



证券研究报告·上市公司调研深度

食品

# 借壳上市站在大发展新起点

## 资产重组接近尾声，“明珠”变“梅花”

2011 年 1 月 21 日，五洲明珠召开 2011 年第一次临时股东大会，以梅花集团主要股东孟庆山先生为核心的股东代表进入公司董事会，标志着五洲明珠的重大资产重组事项已近尾声。预计再过一个月左右，拿到商务部的批文并完成工商注册之后，公司将更名为“梅花生物科技集团股份有限公司”，梅花集团将正式登陆资本市场。

## 借助有效经营模式，在传统领域异军突起，发展迅速

味精行业早已进入平稳发展期，梅花味精成立于 2002 年，在很短时间里，规模和产量进入行业前列。作为传统领域的新进者成功经验在于“全产业链+深加工”经营模式，同时公司谷氨酸出酸率高于行业平均水平，有效降低成本，是公司取胜之关键。

## 两大产品系列，三大生产基地

小包装味精市场占有率从无上升到 15%，未来会以梅花为主品牌，以味精为先导，积极发展复合调味料以及厨房用调味品，进入终端消费品领域。同时以苏氨酸为核心的氨基酸产品也是公司重要利润增长点。公司在霸州和通辽基础上，新设立新疆氨基酸公司。两大产品系列与三大基地推动公司迎来快速增长。

## 业绩预测

2011 年业绩增长将主要来自味精价格上涨；2012 年后新疆氨基酸公司投产将迎来公司再一次业绩爆发点。我们预测公司 2011 年 EPS 为 0.96 元/股，2012 年为 1.19 元/股，暂不给目标价。

## 估值与评级

属于传统产业，重资产，但未来 3-5 年内有着非常好的发展预期，且随着产品结构的优化利润率稳步提高。但相对于其他可比公司，估值偏高。

## 预测和比率

|            | 2010A   | 2011E   | 2012E   | 2013E    |
|------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入（百万）   | 5015.05 | 6796.40 | 8634.83 | 11778.77 |
| 营业收入增长率    | 22.86%  | 35.52%  | 27.05%  | 36.41%   |
| EBITDA（百万） | 1483.76 | 1629.24 | 1942.85 | 2457.81  |
| EBITDA 增长率 | 29.11%  | 9.80%   | 19.25%  | 26.51%   |
| 净利润（百万）    | 790.00  | 968.94  | 1201.34 | 1618.62  |
| 净利润增长率     | 27.00%  | 22.65%  | 23.99%  | 34.73%   |
| ROE        | 16.03%  | 17.35%  | 18.23%  | 20.31%   |
| EPS（元）     | 0.78    | 0.96    | 1.19    | 1.61     |
| P/E        | 9.74    | 44.65   | 36.01   | 26.73    |
| P/B        | 1.56    | 7.75    | 6.56    | 5.43     |
| EV/EBITDA  | 6.57    | 27.36   | 22.53   | 17.68    |

请参阅最后一页的重要声明

## 五洲明珠 (600873)

首次评级

不评级

郑绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

联系人：李宁 liningbj@csc.com.cn

张萍 zhangpingbj@csc.com.cn

当前股价：42.67 元

目标价格 6 个月：

调研日期：2011 年 1 月 21 日

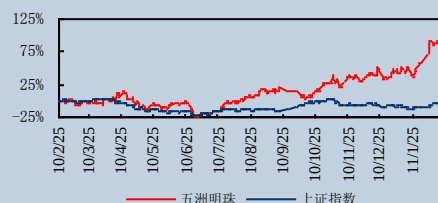
发布日期：2011 年 2 月 25 日

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| 1 个月          | 3 个月        | 12 个月       |
|---------------|-------------|-------------|
| 30.92/24.90   | 32.47/30.69 | 78.90/82.38 |
| 12 月最高/最低价（元） |             | 44.5/16.31  |
| 总股本（万股）       |             | 100823.66   |
| 流通 A 股（万股）    |             | 10823.66    |
| 总市值（亿元）       |             | 406.02      |
| 流通市值（亿元）      |             | 43.59       |
| 近 3 月日均成交量（万） |             | 611.20      |
| 主要股东          |             |             |
| 孟庆山           |             | 31.54%      |

## 股价表现



HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、资产重组接近尾声，“明珠”变“梅花” .....           | 1  |
| 二、“全产业链+综合利用”模式成就梅花集团迅速崛起 .....      | 2  |
| 三、做中国领先的调味品企业 .....                  | 3  |
| （一）味精消费的趋势是工业使用占比提高，终端消费逐渐被鸡精替代..... | 3  |
| （二）梅花集团味精总量还将继续增长，但销售方向将有重大调整.....   | 4  |
| （三）全面挺进调味料品市场，打造行业的旗舰品牌.....         | 7  |
| 四、做全球最领先的氨基酸企业 .....                 | 8  |
| （一）饲料加工业为苏氨酸提供稳定市场 .....             | 8  |
| （二）短期内苏氨酸价格下跌空间有限 .....              | 9  |
| （三）公司逐步释放产能，保持产销率近 100% .....        | 10 |
| （四）公司成本优势明显，该产品将增厚公司整体毛利润.....       | 10 |
| 五、构建三大生产基地，奠定成长基础 .....              | 11 |
| （一）霸州基地 .....                        | 11 |
| （二）通辽基地 .....                        | 13 |
| （三）新疆基地 .....                        | 15 |
| 六、盈利预测 .....                         | 15 |
| 七、估值与投资建议 .....                      | 16 |
| 报表预测 .....                           | 17 |



## 图 表

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图 1:重组前股权结构 .....                 | 1  |
| 图 2:重组后股权结构 .....                 | 1  |
| 图 3:2010 年梅花集团收入结构 .....          | 2  |
| 图 4: 核心加配套的全产业链经营模式 .....         | 2  |
| 图 5: 我国味精历年产量及增长情况 .....          | 3  |
| 图 6: 我国鸡精、鸡粉行业历年销售量及预测 .....      | 4  |
| 图 7:前七大味精企业的产能份额 .....            | 5  |
| 图 8: 梅花集团市场分额增长情况 .....           | 5  |
| 图 9: 梅花集团味精销售价格走势 单位: 元/吨 .....   | 6  |
| 图 10: 饲料工业发展状况 单位: 亿元、万吨 .....    | 9  |
| 图 11: 苏氨酸 2005 年以来年价格变化趋势 .....   | 10 |
| 图 12: 公司现有两大基地构成情况: .....         | 11 |
| 图 13: 霸州基地味精成本结构 .....            | 12 |
| 图 14: 通辽基地味精成本结构 .....            | 14 |
| <br>                              |    |
| 表 1: 梅花集团味精产品销售情况 .....           | 6  |
| 表 2: 公司味精历年销售及预测 .....            | 7  |
| 表 3: 梅花集团产品结构 .....               | 7  |
| 表 4: 公司呈味核苷酸业绩预测 .....            | 8  |
| 表 5: 国内主要生产企业苏氨酸产能情况 .....        | 9  |
| 表 6: 公司苏氨酸业绩预测 .....              | 10 |
| 表 7: 梅花集团霸州基地产品产销量情况 .....        | 11 |
| 表 8: 霸州基地未来投资项目情况 .....           | 12 |
| 表 9: 味精产销及收益情况 .....              | 13 |
| 表 10: 梅花集团通辽基地产品产销量情况 .....       | 13 |
| 表 11: 通辽基地未来主要投资项目 .....          | 14 |
| 表 12: 120 万吨复混(合)肥料综合生产工程项目 ..... | 15 |
| 表 13: 可比公司估值比较 .....              | 16 |

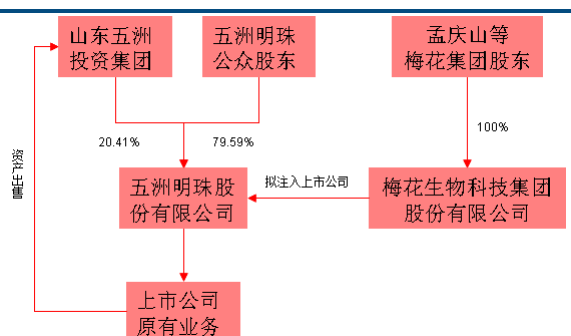
## 一、资产重组接近尾声，“明珠”变“梅花”

五洲明珠以前主要从事输配电设备制造，近年来，输配电设备制造行业市场竞争日趋激烈。受到钢材、有色金属等原材料价格大幅波动的影响，公司生产经营成本持续上升，导致毛利率和每股收益逐年下降。为彻底改变盈利状况，公司从 2009 年开始谋划通过重大资产重组方式实现主营业务整体转型。

资产重组的方式是通过出售、清理原有资产和负债，以新增股份吸收合并梅花集团的方式，实现梅花集团的整体上市，从而从一个电力设备制造商整体转型为一个在中国生物发酵行业，尤其是味精产品领域，具有突出市场地位和竞争优势的上市公司。

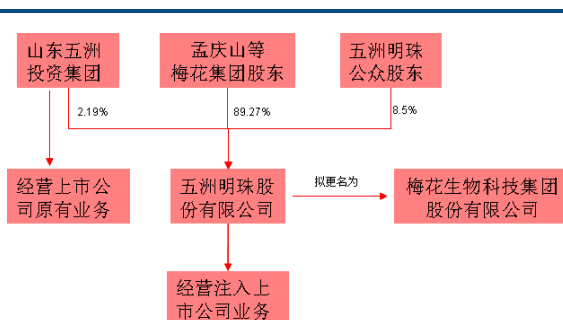
目前梅花集团借壳五洲明珠进展顺利，重组方案于 2010 年 9 月 29 日经中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核，获有条件通过。2011 年 1 月 21 日，五洲明珠召开 2011 年第一次临时股东大会，以梅花集团主要股东孟庆山先生为核心的股东代表进入公司董事会，标志着五洲明珠的重大资产重组事项已近尾声。预计再过一个月左右，拿到商务部的批文并完成工商注册之后，公司将正式更名为“梅花生物科技集团股份有限公司”，梅花集团将正式登陆资本市场。

图 1:重组前股权结构



资料来源：公司公告

图 2:重组后股权结构



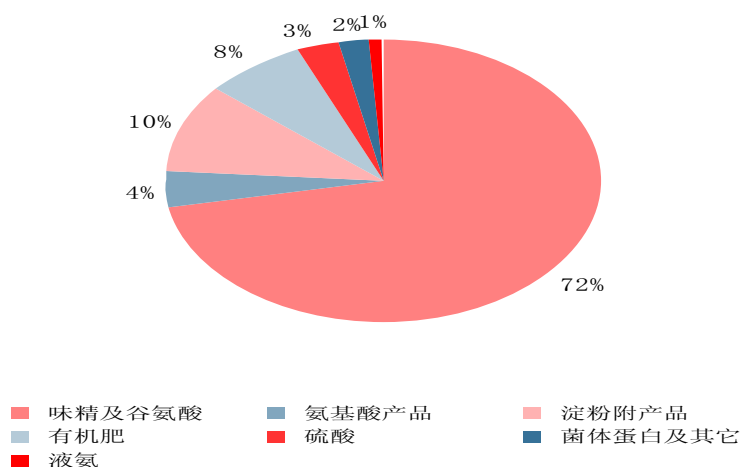
资料来源：公司公告

图 1、2 为重组前后公司的股权结构，重组前山东五洲投资集团为公司的第一大股东，持股比例为 20.41%；重组后五洲集团的持股比例下降至 2.19%，梅花集团的原有股东通过资产置换进入上市公司，持股比例为 89.72%。公司目前总股本为 10.08 亿股，根据《五洲明珠股份有限公司重大资产出售及以新增股份吸收合并梅花集团关联交易预案》中披露的信息，公司将在重组完成后以公积金向新老股东按 10 股转增 16.861 股的比例转增股本 17 亿股，转增完成后，梅花集团作为上市公司总股本将变为 27.08 亿股。

## 二、“全产业链+综合利用”模式成就梅花集团迅速崛起

梅花生物科技集团股份有限公司（简称梅花集团）前身为河北梅花味精集团，成立于 2002 年，主营业务为味精的生产和销售。2008 年公司获得新天域和鼎晖投资的战略投资，梅花味精变更为中外合资经营企业，2009 年公司进行股份制改造，公司整体变更为梅花生物科技集团股份有限公司。目前公司产品包括味精和副产品：胚芽、菌体蛋白、纤维、有机肥等；以及苏氨酸、谷氨酰胺等十余种氨基酸产品。

图 3:2010 年梅花集团收入结构

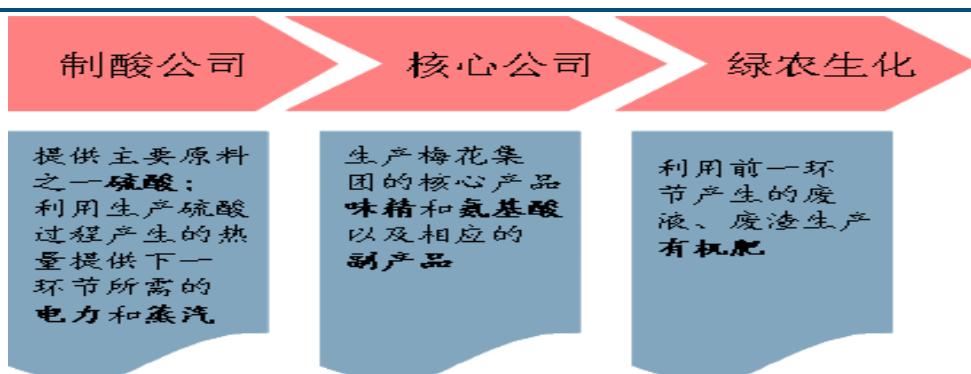


资料来源：公司公告、中信建投研究所

相对于老牌味精公司来说，梅花成立时间不长，但发展迅速，得益于公司有效的经营模式。

生产味精过程中，需要蒸汽电力等能源、需要硫酸等辅助原料。公司自建电厂与制酸厂，自产电、汽和合成氨，赚取了产业链利润；同时将玉米“吃干榨尽”，生产更多的深加工产品，降低生产成本，提高产品综合利润率，减轻环保压力。

图 4: 核心加配套的全产业链经营模式



资料来源：公司公告、中信建投研究所

例如配套的制酸公司可以自己生产主要的原材料硫酸，并利用硫酸生产过程中产生的热量提供下一环节所需的电和汽，实现热电联产、余热发电，大大降低公司的原材料成本。公司还将生产过程中残余的“废料”进行深加工和循环利用，使之变废为宝，将玉米余料加工为胚芽、纤维和蛋白粉等产品，并且销路良好；将废液、废渣加工成为有机肥，在有机肥价格走高的情况下甚至能使公司的环保成本为负。梅花集团味精的吨成本比行业多数企业低约千元左右。

当然梅花集团在提高出酸率技术也处于行业先进地位，谷氨酸出酸率平均在 13%，高于行业 12% 的平均水平。而提高出酸率一个百分点就提高了 10% 以上的利润率。

正是这种“全产业链+深加工”的经营模式以及先进技术水平构成了梅花集团独特的竞争优势，使之在过去几年中成为一个在缓慢增长行业中高速成长的企业，这个味精行业的后起之秀迅速成为行业领军企业。

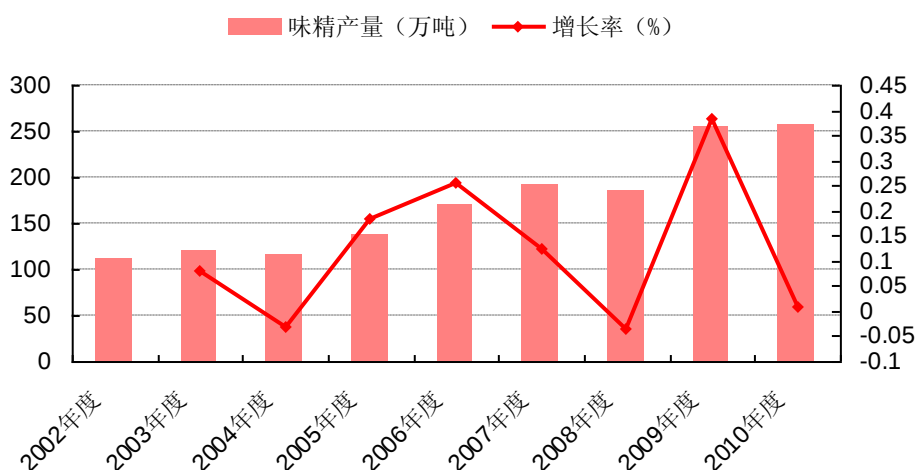
### 三、做中国领先的调味品企业

#### （一）味精消费的趋势是工业使用占比提高，终端消费逐渐被鸡精替代

##### 1、味精消费总量增长缓慢，但工业化使用占比越来越高

我国味精产量已连续几年位居世界第一，2010 年味精总产量达到 256.44 万吨，比 09 年增长 0.57%。国内味精行业早已进入平稳增长期，年均增速约 6-7%。

图 5：我国味精历年产量及增长情况



资料来源：中国调味品协会《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》、中信建投研究所

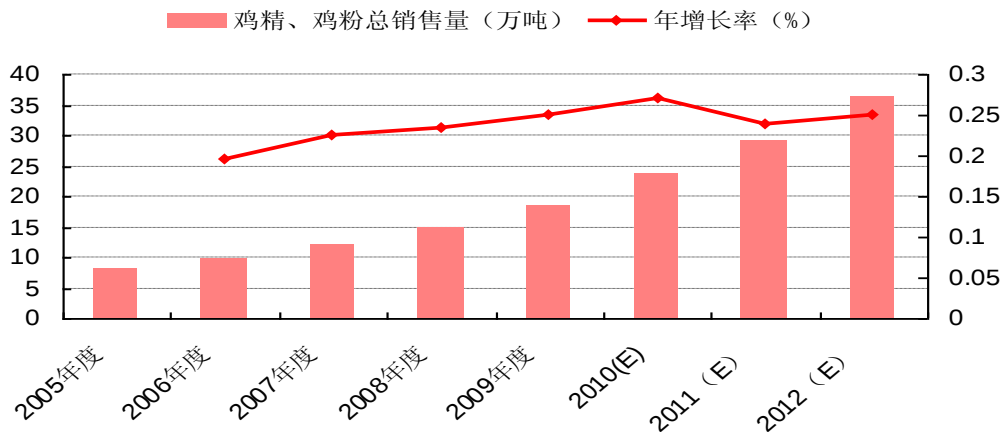
总市场容量大约为 180 多万吨，其中三分之一被餐饮和家庭直接消费，另外三分之二为工业客户所用。随着方便面、肉制品以及休闲食品的产销量仍在不断增长，下游食品加工业与制造业对味精的需求仍很旺盛，味精的工业化占比会越来越高。这意味着味精的工业产品属性会越来越明显。

##### 2、味精终端使用逐步被鸡精所替代



根据中国调味品协会发布的《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》预预计 2010 年我国鸡精、鸡粉市场销售量将达到 23.5 万吨，年复合增长率为 25%。

图 6：我国鸡精、鸡粉行业历年销售量及预测



资料来源：中国调味品协会《中国鸡精、鸡粉行业研究报告》

发达国家终端消费中鸡精对味精的替代率已超过 60%，而我国的增鲜剂市场还主要以味精为主，国内鸡精对味精的替代量还不到 10%。总量还很小，但是趋势很明显，鲜味剂的终端使用将进入以鸡精为代表的复合调味料第三代产品阶段。

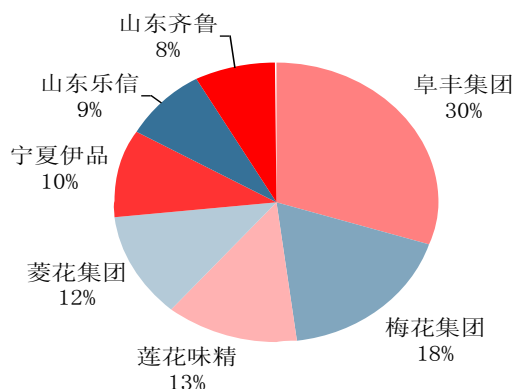
## （二）梅花集团味精总量还将继续增长，但销售方向将有重大调整

### 1、行业集中度提高，领先企业市场份额进一步扩大

当行业分化也会越来越大，行业属性以及环保要求不断提高，必然会推动行业集中度继续提高。味精行业的整合力度正在加深，全国味精生产企业已经由 200 多家锐减至 50 多家，但是产能得到了大幅提升，生产逐步向集约化靠拢。据行业协会数据统计：年产量达 2 万吨以上的 12 家企业占据市场 89% 的份额。

领先企业的优势不断加强，前七大味精企业的产能约为 221 万吨，假设出口量占 40%，则前七大厂商已占据 74% 的国内市场份额。

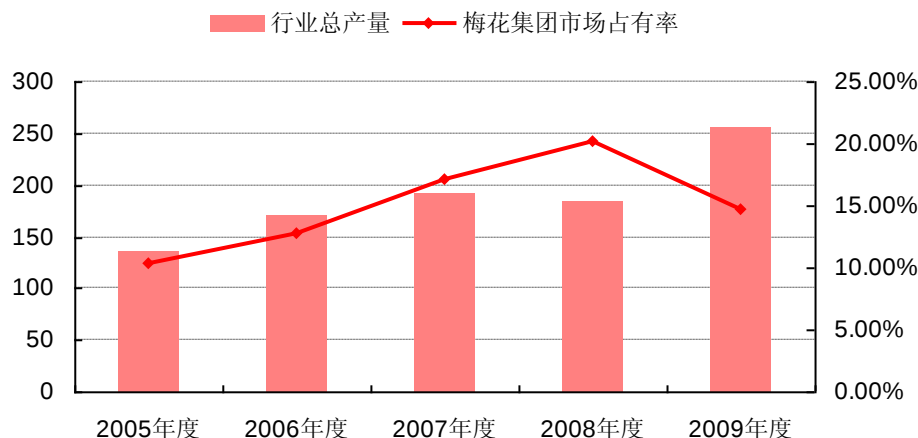
图 7:前七大味精企业的产能份额



资料来源: 中信建投研究所

目前阜丰和梅花在成本、质量以及服务等方面的优势突出,行业已经逐步形成了两家大企业垄断的趋势。阜丰 2009 年以后开始释放产能,市场占有率有明显提高。梅花依托自己经营模式的优势和强大的工业客户自主营销能力,产销率一直在接近 100%的水平,市场占有率也逐年提升。

图 8: 梅花集团市场分额增长情况



资料来源: 中国发酵工业协会

## 2、工业大客户占比有望继续提高

梅花集团与诸多复合调味品生产企业、大型方便面生产企业、海外著名食品集团建立了稳定的战略合作关系。主要工业客户包括:

- (1) 鸡精、味精生产企业: 太太乐、豪吉、大桥鸡精、成都国泰等;
- (2) 方便面生产企业: 康师傅、统一、华龙、今麦郎等;
- (3) 海外客户: 联合利华、雀巢等。

通过与上述客户建立长期合作关系，梅花集团获得了稳定增长的市场份额。这次借助成功登录资本市场的东风迎来企业快速发展的机遇，预计未来公司在工业大客户中的市场占有率有望进一步提高。

### 3、积极发展民用品牌味精产品

在稳固工业用户同时，公司积极进入味精的终端消费领域，扩大梅花品牌在终端消费领域的知名度。2008年以来，公司小包装味精的销售量不断上升，2010年销量达到7万吨，在公司味精销售总量中占比达到15%。销售收入5.07亿元，占味精总收入比重上升到16%。“梅花”味精市场占有率从无提升到15%。公司已经初步培育起经销商网络和渠道，主要面向餐饮和零售终端，未来随着营销力度的不断加大，零售渠道销售占比会继续提高。

目前梅花集团味精产品的综合成本约为每吨7000-8000元左右，企业用户的出厂价约9000元/吨，零售出厂价约12000元/吨，按此计算，工业用户毛利率约20%左右，零售品毛利率60%左右，远高于工业用户。这样看来，加大终端民用味精在产品构成中的比例就是一个理性选择。

**表 1：梅花集团味精产品销售情况**

|        | 2008 年度  |        | 2009 年度  |        | 2010 年度 (E) |        |
|--------|----------|--------|----------|--------|-------------|--------|
|        | 销售额 (亿元) | 比例 (%) | 销售额 (亿元) | 比例 (%) | 销售额 (亿元)    | 比例 (%) |
| 国内大客户  | 17.98    | 72     | 19.38    | 69     | 26.06       | 68.58  |
| 海外客户   | 5.21     | 21     | 6.19     | 22     | 8.05        | 21.18  |
| 终端品牌味精 | 1.89     | 7      | 2.69     | 9      | 3.89        | 10.24  |
| 合计     | 25.08    | 100    | 28.26    | 100    | 38          | 100    |

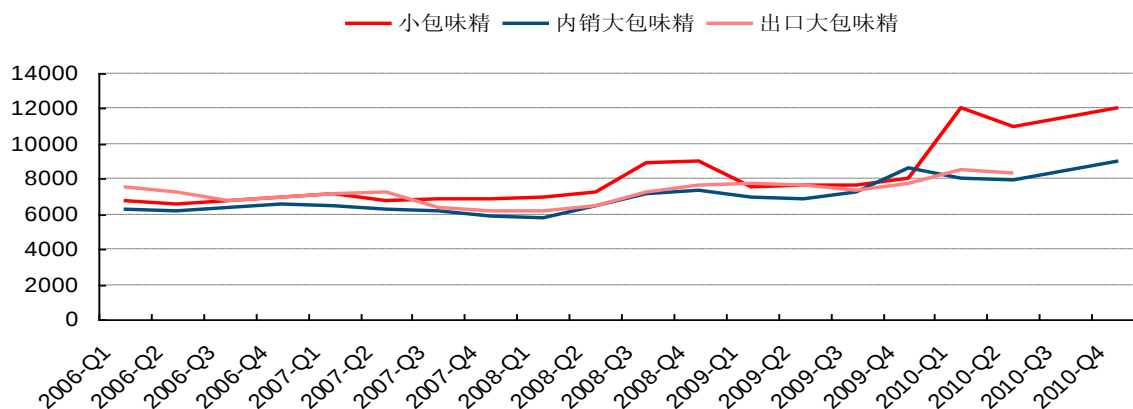
资料来源：上市公司公告，中信建投证券研究所

备注：2010 年销售比例（斜体部分）根据 2010 年上半年销售数据估算；2010 年合计味精销售额用年报披露的“味精及谷氨酸”销售收入代替（谷氨酸占比非常小可忽略）

### 4、公司味精收入的增长取决于销量的上升

受益于食品行业需求自然增长及通胀预期，味精价格通常保持小幅上升，2010 年平均单价达到 9500 元/吨。

**图 9：梅花集团味精销售价格走势 单位：元/吨**



资料来源：梅花集团，中信建投研究所



但味精价格主要取决于市场的供求，受宏观经济影响较小。我们认为未来味精的价格还存在不确定性，原因：一方面是阜丰和梅花 2011 年大约都有 10 万吨的销量投放市场，可能会拖累价格下调；但另一方面，目前山东等地中小味精企业处于盈亏边缘。如果环保和税收更为规范，上述企业就会退出市场，这又给市场需求腾出空间，势必会稳定价格。因此我们以目前市价作为预测价格。但如果市场需求好，至少未来价格还存在上涨的可能性。

公司 2010 年通过技改在通辽基地新增加 10 万吨味精产能，2011 年总产量有望达到 50 万吨，同比增加 22%。由此，我们测算出 2011 年将实现味精销售收入 47.5 亿元，净利润为 5 亿元。

表 2：公司味精历年销售及预测

|           | 2007 年  | 2008 年  | 2009 年 | 2010(E) | 2011(E) | 2012(E) |
|-----------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 销量(万吨)    | 34.1    | 36.93   | 38     | 40      | 50      | 50      |
| 平均单价（元/吨） | 6318.77 | 6792.36 | 8000   | 9500    | 9500    | 9500    |
| 平均单价变动比率  |         | 7.49%   | 17.78% | 18.75%  | 0.00%   | 0.00%   |
| 收入（亿元）    | 21.55   | 25.08   | 30.4   | 38      | 47.5    | 47.5    |
| 增长率（%）    |         | 16.38%  | 21.21% | 25.00%  | 25.00%  | 0.00%   |

资料来源：上市公司公告，中信建投证券研究所

### （三）全面挺进调味料品市场，打造行业的旗舰品牌

油盐酱醋加味精是中国餐饮和家庭做饭的必备系列调味料，企业做单一品种远不如做综合产品对经销商和渠道的利用效率更高。目前市场大品牌如李锦记等都是通过突出核心产品，同时推出系列产品来完成市场销售。

表 3：梅花集团产品结构

| 类别     | 产品                     | 用途                    |
|--------|------------------------|-----------------------|
| 传统产品   | 主导产品                   | 味精及谷氨酸                |
|        |                        | 烹调；复合调味品配料；食品生产中的添加配料 |
|        | 硫酸、液氨                  | 化工原材料                 |
|        | 主要副产品                  | 胚芽；蛋白质、纤维             |
|        | 有机肥                    | 食用油；饲料                |
|        |                        | 花卉、蔬菜、城市绿化            |
| 终端调味料类 | 香辛料、复合调味料、酱油、食醋、酱料、高汤等 | 烹调用快速消费品              |
| 未来增长点  | 氨基酸类                   | 苏氨酸、赖氨酸、核苷酸、谷氨酰胺、牛磺酸等 |
|        |                        | 食品、饲料、医药、化妆品          |

资料来源：公司公告，中信建投研究所

在梅花味精进入终端市场，品牌影响力在不断扩大的基础上，未来几年，公司将扩展调味品产品线，向鸡精、香辛料、复合调味料、酱油、食醋、酱料、高汤等品类延伸，成为厨房调味全系列产品的生产商，打造国内调味品行业的旗舰品牌。

梅花的调味料业务最先会在复合调味料上获得突破。主要是梅花自己生产味精，此外还有 3000 吨 I+G 呈味核苷酸的生产，这是生产复合调味料重要原料。梅花复合调味料将再一次享受全产业链带来的成本优势。

#### 1、反倾销税将使 I+G 呈味核苷酸未来市场价格保持稳定增长

2006 年 5 月，商务部针对日本味之素、韩国大象等国际厂家征收一定程度的呈味核苷酸的反倾销税，呈味核苷酸进口数量不断减少，呈味核苷酸价格的下跌趋势开始扭转。从 2008 年上半年的每吨 8 万到 9 万元上涨到

了每吨 17 万。2010 年 9 月商务部又对印度尼西亚希杰集团、麒麟味元食品公司等征收 6-30% 不等的反倾销税，这将更有利于公司提高产品竞争力，进一步扩大市场分额。我们预计未来呈味核苷酸的价格将呈现稳定增长。

## 2、公司呈味核苷酸将会成为公司新的利润增长点

公司在通辽基地核苷酸项目是 2010 年 10 月份投产，现有产能 3000 吨，经过半年的运行，也达到经济效益预测。因此 2011 年业务都会放量，产生较大收益，毛利率也比 2010 年显著提高。

目前核苷酸售价 12 万元/吨，而成本 7 万元/吨，吨毛利率就是 5 万元，而核苷酸基本没有营销费用，净利润大约是 2 亿元—2.5 亿元。未来公司还计划增加核苷酸产能 6000 吨，项目预计 2012 年 5 月完工，公司会根据市场需求逐步释放产能。

**表 4：公司呈味核苷酸业绩预测**

| 呈味核苷酸    | 2011(E) | 2012(E) | 2013(E) |
|----------|---------|---------|---------|
| 产能（吨）    | 3,000   | 4,000   | 5,000   |
| 产量（吨）    | 2,970   | 4,000   | 5,000   |
| 产能利用率    | 99.00%  | 100.00% | 100.00% |
| 销量（吨）    | 2,940   | 3,960   | 4,950   |
| 产销率      | 99%     | 99%     | 99%     |
| 销售收入（万元） | 35,280  | 51,480  | 69,300  |
| 单价（万元/吨） | 12      | 13      | 14      |
| 销售成本     | 20,582  | 27,720  | 34,650  |
| 毛利润      | 14,698  | 23,760  | 34,650  |
| 毛利率      | 41.66%  | 46.15%  | 50.00%  |
| 净利润      | 42.55%  | 43.00%  | 44.00%  |

资料来源：公司公告、中信建投研究所

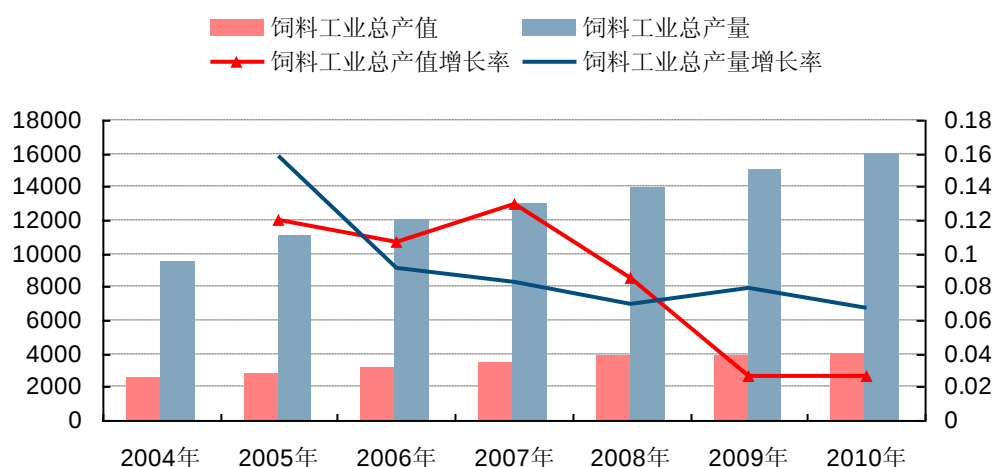
## 四、做全球最领先的氨基酸企业

苏氨酸主要应用于饲料行业，作为饲料添加剂使用。合理添加单体苏氨酸可以平衡氨基酸，减少粗蛋白使用量（比如豆粕），有效提高饲料的投入产出效益，降低饲料配方成本。这对于饲料蛋白供应存在瓶颈的我国来说，推动单体苏氨酸更多应用于饲料行业具有重要意义。

### （一）饲料加工业为苏氨酸提供稳定市场

2010 年我国饲料工业总产量将达到 1.56 亿吨，其中配合饲料 12563 万吨，浓缩饲料 2450 万吨，添加剂预混合饲料 595 万吨。按用途分猪料 5800 万吨（占比 37%），肉禽料 4700 万吨（占比 30%），蛋禽料 2788 万吨（占比 17.8%），水产料 1400 万吨（占比 9%），其他 920 万吨（占比 6.2%）。从 2004 年到 2010 年，全球饲料工业总产值年均复合增长率为 11.4%，预计未来几年我国饲料行业仍将维持较快增长速度。

图 10：饲料工业发展状况 单位：亿元、万吨



资料来源：中国饲料工业信息网

根据各类饲料苏氨酸的配比保守估计当前产量下饲料行业的潜在苏氨酸需求至少在 30 万吨以上。

猪饲料 0.1-0.6% 之间，苏氨酸需求为 5.8--34.8 万吨；禽类大约 0.24%，苏氨酸需求为 18 万吨；水产大约 0.2%，苏氨酸需求为 2.8 万吨。

而当前全国苏氨酸产能约为 20 万吨，未来大约增加 10 万吨，以行业平均产能利用率 56% 计算，当前产量为 11.2 万吨。由此，可以看出苏氨酸市场远未饱和，未来产量将继续增加。如果苏氨酸价格能够下降，会加速苏氨酸的使用进度。

表 5：国内主要生产企业苏氨酸产能情况

| 生产企业             | 现有产能    | 未来增加产能 | 现有产量 |
|------------------|---------|--------|------|
| 广东肇庆星湖生物科技股份有限公司 | 3 万吨    |        | 2 万吨 |
| 吉林长春大成实业集团有限公司   | 4 万吨    |        |      |
| 希杰（中国）           | 5 万吨    |        |      |
| 河北梅花生物科技集团股份有限公司 | 3 万吨    | 7 万吨   | 3 万吨 |
| 宁夏伊品生物科技股份有限公司   | 1.5 万吨  |        |      |
| 山东阜丰集团有限公司       | 1.5 万吨  |        |      |
| 浙江国光生化股份有限公司     | 1.2 万吨  |        |      |
| 恩贝集团有限公司         | 1 万吨    | 4 万吨   |      |
| 合计               | 21.7 万吨 | 10 万吨  |      |

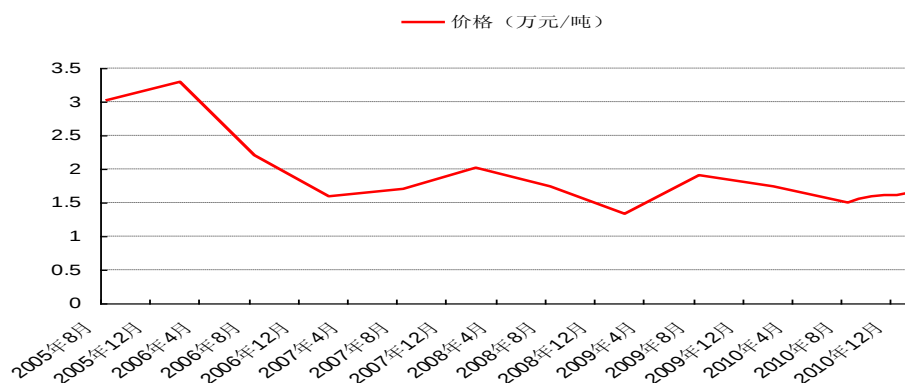
资料来源：中信建投研发部整理

## （二）短期内苏氨酸价格下跌空间有限

2009 年，苏氨酸的价格持续下跌，甚至一些生产企业跌破 1.4 万元/吨，较之 06 年 3 万元/吨跌了 53%。目前国内市场上价格维持在 1.7 万元/吨，远低于欧洲市场 2 万元/吨价格。因此我们认为在出厂价逼近平均成本的

情况下，短期内苏氨酸下跌的空间已经非常有限；从中长期看，苏氨酸价格还将继续震荡下跌，主要企业的竞争会更加激烈，行业的生产企业将会面临洗牌。

图 11：苏氨酸 2005 年以来年价格变化趋势



资料来源：益农网、中信建投研发部整理

### （三）公司逐步释放产能，保持产销率近 100%

虽然目前苏氨酸市场处于供不应求的状态，且梅花集团与苏氨酸产品的潜在客户——饲料行业厂商已通过其他饲料原料领域的业务合作建立了稳定的业务关系并初步了解了其产品需求情况。以市场为导向，逐步投资进行产能建设，保持一贯的产销率接近 100% 的策略。

### （四）公司成本优势明显，该产品将增厚公司整体毛利润

梅花集团已经是全球最大的苏氨酸生产商，2010 年中期投产，经过 3-6 个月左右的试运行，2011 年可以完全达产，预计产量将超过 3 万吨。通辽准备做 10 万吨的技改。随着新疆氨基酸工厂的建设，公司苏氨酸产能和产量将实现翻倍增长，达到 10 万吨。而按照目前新疆远低于全国的低廉煤炭价格，我们有充分理由预计梅花苏氨酸产品会具有突出的成本优势，这将是他们占领市场的重要法宝。目前公司苏氨酸均价为 1.2 万元/吨，成本为 0.8 万元/吨，净利润约为 1.2 亿元。

目前将 2009 年公司氨基酸产品在毛利润中的占比只有 3%，到 2010 年这个数值已经迅速提高到了 12%，增长了 300%。初步显示了氨基酸巨大的潜在空间。

表 6：公司苏氨酸业绩预测

| 苏氨酸       | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2011 年 | 2012   | 2013    |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 产能 (吨)    |        | 20,000 | 45,000 | 60,000 | 80,000 | 105,000 |
| 产量 (吨)    | 2,434  | 11,034 | 30,000 | 48,000 | 64,000 | 73,500  |
| 产能利用率     |        | 55.17% | 66.67% | 80.00% | 80.00% | 70.00%  |
| 销量 (吨)    | 2,299  | 10,924 | 29,700 | 47,520 | 63,360 | 72,765  |
| 产销率       | 94.45% | 99.00% | 99.00% | 99.00% | 99.00% | 99.00%  |
| 单价 (万元/吨) | 1.44   | 2.34   | 1.4    | 1.2    | 1.1    | 1.1     |
| 销售收入 (万元) | 3,311  | 25,561 | 41,580 | 57,024 | 69,696 | 80,042  |

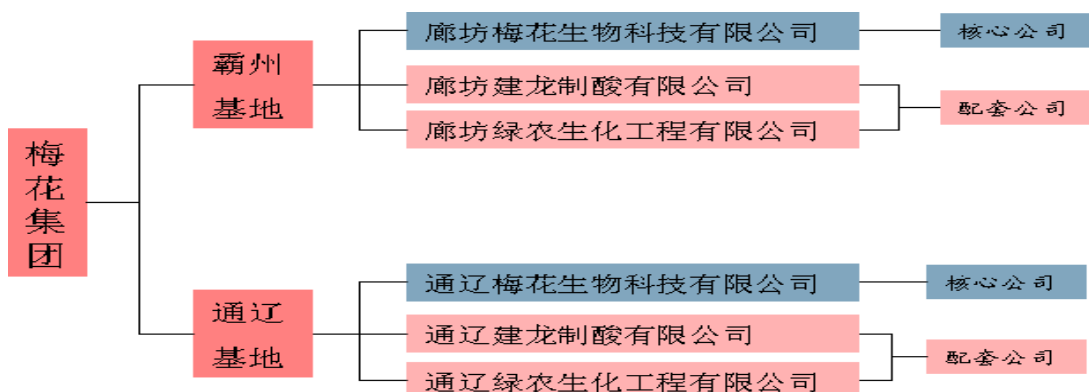
|          |        |        |        |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售成本（万元） | 1,839  | 8,739  | 23,760 | 38,016 | 50,688 | 58,212 |
| 毛利润（万元）  | 1,471  | 16,822 | 17,820 | 19,008 | 19,008 | 21,830 |
| 毛利润率     | 44.44% | 65.81% | 42.86% | 33.33% | 27.27% | 27.27% |

资料来源：中信建投研发部整理

## 五、构建三大生产基地，奠定成长基础

目前梅花集团拥有霸州和通辽两大生产基地，霸州地处河北，距离京津较近，能源价格与玉米原料价格高，环保压力非常大，限制了未来发展空间。；通辽地处辽西，煤炭价格与玉米价格都较为低廉，但也集中了全国玉米深加工的许多厂家，未来玉米和煤炭供应存在瓶颈，价格也上涨较快。

图 12：公司现有两大基地构成情况：



资料来源：公司公告，中信建投证券研究所

### （一）霸州基地

#### 1、霸州基地产品结构

霸州基地 2010 年上半年味精产量达到 6.56 万吨，预计全年产量会超过 16 万吨。

谷氨酸目前主要部分用于进一步生产味精，少量谷氨酸对外销售。谷氨酸产量逐年降低，主要是由于霸州基地一分厂转产所致。

蛋白粉、纤维、胚芽、菌体蛋白、有机肥等产品系味精生产过程中，在谷氨酸生产完成前的阶段产生的副产品。随着霸州基地更多地使用通辽基地生产的谷氨酸，相关副产品的产量亦随之下降。

表 7：梅花集团霸州基地产品产销量情况 单位：吨

| 霸州基地 | 2010 年上半年 |       |         | 2009 年 |        |         | 2008 年 |        |         |
|------|-----------|-------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 产品   | 产量        | 销量    | 产销率     | 产量     | 销量     | 产销率     | 产量     | 销量     | 产销率     |
| 味精   | 65580     | 63008 | 96.08%  | 168252 | 168637 | 100.23% | 164915 | 161734 | 98.07%  |
| 谷氨酸  | 33595     | —     | —       | 67128  | —      | —       | 83468  | —      | —       |
| 蛋白粉  | 4722      | 4983  | 105.53% | 10837  | 10412  | 96.08%  | 13452  | 13790  | 102.51% |

|      |       |       |         |       |       |         |        |        |         |
|------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|
| 纤维   | 8851  | 8857  | 100.07% | 15424 | 15090 | 97.83%  | 23365  | 23709  | 101.47% |
| 胚芽   | 6794  | 6918  | 101.83% | 14046 | 14294 | 101.77% | 17981  | 17716  | 98.53%  |
| 菌体蛋白 | 4469  | 4144  | 92.73%  | 9202  | 9132  | 99.24%  | 8219   | 8975   | 109.20% |
| 有机肥  | 47461 | 40202 | 84.71%  | 74242 | 74453 | 100.28% | 108705 | 109487 | 100.72% |

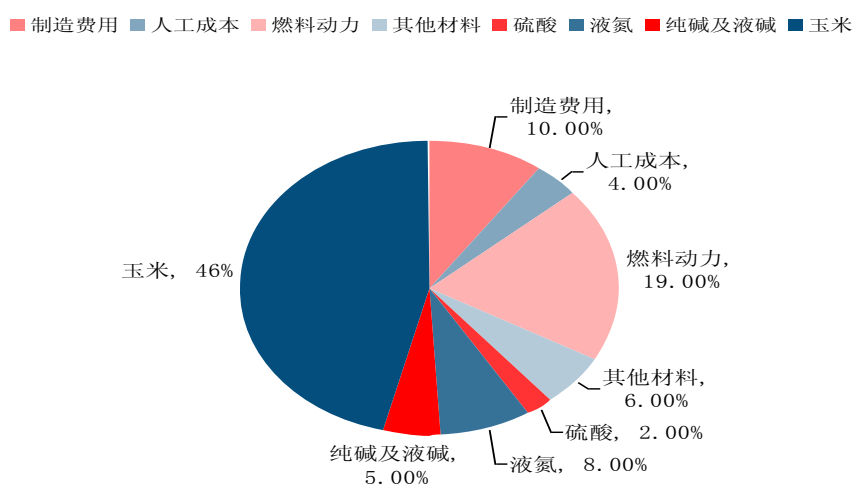
资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

梅花集团霸州基地的 24MW 自备热电厂，在为生产提供电力的同时提供蒸汽和动力，实现节能降耗、综合利用。

## 2、霸州基地成本结构

霸州基地 2009 年生产味精成本中，原材料玉米占比 46%，与通辽大体相同。但是燃料动力成本占比 19%，大大高出通辽基地，主要由于霸州基地的煤炭按市场价向山西、河北、内蒙古等地的煤炭贸易商采购。而通辽褐煤价格较低，且与企业签订长期采购协议降低采购成本。

图 13：霸州基地味精成本结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究所

## 3、霸州基地未来三年投资计划

表 8：霸州基地未来投资项目情况

| 单位       | 项目         | 产能   | 投资总额  | 进展程度   |
|----------|------------|------|-------|--------|
| 梅花生物科技集团 | 牛磺酸        |      | 4000  | 91.84% |
| 股份有限公司   | 酵母抽提物复合调味品 | 6 万吨 | 17171 | 99.38% |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

## (二) 通辽基地

### 1、通辽地区产品结构

通辽基地目前年加工玉米 70 万吨。2010 年通过技改在新增 10 万吨味精产能，2011 年总产量有望达到 50 万吨，比 2010 年增加 22%。其中：大包装 40 万吨（10 万吨用于出口，32 万吨国内大客户销售）；小包装 7-8 万吨。目前通过技改，在通辽新增加 17 万吨小包装生产线，未来小包装产量有望继续增加。目前山东等中小味精企业成本大约在 8500 元/吨，而梅花则是 6000 元/吨，因此即使未来价格进一步下降，梅花的吨净利润仍将保持在 1000 元以上，我们预计味精将实现年净利润为 5 亿元。

**表 9：味精产销及收益情况**

| 产品 | 类型  | 产量     | 销量    | 均价        | 收入       | 净利润    |
|----|-----|--------|-------|-----------|----------|--------|
| 味精 | 小包装 | 7-8 万吨 | 8 万吨  | 13675 元/吨 | 10.94 亿元 | 0.8 亿元 |
|    | 大包装 | 40 万吨  | 42 万吨 | 8119 元/吨  | 34.09 亿元 | 4.2 亿元 |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

苏氨酸 2010 年中期投产的，经过 3-6 个月左右的试运行，2011 年可以完全达产，产量由 2010 年 1.7 万吨，增加到 3 万吨。

同时在味精生产过程中生产玉米胚芽、纤维、蛋白粉等副产品 20 万吨、有机肥等产品 30 万吨，建有年产 8 万吨合成氨的生产车间，成为具有市场综合竞争力的生物发酵龙头骨干企业。

梅花集团通辽基地拥有自备热电站，实行热电联产、余热发电，创造了较高的效益。

**表 10：梅花集团通辽基地产品产销量情况 单位：吨**

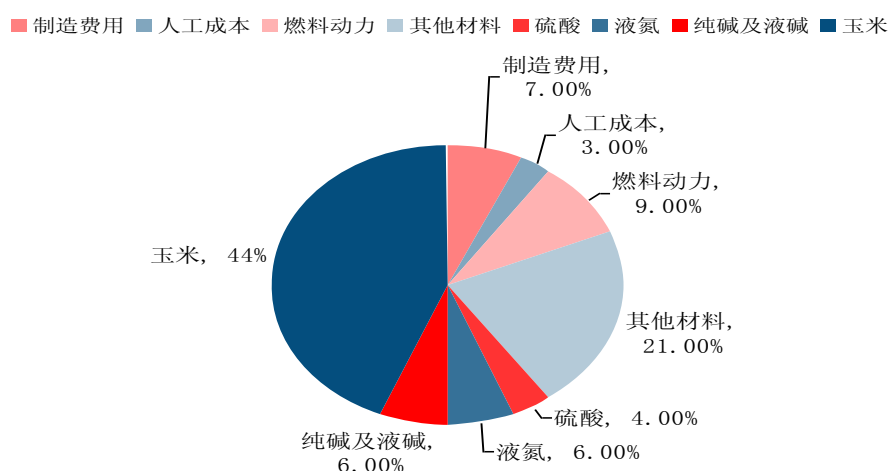
| 通辽基地 | 2010 年上半年 |        |         | 2009 年 |        |         | 2008 年 |        |         |
|------|-----------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 产品   | 产量        | 销量     | 产销率     | 产量     | 销量     | 产销率     | 产量     | 销量     | 产销率     |
| 味精   | 126451    | 123513 | 97.68%  | 220839 | 218451 | 98.92%  | 206690 | 207744 | 100.51% |
| 谷氨酸  | 110799    | 88     | 0.08%   | 234345 | 10938  | 4.67%   | 234909 | 16938  | 7.21%   |
| 蛋白粉  | 20186     | 20048  | 99.32%  | 33109  | 32990  | 99.64%  | 29595  | 30023  | 101.45% |
| 纤维   | 33024     | 33300  | 100.84% | 56446  | 56260  | 99.67%  | 52160  | 52656  | 100.95% |
| 胚芽   | 25362     | 25368  | 100.02% | 46357  | 46034  | 99.30%  | 42810  | 43023  | 100.50% |
| 菌体蛋白 | 25310     | 25368  | 100.23% | 25721  | 25709  | 99.95%  | 25986  | 26440  | 101.75% |
| 有机肥  | 127678    | 112939 | 88.46%  | 286726 | 289152 | 100.85% | 338936 | 325208 | 95.95%  |
| 苏氨酸  | 17092     | 16808  | 98.34%  | 11034  | 10367  | 93.96%  | 2434   | 2299   | 94.45%  |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

### 2、通辽基地成本优势明显

通辽基地的玉米采购价格在较长时间内低于国内平均价格约为 100 元/吨；通辽拥有储量丰富且价格低廉的褐煤，在燃料动力方面拥有明显的成本优势。加之公司将谷氨酸生产重心向通辽转移，会进一步降低公司的整体成本。

图 14: 通辽基地味精成本结构



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究所

### 3、通辽基地未来三年的投资计划

表 11: 通辽基地未来主要投资项目

| 单位             | 项目      | 产能     | 投资总额      | 进展程度   |
|----------------|---------|--------|-----------|--------|
| 通辽梅花生物科技股份有限公司 | 氨基酸     |        | 6916      | 72.96% |
|                | 核苷酸     | 3000 吨 | 15000     | 82.24% |
|                | 污水处理    |        | 8244      | 82.17% |
|                | 有机肥综合利用 | 120 万吨 | 239851.41 | 2.29%  |

资料来源: 公司年报, 中信建投证券研究所

其中, 120 万吨复混(合)肥料综合生产工程项目以苏氨酸、赖氨酸及核苷酸的生产线建设为主要内容。计划总投资 23.98 亿元, 投资计划分两期进行:

一期计划投资 13.96 亿元, 建设时间从 2009 年 11 月至 2011 年 4 月。主要为 3 万吨苏氨酸、3 万吨赖氨酸、配套的淀粉糖、蛋白粉、复合肥项目等, 并建设与其对应的配套工程如供热站、合成氨、污水处理系统、公用配套、生活配套等, 同时为完善原有生产线、降低物流成本, 配套通辽政府的规划铁路专用线, 建设调车系统工程。

二期项目计划投资 10.02 亿元, 建设时间计划从 2011 年 5 月开始建设, 预计于 2012 年 5 月完工, 目前计划的投资产品为 4 万吨的苏氨酸、6000 吨核苷酸、配套的淀粉糖、蛋白粉、复合肥、供热站及其相关的配套设施。

**表 12：120 万吨复混（合）肥料综合生产工程项目**

| 项目   | 现有产能   | 一期增加<br>(计划 2011 年 4 月完工) | 二期增加<br>(计划 2012 年 5 月完工) | 投资金额     |
|------|--------|---------------------------|---------------------------|----------|
| 葡萄糖  |        | 16 万吨                     | 16 万吨                     | 26342.66 |
| 苏氨酸  | 3.5 万吨 | 4 万吨                      | 3 万吨                      | 32778.06 |
| 赖氨酸  |        | 3 万吨                      |                           | 17989.61 |
| 核苷酸  | 3000 吨 |                           | 6000 吨                    | 20283.4  |
| 生物蛋白 |        | 1.5 万吨                    | 1 万吨                      | 8670.36  |
| 复合肥  |        | 10 万吨                     | 10 万吨                     | 6591.48  |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

### （三）新疆基地

由于现有的两大生产基地在发展上都已经显现出不足，因此梅花集团计划开辟新的生产基地，未来最有发展潜力的将是新疆梅花氨基酸公司。公司将苏氨酸、谷氨酰胺、异亮氨酸、脯氨酸、核苷酸等高附加值氨基酸产品作为公司重要增长点。2012 年公司将在新疆建立第三生产基地，计划投资 80—100 亿元。公司的产品将会向着更加宽广的领域发展，同时也预计会为社会提供 8000 余人的工作岗位。

## 六、盈利预测

2011 年业绩增长将主要来自以下味精和氨基酸增加产销量和提高毛利率方面：

- 1、味精产销量继续增加，我们预计大约在 20%左右，达到 50 万吨；而味精价格会保持稳定或小幅度上调。
- 2、核苷酸产量增加 4000-5000 吨，苏氨酸产量也比去年增加 40%左右。由于生产运营成熟，综合成本会比去年有下降；
- 3、由于产品结构优化，2011 年综合毛利率会有所上升，但小包装味精的营销费用还将继续加大，会一定程度上影响利润率水平的同步提高。

**业绩预测及假设：**

- 1、2011 年玉米均价和煤炭均价上涨约 5%左右；
- 2、味精综合价格（大包装+小包装）在 9700 元（含税价格）；
- 3、核苷酸均价为 12 万元/吨；苏氨酸均价 1.2 万元/吨。

2011 年公司主营净利润预计将达到 8.2 亿元，加上其业务利润，总净利润会超过 9 亿元。我们预测公司 2011 年 EPS 为 0.96 元/股，2012 年为 1.19 元/股。

## 七、估值与投资建议

我们按照梅花集团整体上市后行业属性和发展潜力来做公司估值。公司属于调味品行业，未来将发展成为以终端消费调味品以及工业使用氨基酸系列产品为主的大型综合性玉米发酵企业。未来几年是公司迅速扩大产能，占领市场，优化产品结构，提高利润率的关键时期，具有较高成长性，可以给予更高估值。评级增持，暂不给目标价。

**表 13：可比公司估值比较**

| 项目         | 子行业    | 可比公司        | TTM(PE)      | 2011 年 PE (E) | 2012 年 (PE)  |
|------------|--------|-------------|--------------|---------------|--------------|
|            |        | 恒顺醋业        | 72.78        | 38.71         | 27.62        |
|            |        | <b>五洲明珠</b> | <b>51.39</b> | <b>44.65</b>  | <b>36.01</b> |
| 食          | 调味料公司  | 莲花味精        | 16.93        | 70.70         | -----        |
| 品          |        | 星湖科技        | 19.67        | 20.74         | 17.55        |
| 类          |        | 安琪酵母        | 40.47        | 28.62         | 21.26        |
| 公          |        | 保龄宝         | 59.86        | 26.34         | 22.21        |
| 司          | 食品辅料公司 | 量子高科        | 52.97        | 46.04         | 38.49        |
|            |        | 晨光生物        | 46.42        | 30.77         | 23.78        |
|            |        | 丰原生化        | 32.55        | 23.03         | 23.71        |
| 调味品指数整体法估值 |        |             | 39.73        | 34.91         | 23.02        |

资料来源：公司年报，中信建投证券研究所

## 投资风险

未来公司大发展取决于两点：一是新疆氨基酸公司扩产，随着工厂建成并投产，成为具有垄断性的氨基酸巨头；二是大力发展以梅花为主品牌，以复合调味料为主体的综合性调味料企业；产能的扩大与产品结构优化是关键。

但目前新疆氨基酸工厂尚未建成，尽管前期准备较为充分，但依然存在不可预测的建设风险。

公司综合调味料工程刚刚开始运作，梅花小包装味精进入市场不长，正处于品牌培育期，其他调味料生产短期内还很少，也存在一定不确定性。



## 报表预测

|                   | 2010    | 2011E   | 增长率      | 2012E    | 增长率     | 2013E    | 增长率     |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|---------|----------|---------|
| <b>利润表（百万元）</b>   |         |         |          |          |         |          |         |
| 营业收入              | 5015.05 | 6796.40 | 35.52%   | 8634.83  | 27.05%  | 11778.77 | 36.41%  |
| 营业成本              | 3531.74 | 4745.25 | 34.36%   | 5943.35  | 25.25%  | 8146.20  | 37.06%  |
| 营业税金及附加           | 21.17   | 28.54   | 34.81%   | 33.89    | 18.75%  | 48.48    | 43.05%  |
| 营业费用              | 304.96  | 444.27  | 45.68%   | 607.89   | 36.83%  | 830.40   | 36.60%  |
| 管理费用              | 252.05  | 373.93  | 48.36%   | 453.23   | 21.21%  | 619.43   | 36.67%  |
| 财务费用              | 66.51   | 91.88   | 38.14%   | 237.76   | 158.77% | 308.91   | 29.93%  |
| 资产减值损失            | 3.01    | 15.76   | 423.59%  | 6.76     | -57.11% | 14.54    | 115.09% |
| 公允价值变动收益          | 0.00    | 0.00    | N/A      | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     |
| 投资净收益             | 0.64    | 1.33    | 107.81%  | 0.83     | -37.59% | 0.93     | 12.05%  |
| 营业利润              | 836.25  | 1098.10 | 31.31%   | 1352.77  | 23.19%  | 1811.74  | 33.93%  |
| 营业外收入             | 144.26  | 101.05  | -29.95%  | 133.91   | 32.52%  | 126.41   | -5.60%  |
| 营业外支出             | 11.08   | 10.12   | -8.66%   | 12.46    | 23.12%  | 11.22    | -9.95%  |
| 利润总额              | 969.43  | 1189.03 | 22.65%   | 1474.22  | 23.99%  | 1926.93  | 30.71%  |
| 所得税               | 179.43  | 220.09  | 22.66%   | 272.88   | 23.99%  | 308.31   | 12.98%  |
| 净利润               | 790.00  | 968.94  | 22.65%   | 1201.34  | 23.98%  | 1618.62  | 34.73%  |
| 少数股东损益            | 0.00    | 0.00    | N/A      | 0.00     | N/A     | 0.00     | N/A     |
| 归属母公司净利润          | 790.00  | 968.94  | 22.65%   | 1201.34  | 23.98%  | 1618.62  | 34.73%  |
| EBITDA            | 1483.76 | 1629.24 | 9.80%    | 1942.85  | 19.25%  | 2457.81  | 26.51%  |
| EPS（摊薄）           | 0.78    | 0.96    | 23.08%   | 1.19     | 23.96%  | 1.61     | 35.29%  |
| <b>资产负债表（百万元）</b> |         |         |          |          |         |          |         |
| 流动资产              | 3357.17 | 2891.66 | -13.87%  | 3886.41  | 34.40%  | 5339.64  | 37.39%  |
| 现金                | 1215.57 | 1253.72 | 3.14%    | 1775.23  | 41.60%  | 2049.78  | 15.47%  |
| 应收账款              | 201.80  | 412.02  | 104.17%  | 232.43   | -43.59% | 693.52   | 198.38% |
| 其它应收款             | 24.07   | 28.43   | 18.11%   | 23.92    | -15.86% | 50.44    | 110.87% |
| 预付账款              | 1150.34 | 0.00    | -100.00% | 979.96   | N/A     | 420.31   | -57.11% |
| 存货                | 701.90  | 1197.50 | 70.61%   | 799.22   | -33.26% | 2102.50  | 163.07% |
| 其他                | 63.48   | 0.00    | -100.00% | 75.67    | N/A     | 23.09    | -69.49% |
| 非流动资产             | 6045.09 | 6448.06 | 6.67%    | 6800.01  | 5.46%   | 7454.10  | 9.62%   |
| 长期投资              | 29.89   | 29.89   | 0.00%    | 29.89    | 0.00%   | 29.89    | 0.00%   |
| 固定资产              | 3475.52 | 3997.53 | 15.02%   | 4360.08  | 9.07%   | 4821.64  | 10.59%  |
| 无形资产              | 760.82  | 958.24  | 25.95%   | 1210.66  | 26.34%  | 1619.31  | 33.75%  |
| 其他                | 1778.86 | 1462.40 | -17.79%  | 1199.38  | -17.99% | 983.27   | -18.02% |
| 资产总计              | 9402.26 | 9339.72 | -0.67%   | 10686.42 | 14.42%  | 12793.74 | 19.72%  |
| 流动负债              | 3153.37 | 2629.30 | -16.62%  | 3188.10  | 21.25%  | 4098.91  | 28.57%  |
| 短期借款              | 1653.63 | 1153.27 | -30.26%  | 1072.18  | -7.03%  | 1189.15  | 10.91%  |
| 应付账款              | 566.71  | 339.62  | -40.07%  | 709.99   | 109.05% | 915.81   | 28.99%  |
| 其他                | 933.03  | 1136.40 | 21.80%   | 1405.92  | 23.72%  | 1993.95  | 41.83%  |
| 非流动负债             | 1320.00 | 1126.95 | -14.63%  | 907.29   | -19.49% | 725.45   | -20.04% |
| 长期借款              | 1320.00 | 1126.16 | -14.68%  | 906.59   | -19.50% | 724.96   | -20.03% |
| 其他                | 0.00    | 0.79    | N/A      | 0.70     | -11.39% | 0.50     | -28.57% |



上市公司调研深度报告

|           |         |         |         |          |        |          |        |
|-----------|---------|---------|---------|----------|--------|----------|--------|
| 负债合计      | 4473.37 | 3756.25 | -16.03% | 4095.39  | 9.03%  | 4824.36  | 17.80% |
| 少数股东权益    | 0.00    | 0.00    | N/A     | 0.00     | N/A    | 0.00     | N/A    |
| 归属母公司股东权益 | 4928.89 | 5583.47 | 13.28%  | 6591.03  | 18.05% | 7969.38  | 20.91% |
| 负债和股东权益   | 9402.26 | 9339.72 | -0.67%  | 10686.42 | 14.42% | 12793.74 | 19.72% |

现金流量表（百万元）

|         |          |          |          |         |          |          |          |
|---------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金流 | 396.83   | 1896.97  | 378.03%  | 1992.35 | 5.03%    | 1995.55  | 0.16%    |
| 净利润     | 790.00   | 968.94   | 22.65%   | 1201.34 | 23.98%   | 1618.62  | 34.73%   |
| 折旧摊销    | 356.28   | 342.38   | -3.90%   | 403.57  | 17.87%   | 481.10   | 19.21%   |
| 财务费用    | 66.51    | 91.88    | 38.14%   | 237.76  | 158.77%  | 308.91   | 29.93%   |
| 投资损失    | -0.64    | -1.33    | 107.81%  | -0.83   | -37.59%  | -0.93    | 12.05%   |
| 营运资金变动  | -823.83  | 498.40   | -160.50% | 151.16  | -69.67%  | -413.68  | -373.67% |
| 其它      | 8.52     | -3.30    | -138.73% | -0.64   | -80.61%  | 1.53     | -339.06% |
| 投资活动现金流 | -2007.05 | -740.37  | -63.11%  | -754.28 | 1.88%    | -1135.75 | 50.57%   |
| 资本支出    | 1622.85  | 397.41   | -75.51%  | 352.38  | -11.33%  | 655.66   | 86.07%   |
| 长期投资    | -29.89   | 0.00     | -100.00% | 0.00    | N/A      | 0.00     | N/A      |
| 其他      | -414.09  | -342.96  | -17.18%  | -401.91 | 17.19%   | -480.09  | 19.45%   |
| 筹资活动现金流 | 1756.99  | -1430.09 | -181.39% | -404.93 | -71.68%  | -585.25  | 44.53%   |
| 短期借款    | 932.34   | -811.99  | -187.09% | 230.55  | -128.39% | 116.96   | -49.27%  |
| 长期借款    | 350.00   | -193.84  | -155.38% | -219.57 | 13.27%   | -181.64  | -17.27%  |
| 其他      | 474.66   | -424.26  | -189.38% | -415.91 | -1.97%   | -520.58  | 25.17%   |
| 现金净增加额  | 146.77   | -273.49  | -286.34% | 833.14  | -404.63% | 274.55   | -67.05%  |



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、  $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、  $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、  $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、  $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、  $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、  $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、  $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、  $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、  $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、  $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$   $V_d = \text{债务价值}$
- 11、  $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、  $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$

## 分析师介绍

**郑绮：**食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

**黄付生：**经济学博士, 曾在罗林斯大学商学院及哥伦比亚大学商学院进修。农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析, 从行业周期进行公司研究, 2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围。

## 基金研究服务

**基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用, 本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料, 但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更, 且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测, 可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下, 本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告, 须同时注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格, 且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险, 入市需谨慎。