

**梅花生物(600873)/农产品加工**
**Q1 业绩超预期, 继续看好玉米发酵行业景气向上**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 6.42

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.qizq.com.cn

分析师: 孙琦祥

执业证书编号: S0740517020007

Email: sunqx@r.qizq.com.cn

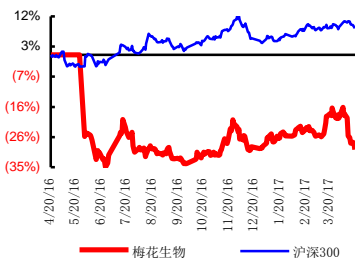
分析师: 罗雅婷

执业证书编号: S0740517030002

Email: luoyt@r.qizq.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)	6.42
市值(百万元)	19,955
流通市值(百万元)	19,955

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 三季报点评: 费用增加拖累三季报, 后期重点关注味精提价
- 2 中报点评: 公司业绩高速增长兑现, 继续看好味精提价趋势
- 3 供需紧张不改, 味精再度提价, 重申“买入”

**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	12,243.1	13,467.4	14,814.1
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	13.41	10.04	9.01
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**

- **事件:** 公司发布 17 年一季报, 17 年一季度公司实现营业收入 27.39 亿元, 同比增加 3.63%; 实现归属于上市公司股东的净利润 3.41 亿元, 同比大幅增加 53.98%, 扣非后净利润 2.84 亿元, 同比增加 41.52%。折合 EPS 为 0.11 元。加权平均 ROE 为 3.70%, 同比增加 1.07 个百分点。公司一季报业绩超预期。
- **玉米产业链盈利底部向上, 单季度扣非后盈利创新高:** 一季度公司盈利同比大幅改善, 扣非后净利润不仅环比好于去年四季度水平, 且已创下单季度新高。我们认为公司盈利能力的好转一方面得益于产品价差的扩大, 一季度赖氨酸均价 9525.8 元/吨, 同比增加 10.8%, 苏氨酸均价 10497.7 元/吨, 同比下降 9.7%, 味精均价 6433.4 元/吨, 同比下降 9.5%, 虽然从价格上来看, 苏氨酸和味精价格同比出现小幅下滑, 但是由于主要原料玉米价格同比下跌幅度更大, 使得玉米产业链上各产品价差同比明显好转, 其中赖氨酸价差同比扩大 56.4%, 苏氨酸价差同比扩大 4.5%, 味精价差同比扩大 13.3%。另一方面, 公司采购管理流程和生产效率的积极优化也降低了生产成本。
- **持续看好玉米深加工产业链景气向上, 价格和盈利有望底部逐步恢复:** 我们认为不同于绝大多数的化工品, 玉米深加工是一条较长的产业链, 里面包括味精、黄原胶、以及赖氨酸、苏氨酸等, 且产品规模相对都较大, 因此整个玉米深加工不止是产品与产品的竞争, 还是产业链和产业链的竞争。梅花和阜丰作为产业链的龙头, 也是唯一的两家覆盖了全部核心品种的的企业。目前来看味精和黄原胶已经进入到了寡头格局, 而氨基酸处于最后一个阶段的行业整合过程。回顾历史来看, 当前不管是赖氨酸、苏氨酸还是味精的价格和盈利都仍然处于底部位置。随着行业集中度的提高, 竞争者的退出, 16 年味精业务已经有了比较明显的好转, 黄原胶上淘汰行业里面不具有成本和产能优势的中小企业也是很明确的趋势, 17-18 年我们预计味精和黄原胶还会有比较大的向上改善的空间, 而氨基酸也正在形成寡头定价的路上。
- **核心管理团队更新, 员工持股购买完成彰显信心:** 梅花生物 1 月完成换届, 包括董事长、总经理等核心高管团队基本上都有更新。同时 1 月推出员工持股计划(覆盖 630 人, 2 亿规模), 并很快于 1 月底购买完成, 均价 6.9 元/股, 目前价格已经倒挂。我们认为新管理团队下公司会有新气象, 员工持股计划彰显公司的信心和动力, 目前公司味精及氨基酸业务处于底部向上的恢复期, 寡头定价下整体向上的空间巨大。
- **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, Q1 扣非后单季度盈利已创新高, 且我们判断这一趋势还将继续向好! 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 13.4、10.0 及 9.0 倍 PE, 维持买入评级, 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

图表 1: 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
应收款项	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
应付款项	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。