

梅花生物 (600873. SH)
坚定看好玉米发酵行业寡头形成下的景气大幅提升
评级：买入(维持)

市场价格：7.18

目标价格：10

分析师：王席鑫

执业证书编号：S0740517010008

电话：021-20315135

Email: wangxx@r.qlzq.com.cn

分析师：孙琦祥

执业证书编号：S0740517020007

Email: sunqx@r.qlzq.com.cn

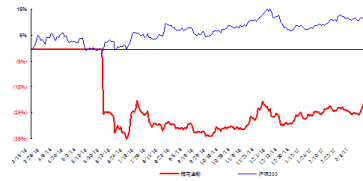
分析师：罗雅婷

执业证书编号：S0740517030002

Email: luoyt@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3,108
流通股本(百万股)	3,108
市价(元)	7.18
市值(百万元)	22,317
流通市值(百万元)	22,317

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,853.17	11,092.77	12,243.10	13,467.41	14,814.15
增长率 yoy%	20.15%	-6.42%	10.37%	10.00%	10.00%
净利润	425.46	1,041.69	1,496.74	1,994.89	2,218.99
增长率 yoy%	-14.95%	144.84%	43.68%	33.28%	11.23%
每股收益(元)	0.14	0.34	0.48	0.64	0.71
每股现金流量	1.11	0.98	0.41	1.06	1.05
净资产收益率	5.11%	11.49%	15.55%	17.16%	16.03%
P/E	66.77	19.45	14.08	10.56	9.50
PEG	—	0.13	0.32	0.32	0.85
P/B	3.41	2.24	2.19	1.81	1.52

备注：

投资要点

- 玉米产业链格局好，公司定价能力强：**公司所处的玉米深加工产业链格局非常好，味精三家寡头产量占全球 90%以上，赖氨酸 CR5 占全球 70-80%以上，苏氨酸 CR3 占全球 80%以上，基本上都已经达到寡头垄断的阶段，并且最大的寡头企业在各个领域都是最大的。经过此前 5-10 年激烈的价格竞争，不断有规模性企业退出，优胜劣汰下梅花已形成明显竞争优势。同时，味精和氨基酸的下游消费刚性对涨价不敏感，构成了未来获取超额利润的基础。
- 16 年的回暖只是开始，我们认为味精及氨基酸行业盈利能力有较大的向上空间：**16 年公司总收入 110 亿，实现净利润 10.4 亿元，扣非后净利润 8.4 亿元。收入中最大的两块业务味精和氨基酸基本上都是 50 亿左右的销售额，16 年梅花味精业务净利润不超过 2 个亿，净利润率仅仅在 3-4%以下；而氨基酸的盈利能力稍强，约在 10%出头的水平。我们认为这是由于此前多年价格战和寡头博弈下的结果，一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段，我们认为味精及氨基酸的盈利能力可以看齐染料和食品添加剂行业，净利率至少看 20%以上。
- 核心管理团队大换血，员工持股购买完成彰显信心：**公司于 1 月份完成换届，包括董事长、总经理、副总经理、财务总监、董秘等核心高管团队进行了更新。同时 1 月推出员工持股计划，参与对象涵盖董事、监事、中层以上管理人员及核心技术骨干等 630 人，筹集资金上限为 2 亿元，并公告已于 1 月 26 日购买完成，成交均价 6.895 元/股，锁定期 12 个月。我们认为新管理团队履行后公司会有新气象，同时员工持股计划的执行也彰显了公司的信心和动力，目前公司味精及氨基酸业务处于底部向上的恢复期，但寡头定价下整体向上的空间依然巨大。目前股价对应的动态估值约在 17 倍但盈利向上的弹性大，股价处于底部，继续看好。
- 盈利预测与估值：**我们继续看好氨基酸及味精景气度持续上行，梅花生物是国内味精与氨基酸龙头企业，行业格局向好公司盈利改善空间大！同时新产品普鲁兰多糖胶囊及医用氨基酸业务快速发展中持续研发中，打开长期成长空间。管理层新鲜血液注入提升公司活力，我们预计公司 17~19 年 EPS 分别为 0.48、0.64 和 0.71 元，分别对应 14.1、10.6 及 9.5 倍 PE，给予买入评级，目标价 10 元。
- 风险提示：**原料价格大幅波动、行业整合进程不及预期、环保政策执行力度不及预期等

内容目录

1.梅花生物：国内味精以及氨基酸行业巨头	
1.1 公司目前形成行业巨头，占据市场大量份额.....	- 4 -
1.2 公司股权相对集中.....	- 6 -
1.3 公司核心管理团队大换血，员工持股购买完成彰显信心.....	- 7 -
2.公司在味精行业已初成寡头垄断格局，未来盈利将迎来高速增长	
2.1 行业格局已形成寡头垄断，有望再造“染料盛世”.....	- 7 -
2.2 行业上游主要原材料价格走低，利于味精盈利向上.....	- 8 -
2.3 行业下游需求端虽呈现萎缩，但对味精市场并未产生大影响.....	- 9 -
2.4 行业壁垒高立，寡头格局将长存.....	- 11 -
3.氨基酸市场已触底，市场反弹增长在望.....	
3.1 动物用氨基酸必不可少，是下游行业的刚性需求.....	- 12 -
3.2 赖氨酸.....	- 12 -
3.2.1 赖氨酸是饲料添加剂中不可缺少的第一限制氨基酸.....	- 12 -
3.2.2 赖氨酸行业格局.....	- 12 -
3.3 苏氨酸.....	- 13 -
3.3.1 苏氨酸是饲料添加剂中重要的第二限制氨基酸.....	- 13 -
3.3.2 苏氨酸行业格局.....	- 14 -
3.4 氨基酸行业上下游双向利好.....	- 15 -
3.4.1 原材料价格单边下跌，营收成本降低有利于公司受益.....	- 16 -
4.梅花生物公司分析	
4.1 梅花生物所处的玉米产业链竞争格局很好，公司是龙头，定价能力很强.....	- 17 -
4.2 16 年的回暖只是开始，我们认为味精及氨基酸行业盈利能力有较大的向上空间.....	- 18 -
4.3 定位生物科技公司，实现业务多元化发展.....	- 18 -
4.4 发展循环经济，全面提升资源利用效率.....	- 18 -
4.5 核心管理团队大换血，员工持股购买完成彰显信心.....	- 19 -
5.盈利预测与估值	
6.风险提示	

图表目录

图表 1: 全国味精产能分布	- 4 -
图表 2: 全国赖氨酸产能分布	- 4 -
图表 3: 全国苏氨酸产能分布	- 4 -
图表 4: 全球苏氨酸产能分布	- 4 -
图表 5: 公司主要产品及其主要特征及应用范围	- 5 -
图表 6: 公司归母净利润 (亿元)	- 6 -
图表 7: 公司营业收入、成本、毛利率情况 (亿元, %)	- 6 -
图表 8: 梅花生物股权结构	- 7 -
图表 9: 味精行业三巨头产能明细 (单位: 万吨)	- 8 -
图表 10: 2014-2016 年味精 (谷氨酸钠) 价格走势	- 8 -
图表 11: 国内玉米均价 (元/吨)	- 9 -
图表 12: 2014 至 2016 梅花生物食品味觉形状优化产品 (亿元)	- 9 -
图表 13: 2010-2014 年全球味精规模 (亿美元)	- 10 -
图表 14: 2009-2014 年我国谷氨酸行业产能情况 (万吨)	- 10 -
图表 15: 调味品、发酵制品业务收入 (亿元)	- 10 -
图表 16: 谷氨酸钠供给分布	- 11 -
图表 17: 谷氨酸钠客户结构	- 11 -
图表 18: 氨基酸吸收过程图	- 12 -
图表 19: 主要赖氨酸产能分布 (万吨)	- 13 -
图表 20: 赖氨酸价格走势 (元/吨)	- 13 -
图表 21: 全球苏氨酸产能及需求	- 14 -
图表 22: 苏氨酸国内产能分布 (万吨)	- 15 -
图表 23: 苏氨酸平均价格走势 (元/吨)	- 15 -
图表 24: 豆粕现货价 (元/吨)	- 16 -
图表 25: JCI: 豆粕、菜粕与棉粕中营养成分比较	- 16 -
图表 26: 全球人口出生时平均预期寿命 (年)	- 17 -
图表 27: 全球人口总数 (万人)	- 17 -
图表 28: 梅花生物业绩预测	- 20 -

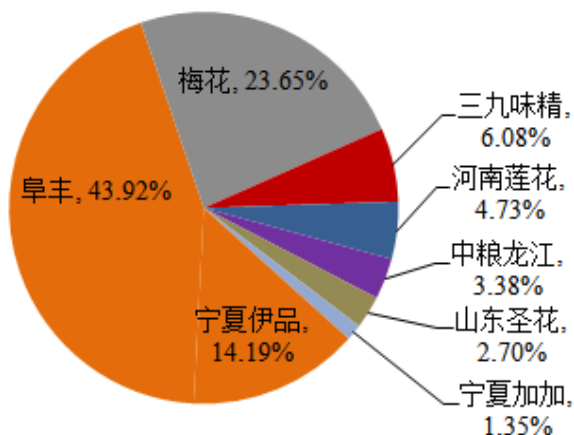
1.梅花生物：国内味精以及氨基酸行业巨头

1.1 公司目前形成行业巨头，占据市场大量份额

- 公司主要从事于氨基酸和食品味觉形状优化产品的生产和销售，目前是全球最大的氨基酸生产商之一，同时也是全国第二大的味精生产商。由于味精的生产过程中存在耗能高、污染大的问题，无形中建立起味精行业的技术壁垒和环保壁垒，至今国内行业内厂家数量较少，行业集中度高。目前公司拥有苏氨酸产能 22 万吨，约占行业产能 37%；赖氨酸产能 36 万吨，约占行业产能 17%；味精产能 70 万吨，约占行业产能 24%，是三大领域的行业领军企业。

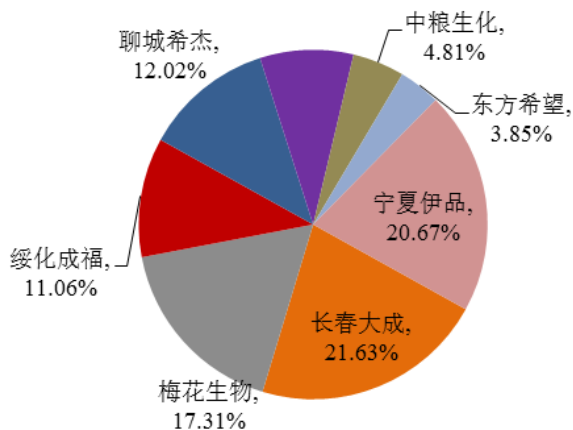
公司所处的玉米深加工产业链中，不管是味精还是氨基酸都已经处于寡头垄断的阶段，而且需求端都相对刚性且比较旺盛，构成了未来获取超额利润的基础。

图表 1：全国味精产能分布



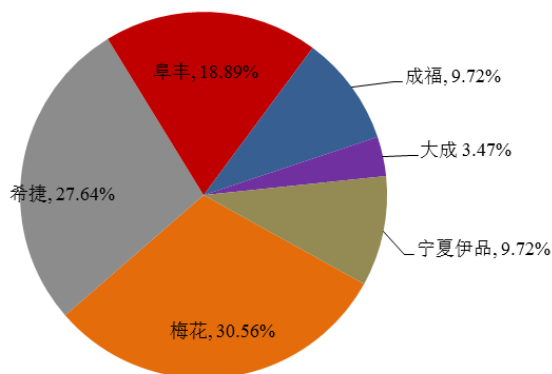
来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 2：全国赖氨酸产能分布



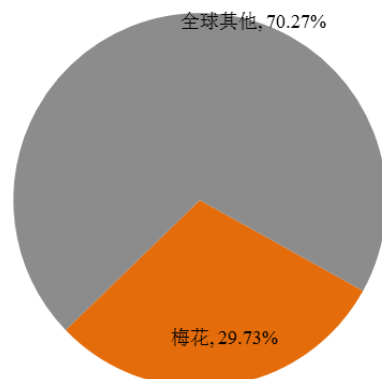
来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 3：全国苏氨酸产能分布



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 4：全球苏氨酸产能分布



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 5：公司主要产品及其主要特征及应用范围

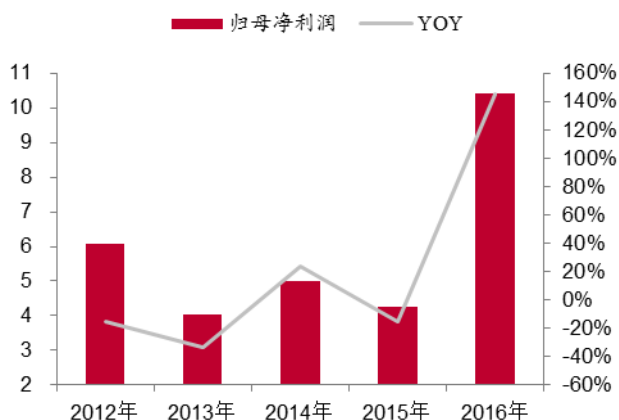
产品大类	产品名称	主要特征及应用范围
动物营养氨基酸	赖氨酸	是构成蛋白质的基本单位之一，是合成人体激素、酶及抗体的原料，参与人体新陈代谢和各种生理活动。由于谷物食品中的赖氨酸含量甚低，且在加工过程中易被破坏而缺乏，故称为第一限制性氨基酸，是合成大脑神经再生性细胞和其它核蛋白以及血红蛋白等重要蛋白质所需的氨基酸，当食物中赖氨酸含量不足时，就会限制其它氨基酸的利用。目前赖氨酸最主要的应用领域是饲料添加剂，畜牧业使用赖氨酸已获得显著效果。畜禽的幼小动物对赖氨酸需求量较高，在其饲料中添加赖氨酸，能增进食欲，促进生长。
	苏氨酸	是动物本身不能合成，但又十分需要的氨基酸，能用来精确平衡饲料的氨基酸组成，它是畜禽的第二或第三限制性氨基酸，它在动物体内具有极其重要的生理作用，作为饲料营养强化剂可促进生长、提高免疫机能等
	色氨酸	是组成蛋白质的常见 20 种氨基酸中的一种，是哺乳动物的必需氨基酸和生糖氨基酸。色氨酸作为饲料添加剂，能够增加猪的采食量。
人类医用氨基酸	谷氨酰胺	是蛋白质合成中的编码氨基酸，在体内可以由葡萄糖转变而来，主要用于医疗和运动保健，可以缓解疲劳，促进肌肉合成，并用于治疗胃及十二指肠溃疡、胃炎及胃酸过多，也用于改善脑功能。
	亮氨酸	可作为营养增补剂、调味增香剂，可配制氨基酸输液及综合氨基酸制剂，降血糖剂，植物生长促进剂，与异亮氨酸和缬氨酸一起合作修复肌肉，控制血糖，并给身体组织提供能量。它还提高生长激素的产量，并帮助燃烧内脏脂肪，这些脂肪由于处于身体内部，仅通过节食和锻炼难以对它们产生有效作用。
	异亮氨酸	作用包括与亮氨酸和缬氨酸一起合作修复肌肉，控制血糖，并给身体组织提供能量，还能提高生长激素的产量，并帮助燃烧内脏脂肪，这些脂肪由于处于身体内部，仅通过节食和锻炼难以对它们产生有效作用。
	缬氨酸	是支链氨基酸中的一种，动物体自身不能合成，必须从饮食中摄取，属于必需氨基酸，可以提高动物机体免疫机能，促进动物骨骼 T 细胞转化为成熟 T 细胞，调节动物内分泌水平。
	肌苷	可用于各种原因引起的白细胞减少症、血小板减少症、各种心脏疾患、急性及慢性肝炎、肝硬化等，此外尚可治疗中心视网膜炎、视神经萎缩等。
	鸟苷	是医药产品的重要中间体，可用于合成抗病毒药物如利巴韦林、阿昔洛韦等。
	腺苷	是一种遍布人体细胞的内源性核苷，可直接进入心肌经磷酸化生成腺苷酸，参与心肌能量代谢，同时还参与扩张冠脉血管，增加血流量，对心血管系统和肌体的许多其它系统及组织均有生理作用。
食品味觉性状优化产品	谷氨酸钠/谷氨酸	俗称味精，是谷氨酸的一种钠盐，是从玉米等农产品的淀粉中通过生物发酵制成的绿色产品，可以增加食品的鲜味度，是食品加工、餐厅、家居中广泛使用的调味剂，也是复合调味品、食品加工的重要原料。
	呈味核苷酸二钠	简称 I+G，是调味剂的一种，可增强及改善食品风味，可以增强食物的天然鲜美、浓郁与香甜，与谷氨酸钠混合使用可以产生鲜味倍增效果。
	海藻糖	是两个葡萄糖分子以 $\alpha, \alpha - 1, 1$ 键连接成的非还原性的双糖，是一种安全可靠的天然糖类，具有优异的保持细胞活力和生物大分子活性的特性，在科学界素有“生命之糖”的美誉。甜味是砂糖的 45%，甜味适中，可作为防止食品劣化、抑制营养变质，保持食品新鲜风味、提升食品品质的独特食品配料，大大拓展了海藻糖作为天然食用甜味糖的功能。海藻糖可应用于食品加工、化妆

		品等行业。
	黄原胶	又称黄胶、汉生胶，黄单胞多糖，是一种由假黄单胞菌属发酵产生的单胞多糖，由于它的大分子特殊结构和胶体特性，而具有多种功能，即可以作为食品添加剂起到乳化、稳定、增稠、成型等效果，又可以在原油开采中起到提高石油采收率和减少摩擦阻力的作用，是一种性能优良的油田开采驱替剂和水基压裂液的稠化剂，广泛应用于国民经济各领域，是目前世界上生产规模最大且用途极为广泛的微生物多糖。
其他	生物有机肥	利用经过生物发酵，提取氨基酸后的提取液进行浓缩后，进行喷浆造粒制成的有机肥料，可广泛应用于农作物生产。
	明胶空心胶囊	由胶囊用明胶加辅料制成的空心硬胶囊，在胃液中易于崩解释放，与其他剂型相比，药物具有较高的生物利用度。
	植物空心胶囊	以植物源性囊材制成的空心胶囊，主要包括以羟丙甲基纤维素（HPMC）、普鲁兰多糖为主要原料的空心胶囊。

来源：梅花生物 2016 年年报，中泰证券研究所

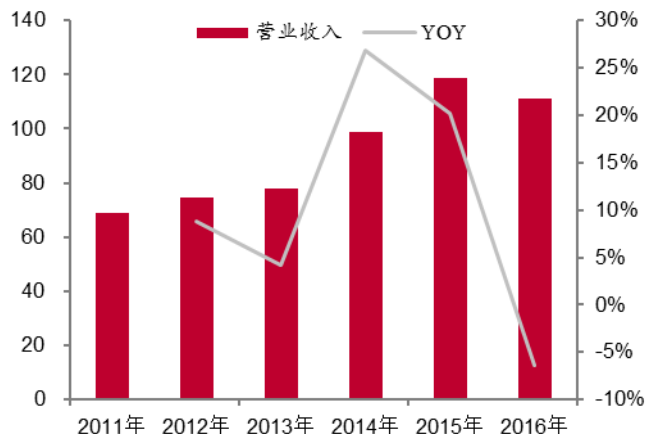
目前公司营收结构清晰，氨基酸以及食品味觉形状优化产品的营业收入占比高达 91.12%。近几年公司营收持续平稳增长，16 年公司实现营业收入 110.9 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 10.4 亿元，扣非后净利润 8.4 亿元。其中营业收入中最大的两块是味精和氨基酸，销售额都在约达到 50 亿左右。根据我们测算，2016 年公司味精业务净利润不足 2 亿元，净利润率仅仅在 3-4% 以下；而氨基酸的盈利能力稍强，净利率约在 10% 左右。我们认为这是此前多年价格战和寡头博弈下的结果，一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段，我们认为味精及氨基酸的盈利能力可以看齐染料和食品添加剂行业，净利率有望提升至 20% 以上水平。

图表 6：公司归母净利润（亿元）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

图表 7：公司营业收入、成本、毛利率情况（亿元，%）



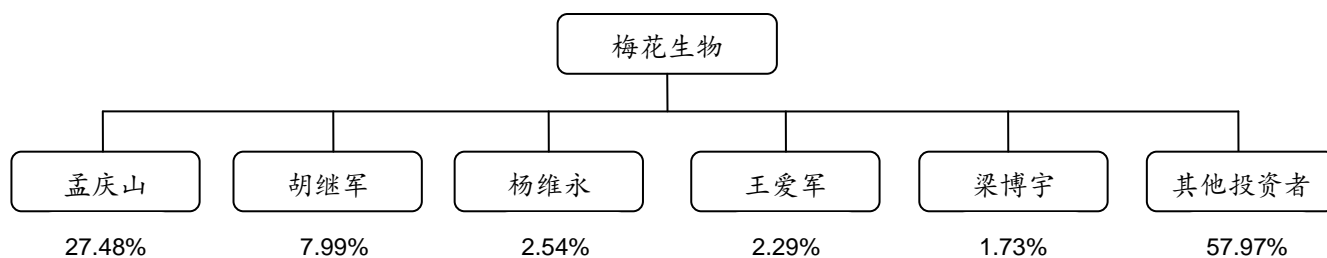
来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

1.2 公司股权相对集中

- **公司股权结构：**公司第一大股东孟庆山先生为公司前任董事长，持股比例达到 27.48%。孟庆山及其一致行动人（含孟庆山、王爱军、何君三人）合计持有公司股票 9.49 亿股，占公司股本总数的 30.53%，为公司

的实际控制人。

图表 8：梅花生物股权结构



来源：梅花生物公开信息，中泰证券研究所

1.3 公司核心管理团队大换血，员工持股购买完成彰显信心

- 17年1月份公司推出员工持股计划，参与对象涵盖董事、监事、中层以上管理人员及核心技术骨干等630人，筹集资金上限为2亿元，并公告已于1月26日购买完成，成交均价6.895元/股，占公司总股本的0.93%，锁定期12个月。员工持股计划的推出有利于实现公司、股东和员工利益的一致性，充分调动员工的积极性和创造性，草案推出后快速购买完成充分彰显管理层信心。同时，公司于1月份完成了管理层换届，对董事长、总经理、副总经理、财务总监、董秘等核心高管团队进行了更新，看好公司在新的管理团队的领导下，焕发新的活力，实现业绩的长期向上增长。

2. 公司在味精行业已初成寡头垄断格局，未来盈利将迎来高速增长

2.1 行业格局已形成寡头垄断，有望再造“染料盛世”

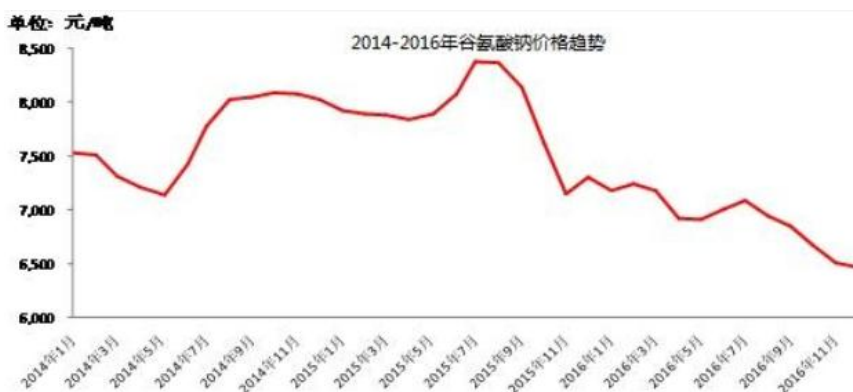
- **味精行业三分天下，寡头格局初成型：**目前味精行业有三家龙头企业：梅花生物、宁夏伊品、以及阜丰集团，产能分别达到70万吨、42万吨和130万吨，总共占据超过80%的市场份额。与此同时，行业内陆续有规模性的企业退出，标志性的包括莲花味精退出味精生产（转作销售渠道和品牌了）、大成生化关闭了一大半的赖氨酸生产线。而作为行业龙头的公司，都已经实现了对优势地域的充分覆盖，因此三家寡头占据的市场份额是远远超于80%这一数据的。从三家企业布局上而言已达成相互依存的纯粹寡头垄断的格局。同时由于阜丰集团对于味精行业的态度改善，未来我们判断市场将从龙头竞争趋势转向竞争合作的关系，公司与公司之间具备协同合作的生存方式，避免了相互残杀的市场格局。

图表 9：味精行业三巨头产能明细（单位：万吨）

主营产品	产能	占比
阜丰集团	130	43.92%
梅花生物	70	23.65%
宁夏伊品	42	14.19%
其他	54	18.24%

来源：卓创资讯，中泰证券研究所

- **三寡头具备绝对定价能力，看好味精价格逐步走高：15 年下半起味精价格逐步下滑，目前已处于历史低谷。**我们认为三寡头已具备绝对的定价能力，味精已被国家环保总局列为高污染行业，进入壁垒大幅提高并且中小企业还在持续去产能的过程中，因此我们判断今年上半年味精价格具备一定的提升空间。

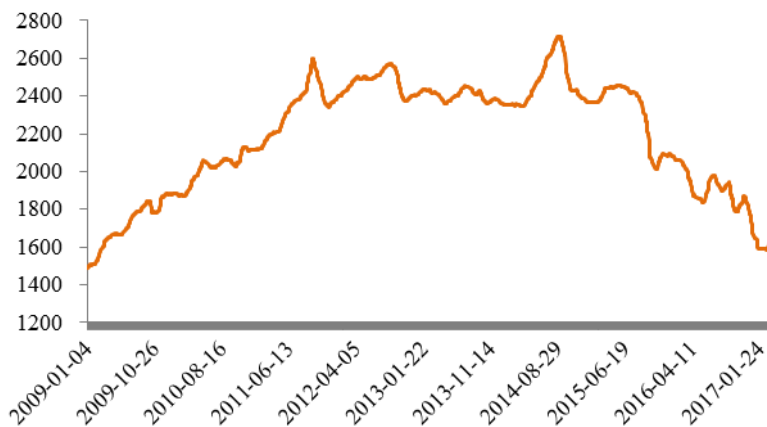
图表 10：2014-2016 年味精（谷氨酸钠）价格走势


来源：梅花生物 2016 年年报，中泰证券研究所

同时由于消费者对于味精的需求为刚性需求，消费者对于味精涨价敏感性较弱，再加上全球和国内味精的产能和份额都处于高度的寡头垄断下，我们判断味精是一个可以获得较高垄断利润的小众产品。而根据我们此前的深度草根调研，过去 10 年整个玉米深加工产业链处于不断的价格战的洗礼中，通过不断的淘汰和兼并才达到如此的集中度，寡头之间的信任感相对较差，而在目前时间节点梅花新管理层亮相以及行业整合接近尾声等，都给予寡头协作带来新的契机。2016 年梅花生物味精实现 50 亿收入但净利润不到 2 个亿，我们认为味精的价格战已经进入收尾阶段，后续味精的行业盈利能力将显著恢复。作为调味剂这样的消费品种，同时寡头的成本比同行业其他对手至少要低 10-20% 以上（主要优势来自于原材料玉米和煤炭、规模优势和循环经济等），我们判断味精的合理的净利润率水平至少在 20% 以上，因此我们看好未来味精能成为梅花生物每年利润贡献在 10 个亿以上的品种。

2.2 行业上游主要原材料价格走低，利于味精盈利向上

- 玉米是味精的主要原料，由于产能持续过剩和国家补贴力度减弱，玉米价格自 14 年下半年开始单边下跌，从 14 年 9 月的 2700 元/吨水平降至最新 1600 元左右/吨水平，降幅达到 40%。玉米价格的下降将利好味精成本的降低。从公司 2014 年至 2016 年年报中可以清晰的看到毛利率的提升：从 2014 年的 19.06% 提升至 2016 年的 21.59%。

图表 11：国内玉米均价（元/吨）


来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

图表 12：2014 至 2016 梅花生物食品味觉性状优化产品（亿元）

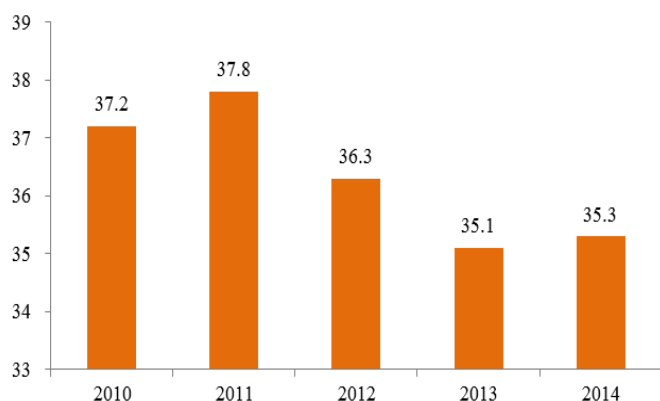
食品味觉性状优化产品	2016 年报	2015 年报	2014 年报
收入	47.40	49.58	40.92
成本	37.17	38.75	33.12
毛利	10.24	10.84	7.80
毛利率(%)	21.59	21.85	19.06

来源：梅花生物 2016 年年报，中泰证券研究所

2.3 行业下游需求端虽呈现萎缩，但对味精市场并未产生大影响

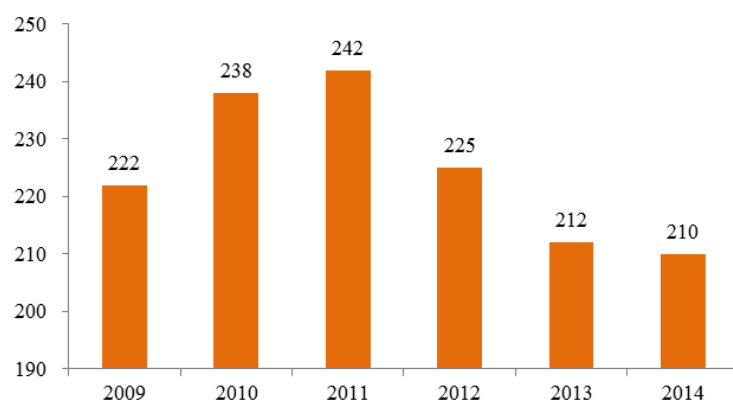
- 由于反倾销及舆论，味精需求增长出现瓶颈：国内市场方面，近几年来受消费者观念的改变、复合调味品的品种及使用效果不断变化、对味精的认知误区和国内餐饮行业不景气等因素的影响，味精的需求增长出现瓶颈。此外，美国、欧盟、印尼等国家相继对我国的味精出口发起反倾销调查，国际贸易壁垒进一步深化，国际市场的销量增加短期也难以有突破。这一系列的影响因素也导致了我国味精行业产能的减小。但是随着未来反倾销案件的结束，以及人们对谷氨酸钠有了正确的认知后，味精需求量的瓶颈也将消失，味精行业的三寡头格局也将发力。

图表 5: 2010-2014 年全球味精规模 (亿美元)



来源: Wind 资讯, 中泰证券研究所

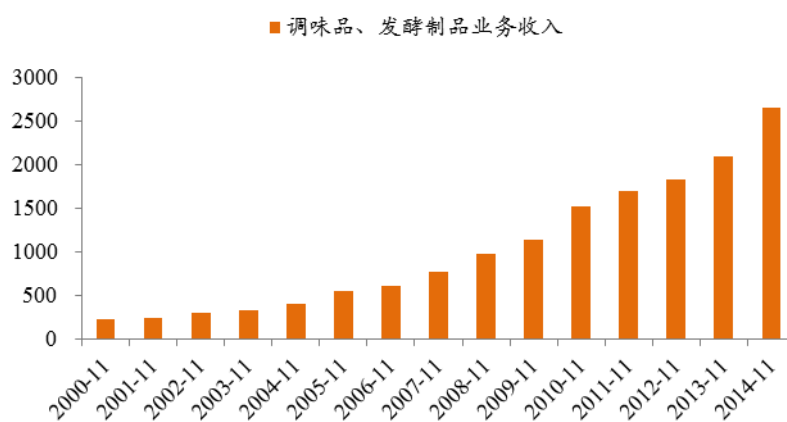
图表 6: 2009-2014 年我国谷氨酸行业产能情况 (万吨)



来源: Wind 资讯, 中泰证券研究所

- 调味品市场增长趋势依旧, 味精行业发展仍居潜力:** 调味品作为人们日常生活中不可缺失的消费品, 中国调味品的已有数千年的历史, 几千年来, 社会饮食结构不断的升级换代, 各种新型调味品也在不断涌现, 行业的规模也越来越大。2002-2013 年收入复合增长率达到 20%, 2014 年, 国内调味品行业销售规模达到 2650 亿元。

图表 7: 调味品、发酵制品业务收入 (亿元)



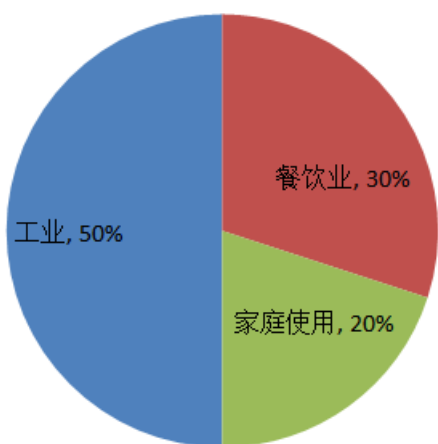
来源: Wind 资讯, 中泰证券研究所

- 消费水平及消费结构的变化将为味精市场埋下未来增长的伏笔:** 从消费支出角度看, 近年来我国国民经济持续稳定发展, 国民收入水平不断提高, 2015 年我国人均 GDP 达 7925 美元, 在北京、上海、广东、江苏、浙江等发达地区人均 GDP 已超一万美元, 达到中等发达国家水平。同时, 近年来随着城镇化改革的深入推进, 我国城镇居民人均可支配收入持续增长, 2015 年全国城镇居民人均可支配收入超过人民币 30000 元。人民生活水平不断提高, 购买能力不断增强, 我国国民经济也逐渐从出口导向型转向内需拉动型。需求的变化体现在消费意识的升级, 在饮食领域, 人们对饮食的要求已经由原来的“吃得饱”, 逐渐向“吃的好、吃的健康、吃的享受”转变。调味品作为味觉最主要的载体, 也由最初不起眼的小产品逐步得到消费者越来越多的关注, 消费端需求的增加促使调味

品行业近十年来进入快速发展时期。2001-2013年，城镇居民人均调味品消费支出从30元提升至75元，提升幅度为150%。在经济发达地区，每消费10元食品，其中就包含了1元的调味品消费。

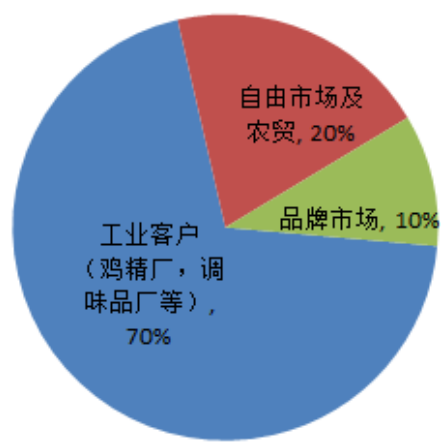
- **被低估的味精市场仍保持增长：**传统的看法认为味精是一个逐步被消费升级的品种，市场容量可能会变小。而我们通过行业调研了解下来的真实情况是：1) 味精每年市场保持个位数的增长 2) 味精的最主要下游不是家庭用户，而是餐饮行业和调味品行业。其中类似鸡精和酱油都是味精的下游品种，而餐饮行业更是味精下游的最大市场。家庭零售市场只占到味精需求的20%。

图表 16：谷氨酸钠供给分布



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 17：谷氨酸钠客户结构



来源：卓创资讯，中泰证券研究所

2.4 行业壁垒高立，寡头格局将长存

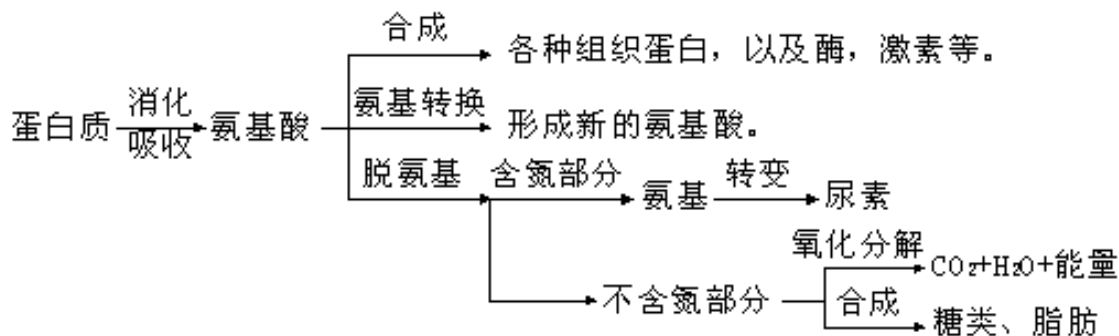
- **政策壁垒：**在2010年国务院所公告的《进一步加强淘汰落后产能工作的通知》，以及2016年中国十三五政策，中央明确了目前国家对于严控生产产能，淘汰落后产能，去产能，重环保的发展方针，对生物发酵行业产生了巨大的影响。生物发酵行业属于高污染高能耗行业，同时从政策上而言国家对新建产能也有着干预的态度，所以我们可以看到目前国内味精生产商因为部分企业存在环保污染隐患，企业数量减少。新进竞争者在政策上面上将面临过去不曾见过的产业政策高壁垒。
- **资金壁垒：**由于谷氨酸钠行业属于高污染行业，所以目前受到了环保局的压力巨大，目前市场内生产商在环保方面都斥巨资进行整治改造以满足环保要求。从供热、供电、原材料、生产设施、生产后废物、科研技术、以及人员的投入都将使其成本不断攀升，提升了行业进入的门槛。
- **环保压力日渐攀升：**生物发酵行业是一种高能耗高污染的行业。从2016年国务院通过的《“十三五”生态环境保护规划》后，环保局加强了对各个化工企业的检查审核，行业也因此受到了较大的影响（不合规企业停产，行业生产商数量骤降）。所以在该行业公司在环保方面的整体投入会面临较大的增长。

3.氨基酸市场已触底，市场反弹增长在望

3.1 动物用氨基酸必不可少，是下游行业的刚性需求

- **全球对动物营养氨基酸需求将继续稳步上升：**随着中国等发展中国家由于人口增长、人均收入提高、饮食结构变化，对动物蛋白质需求量将持续增长，这将促进家禽家畜养殖工业化的发展，从而推动动物营养添加剂需求快速增长。据 IHS 预计，未来五年全球赖氨酸、苏氨酸及色氨酸的需求量将分别以 4.2%、6.6%及 12.2%的年均复合增长率增长。

图表 18：氨基酸吸收过程图



来源：CNKI，中泰证券研究所

- **氨基酸为下游相对刚性需求：**氨基酸作为饲料添加剂，其主要起到贡献蛋白质的作用，需求相对刚性。同时氨基酸占到饲料的添加比例不足 2-3%，成本比例不超过 5%，因此下游行业对于价格的变化并不会存在较大敏感性。同时公司作为氨基酸市场寡头垄断市场成员之一，将会拥有作为寡头之一的权利及收益。

3.2 赖氨酸

3.2.1 赖氨酸是饲料添加剂中不可缺少的第一限制氨基酸

- 赖氨酸作为十分重要的动物饲料添加剂，它是谷物中最缺乏的氨基酸，是动物营养的必需品，是限制猪、肉禽蛋白质沉积的主要氨基酸，为第一限制氨基酸。目前我国猪饲料中赖氨酸(98.5%)的添加量一般水平在每吨 3 公斤配合料，而较高添加量可达到每吨 6 公斤配合料；家禽饲料中其添加量一般水平在每吨 1~1.5 公斤配合料，而较高添加量可达到每吨 6 公斤配合料。

3.2.2 赖氨酸行业格局

- **我国目前已成为世界赖氨酸生产、消费和出口第一大国：**2016 年我国赖氨酸产能已增加到 233 万吨，产量增加到 138 万吨，占世界赖氨酸总产量约为 60%。
- **行业集中度高及市占率高，有利可盈：**目前赖氨酸市场被长春大成、宁夏伊品、绥化成福、以及梅花生物共占据将近 70%；虽然该四家企业较

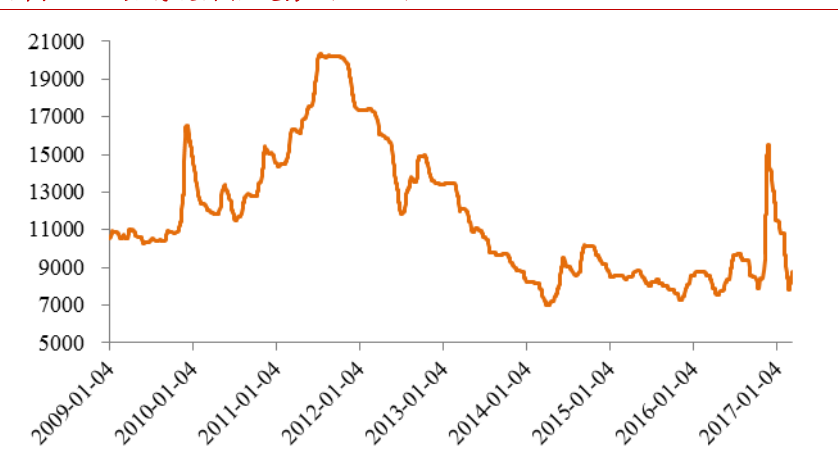
为平均的分割了这 70% 的市场，目前并不具备绝对的定价权，但是这样的集中度和市占率能为梅花生物带来较为良好的收入。

图表 8：主要赖氨酸产能分布（万吨）

主营产品	产能	占比
长春大成	45	21.63%
梅花生物	36	17.31%
绥化成福	23	11.06%
聊城希杰	25	12.02%
寿光金玉米	18	8.65%
中粮生化	10	4.81%
东方希望	8	3.85%
宁夏伊品	43	20.67%

来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图表 9：赖氨酸价格走势（元/吨）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

3.3 苏氨酸

3.3.1 苏氨酸是饲料添加剂中重要的第二限制氨基酸

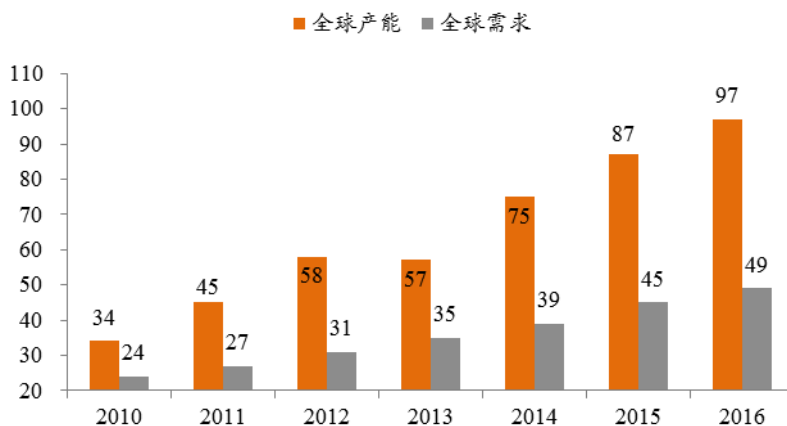
- 在人体和动物所需的八种必需氨基酸中，苏氨酸是仅次于蛋氨酸、赖氨酸、色氨酸的第四种氨基酸，被广泛应用于食品业、饲养业、以及医药行业。

苏氨酸在饲料添加剂方面的用量增长快速，它常添加到未成年仔猪和家禽的饲料中，是猪饲料的第二限制氨基酸和家禽饲料的第三限制氨基酸。在配合饲料中加入 L-苏氨酸，具有如下的特点：①可以调整饲料的氨基酸平衡，促进禽畜生长；②可改善肉质；③可改善氨基酸消化率低的饲料的营养价值；④可降低饲料原料成本。

这就是为何苏氨酸长期以来，国际市场对苏氨酸的需求持续稳定增长，

是需求增长最快的氨基酸品种之一。特别是在化学及生化、食品添加剂、饲料添加剂等方面的用量增长快速，成为除赖氨酸、蛋氨酸以外的发展最迅速的第三大氨基酸。

图表 21：全球苏氨酸产能及需求



来源：《中国畜牧杂志》，中泰证券研究所

3.3.2 苏氨酸行业格局

- 中国苏氨酸的崛起改变全球市场格局：**在 21 世纪初，日本味之素、美国 ADM、德国德固赛公司和日本协和发酵株式会社等苏氨酸生产“四大家族”，曾一度垄断国际苏氨酸市场，但随着中国苏氨酸产业的整体崛起，以及韩国希杰公司等后来者的加入，现在国际苏氨酸市场架构有了新的变化。中国、日本、美国、德国和韩国成为苏氨酸国际市场的主要产品供应者（这 5 个国家的苏氨酸产量约占全球苏氨酸总产量的 9 成左右）。其中，中国苏氨酸产业的发展速度尤其惊人。2004 年前，中国的苏氨酸产量在国际氨基酸工业界还是微不足道，但随着 2014 年吉林大成年产 1 万吨级苏氨酸生产线的投产、梅花生物 15 万吨产能的扩张等苏氨酸生产商的陆续加入直至至今，我国已成为国际苏氨酸市场上一支不可忽视的重要力量，对现有苏氨酸国际市场的重构起到举足轻重的作用。

我国氨基酸生产企业在 90 年代以前尚不能生产苏氨酸，故苏氨酸在当时与缬氨酸等氨基酸产品一道，属于我国的“短板氨基酸品种”。但时过境迁，随着我国以吉林大成为代表的苏氨酸企业在 2000 年以后的迅速成长，我国已一跃成为世界主要苏氨酸生产国和出口国。据中国医保商会的统计在 2014 年，苏氨酸是出口增长最快的氨基酸产品。去年我国出口苏氨酸突破 1 亿美元大关（达 1.43 亿美元）并跻身于全国 29 只出口超亿美元的原料药产品队伍中。

- 苏氨酸呈现寡头竞争格局：**目前全球苏氨酸总产能约为 83 万吨/年，国内产能高达 65 万吨/年，而梅花生物拥有 22 万吨/年的产能，直接占据全球榜首之位。

从国内格局而言，梅花生物、阜丰、以及伊品直接占据 80% 以上的国内

市场（希捷主出口），当之无愧的上演了与味精行业同样的寡头局面。另外 2018 年梅花生物以及伊品将分别扩产 8 万吨和 10 万吨。从市占率上而言苏氨酸市场的集中度将会进一步提高。

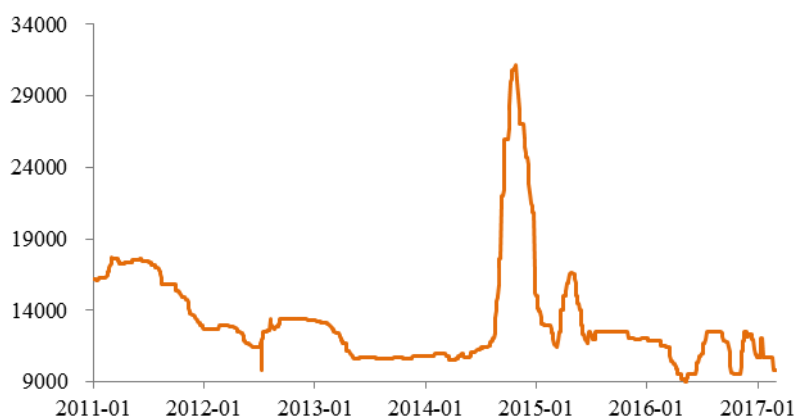
图表 10：苏氨酸国内产能分布（万吨）

主营产品	产能	占比	占比（除希捷后）
梅花	22.00	36.92%	44.36%
阜丰	13.60	20.92%	25.14%
希捷（主出口）	17.90	16.77%	/
宁夏伊品	7.00	10.77%	12.94%
成福	7.00	10.77%	12.94%
大成	2.50	3.85%	4.62%

来源：卓创资讯，中泰证券研究所

- 苏氨酸产能周期性变化对价格形成影响，供给过量需求不旺导致价格稳中有跌：**苏氨酸的全球整体产能过剩，中国是全球的最大消费国，也是最大的生产国，消费占比超过 30%，而产量占比则近 70%，供给大于需求的情况较为明显，行业平均开工率仅为 54%。2004 年以前，中国苏氨酸以进口为主，中国企业缺少定价权；2004 至 2006 年中国苏氨酸逐步开始规模生产，中国产品供应增加令价格不断下滑；2007 至 2008 年供需相对平稳，市场价格保持平稳波动；2010 至 2011 年，市场快速发展，供大于求逐步显现，但需求增长迅速；2012 至 2013 年，供大于求压力大，中国供需严重失衡，造成价格大幅下挫。由于市场饱和，苏氨酸产量中的 70% 用于出口，2016 年由于人民币兑美元汇率贬值，加上出口退税维持 13% 执行，刺激了苏氨酸出口量的增长，但由于供求矛盾较为突出，苏氨酸的产品价格依然稳中走弱。

图表 23：苏氨酸平均价格走势（元/吨）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

3.4 氨基酸行业上下游双向利好

3.4.1 原材料价格单边下跌，营收成本降低有利于公司受益

玉米同样是氨基酸的主要原料之一，如前文我们对玉米价格下滑趋势的论述，公司氨基酸业务亦受益于玉米的走低。

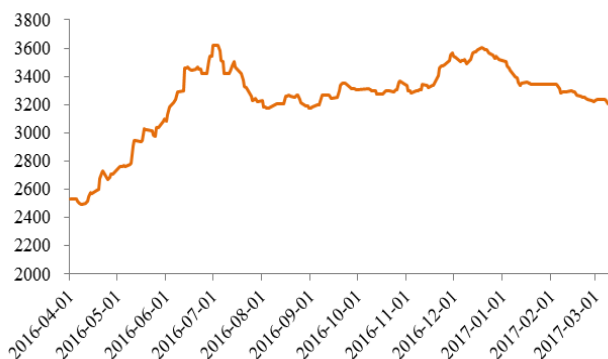
3.4.2 行业下游

- **随着豆粕价格上涨，作为代替品的赖氨酸需求上涨：**由目前蛋白质饲料构成看，70%~80%的蛋白饲料来源于粮食，其中饼粕类蛋白占20%。其中最大宗的是豆粕，就是大豆榨油后的副产品。2014年我国进口大豆7140万吨，国内产量为1220万吨，是名副其实的大豆和豆粕需求大国。豆粕是棉籽粕、花生粕、菜籽粕等12种动植物油粕饲料产品中产量最大，用途最广的一种。作为一种高蛋白质，豆粕是制作牲畜与家禽饲料的主要原料。大约85%的豆粕被用于家禽和猪的饲养，豆粕内含的多种氨基酸适合于家禽和猪对营养的需求。

豆粕价格自2016年4月以来持续大涨，涨幅至今已超过40%。此轮豆粕价格上涨的原因首先来自年后巴西货币升值，出口竞争力下降，而阿根廷大豆由于洪涝灾害导致减产，市场对豆粕需求增加，而根据USDA5月供需报告预估的2016/2017年大豆平衡表，美豆结转库存大幅低于市场预期，6月底发布的种植面积低于预期，供需情况良好的情况下豆粕价格有望持续保持强势。

在我国饲料配方中若大量使用菜籽粕与棉籽粕替代豆粕，必将使饲料中的氨基酸比例明显降低，尤其是赖氨酸，豆粕中赖氨酸含量较发酵前菜粕高出42%，较发酵前棉粕高出35.5%，如下图表所示，而豆粕价格高企理论上推动了杂粕的替代优势，从而使饲料中氨基酸用量大幅提高。经过我们行业草根调研，目前饲料企业如牧原股份等已经开始逐步通过调整配方的方式，减少豆粕用量，增加氨基酸用量，从而达到同样的营养效果，充分说明我们强调的豆粕价格上涨带来的氨基酸的替代逻辑正在逐步兑现，看好氨基酸需求及价格的持续上涨。

图表 24：豆粕现货价（元/吨）



来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

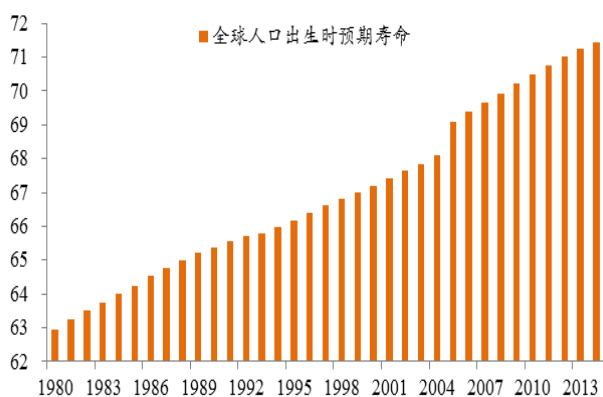
图表 25：JCI：豆粕、菜粕与棉粕中营养成分比较

原料	粗蛋白%	赖氨酸%	蛋氨酸%
豆粕	43.00	2.45	0.64
发酵前菜粕	36.60	1.40	0.63
发酵后菜粕	39.54	1.68	0.76
发酵前棉粕	38.20	1.58	0.45
发酵后棉粕	41.35	1.75	0.63

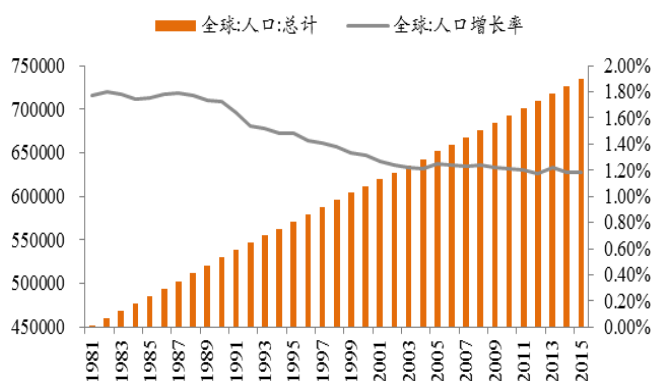
来源：中国饲料原料信息网，中泰证券研究所

- **人口增长以及人均寿命的延长带动需求量的增长。**根据世界银行数据统计，全球人口寿命由1980至2014年从62.94岁达到71.45；全球人口

数量总计由 1981 年至 2015 年从 45.25 亿人口达到 73.47 亿人口。同时联合国经济和社会事务部预测，到 2050 年，全球人口将从增值 97 亿人，至 2100 年将达到 112 亿人；全球人口的平均寿命将从 2010 年至 2015 年时的 70.5 岁在 2095 年至 2100 年时上升至 83.2 岁。随着人口的大幅增长和人均寿命的延长，全球人口将对肉类物品的需求将呈现持续快速增长的趋势，直接带动依附于赖氨酸及苏氨酸的行业的发展。

图表 11：全球人口出生时平均预期寿命（年）


来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

图表 27：全球人口总数（万人）


来源：Wind 资讯，中泰证券研究所

4. 梅花生物公司分析

4.1 梅花生物所处的玉米产业链竞争格局很好，公司是龙头，定价能力很强

- 行业竞争格局趋于集中，公司定价能力强：**公司所处的玉米深加工产业链竞争格局已趋于寡头垄断的竞争格局：具体来看，味精全球三家处于寡头——阜丰集团、梅花生物和宁夏伊品生物（三家味精产量占到全球总供给的 90% 以上），而赖氨酸 CR5 占全球 70-80% 以上（大成、伊品、梅花、韩国希杰等），苏氨酸 CR3 占全球 80% 以上（梅花、阜丰、伊品）。尽管公司目前所处行业产能还存在一定过剩的情况，但是环保、政策以及规模的壁垒下，新进入者难度极高。且行业内不再单纯比拼销售价格而更关注产品的质量及供应的稳定性，市场份额逐渐向大型企业聚集，因此已经逐步形成了寡头竞争的格局，而中小企业面临出局。公司作为全球最大苏氨酸企业、全球第五大赖氨酸生产企业、国内第二大谷氨酸生产企业、国内第五大色氨酸生产企业，定价能力强，将受益于竞争格局趋好后的盈利提升。
- 优胜劣汰下龙头公司有明显的优势：**整个味精和氨基酸行业在此前的 5-10 年一直处于持续的价格激烈竞争中，不断的有规模性的企业退出，标志性的包括莲花味精退出味精生产、大成生化关闭了一大半的赖氨酸生产线。而作为行业龙头的公司，都已经实现了对优势地域的充分覆盖，比如说梅花在新疆和通辽、伊品在宁夏等，直接获取廉价的煤炭和玉米资源，我们测算下来梅花的生产成本要比竞争对手低出 10-20% 左右。

- **味精下游消费刚性且价格不敏感：**传统的看法认为味精是一个逐步被消费升级的品种，市场容量可能会变小。而我们通过行业调研了解下来的真实情况是：1) 味精每年市场保持个位数的增长且消费刚性 2) 味精的最主要下游不是家庭用户，而是餐饮行业和调味品行业。其中类似鸡精和酱油都是味精的下游品种，而餐饮行业更是味精下游的最大市场。家庭零售市场只占到味精需求的 20%。3) 味精作为调味品消费者没有价格敏感度，且渠道成本占到总成本的 80%以上，生产端的出厂价格更加不敏感。
- **氨基酸的下游同样不敏感，同时正处于景气上行期：**氨基酸作为饲料添加剂，其主要起到贡献蛋白质的作用，需求相对刚性。同时氨基酸占到饲料的添加比例不足 2-3%，成本比例不超过 5%，因此下游同样不敏感。同时在养殖后周期的带动下，饲料的消费量处于相对快速的上升期，对氨基酸的需求有较强的支撑。
- 综合以上，我们认为梅花生物所处的玉米深加工产业链中，不管是味精还是氨基酸都已经处于寡头垄断的阶段，而且需求端都相对刚性且比较旺盛，构成了未来获取超额利润的基础。

4.2 16 年的回暖只是开始，我们认为味精及氨基酸行业盈利能力有较大的向上空间

- 从空间上，我们把梅花生物的主要业务拆分下，16 年公司总收入是 110 亿，实现净利润是 10.4 亿元，扣非的是 8.4 亿。收入中最大的两块是味精和氨基酸，基本上都是 50 亿左右的销售额，16 年梅花味精业务净利润根据我们测算不超过 2 个亿，净利润率仅仅在 3-4% 以下；而氨基酸的盈利能力稍强，约在 10% 出头的水平。我们认为这是由于此前多年价格战和寡头博弈下的结果，一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段，我们认为味精及氨基酸的盈利能力可以看齐染料和食品添加剂行业，净利率至少看 20% 以上。

4.3 定位生物科技公司，实现业务多元化发展

- 我们认为公司的定位不单单是一家味精及氨基酸生产企业，更是一家依托研发能力维持行业领先优势的生物科技企业。公司在廊坊设有研发中心，利用基因工程、代谢工程等现代分子生物学技术，依托自主研发和改良的高性能菌种，通过对发酵及提取工艺的不断优化，持续提升生产效率，优化产品质量，降低生产成本，并扩大公司在各产品领域的技术领先优势，并与外部科研院所以及知名大学建立了长期稳定学术研发合作关系。普鲁兰多糖胶囊及医用氨基酸业务快速发展中，同时积极寻找外延并购机会，实现现有业务的多元化发展，未来定位发展成为全球领先的生物科技领域企业。

4.4 发展循环经济，全面提升资源利用效率

- 一方面，公司持续加强环境保护工作和清洁生产的技术投入，引进了多项国内外先进技术，使外部排放的指标均远优于国家排放标准；另一方

面，公司还大力推行“吃干榨尽”的资源节约综合利用开发模式，实现了从产品生产的第一道工序开始，直至排放的废水、废渣全部转化为产品，是国内产业链最长，资源综合利用率最高的现代化生产企业之一，同时又最大程度降低了公司的生产成本。面对中央环保督察组的各省环保检查，公司成为行业内仅有的几家环保达标未停产检查企业之一，具备主动把行业环保壁垒筑高的能力。

4.5 核心管理团队大换血，员工持股购买完成彰显信心

- 1 月份公司推出员工持股计划，参与对象涵盖董事、监事、中层以上管理人员及核心技术骨干等 630 人，筹集资金上限为 2 亿元，并公告已于 1 月 26 日购买完成，成交均价 6.895 元/股，占公司总股本的 0.93%，锁定期 12 个月。员工持股计划的推出有利于实现公司、股东和员工利益的一致性，充分调动员工的积极性和创造性，草案推出后快速购买完成充分彰显管理层信心。同时，公司于 1 月份完成了管理层换届，对董事长、总经理、副总经理、财务总监、董秘等核心高管团队进行了更新，我们认为新管理团队履行后公司会有新气象，同时员工持股计划的执行也彰显了公司的信心和动力，目前公司味精及氨基酸业务处于底部向上的恢复期，但寡头定价下整体向上的空间依然巨大。目前股价对应的动态估值约在 17 倍但盈利向上的弹性大，股价处于底部，继续看好。

5.盈利预测与估值：

- 我们继续看好氨基酸及味精景气度持续上行，梅花生物是国内味精与氨基酸龙头企业，行业格局向好公司盈利改善空间大！同时新产品普鲁兰多糖胶囊及医用氨基酸业务快速发展中持续研发中，打开长期成长空间。管理层新鲜血液注入提升公司活力，我们预计公司 17~19 年营业收入分别为 122.43、134.67 及 148.14 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 14.97、19.95 及 22.19 亿元，EPS 分别为 0.48、0.64 和 0.71 元，分别对应 14.1、10.6 及 9.5 倍 PE，给予买入评级，目标价 10 元。

6.风险提示

- 原料价格大幅波动、行业整合进程不及预期、环保政策执行力度不及预期

图表 12: 梅花生物业绩预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	9,865	11,853	11,093	12,243	13,467	14,814
增长率	26.79%	20.2%	-6.4%	10.4%	10.0%	10.0%
营业成本	-7,790	-9,444	-8,281	-8,815	-9,427	-10,370
% 销售收入	79.0%	79.7%	74.7%	72.0%	70.0%	70.0%
毛利	2,075	2,409	2,812	3,428	4,040	4,444
% 销售收入	21.0%	20.3%	25.3%	28.0%	30.0%	30.0%
营业税金及附加	-29	-50	-140	-81	-105	-133
% 销售收入	0.3%	0.4%	1.3%	0.7%	0.8%	0.9%
营业费用	-688	-882	-829	-979	-970	-1,067
% 销售收入	7.0%	7.4%	7.5%	8.0%	7.2%	7.2%
管理费用	-456	-546	-561	-612	-606	-667
% 销售收入	4.6%	4.6%	5.1%	5.0%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	902	931	1,282	1,756	2,359	2,578
% 销售收入	9.1%	7.9%	11.6%	14.3%	17.5%	17.4%
财务费用	-460	-520	-238	13	29	71
% 销售收入	4.7%	4.4%	2.1%	-0.1%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-12	-22	-87	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	36	109	0	0	0
% 税前利润	0.9%	6.3%	9.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	435	425	1,066	1,769	2,389	2,648
营业利润率	4.4%	3.6%	9.6%	14.4%	17.7%	17.9%
营业外收支	108	145	99	50	50	50
税前利润	542	570	1,165	1,819	2,439	2,698
利润率	5.5%	4.8%	10.5%	14.9%	18.1%	18.2%
所得税	-36	-125	-98	-273	-366	-405
所得税率	6.7%	21.9%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	506	446	1,067	1,546	2,073	2,294
少数股东损益	6	20	25	49	78	75
归属于母公司的净利润	500	425	1,042	1,497	1,995	2,219
净利率	5.1%	3.6%	9.4%	12.2%	14.8%	15.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	506	446	1,067	1,546	2,073	2,294
少数股东损益	0	0	0	49	78	75
非现金支出	1,076	1,252	1,310	1,132	1,152	1,125
非经营收益	454	421	169	-27	-50	-50
营运资金变动	-1,629	1,325	512	-1,365	110	-115
经营活动现金净流	407	3,444	3,059	1,336	3,363	3,328
资本开支	461	436	310	151	-398	-285
投资	-433	-282	517	0	0	0
其他	-2	-45	37	0	0	0
投资活动现金净流	-895	-764	243	-151	398	285
股权募资	0	64	0	0	0	0
债权募资	1,363	-2,500	-865	-1,556	0	0
其他	-872	-558	-280	-33	-932	0
筹资活动现金净流	491	-2,994	-1,145	-1,589	-932	0
现金净流量	2	-314	2,157	-404	2,828	3,614

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,411	1,094	2,404	1,951	4,702	8,241
应收账款	971	1,277	1,093	1,188	1,364	1,518
存货	1,917	1,276	833	1,541	1,481	1,587
其他流动资产	1,662	1,380	279	851	662	664
流动资产	5,961	5,026	4,609	5,531	8,208	12,010
% 总资产	28.9%	27.7%	27.1%	32.6%	45.2%	58.3%
长期投资	234	366	295	295	295	295
固定资产	12,849	11,718	11,044	10,037	8,655	7,305
% 总资产	62.4%	64.5%	65.0%	59.1%	47.7%	35.5%
无形资产	1,299	902	941	1,016	898	888
非流动资产	14,640	13,143	12,374	11,442	9,942	8,582
% 总资产	71.1%	72.3%	72.9%	67.4%	54.8%	41.7%
资产总计	20,602	18,169	16,983	16,973	18,150	20,592
短期借款	8,917	2,221	1,556	0	0	0
应付账款	2,116	1,749	1,234	1,297	1,307	1,417
其他流动负债	245	2,473	1,797	2,666	1,761	1,799
流动负债	11,278	6,443	4,587	3,963	3,068	3,216
长期贷款	853	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	3,003	3,007	3,007	3,007	3,007
负债	12,154	9,446	7,594	6,970	6,075	6,223
普通股股东权益	8,217	8,333	9,064	9,628	11,623	13,842
少数股东权益	165	226	233	282	360	434
负债股东权益合计	20,536	18,005	16,890	16,880	18,058	20,499

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.161	0.137	0.335	0.482	0.642	0.714
每股净资产 (元)	2.643	2.681	2.916	3.098	3.739	4.453
每股经营现金净流 (元)	0.131	1.108	0.984	0.414	1.057	1.047
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.09%	5.11%	11.49%	15.55%	17.16%	16.03%
总资产收益率	2.44%	2.36%	6.17%	8.87%	11.05%	10.82%
投入资本收益率	5.09%	5.91%	10.54%	14.01%	20.11%	25.10%
增长率						
营业总收入增长率	26.79%	20.15%	-6.42%	10.37%	10.00%	10.00%
EBIT增长率	71.37%	3.23%	37.70%	36.96%	34.37%	9.25%
净利润增长率	23.92%	-14.95%	144.84%	43.68%	33.28%	11.23%
总资产增长率	10.11%	-12.32%	-6.19%	-0.06%	6.94%	13.45%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.8	10.9	11.4	11.0	11.1	11.2
存货周转天数	83.3	61.7	46.5	63.8	57.3	55.9
应付账款周转天数	43.5	30.8	27.1	33.8	30.5	30.5
固定资产周转天数	415.0	358.8	368.9	310.3	249.7	193.3
偿债能力						
净负债/股东权益	99.73%	48.01%	23.00%	10.45%	-14.31%	-36.80%
EBIT利息保障倍数	2.0	1.8	5.4	-138.0	-80.6	-36.6
资产负债率	59.18%	52.46%	44.96%	41.29%	33.64%	30.36%

来源: Wind 资讯, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。