

产能瓶颈解除大幅提升业绩空间

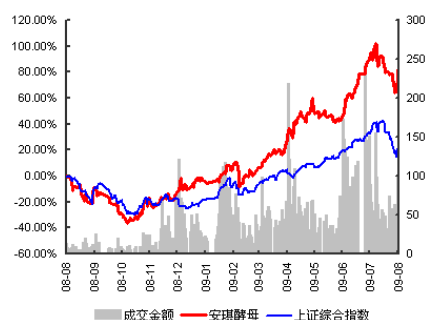
2009 年 8 月 20 日

评级：推荐

交易数据

52 周交易价格区间 7.30 ~ 24.20
 总市值 59.60 亿
 总股本/流通 A 股(万) 27140/27140
 流通股比率 100%
 当前价格 20.74 元

52 周走势



报告作者

行业研究员 周纪庚
 电话：0510-82832380
 Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

● 行业前景广阔

面用酵母国内市场需求广阔，潜在需求量在 20 万吨，酵母味素在提升工业应用的同时，如能进入人民日常生活，需求空间不可限量；其余酵母衍生品目前尚处于早期市场开发阶段，虽然收入占比小，但发展空间大。

● 产能瓶颈解除将快速提升公司业绩

公司收入来源主要是面用酵母和酵母味素，国内市场占有率超过 60%，酵母出口数量占我国出口总量的 50%。在国内市场稳步增长、国际市场积极推进下，公司业绩将出现快速提升。

● 公司财务状况优良

公司近年来主营收入和利润均呈现出加速趋势，年复合增长率在 25% 以上；公司对上下游的议价能力保证毛利率在 30% 以上；公司费用控制较好，资本运作能力强，有效地保证了公司的快速扩容。

● 给予“推荐”的评级，合理价格 25.37 元 ~ 27.65 元

增发完成后，公司 09-10 年 EPS 分别为 0.79 元和 1.04 元，参考保龄宝上市发行 09 年 31.6 倍的 PE，我们给予安琪酵母 09 年 35 倍 PE，对应其合理价格为 27.65 元；公司绝对估值合理价格在 25.37 元。综合来看我们认为公司的合理价格区间为 25.37 元 ~ 27.65 元，给予“推荐”评级。

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	1060.79	1311.27	1725.00	2007.00	2267.80
yoy	21.70%	23.61%	31.55%	16.35%	12.99%
经营利润	116.59	145.39	274.10	344.94	397.47
净利润	121.39	143.12	263.29	329.89	379.26
yoy	19.75%	17.90%	83.97%	25.29%	14.97%
全年摊薄 EPS	0.33	0.39	0.79	1.04	1.22
P/E	60.94	52.23	26.25	19.94	17.19
P/B	6.85	6.31	5.14	4.37	3.74

资料来源：公司、国联证券研究所

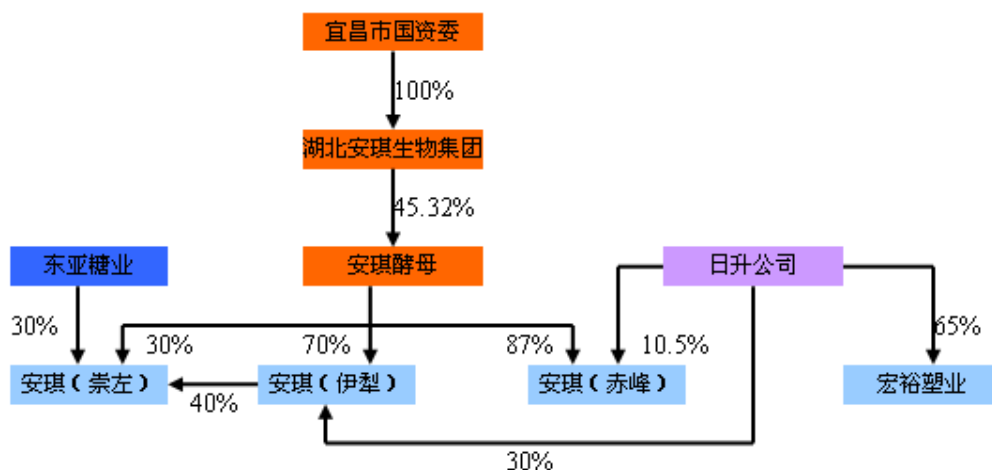
一、公司基本情况.....	3
1. 公司简介	3
2. 公司主要产品及收入结构.....	3
二、行业分析	5
2.1 各产品大类及市场空间	5
2.2 国内外酵母市场竞争情况.....	8
三 公司主营业务分析：专业化、国际化.....	9
3.1 公司在各分类产品上的情况	9
3.2 公司的竞争优势	10
四、公司财务状况分析.....	11
4.1 成长能力分析	11
4.2 盈利能力分析	11
4.3 运营能力分析	12
五、盈利预测：产能瓶颈突破，成长空间打开.....	12
5.1 盈利预测基本假设	12
5.2 盈利预测	14
六、定向增发：收购控股子公司相关股东的股份.....	14
6.1 增发预案	14
6.2 增发完成后对公司利润表的影响	15
七、估值与评级：推荐，合理价格 25.37 元~27.65 元.....	16
7.1 绝对估值：FCFF 估值为 25.37 元左右，合理价格在 24.98~25.81 元 ...	16
7.2 相对估值	17
附录	18

一、公司基本情况

1. 公司简介

安琪酵母成立于 1986 年，是生产酵母及酵母衍生物产品的国家重点高新技术企业。公司总股本 2.714 亿股，2009 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为 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，由宜昌市国资委独资控股。

图表 1：安琪酵母股权结构



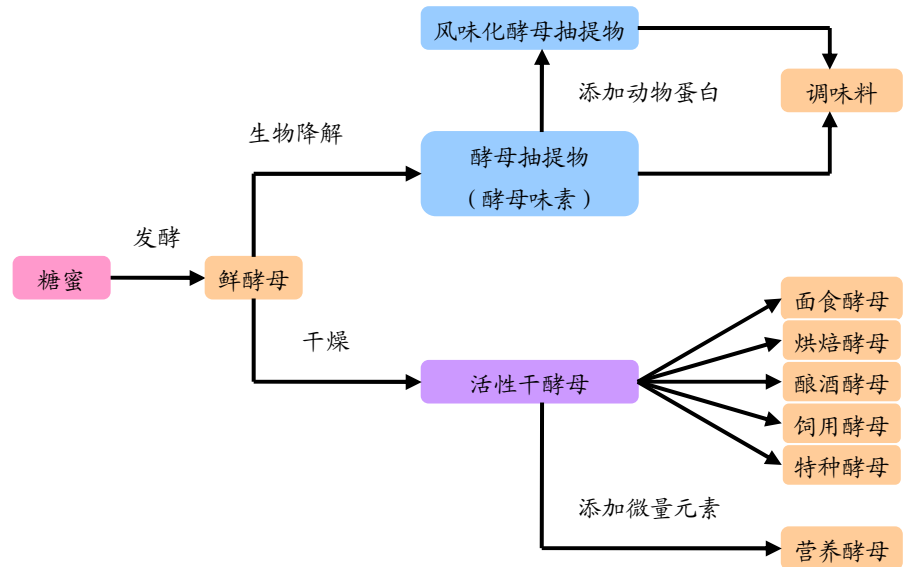
数据来源：国联证券

经多年扩张，公司在国内已拥有 6 大生产基地（安琪本部、安琪赤峰、安琪滨州、安琪伊犁、安琪崇左、安琪睢县）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。

2. 公司主要产品及收入结构

公司主要从事酵母及其衍生产品生产销售，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。

图表 2：安琪酵母产品种类



数据来源：国联证券

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%。

图表 3：安琪酵母产品应用领域

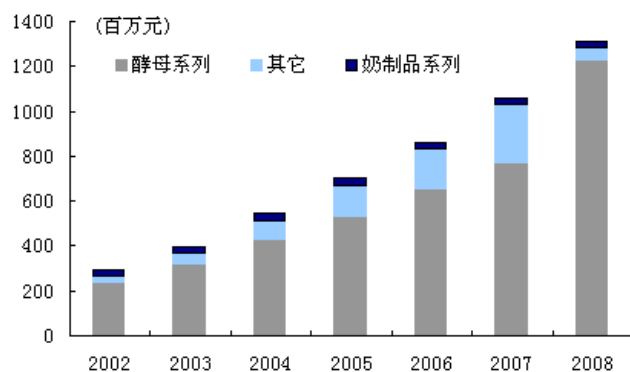
产品大类	应用领域	产品系列	产品说明
面用酵母	烘焙领域	安琪酵母系列 安琪面包改良剂 百钻烘焙原料系列 百钻油脂	主要为高活性干酵母、耐高糖高活性干酵母，在面包中用量为面粉的 0.8%~1.2%
	面食领域	安琪面用酵母系列 安琪馒头改良剂 好搭档馒头改良剂 调馅味膏系列	主要为高活性干酵母、在馒头中用量为 0.3%~0.5%
酵母抽提物	调味领域	酵母抽提物 风味化酵母抽提物 安琪味膏、馅旺系列	有粉状、膏状两种形态，主要应用于方便面、肉制品、香精、酱油、饼干、休闲食品、餐饮、素食及营养保健品等
酵母深加工衍生品	酿酒领域	酒精酵母 白酒酵母 其他酒类酵母	超级酿酒高活性干酵母、耐高温酿酒高活性干酵母、白酒王酵母、葡萄酒、啤酒、黄酒专用酵母
	营养健康	安琪系列 康普力星系列 开智系列 安琪纽特	酵母粉、酵母片、酵母多糖胶囊 富锌、硒、钙酵母产品 补钙、锌产品 各类酵母营养调理产品

动物营养	复合酵母	
	饲料用高活性干酵母	
	酵母硒	
	酵母细胞壁多糖	
医药原料和培养基	医药原料	各类富硒富锌特种酵母
	培养基原料	浸粉、浸膏、专用酵母粉
	生物试剂	

数据来源：公司

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。

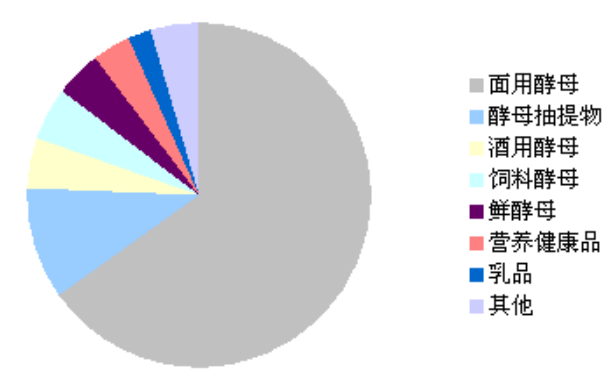
图表 4：安琪酵母历年收入结构



数据来源：WIND

注：公司从 2008 年开始将酵母抽提物收入归入酵母系列中，导致其他收入的大幅下降。

图表 5：安琪酵母 2008 年细分收入结构



数据来源：中国保健品协会

二、行业分析

2.1 各产品大类及市场空间

2.1.1 面用酵母系列

国内酵母市场发展空间巨大。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，虽然 2003、2004 年受非典影响增速有所放缓，但 10 年下来国内酵母产量年复合增长率达到 21%。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，市场空间依然广阔。

图表 6：国内面用酵母潜在消费量估算

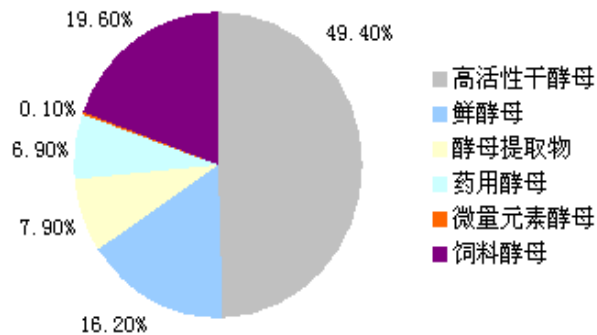
	人均面包消费量	人均面食消费量	酵母需求量/潜在需求量
酵母添加比例	1%	0.5%	
国内目前面食消费	1.2Kg	13Kg	10 万吨/年
国内潜在面食消费	6Kg	15Kg	20 万吨/年

数据来源：国联证券研究所

参照饮食习惯相近的日本和台湾数据，06 年日本和台湾人均消费面包分别为 10 千克和 9 千克，我们保守估计未来中国人均消费面包达 6 千克，人均消费传统中式面点如馒头等约 15 千克，如果按照面包 1% 的添加量，中式面点 0.5% 的添加量，则酵母年需求量约为 20 万吨，这一需求在未来随着消费升级还将提高。

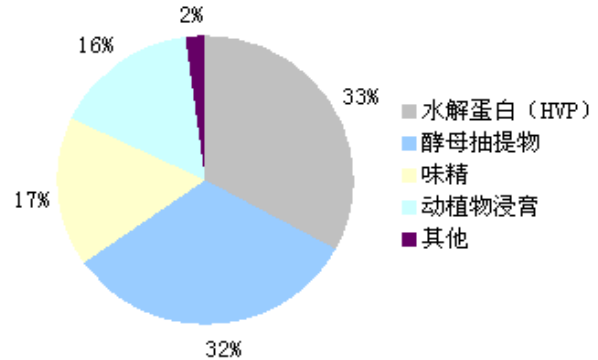
国际酵母市场地区差异明显。国际酵母产量从 1998 年的 100 万吨，增长到 2006 年的 350 万吨左右，其中高活性干酵母 120 万吨，不到十年翻了 3 倍。但目前酵母市场和企业主要集中于欧美等发达国家，需求存在严重的地区性差别，处于发展中的亚非拉地区，酵母需求的空间仍然巨大。

图表 7：国内酵母产品占比结构



数据来源：中国食品工业年鉴

图表 8：国际调味剂市场产品结构



数据来源：公司

2.1.2 酵母抽提物：稳步扩张

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。同时在民用领域，酵母味素也在逐步替代味精等传统鲜味剂，迸发出巨大空间。

国外酵母抽提物应用非常广泛，从国际调味剂市场产品结构来看，酵母味素占据了三分之一的天下。目前全球酵母味素的年产量已达 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已达 60%，美国也达到 30% 以上。

国内酵母抽提物也由导入期进入成长期。不过，整个市场目前需求并不大，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，

但覆盖面还远远不够。目前国内方便面产量 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%），假设均按照 1%的比例来添加，则工业用户市场需求就将达到 8.8 万吨。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。

目前国内酵母味素市场，安琪酵母（产能 13000 吨）、一品鲜（公司称年产能 6000 吨）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。

2.1.3 其他衍生产品：产品线拓展空间广阔

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，综合来看这些产品目前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，未来空间不大

酒精领域需求相对稳定，以国内酒精产量 600 万吨计算，若按 0.03%-0.06% 的添加比例，需求量在 3000 吨左右。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。

营养型酵母：前景广阔，但路漫漫

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。

目前国外的几大酵母巨头都已经设立了营养健康部，以推动营养与功能性酵母的市场开拓，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营养健康领域应具有较好前景。

动物营养：成本约束

饲料酵母主要是针对动物及水产养殖所开发的品种，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。

医药原料和培养基：期待政策释放

该领域的需求目前市场开拓少，随着国家对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。

2.2 国内外酵母市场竞争情况

1.2.1 国际市场：群雄割据

国际市场上，前几大酵母巨头主要分布在欧盟和北美，其目标市场也主要分布在这些地区，目前来看欧洲和北美市场比较成熟，已基本被前几大巨头所占领；同时这些地区政府也设置了较高的行业标准以降低外来品牌的侵入。因此，这些区域市场竞争反而相对比较弱。

目前来看，在广大的亚非拉地区是目前各大厂商争夺之地，而这些地区的市场需求空间也十分巨大。对于安琪酵母来说，公司在技术上与国外企业不相上下，在成本上明显具有优势，因此在开拓一个新的市场时，安琪酵母具备较强的竞争力。

图表 9：国际酵母巨头比较

公司	简介	备注
乐斯福 (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。	
英联马利	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。	国内产能 3 万吨
吉斯特 (GIST-BROCADES)	荷兰吉斯特曾是欧洲第二大酵母生产企业，仅有酵母抽提物业务，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。
安琪酵母 (ANGEL)	产能 9.1 万吨	
莱勒蒙 (LELL-MAND)	总部位于加拿大，有四个地区事业部，销售区域主要是美国、加拿大、墨西哥和欧洲，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。	
PAKAMAYA	土耳其酵母企业，除两个研发和培训中心外，在土耳	

共有 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。

数据来源: 公司

1.2.2 国内市场: 三国后期

目前国内共有 10 余家酵母企业,其中安琪酵母、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,市场形态呈现寡头垄断局面。

图表 10: 安琪酵母产能情况

(万吨)	2007	2008	2009	备注
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	酵母味素 5000 吨
新疆伊犁	1.5	1.5	3	酵母味素 8000 吨
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.6	
山东滨州	0.4	0.4	0.8	鲜酵母产能 2 万吨
河南睢县	0.2	0.2	0.2	
广西崇左		0.9	2	三期 15000 吨 2009 年 10 月动工
产能总计:	5.2	6.1	9.1	

数据来源: 公司

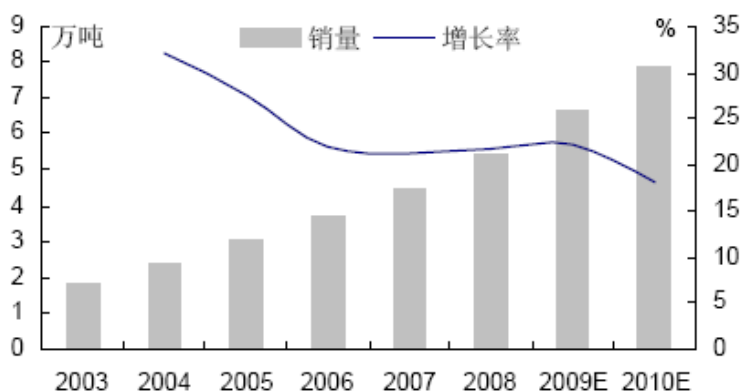
目前公司总产能为 9.1 万吨,英联马利国内产能 3.1 万吨,乐斯福产能 1.3 万吨,其余公司产能合计 2 万吨左右,安琪酵母产能占国内总产能的 50%,市场主导地位明显。

三 公司主营业务分析: 专业化、国际化

3.1 公司在各分类产品上的情况

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)。

图表 11: 安琪酵母高活性干酵母历年销量



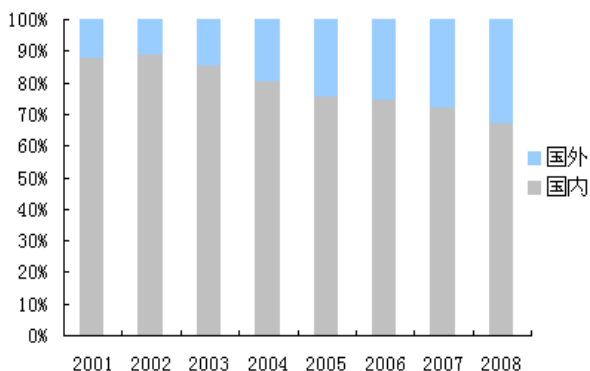
数据来源: 公司

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、营养丰富的特点，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。

酵母味素方面，公司目前与一品鲜和天香苑占据国内酵母抽提物市场的85%以上份额，安琪酵母目前酵母抽提物产能为13000吨，08年实现销量6万吨，09年预计有望突破1万吨，11年公司将继续扩产8000吨，使公司酵母抽提物产能达到2.1万吨。

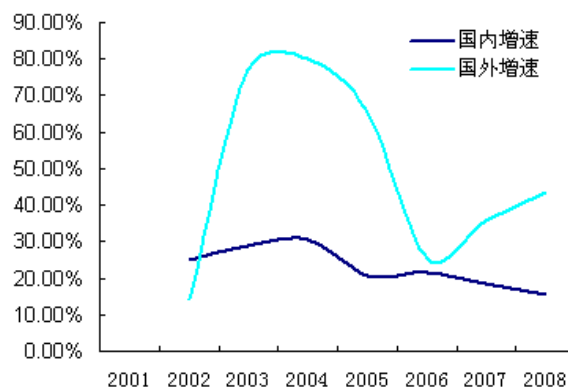
国际市场上，公司抢占国际同行力量稍弱的中亚、东南亚等市场，扩大非洲和拉美市场，以高性价比逐步进入欧洲和美洲市场。目前公司产品已经进入80多个国家和地区，公司出口占国内酵母出口的近50%。公司因享受出口退税，采取让利的策略，大力扩张国际市场。目前酵母出口价每吨1万7千元人民币，抽提物出口价每吨3万多元，毛利率低于国内10多个百分点，但考虑13%的出口退税，其利润与国内相当。由于品质得到认可，公司出口业务近年持续40%以上增长，预计09年、10年仍将维持该增速。

图表 12: 安琪酵母产品内外销收入占比



数据来源: WIND

图表 13: 安琪酵母内外销增速对比



数据来源: WIND

3.2 公司的竞争优势

3.2.1 产能优势: 产能位列全球前四、国内第一

酵母行业具有高技术、高投入、高退出的壁垒，因此产能是公司获得发展的前提和必要条件。近年来公司持续扩张，生产基地由宜昌扩大至6大生产基地，到2009年公司国内产能已达到9.1万吨，在全球位列前四，与莱勒蒙相近，国内第一。

3.2.2 技术优势: 技术水平保障产品竞争力

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，公司科研实力雄厚。

公司生产线处于世界先进水平，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。其产品质量已可与国际领先者相媲美。同时，公司主导了国内酵母工业产品质量、工业治污等标准的制定。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。

3.3.3 成本优势：大大提升国际市场竞争力

欧洲对生物燃料的大力推广争夺酵母的原料糖蜜，使糖蜜成本大大高于国内糖蜜的采购成本，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；另一方面由于传统市场欧洲对环保要求高，导致环保成本不断提高，同时安琪酵母享受出口退税，在价格上让利于国外客户。从这两个角度来看，公司在国际市场上具有明显的价格优势。目前公司产品已经进入 80 多个国家和地区，出口占国内酵母出口的近 50%

3.3.4 定价优势：国内已掌握定价权

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。国内市场已具有强势定价权。

四、公司财务状况分析

4.1 成长能力分析

公司近年来主营收入和利润均呈现出加速趋势。公司在享受国内市场需求快速扩张的同时，也积极开拓国际市场，年复合增长率在 20% 以上，净利润增速也接近 20%。公司自从 IPO 上市以来，产能从不足 1 万吨扩张到目前的 9.1 万吨，期间并没有再次在股市融资，而是通过银行贷款，体现了公司良好地资本运作能力和扩张能力。

图表 14：公司近年成长能力指标

	2006	2007	2008
主营业务收入增长率	N/A	21.70%	23.61%
主营业务成本增长率	N/A	29.05%	17.25%
经营利润增长率	N/A	1.98%	24.70%
净利润增长率	N/A	19.75%	17.90%
EBITDA 增长率	N/A	17.53%	23.74%
EBIT 增长率	N/A	18.60%	22.82%

数据来源：公司 国联证券研究所

4.2 盈利能力分析

公司盈利能力表现稳定。毛利率 07 年以来逐步提升，08 年达到 34%，09

年毛利率有望达到 35%以上。随着公司在上下游议价能力的提升,以及规模效应,公司毛利率有望保持在 35%以上。公司表示毛利率将维持在 30%以上,否则将会考虑提价。

图表 15: 公司近年盈利能力指标

盈利能力	2006	2007	2008
毛利率	34.39%	30.42%	34.00%
经营利润率	13.12%	10.99%	11.09%
净利润率	11.63%	11.44%	10.91%
EBITDA 利润率	21.91%	21.16%	21.18%
EBIT 利润率	15.04%	14.66%	14.56%
净资产回报率--ROE	12.59%	13.68%	14.48%
总资产回报率--ROA	7.65%	7.58%	7.04%

数据来源: 公司 国联证券研究所

公司净资产收益率近几年来维持上涨的趋势。总资产回报率有所下降,主要原因是公司近年来为了扩张产能,资产负债比率呈现出快速上涨,随着公司大规模产能扩张的结束,公司负债比率将有所下降,净资产收益率有望出现快速上升。

4.3 运营能力分析

公司运营能力近年来逐步改善,应收帐款周转率出现快速提升,主要是公司收入增长较快,同时公司在直销的同时,大幅扩展经销商的销售范围,导致应收帐款增幅明显低于收入增幅;资产周转率也呈现出稳步上升的趋势。

图表 16: 公司近年运营能力指标

	2006	2007	2008
应收帐款周转率	8.28	18.20	18.37
存货周转率	4.11	2.64	2.64
应付帐款周转率	N/A	6.18	6.09
总资产周转率	0.72	0.72	0.72
流动资产周转率	1.98	2.20	2.53
固定资产周转率	1.24	1.35	1.45

数据来源: 公司 国联证券研究所

五、盈利预测: 产能瓶颈突破, 成长空间打开

5.1 盈利预测基本假设

(1) 公司 08 年提价和产能扩张,促进了收入增速的提高,预计公司 09-11 年酵母及衍生产品收入增速分别为 33.74%、17.14%和 13.52%;奶制品系列占比较小,消费的地域有限,考虑到行业的自然增长,给予未来三年分别 3400 万、

3500 万、3600 万元的收入；保守起见，其他产品收入给予 0% 的增速。

2、公司糖蜜成本 09 年控制在 800 元/吨，环保成本在 1000 元/吨，占生产成本的 10%。

3、公司 08 年的提价以及糖蜜、能源等价格的低位运行，促进了公司毛利率的提高，公司表示上半年毛利率已经提升至 35%，在没有额外成本投入下，全年预计毛利率在 36%。

4、费用方面，考虑到公司在市场上的地位和营销能力，公司销售费用率和管理费用率将保持平稳，而随着公司产能扩张的完成，将逐步偿还银行贷款，公司财务费用率将呈现下降趋势。

5、公司总部因高新技术企业所得税为 15%，其他子公司税收政策未发生明显变化，总体上我们仍按照 2008 年的所得税率来进行预测。

图表 17：安琪酵母销售收入结构预测

名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入（百万元）	1057.01	1308.28	1725.00	2007.00	2267.80
酵母销售收入	964.89	1221.80	1634.00	1914.00	2172.80
乳制品	35.03	29.87	34.00	35.00	36.00
其他	57.09	56.61	57.00	58.00	59.00
主营业务增长率%	22.36%	23.77%	31.85%	16.35%	12.99%
酵母及深加工	48.01%	26.63%	33.74%	17.14%	13.52%
乳制品	-9.97%	-14.73%	13.83%	2.94%	2.86%
其他	-67.01%	-0.84%	0.69%	1.75%	1.72%
主营业务成本	738.05	863.03	1091.10	1253.10	1424.10
酵母系列	670.44	801.53	1025.10	1185.20	1355.20
乳制品	28.13	23.84	27.00	28.40	28.90
其他	39.48	37.66	39.00	39.50	40.00
主营业务毛利	318.96	445.25	633.90	753.90	843.70
酵母系列	294.45	420.27	608.90	728.80	817.60
乳制品	6.90	6.03	7.00	6.60	7.10
其他	17.61	18.95	18.00	18.50	19.00
毛利率	30.18%	34.03%	36.75%	37.56%	37.20%
酵母系列	30.52%	34.40%	37.26%	38.08%	37.63%
乳制品	19.70%	20.19%	20.59%	18.86%	19.72%
其他	30.85%	33.47%	31.58%	31.90%	32.20%

资料来源：公司 国联证券研究所

5.2 盈利预测

根据前面的假设及收入结构的分析，我们对公司未来三年的收入盈利情况进行了预测，预测结果如下表所示。

图表 18: 利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1725.00	2007.00	2267.80
主营业务成本	738.06	865.40	1091.10	1253.10	1424.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	12.08	15.08	17.62
主营业务利润	314.63	436.35	621.83	738.82	826.08
销售费用	131.32	170.76	224.25	260.91	283.48
管理费用	57.30	73.09	96.60	112.39	127.00
财务费用	22.15	39.31	25.88	20.07	18.14
其他费用	-12.73	7.80	1.00	0.50	0.00
营业利润	116.59	145.39	274.10	344.94	397.47
营业外收支净额	16.75	6.27	6.00	6.00	6.00
利润总额	133.34	151.66	280.10	350.94	403.47
所得税	11.94	8.54	16.81	21.06	24.21
净利润	121.39	143.12	263.29	329.89	379.26
减: 少数股东权益	30.72	38.62	71.05	89.02	102.35
归公司股东净利润	90.67	104.50	192.24	240.86	276.91

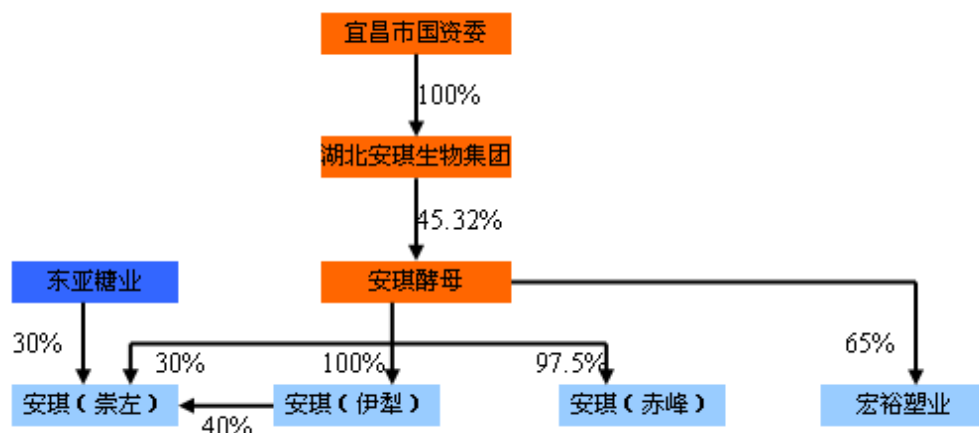
资料来源: 公司、国联证券研究所

六、定向增发: 收购控股子公司相关股东的股份

6.1 增发预案

安琪酵母股份有限公司于 2009 年 7 月 15 日召开四届二十次董事会，会议审议通过关于公司向湖北日升科技有限公司(下称: 日升公司)发行境内上市人民币普通股(A 股)购买资产暨关联交易(日升公司在未来 12 个月可能通过本次交易成为直接持有公司 5% 股份以上的股东，视为公司的关联人)预案的议案: 本次购买的标的资产为日升公司持有的公司控股子公司安琪酵母(伊犁)有限公司(注册资本为 9300 万元)30% 的股权、安琪酵母(赤峰)有限公司(注册资本为 399 万美元)10.5% 的股权，以及日升公司控股子公司宜昌宏裕塑业有限责任公司(注册资本为 1500 万元)65% 的股权。

图表 19: 安琪酵母定向增发后股权结构



数据来源：国联证券

6.2 增发完成后对公司利润表的影响

按照定向增发项目定价规则，公司应聘请中介机构对相关子公司股权价值进行评估。本次购买资产定价（评估）方法：安琪（伊犁）、安琪（赤峰）、安琪（崇左）三子公司股权和宏裕塑业股权均采用收益现值法来进行定价。假设相关子公司少数股东损益评估值为 5500~6000 万元（2008 年 3862 万元），按 12 倍 PE 估值，则相关子公司股权价值为 6.6~7.2 亿元。按照公告前 20 日股价均值 18.8 元/股计算，上市公司增加股本约 3510~3830 万股，总股本增加至 30650-30970 万股，此处假定总股本增加至 30800 万股。

根据国资委相关规定，国企员工持有子公司股权的情况必须在 2009 年 9 月 30 日之前解决。因此，我们假设公司定向增发在 9 月 30 日前完成，则 2009 年平均股本为 28055 万股（=27140*3/4+30800*1/4）。假设公司 2009 年少数股东损益为 7000 万元，并入母公司的净利润为 3000 万元，则归属于母公司净利润为 22224 万元，可增厚 09 年每股收益 0.08 元至 0.79 元；2010 年平均股本为 30500 万股，少数股东损益为 8000 万元，归属母公司净利润为 32086 万元，则可增厚 10 年 EPS 约 0.15 元至 1.04 元。

图表 20: 增发后调整利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E
净利润	121.39	143.12	263.29	329.89
少数股东权益	30.72	38.62	71.05	89.02
归公司股东净利润	90.67	104.50	192.24	240.86
增发前每股收益	0.33	0.39	0.71	0.89
增发后并入的少数股东权益	0	0	3000	8000
增发后归公司股东净利润	90.67	104.50	222.24	320.86

平均总股本（万股）	27140	27140	20855	30800
增发后摊薄每股收益	0.33	0.39	0.79	1.04

资料来源：公司、国联证券研究所

七、估值与评级：推荐，合理价格 25.37 元 ~ 27.65 元

7.1 绝对估值：FCFF 估值为 25.37 元左右，合理价格在 24.98 ~ 25.81 元

我们的贴现现金流分析包含了从 2009 年到 2026 年及 2026 年之后的永续增长阶段，主要假设如下：

图表 21：加权平均资本成本假设和计算

项目	数值	备注
无风险利率	2.25%	金融机构一年期存款基准利率
贝塔系数	1.05	食品饮料行业平均值
风险溢价 Rm	13%	国联证券研究所
债务成本 Kd	6.8%	平均负债利息率
税率	15%	结合当前税率判断的长期值
债务资本比率 D/A	20%	基于行业发展的长期判断
权益资本比率 E/A	80%	
权益成本	13.54%	
加权平均资本成本 WACC	11.99%	加权平均
永续增长率 g	2.0%	
总价值（万元）	688642.64	
总股本（万股）	27140	
每股价值（元）	25.37	

数据来源：国联证券

图表 22：加权平均资本成本和永续增长率的敏感性分析

单位：元

WACC/g	1.5%	2.0%	2.5%
10.99%	28.53	29.10	29.73
11.49%	26.66	27.13	27.65
11.99%	24.98	25.37	25.81
12.49%	23.47	23.80	24.17
12.99%	22.17	22.38	22.69

数据来源：国联证券

7.2 相对估值

根据前面对公司未来三年的业绩预测，假设定向增发在2009年实施完毕，公司09-10年EPS分别为0.79元和1.04元，对应目前（2009-8-20）20.74元的价格，未来两年的动态PE分别为26.25倍和19.94倍。

因国内目前尚没有可比的上市公司，我们选取近期在中小板上市发行的保龄宝作为参考。保龄宝上市发行的价格为20.56元，对应其2009年每股0.65元的收益，一级市场对保龄宝09年的估值水平为31.6倍，同时考虑到二级市场相对一级市场的溢价，以及公司未来的高成长性，我们给予安琪酵母09年35倍PE，对应其合理价格为27.65元。

综合对公司的绝对估值和相对估值，我们认为公司的合理价格区间为25.37元~27.65元，相对目前20.97的价格，有近30%的上涨空间，给予“推荐”评级。

附录

资产负债表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	75.94	43.97	375.80	321.17	507.33
交易性金融资产	10.16	3.86	3.86	3.86	3.86
应收票据	13.39	3.17	10.89	12.67	14.31
应收账款	69.46	73.28	93.89	109.23	123.43
其他应收款	7.10	10.94	26.22	30.51	34.47
预付款项	37.58	30.97	39.04	44.84	50.96
存货	283.21	371.63	412.81	474.10	538.80
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	496.84	537.81	962.51	996.38	1273.17
非流动资产					
发放贷款及垫款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.56	2.47	2.38	2.28	2.19
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	799.78	1009.13	1125.64	1239.40	1292.44
在建工程	219.29	405.72	266.30	269.18	197.92
工程物资	0.00	0.00	1.85	1.87	1.38
无形资产	61.70	65.81	64.21	62.60	60.99
长期待摊费用	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	23.94	6.93	0.00	0.00	0.00
合计	1105.20	1496.51	1465.37	1580.33	1559.92
流动负债					
吸收存款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	315.08	357.41	234.56	117.28	58.64
应付票据	73.56	130.83	128.85	147.98	168.17
应付账款	133.04	150.98	177.79	204.19	232.05
预收款项	18.85	29.26	38.49	44.78	50.60
其他应付款	8.90	18.40	23.20	26.64	30.28
其他流动负债	30.74	35.50	33.08	38.48	43.48
合计	580.18	723.10	635.96	579.35	583.23
非流动负债					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	122.68	311.26	290.23	232.19	185.75
长期应付款	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
其他非流动负债	9.56	9.27	0.00	0.00	0.00
合计	134.43	322.73	292.43	234.39	187.95
所有者权益	887.43	988.50	1499.48	1762.97	2061.91

资料来源：公司、国联证券研究所

利润表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1725.00	2007.00	2267.80
主营业务成本	738.06	865.40	1091.10	1253.10	1424.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	12.08	15.08	17.62
主营业务利润	314.63	436.35	621.83	738.82	826.08
销售费用	131.32	170.76	224.25	260.91	283.48
管理费用	57.30	73.09	96.60	112.39	127.00
财务费用	22.15	39.31	25.88	20.07	18.14
其他费用	-12.73	7.80	1.00	0.50	0.00
营业利润	116.59	145.39	274.10	344.94	397.47
营业外收支净额	16.75	6.27	6.00	6.00	6.00
利润总额	133.34	151.66	280.10	350.94	403.47
所得税	11.94	8.54	16.81	21.06	24.21
净利润	121.39	143.12	263.29	329.89	379.26
减：少数股东权益	30.72	38.62	71.05	89.02	102.35
归公司股东净利润	90.67	104.50	192.24	240.86	276.91

资料来源：公司、国联证券研究所

现金流量表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动产生的现金流量					
净利润	121.39	143.12	263.29	329.89	379.26
资产减值准备	-7.70	1.50	-3.84	-4.30	-4.63
折旧费用	68.97	86.76	78.29	87.65	94.44
摊销费用	2.05	2.82	1.61	1.61	1.61
财务费用	18.84	34.77	25.88	20.07	18.14
存货的减少	-6.42	-88.42	-41.18	-61.29	-64.70
应收项目的减少	-25.33	12.96	-28.33	-17.13	-15.84
应付项目的增加	-74.44	63.76	24.83	45.53	48.06
其他	5.16	22.60	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	102.52	279.87	320.55	402.03	456.34
投资活动产生的现金流量					
处置资产收回的现金	1.93	1.71	0.00	0.00	0.00
购建资产支付的现金	-302.15	-476.31	-51.53	-200.00	-71.59
其他	27.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-272.94	-474.60	-51.53	-200.00	-71.59
筹资活动产生的现金流量					
取得借款收到的现金	612.80	856.16	97.08	0.00	0.00
偿还债务支付的现金	-376.40	-621.13	-240.95	-175.33	-105.08
分配股利或偿付利息	-67.74	-97.39	-64.91	-81.33	-93.50
其他	18.00	25.11	271.59	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	186.66	162.76	62.81	-256.66	-198.58
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本期净增加额	16.24	-31.97	331.83	-54.63	186.16

期初余额	59.70	75.94	43.97	375.80	321.17
期末余额	75.94	43.97	375.80	321.17	507.33

资料来源：公司、国联证券研究所

财务比率	2007	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	30.42%	34.00%	36.75%	37.56%	37.20%
经营利率	10.99%	11.09%	15.89%	17.19%	17.53%
净利率	11.44%	10.91%	15.26%	16.44%	16.72%
ROE	13.68%	14.48%	17.56%	18.71%	18.39%
ROA	7.58%	7.04%	10.84%	12.80%	13.39%
资产负债率	44.61%	51.41%	38.24%	31.58%	27.22%
净资产负债率	80.53%	105.80%	61.91%	46.16%	37.40%
利息保障比率	7.02	4.86	11.76	17.38	21.91
总资产周转率	0.72	0.72	0.77	0.80	0.84
流动比率	0.86	0.74	1.51	1.72	2.18
速动比率	0.19	0.11	0.38	0.33	0.47
应收款周转天数	19.79	19.59	17.44	18.22	18.47
应付款周转天数	58.25	59.07	54.24	54.87	55.14
存货周转天数	136.58	136.20	129.41	127.40	128.03
总资产周转率	0.72	0.72	0.77	0.80	0.84
流动资产周转率	2.20	2.53	2.30	2.05	2.00
固定资产周转率	1.35	1.45	1.62	1.70	1.79

资料来源：公司、国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。