

## FUFENG GROUP LTD(00546.HK)

**A cost leader in China's MSG industry**

Fufeng Group is the largest MSG producer in China. The company MSG products accounting for 25% of Chinese market share and 20% of world market share. The company's customers mainly are food processing enterprises, catering enterprises and the company will expand its sells channel to the end customers in the future. We forecast that net profit can grow by a CAGR of 26% from 2010-2012. Our TP is HK\$9.7, based on 13X10PE. We initiate the company stock with a buy rating.

**The largest MSG producer in China** Established in 1999, the company is the largest MSG producer after 10 year's development. Currently, the company is accounting for 25% of the China's MSG market share and 20% of the global MSG market share. The company targeted a 40% market share of China's MSG market in the future.

**Cost leader in MSG industry** The Company's production base is in proximity to the raw materials production areas, thus it enjoys a higher GM and net profit margin comparing with industry average. The new production base in Northeast China will continue to decrease the company raw material cost

**Key to expand in consumer sells channel** The Company is key to expand its consumer sells channel. Currently, Company sales are mainly coming from food processing business, catering business and supermarkets. We believe the company is benefitting from the double digit growth of catering and food processing enterprises.

**Valuation and rating** We forecast that the MSG price RMB9000/ton in 2010 and volume growth coming from the new capacities added in 2009. We forecast that 2010-2012 EPS is RMB0.66,0.87 and 1.04 . Our TP is HKD9.7, based on 13X10PE. We initiate the company stock with a buy rating.

### Financials

RMB mn	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Revenue	3585	4633	6208	8072	9710
Growth(%)	47%	29%	34%	30%	20%
Net income	295	928	1088	1443	1727
Growth(%)	554%	215%	17%	33%	20%
EPS ( yuan )	0.18	0.56	0.66	0.87	1.04
DPS ( yuan )	0.10	0.25	0.16	0.22	0.26
P/E ( X )	32.5	10.3	8.8	6.6	5.5
P/B ( X )	5.5	4.0	2.9	2.2	1.7
ROE ( % )	17%	39%	33%	33%	30%

Source: Company data, CMS(HK) estimates

**Buy**

(Initial coverage)

**TP: HK\$ 9.7**

Current price: HK\$6.5

China Merchants Securities (HK)  
Gloria Wang  
86-755-83295365  
wangxiaodi@cmschina.com.cn

30 Apr 2010

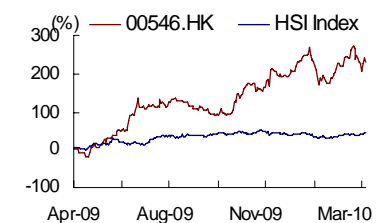
### Key data

HSI Index	21867.04
HSCEI Index	12855.31
S/O ( mn )	1660
S/O (HK) ( mn )	1660
Mkt cap (HK) (mn)	9246
BVPS ( HKD )	1.44

Major share holder	Holding ( % )
Free float	41.50
Industry	F&B

### Share performance

%	1m	6m	12m
Absolute return	-12	135	230
Relative return	-15	133	193



Source: Bloomberg

### Related research

## 阜丰集团(00546.HK)

### 享有成本优势的味精行业龙头

阜丰集团是中国最大的味精生产商，公司占中国25%的市场份额，全球20%的市场份额。公司销售主要集中在食品加工企业、餐饮业和超市终端。公司将受益于双位数的中国餐饮企业和食品加工企业的发展，未来保持业绩稳定增长。我们预计2010-2012年的利润年复合增长率达到25.9%。2010-2012年EPS 分别为RMB0.66,0.87 和1.04。我们给予公司13X10PE的估值，目标价9.7港元，给予公司股票推荐评级。

**三年一个台阶，公司为中国最大的味精生产商** 公司建立于1999年，经过10年发展，目前公司占有中国味精市场规模25%，全球味精市场20%的份额。公司计划未来三年提高在国内味精市场份额到40%。

**善于运用资源优势，公司运营利润率高** 公司的生产基地距离原料基地近，公司享有资源优势。公司毛利率和净利润率水平高出行业平均10个百分点。公司2011年东北工厂投产，内蒙工厂也将经历技术改造，成本将进一步优化，预计未来资源优势可维持。

**未来将加大消费渠道的扩张** 公司采取全产业链形式，之前销售部分中间产品谷氨酸给其他味精制造商。不过，自2009年以来，公司开始加大对味精终端产品的销售，谷氨酸更多转为自用。目前下游客户主要集中在餐饮企业和食品加工企业以及超市终端。我们认为公司长期将受益于餐饮业以及食品加工业的发展。

**估值与评级** 目前我们预期2010年味精供需平衡，预计味精价格在9000/吨左右。2010年销量增长主要来自于2009年新增产能。我们预测2010-2012年EPS 分别为0.66、0.87和1.04元。我们认为公司长期发展将受益于国内餐饮企业和食品加工业增长。我们给予公司股票13X10PE的估值水平，目标价为9.7元港币，给予公司股票买入评级。

### 盈利预测及估值

人民币 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业额	3585	4633	6208	8072	9710
同比增长(%)	47%	29%	34%	30%	20%
净利润	295	928	1088	1443	1727
同比增长(%)	554%	215%	17%	33%	20%
每股盈利(元)	0.18	0.56	0.66	0.87	1.04
每股股息(元)	0.10	0.25	0.16	0.22	0.26
市盈率(x)	32.5	10.3	8.8	6.6	5.5
市净率(x)	5.5	4.0	2.9	2.2	1.7
ROE(%)	17%	39%	33%	33%	30%

资料来源：公司资料，招商证券（香港）预测

买入

(首次覆盖)

目标价：HK\$ 9.7

现价：HK\$6.5

招商证券(香港)研究部  
王晓涛

86-755-83295365

wangxiaodi@cmschina.com.cn

2010年4月30日

### 基础数据

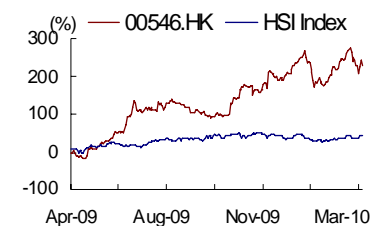
恒生指数	21867.04
H股指数	12855.31
总股数(万股)	1660
港股股数(万股)	1660
港股市值(港元百万)	9246
每股净资产(港元)	1.44

主要股东 持股(%)

自由流通量 41.50  
行业 食品饮料

### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	135	230
相对恒指表现	-15	133	193



资料来源：彭博

### 相关报告

## 正文目錄

一、公司情況	3
1、三年一個台階，公司成為中國最大的味精生產企業	3
2、味精業務和黃原膠為核心業務	4
3、縱向一體化的生產模式，享有成本優勢	4
二、行業前景：引領行業整合以及產業鏈深化	6
1、谷氨酸行業	6
2、味精行業	7
3、黃原膠行業以及其他新的利潤增長點	10
三、競爭優勢	11
1、產能保持高速增長	11
2、歷史收入和淨利潤保持高速增長	11
3、善於運用資源優勢	12
4、具有主動定價能力，引領行業重組	13
5、公司產業鏈深化，尋找新的利潤增長點	14
6、擴大消費渠道的銷售	15
五、盈利預測	15

## 圖表目錄

表 1：中國同行业公司比較	9
表 2：國際味精公司比較	10
表 3：新項目資本開支	13
表 4：公司各部分產能計劃	14
表 5：公司品牌	15
表 6：公司運營費用率	16
表 7：銷售收入預測	17
表 8：估值比較	17
圖 1：公司架構	3
圖 2：公司收入分布圖	4
圖 3：公司毛利分布圖	4
圖 4：公司產業鏈分解圖	5
圖 5：中國各地玉米價格差異（元/噸）	6
圖 6：中國各地煤炭價格差異（元/噸）	6
圖 7：全球谷氨酸味精產能分布	7
圖 8：中國谷氨酸味精產能分布	7
圖 9：亞洲地區味精人均消費量（單位：克）	8
圖 10：中國味精銷售渠道劃分	8
圖 11：餐飲業銷售收入以及增長	8



图 12: 味精产量以及增长 .....	8
图 13: 谷氨酸年产能以及增长率 (吨) .....	11
图 14: 味精年产能以及增长率 (吨) .....	11
图 15: 公司收入和增长图 .....	12
图 16: 公司净利润和增长图 .....	12
图 17: 味精成本划分 (2009 年) .....	12
图 18: 黄原胶成本划分 (2009 年) .....	12
图 19: 公司黄原胶毛利率 .....	14
图 20: 公司整体毛利率 .....	14
图 21: 玉米价格走势 .....	16
图 22: 煤炭价格走势 .....	16

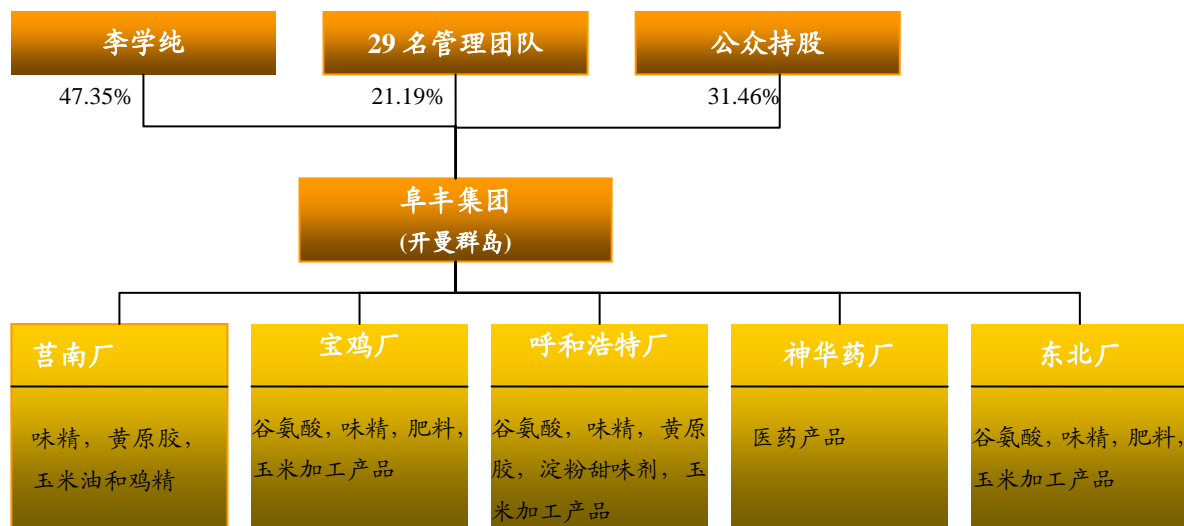
## 一、公司情况

### 1、三年一个台阶，公司成为中国最大的味精生产企业

阜丰集团于1999年在山东成立，是中国最大味精生产企业。经过10年的发展以及3次大的生产基地重心迁移，每一次迁移标志着公司发展更上一台阶。**(1) 1999-2003年：发源山东，公司迈入味精企业全国前十名。**公司1999年在山东成立莒南一厂，2003年成立莒南二厂，5年间产能扩张到6万吨，进入味精企业全国十强。**(2) 2004-2005年：宝鸡扩建，公司成为中国最大的味精生产商。**2004年，公司在陕西宝鸡开始筹建两个生产基地，2005年底，宝鸡产能扩张到12万吨。公司总体产能达到18万吨，为全国最大的味精生产商。**(3) 2006年至今：重心转移至内蒙古以及东北，掌握资源优势，运营更上新台阶。**公司2006年底在内蒙古呼和浩特建立了12万吨谷氨酸产能，2009年底，公司整体谷氨酸产能达到35万吨，味精产能达到30.5万吨。公司国内味精市场份额达到25%，国际市场份额达到20%。2011年，公司的东北项目投产将提高公司谷氨酸产能到54万吨，味精产能到64万吨。纵观公司历史，公司生产重心的迁移对企业的资源优势有较大的影响。

公司2007年2月登陆联交所主板，筹集资金10亿港元，为公司在国际市场竞争建立了良好的平台。公司主席李学纯是公司实际控制人，占公司总股份的47.35%。公司29名管理团队占公司股份21.19%，公众持股31.46%。

图 1：公司架构



资料：公司资料 招商证券 (香港)

## 2、味精业务和黄原胶为核心业务

公司产品包括谷氨酸、味精、肥料、淀粉甜味剂（前四种也可简称味精业务，MSG整体）和黄原胶。2009年，分别占收入比例为16%、48%、8%、12%和9%。味精业务整体和黄原胶占公司的毛利比例分别为89.4%和10.6%。公司2003年投入黄原胶，经过三年培育开始收益。预计2011年东北新项目投产后，黄原胶全球市场份额有望从目前的30%提高到50%。公司自有研发中心着力于新的产品和技术的开发，在产业链上继续深化，培育的玉米油、鸡精、果糖项目、苏氨酸等项目有望成为未来新的利润增长点。

公司研发中心是山东省级企业技术中心，目前已经申报国家专利达40余项。公司每年投入研发开支5、6千万元。在销售渠道商，公司84%的味精产品销售给国内食品制造商、餐饮渠道以及超市终端，而黄原胶主要出口海外客户。

图2：公司收入分布图

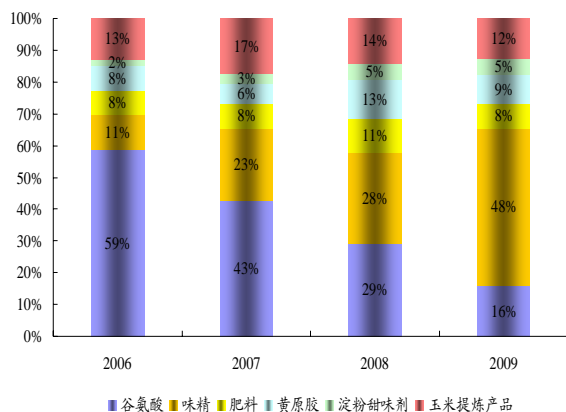
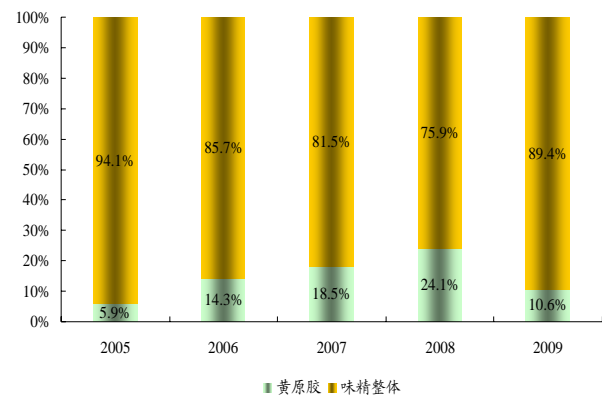


图3：公司毛利分布图



资料来源：公司资料 招商证券（香港）

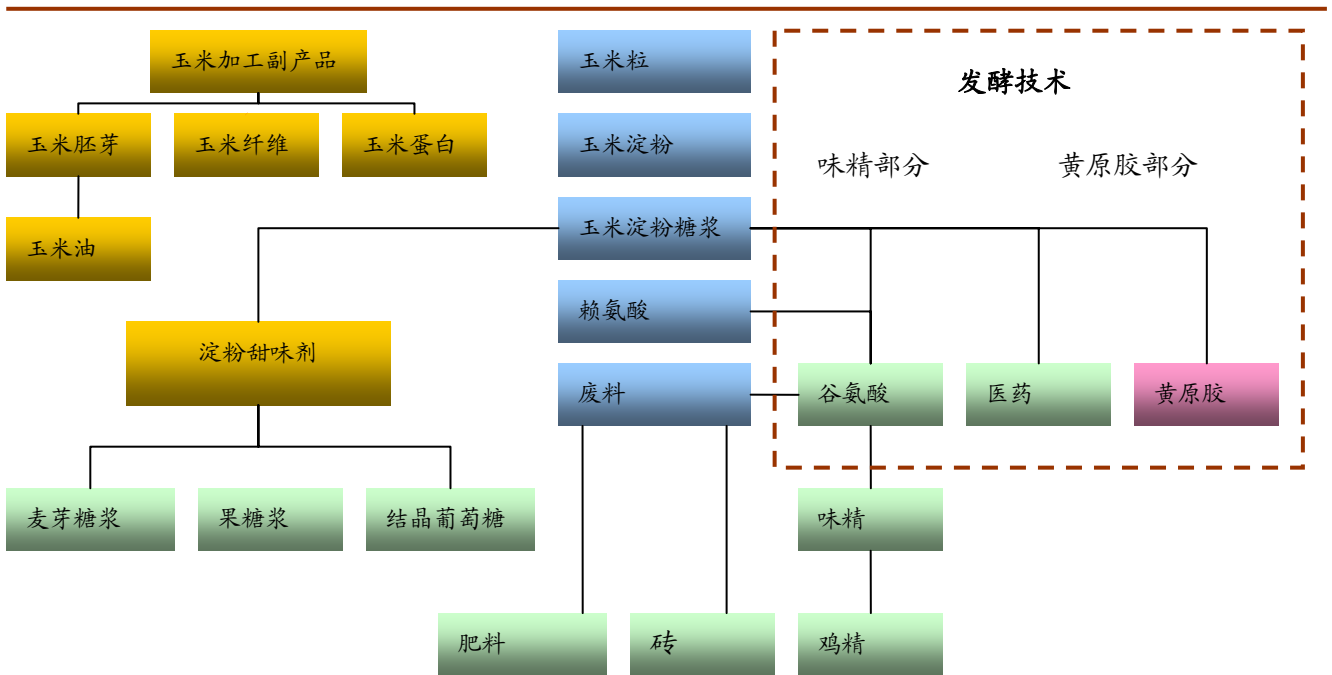
## 3、纵向一体化的生产模式，享有成本优势

**具有完整的味精产业链** 味精企业产业链起源于玉米加工—生产玉米淀粉—加工成淀粉糖—发酵成谷氨酸—谷氨酸转化为味精。玉米加工到淀粉糖环节属于玉米初加工，技术含量较小。而生产谷氨酸采用发酵技术，属于玉米深加工，生产谷氨酸弊病在于排放大量的烟气和污水，需要环保投入。公司是具有完整产业链的味精制造商之一，从玉米加工到烟气废水的处理，公司掌握了味精产业链上的每一个环节。目前，国内除了7家味精企业有生产谷氨酸能力，其他味精公司基本上都是外购谷氨酸，此类味精企业容易受到谷氨酸原料供需的影响。

**纵向一体化的生产模式带来成本优势** 公司采取纵向一体化的生产模式：公司的产品出自于生产环节的各个阶段，而各阶段产品可广泛应用

于食品、保健、农业、制药以及石油勘探等行业，生产过程中排放的废气废料，公司加工成肥料。我们认为：纵向一体化的模式给公司带来了更多的成本优势。比如：生产谷氨酸的主要原料是玉米、煤炭、合成氨。公司的生产基地建立在玉米和煤炭资源较为丰富的内蒙、山东、宝鸡和东北，同时配套肥料厂、热电厂、合成氨生产厂，极大的运用了资源优势。公司味精业务总体毛利率水平在25%-30%，高出国内行业平均10个百分点。

图 4：公司产业链分解图



资料来源：公司资料 招商证券（香港）

## 二、行业前景：引领行业整合以及产业链深化

### 1、谷氨酸行业

谷氨酸、味精的生产比例为0.8:1。谷氨酸作为味精生产过程中的半成品，影响味精行业的发展。中国应用谷氨酸在调味品行业的比例为85%；国外谷氨酸应用在调味品的比例为52%，48%应用于化工、保健品以及医药领域。谷氨酸味精行业的发展将直接受到调味品行业的影响。

**谷氨酸成本主要受玉米成本、煤炭成本的影响** 谷氨酸是生产调味品味精的主要原料，其生产原理主要采用发酵技术。谷氨酸发酵的主要原料为淀粉（玉米、小麦、甘薯、大米）和糖蜜（甘蔗、甜菜）。我国目前主要是运用玉米发酵。生产1吨谷氨酸需要3吨玉米，2.5吨煤炭，0.4吨液氨、0.5吨硫酸。在成本方面，我们发现内蒙古和东北地区的玉米和煤炭对于谷氨酸加工企业具有明显的价格优势。目前，内蒙古的玉米价格1700元/吨左右，而煤炭价格245元/吨左右。如果阜丰公司内蒙基地合成氨项目投产，那么可进一步降低原料成本。按照我们测算，东北地区味精企业的毛利率高出山东地区味精企业毛利率10个百分点。因此，对于布局在东北、内蒙的谷氨酸味精企业享有极大的成本优势。

图5：中国各地玉米价格差异（元/吨）

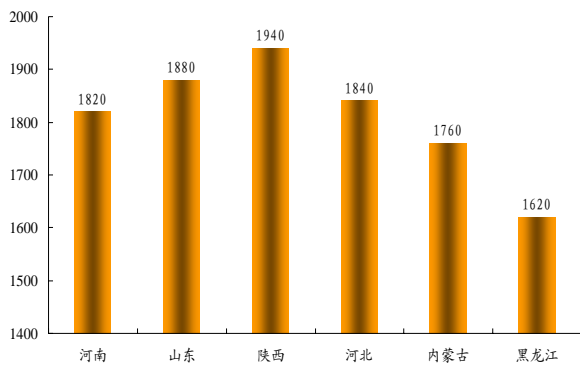
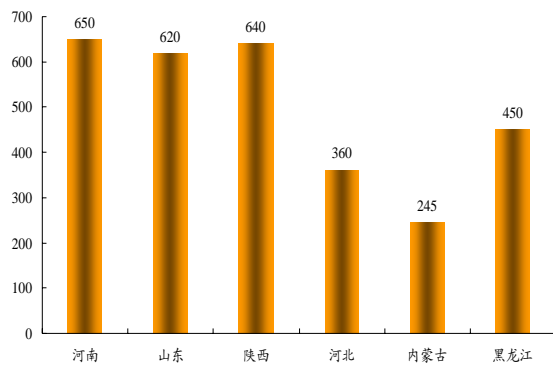


图6：中国各地煤炭价格差异（元/吨）



资料来源：招商证券（香港）

**亚洲是谷氨酸产能的主要分布地区** 依赖中国丰富的玉米以及煤炭产能，中国谷氨酸味精享有成本优势，产能达到全球77%，其次越南产能占到全球9%。近年来，大宗商品价格看涨，国际味精生产商味之素目前产能转移到印尼，而味丹国际转移到越南。而且产业链上已经开始向毛利率更高的复合调味品转移。中国目前是最享有成本优势的国家，预计中国作为味精的主要生产大国的地位在未来不会改变。中国的味精产能分布从东部沿海转向玉米和煤炭丰富的山东、华北、内蒙以及东北地区。根据发酵协会的统计，目前山东企业的产能分布占到50%，其次为河南河北的产能占到30%。



图7: 全球谷氨酸味精产能分布

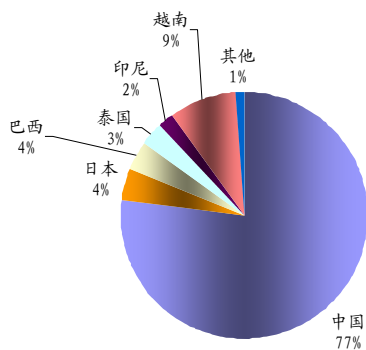
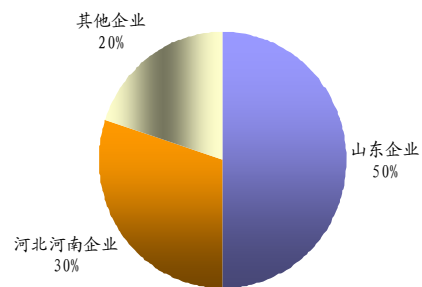


图8: 中国谷氨酸味精产能分布



资料来源: 发酵协会 招商证券(香港)

**谷氨酸资本投入大, 构成味精行业的进入壁垒** (1) 发酵技术属于玉米深加工。从玉米淀粉糖加工为谷氨酸采用发酵技术, 在玉米深加工领域里技术含量较高, 而且需要较大的资本开支, 投资10万吨的谷氨酸需要5到6亿元人民币的资本开支, 而投资10万吨的味精仅需要1亿元资本开支。因此构成谷氨酸味精行业的进入壁垒。目前中国只有7到8家味精厂家有谷氨酸生产设备, 而且仅有2家(梅花和阜丰)能够满足自我的谷氨酸需求, 其他的生产厂商需要外购谷氨酸。(2) 谷氨酸发酵过程环境污染大, 需要专门的烟气和污水治理。谷氨酸发酵过程中, 产生大量的污水和烟气, 而治理10万吨的污水需要投入5-6千万元。环保资本开支大也构成味精行业的壁垒。因此味精小厂直接从外购买谷氨酸加工为味精。(3) 国家关闭味精小厂, 带来谷氨酸行业整合。我们认为具有自我供给谷氨酸能力的企业在行业整合中也更加有利。比如2009年的味精行业整合, 国家关闭味精小厂, 带来谷氨酸短缺, 大企业减少对外供应, 对中小企业造成沉重的打击。

## 2、味精行业

**中国是最大的味精生产国, 但人均消费量不高** 亚洲是全球味精主要的消费地区。日本发酵协会专家估计, 亚洲地区中国味精销量达到160万吨, 欧洲味精市场总销量约有13万-14万吨。但从人均消费比较看, 中国大陆的人均消费在亚洲地区落后于韩国、日本, 也落后于台湾、香港地区。据估计, 目前大陆地区的人均消费量仅达到一年500克。中国味精销售集中食品制造商、餐饮渠道和复合调味品, 三者的销售占比80%, 而商超的占比不到20%。

图9: 亚洲地区味精人均消费量 (单位: 克)

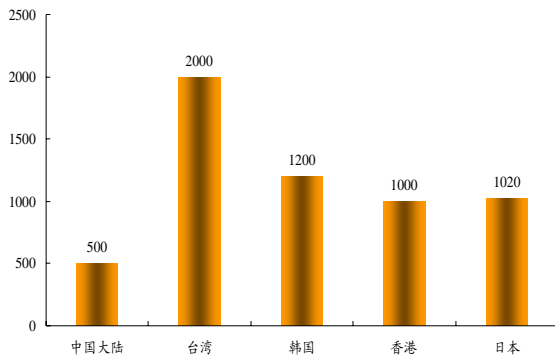
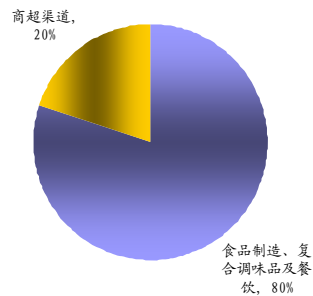


图10: 中国味精销售渠道划分



资料来源: 招商证券 (香港)

**味精行业将受益于餐饮业和食品加工业的发展** 鉴于味精主要销售集中在食品加工业、餐饮业。预计未来将受益于食品加工业和餐饮业的发展。根据国家统计局的数据, 从1998年到2008年, 餐饮业销售收入保持了24%的年复合增长率。我国味精行业的销量保持9.3%的增长率。受益于食品餐饮近年来以两位数的增长率, 我们认为味精行业仍未来可保持5%-10%的增长空间。

图11: 餐饮业销售收入以及增长

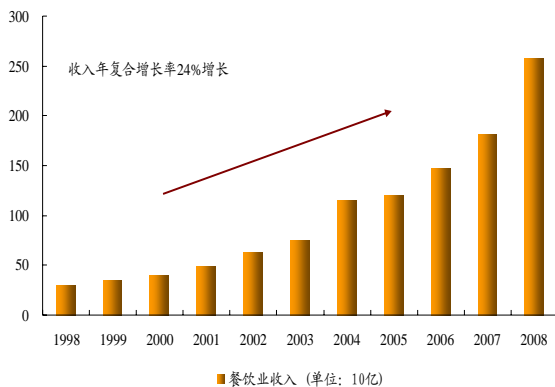
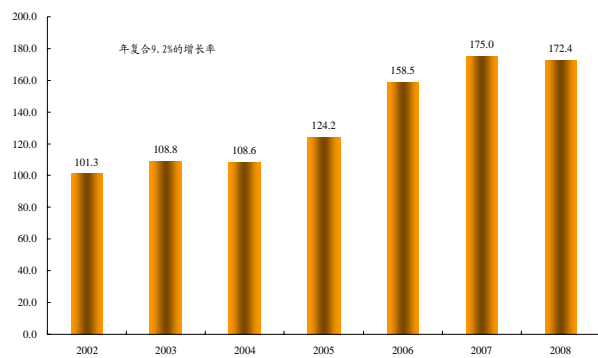


图12: 味精产量以及增长



资料来源: 国家统计局 招商证券 (香港)

**味精行业集中度提高, 市场整合波动性将减少** 2007年10月, 国家发改委、国家环保总局发布关于淘汰四类落后产业的通知, 味精行业也是其中之一。国家政策规定产能在3万吨以下生产企业将逐步淘汰。经历2007年-2008年的整合, 味精企业约30%-40%的产能退出市场。2009年, 国家出台了限制产能10万吨以下的味精企业发展。味精企业的总数减少到目前35家左右, 谷氨酸企业减少到20家左右。目前, 梅花、阜丰占到中国市场45%的市场份额。阜丰集团的味精在中国的市场份额达到25%, 在全球达到20%。公司预计未来2-3年内把味精在中国市场份额提高到40%, 在国际市场份额提高到30%。我们预计未来几年, 即

使行业整合带来的波动可能继续，但龙头企业主动定价能力加强，转嫁成本能力强，因此行业的集中度将会继续扩大。预计未来前 2 大家的市场份额将达到 70%-75%。

**行业竞争主要是成本优势加产业链深化** 我们认为味精行业的竞争主要看三个方面：**(1) 产业链的长短。**对比国内三家龙头味精企业，阜丰和梅花的产业链最为完整，从玉米加工到最后的复合肥料的生产，利用了产业链上每一个环节的产品。**(2) 规模效益。**进入门槛需要一定的资金优势，对于谷氨酸的投资为10万吨需要5、6亿元。对于一般的小企业来说，投入资金较大，因此对味精生产也有一定的制约。**(3) 资源优势差距。**山东、河南和河北产能之比为50%、30%，其余的产能主要分布在宁夏、福建、浙江、广东和东北地区。东部沿海的人力成本和原料成本都相对较高，因此竞争优势已经大幅度减少。从布局上看，梅花的布局在内蒙古和河北，阜丰的布局山东、内蒙、宝鸡和东北，莲花布局主要在河南，而其他几家味精企业主要在山东。目前原料成本玉米、能源、液氨、硫酸占到成本80%。东北和内蒙企业具有明显的成本优势。**(5) 环保方面要求。**味精生产过程会产生大量的污水和废气。国家近年来出台了对环境保护以及落后产能的淘汰的措施。阜丰公司2009年下半年对宝鸡厂烟气处理投入1-2亿元。作为味精生产龙头企业，公司在环境治理方面做了带头作用。环保方面的投入未来也成为限制小厂的一个因素。

表 1: 中国同行业公司比较

	梅花	阜丰	莲花
产业链	产业链较完整	产业链较为完整	产业链较次
工厂布局	内蒙古、河北	内蒙、东北、山东、宝鸡	河南
市场份额	18%	25%	9%

资料来源：招商证券（香港）

**国际上味精制造企业产业链转移** 味精行业全球的增长大概为 5%，国际上主要的味精企业为味之素和味丹国际。因为面临国内较高的生产成本，味之素和味丹的产业链已经发生了转移。**(1) 产品多元化发展。**味之素的产品结构朝多元化发展，除了味精这块业务，公司还涉及氨基酸、酱油等其他复合调味品业务。**(2) 生产基地转移至东南亚。**味之素有 65 万吨的谷氨酸产能，因为日本国内成本较高，目前味精生产转移到印尼。**(3) 中国销售规模不大。**味丹在中国的销售收入达到 5400 万美元，占其收入的 18.9%，相对于中国的本土企业规模较小。因此国际公司在中国国内对本土味精企业的冲击力度较小。

**表 2: 国际味精公司比较**

单位: 亿元人民币	味丹国际	味之素
销售收入	19.6	864
净利润	1.22	-7.42
毛利率	32.9%	30.0%
净利率	6.2%	-0.90%

资料来源: Bloomberg 招商证券(香港)

### 3、黄原胶行业以及其他新的利润增长点

**黄原胶在石油开采以及食品添加剂方面的应用广泛** 黄原胶主要应用在石油开采领域和食品添加剂方面,两者应用各占一半左右。目前,主要是国际市场的应用,而国内在逐步扩大。**(1) 石油勘探方面,具有环保的特性。**黄原胶是石油钻井业务的替代产品,具有可分解的特性,不会污染环境,主要在中东、俄罗斯、南美大范围的使用,其销售受到石油价格影响。2009年由于全球金融危机的影响,石油勘探减少,黄原胶的销售相应减少。**(2) 食品方面,具有增稠的作用。**由于黄原胶的价格一直较高,目前国内的使用范围较少,不过预计在国内产能扩大以后,黄原胶价格下降,会带来国内市场增长。**(3) 全球三家公司占到80%的市场份额。**全球生产黄原胶的三家主要企业为美国的CPKelco公司,中国的中轩集团以及阜丰集团。三家公司占全球80%的市场份额。阜丰集为全球第一大的黄原胶生产商,2009年底产能达到3.2万吨,占全球市场份额30%。山东中轩为第二大的黄原胶生产企业,市场份额20%-30%。预计阜丰在2010年投产的东北项目和内蒙古项目可以使黄原胶的产能提高到4.4万吨,公司的发展战略是尽快扩大黄原胶的成本优势,通过巨大的成本优势换取市场优势,通过降低价格将全球市场占有率从目前的30%扩大到50%。**(4) 黄原胶依然是采取发酵技术,但技术门槛更高。**公司在黄原胶项目上储备了5年,从2003年开始研发,2006年-2009年开始有经济效益。黄原胶方面的资本开支也比较大,10万吨需要2亿元人民币投入。

### 三、竞争优势

#### 1、产能保持高速增长

根据发酵协会资料：按照产量计算，目前公司是中国最大的谷氨酸、味精制造商及全球第一大黄原胶制造商。公司的谷氨酸产能从 2005 年的 13 万吨扩张到 2009 年的 35 万吨，保持了 49.5% 的年复合增长率。味精产能从 2005 年的 2.5 万吨扩张到 2009 年的 30.5 万吨，保持了 86.9% 的年复合增长率。而公司计划谷氨酸以及味精的产能从 2009-2011 年分别以 24.2% 和 44.9% 的年复合增长率增长，2010 年公司在谷氨酸和味精领域产能扩张到 46 万吨和 54 万吨。而预计 2011 年，谷氨酸和味精的产能达到 54 万吨和 64 万吨。我们认为产能的大幅度扩张是业绩增长的基石。

图13：谷氨酸年产能以及增长率（吨）

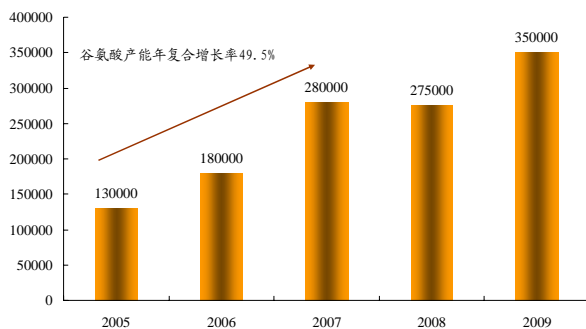
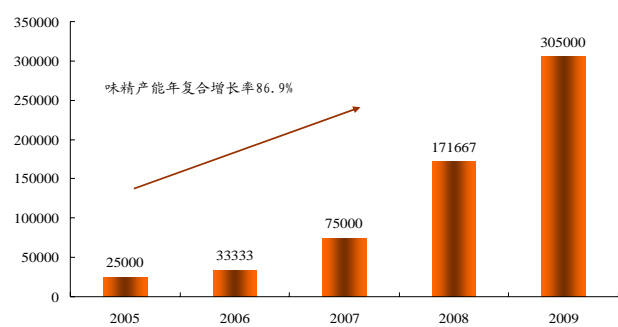


图14：味精年产能以及增长率（吨）



资料来源：公司资料 招商证券（香港）

#### 2、历史收入和净利润保持高速增长

公司历史收入和净利润保持了高速增长。从2004-2009年，公司收入保持年复合增长率64.1%的增长到46.3亿元，而股东应占溢利保持67.2%的年复合增长到9.2亿。公司在历史财务年度，净利润增长较为波动的主要原因在于味精行业在我国近年来经历着整合，因此毛利率和净利润率的波动较大。不过我们预计未来，在行业进一步整合的过程中，净利润增长将较为稳定，而且公司目前也在积极开拓小包装味精产品的销售，势必减少业绩对原材料价格的敏感性。

公司收入构成上，谷氨酸和味精是最大的收入来源。根据2009年财报，谷氨酸、味精、肥料、黄原胶、淀粉甜味剂和玉米提炼产品的销售收入占比为16%、48%、8%、9%和12%。2009年年份较为特殊，味精价格大涨带来了味精收入占比偏高通常年度。2009年业绩超预期主要来自于11-12月份，经销商对味精价格上涨预期而非理性囤货。2009年1-10月，公司的每个月的净利润为6600万，11-12月份净利润达到2.67亿。

图15: 公司收入和增长图

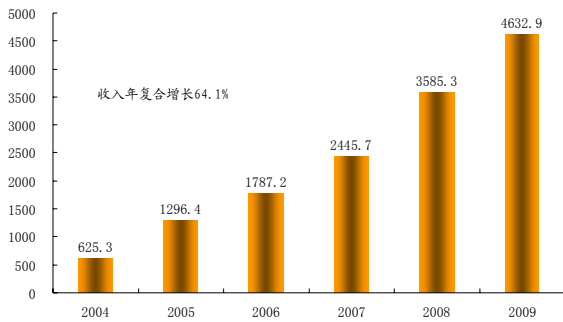
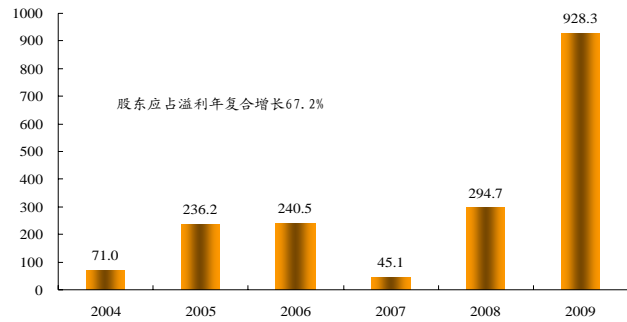


图16: 公司净利润和增长图



资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

### 3、善于运用资源优势

谷氨酸味精和黄原胶的主要成本是煤炭和玉米，两者占比超过50%。公司的生产基地建立在中国玉米和煤炭资源丰富的地方；公司的原材料硫酸和液态氨从外部采购，而2010年内蒙古以及东北厂将开始自建液态氨厂，未来将减少液氨吨成本1000元；此外，公司在三地都配套了热电厂；公司产业链上的产品都可以销售给外部或者自用。公司的煤灰可以变成轻质的建筑用砖，卖给建筑企业，废水可以加工成有机肥。在原料供应上，公司与供应商的采购关系一直保持稳定，而且前5大的供应商的占比分散。公司黄原胶项目向内蒙古地区转移，因为内蒙的煤炭成本是山东的三分之一。

图17: 味精成本划分(2009年)

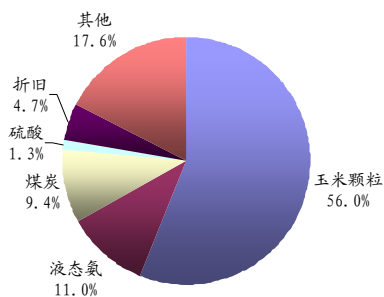
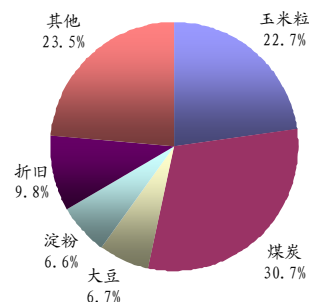


图18: 黄原胶成本划分(2009年)



资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

**公司东北项目旨在进一步优化成本** 公司预计在黑龙江和内蒙古交界新建工厂，产能为20万吨味精，16万吨谷氨酸。公司会有相关的液氨生产厂、热电厂配备和自由的铁路运输网。该地区有500万吨的玉米供应，且无其他加工玉米加工企业争夺原料，玉米价格比内蒙的玉米更为便宜。东北项目预计会在2011年下半年投产。

**内蒙古工厂将继续改造** 公司预计2010年在内蒙古投入5.6亿元继续改造工厂，通过建立8万吨的合成氨以及相关的新工厂和自我的铁路线，可以继续减少生产成本。估计新改造工厂在2010年底完成。公司将继续通过技术改造提高谷氨酸和味精的产能。

**表 3: 新项目资本开支**

项目	产能扩张	资本开支(百 万人民币)	开工时间	完工时间
东北工厂	20万吨味精, 16万吨 谷氨酸、20万吨肥 料、10万吨合成氨	600	2010.5	2H2011
内蒙古合 成氨项目	合成氨8万吨	500	2010.3	1H2011
内蒙古 5000吨果 糖项目	5000吨果糖	40	2010.1	2H2010
总计		1200		

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

#### 4、具有主动定价能力，引领行业重组

用于龙头地位、以及资源优势的公司来说，将受益行业重组。(1) **2007年，公司动用价格战发动行业重组。**2007年，味精行业产能过剩，同时生产原料玉米价格大幅上涨30%，全国味精生产企业面临较大成本压力，公司通过主动降价，降低毛利率，带来不具有资源优势的味精行业亏损，淘汰出局。2007年的价格战带来公司2007年整体毛利率下降到10%，黄原胶毛利率下降到31%。截止2008年下半年，全国的味精生产企业仅剩下20多家。(2) **2009年，政府限制落后产能，公司受益政策导向的行业重组。**2009年行业重组是政策导向下的落后产能淘汰，2009年第四季度的味精价格大涨，带来公司整体毛利率显著提高到30%。经过行业重组，2009年底，公司在味精行业的市场份额达到了25%，公司和梅花占到全国的市场份额50%。(3) **公司黄原胶项目也是具有较大的资源优势。**公司未来发展策略也是通过规模效应，主动压低毛利率获得市场。

图19: 公司黄原胶毛利率

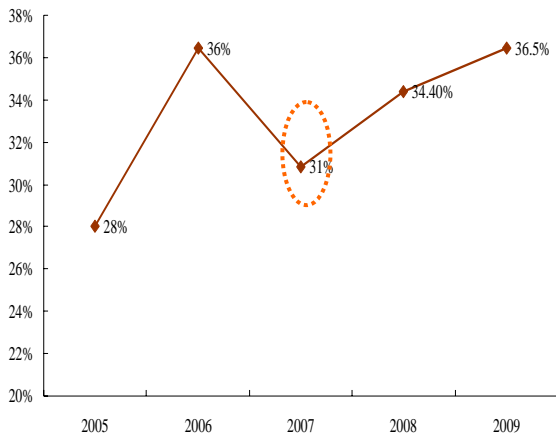
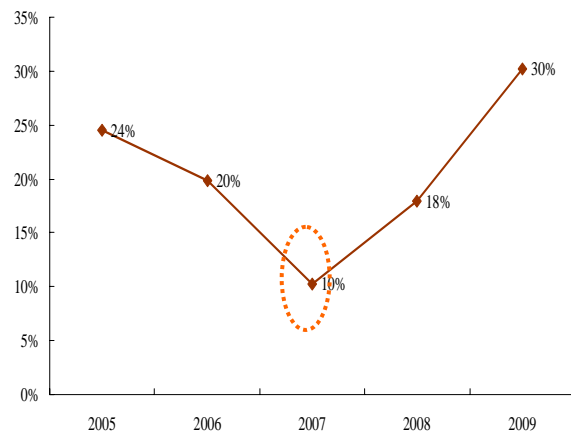


图20: 公司整体毛利率



资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

### 5、公司产业链深化，寻找新的利润增长点

公司通过对玉米加工成谷氨酸以及味精，通过配热电厂、肥料厂，综合利用产业链上的每一环节的产品。公司也致力于产业链深化，公司的新产品黄原胶在 2003 年投入后，2009 年底的产能已经达到 35000 吨，公司 2011 年底将达到 44000 吨。公司已经成为全球第一大的黄原胶生产商。除了黄原胶、淀粉甜味剂副产品以外，公司在 2009 年还投入了 17500 吨的玉米油和 5000 吨的鸡精的产能，公司预计 2010 年这两者的产能继续扩大，而且公司规划投入苏氨酸、其他支链氨基酸产品。这些都是优化公司的产业链，扩大规模优势的一个措施。预计公司 2008 年收购的神华医药在未来合适的时候将会有医药方面产品的投入。在研发开支方面的开支上，公司每年的投入为 5-6 千万元。我们认为公司在新的项目上快于同行，主要原因在于公司管理团队一直有较强的执行能力以及公司一直有较长时间的技术储备。

表 4: 公司各部分产能计划

公司分部产能	2008	2009	2010E	2011E
味精部分				
MSG	171667	305000	540000	640000
谷氨酸	275000	350000	460000	540000
肥料	405000	460000	560000	660000
淀粉甜味剂	100000	100000	100000	100000
玉米油		17500	35000	35000
鸡精		5000	10000	10000
果糖			2500	5000
黄原胶	21000	32000	41000	44000

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)



## 6、扩大消费渠道的销售

公司之前主要销售谷氨酸和味精产品。谷氨酸主要销售给其他的味精制造企业，而味精主要销售给餐饮企业、食品制造商和商超渠道。公司未来的发展策略为减少谷氨酸外销，而重点发展终端味精产品。公司的产品销售目前主要靠经销商的方式。公司销售人员400-500人，提供服务给1000名国内客户和36名国外客户。未来公司计划发展下游的品牌，扩大消费类渠道的销售。2009年公司建立了数个办事处，未来将在地级市推广。公司目前的品牌为：阜丰、雪梅、福瑞、健食。我们认为销售终端产品味精为主，将减少业绩对原材料波动的敏感性。

**表 5: 公司品牌**

品牌	雪梅	福瑞	健食	阜丰
产品	味精	味精	淀粉甜味剂	谷氨酸、黄原胶、肥料
推出年份		2000		2002

资料来源：公司资料 招商证券（香港）

## 五、盈利预测

**非理性上涨阶段性结束，味精价格基本平稳** 目前预计2010年味精市场供需基本平稳，而原材料玉米价格的上升预计带来味精价格轻微上升。09年第四季度，味精价格非理性上涨到12000元/吨，主要是经销商囤货造成。2010年1-2月份味精价格回落到9000元/吨，我们预计2010年味精和谷氨酸价格同比上涨在5%-10%之间。

**新建产能将逐步贡献** 2009年新增了7万吨谷氨酸产能、15万吨味精、10万吨肥料。我们预计新增产能在2010年将贡献销量增长，我们预计味精销量增加32%，黄原胶销量增加40%。

**成本上涨，带来毛利率略降低** 玉米成本价格今年上涨比较明显，而煤炭价格上涨趋势不强，预计今年的毛利率会略有所降低。公司认为今年保持味精毛利率在25%-28%之间问题不大。我们预计今年的毛利率达到27.5%。

图 21: 玉米价格走势

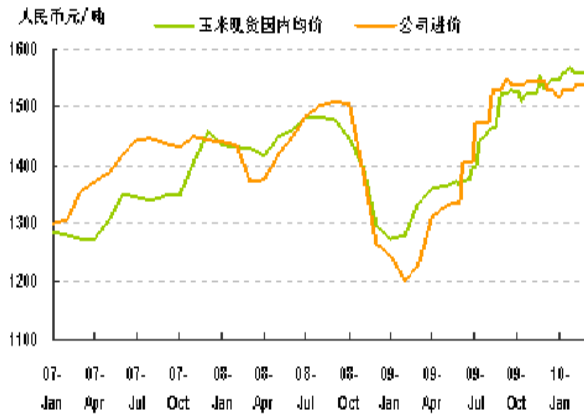
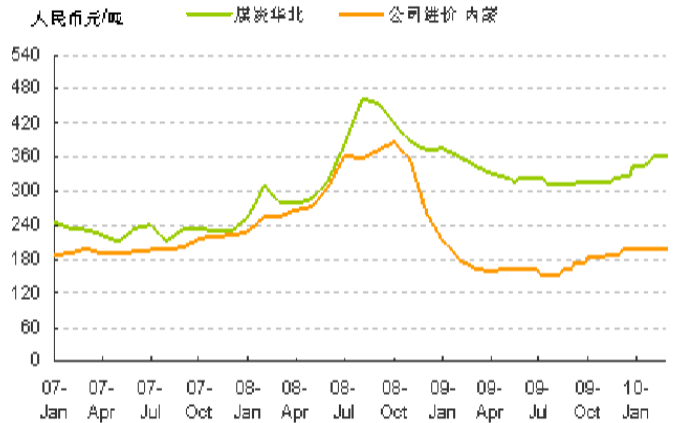


图 22: 煤炭价格走势



资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

**费用水平维持** 预计销售管理费用维持在 8%-9% 的水平。公司销售费用方面投入不大, 主要是因为商超渠道目前销售所占的比例还比较小。公司 2009 年净利润率水平达到 20%, 而行业平均水平在 7%-8%。

表 6: 公司运营费用率

运营费用率	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
毛利率	16.1%	17.3%	24.5%	19.9%	10.2%	18.0%	30.2%
<b>销售费用率</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.2%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>
行政开支率	2.6%	3.4%	2.7%	2.3%	4.6%	4.0%	4.2%
财务成本费率	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	1.8%	1.2%	0.5%
经营利率	12.1%	12.9%	18.9%	14.8%	2.0%	10.3%	22.6%
净利润率	7.9%	11.3%	18.2%	13.5%	1.8%	8.2%	20.0%

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)

**估值与盈利预测** 我们预测 2010-2012 年 EPS 分别为 0.66、0.87 和 1.04 元, 2010-2012 年净利润年复合增长率达到 25.9%。估值上, 我们认为公司的估值水平应该相对于香港市场的同行味丹国际给予一定的估值溢价。原因在于 (1) 味丹 2005-2009 年销售收入复合增长 3%, 净利润复合增长 22%, 历史增长率低于公司。公司的高速增长应该给予一定的估值溢价。(2) 味丹国际的生产基地主要在越南, 依赖于本地丰富的糖蜜和木薯, 销售收入 18.9% 来自于中国, 52.1% 来自于越南。我们认为公司主要销售给中国内地, 受益于中国食品加工企业以及餐饮业的高速发展, 我们给予 13X10PE 也是完全合理的。我们的估值的目标价为 9.7 元港币, 给予公司买入评级。

**表 7: 销售收入预测**

人民币百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
谷氨酸	1,053.3	720.6	734.0	809.2	926.1
味精	1,004.4	2,245.3	3,260.2	4,621.3	5,711.9
肥料	380.1	361.5	451.1	535.6	590.5
黄原胶	451.7	408.1	599.9	772.4	994.4
淀粉甜味剂	163.0	245.2	350.6	424.2	467.1
玉米提炼产品	509.8	557.5	732.0	829.4	939.7
其他	23	95	80.0	80.0	80.0
总额	3,585	4,633	6,207.8	8,072.0	9,709.8

资料来源: 公司资料 招商证券(香港)预测

**风险提示** 公司上游原材料价格的波动带来毛利率的侵蚀, 导致净利润低于我们预期。

**表 8: 估值比较**

公司	市值(百万美元)	销售收入(09)	净利润(09)	毛利率	净利润率	10PE
味丹(国际)	191	1965.	122.	24.7%	6.2%	10.6
味之素	6631	86400	-722	30.0%	-0.9%	37.7
莲花味精	934	2051	12.5	15.2%	0.6%	388.3
阜丰集团	1423	4632	928	30.2%	20%	9.7

资料来源: 公司年报 招商证券(香港)

注: 销售收入和净利润单位为人民币百万元

附：財務預測表

資產負債表

單位：百萬元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流動資產</b>	1175	1608	2117	3034	4342
現金	225	343	366	770	1623
交易性投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
抵押定期存款	43	26	20	20	20
應收款項	548	688	955	1242	1494
其它應收款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存貨	356	551	776	1002	1205
其他	3	0	0	0	0
<b>非流動資產</b>	2088	2653	3496	3987	4439
長期股權投資	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定資產	1955	2508	3359	3852	4305
預付土地租賃款	132	140	138	135	133
其他	0	5	0	0	0
<b>資產總計</b>	<b>3262</b>	<b>4261</b>	<b>5613</b>	<b>7022</b>	<b>8781</b>
<b>流動負債</b>	1170	1572	1800	2237	2630
短期借款	276	418	300	300	300
應付賬款	888	1140	1500	1937	2330
預收賬款	0	14	0	0	0
其他	7	0	0	0	0
<b>長期負債</b>	350.726	295.101	550	350	350
長期借款	312	180	500	300	300
其他	39	115	50	50	50
<b>負債合計</b>	<b>1521</b>	<b>1867</b>	<b>2350</b>	<b>2587</b>	<b>2980</b>
股本	169	169	169	169	169
儲備	1572	2225	3094	4265	5631
留存收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少數股東權益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司所有者權益	1742	2394	3263	4434	5801
<b>負債及權益合計</b>	<b>3262</b>	<b>4261</b>	<b>5613</b>	<b>7021</b>	<b>8781</b>

現金流量表

單位：百萬元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>經營活動現金流</b>	449	586	1217	1711	2042
淨利潤			1088	1443	1727
折舊攤銷			262	319	359
財務費用			26	25	18
投資收益			0	0	0
營運資金變動			(140)	(76)	(62)
其它			(19)	0	0
<b>投資活動現金流</b>	(399)	(223)	(1110)	(810)	(810)
資本支出			(1110)	(810)	(810)
其他投資			0	0	0
<b>籌資活動現金流</b>	(54)	(245)	(84)	(497)	(379)
借款變動			202	(200)	0
普通股增加			0	0	(0)
資本公積增加			(26)	(25)	(18)
股利分配			(219)	(272)	(361)
其他			(41)	0	0
<b>現金淨增加額</b>	(4)	118	23	404	853

資料來源：公司報表、招商證券（香港）

利潤表

單位：百萬元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>營業收入</b>	3585	4633	6208	8072	9710
營業成本	(2941.0)	(3233.3)	(4500.6)	(5811.9)	(6991.0)
營業稅金及附加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
營業費用	(166.4)	(215.7)	(291.8)	(379.4)	(456.4)
管理費用	(142)	(195)	(261)	(339)	(408)
財務費用	(43)	(25)	(26)	(25)	(18)
資產減值損	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允價值變動收	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投資收益	32.1	59.9	80.7	104.9	126.2
<b>營業利潤</b>	325.4	1023.6	1209.3	1621.6	1962.9
營業外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
營業外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利潤總額</b>	325.4	1023.6	1209.3	1621.6	1962.9
所得稅	(30.7)	(95.3)	(120.9)	(178.4)	(235.5)
淨利潤	295	928	1088	1443	1727
少數股東損	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>母公司所有者淨利</b>	295	928	1088	1443	1727
<b>EPS (元)</b>	0.18	0.56	0.66	0.87	1.04

主要財務比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>年成長率</b>					
營業收入	47%	29%	34%	30%	20%
營業利潤	669%	185%	18%	33%	20%
淨利潤	554%	215%	17%	33%	20%
<b>獲利能力</b>					
毛利率	18%	30%	28%	28%	28%
淨利率	8%	20%	18%	18%	18%
ROE	17%	39%	33%	33%	30%
ROIC	14%	38%	33%	32%	29%
<b>償債能力</b>					
資產負債率	46.6%	43.8%	41.9%	36.8%	33.9%
淨負債比率	18.0%	14.0%	14.3%	8.5%	6.8%
流動比率	1.00	1.02	1.18	1.36	1.65
速動比率	0.92	0.92	0.89	1.05	1.35
<b>營運能力</b>					
資產週轉率	1.10	1.09	1.11	1.15	1.11
存貨週轉率	8.3	5.9	5.8	5.8	5.8
應收帳款週轉	6.5	6.7	6.5	6.5	6.5
應付帳款週轉	3.3	2.8	3.0	3.0	3.0
<b>每股資料(元)</b>					
每股收益	0.18	0.56	0.66	0.87	1.04
每股經營現	0.3	0.4	0.7	1.0	1.2
每股淨資產	1.0	1.4	2.0	2.7	3.5
每股股利	0.10	0.25	0.16	0.22	0.26
<b>估值比率</b>					
PE	32.5	10.3	8.8	6.6	5.5
PB	5.5	4.0	2.9	2.2	1.7
EV/EBITDA	29.5	10.4	7.3	5.5	4.6

**投资评级定义和免责条款**

投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
优于大市	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内
逊于大市	预期股价在未来12个月较市场指数下跌10-20%之间
卖出	预期股价在未来12个月较市场指数下跌20%以上

**免责声明:**

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

作者声明: 本人王晓滢 未持有该公司股票及其衍生证券。

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
公司网址: <http://www.newone.com.hk>  
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828