

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄琚 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年7月1日

安琪酵母 (600298.SH)/19.06元

具备成为世界级酵母供应商的潜质

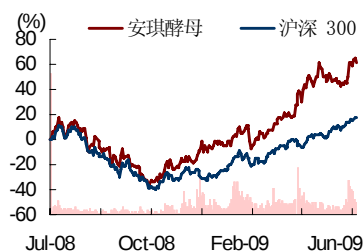
日用消费·食品饮料
目标估值: 21元
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	2959
总股本(万股)	27140
已上市流通股(万股)	27140
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	52
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	53.6%
主要股东	湖北安琪生物集团
主要股东持股比例	45.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	70	61
相对表现	-5	-2	48



相关报告

本文对酵母行业各类产品在国内外的发展现状和成长空间做了比较详细的分析,并探讨了公司成为专业化、世界级的酵母供应商所具备的优势。09年公司在业务扩张和成本控制方面都有改善,业绩有望超预期。

- **酵母产业发展空间广阔。**国内酵母行业尚处于成长期,烘焙食品、发酵面食等的发展为酵母提供广阔需求空间,酵母抽提物作为调味品应用刚进入成长期,基数小增速快,国际比较来看空间巨大,酵母衍生产品则为长远发展提供想象空间。国际酵母行业虽现成熟态,但发达国家大型酵母企业面临环保成本和资源制约,安琪酵母凭借高性价比极力扩张海外市场,抢占份额。
- **安琪酵母具备作为专业化、世界级的酵母供应商所需要的竞争力。**一是供应能力,产能居亚洲第一,全球前四,国内市场占有率超过 30%;二是产品优势,有国际著名酵母专家技术支持,研发实力雄厚,生产线达到世界先进水平,保障产品质量竞争力;三是销售优势,已建立成熟完善的销售网络,客户遍及 80 多个国家,专业化服务领先于对手;四是经营策略,公司在国内市场的高份额决定其拥有定价能力,多次提价仍能保持销量快速增长,而出口产品跟国外公司拼的是成本优势、高性价比。
- **09年公司在成本控制和收入扩张方面继续改善,业绩有望大幅增长。**公司糖蜜成本控制到位,环保投入仅维持运行费用,人民币升值趋缓减少汇兑损失,多项成本因素得以改善,08年提价效果体现,因此毛利率有望维持在 30%以上;收入方面国内销售尽管 20%以内增长,国外继续维持 30-40%的高速增速。
- **首次给予“审慎推荐-A”的评级。**我们认为公司投资价值关键在于其有望成为世界级酵母供应商,在经济不景气时产品的相对防御性较强。预计公司 09-10年 EPS 分别为 0.70, 0.84 元。目前行业 PE 在 25-30 倍,以公司当前股价 19.1 元,相当于 PE 为 27 倍,与行业相当。鉴于公司业务的高成长性,若以 09 年 PE30 倍估值目标价为 21 元,如能解决少数股东股权问题,可以享受更高估值。首次“审慎推荐-A”的投资评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1061	1311	1676	2084	2527
同比增长	22%	24%	28%	24%	21%
营业利润(百万元)	117	145	262	322	406
同比增长	2%	25%	80%	23%	26%
净利润(百万元)	91	104	191	228	283
同比增长	15%	15%	83%	20%	24%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04
PE	57.0	49.5	27.1	22.6	18.3
PB	6.5	6.0	5.2	4.5	3.9

资料来源: 招商证券

正文目录

一 公司基本情况.....	4
1.1 公司已发展为酵母行业龙头企业	4
1.2 以酵母系列及其衍生产品为主要收入利润来源.....	5
二 行业前景：市场规模和产品线拓展空间广阔	6
2.1 酵母系列.....	6
2.2 酵母抽提物系列	7
2.3 其他衍生产品.....	9
三 发展潜力：专业化、世界级的酵母供应商	10
3.1 生产优势：产能位列全球前四	10
3.2 产品优势：技术水平保障产品竞争力	13
3.3 销售优势：销售体系不断完善，客户服务专业化	13
3.4 市场策略：国内已掌握定价权，国际正极力抢份额	14
四 业绩展望：成本控制到位，收入继续扩张	15
4.1 糖蜜成本基本控制到位	15
4.2 环保成本 09 年起主要为运行费用	16
4.3 人民币汇率升值趋缓减少出口损失	17
4.4 销售收入继续扩张，盈利能力提升显著	17
五 投资策略.....	19
5.1 投资机会分析.....	19
5.2 盈利预测.....	20
5.3 估值与投资策略	21

图表目录

图 1、安琪酵母销售历年收入结构	5
图 2、2008 年公司各类产品收入结构	5
图 3、国内高活性干酵母产量.....	7
图 4、国内各种类酵母制品占比	7
图 5、公司高活性干酵母销量及预测.....	7
图 6、国际鲜味剂市场结构	8
图 7、日本微生物鲜味剂市场结构	8
图 8、乐斯福全球布局	11
图 9、英联马利东亚太平洋地区布局	12
图 10、英联马利东南亚地区布局	12
图 11、安琪酵母销售人员占比逐年增加.....	14
图 12、安琪酵母出口与内销收入增长.....	15
图 13、安琪酵母出口与内销收入占比	15
图 14、我国活性酵母单月出口量价	15
图 15、安琪活性酵母单月出口量价	15
图 16、南宁商品交易所蔗糖糖蜜价格走势	16
图 17、利用糖蜜生产酵母的工艺流程.....	16
图 18、酵母生产过程共产生 5 道废水.....	17
图 19、人民币兑欧元、美元汇率走势	17
图 20、安琪酵母毛利率水平	18
图 21、安琪酵母三项费用率	18
图 22、非全资子公司股权结构图	19
图 23、安琪酵母历年少数股东损益占比	20

图 24、安琪酵母历史 PE Band	22
图 25、安琪酵母历史 PB Band	22
表 1、公司发展历程	4
表 2、公司十大股东明细（2009 年 1 季报）	4
表 3、产品系列及应用领域	5
表 4、各种鲜味剂应用效果比较	8
表 5、国际酵母巨头比较	10
表 6、国内酵母企业产能情况	12
表 7、安琪酵母历次提价情况	14
表 8、食品加工、食品制造、软饮料制造业公司 2008 年度财务指标比较	18
表 9、销售收入结构预测	20
表 10、盈利预测简表	21

一 公司基本情况

1.1 公司已发展为酵母行业龙头企业

安琪酵母股份有限公司成立于 1986 年，是从事酵母及酵母衍生物产品经营的国家重点高新技术企业。经多年扩张，公司在国内已拥有 6 大生产基地和 26 个销售代表处，产能居亚洲第一，全球前四，国内市场占有率超过 30%，主导行业话语权，是酵母行业龙头企业。

表 1、公司发展历程

1986	成立国家活性干酵母工业(宜昌)试验基地
1994	通过二期技术改造成为国内最大的酵母生产基地
1997	基地改制为湖北安琪生物集团有限公司
1998	安琪集团联合另四家企业作为发起人成立安琪酵母股份有限公司
2000	安琪酵母在上海证券交易所上市
2001	控股喜旺食品有限公司、安琪酵母(滨州)有限公司
2002	安琪商标被认定为“中国驰名商标”
2003	控股安琪酵母(赤峰)有限公司
2004	安琪酵母(伊犁)有限公司建成投产
2005	2004 年底收购河南凤都酵母公司，成立安琪酵母(睢县)有限公司
2006	成立安琪酵母(崇左)有限公司
2007	安琪酵母被认定为“中国名牌”

资料来源：公司公告，招商证券

公司总股本 2.71 亿股，09 年 4 月 30 日实现全流通，目前控股股东湖北安琪生物集团有限公司持股比例 47.81%。集团公司的前身为宜昌食用酵母基地，由中国科学院、湖北省科委、湖北省计委三家联合申报立项，湖北宜昌生物技术开发中心承担建设，是国家计委布点的全国唯一一家酵母科研基地，为独立核算的国有企业。改制后的集团主要经营酵母及相关业务以外的多元化业务。

表 2、公司十大股东明细(2009 年 1 季报)

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
湖北安琪生物集团有限公司	123,006,952	45.32	A 股流通股*
大鹏证券有限责任公司	7,011,734	2.58	A 股流通股
宜昌西陵酒业有限公司	5,865,938	2.16	A 股流通股*
湖北劲牌投资有限公司	4,619,300	1.7	A 股流通股
熊双	3,382,157	1.25	A 股流通股
中国农业银行-大成创新成长混合型证券投资基金	3,000,000	1.11	A 股流通股
田伟华	2,124,800	0.78	A 股流通股
中国建设银行-信诚精萃成长股票型证券投资基金	2,000,898	0.74	A 股流通股
中国农业银行-宝盈策略增长股票型证券投资基金	1,838,539	0.68	A 股流通股
中国再保险(集团)股份有限公司-集团本级-集团自有资金	1,563,630	0.58	A 股流通股
合 计	154,413,948	56.9	

资料来源：WIND 注：*处与一季报有差异，一是 4 月 30 日才实现全流通，二是 5 月 5 日公司公告宜昌西陵酒业有限公司和宜昌溢美堂调味品公司所持公司股份变更为集团持有，因此集团实际持股 129,761,688 股，占 47.81%。

1.2 以酵母系列及其衍生产品为主要收入利润来源

公司主导产品包括面用酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。目前公司收入的 70% 来自以高活性干酵母为主的酵母系列产品，酵母抽提物及其他产品目前在快速打开市场，收入占比逐步提升。

图 1、安琪酵母销售历年收入结构

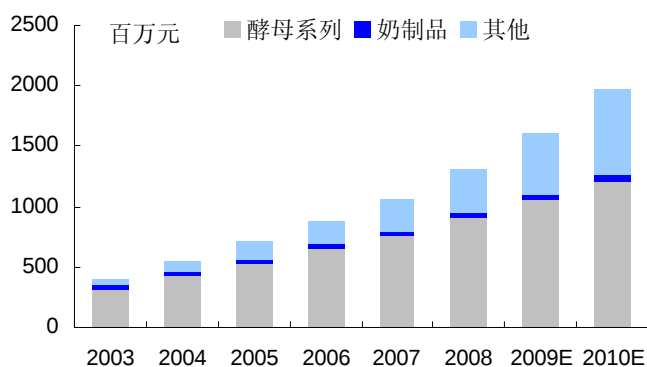
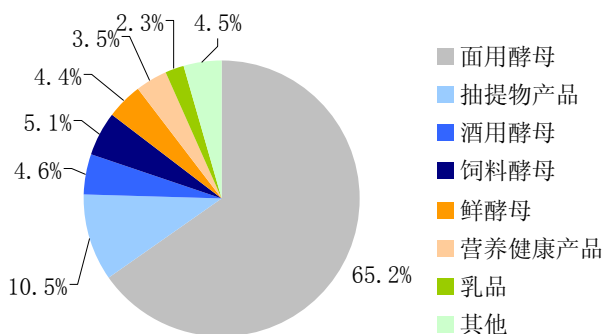


图 2、2008 年公司各类产品收入结构



资料来源：公司公告，招商证券

表 3、产品系列及应用领域

应用领域	产品系列	主要产品及应用
烘焙领域	安琪酵母系列	主要产品高活性干酵母、耐高糖高活性干酵母等，在面包中用量为面粉的 0.8-1.2%，适用于含糖量不等的面包
	安琪面包改良剂	
	百钻烘焙原料系列	
	百钻油脂	
	粉类添加剂产品	
发酵面食	安琪面用酵母系列	主要产品为高活性干酵母，在馒头中的用量为 0.3-0.5%，适用于含糖量低于 7% 的馒头发酵
	安琪馒头改良剂系列	
	好搭档馒头改良剂	
	调馅味膏系列	
	其他面点用添加剂产品	
调味领域	酵母抽提物（酵母味素）	有粉状、膏状两种形态，广泛应用于方便面（粉丝、米粉）、肉制品、香精、鸡精、调味料、酱油、醋、蚝油、鸡汁、调味汁、酱类、休闲食品、饼干、酱卤制品、餐饮、速冻食品、素食以及营养保健品
	风味化酵母抽提物	
	安琪味膏、馅旺系列产品	
酿酒领域	酒精酵母	超级酿酒高活性干酵母、耐高温酿酒高活性干酵母，市场份额超过 80% 白酒王酵母等，提高白酒出酒率，降低残余，更耐高温
	白酒酵母	
	其他酒类酵母	
营养健康	安琪系列	酵母粉、酵母片、酵母多糖胶囊等
	康普力星系列	
	开智系列	
	安琪纽特	

医药原料	医药原料	各类富硒富锌特种酵母
与培养基	培养基原料	浸粉、浸膏、专用酵母粉
	生物试剂	
动物营养	复合酵母	
	饲料用高活性干酵母	
	酵母硒	调节动物肠道菌群平衡，改善肠道微生态环境，有效维持动物机体健康状态，提高其免疫力、抗病能力、抗应激能力；减少抗生素用量或不用抗生素，是天然、经济的绿色产品，广泛用于畜禽水产养殖
	酵母细胞壁多糖	
	枯草芽孢杆菌	
	海洋 1 号红酵母	

资料来源：公司资料，招商证券

二 行业前景：市场规模和产品线拓展空间广阔

2.1 酵母系列

酵母是一种单细胞生物，有着天然丰富的营养体系。酵母细胞中含有大量的有机物、矿物质和水分。有机物占细胞干重的 90%~94%，其中蛋白质的含量占细胞干重的 35%~60%，碳水化合物的含量在 35%~60%，脂类物质的含量在 1%~5%。

国内酵母市场持续较快增长，未来空间仍然巨大。1998 年国内高活性干酵母产量仅为 1.8 万吨，到 2007 年达到近 10 万吨，10 年复合增长率 21%（2003、2004 年受非典影响增速放缓）。国内酵母市场经历高成长渐趋成熟，未来几年增速预计在 20%以内，但在烘焙和发酵面食领域，参照饮食习惯相近的日本和台湾数据，市场空间依然广阔。两地在 60-70 年代经济快速发展后大米的平均消费量持续减少，而基于方便快捷的需求和受国际化影响，饮食结构出现多元化，面包消费量和面食制品消费不断增加，06 年日本和台湾人均消费面包分别为 10 千克和 9 千克。中国的人均面包消费目前有估算为 1.2 千克，但我国每年传统面制主食消耗小麦占总产量的 75%，其中馒头消费量占面制食品总量的 30%以上，城镇居民在外购买馒头花卷等人均消费约 13 千克。按照面包 1%的添加量，中式面点 0.5%的添加量，以上述数据推测的我国目前酵母市场基本符合 10 万吨规模。我们保守估计未来人均消费面包达 6 千克，人均消费传统中式面点如馒头等约 15 千克，则需要酵母约 20 万吨，这一需求随着消费升级还将提高。

图 3、国内高活性干酵母产量

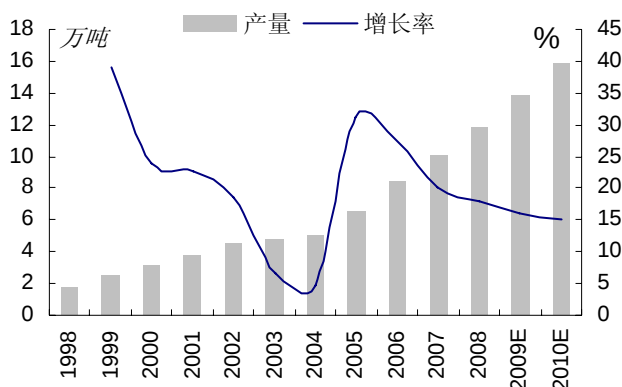
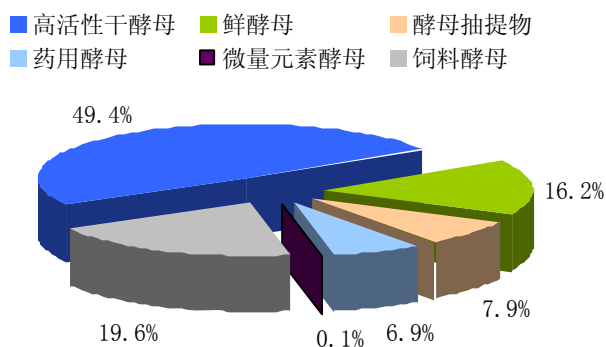


图 4、国内各种类酵母制品占比

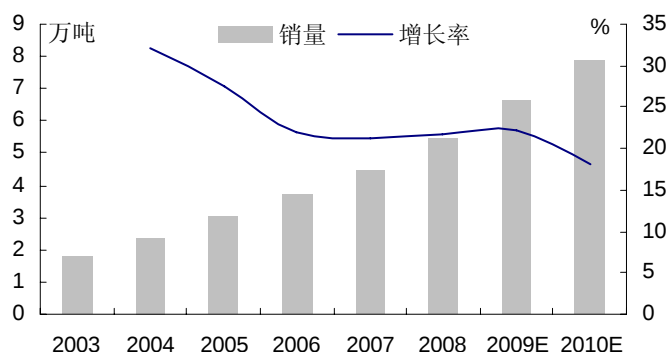


资料来源：中国食品工业年鉴，招商证券

国际酵母市场处于成熟期。国际酵母产量从 1998 年的 100 万吨,增长到 2006 年的 350 万吨左右,其中高活性干酵母 120 万吨,不到十年翻了 3 倍。据欧洲酵母工业协会,欧盟地区分布着 36 家酵母生产厂家,每年创造超过 10 亿欧元的产值,40%的产品用于出口。行业处于成熟期,是由于酵母市场和企业目前主要在欧美发达国家,而安琪酵母出口的目的地主要是亚非拉地区,与中国同样处于发展期,酵母需求空间巨大。随着新客户不断开发,公司的出口未来几年有望保持 30%以上的增速。

安琪酵母产品系列以高活性干酵母为主,03 年起复合增长率达到 25%。公司活性干酵母主要用于面用(70%比例,其中用于零售的占 40%,用于面包工业的占 30%)和酿酒(30%比例,包括产酒精)。面用酵母广泛应用于各种高中档、中西式面食制作,具有发酵速度快、营养丰富特点,可改善面食营养结构,具有巨大的市场潜力。随家庭发酵使用老面越来越少,使用方便、单位价格较低但毛利率高的小包装酵母目前增速非常快。

图 5、公司高活性干酵母销量及预测



资料来源：公司公告，招商证券

2.2 酵母抽提物系列

酵母抽提物亦称酵母味素 (Yeast Extract), 是以新鲜食用酵母为原料, 将酵母细胞内蛋白质、核酸等进行生物降解, 经精制而成的一种营养型功能性天然调味料, 是继味精 (MSG)、动植物水解蛋白 (HVP、HAP) 和呈味核苷酸 (I+G) 后的第四代调味料。

由于其独特的调味特性和优良的营养保健特性，在天然调味料领域中正逐步取代其它调味料而占主导地位。在食品工业中，酵母抽提物已广泛用于调味品、香精、方便食品、膨化食品、肉制品、水产制品、饮料等各个方面，显示出巨大的发展潜力。

表 4、各种鲜味剂应用效果比较

品种	价格 元/KG	特点	用量	鲜味	肉香味	醇厚味	异味 掩盖	减盐 效果	耐高温
味精	8-11	鲜味剂	0.2-2.0	+	/	/	/	/	/
I+G	160-210	鲜味增强剂	0.01-0.03	+++	/	+	+	/	/
肉味香精	40-100	香味料	0.3-3.0	+	+++	/	+	/	/
HVP	18-35	风味料	0.5-2.0	+	+	+	+	/	+
酵母味素	16-40	鲜味料、风味增强剂、鲜味改良剂	0.3-2.5	++	++	+++	+++	+++	++

资料来源：招商证券 注：HVP 即动物水解蛋白，风味较好，但处理工艺较复杂，因此价格高于酵母抽提物，但亚洲包括日本、中国等部分采用酸水解法，所以价格仅 11 元/KG 左右。

国外生产酵母抽提物应用非常广泛，快速发展主要在上世纪 90 年代后。自上世纪 90 年代起，全球年产量已由 5 万吨发展到目前的 20 多万吨，发达国家年产量超过 10 万吨，欧盟国家以抽提物为主的鲜味剂占鲜味剂市场最近已达 35%。法国斯宾格（Bio-springer，为乐斯福旗下酵母抽提物公司）、荷兰帝斯曼（DSM）公司、英联马利（ABF）、法国的森馨、美国的红星、日本的味之素等均是世界知名的酵母抽提物生产企业。

酵母抽提物在日本已成为开发新型调味料的重要原材料，被广泛应用于各种调味料的制造。据称，日本是利用酵母抽提物配制调味料品种最多的国家，其市场上酵母调味料已发展到 100 多个系列。日本国内的酵母抽提物主要应用在方便面调料、家用调味料等方面，也是世界上微生物鲜味剂生产的消费大国。但由于日本国内仅 1 万吨产能，且没有酵母基地，所用的酵母原料来自啤酒酵母，品质和口感不足，导致消费量占比不高而价格偏贵。目前日本每年生产和消费天然营养性微生物鲜味剂 9 万吨，其中味精 1 万吨、动植物浸膏 5.5 万吨、动植物蛋白水解物 2 万吨、酵母浸膏 0.5 吨。

图 6、国际鲜味剂市场结构

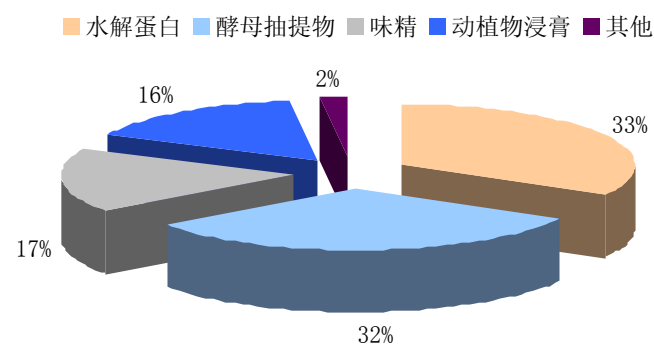
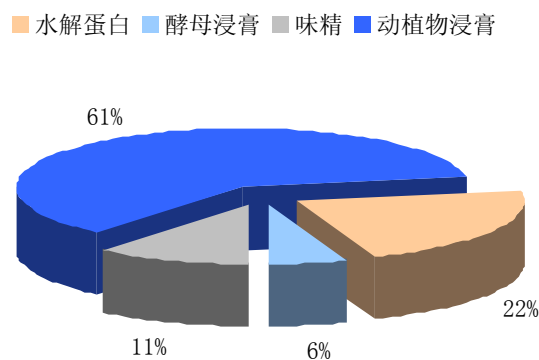


图 7、日本微生物鲜味剂市场结构



资料来源：招商证券

国内酵母抽提物事业进入成长期。以安琪酵母为龙头，一品鲜（公司自称年产能 6000 吨，系东糖集团子公司，与法国乐斯福集团属下的斯宾格公司合作生产经营，在中国广西来宾市成立广西一品鲜生物科技有限公司）和天香苑（公司称年产能 5000 吨）占据国内酵母抽提物市场的 85% 以上份额，安琪与一品鲜组成为行业第一梯队，随市场需求的发展国际竞争对手如 DSM 也在国内积极开拓市场。不过，整个市场目前仅 1 万吨左右，主要是国内方便面、饼干、火腿肠、速冻食品等工业用户需求。但相对于国内方便面产量 500 万吨（添加量一般为 0.5%-1.5%），饼干 280 万吨（添加量一般为 0.5%-5%）等需求，工业用户市场也有巨大空间。而抽提物作为调味品若能进入家庭市场，部分替代味精，则调味品市场以目前 600 万吨（添加量一般为 0.5%-4%）左右的产量，酵母抽提物作为调味产品成长空间和盈利水平将更为广阔。

2.3 其他衍生产品

在面用酵母和酵母味素外的产品主要为酵母深加工产品，分别应用于酿酒（酒精）领域、营养健康领域、动物营养领域、医药和培养基领域，综合来看目前此类产品尚处于早期市场开发阶段，收入占比小，但发展空间大。

酿酒酵母需求相对稳定，酒精领域需求短期稳定，未来看能否打开国际酒精市场。目前公司在酿酒领域用酵母的市场占有率已经达到 80% 以上，不过由于酿酒行业的特殊性，如白酒行业酿酒讲究独特的微生物发酵环境，高端白酒企业一般都用自己的酿酒菌种，中低端白酒由于 60% 需要酒精勾兑，对酵母的需求较大，不过鉴于白酒行业特点，我们认为该领域未来市场空间难以增加很多。

国内酒精产量 600 万吨全部使用酿酒酵母，若按 0.03%-0.06% 的添加比例，需求量在 3000 吨左右。如能打开国际市场，在全球生物乙醇产量快速增长的背景下，该业务也有可能迎来快速增长，公司称目前上述酒及酒精用酵母市场已经拓展到七千吨水平，国内许多白酒企业和酒精厂，国外部分美国、巴西的乙醇厂家都是公司客户。不过酒精生产未来以非粮原料为发展方向，在酵母菌种培育上还有诸多问题要克服。

营养健康领域应具有较好前景，但需要公司持续合理的培养消费群体。经精心培育的营养型酵母，具有“三低四优”的特点，即低脂、低热、低糖（不含胆固醇）；含优质完全蛋白、完全的 B 族维生素、丰富的矿物质和膳食纤维。酵母菌中含有人体必需的 8 种氨基酸，特别是在谷物蛋白中含量较少的赖氨酸含量较高，且氨基酸的比例接近联合国粮农组织 (FAO) 推荐的较理想的氨基酸组成值，所以其营养价值较高。同样，酵母在饲料中的应用主要作为蛋白质来源，或者某些矿物质载体，能促进禽畜的新陈代谢，可增强禽畜水产动物的抗病能力，提高生长速度、繁殖能力、肉质和毛皮质量等。2001 年，饲料酵母被列入《实行增值税即征即退的综合利用产品目录》（财税[2001]72 号），得到国家政策鼓励。

乐斯福公司 08 年也设立了健康&营养部，专注于人类健康和动植物营养，人类健康部专注于人体营养、保健、美容三块业务，商标为 Lynside，材料均源自酵母产品。而莱勒蒙同样成立了营养健康部，考虑在总体上推动营养与功能性酵母的市场和开拓行为。日本、韩国及台湾地区目前也在通过摄入营养酵母进行营养调理，达到瘦身、补充蛋白质、矿物质和维生素，增进长寿等目的。我们认为这一块上，酵母产品有着天然安全、富含营养、食用方便等优点，在国民消费升级过程中公司若能把握好机会，也会有巨大的市场空间。目前公司在这块业务上投入较大，基数较低，增长也较快，08 年约 4700 万收入，预计 09 年达 9000 万，但因投入较大，目前并未贡献什么利润。我们认为，

酵母营养品对于消费者来说还比较陌生，公司目前开发的营养产品过杂，并不利于其集中资源市场开拓，也会给消费者产生技术含量不高和非稀缺的印象，因此更适宜采取聚焦策略，类似史玉柱式的集中营销，先将一种产品做大做强，再跟进导入其他产品。

以**益生菌为主的动物营养产品**目前量小，但空间也非常大。饲料酵母系针对动物水产养殖开发，能帮助动物提高免疫力，有替代抗生素效果。目前国际市场上需求较大，国内市场由于其他含添加剂的饲料价格低廉，饲料酵母仅在高档养殖上有一定需求，但该产品需求成长空间较大，安琪酵母 08 年国内增速在 30% 以上，出口增速在 60% 以上。中国的饲料年产量约 1 亿吨，即使仅 2% 需添加饲料酵母，其需求量也在 10 万吨以上。

医药和培养基领域的需求目前市场开拓少，随着国家队医药生产环保问题的从严，酵母有可能作为重要的医药和培养基营养源。医药和培养基领域的需求主要是酵母抽提物衍生品，作为培养基氮源或其他营养源，具有安全，环保，营养丰富的优势，但由于目前国内对医药生产的环保不够严格，以棉籽饼等作为培养基营养源仍非常普遍，价格低廉但会留下 10% 左右的残留物。因此目前仅少数药厂采购，总量不到千吨水平。如果药厂和医院的环保标准提高，该类酵母衍生品的市场需求也将非常大。

三 发展潜力：专业化、世界级的酵母供应商

3.1 生产优势：产能位列全球前四

酵母行业具有高技术、高投入、高退出的壁垒，目前国内 10 余家酵母企业，安琪酵母、英联马利和乐斯福已经占据市场 80% 以上份额，其余企业规模 300-3000 吨水平，靠低价策略生存。近年来公司持续扩张，每年有新增产能投产，生产基地由宜昌扩大至 6 大生产基地，到 2009 年，公司国内产能布局基本完成，目前已有到国外建厂或收购的规划和人才储备。公司产能已经达到 9.3 万吨产能，在全球位列前四，与莱勒蒙相近。实际上，欧洲酵母行业近年来正由于成本原因持续遭遇来自中国尤其是安琪的挑战，为此欧盟还发起成立了由 17 个欧洲大学和 2 个生物技术研究所以加盟的酵母系统生物学网络（YSBN），以加强技术研究提高欧洲酵母行业竞争力。

表 5、国际酵母巨头比较

公司	简介	中国业务
乐斯福 (Lesaffre)	SOCIETE INDUSTRIELLE LESAFFRE, 全球第一大酵母企业，总部位于法国，成立于 1853 年。目前具备近 30 万吨的产能，在世界 5 大洲有 48 家分公司，其中 32 家酵母厂，4 家酵母精厂，8 个麦芽厂，12 家销售公司，22 个烘焙培训中心，销售网络遍及 170 个国家，全球共有 6200 多名员工。乐斯福集团酵母和烘焙改良剂居世界第一位，酵母精居世界第一位，麦芽居世界第五位。	2001 年乐斯福全资收购安徽明光酵母厂，产能为 3500 吨，2008 年公司二期生产线开工，未来产能达到 7000 吨。2007 年，公司与东糖集团合资设立酵母公司，按照计划的进度，一期工程投产后即可实现酵母 4.8 万吨/年。不过，公司目前在国内的业务开展并不顺利，但近期连续动作亦表明其对中国业务重视程度得以加强。

英联马利 (ABMa- uri)	系英联食品集团 (ABF) 旗下子公司, 2004 年与澳洲宾纳斯集团合资, 2006 年全部收购, 目前全球有六大地区事业部, 分别是巴西、东亚太平洋地区、欧洲区、拉丁美洲、北美区、南亚和西亚地区, 公司在 24 个国家 40 个地区拥有基地, 年营业收入超过 8 亿美元。	公司在上海设立办事处, 在哈尔滨、张北、烟台、眉山、伊犁有五个酵母生产基地, 目前产能 3 万吨。由于市场需求快速增长, 以中国为主的东亚太平洋地区成为马利增长最快的事业区。马利也成为国内唯一能与安琪有竞争对手。
吉斯特 (GIST- BROCA DES)	荷兰吉斯特于 1998 年 8 月被帝斯曼 (DSM) 以每股 20.7 欧元的价格全资收购, 交易价值近 13 亿美元, 收购 PE19 倍。其后 DSM 又将吉斯特的酵母业务出售给乐斯福, 自己仅保留酵母抽提物业务。吉斯特曾是欧洲第二大酵母生产企业, 年收入约为 12 亿美元。	DSM 已在上海设立约 1000 吨产能的酵母抽提物工厂, 并有部分抽提物进口
莱勒蒙 (LELL- MAND)	总部位于加拿大, 有四个地区事业部, 北美事业部在加拿大和美国设有生产基地, 销售区域主要是美国、加拿大、墨西哥, 在巴西也通过收购成立生产基地, 欧洲区通过多次收购和新建在奥地利、芬兰、丹麦、法国、波兰等地设有研发中心或生产基地。2006 年公司收购南非一家酵母厂成立南非事业部。目前公司总的产能约为 7 万吨, 与安琪相近。	未在中国开展酵母业务
PAKAM- AYA	土耳其酵母企业, 1973 年建厂, 除两个研发和培训中心外, 在土耳其有 3 家生产基地, 在罗马尼亚 1 家, 产能约 4 万吨, 销售遍及 100 多个国家。	未在中国开展酵母业务

资料来源: 招商证券

图 8、乐斯福全球布局



资料来源: 公司网站

图 9、英联马利东亚太平洋地区布局



图 10、英联马利东南亚地区布局



资料来源：公司网站

表 6、国内酵母企业产能情况

企业名称	地址	折干产量（吨）	主要品牌	投资主体	备注
安琪酵母	湖北宜昌	25000			
赤峰安琪	内蒙赤峰	10000			原 8 千吨，技改后达成
滨州安琪	山东滨州	6600	安琪、乐厨	安琪酵母股份 有限公司	2 万吨鲜酵母线
伊犁安琪	新疆伊犁	30000			
睢县安琪	河南睢县	2000			
崇左安琪	广西崇左	20000			
安琪酵母合计		93600	（实际产量 08 年约 6.3 万吨，09 年预计 8 万吨）		
哈马利	黑龙江哈尔滨	10000	马利精		在 1 万吨基础上还在扩建
燕山马利	河北张北	7000	燕山	英国 ABF 集 团	实际可能仅 5000 吨
眉山马利	广东番禺	5000	眉山		
烟台马利	山东烟台	3000			
新疆马利	新疆伊犁	6000			运行不顺利
英联马利合计		31000	（实际产能 08 年约 2.3 万吨）		
丹宝利	广东东莞	10000	丹宝利	法国 Lesaffre	实际可能仅 5000 吨
安徽明光	安徽明光	3000	彩虹	集团	在建 3500 吨
乐斯福合计		13000	（与丹宝利为合资企业，据称在来宾要兴建 5 万吨产能）		
烟台黄德	山东烟台	2000	奥力	（原为安琪欲收购企业，目前停产）	北方地区较强
奥力酵母	珠海平沙	2000			
广东江门	广东江门	4000			
西王酵母	山东邹平	1500			
台龙食品	齐齐哈尔	6000			

资料来源：招商证券

3.2 产品优势：技术水平保障产品竞争力

公司科研实力雄厚。公司宜昌食用酵母基地是由原国家科委中国生物工程开发中心、中科院微生物所、国家计委科技司三家联合建议立项，国家计委布点的全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地，为国家级企业技术中心，博士后科研流动站，设有分子生物学、菌种保藏、发酵工艺、酵母抽提物、面食发酵、生物医药及营养保健品等研究室，拥有世界领先的试验装置。目前与众多的国际、国内技术合作伙伴，形成了以自主研究为主、引进合作相结合及矩阵式项目组织模式为特点的研发机制。公司先后承担并完成国家攻关项目 3 项，国家重点科技成果推广计划 2 项，国家技改项目 2 项，国家火炬计划 4 项，省级攻关项目 19 项，市级攻关项目 27 项，先后 70 人次获国家、省、市科技进步奖、国家优秀技改项目奖和国家火炬奖。

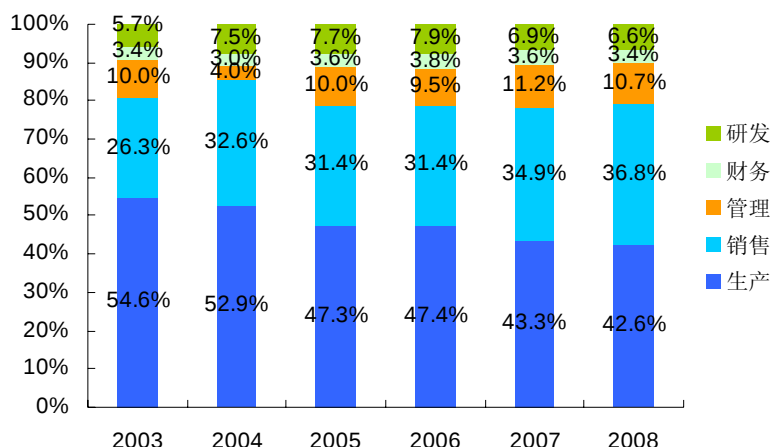
生产线处于世界先进水平，并主导了行业多项标准的制订。公司生产线以先进的集散控制系统为支撑，采用欧洲先进的过程控制系统，引进欧洲装备、全程 CIP 清洗，实现了全集成自动化。2003 年，公司检测中心通过 CNAS 认可，成为国内唯一的酵母产品检测的国家认可实验室。目前公司全程通过 ISO9001 质量管理体系认证、HACCP 认证、GMP 认证、Kosher 认证，保障了产品在全球市场的竞争力。国内酵母工业产品质量、工业治污等标准都有安琪酵母主导制订。安琪酵母的产品质量已可以与国际领先者乐斯福、DSM 等媲美。

3.3 销售优势：销售体系不断完善，客户服务专业化

市场导向的销售体系，组织架构合理。公司采用国际同行普遍实行的事业部制组织架构，设立酵母营销中心，进出口部，酵母抽提物事业部，营养健康部，动物营养部，各事业部以市场销售为导向，产品间无竞争关系。公司销售人员在企业中地位较高，工资每年均有上涨，在员工人数中比重也逐年提高，目前公司 850 名员工中销售人员约 300 名，占比 41%，仅次于生产人员，未来可能进一步提高。

销售渠道稳定，采用经销商专营和直供并行的销售模式。目前在全国各省会城市设有 26 个办事处，拥有 1000 多个经销商，覆盖全国的营销网络。2007 年公司开始对经销商实行专营制度，不得经营其他品牌，提高了销售效率。对于工业客户，公司采用直供渠道，自己掌控价格。出口方面由进出口公司负责，经销商和客户规模都较大，销售遍及全球 80 多个国家，如公司直供台湾大成食品益生菌产品。

专业化服务升级已远领先于国内竞争对手。公司通过建立网站和实地服务为客户提供全方位专业化的服务支持，发酵面食方面牵头中国发酵面食分会，成立中华面点网，中国面包师网，有计划地进行面包师技术培训，举办演示会、现场服务等，引导发酵面食、烘焙行业在中国市场的消费扩张；调味品方面作为会长单位组织行业大会、参加国内外各种食品添加剂大会；营养健康方面为消费者推广酵母营养、健康的科普，聘请营养师为消费者提供各方面营养咨询等。此外为打开农村市场，公司持续推动酵母下乡。公司这种专业化运作和消费者服务与客户进行了良好互动，为安琪建立了牢固的客户关系，已远领先于同行，也奠定了参与全球竞争的基础。

图 11、安琪酵母销售人员占比逐年增加


资料来源：公司网站

3.4 市场策略：国内已掌握定价权，国际正极力抢份额

国内市场已具有强势定价权。作为国内酵母行业龙头企业，随着公司近几年连续扩产，安琪酵母产品在国内已经占据 30% 以上的市场份额。寡头地位决定其具有强势的定价能力。目前安琪干酵母国内价格平均 2 万元/吨，酵母味素约 2.2 万元/吨，高于其同行马利和乐斯福。公司产品销售火爆，产能持续供应不足，05 年以来不得不连续提价，但产品销量依然保持较快增长，08 年甚至还是因断货流失了部分客户，09 年产能释放后该局势能够缓解。

表 7、安琪酵母历次提价情况

时间	提价产品和幅度
2004 年 12 月	国内主要酵母产品价格上调 1000-1500 元/吨
2005 年 6 月	出口酵母产品价格上调 1000 元/吨左右
2006 年 1 月	上调酵母产品价格 1000-1500 元/吨
2007 年 1 月	部分酵母产品提价了 1000 元/吨
2008 年 3 月	普遍提价近 5%，平均提价约 1000 元/吨
2008 年 10 月	再次全面提价，幅度超过 5%，每吨近 1000-1200 元

资料来源：公司公告，招商证券

国际市场上，公司因享受出口退税，在价格上让利于国外客户，以抢占市场份额。一是抢占国际同行力量稍弱的中亚、东南亚等市场，扩大非洲和拉美市场，二是以高性价比逐步进入欧洲和美洲市场。目前公司产品已经进入 80 多个国家和地区，公司出口占国内酵母出口的近 50%。公司因享受出口退税，采取让利的策略，大力扩张国际市场。目前酵母出口价每吨 1 万 7 千元人民币，抽提物出口价每吨 3 万多元，毛利率低于国内 10 多个百分点，与 13% 的出口退税率相近。由于品质得到认可，公司出口业务近年持续 40% 以上增长，预计 09 年、10 年仍将维持该增速。另一方面由于传统市场欧洲环保成本不断提高，以及对生物燃料的大力推广争夺酵母的原料糖蜜，使当地酵母发展只能依靠产品升级来提升产值。06 年欧盟进行糖业改革，对欧盟各国产糖实行配额，也

进一步制约了酵母行业的原料来源。这都为安琪酵母抢占国际市场份额提供了极好的机会。我们相信公司“专业化、国际化的酵母企业”的眼光，显然会抓住机遇，未来成为世界级的酵母供应商。

图 12、安琪酵母出口与内销收入增长

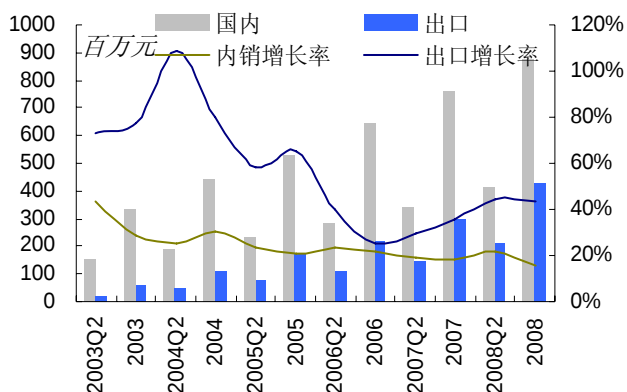
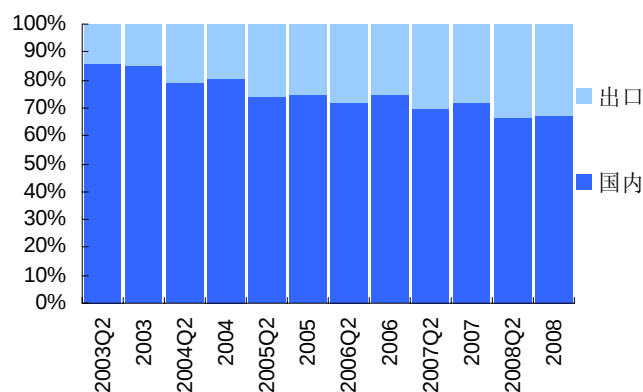


图 13、安琪酵母出口与内销收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

图 14、我国活性酵母单月出口量价

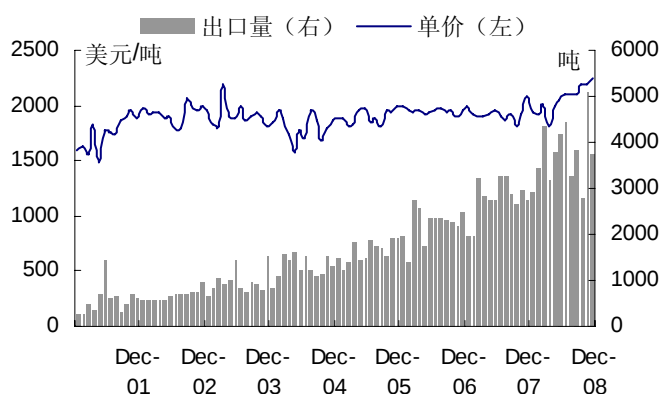
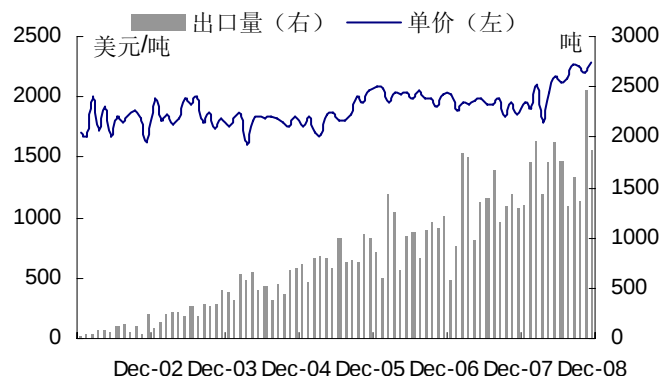


图 15、安琪活性酵母单月出口量价



资料来源：国家爱海关总署，招商证券

四 业绩展望：成本控制到位，收入继续扩张

4.1 糖蜜成本基本控制到位

糖蜜价格有望低位运行。酵母行业的主要原料为制糖业的副产物糖蜜，占到成本的 40% 左右，但价格波动较大，其他能源、人工等成本在当地相对稳定，因此糖蜜价格成为影响业绩变化的重要因素。我国年产 1200 万吨糖可得 400 万吨糖蜜，其中约有 200 万-250 万吨用于酒精，100 万吨左右可用于酵母行业，糖蜜价格与酒精需求关联度较大。近年随糖蜜应用的拓展，糖蜜需求增大，价格也相对独立出来。04-05 年糖蜜价格一度高涨到 1000 元/吨，06 年起价格逐渐回落。09 年我国白糖仍然供大于求，糖蜜副产品也会

较充裕，所以可预计糖蜜价格仍将低位运行。

公司通过签订长期合同使糖蜜成本控制在合理范围。公司在南方与崇左公司合资方东亚糖业签订糖蜜供应协议，价格随行就市，但具有优先购买权。东亚糖业的糖蜜供应量在30-50万吨，能够满足崇左和宜昌本部需求。公司认为在该后顾之忧解决后公司与其他供应商也具有更强的议价力。南方糖蜜价格最低到过三四百元，最近略有回升，到厂家在700元/吨左右。在北方公司与中粮集团签订长期供货协定，中粮关闭在新疆的酒精厂后糖蜜供应也充裕起来。去年签的到厂家约720元/吨，今年该价格没变化。整体上，公司已将糖蜜到厂家控制在800元/吨以内，波动不大。

图 16、南宁商品交易所蔗糖糖蜜价格走势

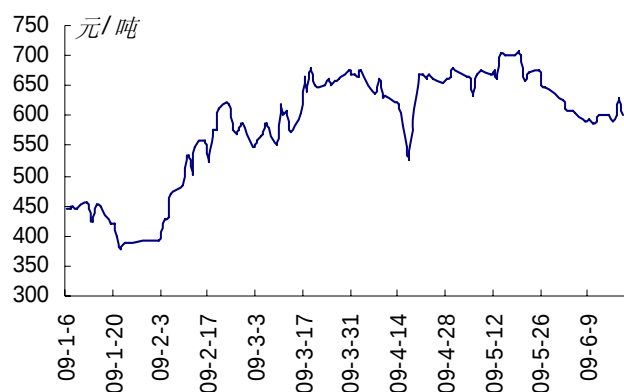
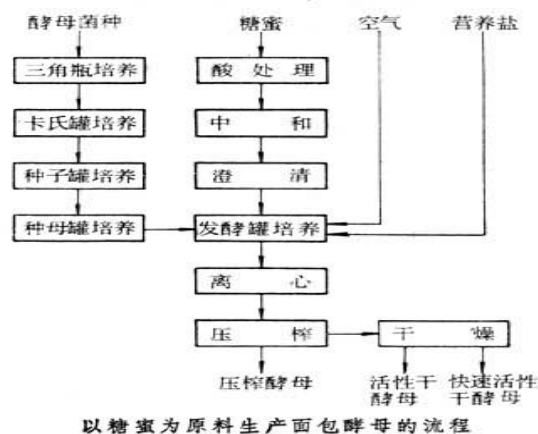


图 17、利用糖蜜生产酵母的工艺流程



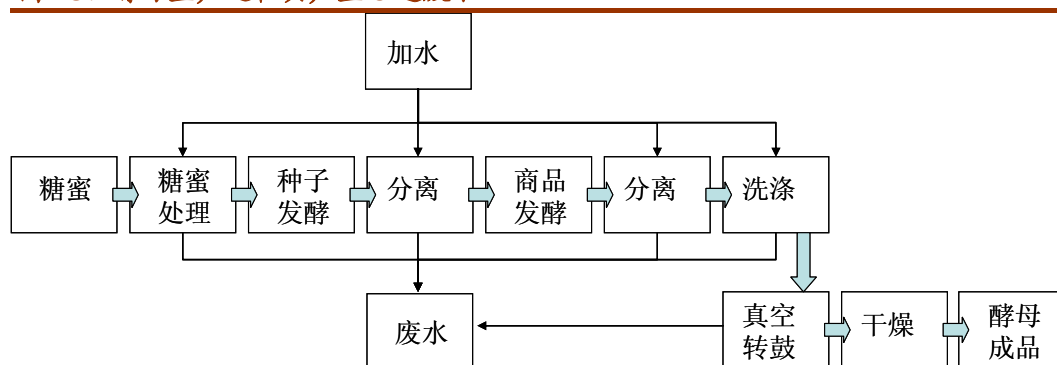
资料来源：招商证券 注：价格走势供参考，不能作为公司成本价

4.2 环保成本 09 年起主要为运行费用

酵母工业环保成本较大。酵母生产过程中，基本没有废渣、有毒有害气体排出，只是在废水的生物处理过程中会产生一定的恶臭气体和固体废弃物，经处理后均可达到相关的标准。实际上酵母工业是对制糖业废料—糖蜜的再利用，因此二次废弃物是高浓度有机废水，很难被生物处理掉，加之每生产1吨活性干酵母会产生80-150吨废水，环保成本仍较大。

公司环保技改投入于08年完成，09年起环保成本主要是运行费用。2008年公司环保治理工程全面完工，采取“蒸发浓缩+生物处理+物化处理”的综合治污工艺，分高浓度和低浓度废水两种处理方式。由于能源价格不同，各基地之间单位治污成本差异巨大，宜昌本部最贵，每生产一吨酵母成本在1200-1500元，而伊犁、赤峰、崇左等地仅需七八百元，以08年6.1万吨销量推算，公司治污成本约6000万元以上。另一角度，每吨废水处理成本在13元左右，公司整体上每吨酵母约产生80-100吨废水，由此计算的成本也在6000万以上。若根据公司09、10年预计销量8万吨、9万吨销量计，今明两年的环保成本应在8000万至1亿元，约占营业成本的10%。

图 18、酵母生产过程共产生 5 道废水

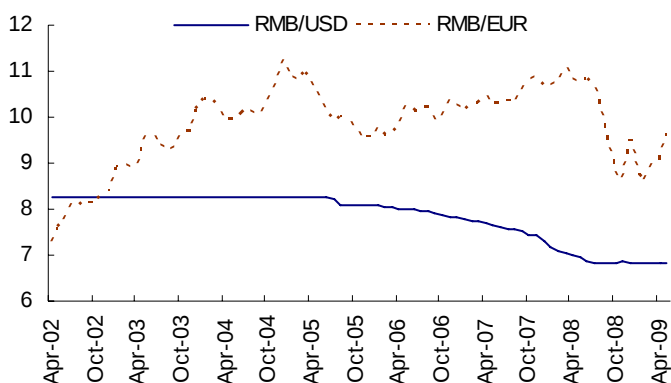


资料来源：《酵母工业污染物排放标准》编制说明，2007 年 12 月

4.3 人民币汇率升值趋缓减少出口损失

人民币升值速度未来放缓有望减少公司汇兑损失。由于酵母出口业务占公司业务比重日益提高，人民币汇率变动成为影响公司业绩的重要因素。05 年以来，酵母副产品出口受人民币汇率的变化，出口业务整体效益有所下降。09 年人民币升值速度有望趋缓，公司在汇兑损失上有望减少。

图 19、人民币兑欧元、美元汇率走势



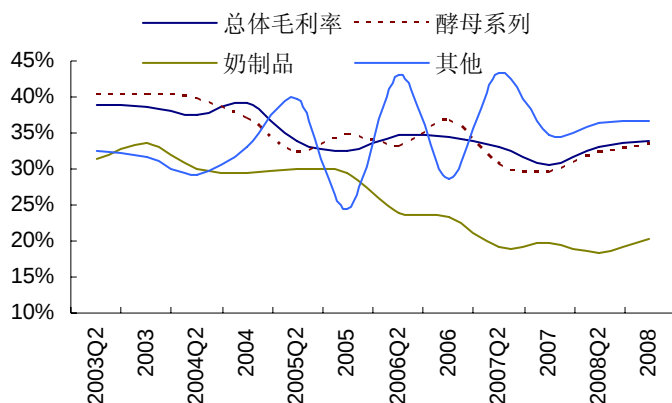
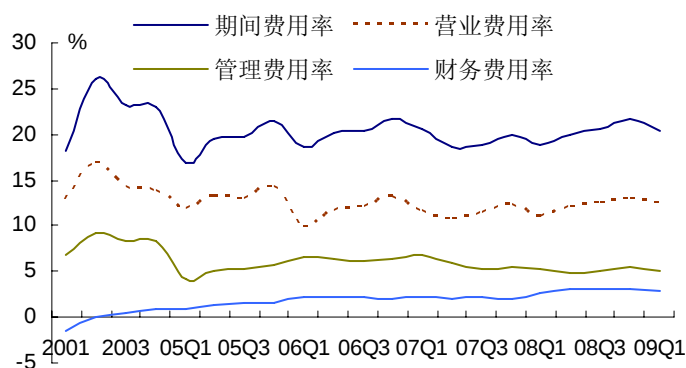
资料来源：招商证券

4.4 销售收入继续扩张，盈利能力提升显著

09 年收入有望超越年初计划。公司在 08 年产能瓶颈凸显，各类产品销售火爆，在 3 月提价后仍然供不应求，公司不得不减少了部分中小客户的货，10 月份再次提价后，在宏观经济回落背景下，销售有所趋缓。09 年以来，公司各基地已全部投产，产能瓶颈得到解决。销售在 1 月份同比下降，之后都是同比增长，且增速逐月提升，公司也在努力挽回去年因断货而损失的客户。从地区看，国内市场仍将维持全年 10-20% 的增速，出口市场二季度情况稍逊于一季度，主要由于 4 月份需求有些自然回落，5 月份因海关报关原因有一千吨的产品被延迟交付，但公司极力扩张的策略，正获得更多的海外客户，预计仍将维持 40% 以上增长，公司表示全年收入有望达 17 亿元。

盈利能力 08 年以来持续提升，09 年毛利率有望达到 35% 以上。08 年连续提价效应在 09 年将全部体现，07 年由于环保技改投入加大导致毛利偏低，08 年提价及环保投入的减少使毛利回升至 34%，糖蜜采购价格也在低位徘徊，公司表示目前毛利率已经提升

至 35%，在没有额外成本投入下，全年预计将维持该盈利水平。公司奶制品毛利持续下滑，但公司表示乳业三聚氰胺事件对该业务影响较小，目前并无转让的计划。

图 20、安琪酵母毛利率水平

图 21、安琪酵母三项费用率


资料来源：公司公告，招商证券

费用控制比较稳定，资产结构相对稳健，ROE 水平应有提高空间。我们选取国内食品加工、食品制造、软饮料制造三类行业上市公司进行横向财务比较（这三类公司相对可比性更强一些），此外，鉴于国外酵母行业的公司基本未上市，能参照的是荷兰吉斯特，在 98 年被 DSM 收购后退市，我们把吉斯特 97 年的财务数据也列于表中，以作参考。安琪酵母大部分指标处于领先，流动比率稍低是由于近期产能扩张，不过指标仍在可控范围。当然，作为行业龙头，ROE 水平理应有提高空间。

表 8、食品加工、食品制造、软饮料制造业公司 2008 年度财务指标比较

证券简称	ROE	净利率	毛利率	期间费用率	存货周转率	应收账款周转率	资产负债率	流动比率	收入增长率	净利润增长率
安琪酵母	12.1	8.0	34.0	21.6	2.6	18.4	51.4	0.7	23.6	15.3
恒顺醋业	-12.5	-7.1	27.3	30.6	0.5	16.3	73.7	1.1	-15.7	-259.7
莲花味精	0.5	0.6	15.8	13.1	5.2	2.8	53.8	0.9	-7.4	-55.2
双汇发展	29.2	2.7	9.2	5.1	23.5	514.6	32.1	1.7	19.1	24.4
三全食品	9.1	5.8	38.1	33.0	2.9	6.9	41.5	1.8	10.7	10.9
上海梅林	-6.4	0.5	12.4	20.1	2.6	7.1	57.9	0.9	-19.6	-17.5
承德露露	19.2	7.2	29.0	17.7	5.6	1544.2	40.6	1.1	8.8	25.8
食品制造业	0.7	0.6	28.3	26.3	4.2	24.0	49.3	1.1	8.9	-79.1
食品饮料	10.0	6.2	30.6	19.5	3.4	28.6	43.9	1.3	12.2	-5.1
吉斯特	13.0	6.7	\	\	4.4	4.6	35.2	1.1	11.5	-5.2

资料来源：BLOOMBERG 注：由于国内外报表不同，GIST 存货周转率为成本和销售管理费用与存货均值的比值，有所偏高；应收账款周转率为营业收入除以应收账款和票据的比值，数据偏低。

五 投资策略

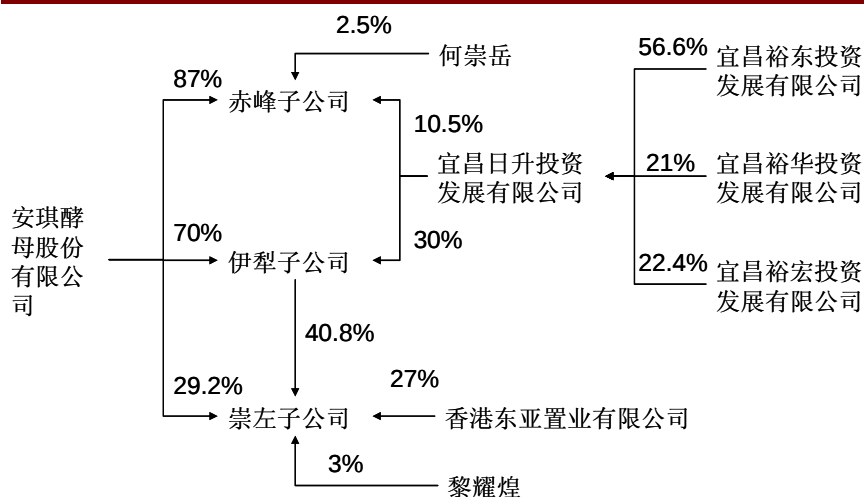
5.1 投资机会分析

我们对公司生命周期做了分解，认为成长后期与成熟期各有两类投资机会：

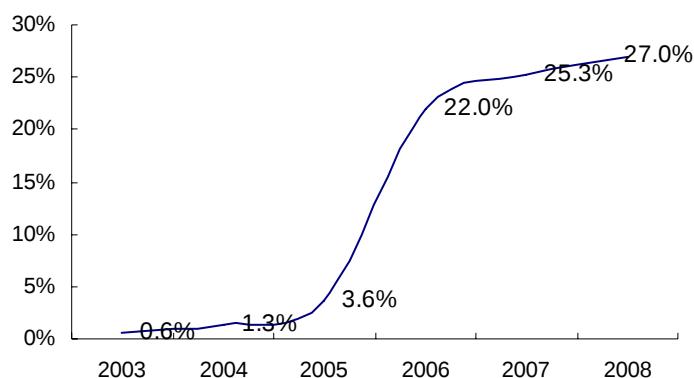
- **导入期（1998-2001）**：由于基数小，业务快速增长，但市场、生产等前期投入大。
- **成长前半段（2002-2008）**：业务快速增长，扩产势在必行，销售收入和成本投入同步快速增长，业绩开始较快增长。
- **成长后半段**：业务继续快速增长，行业地位基本确立，公司经营管理水平上新台阶，生产和市场费用率维持稳定或略有下降，业绩开始释放。对于安琪酵母而言，该阶段还可能存在两次大的突破，一是解决其少数股东权益占比过高问题（目前公司的少数股东权益占净利润比率高达 27%）。二是国外建厂或收购取得实质性突破，公司开始跨国运营。目前公司正在着手人才等储备计划，我们判断公司会在糖蜜资源较丰富、环保要求比较低的地区首先展开。
- **成熟期**：公司业务增速放缓，传统市场基本饱和，公司业绩增速趋缓。但我们考察国际酵母行业公司巨头的发展历程，认为公司还可能存在两个投资机会，一是存在公司收购或被食品、医药、化工行业巨头收购的可能；二是公司开发的新业务新产品如营养健康产品获得突破，进入新的成长期。

管理层从股份公司分走的少数股东损益近年持续增加，如果少数股东权益置换成股份公司的股权，管理层与社会股东的关系将由分食转为共赢。2006 年伊犁子公司增资扩股，引入少数股东宜昌日升投资发展有限公司 30% 股份，入股价为 1.25 元，同期赤峰子公司原股东翁特单旗乌特酵母厂及个人股东分别将 8% 和 2.5% 的股权受让给日升公司，入股价为 1.25 元。宜昌日升公司系安琪集团及上市公司高管出资设立的宜昌裕东公司、集团及中层管理者和科技工作者出资设立的裕华公司、裕宏公司共同投资成立，与上市公司形成关联关系。管理层持有股份公司下属生产型子公司的少数股权，与社会流通股股东分利，如果转换为股份公司股权，则利益才能一致。市场目前对于公司通过转换股权方式解决有期待，如果成功，实际上相当于实现了股权激励，并能增厚 EPS0.2 元。

图 22、非全资子公司股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券，注：何崇岳先生为台湾籍国际知名酵母专家，受聘为安琪酵母技术顾问，黎耀煌为泰国商人，系香港东亚置业旗下广西南宁东亚糖业集团总经理。其余子公司为全资控股。

图 23、安琪酵母历年少数股东损益占比


资料来源：公司公告

5.2 盈利预测

盈利预测假设：

- 1、公司产品下游为日常消费食品，对经济下滑的防御性较强，08 年末 09 年以来因东部地区打工者回乡导致方便面火腿肠消费减少，酵母味素需求减少，但同时内地的发面酵母需求却有增长。公司 08 年提价促进了收入增速和毛利提高，预计公司 09-10 年酵母产品收入增速分别为 23.8%、19.8%，味素及其他衍生品需求几年来增速达 40%以上，由于基数小及处于成长期，我们预计该增速仍能维持在 40%左右。奶制品系列占比较小，且受行业三鹿奶粉事件及近期一系列食品安全事件影响，公司产品虽未出事，但消费的地域有限，给予增速为 0 的假设。
- 2、公司毛利回升主要来自公司产品 08 年的涨价和糖蜜、能源等成本的低位运行，公司的环保成本 09 年会有改善，前期投入是环保治理工程建设，完工后治污费用随产量提升，但成本占比维持在 10%左右。
- 3、公司总部因高新技术企业所得税为 15%，子公司宜昌喜旺食品及安琪酵母（滨州）有限公司所得税率为 25%，安琪酵母（赤峰）有限公司享受西部大开发税收优惠，所得税税率为 15%。安琪酵母（崇左）有限公司自 2008 年起享受企业所得税“两免三减半”税收优惠政策。安琪酵母（伊犁）有限公司享受西部大开发税收优惠，自 2005 年起五年内免征企业所得税。

表 9、销售收入结构预测

	2007	2008	2009E	2010E
酵母销量（万吨）	4.5	5.5	6.6	7.8
吨价（万元/吨）	1.70	1.70	1.76	1.78
吨成本（万元/吨）	1.20	1.14	1.14	1.18
销售收入	1061	1311	1676	2084
其中：酵母系列	764	931	1152	1379
奶制品	35	30	30	30
其他	261	352	494	674
销售收入增长率	21.7%	23.6%	27.8%	24.3%
其中：酵母系列	17.3%	21.8%	23.8%	19.8%
奶制品	-10.0%	-14.7%	0.0%	0.0%
其他	44.5%	34.5%	40.5%	36.5%

毛利	323	444	602	725
其中：酵母系列	225	307	402	461
奶制品	7	6	6	6
其他	91	133	194	258
毛利增长率	7.7%	37.7%	35.5%	20.4%
其中：酵母系列	-5.8%	36.2%	31.3%	14.6%
奶制品	-23.7%	-12.6%	0.0%	0.0%
其他	75.1%	46.1%	46.1%	33.0%
毛利率	30.4%	33.9%	35.9%	34.8%
其中：酵母系列	29.4%	32.9%	34.9%	33.4%
奶制品	19.7%	20.2%	20.2%	20.2%
其他	34.7%	37.7%	39.2%	38.2%

资料来源：招商证券

表 10、盈利预测简表

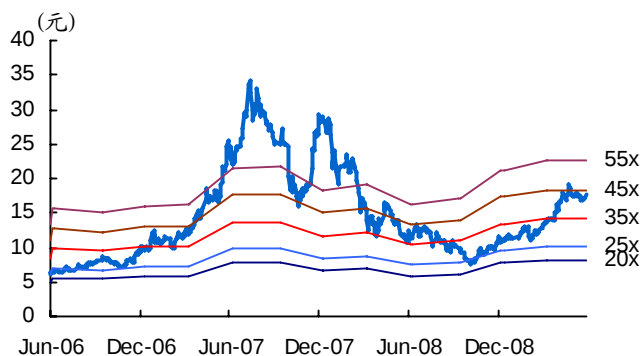
	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	1061	1311	1676	2084
二、营业总成本	949	1160	1419	1761
其中：营业成本	738	865	1073	1358
营业税金及附加	8	10	12	15
营业费用	131	171	218	261
管理费用	57	73	92	110
财务费用	22	39	22	15
资产减值损失	-8	1	1	1
三、其他经营收益	5	-6	5	0
公允价值变动收益	5	-6	5	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	117	145	262	322
加：营业外收入	17	8	8	8
减：营业外支出	1	2	1	1
五、利润总额	133	152	269	330
减：所得税	12	9	15	25
六、净利润	121	143	254	305
减：少数股东损益	31	39	64	76
七、归属母公司所有者净利润	91	104	191	228
股本	271	271	271	271
每股收益	0.33	0.39	0.70	0.84

资料来源：招商证券

5.3 估值与投资策略

我们认为公司投资价值的关键在于其有望成为世界级酵母供应商，而公司已经具备相应的潜质，且在经济不景气时产品的相对防御性较强。我们预计公司 09-10 年 EPS 分别为 0.70，0.84 元。目前行业 PE 在 25-30 倍，以公司当前股价 19.1 元，相当于 PE 为 27 倍，与行业相当。鉴于公司业务的高成长性，09 年若以 PE30 倍估值目标价为 21 元，如能解决少数股东股权问题，可以享受更高估值。首次给予“审慎推荐-A”的投资评级。

图 24、安琪酵母历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 25、安琪酵母历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	497	538	640	976	1393
现金	76	44	50	231	484
交易性投资	10	4	0	0	0
应收票据	13	3	4	5	6
应收款项	69	73	78	97	117
其它应收款	7	11	14	17	21
存货	283	372	456	577	705
其他	38	31	38	49	59
非流动资产	1105	1497	1424	1351	1285
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	800	1009	939	868	804
无形资产	62	66	64	61	59
其他	244	422	422	422	421
资产总计	1602	2034	2064	2327	2678
流动负债	580	723	587	673	842
短期借款	315	357	97	50	50
应付账款	133	151	194	245	300
预收账款	19	29	38	49	59
其他	113	185	258	329	432
长期负债	134	323	299	249	149
长期借款	123	311	281	231	131
其他	12	11	18	18	18
负债合计	715	1046	886	921	990
股本	271	271	271	271	271
资本公积金	254	254	254	254	254
留存收益	271	340	467	618	806
少数股东权益	91	123	186	262	357
母公司所有者权益	796	866	992	1143	1331
负债及权益合计	1602	2034	2064	2327	2678

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	103	280	362	371	425
净利润		104	191	228	283
折旧摊销		0	102	94	87
财务费用		0	22	15	7
投资收益		0	(5)	0	0
营运资金变动		0	(2)	(44)	(47)
其它		175	55	76	95
投资活动现金流	(273)	(475)	(16)	(20)	(20)
资本支出		0	(20)	(20)	(20)
其他投资		(475)	4	0	0
筹资活动现金流	187	163	(340)	(170)	(153)
借款变动		0	(264)	(77)	(50)
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(64)	(77)	(96)
其他		163	(11)	(15)	(7)
现金净增加额	16	(32)	6	181	252

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1061	1311	1676	2084	2527
营业成本	738	865	1073	1358	1661
营业税金及附加	8	10	12	15	20
营业费用	131	171	218	261	304
管理费用	57	73	92	110	129
财务费用	22	39	22	15	7
资产减值损失	(8)	1	1	1	1
公允价值变动收益	5	(6)	5	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	117	145	262	322	406
营业外收入	17	8	8	8	8
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	133	152	269	330	413
所得税	12	9	15	25	36
净利润	121	143	254	305	377
少数股东损益	31	39	64	76	94
母公司所有者净利润	91	104	191	228	283
EPS (元)	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	22%	24%	28%	24%	21%
营业利润	2%	25%	80%	23%	26%
净利润	15%	15%	83%	20%	24%
获利能力					
毛利率	30.4%	34.0%	35.9%	34.8%	34.3%
净利率	8.5%	8.0%	11.4%	11.0%	11.2%
ROE	11.4%	12.1%	19.2%	20.0%	21.3%
ROIC	9.5%	10.5%	16.9%	18.0%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	51.4%	42.9%	39.6%	37.0%
净负债比率	27.3%	33.1%	19.8%	14.2%	10.5%
流动比率	0.9	0.7	1.1	1.5	1.7
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	18.2	18.4	22.2	23.9	23.6
应付帐款周转率	6.2	6.1	6.2	6.2	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04
每股经营现金	0.38	1.03	1.33	1.37	1.57
每股净资产	2.93	3.19	3.65	4.21	4.90
每股股利	0.13	0.13	0.24	0.28	0.35
估值比率					
PE	57.0	49.5	27.1	22.6	18.3
PB	6.5	6.0	5.2	4.5	3.9
EV/EBITDA	33.3	25.5	17.9	16.0	13.8

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。