

# 梅花生物(600873)/农产品加工 股份回购计划彰显公司信心, 中长期继续看好玉米深加工产业链景气向上

评级: 买入(维持)

市场价格: 6.21

目标价格: 8

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

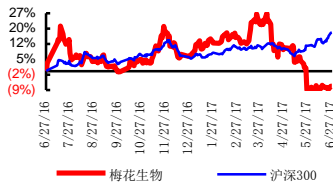
执业证书编号: S0740517030002

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)	5.95
市值(百万元)	18,494
流通市值(百万元)	18,494

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1 股份回购计划彰显公司信心, 中长期继续看好玉米深加工产业链景气向上
- 2 Q1 业绩超预期, 继续看好玉米发酵行业景气向上
- 3 三季报点评: 费用增加拖累三季报, 后期重点关注味精提价

## 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	1,234.76	1,495.25	1,842.91
增长率 yoy%	-14.95%	144.84%	18.53%	21.10%	23.25%
每股收益(元)	0.14	0.34	0.40	0.48	0.59
每股现金流量	1.11	0.98	0.31	0.88	0.93
净资产收益率	5.11%	11.49%	13.18%	13.77%	14.51%
P/E	66.77	19.45	15.63	12.91	10.47
PEG	—	0.13	0.84	0.61	0.45
P/B	3.41	2.24	2.06	1.78	1.52

备注:

## 投资要点

- **事件:** 公司发布 17 年中报, 上半年实现营业收入 56.06 亿元, 同比增长 3.41%, 实现归属于上市公司股东的净利润 6.2 亿元, 同比增长 53.54%。折合 EPS 0.20 元/股, 加权平均 ROE 6.69%, 同比增加 1.93 个百分点。第二季度公司实现营业收入 28.67 亿元, 同比增长 3.20%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.79 亿元, 同比增长 53.01%。公司业绩符合预期。
- **玉米产业链景气底部向上, 继续看好行业向上改善空间:** 上半年公司盈利同比大幅增加, 主要得益于公司产品价格的提升及价差的扩大, 其中上半年赖氨酸价格均价 9102.7 元/吨, 同比增加 693 元/吨, 与原料间价差同比增加 442 元/吨。二季度公司盈利环比有所降低, 主要是由于主要原料玉米价格自二季度以来稳中上行, 使得公司主要产品价差缩窄。三季度我们判断在出口快速增长, 环保压力及夏季检修等多重因素的综合作用下, 赖氨酸, 苏氨酸及味精价格有望向上。但整体来看, 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, 公司 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。上半年公司综合毛利率 26.81%, 同比增加 3.25 个百分点, 三项费用率 14.21%, 同比下降 0.84 个百分点, 其中管理费用率下降了 1.79 个百分点, 净利率 11.29%, 同比上升 3.64 个百分点。
- **玉米深加工产业链壁垒很高:** 从行业格局上来看, 虽然目前味精和氨基酸行业暂时未能形成寡头协作, 但中长期来看, 行业趋势仍然向上: 玉米深加工产业链壁垒非常高, 单个化工品的壁垒往往来自于成本、技术、规模、环保、政策准入、客户渠道等, 玉米深加工的各个品种这些壁垒都有, 除此之外还有产业链各产品之间的协作, 产品盈利上可以做到互补。以前味精和黄原胶的龙头河南莲花味精以及中轩生化等为例, 由于产品结构单一而在价格战中败下阵来。未来我们继续看好未来梅花和阜丰整合氨基酸行业, 获得整个玉米深加工核心产品整个的定价权。
- **味精及黄原胶已经逐步进入收获期, 氨基酸正在寡头定价的路上:** 把味精、黄原胶、氨基酸等品种综合到一起考虑, 我们认为味精业务未来的趋势非常清晰, 龙头释放稳定的产量预期并进一步淘汰小厂的情况下形成互信和价格联盟, 这是个确定的过程和趋势; 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。因此我们认为味精和黄原胶 17-18 年会有比较大的向上空间。氨基酸业务形成具有压倒性优势的大寡头格局大概需要 2-3 年时间。
- **盈利预测与估值:** 我们中长期仍然看好玉米深加工产业链景气向上, 未来 2-3 年随着寡头间默契提高, 利润的提升有望远超市场预期。在目前味精和氨基酸价格处于历史底部状态的情况下, 我们按照现在产品价格保守测算梅花生物 17 年业绩约为 12 个亿, 对应 14 倍 PE, 绝对股价和估值都处于近几年的底部位置, 后续味精和黄原胶业务逐步进入收获期, 盈利向上改善的弹性很大, 继续看好! 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.40、0.48 和 0.59 元, 维持买入评级, 目标价 8 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: 盈利预测

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	-9,133	-10,033	-10,814
% 销售收入	79.0%	79.7%	74.7%	74.6%	74.5%	73.0%
毛利	2,075	2,409	2,812	3,110	3,434	4,000
% 销售收入	21.0%	20.3%	25.3%	25.4%	25.5%	27.0%
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	1,438	1,753	2,133
% 销售收入	9.1%	7.9%	11.6%	11.7%	13.0%	14.4%
财务费用	-460	-520	-238	13	25	58
% 销售收入	4.7%	4.4%	2.1%	-0.1%	-0.2%	-0.4%
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	1,450	1,778	2,191
营业利润率	4.4%	3.6%	9.6%	11.8%	13.2%	14.8%
营业外收支	108	145	99	50	50	50
税前利润	542	570	1,165	1,500	1,828	2,241
利润率	5.5%	4.8%	10.5%	12.3%	13.6%	15.1%
所得税	-36	-125	-98	-225	-274	-336
所得税率	6.7%	21.9%	8.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	506	446	1,067	1,275	1,554	1,905
少数股东损益	6	20	25	40	58	62
归属于母公司的净利润	500	425	1,042	1,235	1,495	1,843
净利率	5.1%	3.6%	9.4%	10.1%	11.1%	12.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	506	446	1,067	1,275	1,554	1,905
少数股东损益	0	0	0	40	58	62
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	-1,412	88	-92
经营活动现金净流	407	3,444	3,059	1,010	2,802	2,949
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	-730	2,268	3,234

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	1,634	3,843	7,015
应收款项	971	1,277	1,093	1,188	1,364	1,518
存货	1,917	1,276	833	1,597	1,576	1,655
其他流动资产	1,662	1,380	279	875	694	685
流动资产	5,961	5,026	4,609	5,293	7,476	10,874
% 总资产	28.9%	27.7%	27.1%	31.6%	42.9%	55.9%
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%	60.0%	49.7%	37.5%
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%	68.4%	57.1%	44.1%
资产总计	20,602	18,169	16,983	16,736	17,418	19,456
短期借款	8,983	2,385	1,649	93	92	93
应付款项	2,116	1,749	1,234	1,327	1,358	1,455
其他流动负债	245	2,473	1,797	2,669	1,767	1,803
流动负债	11,344	6,607	4,680	4,090	3,218	3,351
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	12,220	9,610	7,687	7,097	6,224	6,358
普通股股东权益	8,217	8,333	9,064	9,366	10,862	12,704
少数股东权益	165	226	233	273	332	394
负债股东权益合计	20,602	18,169	16,983	16,736	17,418	19,456

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	0.397	0.481	0.593
每股净资产 (元)	2.643	2.681	2.916	3.013	3.494	4.087
每股经营现金净流 (元)	0.131	1.108	0.984	0.312	0.883	0.929
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%	13.18%	13.77%	14.51%
总资产收益率	2.44%	2.36%	6.17%	7.42%	8.63%	9.52%
投入资本收益率	5.09%	5.91%	10.54%	11.42%	14.84%	20.66%
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%	12.13%	21.97%	21.67%
净利润增长率	23.92%	-14.95%	144.84%	18.53%	21.10%	23.25%
总资产增长率	10.11%	-12.32%	-6.19%	-1.46%	4.08%	11.70%
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%	14.04%	-7.65%	-30.76%
EBIT利息保障倍数	2.0	1.8	5.4	-113.0	-71.6	-37.0
资产负债率	59.18%	52.46%	44.96%	42.08%	35.39%	32.36%

来源: 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。