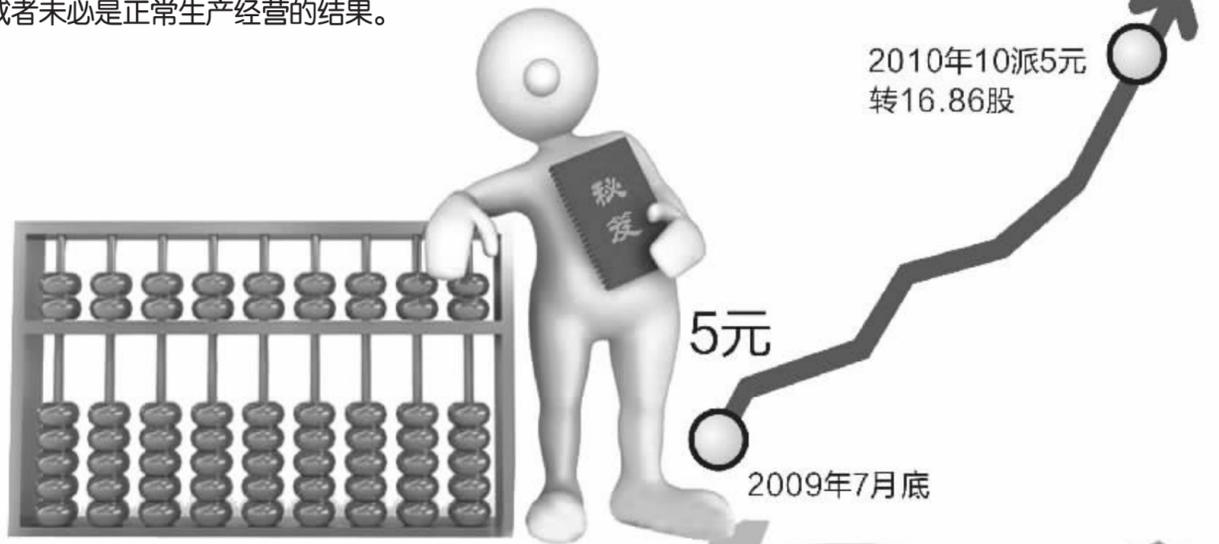


梅花集团神机妙算 三年业绩承诺误差10个点

编者按:最近,梅花集团宣布完成重组的业绩承诺。然而,业绩数据与所做承诺过于精确契合的情况引发了投资者的质疑。

一方面,在重大资产重组中,业绩承诺如果完不成,承诺方将面临巨额补偿。另一方面,梅花集团上市以来,味精行业即迈入景气度下滑通道。公司极高的业绩完成或者未必是正常生产经营的结果。



证券时报记者 范彪

预测未来三年的业绩,能精准定位在10个百分点左右。

这一点,是千万研究员的梦想,是千万投资人的梦想,也是千万企业家的梦想。而这一点,梅花集团600873做到了。它成功完成了借壳时的业绩承诺,2010、2011、2012年业绩承诺的完成率分别为117%、116%、103%,平均下来,每年的误差仅10个百分点左右。

“一家企业的老总对公司几个月、甚至半年内的利润应该比较有把握,但是要对公司两三年的业绩有把握就非常难了,除非是非常稳定的公用事业。”深圳一位资深投资人分析说。

证券时报记者分析梅花集团的毛利率、营业费用、原材料等多项指标发现,梅花集团完成业绩承诺的过程,与整个行业的实际情况截然相反,并非“天衣无缝”。

行业不景气毛利却飙升

就毛利率来看,2012年梅花集团的毛利率出现了逆行业而动的情况。

目前,味精行业的前三强为阜丰集团(00546.HK)、梅花集团、宁夏伊品,产量分别是100万吨左右、50万吨左右、22万吨左右;另莲花味精预计有20万吨左右产能,行业的份额大约为40%、18%、8%、8%。

阜丰集团与梅花集团业务结构最相似,味精均是主要产品。但是,梅花集团的毛利水平不仅仅远远高于阜丰集团,其盈利能力也是在阜丰集团毛利下滑的时候,逆势上升。

记者翻阅了在A股及港股上市的莲花味精、星湖科技、阜丰集团等多家同行业的公司的年报发现,这几家公司都一致认为,2012年行业形势严峻,供大于求,产品价格下跌,成本攀升,且下半年经营形势比上半年艰难。从味精产品价格及主要原料玉米价格来看,2012年内,味精公司的毛利应该是呈现一个下滑的趋势。”一位长期关注味精行业的投资者向证券时报记者说。

湘财证券的一份研究报告显示,2012年下半年,对成本影响超过5成的玉米价格高于上半年,而味精下半年的价格却低于上半年。味精产品的毛利可谓两头承压。

阜丰集团的年报显示,味精产品2012年一季度价格为7621元/吨,二季度降低到7206元/吨,三季度小幅上升到7466元/吨后下降至6515元,四季度将至新低。阜丰集团表示,玉米价格方面,2012年上半年为1972元/吨,下半年升至2015元/吨。阜丰集团表示,报告期内,集团味精的平均售价较2011年下降10.6%,另一方面,主要的原

材料玉米价格上升4.3%又导致成本上升。

在这样的情况下,阜丰集团味精的毛利率由上半年11.4%下降到下半年的10.34%。而梅花集团主要产品的毛利却在2012年中呈现由低变高:味精及谷氨酸毛利从2012年中报的18.82%提升到年报的18.97%;氨基酸产品中报的23.93%提升到年报的24.57%;淀粉副产品毛利也从14.67%提升到年报中的17.45%。三类产品占到梅花集团营收的近9成。

这几项产品的毛利率变化虽然只是一两个点,甚至不到一个点,但是对于净利润本身就很低的味精行业来说,影响其实非常大。去年收入高达74亿的梅花集团,一两个点的毛利变动就会带来上亿的利润。

对于可能造成梅花集团毛利水平高于同行这一情况的原因,湘财证券食品行业分析师赵军分析,梅花具有海外优质合同客户,从而享受比国内味精市场更高的合作价格;另外,结合梅花在工艺方面的高转化率优势和低成本原材料优势,梅花获得比行业主要竞争对手阜丰多7个百分点左右的毛利率优势。

不过,上述关注味精行业的投资者认为,对于一家企业而言,如果产品价格和成本价格两头受压,而技术改良不大的话,那要实现毛利提升,多是人工“挤”的结果。

承诺期满首季费用暴涨

在费用方面,在2012年的年报交付之后,梅花集团的费用就开始“翘起来”了。

2013年一季度的销售费用高达1.21亿元,同比2012年一季度增长76%。相比之下,2013年一季度的销售收入仅同比增长3.2%。

2011年和2012年,梅花集团一季度的销售费用占比都比较高,分别占2010年的22.6%,占2011年的21.8%。但2013年一季度的销售费用占比却达到了36.6%。

很明显,在数字上,梅花集团2013年一季度销售费用与销售收入的增长不成比例。

就行业情况来看,很多行业包括味精行业在四季度都是备货期,容易产生较多的费用,而一季度由于交收期较长,销售费用应该比较少。但实际上,在2012年下半年,梅花集团的销售费用较上半年的下滑幅度达5%,超过了营业收入2%的下滑幅度。

简单来说,费用该增长的2012年下半年不增长,不该增长的2013年一季度却大幅飙升。

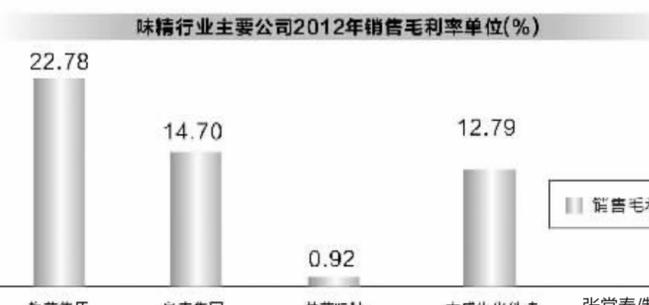
从毛利率高于同行到费用的明显异常,直至公司精准完成业绩承诺,已经很明显可以看到,梅花集团能如此精确地完成重组资产的利润,很大程度上是一种数字上的契合。



梅花集团业绩承诺

2010年归属母公司股东净利润6.73亿元,	实际完成: 净利润7.9亿, 完成率117%
2011年归属母公司股东净利润6.19亿元,	实际完成: 净利润7.2亿, 完成率116%
2012年归属母公司股东净利润5.88亿元,	实际完成: 净利润6.1亿, 完成率103%

平均每年误差仅约10个百分点,扣除非经常性损益后,平均每年误差不到5个百分点



张常春/制图

梅花集团创纪录高送转后的两年

证券时报记者 范彪

梅花集团有一项纪录是可以计入A股历史的。

2010年,刚刚借壳五洲明珠后,梅花集团推出了10股派5元转增16.86股的超级送转方案。该方案超过了神州泰岳在2009年创造的每10股转增15股派3元的纪录,此后阳煤化工、中科合臣虽然都推出10送15,但都没超过梅花集团。

很明显,梅花集团这家公司既不是蓝筹大公司,也不是云南白药、东阿阿胶这样的机构扎堆的白马股,它更不是中小板创业板的高成长企业。由它来推出如此史无前例的送转方案,多少有点让人觉得意外。

这项史上最厉害的高送转方案发布之前,梅花集团在借壳方案中给人留下了高成长的表现:最近3年,梅花集团实

现的销售收入从21.31亿元增长至41.13亿元,年平均增长率为46.5%。

从数据上看,这绝对是高成长,并且梅花集团还在当时对未来前景进行了一系列展望,预计未来几年,梅花集团将在目前味精、鸡精的基础上扩展调味品产品线,向香辛料、复合调味料、酱油、食醋、酱料、高汤等品类延伸。

同时,刚刚借壳的梅花集团流通股本非常小,送转前仅1亿股,送转完成后也仅仅是2.9亿股。

就这样,这只流通盘很小的股票,伴随着股本的超级扩张,加上过去的高成长业绩,在二级市场上开始了大幅上涨。

上证指数在2009年7月底就见顶了,但是,梅花集团的股票却从2009年7月底的不到5元(前复权,下同),一直上涨到2010年超级送转

方案公布前后的19元左右。然后,梅花集团趁着股价高,立即宣布增发,2011年4月,公司拟向特定对象非公开发行不超过3.2亿股,发行价格不低于14.66元/股。募集资金在扣除发行费用后将投向年产30万吨复混(合)肥综合工程项目、年产10万吨赖氨酸和1万吨核苷酸工程项目、年产6万吨苏氨酸及5千吨谷氨酰胺等小品种氨基酸工程项目。

没过多久,该公司表示,公司未来将开发棉秆和玉米秸秆等非粮食发酵法生产氨基酸的工艺,以替代日益稀缺的粮食原料。梅花集团是在与丹麦诺维信公司的一项合作协议签字仪式上做上述表示的。诺维信是专业生产工业酶制剂的公司,占全球40%的市场份额。看起来也是一项很有想象力的投资。

梅花集团欣欣向荣的形势并没能维持太久。从2011年4月到2012年12

上市增发“编故事” 行业现实戳穿美梦

随着行业景气度下滑,梅花集团股价已从最高19.18元(前复权),一路下跌到4元左右。

证券时报记者 范彪

困境公司的借壳转型,导致了梅花集团在行业景气度顶部上市,而上市后即面临行业产能过剩,业绩一路下滑。在鸡精、鸡粉、酱油等新一代调味品的冲击下,公司及机构“龙头企业将受益行业洗牌”的预期,也变得虚无缥缈起来。

高成长的缥缈蓝图

2009年借壳五洲明珠时,梅花集团在重组方案中描述:通过本次交易,公司将打造成为一家在中国生物发酵领域具有领先优势的龙头企业和具有行业竞争优势的蓝筹上市公司。

梅花集团当时给投资者描绘了一幅欣欣向荣的画面。梅花集团称,公司是国内著名速食面类、肉类、调味品类企业及多家跨国企业的首选;从销售规模来看,最近3年,梅花集团实现的销售收入从21.31亿元增长至41.13亿元,年平均增长率为46.5%。

过往的高成长还不够,梅花集团还给投资者许下未来诸多期待:自2008年开始,梅花集团开始全面挺进快速消费品市场。预计未来几年,梅花集团将在目前味精、鸡精的基础上扩展调味品产品线,向香辛料、复合调味料、酱油、食醋、酱料、高汤等品类延伸,打造国内调味品行业的旗舰品牌。

现实是怎样的呢?味精行业2002-2010年年均复合增长率达11.1%。中国味精产量稳居世界第一。有报道指出,长江以南味精厂家几乎已经全面停产。然而,小企业的退场却无法从根本上改变大公司面临的困境。

2010年中国的味精产量已达到256万吨。资料显示,目前国内市场一年的消费量在140多万吨,国际市场也由于大量出口而饱和。

那么,梅花集团借壳时对于风险的提示又是怎样的呢?投资者从公司的提示中看不到任何产能方面的风险:本次交易后,公司主营业务将发生根本变化。宏观经济波动、国家法规及产业政策变化、市场竞争、汇率波动、

原材料价格上涨、能源价格波动、技术更新及替代等因素,将给公司未来的经营带来一定的风险。

实际上,梅花集团借壳一事2011年初才基本交割完成。梅花集团上市后即遭遇行业景气度急剧下滑,作为行业龙头,对这种产能过剩的趋势恐怕不难预见。

随着行业景气度下滑,梅花集团的股价从最高的19元多(前复权,下同),一路下跌到最低的不到4元。

在这样尴尬的局面下,梅花集团又在2011年推出了增发融资方案。随着股价下跌,梅花集团原先的增发价每股14.66元难以实施,但公司似乎要不惜一切代价完成增发,将增发价调低到每股6.37元,仍然要坚持实施。

行业整合还是淘汰

面对二级市场股价持续低迷,研究员和公司都开始讲起了“产能过剩行业整合”的故事。

其实乍一听,这倒是符合逻辑:产能过剩,行业洗牌,洗牌小企业,大企业生存下来,掌握话语权,持续受益。

一位分析师就在研究报告中写道:阜丰和梅花均认为行业整合接近尾声;我们预计未来行业盈利有望企稳回升,工信部淘汰落后味精产能利好行业。

然而,随着终端消费习惯的改变,这种行业整合或许仅仅是一种美好的愿望罢了。

中国之声之前采访一位消费者时,消费者说:我已经很长时间不用味精了,主要觉得它是提炼物,我更想保持菜品自然的味道。”这位消费者的看法无疑很有代表性,近几年来,很多消费者都对味精敬而远之。

广东地区的一位超市负责人表示:味精在前几年的销量还可以,但最近两年可以说完全被鸡精取代了。当前味精的销量不及鸡精的10%。味精的销量一直在下滑,前两年还能占到40%左右的调味品市场份额,现在最多能占到20%。”

其实,这几年来,从味精到鸡精、再到鸡粉,人们已经非常明显地感觉到了,调味品在升级,人们的消费也在升级。

不过,味精不仅面对着终端消费群体,还面对着下游行业的用户,像酱油、鸡精、方便面、调味料等产品都会用到味精。且人们的饮食习惯不会很快地发生改变,像西南、东北等地区百姓的饮食习惯就以味精为主。故短期内,味精仍有一定刚性需求支撑。

但有业内人士分析,长期而言,味精行业在萎缩,工艺没提升,口味无转变的情况下,除了价格战,似乎已经没有任何竞争空间。甚至有业内人士担忧,味精会像寻呼机、录像机一样,逐步退出历史舞台。

月,上证指数开始了漫长的下跌,整个二级市场及其低迷,梅花集团股价从19元跌到最低的不到4元。

这样一来,原先十几块钱的增发价看来是不行了。一般来说,这种情况下,不愿意股权被稀释的股东往往会放弃增发,选择其他方式融资。但是,梅花集团没有这样做,而是将增发下调到了6.37元/股,相对原先增发价低于5折。梅花集团把增发募集的资金,替换了先前自筹款项。在梅花集团坚定地二级市场囤钱的同时,梅花集团股权获得解禁的股东也是一个劲儿地减持。

做出好业绩、推出史上最高送转、与国际巨头合作、谈转型、股价大幅上涨、增发融资、股东一路减持……通过梳理梅花集团借壳至今这几年的行为,或许,投资者已经能够感受到这家公司的前景和意图。