

苦尽甘来 强者愈强

报告要点

- ◆ 通过行业集中度，行业壁垒牢固度以及行业营收规模等维度分解，我们判定中国谷氨酸味精行业已经产生了差异明显的不同层次；其中，阜丰等优秀企业稳居领先阵营。
- ◆ 在前两篇报告的铺垫下，我们着重分析了阜丰等企业在整合周期结束后的表现：正如我们所预期，行业集中度的提升为领先企业带来黄金般的 2009 年。无论是营收还是毛利，都呈现持续大幅增长。
- ◆ 我们分解了行业成本，并不认为在接下来的半年内会出现恶劣的成本端事件；虽然在行业景气复苏期，预料有更多企业被吸引进入该领域，但烟气治理标准的推行，将引领行业又一轮整合。而这轮以政策为导向的整合，阜丰等企业已经做好了准备。
- ◆ 通过对国际谷氨酸味精行业发展史的研究，我们认为现阶段行业的发展趋势包括下列方面：外向型的国际市场开拓；市场型的终端蓝海；以及技术型的产业外延。欣慰的是，我们持续观察到，中国的谷氨酸味精行业领导企业们，正沿着上述路径前进。

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
------	------	------

行业相对市场表现（近 12 个月）

资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA

PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

- 《谷氨酸味精行业的“两个稳定性”问题》 2010-1-11
- 《新帝国的崛起和谷氨酸味精的战役》 2010-1-6
- 《国内缺口有望助推糖价更上层楼》 2009-12-4

分析师：

乔洋
(8627)65799581
qiaoyang@cjsc.com.cn

联系人：

乔洋
021-68751126
qiaoyang@cjsc.com.cn

正文目录

引言：谷氨酸味精行业的黄金 2009	4
谷氨酸味精行业帝国架构初现	4
竞争层次：市场份额	4
竞争层次：壁垒高低	4
竞争层次：企业收入	5
格局稳定下优势企业的表现	6
第一集团	6
第二集团	9
再向前看半年	11
原材料价格形成机制	11
成本预测	15
供给端的新变化	15
“动态博弈下可置信的威胁”	16
行业新动向 强者将愈强	16
日韩经验的启示	16
领先企业探寻新增长点的尝试	18
系列报告的总结和结语	19

图表目录

图 1: 对称金字塔结构的全球谷氨酸味精行业层次（以对谷氨酸掌控力划分）	4
图 2: 以产业壁垒为维度划分的谷氨酸味精行业层次	5
图 3: 企业营收规模划分的谷氨酸味精行业层次（2007 年数据）	5
图 4: 阜丰集团发展历程	6
图 5: 阜丰集团味精分部业务收入	7
图 6: 阜丰集团持续稳定的高产能利用率	7
图 7: 阜丰集团国内国际销售网络	8
图 8: 阜丰集团毛利率持续大幅提升	8
图 9: 莲花味精收入分解和近期收入图示	9
图 10: 味丹味精和谷氨酸业务收入	10
图 11: 玉米价格形成机制图示	12
图 12: 我国玉米产销、库存及出口情况	12
图 13: 我国玉米进口情况	13
图 14: 煤炭价格形成机制图示	14
图 15: 液氨及浓硫酸价格形成机制图示	15
图 16: 发酵产业发展路径——来自味之素的启示	16
图 17: 味精行业产业内部发展路径图示	17
图 18: 阜丰集团黄原胶业务增速	18
表 1: 谷氨酸味精产业龙头新动向	18

引言：谷氨酸味精行业的黄金 2009

系列报告之二着重讨论了中国谷氨酸味精行业中观的格局现状，以及现有格局是否稳定、行业盈利周期是怎样的等关键问题。自 2008 年 4 季度行业阶段性整合告一段落之后，随着国内谷氨酸味精供给的减少，味精产品价格呈现恢复性上涨，中国谷氨酸味精行业迎来 2009 年的黄金期。那么，在整合周期之后，业内企业格局如何，领导企业表现怎样？行业环境有何新变化，业内企业有何新动向？未来行业格局会是如何呢？本篇报告在前两篇基础上，着重微观，以此完结系列。

谷氨酸味精行业帝国架构初现

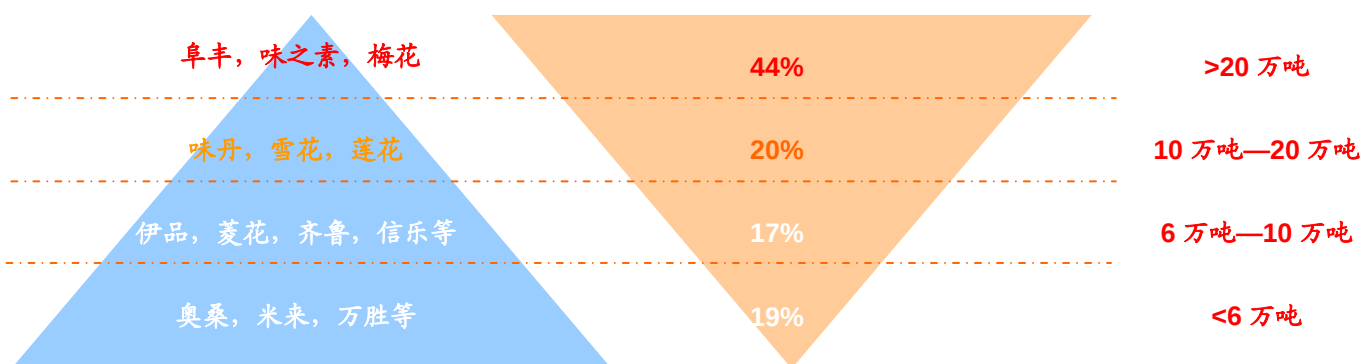
硝烟渐熄，而王者隐现。2008 年岁末的中国谷氨酸味精行业，帝国架构已经初现。行业从群雄并起，逐步走向层次分明；竞争从惨烈无序，到领导与跟随。开篇伊始，让我们先定位下谷氨酸味精行业层次。

竞争层次：市场份额

由于谷氨酸行业格局的稳固性*，垄断往往发生于谷氨酸环节。我们讲谷氨酸味精行业的层次划分，也是主要依据谷氨酸份额；毕竟，随着谷氨酸供给的愈发集中，下游味精行业的原料依赖也将越发显著，这客观上对原有的依赖品牌生存的地方性企业提出考验。

以 20 万吨、10 万吨和 6 万吨为划分标准，2009 年谷氨酸行业的企业数目分布和产量分布已经明显呈现对称金字塔型结构：全球 CR3 供应了约 44% 的谷氨酸产量；而 CR6 供应了约 64% 的谷氨酸产量。

图 1：对称金字塔结构的全球谷氨酸味精行业层次（以对谷氨酸掌控力划分）



资料来源：长江证券研究部

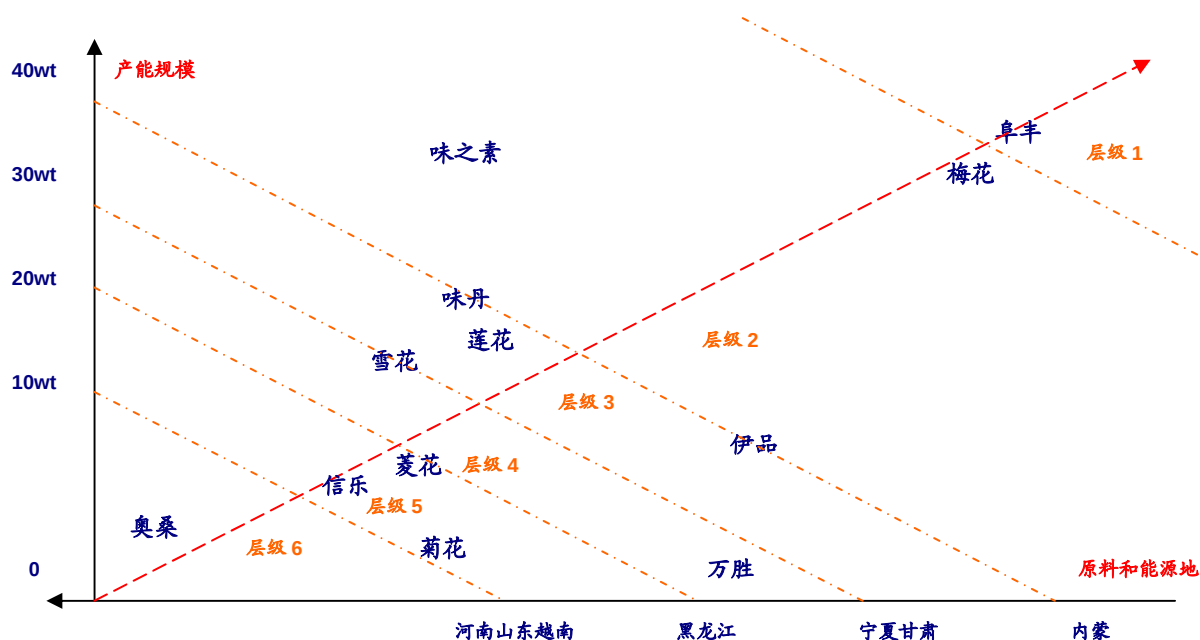
竞争层次：壁垒高低

另一方面，整合周期中低成本壁垒的威力显现无虞。而壁垒的强弱直接关系到行业的稳定性，依此角度我们同样可以将现有企业进行区分。以规模和产能布局地成本高低为区分的 2 个维

* 见篇幅二论证。

度，规模越大离原点越远；产地成本越低离原点越远，则行业层次划分如下：

图 2：以产业壁垒为维度划分的谷氨酸味精行业层次

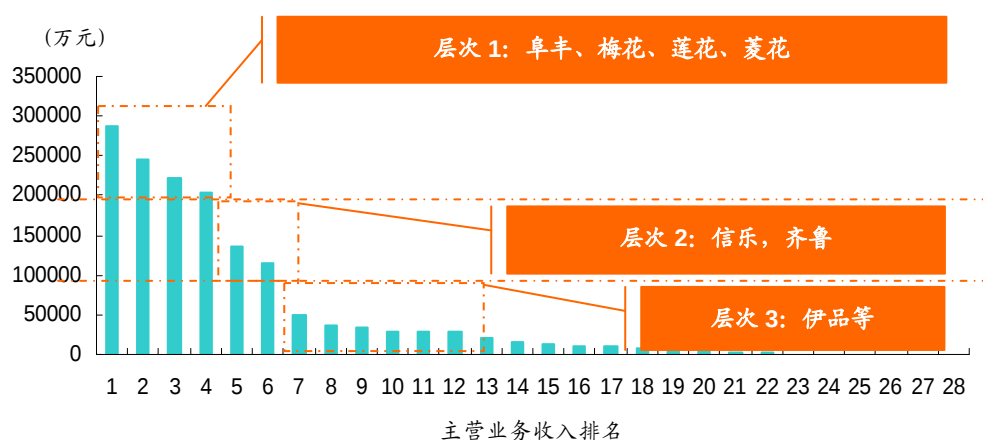


资料来源：长江证券研究部

竞争层次：企业收入

由于公开数据的获取困难，我们再次仅以 2008 年的可得数据进行收入的简单排序，如下所示。其中，2008 年阜丰集团及梅花集团收入均超过 35 亿，而莲花 2008 年收入 20.5 亿，已经同行业 CR2 拉开差距。伊品 2008 年收入达 10 亿元以上*。

图 3：企业营收规模划分的谷氨酸味精行业层次*（2007 年数据）



* 来自新闻信息。

* 味之素 2007 年氨基酸业务总收入折算成人民币达 170 亿，这显示了这家行业领导企业在氨基酸领域的强势地位。

资料来源：ISI，网络，长江证券研究部整理

可以看到，在谷氨酸味精领域，阜丰集团已经超越味之素成为该领域的全球领导企业；谨慎而言，由于味之素的产能布局基本在东南亚等海外市场，至少可以认为，阜丰集团已经成为中国 ---- 这块新帝国上最具竞争力的企业。

格局稳定下优势企业的表现

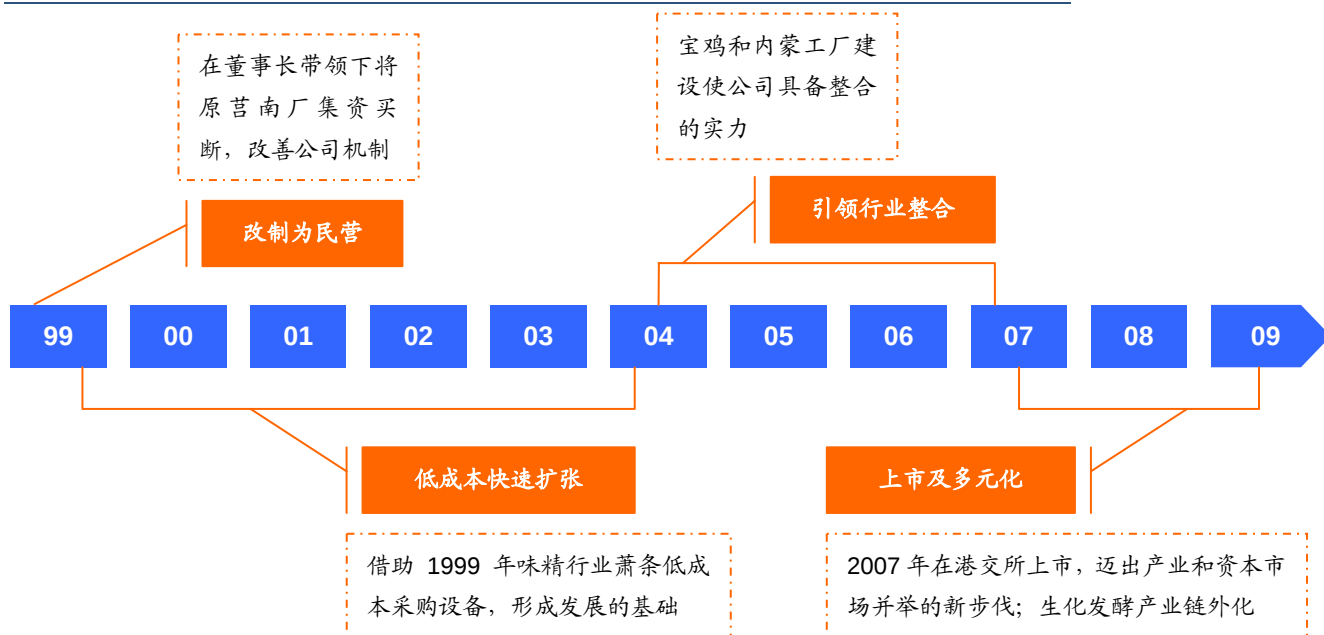
第一集团

阜丰集团（0546.HK）

山东阜丰集团（0546.HK）是一家在香港联交所主板上市的国际化生物制品公司，是全球最大的谷氨酸及味精生产商、以及全球三大的黄原胶生产商之一。2009 年预计生产谷氨酸 35 万吨、味精 28 万吨，国内市场占有率分别为 25%和 17%。

成立十年，阜丰集团即实现了从濒临倒闭的国营小厂到谷氨酸味精行业龙头老大的跨越，阜丰集团的飞速发展被称为“阜丰速度”。回顾公司发展历程，我们概括如下：

图 4：阜丰集团发展历程

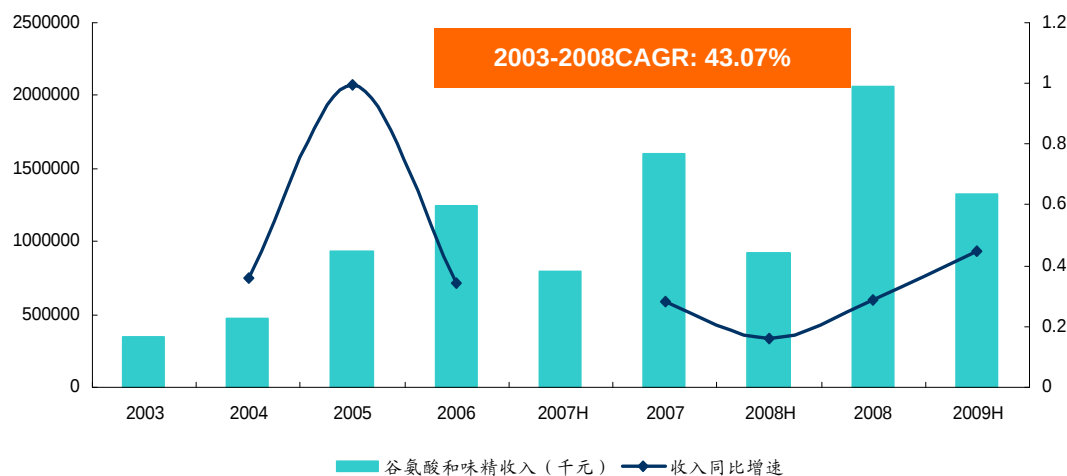


资料来源：阜丰集团网页，长江证券研究部整理

“展开两翼（技术研发和强化管理），发动两力（资本运作与人才战略）”的经营策略和快速膨胀的发展思路引领了阜丰十年发展。自 2003 年起，经过几年的准备，公司步入高速增长期。谷氨酸和味精业务合计收入从 2003 年的 3.4 亿猛增至 2008 年的 20.6 亿，复合增长率高达 43%！若考虑味精业务分部收入^{*}，则 2003 至 2008 年复合增长率高达 47.4%！

^{*} 2003 年味精业务分部收入 4.5 亿，2008 年达 31.3 亿。

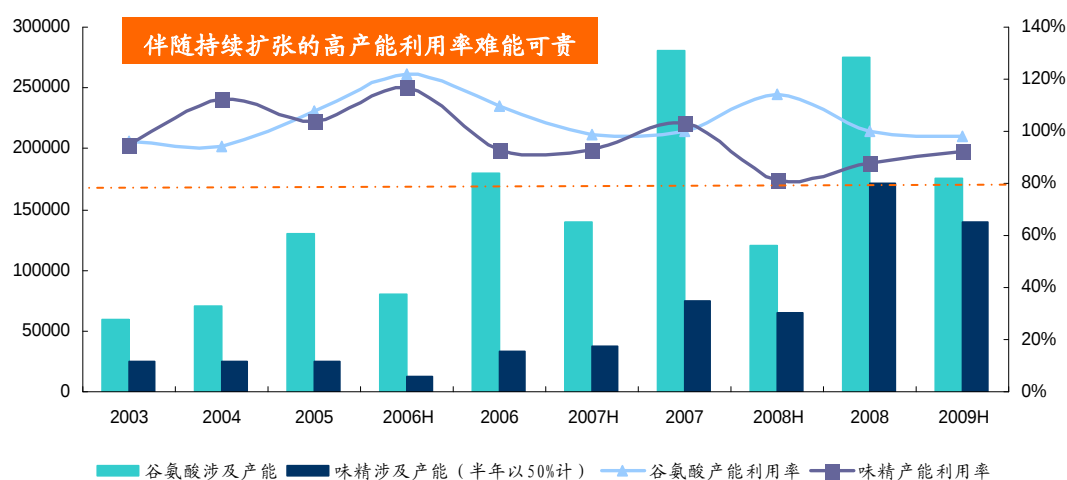
图 5：阜丰集团味精分部业务收入



资料来源：阜丰集团财报，长江证券研究部

与之对应的正是公司产能规模的不断壮大，更难能可贵的是产能扩张的步调总是领先于市场需求：这表现在持续的高产能利用率方面。

图 6：阜丰集团持续稳定的高产能利用率



资料来源：阜丰集团财报，长江证券研究部

阜丰集团非常重视新人才培养和新产品研发，经过十年发展，公司建立了一支包括几十名博士与硕士、1800 余名大学生（占比 24.06%）在内的员工队伍；公司每年投入研发经费超过人民币 5000 万元以上，透过产业链下游及新型发酵产品，扩大集团收入来源及产品多元化。

在销售领域，经过十年发展，阜丰集团已经建立了遍布全国的营销网络与物流系统：建立了遍布全国的办事处与产品中转库，实施以中转库为核心的区域客户服务策略，保证产品与服务能够及时满足全国各地客户需求，从而与客户建立了紧密的合作关系。公司产品远销全球

50 多个国家和地区，内蒙公司已经开始纳入实施 BRC 体系*。

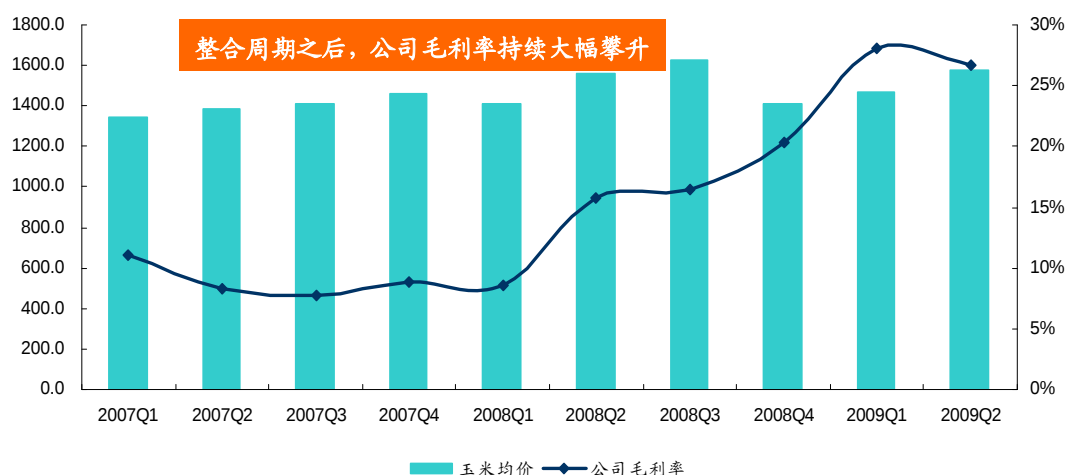
图 7：阜丰集团国内国际销售网络



资料来源：阜丰集团网站，长江证券研究部

作为行业整合的主动发起者，公司自 2008 年中后期开始，已经品尝到行业整合带来的硕果：毛利率持续攀升并大幅领先于行业及竞争对手，为公司进一步的攻防战打下物质基础。

图 8：阜丰集团毛利率持续大幅提升



资料来源：阜丰集团财报，调研资料，Wind，长江证券研究部

在谷氨酸味精领域，污水处理是重要问题；但比污水处理更具技术挑战性的，是烟气处理问题。阜丰集团经过多年科研投入，已经彻底解决了谷氨酸生产中烟气净化难题。随着国家对环保的进一步重视和严格规范，这将成为公司新的制高点之一。

概括而言，阜丰集团领导层卓越的战略眼光和团队强大的执行力使得企业抢的行业发展先机；完善的产业链覆盖从玉米初加工、谷氨酸发酵、味精生产、玉米副产品开发和化肥生产，对原料的使用效率最大化；规模优势、先发优势、区位优势 and 产能利用优势共同营造的“可置信威胁”，使得企业成为谷氨酸味精行业整合的胜出者；先进和规范的环保设备和污水处理能力，使得企业面朝未来，占据竞争高点。

* BRC 体系是现今国际客户普遍采用的全球食品安全标准，联合利华、雀巢、卡夫等国际知名公司进行供方审核时也都依照本标准条款，其食品安全要求全面而具体。

未来，阜丰集团有望借助行业波动进一步巩固在谷氨酸和味精两个领域的优势地位；同时进行产品升级、品牌升级、渠道升级已进行差异化，直面终端市场以获取溢价；另一方面，出口市场带来的机会，也将率先对龙头打开。

梅花集团

河北梅花集团是我国第二大的谷氨酸和味精生产企业。拥有河北廊坊和内蒙古通辽两大基地，形成横跨基础化工、传统农业深加工、高端生物技术三大产业范畴。2008 年梅花集团生产谷氨酸 25 万吨，味精 26 万吨，市场占有率分别为 18% 和 17%；实现收入 41.2 亿，同比增长 18.7%，公司优势在逆势中充分显现。

梅花集团同阜丰集团亦有渊源，其前身即为阜丰集团的经销商。公司最大的特色在于拥有行业内最完整的产业链：涵盖了从玉米到味精、肥料的产业链，以及液氨、浓硫酸生产的原料链。

2008 年引入鼎晖和新天域两家境外财务投资者，一方面表示其对公司的肯定；另一方面也为公司未来进一步发展打下坚实基础。

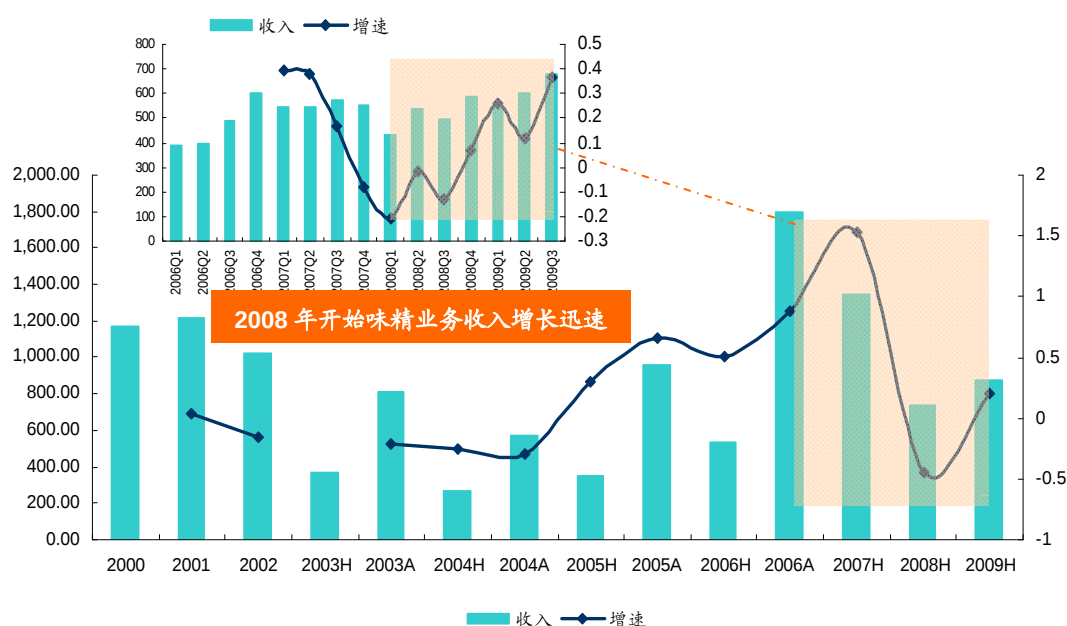
第二集团

莲花味精（600186.SH）

莲花味精是我国知名的味精品牌和生产企业之一，具备年产 15 万吨谷氨酸、30 万吨味精、30 万吨等级面粉、4 万吨谷朊粉、5 万吨葡萄糖、20 万吨饲料、20 万吨复合肥生产能力；并且是唯一采用小麦为原料进行味精生产的企业。

2008 年开始公司味精业务收入步入高速增长，主要原因依然是来自于行业整合周期结束后价升量增。公司在国际市场的知名度较高，其年收入的约 15% 来自于产品出口。

图 9：莲花味精收入分解和近期收入图示



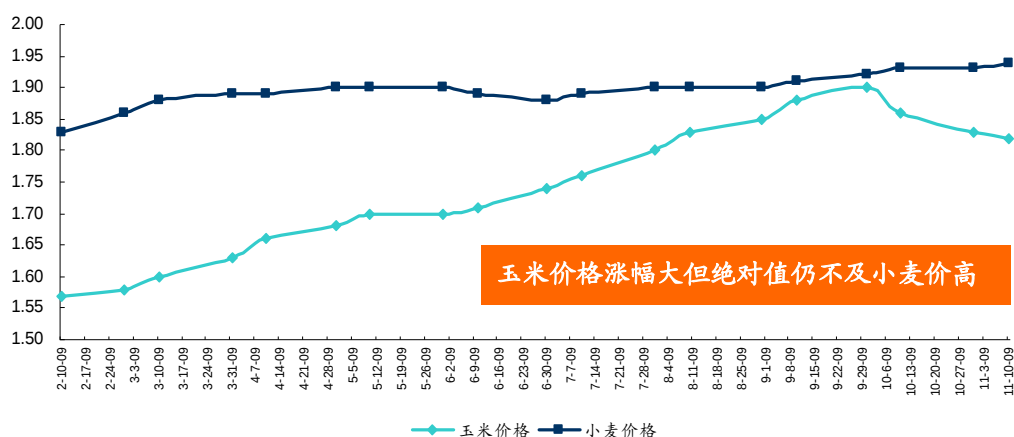
资料来源：Wind，长江证券研究部

在最近市场对味精价格上涨的追捧之下，莲花味精却公告称“公司由于原辅材料供应形势逐

渐紧张……预计 2009 年度盈利能力同比不会有较大变化。”我们认为这背后有两个问题需要明细：

■ 小麦为原料生产味精并没有成本优势

莲花味精有部分产品（约 50%）以小麦为原料组织生产，3 吨小麦可产 1 吨味精；而 2009 年以来，小麦价格虽然涨幅不大，但是绝对价格高于玉米价格。从而，在主要原材料方面，目前以小麦为原料生产并没有成本优势。



■ 一体化生产的重要性

莲花味精公告“……对公司自产麸酸能力造成严重影响，而且公司外购麸酸的市场价格不断上涨……”，主要是指公司自有谷氨酸产能 13 万吨（折合 16.25 万吨味精）不足以支撑其 24 万吨味精产能。我们在前文论述过，随着谷氨酸行业的稳固整合，下游味精生产将愈发受制于上游谷氨酸环节，一体化关乎企业安全稳定问题。莲花的公告似乎是很好的诠释；而且，有意思的是，莲花外购的谷氨酸恰恰主要来自于阜丰集团的供应。

由于体制原因，集团公司和股份公司之间的资金占用问题较为严重，极大的制约了股份公司的发展，这表现为长期徘徊的营收。但依靠多年来形成的品牌、技术和渠道，公司目前依然可以维持；但相比机制体制更为灵活的后起之秀型企业，公司的竞争力稍显逊色。我们认为，公司最重要的问题是盘活资产、理顺资金链条，以使企业重新焕发活力。

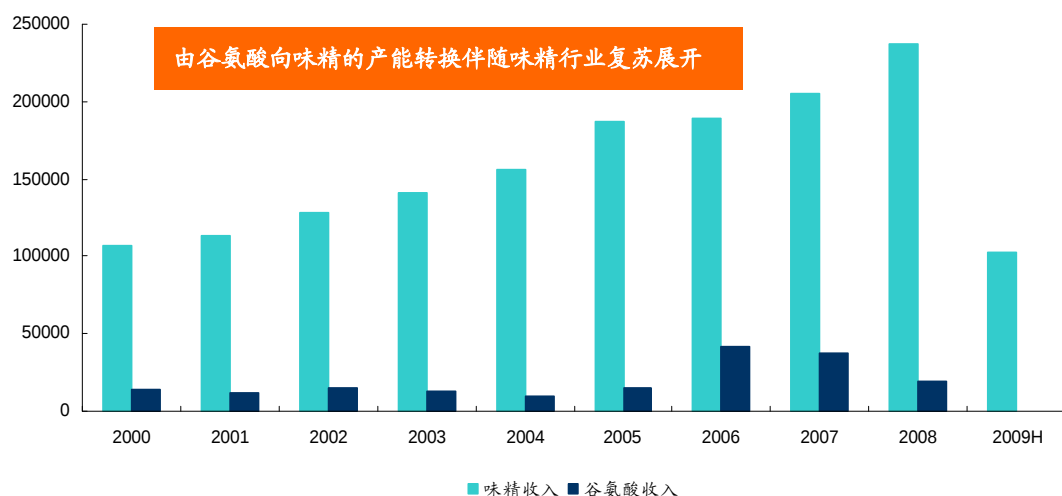
台湾味丹国际（2317.HK）

台湾味丹国际（2317.HK）是台湾地区老牌味精生产企业，目前是东南亚地区最大的味精生产企业之一，一体化的生产设计主要产品为谷氨酸、味精、赖氨酸和肥料、饲料等。公司谷氨酸产量为 18 万吨，其中越南 15 万吨，台湾 3 万吨；味精产能为 22 万吨。

味丹国际主要采用糖蜜和天然气作为原料，盖源于东南亚地区糖蜜和天然气成本低廉。公司在覆盖东南亚市场的同时，2005 年开始着重进军中国市场，在厦门、上海和山东接连设厂生产味精；同时，公司进军风味调味品领域以提高附加值。

2008 年 9 月由于违反越南当地的环保标准，公司的部分谷氨酸产能停工，预计在今年 4 季度将全面复产。

图 10：味丹味精和谷氨酸业务收入



资料来源：味丹国际财报，长江证券研究部

味丹国际主要生产设施位于越南，主要原材料亦不同于寻常，而是以木薯和糖蜜作为原料；同玉米、小麦相比，木薯、糖蜜原料的直接成本要低，但由于木薯、糖蜜均作为淀粉原料，很难取得综合副产物，实际上同玉米的单位贡献并无明显优势。并且，此二者价格同国际糖价、石油价格正相关，而现今国际糖价正面临大牛市，石油价格由于经济复苏预期亦有升高可能，从而今年以来越南木薯和糖蜜价格都呈现持续向上的态势。味丹国际在其 2009 年中期报告中亦承认“预计 2009 年下半年因国际需求复苏，及在石油价格和大部分农产品价格上涨之下，木薯和糖蜜应是上升之趋势。”

再向前看半年

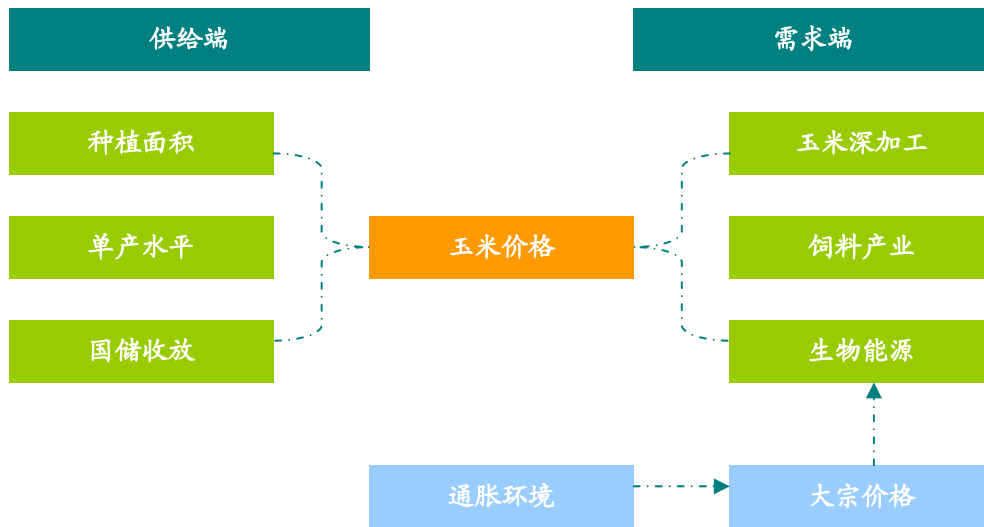
在 2009 年末向前看半年，依据前述对行业“两个周期”的揭示，我们着重关注谷氨酸味精行业原材料价格变动趋势（成本周期）和供给端新增产能（整合周期）问题。

原材料价格形成机制

玉米

中国是继美国之后全球第二大玉米生产国，年产量在 1.6-1.7 亿吨左右。玉米的约 80% 作为饲料，20% 作为玉米深加工产品的原料，主要是淀粉和糖等。一般情况下，玉米价格由供需决定，但国家采用收放储备的形式调节余缺，平滑物价。

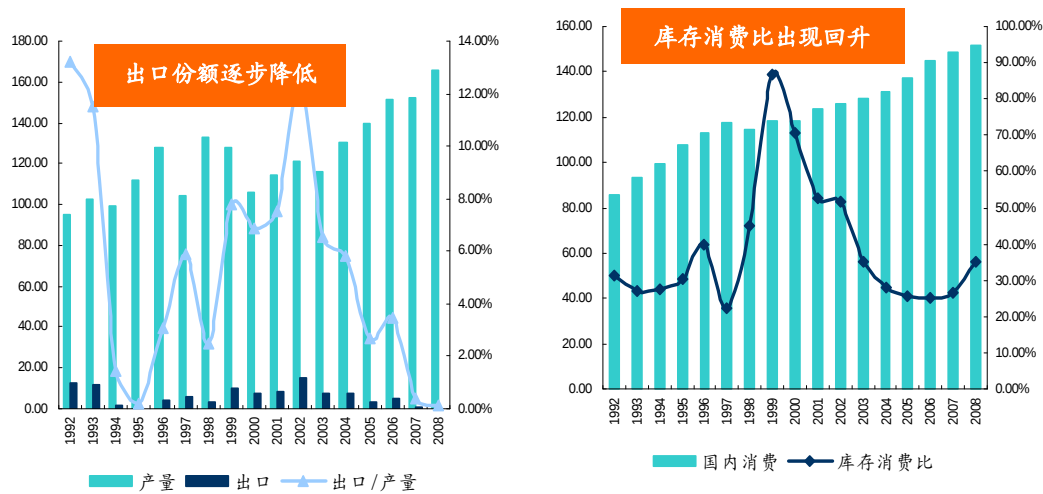
图 11：玉米价格形成机制图示



资料来源：长江证券研究部

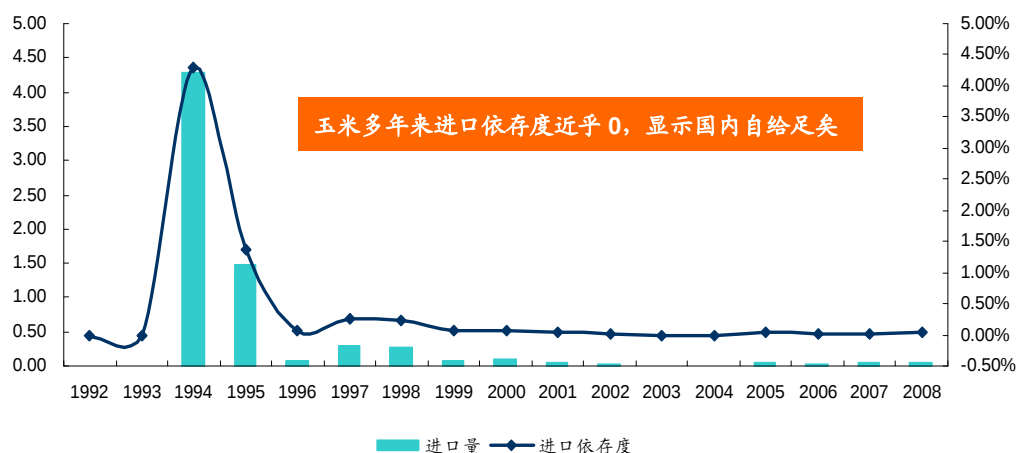
2008 年我国玉米丰产，而恰逢金融危机带来需求端不振；而国外输入性通胀传导也随着经济危机趋于平淡，国家储备丰富。

图 12：我国玉米产销、库存及出口情况



资料来源：CEIC, Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

图 13：我国玉米进口情况



资料来源：CEIC, Bloomberg, Wind, 长江证券研究部

近期影响玉米价格的信息主要是东北干旱带来玉米减产 30% 引发交易商入市抢粮。但综合各产区信息看，虽然东北和西北地区玉米生育过程中出现了干旱天气，作物单产受到不利影响，但是华北黄淮和西南地区玉米生育状况良好，基本未出现重大自然灾害，预计单产和产量水平均将同比提高。综合各玉米产区的生产和生长状况，预计 2009 年全国玉米产量为 16550 万吨，降幅 0.3%。减产虽在，但并未改变近两年以来玉米供需宽松的总格局。

国库玉米定向销售是 2009 年四季度另一件重要事件，定向销售的主要原因在于国库轮库期为一年，而年底新玉米将入库；在库存富足的情况下，老库存合理处理是重要问题。定向销售的主要内容有：

- 定向销售地区仅为东北三省及内蒙古自治区。
- 按照人民币 1570 元/吨（含税价，除税价格为人民币 1389 元/吨）的价格销售予内蒙古阜丰。
- 政府给予人民币 150 元/吨的政府补贴。另需扣除玉米的物流、仓储、及资金成本。扣除后约人民币 80-100 元/吨。
- 定向销售指标在 2009 年 4 季度完成。

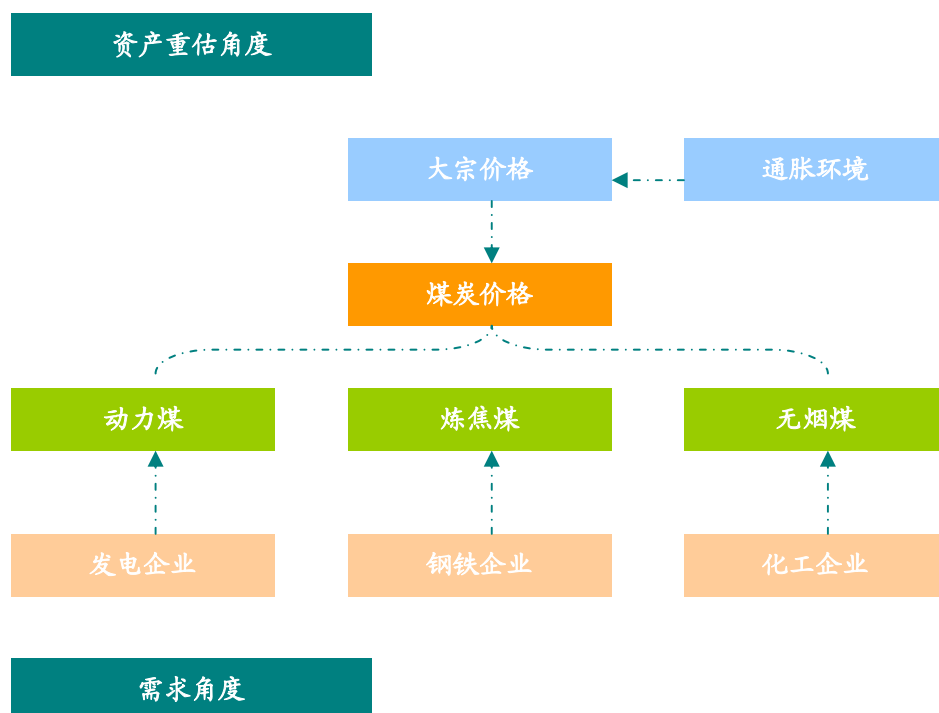
在新产季供给充沛，国库出库的情况下，我们判断 2009 年四季度玉米价格可能出现向下的转折。

煤炭

供给角度而言，产能过剩为煤炭价格设置了天花板；而产能集中又为限产提供了便利。从需求端看，不同煤种的需求情况主要受下游产业盈利状况的影响，具体而言：动力煤主要看发电企业的运行状况，炼焦煤主要看钢铁企业的需求状况，无烟煤则取决于化工企业的复苏。

此外，原油价格的上涨对煤炭价格也会形成一定的拉动，但类似 2008 年的那种大幅度飙涨，在现在的经济环境下也很难见到。

图 14：煤炭价格形成机制图示



资料来源：长江证券研究部

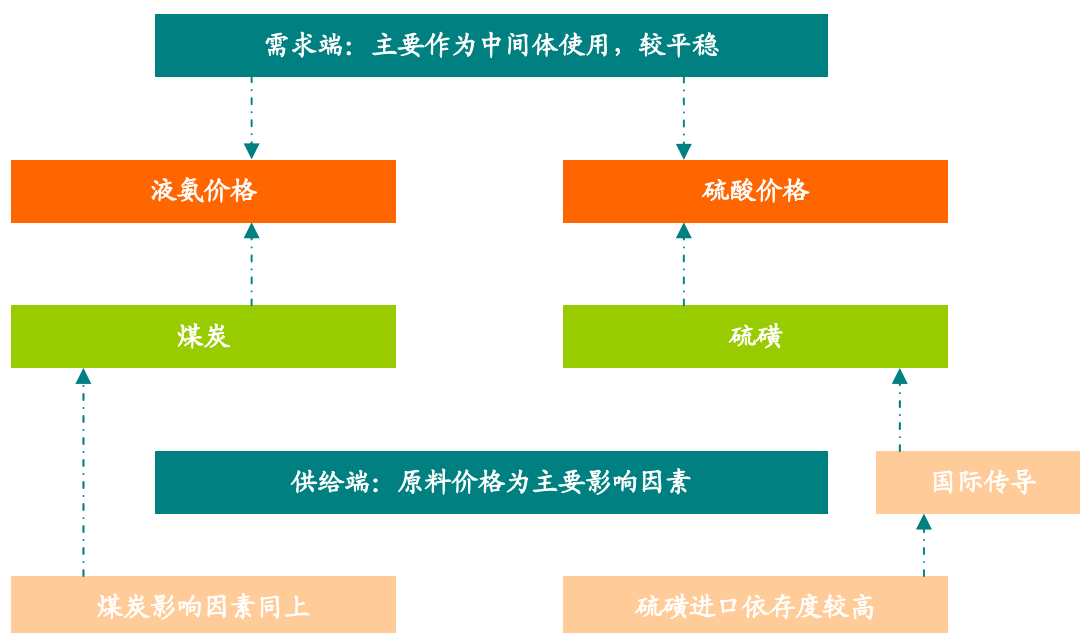
我公司煤炭行业研究员认为，煤炭价格易涨难跌，但很难再现 2008 年之涨幅；而动力煤料供需稳定，价格不会出现大的波动；有消息表明，神华集团合同煤价格或将上调 30 元/吨，涨幅在 5% 左右；坑口煤价格仍保持稳定。

液氨及浓硫酸

液氨及硫酸都属于最为基础的化工中间体，技术成熟生产企业较多是其特征。液氨的主要下游需求为尿素生产企业，而硫酸在包括冶金、采矿等行业都有应用。所以有一些企业往往自己投资，进行合成氨的生产，以及硫酸的生产。二者的需求是比较稳定的。

供给端，原材料价格成为主要影响因素：1 吨液氨生产需要 1.55 吨煤炭，1 吨硫酸生产需要 0.33-0.35 吨煤炭；煤炭和硫磺的价格成为决定供给、从而价格的主要因素。

图 15：液氨及浓硫酸价格形成机制图示



资料来源：长江证券研究部

液氨方面，煤炭价格我们在前部分提及，并不会有太大波动，从而下半年液氨价格的稳定是可以预期的。

硫酸方面，2008 年 10 倍的价格上涨，主要原因在于国际炒家对硫磺的爆炒所致；而随着进出口的限制，再出现类似 2008 年那种极不正常的情况概率很小。我们化工研究员认为硫酸价格或有刺激，但整体应当保持稳定。

成本预测

我公司宏观策略部判断，CPI 在今年四季度将转正，但明年（经济复苏中期）剧烈物价上涨的可能性不大。在此情况下，包括玉米、煤炭等大宗农产品和资源品的价格亦难以出现类似 2008 年的飙升，而将整体呈现较为温和的态势。

供给端的新变化

在供给端，我们跟踪的重要信息包括：

- 行业新增产能：目前统计的信息，第一和第二集团企业有复产和扩产计划的，主要是阜丰集团年产 7 万吨谷氨酸（宝鸡）和年产 15 万吨味精（内蒙古）扩建项目，阜丰集团于 2010 年谷氨酸和味精产能将分别达到 42 万吨和 43 万吨；另一方面，台湾味丹国际在 2009 年四季度 5 万吨谷氨酸产能复产亦将带来行业供给冲击；但考虑到行业每年近 10%（或者 15 万吨）的自然增长，料味丹复产冲击的影响不大。
- 行业整合动能：如果说上一次行业整合来自于领导企业的主动发起，那么我们认为未来很可能迎来由政策主导的新一轮整合。整合的政策出发点可能来自于对谷氨酸味精行业烟气污染治理的全行业强制要求。目前，能够彻底消除谷氨酸发酵工艺中可视烟带和异味的企业，仅有阜丰集团一家。烟气

治理的投入相对较高，10万吨谷氨酸产能的治理费需要投入5000万元人民币。这对一些中小企业而言是难以负担的；预计新标准的推行将带来行业的再一次整合（至少会提高行业进入壁垒）。

“动态博弈下可置信的威胁”

在行业景气度持续回暖的2009年下半年，我们惊奇的发现主要谷氨酸企业竟然没有大规模的扩产。深究其原因，我们认为在于领先企业已经构筑了足够的壁垒，从而具有“可置信的威胁”。

目前，10万吨谷氨酸产能扩建，一般需要1年时间；而新建则至少需要1年半时间。前文所述的毛利差，在新企业扩建期间就构成了所谓“威胁”——领导企业必将伺对手之行动，迅速调整价格战略；而新的价格战将显著降低后入者的盈利预期，这既是为何实力落后的企业不敢贸然新建的原因所在。

行业新动向 强者将愈强

日韩经验的启示

单纯从谷氨酸和味精行业而言，我们认为行业未来的发展或许有以下值得重视的方面：

出口

东风西进，正成为味精行业内优秀企业的新的增长点。我国已经取代日本成为世界最大的味精出口国，国外食品和调味品企业将味精作为添加剂使用亦越来越普遍。除了FDA，联合国粮农组织（FAO）和世界卫生组织（WHO）会同食品规格委员会第十四次食品添加剂专门委员会，对构成味精的“谷氨酸”和“钠”元素进行了生化研究、试验，亦得到了“味精作为食品是极其安全的”结论。可以说，兼具成本和品质优势的中国味精行业，西进的大门已经打开。

低成本策略向差异化策略的转变

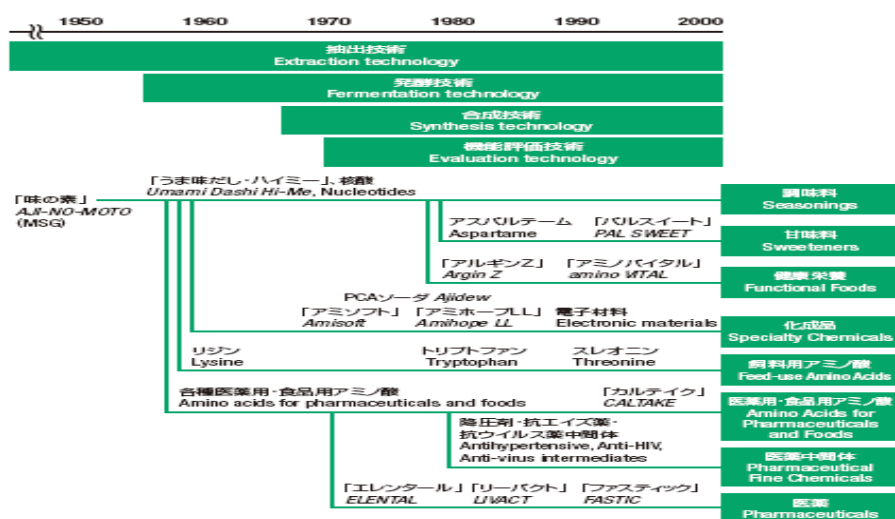
前文论述，在调味品升级换代的趋势下，差异化可望成为获取超额收益的源动力之一。具体而言，我们认为下列差异化的方面是可以预期的：

- 1) 产品差异化：包括精品、包装、配方等细微区别等；更重要的，我们渴望看到味精企业向二、三代调味品方向发展；
- 2) 渠道差异化：一些有实力的企业或许会将自身定位从成品供应商调整为产品供应商，从而涉足分销渠道；
- 3) 品牌塑造：由于区域品牌的缺失，以及产品的同质性较强，通过品牌塑造辅助市场拓展，将成为有实力的企业不得不考虑的问题之一。

发酵产业链的延伸

优秀的企业，可贵之处在于总能提前判断风险；更在于提前发现机会。通过我们前文对日本味之素和韩国希杰等公司的发展历程梳理，发现这两家世界调味品领域的优秀企业最终都走向了多元化。

图 16：发酵产业发展路径——来自味之素的启示

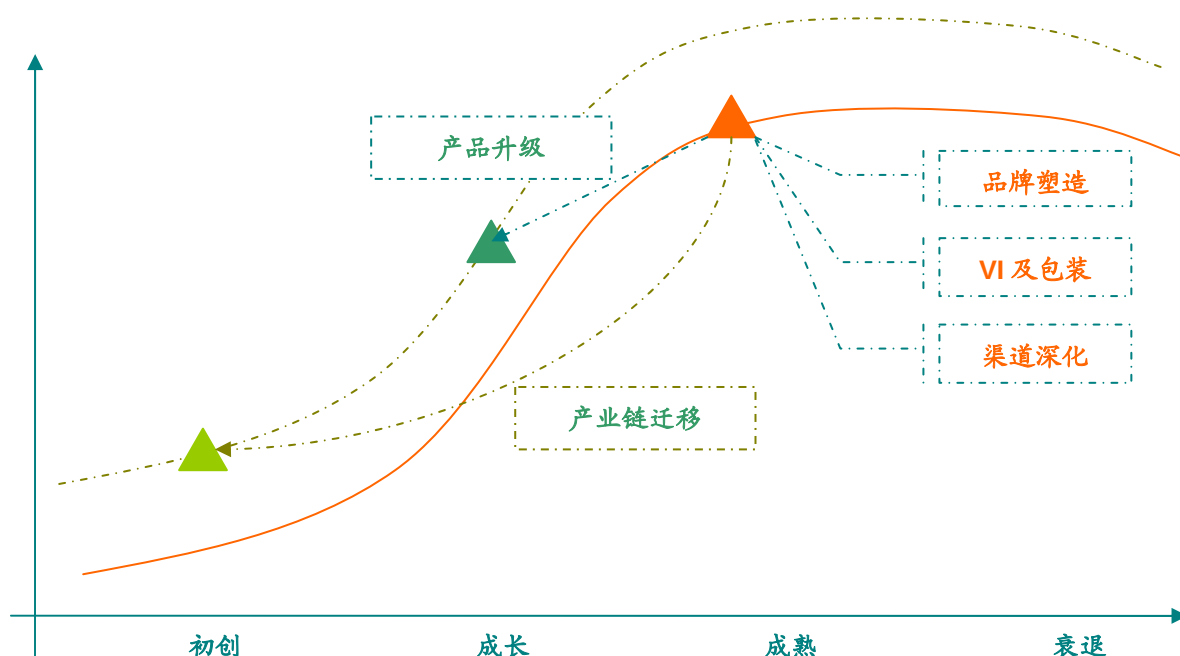


资料来源：味之素财报，长江证券研究部整理

而在产业链内部，可以延伸的方向有：

- 1) 进行现有产业链的挖掘，生产附加值更高的产品。
- 2) 以技术积累为基础，尝试生产近似的发酵产品。当然，在产品选择上，现有格局比较稳固的细分行业如赖氨酸等，并不是特别好的方向选择。但由于发酵领域可挖掘空间十分巨大，必然存在可选择的机会。

图 17：味精行业产业内部发展路径图示



资料来源：长江证券研究部

领先企业探寻新增长点的尝试

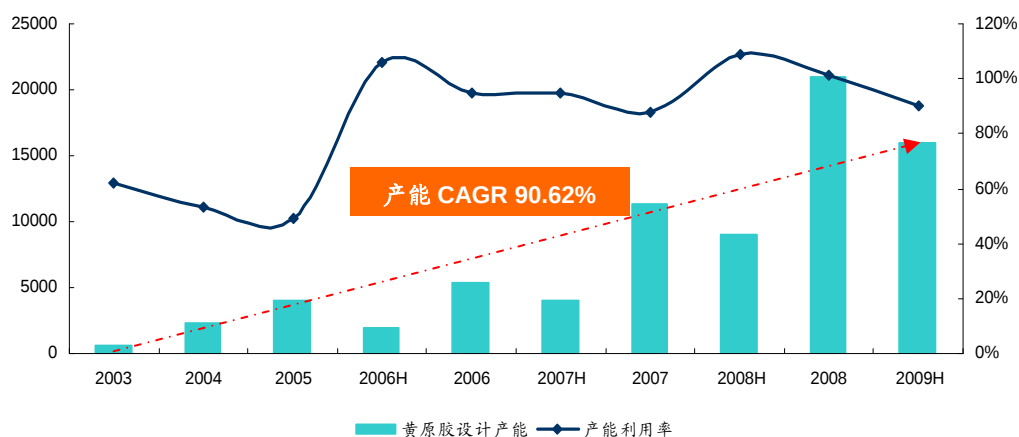
开辟黄原胶新疆土：阜丰集团深耕发酵产业的成功范例

■ 从追赶到超越：黄原胶市场称雄

黄原胶(Xanthan)又称汉生胶，是由野油菜黄单胞杆菌(*Xanthomonas campestris*)分泌的一种胞外酸性多糖。它是国外 20 世纪 50 年代开始研究，60 年代末开始应用的一种功能性水溶胶。1969 年黄原胶正式被美国 FDA 批为食品添加剂。从那时开始，黄原胶就因其优良的物化性质——分散液的高黏度、触变性、稳定性等被关注和研究，并在食品工业、采油、涂料等诸多方面得到了广泛的应用。目前，全球黄原胶市场高度垄断，阜丰集团、美国 CP Kelco 公司和山东中轩公司是其中的代表。

黄原胶生产具有高度的技术壁垒，这直接导致其产品价格高、附加值大。阜丰集团在二十一世纪初就发现黄原胶的市场潜力，并投入科研力量，敏锐切入这一高端领域。2003 年公司设计产能仅 667 吨，到了 2009 年产能已经扩展到 3 万 2 千吨，占全球市场的 30% 以上！

图 18：阜丰集团黄原胶业务增速



资料来源：阜丰集团财报，长江证券研究部

■ 发展产业链副产品：潜行新的增长点

除了发展和巩固谷氨酸味精及黄原胶业务，阜丰集团未雨绸缪、潜行新的增长点，还发展了鸡精、玉米油、支链氨基酸、苏氨酸、生物制药等新产品；另一方面，公司自 2008 年开始加大对品牌塑造和市场宣传方面的投入，意在为其升级调味品终端销售提供品牌和渠道的辅助。

成功称雄黄原胶，产业链外化于新兴氨基酸及生物制药产品，产品升级于玉米油和鸡精等产品，从阜丰集团清晰的发展路径中，我们深切感受作为行业领导企业对行业发展内涵的领悟、以及正确抉择！

其他企业新动向总结

我们欣喜的发现，除阜丰集团之外，中国谷氨酸味精行业的优秀企业亦沿着前述分析的路径进行各自的产业调整，这表明我们前述分析是较为符合行业内涵的。这些新动向，我们总结如下：

表 1：谷氨酸味精产业龙头新动向

企业	动向	内涵依据
	发展黄原胶	
梅花集团	引入财务投资者，谋求上市	资本和产业互动，形成金融基础

味丹国际	发展异亮氨酸	生化发酵产业链内在延续
莲花味精	解决越南环保问题	在下一阶段整合中占据优势
	谋求解决集团坏账	意图盘活资产
	新建玉米深加工项目	规模化发展
伊品集团	生产淀粉、液氨	一体化经营模式
	生产赖氨酸	生化发酵产业链内在延续

资料来源：长江证券研究部整理

系列报告的总结和结语

作为中国谷氨酸味精行业的旁观者，我们在三篇系列报告中分析探讨了谷氨酸味精行业宏观、中观到微观现状的方方面面。概括而言，我们有以下核心结论：

- 随着国际谷氨酸味精产业转移，中国已经崛起为世界谷氨酸味精产业的新沃土；在城市化进程仍持续、二元经济结构特征中期内存在、经济持续发展的大环境下，中国谷氨酸味精行业仍将保持每年 8%-10% 的需求量增长。
- 经历了 2007 年那场史诗般的行业整合，以阜丰集团为代表的行业领导企业已经接近帝国加冕。谷氨酸行业高投入、重技术的特征，使得行业集中率先在该环节产生。领先企业多年来构筑的低成本壁垒，使得其在行业发展中已经占据明显的领先地位。
- 随着 2008 年整合周期的结束，集中度的提升使得领导企业步入收获的黄金期。阜丰、梅花等企业从营收到毛利都呈现持续显著增长。而来自供给端扰动带来的阶段性投资机会恰恰是谷氨酸味精行业投资的关键点所在。
- 我们对行业成本进行了机制分解和预测，我们并不认为在接下来的六个月，会出现成本端的恶性事件。虽然，随着行业盈利能力的复苏，在味精环节会有诸多企业再次进入；但是，预期中的烟气治理标准的推行，将引发再一次的政策性行业整合。而阜丰等企业，以其多年来的对科研和环保的投入，率先取得新一轮整合的先发优势。
- 通过对国际谷氨酸味精行业发展史的研究，我们认为现阶段行业的发展趋势包括下列方面：外向型的国际市场开拓；市场型的终端蓝海；以及技术型的产业外延。欣慰的是，我们持续观察到，中国的谷氨酸味精行业领导企业们，正沿着上述路径前进。

三篇报告，基本囊括了现有行业问题。通过分析，我们有理由认为，阜丰集团等行业领袖，将在未来的行业演进中继续占据优势地位；所谓苦尽甘来，强者将愈发强劲！

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。