

## 农林牧渔

2017年02月28日

## 梅花生物 (600873)

——业绩稳健增长，外延发展可期，维持增持评级

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年02月27日

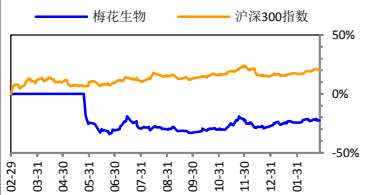
收盘价(元)	6.97
一年内最高/最低(元)	8.23/5.61
市净率	2.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	21664
上证指数/深证成指	3228.66 / 10353.56

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	2.92
资产负债率%	45.26
总股本/流通A股(百万)	3108/3108
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《梅花生物(600873)点评：员工持股彰显管理层信息，景气好转公司盈利增长可期！》  
2017/01/10《环保因素导致伊品部分停产，三季度氨基酸价格或持续上行——氨基酸行业点评》  
2016/07/19

## 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com  
官衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com

## 研究支持

龚毓幸 A0230516100001  
qongyx@swsresearch.com

## 联系人

龚毓幸  
(8621)23297818x7405  
gongyx@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- **公司公布2016年年报：**2016年公司实现收入110.93亿元，同比略降6.42%，实现归母净利润10.42亿元，同比增长144.84%，对应EPS0.34元；对应四季度单季收入31.65亿元，同比增长4.34%，归母净利润3.77亿元，同比增长799.53%。
- **受原料价格下跌影响，主要产品价格有所下滑，下半年好于上半年。**由于产品价格下半年有所回暖，公司中报收入降幅11.99%，年报收入降幅缩窄至6.42%。**1) 赖氨酸：供给仍过剩，需求及运力因素导致价格温和上涨。**虽然过去几年中落后产能不断淘汰，但国内赖氨酸产能仍然供给过剩，行业平均开工率不到60%。出口需求增加、下游饲料需求旺盛及运输受限的影响，下半年赖氨酸的价格有所上涨，98赖氨酸2016年全年均价超过8000元/吨，较15年同比上涨13%，对应公司单吨盈利超过2000元/吨；**2) 苏氨酸：供给压力较大，价格走弱：**苏氨酸整体产能过剩，行业平均开工率仅为54%。虽然人民币贬值、13%出口退税等因素推动2016年苏氨酸出口需求增长，但由于整体供过于求，苏氨酸的产品价格依然稳中走弱。2016年苏氨酸均价超过9000元/吨，对应单吨盈超过2000元/吨，公司苏氨酸产能利用率近90%；**3) 味精：供给上涨，价格下跌。**由于环保力度不断增强，落后产能正逐步淘汰，但小产能总体规模仍然较大，2016年整个行业开工率维持在70%，行业龙头阜丰带头扩产，导致供应量反而有较大幅度增加，致使价格下跌。味精价格约6600元/吨，对应单吨盈利约200元/吨，公司味精开工率接近100%。
- **原料价格低位，公司工艺技术不断进步，公司盈利能力维持高位。**2015年底开始，全球范围内玉米价格受高库存影响持续下跌，国内玉米现货价格同比跌幅达到20-30%。同时，截止16年8月，国内玉米库存量2.6亿吨，是产量的1.55倍，“玉米降库存”成为农业供给侧改革的重中之重。展望未来半年，预计国内外玉米供应仍然宽松，预计玉米价格维持低位震荡，公司成本端压力较小。同时公司正苦练内功，通过对菌种不断进行优化改良，积极改进生产工艺，提高发酵效率，逐步实现内部精细化管理。公司2016年毛利率、净利率分别达到25.35%、9.62%，较2015年分别上涨5.02、5.86个百分点。
- **立足主业，寻求多渠道发展增强公司竞争力。**公司在氨基酸行业处于龙头领先地位，目前行业发展空间受限，正处于快速整合期，公司也在积极寻求多渠道扩张增强自身竞争实力。**1)**未来公司将寻找时机在海外市场建立生产基地，实行生产销售本地化，逐步提升国际市场占有率。**2)**同时，继续加大研发投入，优化提升生产工艺，降低成本成本，开发新产品，增强核心竞争力。**3)**快速发展医药业务，加强普鲁兰多糖胶囊及医用氨基酸业务，积极寻找投资并购机会，围绕公司主业实现多元化发展。
- **投资建议：业绩稳健增长，外延发展可期，维持增持评级。**目前赖氨酸价格约为11000元/吨，苏氨酸价格约为11500元/吨，味精价格6700-6800元/吨，重点关注公司主要产品价格表现。预计公司2017-2019年实现净利润12.2/13/15亿元(维持17-18年原盈利预测)，EPS 0.39/0.42/0.48元，对应PE18/17/15X，维持增持评级！

## 财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,853	11,093	12,757	13,433	15,542
同比增长率(%)	20.15	-6.42	15.00	5.30	15.70
净利润(百万元)	425	1,042	1,218	1,300	1,505
同比增长率(%)	-14.95	144.84	16.93	6.73	15.77
每股收益(元/股)	0.14	0.34	0.39	0.42	0.48
毛利率(%)	20.3	25.4	25.9	26.1	26.2
ROE(%)	5.1	11.5	5.7	6.0	6.1
市盈率	51	21	18	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,865	11,853	11,093	12,757	13,433	15,542
营业收入同比增长率 (yoy)	26.79%	20.15%	-6.42%	15.00%	5.30%	15.70%
减: 营业成本	7,790	9,444	8,281	9,457	9,930	11,469
毛利率 (%)	21.03%	20.33%	25.35%	25.90%	26.10%	26.20%
减: 营业税金及附加	29	50	140	140	150	173
主营业务利润	2,046	2,359	2,672	3,160	3,353	3,901
主营业务利润率 (%)	20.74%	19.90%	24.09%	24.80%	25.00%	25.10%
减: 销售费用	688	882	829	953	1,001	1,156
减: 管理费用	456	546	561	646	678	783
减: 财务费用	460	520	238	274	288	332
经营性利润	442	411	1,044	1,287	1,387	1,630
经营性利润同比增长率 (yoy)	54.02%	-6.91%	153.95%	23.30%	7.70%	17.50%
经营性利润率 (%)	4.48%	3.47%	9.41%	10.10%	10.30%	10.50%
减: 资产减值损失	12	22	87	20	20	20
加: 投资收益及其他	5	36	109	30	30	30
营业利润	435	425	1,066	1,297	1,397	1,640
加: 营业外净收入	108	145	99	100	105	110
利润总额	542	570	1,165	1,397	1,502	1,750
减: 所得税	36	125	98	150	165	190
净利润	506	446	1,067	1,247	1,337	1,560
少数股东损益	6	20	25	29	37	55
归属于母公司所有者的净利润	500	425	1,042	1,218	1,300	1,505
净利润同比增长率 (yoy)	23.92%	-14.95%	144.84%	17.00%	6.70%	15.80%
全面摊薄总股本	3,108	3,108	3,108	3,108	3,108	3,108
每股收益 (元)	0.16	0.14	0.34	0.39	0.42	0.48
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.07%	3.59%	9.39%	9.60%	9.70%	9.70%
ROE	6.09%	5.11%	11.49%	5.70%	6.00%	6.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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可能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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。