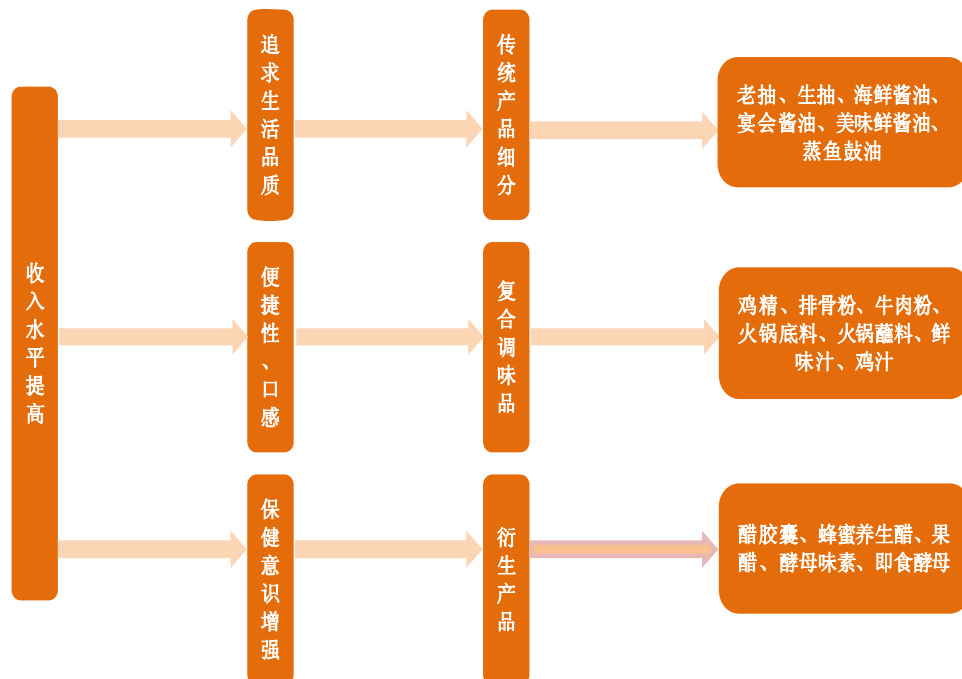


资料来源：希杰专访、华泰联合证券研究所整理

B2C 产品投资机会更多来自复合调味料

B2C 产品，主要是指终端调味品，其竞争要素完全不同，更多体现在品牌塑造和渠道建设。我们将 B2C 产品投资机会分为以下三类：1) 传统产品细分扩大市场容量；2) 复合调味料需求前景广阔；3) 衍生产品有望带来空白细分市场。我们最看好复合调味料的成长前景，基于其便捷性、口感优势带来的强劲竞争力。

图 11 B2C 调味品三种投资机会



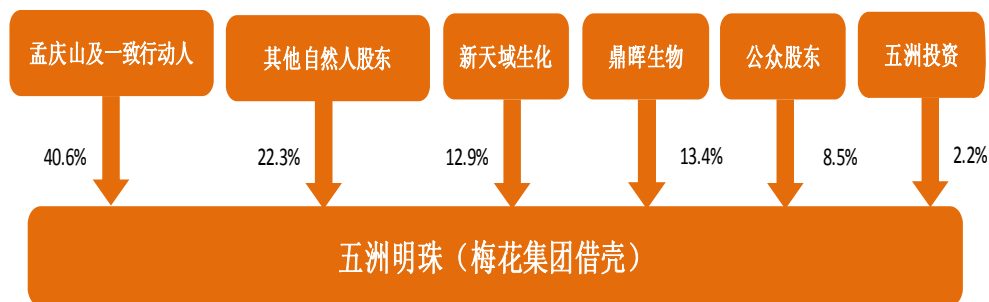
资料来源：华泰联合证券研究所整理

梅花集团——生物发酵行业的有力竞争者、盈利相对稳定

味精起家的发酵行业龙头

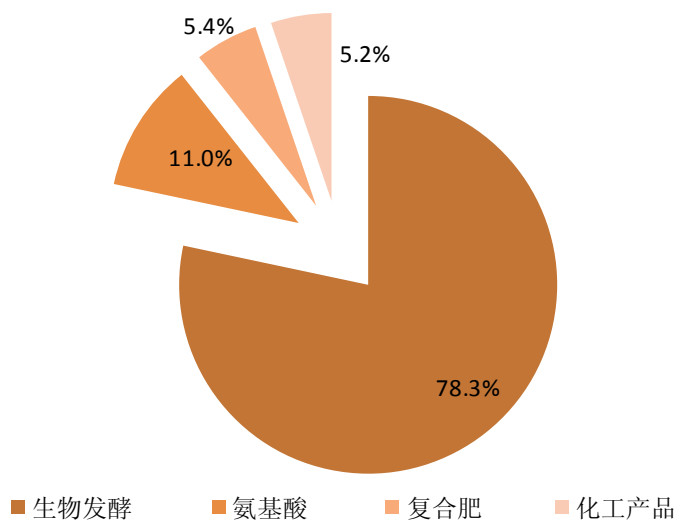
民营味精巨头，成功借壳五洲明珠上市。梅花集团以味精起家，是国内第二大味精制造企业。实际控制人是孟庆山及其一致行动人，持股比例 40.6%，2007 年引进战略投资者鼎晖生物、新天域生化。2009 年公司开始推进上市工作，借壳五洲明珠。2010 年 12 月底借壳上市获证监会通过。五洲明珠拟吸收合并梅花集团，吸收合并完成后，五洲明珠仍存续，梅花集团法人资格将予以注销，上市公司拟更名为“梅花生物科技集团股份有限公司”。

图 12：成功借壳后的上市公司股权结构



资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、华泰联合证券研究所

图 13 2010 年公司分行业收入占比



资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所整理

附注：主要氨基酸中，不含呈味核苷酸

图 14 梅花集团收入 单位：亿元

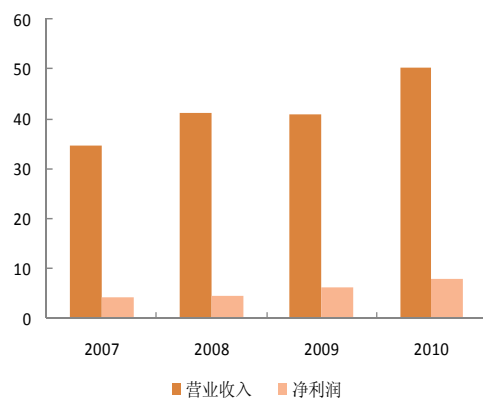
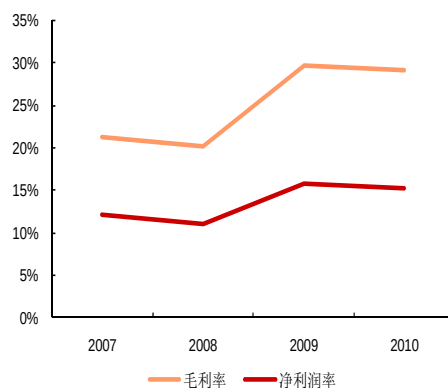


图 15 梅花集团历年利润率



资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、年报、华泰联合证券研究所

战略布局围绕核心竞争力提升

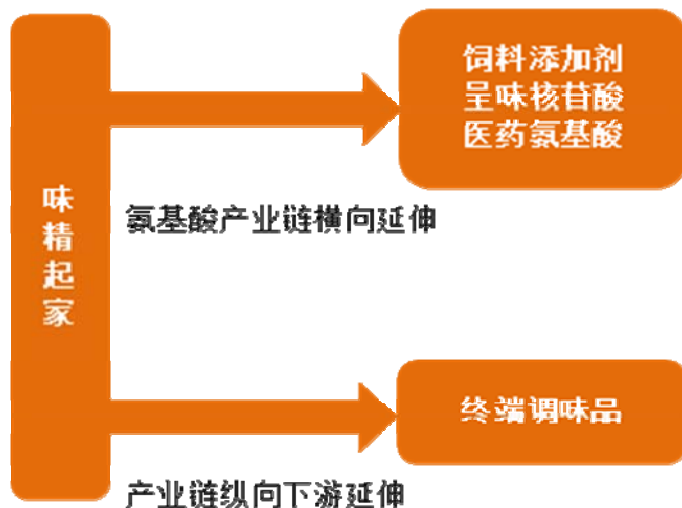
短期产业链横向延伸，打造氨基酸巨头。公司以味精起家，产能布局 and 一体化建设都处于生物发酵行业领先水平。产品组合向其他氨基酸品类延伸，是公司发展的首选路径。

公司各产品的战略地位如下：味精作为安身立命之本，继续扩产巩固“剩者为王”的地位；进军饲料添加剂，提升收入规模；医药用氨基酸更多作为形象工程，主要是行业容量有限；涉足呈味核苷酸，分享其需求快速增长和高毛利率。

中长期涉足产业链下游，发展调味品业务。公司味精 15% 左右是以小包装形式销售的，二、三线城市渠道建设已经有两三年的时间了，“梅花”品牌塑造也有一定的基础。再加上我国终端调味品的快速增长（尤其是复合调味料），因此公司有涉足终端调味

品的战略布局。终端调味品的竞争要素与公司现在的核心竞争力相差较远，集中在品牌塑造和渠道建设上，我们判断，终端调味品至少要 3 年的时间才能给公司带来实质性的利润贡献。

图 16 梅花集团发展战略



资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、华泰联合证券研究所整理

各项业务相互补充，保持盈利稳定。B2B 氨基酸行业，最大的特点是产能扩张伴随的价格波动，造成盈利的不稳定性。公司涉足的生物发酵细分子行业处于不同的发展阶段，盈利波动相互抵消，增强风险抵御能力。起家产品味精处于整合后期，是公司的现金流业务；饲料添加剂盈利波动大，但是各品种间产能可以相互转化，需求增长较快；医药用氨基酸占比不大；呈味核苷酸行业格局相对稳定，且处于培育成长期，公司初期跟随行业定价，利润可观。

剩者为王——生物发酵行业的有利竞争者

受益全球氨基酸产能转移，迎来发展高峰。全球氨基酸产能从发达国家逐渐转向发展中国家，中国生产要素优势明显，也成为重要的氨基酸生产基地。再加上中国庞大的市场空间和快速增长的需求，全球最大的氨基酸企业必将出现在中国。竞争力突出的大型生物发酵企业，未来很有可能称霸全球。

各竞争要素彰显公司剩者地位。生物发酵行业竞争要素集中在产能布局、一体化配套设施建设、规模扩张、资金和战略方向上。公司各竞争要素都处于行业前列：最重要的产能布局竞争力明显，自备热电站、硫酸等一体化设施充分降低成本，内蒙古通过万亩生产基地将在现有产能基础上翻番，借壳上市后公司资金充裕。公司产业链横向、纵向延伸，与国外生物发酵巨头成长路径如出一辙。综合判断，公司竞争力突出，而且已经晋升味精行业的剩者，未来剩者地位将愈发稳固。

盈利预测与评级

味精平稳增长、享受行业龙头优势；新进入领域，初期跟随行业自然增长。起家产品味精处于整合后期，公司第二的市场份额、成本优势和扩产计划，保证味精盈利稳定增长。公司新进入领域是饲料添加剂、呈味核苷酸和医药用氨基酸，进入初期大多是跟随行业增长。其中，饲料添加剂处于行业整合高峰，阶段性机会为主。呈味核苷酸需求增速较快，毛利率处于高位。医药用氨基酸体量较小，对公司利润贡献不大。

我们认为，公司估值高于一般的氨基酸企业，主要是：味精行业剩者地位、发展终端调味品的品牌和渠道基础，以及我国氨基酸相对较快的需求量增速。

表格 6 梅花集团分产品收入预测

	2008	2009 年	2010	2011E	2012E	2013E
销量：万吨						
味精	37.2	36.5	40	43	46	50
呈味核苷酸				0.2	0.4	0.8
氨基酸	0.3	1.2	3.5	5.0	8.0	10.0
有机肥复合肥	44.8	36.1	25	30	35	40
主要副产品	17.9	17.3	28	35	40	45
价格：万元/吨						
味精	0.7	0.8	0.81	0.8	0.8	0.79
呈味核苷酸				12.0	11.5	11.0
氨基酸	1.5	1.4	1.60	1.4	1.3	1.2
有机肥复合肥	0.1	0.1	0.11	0.1	0.09	0.09
主要副产品	0.3	0.2	0.23	0.22	0.21	0.2
收入：亿元						
味精	25.1	28.3	32.7	34.4	36.6	39.5
呈味核苷酸	0.0	0.0	0.0	2.4	4.6	8.8
氨基酸	0.4	1.6	5.5	7.0	10.4	12.0
有机肥复合肥	4.6	3.2	2.7	2.9	3.2	3.4
主要副产品	4.6	3.8	6.3	7.7	8.4	9.0
其他产品	6.5	3.9	2.6	3.0	4.0	6.0
合计	41.2	40.8	49.8	57.4	67.1	78.7

资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、华泰联合证券研究所整理

我们预计，公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.85、0.95、1.14 元，最新收盘价对应市盈率分别为 50X、45X 和 37X。尽管公司竞争力突出、剩者地位稳固，但是估值较高，首次给予“中性”评级。

风险提示

玉米价格大幅上涨风险;

饲料添加剂行业产能释放过快的风险;

食品安全风险;

盈利预测
表格 7 梅花集团利润表预测 单位：亿元

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	41.18	40.82	50.15	57.35	67.12	78.70
营业成本	31.96	28.92	35.31	43.37	51.81	61.70
营业税金及附加	0.17	0.14	0.21	0.11	0.13	0.13
销售费用	2.27	2.76	3.05	2.48	2.75	2.55
管理费用	1.37	2.13	2.52	1.61	1.81	1.68
财务费用	1.18	0.64	0.67	0.80	0.54	0.34
资产减值损失	(0.01)	(0.02)	0.03	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
营业利润	4.24	6.26	8.36	8.97	10.07	12.30
营业外收入	0.84	1.56	1.44	1.00	1.00	1.00
营业外支出	0.10	0.16	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	4.98	7.66	9.69	9.97	11.07	13.30
所得税费用	0.59	1.42	1.79	1.50	1.55	1.86
净利润	4.38	6.25	7.90	8.48	9.52	11.44
少数股东损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司股 东净利润	4.39	6.25	7.90	8.48	9.52	11.44
每股收益	0.44	0.62	0.79	0.85	0.95	1.14

资料来源：五洲明珠吸收合并梅花集团关联交易报告书、年报、华泰联合证券研究所整理



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn