

阜丰集团

寡头协同利于味精提价，盈利能力增强

观点聚焦

投资建议

考虑味精价格上涨和利润率提高，分别上调 2017 年和 2018 年每股盈利预期 8% 和 3% 至 0.56 元和 0.68 元。维持推荐，上调目标价 8% 至 6.4 港元，对应 10 倍的 2017 年市盈率。

理由

由于寡头协同效应增强，味精价格将上涨，利润率也将改善。分别上调 2017 年和 2018 年味精价格预期至 6800 元和 7000 元每吨（含增值税）。

- ▶ 行业有效产能集中度提升；梅花管理层更替，味精寡头协同性增强。除三大主要厂商仍然盈利以外，目前小产能的亏损严重。三寡头目前占总产能的 76%，占总产量的 90% 左右；我们认为中小产能逐步退出以后，行业集中度将进一步提升。同时，梅花新董事长上任后采取更加积极的价格战略，加强同味精巨头间的协同效应。
- ▶ 原材料价格上涨；下游接受涨价，利润率提升。近一个月来玉米价格上涨（每吨涨 50 元）。味精下游产品酱油的价格有所上涨，因此可以更好地接受味精价格增长。由于公司较可比公司的玉米成本更低，味精利润率将会进一步增强。

盈利预测与估值

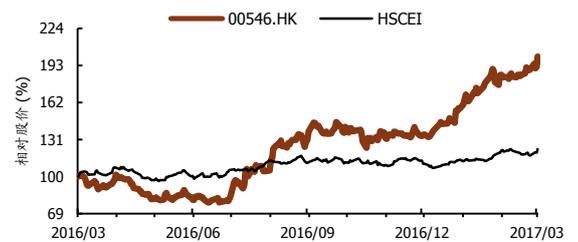
分别上调 2017 年和 2018 年味精价格预期 3% 和 2% 至 6800 元和 7000 元每吨（含增值税）；分别上调 2017 年和 2018 年每股盈利预期 8% 和 3% 至 0.56 元和 0.68 元。当前股价对应 8 倍和 7 倍的 2017 年和 2018 年市盈率。维持推荐，上调目标价 8% 至 6.4 港元，对应 10 倍的 2017 年市盈率。

风险

味精价格低于预期。

维持推荐

股票代码	00546.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 5.30
目标价	港币 6.40
52 周最高价/最低价	港币 5.30~2.01
总市值(亿)	港币 110
30 日日均成交额(百万)	港币 19.88
发行股数(百万)	2,127
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	3.99
主营行业	化工



(人民币 百万)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	11,226	10,915	11,973	13,361
增速	-0.6%	-2.8%	9.7%	11.6%
归属母公司净利润	516	934	1,255	1,506
增速	-17.6%	80.9%	34.3%	20.0%
每股净利润	0.23	0.42	0.56	0.68
每股净资产	2.61	2.98	3.46	4.03
每股股利	0.05	0.09	0.12	0.14
每股经营现金流	0.52	0.72	0.83	0.84
市盈率	19.1	11.3	8.4	7.2
市净率	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	7.5	5.9	5.1	4.3
股息收益率	1.1%	1.9%	2.5%	2.9%
平均总资产收益率	3.8%	6.4%	8.0%	8.7%
平均净资产收益率	9.2%	15.0%	17.5%	18.1%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

唐卓菁

分析员

zhuojing.tang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080516060003

SFC CE Ref: BFK685



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	11,226	10,915	11,973	13,361	营业收入	-0.6%	-2.8%	9.7%	11.6%
营业成本	-9,423	-8,415	-9,061	-9,812	营业利润	-7.7%	43.9%	27.5%	16.9%
营业费用	-709	-742	-814	-909	EBITDA	-2.4%	28.8%	9.8%	14.6%
管理费用	-513	-524	-551	-615	净利润	-17.6%	80.9%	34.3%	20.0%
其他	-47	-47	-47	-50	盈利能力				
营业利润	1,034	1,487	1,895	2,216	毛利率	16.1%	22.9%	24.3%	26.6%
财务费用	-354	-257	-243	-233	营业利润率	9.2%	13.6%	15.8%	16.6%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	15.9%	21.0%	21.1%	21.6%
利润总额	680	1,230	1,652	1,983	净利润率	4.6%	8.6%	10.5%	11.3%
所得税	-164	-296	-397	-477	偿债能力				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	0.88	1.13	1.27	1.42
归属母公司净利润	516	934	1,255	1,506	速动比率	0.46	0.77	0.90	1.09
EBITDA	1,783	2,297	2,522	2,890	现金比率	0.19	0.48	0.59	0.67
扣非后净利润	516	934	1,255	1,506	资产负债率	58.1%	56.1%	53.0%	50.3%
资产负债表					净债务资本比率	61.5%	45.6%	30.2%	18.4%
货币资金	1,019	2,464	3,165	3,839	回报率分析				
应收账款及票据	1,214	1,296	1,421	2,196	总资产收益率	3.8%	6.4%	8.0%	8.7%
存货	2,192	1,848	1,989	1,882	净资产收益率	9.2%	15.0%	17.5%	18.1%
其他流动资产	205	205	205	205	每股指标				
流动资产合计	4,629	5,812	6,780	8,122	每股净利润 (元)	0.23	0.42	0.56	0.68
固定资产及在建工程	7,567	7,657	7,932	8,162	每股净资产 (元)	2.61	2.98	3.46	4.03
无形资产及其他长期资产	1,654	1,654	1,702	1,749	每股股利 (元)	0.05	0.09	0.12	0.14
非流动资产合计	9,221	9,311	9,634	9,911	每股经营现金流 (元)	0.52	0.72	0.83	0.84
资产合计	13,850	15,123	16,415	18,032	估值分析				
短期借款	1,846	2,146	2,146	2,146	市盈率	19.1	11.3	8.4	7.2
应付账款	3,311	2,909	3,132	3,495	市净率	1.7	1.6	1.4	1.2
其他流动负债	125	68	68	68	EV/EBITDA	7.5	5.9	5.1	4.3
流动负债合计	5,282	5,123	5,346	5,709	股息收益率	1.1%	1.9%	2.5%	2.9%
长期借款	2,745	3,345	3,345	3,345					
非流动负债合计	2,761	3,361	3,361	3,361					
负债合计	8,043	8,484	8,707	9,070					
股本	207	207	207	207					
未分配利润	5,600	6,432	7,500	8,755					
股东权益合计	5,807	6,639	7,707	8,962					
负债及股东权益合计	13,850	15,123	16,415	18,032					
现金流量表									
税前利润	680	1,230	1,652	1,983					
折旧和摊销	747	810	627	674					
营运资本变动	100	-140	-44	-305					
其他	-378	-296	-397	-477					
经营活动现金流	1,149	1,604	1,838	1,875					
资本开支	-1,045	-900	-950	-950					
其他	730	247	0	0					
投资活动现金流	-315	-653	-950	-950					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-678	900	0	0					
其他	-175	-164	-187	-251					
筹资活动现金流	-853	736	-187	-251					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	-19	1,687	701	674					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

阜丰集团成立于1999年，是一家致力于生物发酵产品的研发、生产和销售集团公司。主要产品包括：谷氨酸、味精、黄原胶、结冷胶、透明质酸、氨基酸、肥料及淀粉糖等，产品广泛应用于不同行业，当中包括饮食、保健、农业、制药以及石油勘探等。公司连续多年在中国发酵行业中综合实力排名第一。



图表 1：盈利预期调整

(人民币百万元)	2017E			2018E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主要假设						
味精价格 (Rmb/t, 含税)	6,603	6,800	3.0%	6,837	7,000	2.4%
黄原胶价格 (Rmb/t, 含税)	13,000	13,000	0.0%	14,496	14,496	0.0%
味精销量 (千吨)	1,200	1,180	-1.7%	1,350	1,330	-1.5%
味精吨成本 (Rmb/t)	4,119	4,218	2.4%	4,058	4,206	3.7%
玉米价格 (Rmb/t, 含税)	1,269	1,310	3.3%	1,244	1,310	5.4%
财务数据						
主营业务收入	11,955	11,973	0.2%	13,233	13,361	1.0%
主营业务成本	9,135	9,061	-0.8%	9,744	9,812	0.7%
主营业务利润	2,820	2,912	3.3%	3,489	3,549	1.7%
营业费用	813	814	0.2%	900	909	1.0%
管理费用	574	551	-4.0%	622	615	-1.2%
净利润	1,168	1,255	7.5%	1,459	1,506	3.2%
每股盈利 (元)	0.52	0.56	7.5%	0.66	0.68	3.2%

资料来源：中金公司研究部

图表 2：各公司味精产能

企业 (万吨)	2016	2017E	2018E
阜丰集团	110	125	140
梅花集团	70	70	70
宁夏伊品	42	42	42
山东圣花	8	8	8
菱花	10	10	10
莲花味精	10	10	10
中粮	10	10	10
信乐	5	5	5
三九	12	12	12
福建武夷	10	10	10
齐鲁雪花	5	5	5
广西益力	5	5	5
合计	297	312	327

资料来源：卓创资讯、中金公司研究部

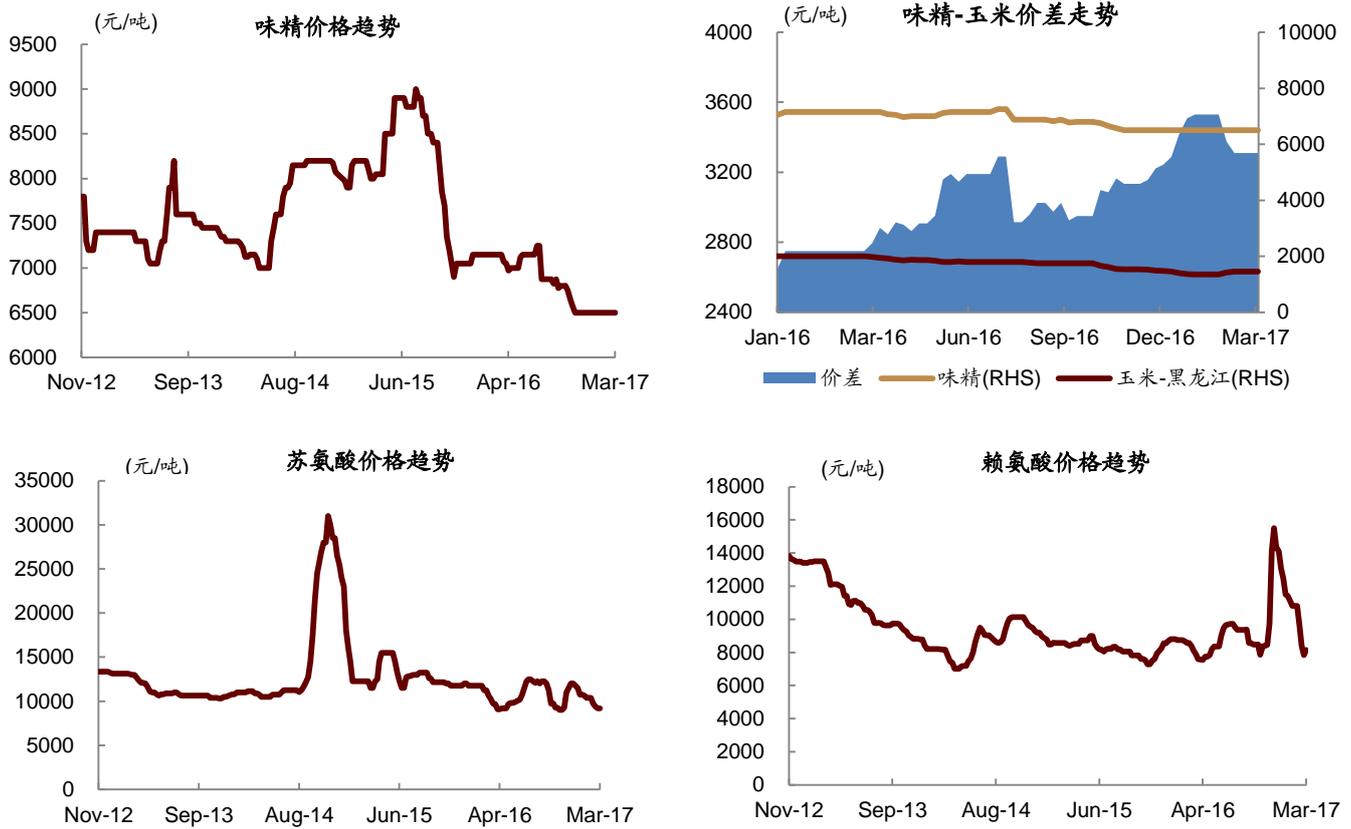
图表 3：敏感性分析

价格变化幅度	阜丰集团									
	味精税前价格 (元/吨)	味精税后价格 (元/吨)	17年总体 EPS(元)	盈利变动	P/E	味精税前价格 (元/吨)	味精税后价格 (元/吨)	18年总体 EPS(元)	盈利变动	P/E
	6700	5726	0.53	-6%	8.9	6900	5897	0.64	-6%	7.7
基准	6800	5812	0.56	0%	8.4	7000	5983	0.68	0%	7.2
	6900	5897	0.60	6%	7.9	7100	6068	0.72	6%	6.8
	7000	5983	0.64	13%	7.4	7200	6154	0.76	12%	6.4
	7100	6068	0.67	19%	7.0	7300	6239	0.80	18%	6.1
	7200	6154	0.71	26%	6.7	7400	6325	0.84	24%	5.8
	7300	6239	0.75	32%	6.3	7500	6410	0.88	30%	5.5
	7400	6325	0.78	39%	6.0	7600	6496	0.92	36%	5.3
	7500	6410	0.82	45%	5.8	7700	6581	0.96	42%	5.1

资料来源：中金公司研究部

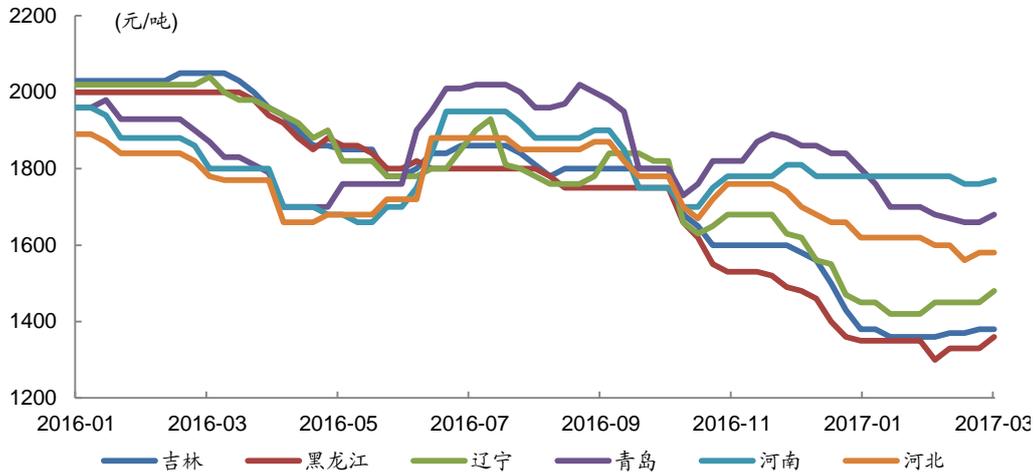


图表4：主要产品价格及价差趋势



资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

图表5：国内各地区玉米价格走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

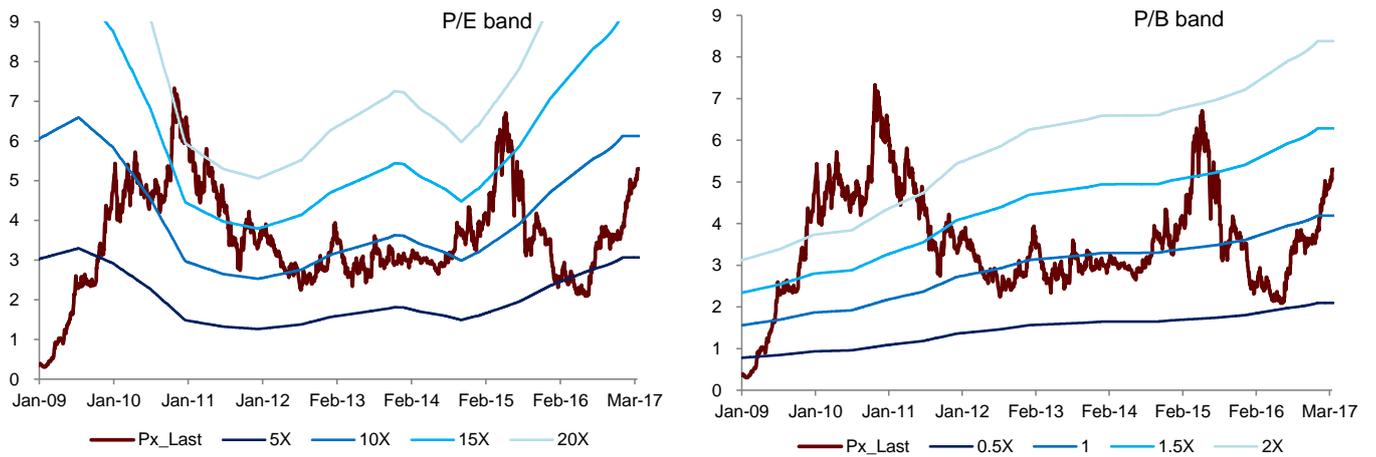
图表6：可比公司估值

公司	代码	货币	股票价格		EPS				P/E			
			2017-3-17	2015A	2016A/E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E	
梅花生物	600873.SH	CNY	7.37	0.14	0.34	0.41	0.44	53	22	18	17	
阜丰集团	0546.HK	HKD	5.30	0.28	0.47	0.56	0.68	19	11	8	7	
平均								36	17	13	12	

资料来源：中金公司研究部



图表7: 市盈率和市净率



资料来源: 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
翻译：张懿
编辑：杨梦雪、张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455



CICC
中金公司

