

# 梅花生物 (600873.SH)

## 玉米发酵链集中度提升，看好行业景气向上空间

**公司概况:** 公司从单一的味精生产企业起家，现已发展成为国内玉米深加工产业链龙头企业，主要从事氨基酸和食品味觉形状优化产品的生产和销售，主要产品味精、赖氨酸和苏氨酸的产能分别为 70 万吨、70 万吨和 26 万吨。

**味精供给端三分天下形成，寡头格局已经清晰:** 味精现已形成以阜丰集团、梅花生物和宁夏伊品三家为主的寡头格局，产能及产量占全国的 90% 以上，三大龙头通过行业竞争及整合和巨大的资本投入构建了完整的产业链，形成了较高的护城河，并具有明显的行业领先优势。需求方面，味精消费刚性且价格不敏感。18 年以来随着味精行业供给端持续收缩，寡头间默契加强，产品价格稳步上行。

**看好玉米深加工产业链整体盈利能力提升:** 我们认为以梅花生物和阜丰集团为代表的“产业链式”的巨头企业正在快速崛起，依靠产能规模、循环经济、跨品种布局、低成本原料获取及日益提高的环保门槛，逐步垄断国内乃至全球的玉米深加工行业。我们判断在行业整合完成后，将获得非常高的进入门槛，同时大幅提高各个产品的盈利能力。从味精上来看，梅花、阜丰与伊品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，是化工细分子行业中稀缺的集中度高的品种，与精细化工中的染料、甜味剂、维生素、MDI 等品种格局类似，然而在毛利率水平上还有较大差距。味精及氨基酸等子行业目前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，一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段，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。

**盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 19~21 年的营业总收入分别为 147.8、172.9 及 194.5 亿元，归母净利润为 12.5、15.0 及 18.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.48 及 0.58 元/股，对应三年 PE 为 12.1、10.0 及 8.3。首次覆盖，给予买入评级。

**风险提示:** 原料价格大幅波动、新增产能释放造成市场竞争加剧的风险、环保和安全生产的风险、汇率波动的风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,132	12,648	14,775	17,287	19,448
增长率 yoy (%)	0.4	13.6	16.8	17.0	12.5
归母净利润 (百万元)	1,174	1,002	1,251	1,505	1,817
增长率 yoy (%)	12.7	-14.7	24.9	20.3	20.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.38	0.32	0.40	0.48	0.58
净资产收益率 (%)	12.8	10.9	13.3	14.9	16.5
P/E (倍)	12.9	15.1	12.1	10.0	8.3
P/B (倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

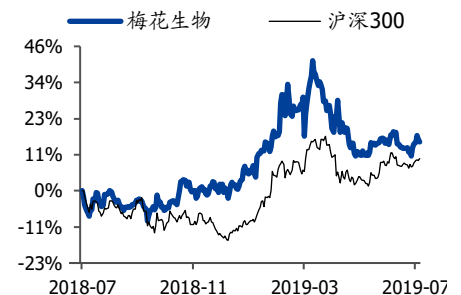
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	农产品加工
最新收盘价	4.83
总市值(百万元)	15,012.49
总股本(百万股)	3,108.18
其中自由流通股(%)	99.12
30 日日均成交量(百万股)	14.81

#### 股价走势



#### 作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4,792	5,095	5,120	5,727	6,329
现金	2,277	1,913	1,402	1,641	1,846
应收账款	476	467	634	654	795
其他应收款	143	0	167	28	191
预付账款	560	99	671	230	784
存货	995	1,866	1,447	2,383	1,879
其他流动资产	341	749	798	790	833
<b>非流动资产</b>	12,310	13,970	15,204	16,391	17,057
长期投资	10	27	42	58	74
固定投资	10,360	9,682	12,650	13,685	14,190
无形资产	824	1,224	1,272	1,307	1,377
其他非流动资产	1,116	3,037	1,240	1,341	1,417
<b>资产总计</b>	17,102	19,065	20,324	22,118	23,385
<b>流动负债</b>	4,293	7,996	9,055	10,222	10,810
短期借款	2,768	3,524	6,461	6,744	7,660
应付账款	584	1,133	856	1,443	1,115
其他流动负债	940	3,339	1,738	2,035	2,035
<b>非流动负债</b>	3,449	1,696	1,637	1,549	1,324
长期借款	3,291	1,186	1,127	1,039	814
其他非流动负债	158	510	510	510	510
<b>负债合计</b>	<b>7,742</b>	<b>9,692</b>	<b>10,692</b>	<b>11,771</b>	<b>12,133</b>
少数股东权益	255	262	296	330	369
股本	3,108	3,108	3,108	3,108	3,108
资本公积	2,242	2,145	2,145	2,145	2,145
留存收益	3,954	3,930	4,083	4,209	4,349
归属母公司股东收益	9,105	9,110	9,336	10,017	10,883
<b>负债和股东权益</b>	17,102	19,065	20,324	22,118	23,385

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	1,544	2,450	1,901	3,817	3,168
净利润	1,196	1,020	1,285	1,539	1,857
折旧摊销	1,173	1,243	1,125	1,423	1,633
财务费用	277	318	365	477	512
投资损失	-81	-52	-69	-78	-70
营运资金变动	-1,090	55	-795	468	-751
其他经营现金流	68	-135	-9	-11	-13
<b>投资活动净现金流</b>	-531	-1,995	-2,281	-2,522	-2,216
资本支出	493	1,883	1,218	1,171	650
长期投资	-322	-169	-15	-16	-16
其他投资现金流	-359	-281	-1,078	-1,366	-1,582
<b>筹资活动净现金流</b>	-1,148	-1,232	-3,068	-1,340	-1,663
短期借款	1,213	756	0	0	0
长期借款	304	-2,105	-60	-88	-225
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	0	-97	0	0	0
其他筹资现金流	-2,665	214	-3,009	-1,252	-1,438
<b>现金净增加额</b>	-152	-756	-3,447	-44	-711

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	11,132	12,648	14,775	17,287	19,448
营业成本	8,259	9,498	10,999	12,716	14,149
营业税金及附加	155	218	177	241	277
营业费用	879	1,004	1,182	1,383	1,556
管理费用	432	463	591	717	817
财务费用	277	318	365	477	512
资产减值损失	83	25	30	35	39
公允价值变动收益	8	26	9	11	13
投资净收益	81	52	69	78	70
<b>营业利润</b>	1,431	1,215	1,509	1,807	2,182
营业外收入	13	12	15	15	15
营业外支出	21	12	12	12	12
<b>利润总额</b>	1,423	1,215	1,512	1,810	2,185
所得税	227	195	227	272	328
<b>净利润</b>	1,196	1,020	1,285	1,539	1,857
少数股东收益	22	19	34	34	40
<b>归属母公司净利润</b>	1,174	1,002	1,251	1,505	1,817
EBITDA	2,913	2,692	2,928	3,623	4,233
EPS (元/股)	0.38	0.32	0.40	0.48	0.58

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	0.4	13.6	16.8	17.0	12.5
营业利润 (%)	34.1	-15.1	24.2	19.8	20.7
归属母公司净利润 (%)	12.7	-14.7	24.9	20.3	20.8
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	25.8	24.9	25.6	26.4	27.2
净利率 (%)	10.5	7.9	8.5	8.7	9.3
ROE (%)	12.8	10.9	13.3	14.9	16.5
ROIC (%)	9.5	7.5	8.7	10.0	10.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	45.3	50.8	52.6	53.2	51.9
净负债比率 (%)	40.4	50.1	67.1	62.5	62.1
流动比率	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.9	0.4	0.4	0.3	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.65	0.70	0.75	0.81	0.85
应收账款周转率	26.3	26.8	26.8	26.8	26.8
应付账款周转率	15.2	11.1	11.1	11.1	11.1
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.32	0.40	0.48	0.58
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.24	0.91	0.61	1.23	1.02
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	2.93	3.00	3.22	3.50
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	12.9	15.1	12.1	10.0	8.3
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.6	7.6	7.6	6.2	5.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1.梅花生物：玉米深加工产业链龙头 .....	5
1.1 公司概况 .....	5
1.2 员工持股及股权激励彰显公司信心 .....	8
2.玉米深加工产业链各产品格局分析 .....	9
2.1 味精供需情况分析 .....	9
2.2 氨基酸龙头企业迎来新一轮扩张，行业集中度进一步提升 .....	12
2.2.1 赖氨酸：产能持续扩张中，竞争格局尚未尘埃落定 .....	14
2.2.2 苏氨酸：短期面临扩产压力，竞争格局将进一步趋严集中 .....	15
2.2 呈味核苷酸：寡头垄断格局下，价格持续上涨 .....	17
2.3 黄原胶：行业整合基本完成，已经逐步进入收获期 .....	18
3.玉米深加工行业未来趋势研判 .....	18
4.公司的优势 .....	21
5.盈利预测与投资建议 .....	21
6. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	5
图表 2: 公司主要产品产能情况 (万吨) .....	5
图表 3: 梅花生物近几年收入情况 (百万元) .....	6
图表 4: 梅花生物近几年净利润情况 (百万元) .....	6
图表 5: 18年公司各项业务比重 .....	6
图表 6: 公司味精产品主要客户 .....	7
图表 7: 公司饲料类氨基酸产品主要客户 .....	7
图表 8: 梅花生物近几年费用情况 .....	7
图表 9: 梅花生物近几年毛利率，净利率情况 .....	7
图表 10: 梅花生物股权结构 .....	8
图表 11: 公司前十大股东情况 .....	8
图表 12: 公司员工持股，股票回购及股权激励计划 .....	9
图表 13: 股权激励各年度业绩考核目 .....	9
图表 14: 近几年国内味精产能 (万吨) .....	10
图表 15: 近几年国内味精表观消费量 (万吨) .....	10
图表 16: 味精行业三巨头产能明细 .....	10
图表 17: 味精行业下游消费占比 .....	11
图表 18: 调味品行业收入 (亿元) .....	11
图表 19: 餐饮行业收入 (亿元) .....	12
图表 20: 味精历史价格 (元/吨) .....	12
图表 21: 主要氨基酸品种产能产量 (万吨) .....	13
图表 22: 中国玉米消费结构 .....	13
图表 23: 国内玉米深加工行业产能结构 .....	13
图表 24: 玉米价格 (元/吨) .....	14
图表 25: 主要氨基酸企业扩产情况 .....	14
图表 26: 2017年国内赖氨酸行业格局 .....	15
图表 27: 2018年国内赖氨酸行业格局 .....	15

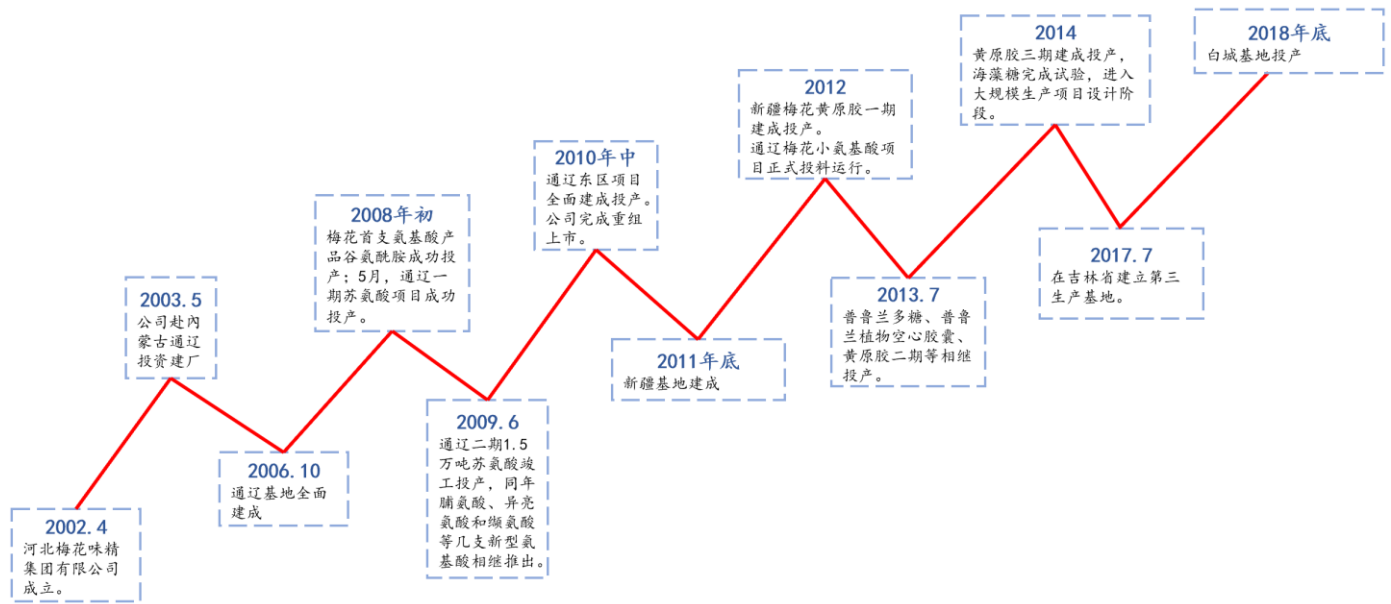
图表 28: 赖氨酸历史价格 (元/吨) .....	15
图表 29: 全球苏氨酸产能产能和需求 (万吨) .....	16
图表 30: 苏氨酸国内产能分析.....	16
图表 31: 各企业赖氨酸拟新增产能.....	17
图表 32: 苏氨酸历史价格 (元/吨) .....	17
图表 33: 黄原胶价格 (元/吨) 及毛利率.....	18
图表 34: 各细分品种龙头公司 18 年单项业务毛利率比较.....	19
图表 35: 玉米加工产业链上下游.....	20
图表 36: 废气处理前后比较.....	20
图表 37: 公司生产基地分布.....	21
图表 38: 公司全产业链布局.....	21
图表 39: 公司主要业务营收及毛利率情况 (百万元) .....	22
图表 40: 可比上市公司盈利及估值情况 (其他公司 EPS 预测取自 Wind 一致预期) .....	23

## 1. 梅花生物：玉米深加工产业链龙头

### 1.1 公司概况

梅花生物成立于2002年，于2010年在沪市A股上市，总部位于河北省廊坊市，现已形成内蒙古通辽及新疆五家渠两大生产基地，并在吉林白城兴建第三生产基地，主要从事氨基酸和食品味觉形状优化产品的生产和销售，主要产品味精、赖氨酸，苏氨酸的总产能分别为70万吨、70万吨和26万吨。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

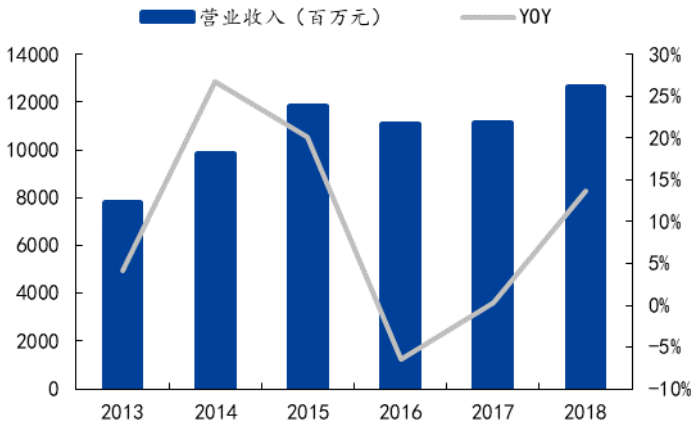
图表 2: 公司主要产品产能情况 (万吨)

	新疆基地	通辽基地	白城基地	产能合计
味精	20	50		70
赖氨酸	30		40	70
苏氨酸	7	19		26
呈味核苷酸	1.2			1.2
黄原胶	6			6

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

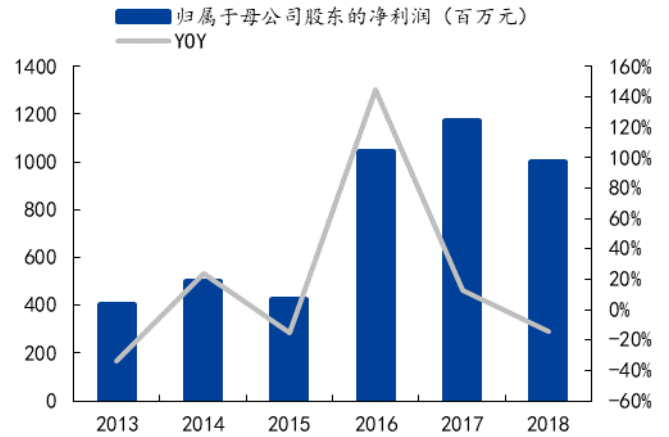
过去几年公司营业收入平稳增长。18年实现营业收入126.47亿元，与2017年111.32亿元相比稳中略升，归属于上市公司股东的净利润10.20亿元，同比下降19%。19年上半年受益于味精、核苷酸等产品的量价齐升，公司实现营业收入69.80亿元，较上年同期增长11.01%，归属于上市公司股东的净利润6.64亿元，较上年同期增长41.40%。

图表 3: 梅花生物近几年收入情况 (百万元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

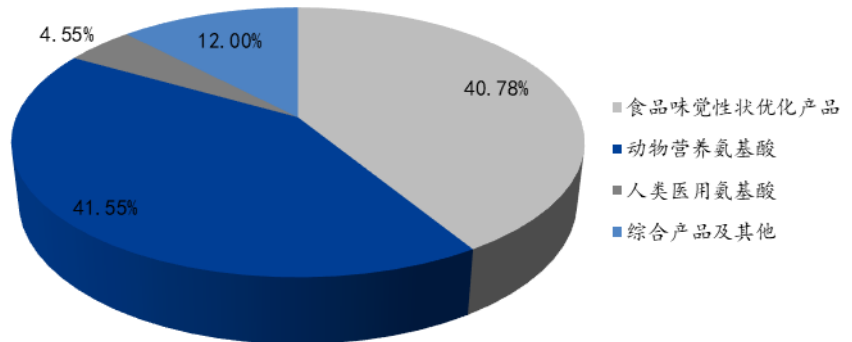
图表 4: 梅花生物近几年净利润情况 (百万元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

从公司目前营收来看, 动物营养氨基酸和食品味觉性状优化产品公司营收的主要来源, 18 年营业收入分别为 52.55 亿元和 51.58 亿元, 合计占公司总营收的 82.3%, 其他人类医用小品种氨基酸及黄原胶产品的占比也在逐渐增长。

图表 5: 18 年公司各项业务比重



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 6: 公司味精产品主要客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

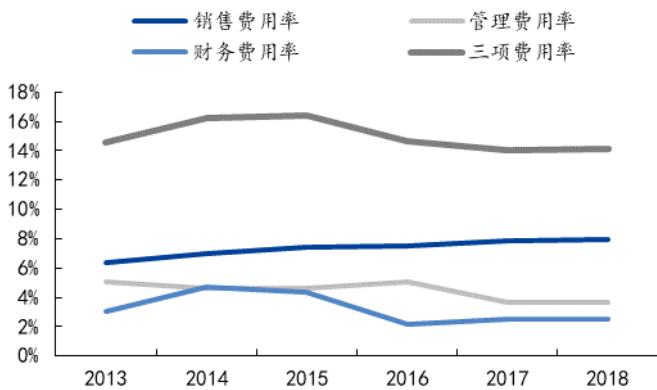
图表 7: 公司饲料类氨基酸产品主要客户



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

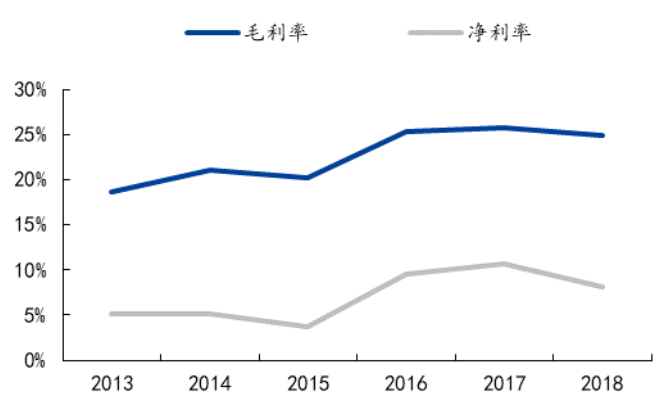
近几年公司期间费用率基本平稳, 销售毛利率和净利率逐步提升。我们认为这是此前多年价格战和寡头博弈下的结果, 一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段, 我们认为味精及氨基酸的盈利能力存在较大改善空间。

图表 8: 梅花生物近几年费用情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

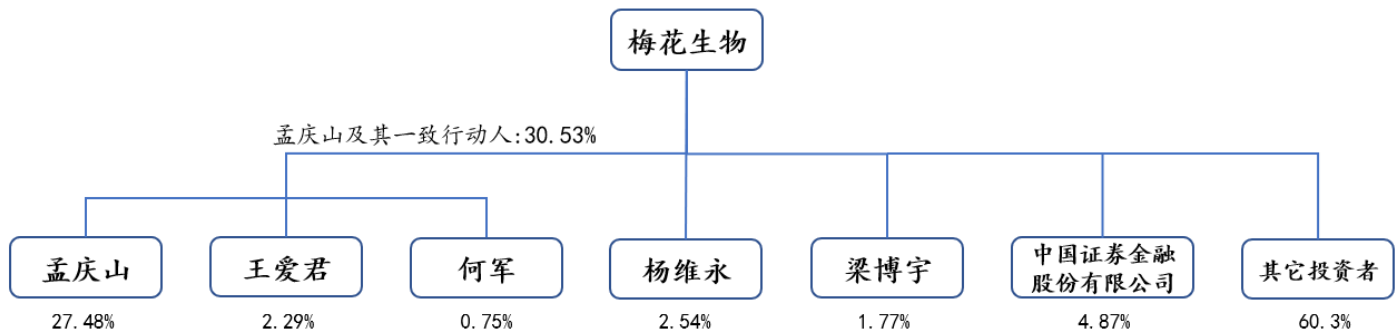
图表 9: 梅花生物近几年毛利率, 净利率情况



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

公司控股股东及实际控制人为孟庆山及其一致行动人王爱君、何军。自然人股东杨维永为孟庆山先生配偶胞弟, 自然人股东梁宇博为公司董事、副总经理。

图表 10: 梅花生物股权结构



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 11: 公司前十大股东情况

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	孟庆山	854,103,033	27.48
2	胡继军	186,469,341	6.00
3	中国证券金融股份有限公司	151,485,962	4.87
4	杨维永	78,810,526	2.54
5	王爱军	71,316,274	2.29
6	北京隆慧投资有限公司-隆慧汇晨战略投资私募证券投资基金	62,000,000	1.99
7	梁宇博	54,868,518	1.77
8	梅花生物科技集团股份有限公司-2017年第一期员工持股计划	29,007,028	0.93
9	何君	23,449,758	0.75
10	中央汇金资产管理有限责任公司	19,292,700	0.62
	合计	1,530,803,140	49.24

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 1.2 员工持股及股权激励彰显公司信心

公司于 2017 年 1 月完成了管理层换届, 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。与此同时, 公司推出了第一期员工持股计划, 覆盖董事、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, 成交均价 6.895 元/股, 占当时公司总股本的 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。

17 年 6 月 28 日, 公司发布股票回购计划预案, 并于 17 年 10 月~11 月份期间实施完毕, 累计回购股票 34,534,865 股, 占公司总股本的 1.11%, 回购最高和最低价格分别为 5.90 元/股和 5.71 元/股, 支付的总金额为 19,999.99 万元。19 年 1 月, 公司再次发布回购计划, 截至 2019 年 6 月底, 公司通过集中竞价交易方式累计已回购股份数量为 4,089,399 股, 占公司总股本的 0.132%。成交的最高价格为 5.30 元/股, 成交的最低价格为 4.38 元/股, 已支付的总金额为 1,989.32 万元人民币。



18年6月20日公司股权激励计划完成，将此前从二级市场回购的股票授予激励对象，合计3448.33万股公司限制性股票，约占公司总股本的1.11%，授予价格为2.46元/股。涉及的激励对象共计109人，包括公司董事、高管；核心管理人员、业务技术骨干等。解除限售考核年度为2018~2020年三个会计年度。本激励计划的解除限售考核年度为2018-2020年三个会计年度，每个会计年度考核一次。

图表 12: 公司员工持股, 股票回购及股权激励计划

	员工持股	股票回购		股权激励
时间	2017年2月	2017年11月	2019年1月	2018年5月
价格	成交均价 6.895 元/股	平均回购价格 5.79 元/股	平均回购价格 4.84 元/股	授予价格 2.46 元/股
总金额	2 亿元	2 亿元	1,989.32 万元	
股份数	2900.79 万股	3453.49 万股	408.94 万股	3448.33 万股
覆盖对象	630 人			109 人

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 股权激励各年度业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标 (两者满足其一)	
-	营业收入	净利润
2018 年	122 亿元	10 亿元
2019 年	145 亿元	12 亿元
2020 年	170 亿元	15 亿元

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

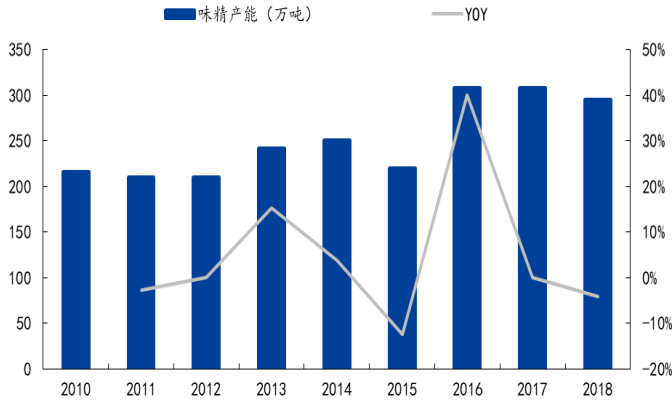
## 2. 玉米深加工产业链各产品格局分析

### 2.1 味精供需情况分析

**供给端: 三分天下形成, 寡头格局已经清晰**

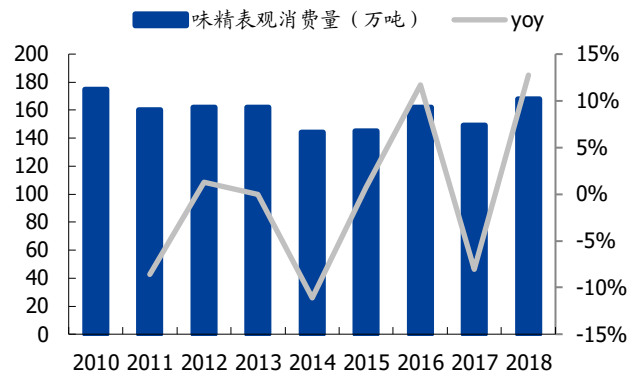
味精是一种重要的调味品, 学名谷氨酸钠, 是从玉米等农产品的淀粉中通过生物发酵制成的绿色产品, 可以增加食品的鲜味度, 是食品加工、餐厅、家居中广泛食用的调味剂, 也是复合调味品、食品加工的重要原料。我国味精行业自 20 世纪 80 年代进入规模化快速发展阶段, 已发展为全球最大的味精生产国, 占全球 73% 以上的产能。

图表 14: 近几年国内味精产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 15: 近几年国内味精表观消费量 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

经过了行业多轮整合, 中小企业已经逐步关停, 行业供需趋于缓和, 味精行业基本呈现三家龙头企业阜丰集团、梅花生物及伊品生物寡头竞争的格局, 产能分别为 130 万吨、70 万吨及 42 万吨, 国内 CR3 达到 82%, 作为行业龙头的公司均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, 是化工细分子行业中稀缺的集中度高品种, 与染料、甜味剂 (安赛蜜、甲基麦芽酚)、维生素、MDI 等品种格局类似, 然而在毛利率水平上还有较大差距。

图表 16: 味精行业三巨头产能明细

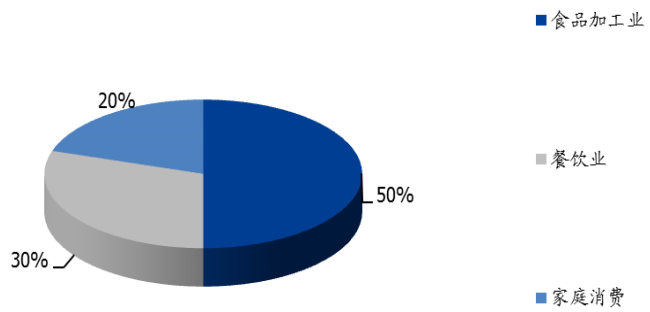
主营产品	产能 (万吨)	占比
阜丰	130	44.07%
梅花	70	23.73%
宁夏伊品	42	14.24%
其他	53	17.97%
共计:	295	100.00%

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

**需求端: 餐饮及调味品持续贡献增量, 稳定增长**

**调味品市场增长趋势依旧, 味精行业发展仍具潜力:** 传统的看法认为味精是一个逐步被消费升级替代的品种, 市场容量可能会变小, 但是从味精下游消费结构来看, 50% 的为食品加工行业, 包括在方便食品 (方便面、火锅底料、腌渍品、速冻食品、水产品、肉制品) 及复合调味料 (鸡精、鸡粉、汤料、增味料、酱类等) 中添加使用, 30% 应用于终端餐饮行业, 而仅有 20% 为家庭日常需求的零售市场, 因此味精越来越多的时候是以添加物或者隐形消费的形式出现在消费者面前, 我们预计味精消费量还将刚性维持。

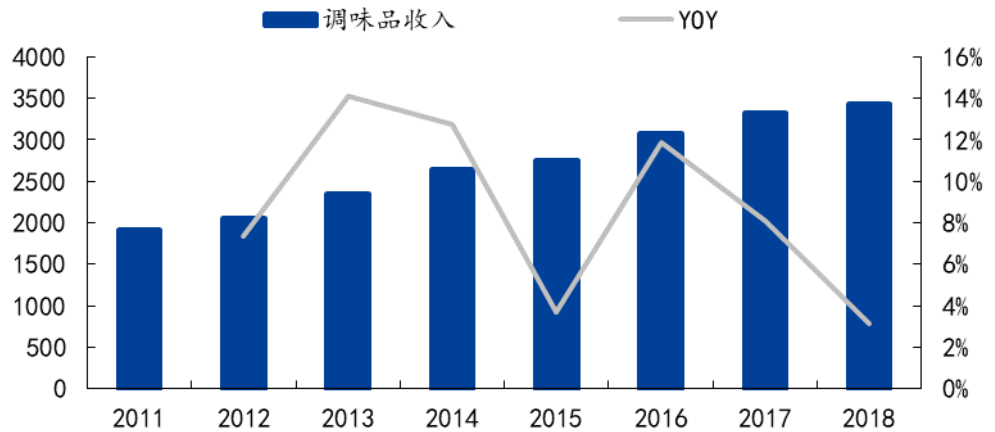
图表 17: 味精行业下游消费占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**调味品行业保持稳定增长:** 调味品在人们日常生活中具有重要地位, 中国调味品的已有数千年的历史, 几千年来, 随着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。自 2008 年起我国调味品行业处于一个快速发展期, 行业增速高达 30% 以上。近年来受制于较大的基数、较高的普及率、渗透率以及渠道下沉难度的增加, 行业增速维持在 10% 左右。2018 年我国调味品市场规模达到 3427 亿元, 其中酱油和食醋产量占比最大, 其次是味精和鸡精。根据中国产业信息研究网, 预计 2018~2022 年期间, 我国调味品市场规模将保持平稳增长, 至 2022 年我国调味品市场规模有望达到 4419 亿元, 因此酱油、鸡精等对味精替代的同时其实也增加了味精的需求。

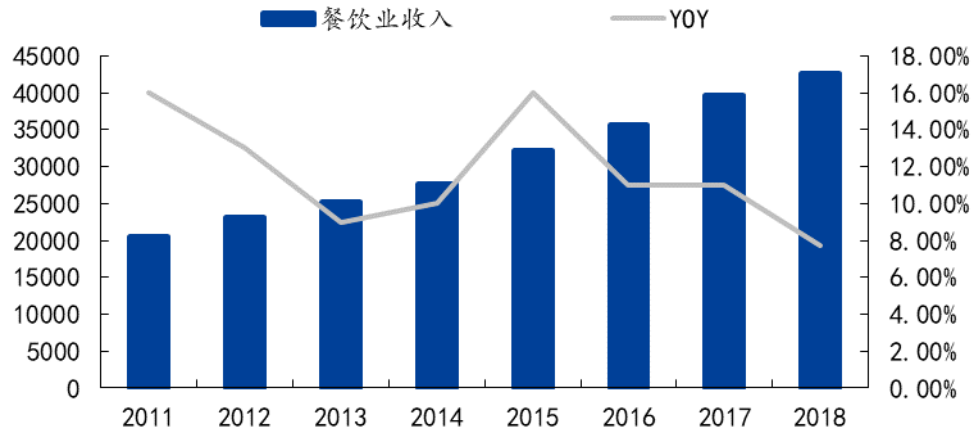
图表 18: 调味品行业收入 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**大众消费推动餐饮行业继续快速增长:** 餐饮业是消费市场的重要部分。虽然自 2012 年以来细化落实中央“八项规定”政策以来, 国内餐饮消费出现了增速放缓的趋势, 但是在大众消费旺盛的支撑下, 近几年国内餐饮行业仍然维持了两位数的增长, 2018 年我国餐饮行业收入达到 42716 亿元, 同比增长 8%, 根据中投顾问产业研究中心预测, 2018~2022 年我国餐饮行业平均复合增长率将达到 10.42%, 到 2022 年行业市场规模将达到 65310 亿元, 餐饮行业的继续快速发展将继续增加味精产品的消费量。

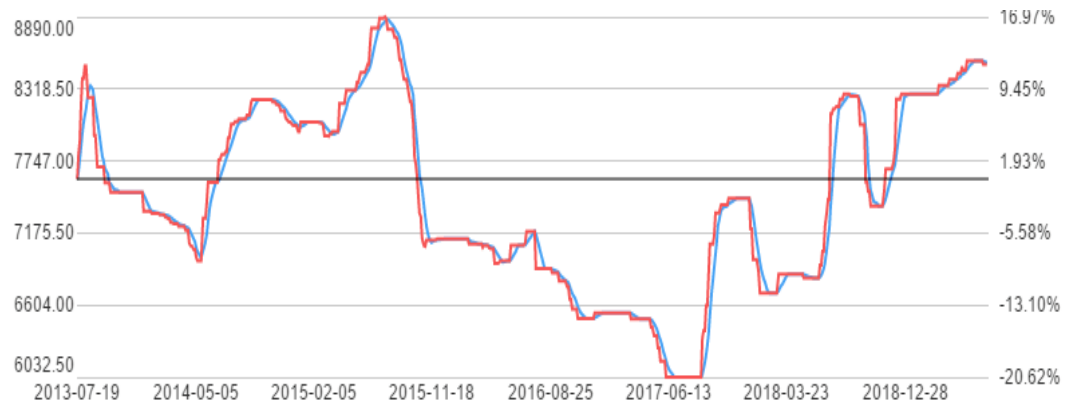
图表 19: 餐饮行业收入 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

**行业有效产能减少, 味精价格稳步上涨:** 受到环保影响, 18 年以来味精行业主要生产企业的重点厂区都存在主动或者被动停产的状况, 行业有效供给产能减少, 味精产品价格自 10 月份以来稳步上涨, 目前成交均价在 8500 元/吨左右, 同比上涨 25% 左右, 我们预计下半年味精价格仍将维持较高水平。

图表 20: 味精历史价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

## 2.2 氨基酸龙头企业迎来新一轮扩张, 行业集中度进一步提升

### 全球饲料产业持续增长带动氨基酸需求

氨基酸是一种含有氨基和羧基的一类有机化合物的通称, 是构成动物营养所需蛋白质的基本物质, 主要品种包括谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸和色氨酸, 主要由玉米淀粉或淀粉糖为原料经发酵法制得, 是玉米淀粉产业链上增值较大的产品。

2018 年国内饲料产量达到 2.4 亿吨。随着生猪、肉鸡及奶牛养殖的饲料产量不断增加, 氨基酸需求量还将持续增长。目前全世界氨基酸总产量 600 多万吨。我国氨基酸的产量已超过 400 万吨左右, 已成为氨基酸生产大国, 产品以食品价格和饲料添加剂为主, 在医药保健领域的市场容量较小。

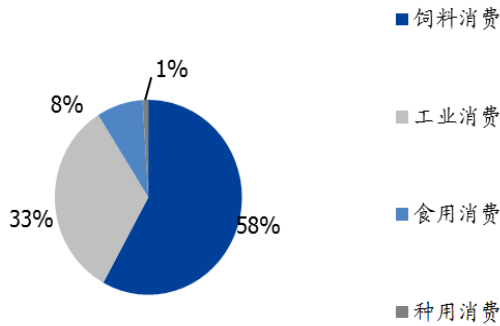
图表 21: 主要氨基酸品种产能产量 (万吨)

品种	国内产能	国内产量	国内产量占全球比例	龙头集中度
谷氨酸钠	295	192	70%	CR3: 82%
赖氨酸	293	138	60%	CR5: 78%
苏氨酸	88	54	70%	CRR3: 80%

资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

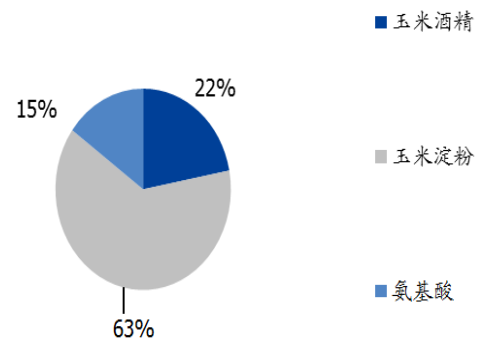
饲料类氨基酸产品主要原材料为玉米, 玉米工业消费是我国玉米消费的重要部分, 占比 33%, 消费量仅次于饲料消费。根据我的农产品网统计, 全国统计在内的在生产玉米深加工企业总计 142 家, 玉米加工能力 7718 万吨/年。其中氨基酸玉米加工能力 1128 万吨, 占深加工行业整体的 14.62%。

图表 22: 中国玉米消费结构



资料来源: 我的农产品网, 国盛证券研究所

图表 23: 国内玉米深加工行业产能结构



资料来源: 我的农产品网, 国盛证券研究所

从全球竞争格局来看, 海外企业主要以韩国希杰和日本味之素为主, 国内氨基酸企业数量较多, 龙头企业包括梅花生物、伊品生物、阜丰集团等。

### 氨基酸龙头企业迎来新一轮扩张, 行业集中度进一步提升

自 2016 年国家取消玉米托市政策后, 玉米主产区东北地区供应市场出现过剩, 当地玉米价格持续走低, 玉米成本优势凸显。与此同时, 饲用氨基酸产品的下游客户-现代化养殖类企业近年来呈现出新建工厂向东北转移的态势。在政策上, 2017 年 4 月 11 日, 国家发展改革委办公厅发布了《废止〈关于玉米深加工管理项目有关事项的通知〉的通知》, 进一步放开对玉米深加工项目的审批权限。

图表 24: 玉米价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

国家政策鼓励、地方政府支持、加上原材料资源洼地、深加工补贴等优势, 17年上半年东北地区公布了多个淀粉、酒精及氨基酸等玉米深加工项目, 产能投放主要集中在赖氨酸、苏氨酸及色氨酸等品种上, 但是从我们实际跟踪的情况来看, 目前仅有梅花生物、阜丰集团等少数企业的产能够按计划落地, 龙头企业的扩张完成后将使得氨基酸行业的集中度进一步提升, 有望提速落后产能、小产能退出的进度。

图表 25: 主要氨基酸企业扩产情况 (万吨)

企业	玉米加工能力	赖氨酸	苏氨酸	其他氨基酸	淀粉糖	计划建设周期
阜丰	150	20	10	-	20	2017-2018
伊品生物	90	30	10	-	-	2017-2018
万里润达	150	20	10	色氨酸 1 万吨, 支链氨基酸 2000 吨	-	2017-2018
象屿集团	150	-	-	-	-	2017-2018
东玉集团	100	20	10	-	10	2017-2018
梅花生物	300	40	-	-	-	2017-2022
金玉米	100	20	10	-	-	-
总计	1040	140	50	-	80	-

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

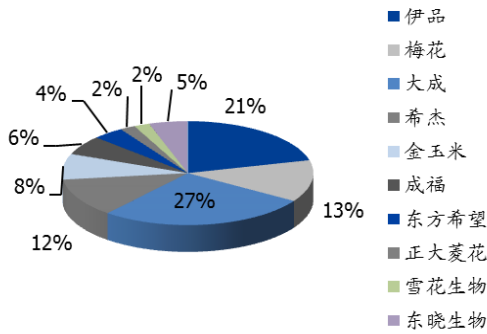
### 2.2.1 赖氨酸: 产能持续扩张中, 竞争格局尚未尘埃落定

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。赖氨酸是世界上仅次于味精的世界第二大氨基酸产业, 我国作为饲料大国, 赖氨酸产品约 90% 用作饲料添加剂, 10% 用于食品和医药行业。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。

我国目前已成为世界赖氨酸生产、消费和出口第一大国, 我国赖氨酸总产能 293 万吨, 产量 138 万吨, 占世界赖氨酸总产量约为 60%。从国内市场格局来看, 目前赖氨酸市场还较为分散, 18 年四季度梅花生物 40 万吨、阜丰集团 20 万吨产能已经投产, 进一步加剧了国内赖氨酸供应过剩的局面, 使得今年以来价格持续走低已达到历史低位, 目前价格下公司处于微利状态, 其它企业都已进入亏损状态。公司目前赖氨酸总产能已经达到

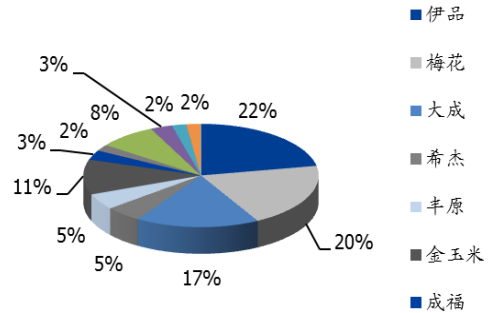
70万吨，产能占全球首位，规模优势将进一步提升。

图表 26: 2017 年国内赖氨酸行业格局



资料来源: 饲料行业信息网, 国盛证券研究所

图表 27: 2018 年国内赖氨酸行业格局



资料来源: 饲料行业信息网, 国盛证券研究所

图表 28: 赖氨酸历史价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 2.1.2 苏氨酸: 短期面临扩产压力, 竞争格局将进一步趋严集中

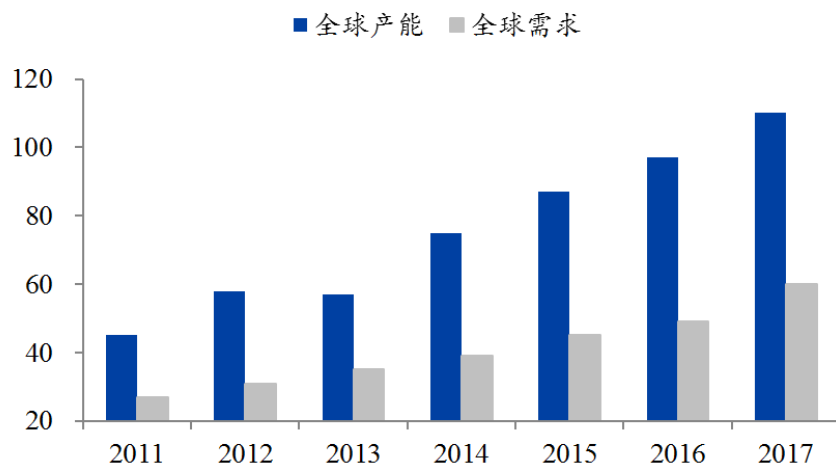
苏氨酸是饲料添加剂中重要的第二限制氨基酸: 在人体和动物所需的八种必需氨基酸中, 苏氨酸是仅次于蛋氨酸、赖氨酸、色氨酸的第四种氨基酸, 被广泛应用于食品业、饲养业、以及医药行业。近年来全球饲用苏氨酸需求保持在 10% 以上的增速, 它常添加到未成年仔猪和家禽的饲料中, 是猪饲料的第二限制氨基酸和家禽饲料的第三限制氨基酸。在配合饲料中加入苏氨酸可以调整饲料的氨基酸平衡, 促进禽畜生长; 可改善肉质; 可改善氨基酸消化率低的饲料的营养价值; 可降低饲料原料成本。

**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、德国德国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, 此后中国苏氨酸产业迎来快速发展过程。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, 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。

**苏氨酸定价权已向国内转移：**相较于赖氨酸，苏氨酸的市场集中度更高，目前全球苏氨酸总产能约为 110 万吨/年，实际需求量 55 万吨左右，整体产能过剩，国内总产能达到 88 万吨/年，消费占比超过 30%。18 年全球产量达到 83.8 万吨，同比增加 22.3%，国内苏氨酸产量达到 71.8 万吨，占全球苏氨酸产量的 85.7%，其中出口量达到 44.6 万吨，同比增长 19%。

图表 29: 全球苏氨酸产能和需求 (万吨)



资料来源:《中国畜牧杂志》，国盛证券研究所

图表 30: 苏氨酸国内产能分析

主管企业	产能 (万吨)	占比
梅花	26	30.95%
希捷	27.9	33.21%
阜丰	13.6	16.19%
成福	7	8.33%
大成	2.5	2.98%
宁夏伊品	7	8.33%
合计	84	100.00%

资料来源:卓创资讯，国盛证券研究所

**苏氨酸现阶段也面临一定产能增加压力：**和赖氨酸一样，受到政策红利刺激，17 年以来国内诸多玉米深加工企业计划扩大苏氨酸产能，拟新增的产能超过 40 万吨，但我们预计实际落地产能有限，短期内将会对苏氨酸价格有一定压制，目前苏氨酸价格也处于历史最低水平。



图表 31: 各企业赖氨酸拟新增产能

企业名称	苏氨酸拟新增产能 (万吨)
阜丰集团	10
万里润达	10
东玉集团	10
伊品集团	10

资料来源: 饲料行业信息网, 国盛证券研究所

图表 32: 苏氨酸历史价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

梅花生物目前拥有苏氨酸产能 26 万吨, 占据全球榜首之位, 开工率基本维持在 90%以上, 大大高于行业平均开工水平。

## 2.2 呈味核苷酸: 寡头垄断格局下, 价格持续上涨

呈味核苷酸二钠作为新一代的核苷酸类食品增鲜剂, 可直接加入到食品中, 起增鲜作用, 是较为经济而且效果最好的鲜味增强剂, 与味精混合使用, 有“强力味精”之称。此外, 本品还对迁移性肝炎、慢性肝炎、进行性肌肉萎缩和各种眼部疾患有一定的辅助治疗作用。

由于核苷酸技术门槛较高, 目前国内仅有希杰、梅花及星湖科技等几家企业能够生产, 产能分别为 1.7 万吨、1.2 万吨和 1 万吨。海外生产的四家企业总量 4.7 万吨, 包括日本味之素、韩国希杰、麒麟味元食品与韩国大象, 其中约 2500 吨进入中国市场。

2010 年 I+G 曾经有过一波爆涨行情, 价格从 100 元/公斤涨到 175 元/公斤, 高盈利下各家企业大幅扩产, 导致行业出现产能过剩, 随后价格也从最高 175 元/公斤下跌到 50 元/公斤, 各厂家已经在成本下方持续运行多年, 产量大为缩减。目前国内已经形成了以梅花生物、希杰及星湖科技三家为主导的供应格局, 在环保督察力度趋严的情况下, 核苷酸价格从 17 年 10 月份的 55 元/公斤上涨至目前 110 元/公斤水平, 价格翻倍。我们预计在产品供不应求, 寡头协同格局下, 中期呈味核苷酸价格有望继续逐步上涨。

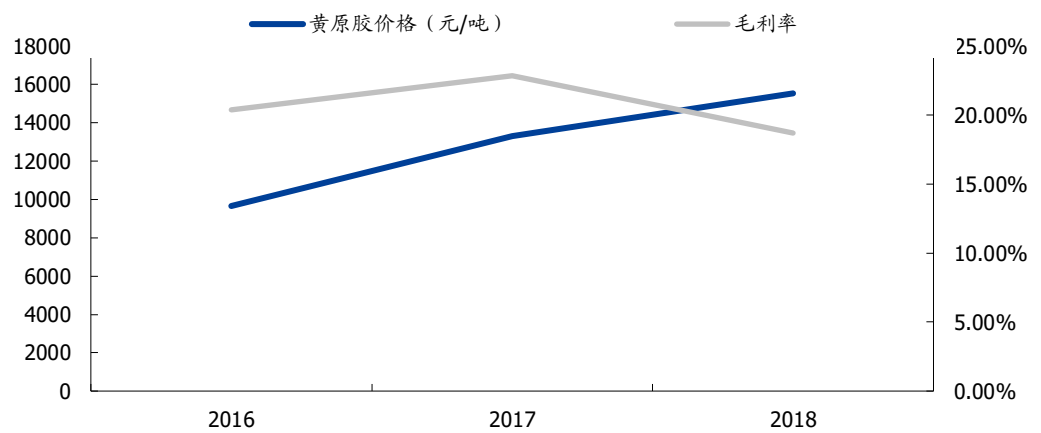
### 2.3 黄原胶：行业整合基本完成，已经逐步进入收获期

黄原胶又称黄胶、汉生胶，黄单胞多糖，是以玉米淀粉为主要原料，经微生物发酵而成的有机产品。黄原胶是目前国际上集增稠、悬浮、乳化、稳定于一体，性能最优越的生物胶，黄原胶的消费主要集中在食品、石油工业及日用品工业等领域。国内大约有45%的黄原胶作为食品级销售，40%作为石油级销售，15%用于农药、饲料、日化、环保等行业。

目前全球黄原胶产能主要集中在中国，阜丰、中轩生化及梅花生物三家龙头企业占据全国接近80%产能，其中阜丰产能9万吨，梅花生物产能6万吨，中轩生化产能4.8万吨，基本主导了全球市场，其他小企业产能规模均不足1万吨。由于过去几年的激烈市场竞争和石油行业整体价格疲软，黄原胶价格持续下滑，行业整体亏损严重，开工率明显不足。17年以来黄原胶全球市场需求开始恢复。寡头格局下我们看好黄原胶产能进一步出清，景气有望逐步底部反弹。

看好黄原胶价格逐步向上恢复：随着国内企业进军黄原胶市场引发价格战，黄原胶价格从2001年的5万元/吨高位逐步下滑到11年的1.8万元/吨水平。自2011年开始，由于市场竞争激烈，部分企业开始陆续退出市场，行业集中度明显提升，同时由于需求端的不断增加，黄原胶价格出现恢复性上涨，13年维持在2.6万元/吨水平。然而，14年起几家龙头企业的产能进一步扩张，以及石油行业整体价格疲软导致黄原胶价格再次面临下行压力，16年行业整体亏损严重，阜丰在2016年初将其在新疆所拥有的部分产能转产至生产正处于高速发展的高档氨基酸产品和其他产品，黄原胶逐步出清。17年以来受到全球石油行业复苏影响，黄原胶需求逐步复苏，行业景气逐步上行。

图表 33: 黄原胶价格 (元/吨) 及毛利率



资料来源：阜丰集团公告，国盛证券研究所

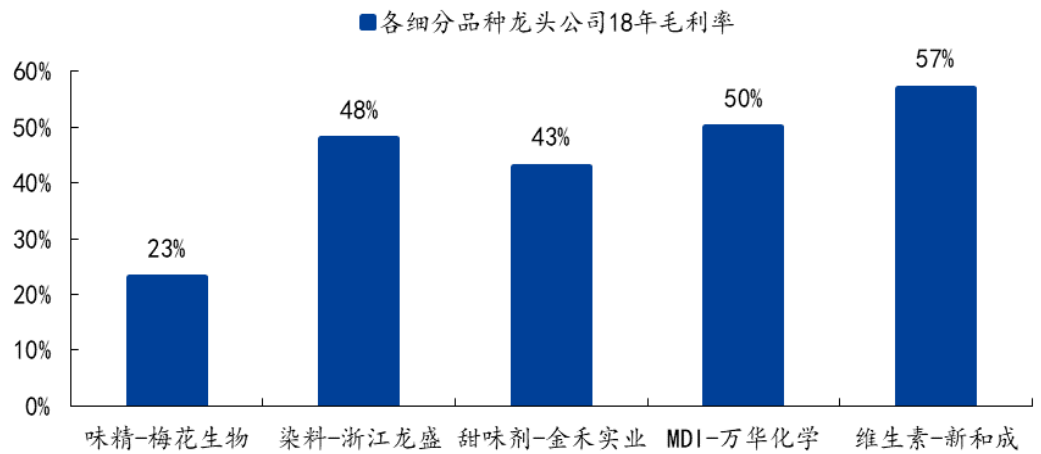
### 3. 玉米深加工行业未来趋势研判

我们认为以梅花生物和阜丰集团为代表的“产业链式”的巨头企业正在快速崛起，依靠产能规模、循环经济、跨品种布局、低成本原料获取及日益提高的环保门槛，逐步垄断国内乃至全球的玉米深加工行业。我们判断在行业整合完成后，将获得非常高的进入门槛，同时大幅提高各个产品的盈利能力。

从味精上来看，梅花、阜丰与伊品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，是化工细分子行业中稀缺的集中度高的品种，与染料、甜味剂（安赛蜜、甲乙基麦芽酚）、维生素、MDI等品种格局类似，然而在毛利率水平上还有较大差距。

图表 34: 各细分品种龙头公司 18 年单项业务毛利率比较



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**主要理由:**

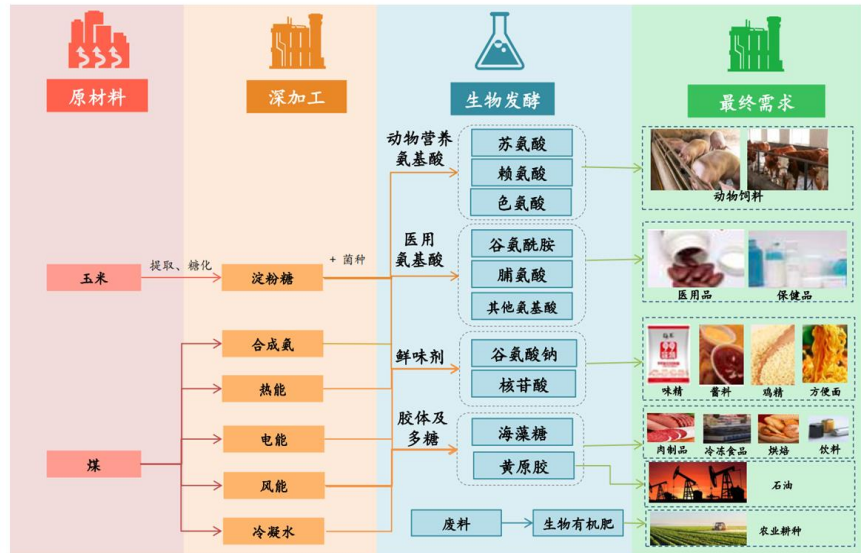
**1) 新增产能大量向龙头企业及成本优势产地集中，加快劣势产能的退出**

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（三家味精产量占全国总供给的 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），黄原胶、I+G 也基本形成了 3、4 家企业寡头垄断的格局。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，新增产能也主要集中在龙头企业的进一步扩张，市场份额将更进一步的向大型企业聚集，因此已经逐步形成了寡头竞争的格局，劣势产能有望加速被淘汰出局。

**2) “产业链式”的巨头正在成型，龙头企业跨品种布局中**

目前行业两大寡头梅花生物和阜丰集团的产业链布局已经趋于一致，均已形成了以玉米和煤炭为主要原材料，依靠发酵能力渗透味精、动物营养氨基酸、医用氨基酸、胶体及多糖等多个子行业的格局，具备很强的产业链协同优势，多品种的布局较单一品种布局具备更强的抗风险能力，能够更好地抵抗行业周期波动对公司利润的影响。

图表 35: 玉米加工产业链上下游

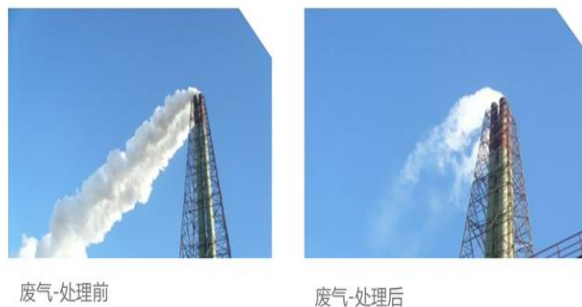


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3) 环保将大幅提高行业的进入壁垒，为未来的垄断创造更好的条件

近几年国内环保整治力度大幅趋严，玉米深加工行业在生产过程中也存在一定污水、废气及噪音等问题，在过去两年的全国环保督察过程中，多数企业因此被责令整改或者停产。梅花近年来在环保设施方面的投入每年就达到 1-2 亿元，排放标准全部优于国家及行业指标。其中废气是发酵行业处理难度最高的环节，发酵行业的废气排放以 VOCs 为主，并带有异味。针对异味及烟气，公司 17 年投入资金约 1.5 亿元，新建 14 个重点环保项目。我们认为环保整治力度的趋严，大公司将持续进行环保方面的资本开支，行业整体环保处理水平有望持续提高，而不具备环保投入资金实力的小企业和落后产能将加速被淘汰。

图表 36: 废气处理前后比较



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

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，一旦行业洗牌出清进入的寡头定价阶段，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。

## 4.公司的优势

### 1) 区位优势

玉米和煤炭占公司生产成本约 60%。公司生产基地策略性的选址在玉米及煤炭的主要产区，区位优势明显，可直接获得行业内成本最低的原材料，并得益于当地政府对玉米深加工企业的政府补贴及税收优惠政策。

### 2) 全产业链优势

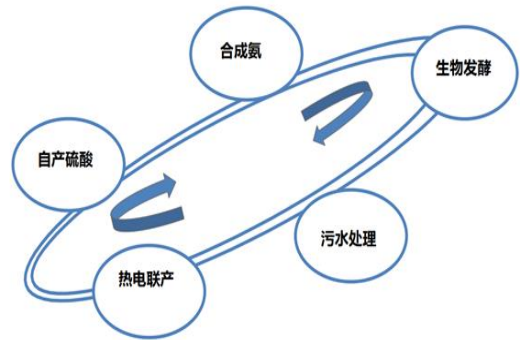
各基地可自行供热、供电、供蒸汽并生产部分主要的化工辅料，拥有配套的硫酸厂、合成氨车间，实现了能源的阶梯式分布利用，降低了生产成本，实现了从产品生产的第一道工序开始，直至排放的废水、废渣全部转化为产品及副产品，是国内产业链最长、资源综合利用率最高的现代化生产企业之一。

图表 37: 公司生产基地分布



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 公司全产业链布局



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3) 丰富的产品组合优势

与同行业公司相比,梅花生物有最多元化和完整的产品谱系。产品横跨传统农业深加工、基础化工、饲料养殖、医疗保健、日用消费等产业,公司定价能力强,将受益于竞争格局趋好后的盈利提升,并且多产品组合能有效的对冲因单一产品市场变化、行业周期波动对利润产生的负面影响,使公司经营业绩保持稳定。

## 5.盈利预测与投资建议

### 盈利预测假设

1、营业收入: 我们预计公司 19~21 年的营业总收入分别为 147.8、172.9 及 194.5 亿元,同比分别增长 16.8%、17.0%及 12.5%,具体分业务板块来看:

**动物营养氨基酸:** 主要产品包括赖氨酸、苏氨酸、色氨酸及淀粉副产物等,随着 18 年下半年行业新增产能的释放,赖、苏氨酸价格已达到历史低位,未来 2 年随着行业小产能、落后产能的逐步出清,产品价格有望逐步回升,18 年四季度公司白城新增 40 万吨赖氨酸产能释放将为公司带来营业收入的成长性。

**食品味觉性状优化剂:** 1) 味精: 18年以来受到环保因素影响, 味精行业开工率整体下滑, 使得味精价格自10月份逐步上涨, 公司今年以来基本满产, 有望受益于味精价格的上涨。中长期我们判断随着中小产能的逐步退出, 一旦行业洗牌出清进入寡头定价阶段, 味精的价格及盈利将会有显著改善; 2) I+G: 目前整体呈现供不应求的局面, 公司具备较强定价能力, 我们预计在寡头协同的格局下, 中期呈味核苷酸价格有望保持稳定。

**其他:** 17年以来受到全球石油行业复苏影响, 黄原胶需求逐步复苏, 我们判断黄原胶的行业整合已经基本完成, 价格有望稳步上行。

2、毛利率: 我们预计公司2019~2021年毛利率为25.6%、26.4%、27.25%。

3、费用率: 我们预计公司2019~2021年的期间费用率为14.5%、14.9%和14.8%。

图表 39: 公司主要业务营收及毛利率情况 (百万元)

营业收入	2018	2019E	2020E	2021E
动物营养氨基酸	5254.77	6242.62	7313.81	7879.24
增长率	3.44%	18.80%	17.16%	7.73%
毛利率	23.41%	15.18%	15.47%	16.04%
人类医用氨基酸	575.23	747.80	972.14	1263.78
增长率	50.04%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	36.98%	35.00%	35.00%	35.00%
食品味觉性状优化产品	5158.41	5973.45	6434.51	6738.94
增长率	0.00%	15.80%	7.72%	4.73%
毛利率	23.11%	33.32%	35.57%	36.84%
其他	1518.22	1669.80	2424.78	3424.78
增长率	28.84%	9.98%	45.21%	41.24%
毛利率	33.63%	34.20%	33.25%	32.30%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 估值评级

**相对估值法:** 我们预计公司19~21年的营业总收入分别为147.8、172.9及194.5亿元, 归母净利润为12.5、15.0及18.2亿元, 对应EPS分别为0.40、0.48及0.58元/股, 对应三年PE为12.1、10.0及8.3。我们认为公司所处的玉米深加工产业链在行业整合完成后, 将获得非常高的进入门槛, 同时将大幅提高各个产品的盈利能力。公司作为行业龙头公司之一, 具备产业链一体化优势, 同时在成本、产品组合、环保等方面优势显著, 未来产品盈利能力提升后弹性很大。首次覆盖, 给予买入评级。

图表 40: 可比上市公司盈利及估值情况 (其他公司 EPS 预测取自 Wind 一致预期)

	股票名称	股价	EPS		PE	
			2019E	2020E	2019E	2020E
002597.sz	金禾实业	20.54	1.60	1.89	12.84	10.87
002001.sz	新和成	21.35	1.25	1.60	17.08	13.34
603968.sh	醋化股份	17.94	1.33	1.47	13.49	12.20
600873.sh	梅花生物	4.83	0.40	0.48	12.08	10.06

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 风险提示

**原料价格大幅波动:** 公司生产所需原材料中玉米和煤的采购约占生产成本的 60%左右, 原材料价格上升可能对公司盈利能力产生不利影响。

**新增产能释放造成市场竞争加剧的风险:** 氨基酸目前整体还处于供需过剩的局面, 18 年下半年行业新增产能投放后可能会造成中短期市场竞争进一步加剧, 可能会对产品价格和公司盈利能力造成一定影响。

**环保和安全生产的风险:** 近几年国内环保督察力度升级, 从原材料、供热、用电、排污等诸多方面对行业提出了更高的要求, 因此存在由于国家环保政策的变化对公司经营带来合规风险以及公司存在因需要大量增加环保投入而导致利润下降的风险。

**汇率波动的风险:** 公司海外收入占比约 30%, 外销出口主要以美元结算, 因此人民币汇率的大幅波动可能将会对公司经营产生一定的影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com