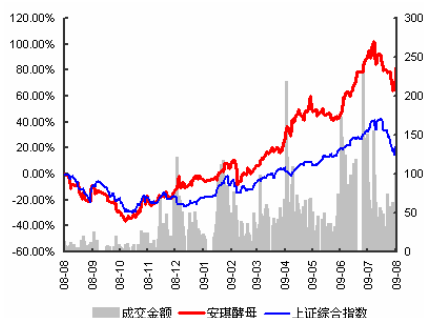


海外建厂使公司更国际化

2010 年 1 月 28 日

评级: 推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

联系人

周纪庚

电话: 021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

《产能瓶颈解除大幅提升业绩空间》
2009.8.20

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:

● 国际化步伐向前迈出一大步

公司目前产能 9.1 万吨，居国内第三、全球第三，2011 年将达到 12.6 万。在埃及新建 1.5 万吨产能，公司迈出了全球运作步伐，依托原料产地，贴近目标市场，有利于公司较好的占领欧洲和非洲市场。

● 国内需求潜力巨大，国际需求旺盛

国内酵母潜在需求量在 30 万吨以上，目前年需求量在 13 万吨左右，增长空间明显。国际市场需求近年来增速迅猛，国内酵母产品以同等品质、较低价格迅速占领市场。公司在产能扩张的同时抓住了外需增长的契机，很好地切入国际市场，产能得以快速消化。

● 成本、技术、营销优势“三位一体”保增长

公司近年来新建产能靠近原料产地，降低原料运输成本，同时可享受所得税减免优惠；公司技术国内领先、与国际同步，并形成独特的酵母品种；公司采用“营销中心—办事处—经销商”的营销模式，“与客户共赢”，对渠道形成较强的控制力。

● 维持“推荐”的评级，合理价格 36.75 元~39.00 元

公司 09-11 年 EPS 分别为 0.88 元、1.05 元和 1.30 元，给予安琪酵母 09 年 35 倍 PE，11 年 30 倍 PE，对应合理价格为 36.75~39.0 元，维持“推荐”评级。

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	1060.79	1311.27	1659.25	1963.00	2229.50
yoy	21.70%	23.61%	26.54%	18.31%	13.58%
经营利润	116.59	145.39	306.87	396.14	509.08
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	455.91
yoy	19.75%	17.90%	109.23%	19.06%	27.88%
全年摊薄 EPS	0.33	0.39	0.88	1.05	1.30
P/E	97.73	83.77	35.03	29.36	23.71
P/B	10.99	10.11	6.28	5.31	4.63

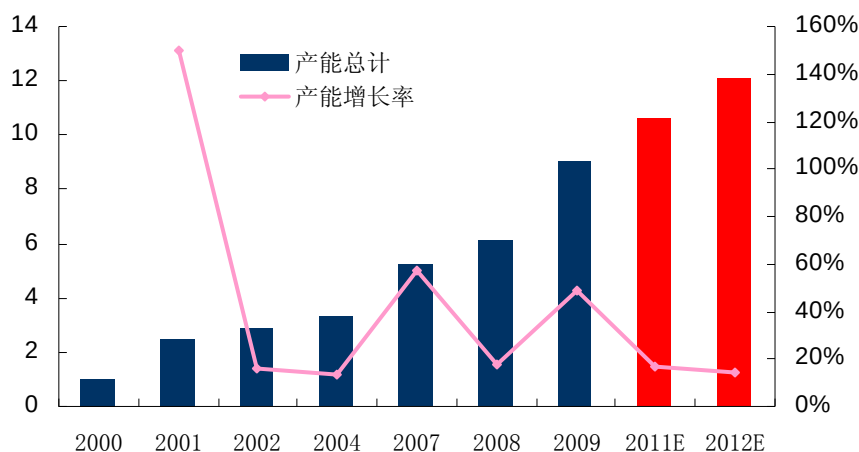
资料来源: 公司、国联证券研究所

一、国际化步伐向前迈了一大步

1.1 公司现有产能居全球第三、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，也是防止其他企业进入的壁垒。公司 2000 年上市以来，生产基地由宜昌扩大至 6 大生产基地，产能也由 2000 年的 1 万吨逐步增加到 2009 年的 9.1 万吨。2009 年 9 月，公司董事会通过决议拟在广西崇左扩建 1.5 万吨酵母生产线，有望于 2010 年底或 2011 年初投产。预计公司 2010 年仍将保持现有的 9.1 万吨产能，但 2011 年、2012 年酵母生产能力将分别达到 10.6 万吨和 12.1 万吨。目前公司产能已达到世界第三、国内第一，占国内酵母总产能的 45%。

图表 1：安琪酵母 2000 年以来产能增长情况



数据来源：公司 国联证券研究所

1.2 海外建厂打响公司全球运作第一炮

1 月 28 日，公司 2010 年第一次临时股东大会决议通过在埃及投资建设年产 1.5 万吨高活性干酵母工厂。埃及是非洲第二大产糖国，07 年产糖 175 万吨，按照 10: 3 的比例，可产出糖蜜 52 万吨，除去埃及本土酵母企业的糖蜜需求外完全可以满足公司 1.5 万吨产能的糖蜜需求。

公司预计 10 年上半年可以动工兴建，2011 年底有望建成投产。根据国内 1.5 万产能的收益情况来看，预计项目建成后可为公司带来 4000~5000 万元的利润。

图表 2：安琪酵母产能情况（折干后）

（万吨）	2008	2009	2010E	2011E	2012E	备注
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	酵母味素 5000 吨

新疆伊犁	1.5	3	3	3	3	酵母味素 8000 吨
内蒙赤峰	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
山东滨州	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	鲜酵母产能 2 万吨
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
广西崇左	0.9	2	2	3.5	3.5	2009 年 10 月动工
安琪埃及					1.5	2011 年底投产
总计:	6.1	9.1	9.1	10.6	12.1	

数据来源：公司资料

专业化酵母生产使得安琪具备了世界级的体量，但相比前两大巨头，安琪前几年的国际化步伐主要是侧重于国际化的销售，侧重于品牌和渠道的建设。如果把安琪之前的国际化称作全球销售，那么从 10 年开始安琪的国际化就可以称作全球运作，其采购、生产、销售都纳入到了全球的范围之内。

公司此次在埃及建设工厂，其瞄准的并不是埃及本土的消费市场，而是更大的欧洲和非洲市场。公司利用埃及便利的交通以及此前建立起来的品牌、品质和价格的优势，逐步向这些市场渗透。进入欧洲市场，虽然这与乐斯福、英联马利是正面交锋，但有助于提升公司的品牌形象；进入非洲市场，虽然英联马利较早进入，但目前来看非洲市场仍是开发最不完善的市场，对于公司来说，进入的空间最大。

二、国内需求潜力巨大，国际需求旺盛

2.1 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 3：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

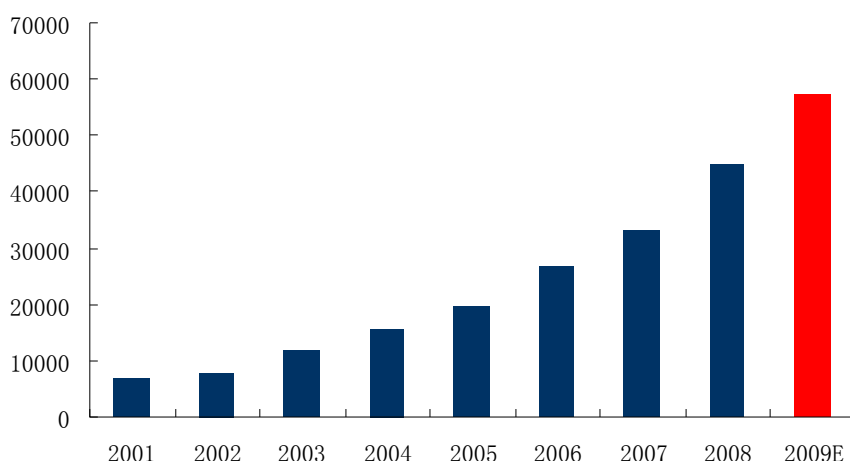
参照饮食习惯相近的日本和台湾数据，06 年日本和台湾人均消费面包分别为 10 千克和 9 千克，我们保守估计未来中国人均消费面包达 6 千克，人均消费

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，则面用酵母年需求量约为 20 万吨，这一需求在未来随着消费升级还将提高。同时，我国年产饲料 10000 万吨，如果按照 0.1%~0.5% 的添加比例，对酵母的需求在 10 万吨。此外，加上酿酒用、酵母抽提物、药用酵母 0.5 万吨需求，未来国内酵母的潜在需求量在 30 万吨以上。

2.2 国际市场需求增速快于国内

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。与此同时，国内出口的活性酵母从 04 年~08 年增长了 200%，而相对国内来说，消费仅增长了 100%。因此，国外的酵母需求增长明显要高于国内。

图表 4: 国内 2000 年以来高活性酵母出口量



数据来源：国联证券研究所

对于公司来说，很好地抓住了这一轮国外需求的增长。随着公司酵母产能的快速增加，出口业务也出现持续快速增长。在国内酵母需求增速不明显的情况下，公司获得了较快地发展。这一方面取决于公司较好的产品品质和较低廉的价格，以低价入市，通过逐步提价达到提升品牌的目的，另一方面公司通过技术研发，形成自己的优势品种酒精酵母，培育出新的增长点，并开拓了美洲市场。

三、成本、技术、营销“三位一体”保增长

3.1 向原料基地扩张进一步拓展公司成本优势

从竞争对手的角度来看，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，

从自身角度来看，近年公司在新疆伊犁、广西崇左进行产能扩张，而这两个地区是我国糖料主要的生产基地，这不仅可以节省原料运输成本，而且这些地方环保成本相对较低，还可以享受到国家所得税减免的优惠政策。

综合这两个方面，公司的成本要明显低于国内外的竞争对手。同时安琪酵母享受出口退税，在价格上让利于国外客户。

3.2 技术优势：技术水平保障产品竞争力

公司建有“国家酵母技术研究推广中心”、“博士后科研流动站”，技术中心被评定为国家级企业技术中心。目前公司的酵母生产技术居国内行业第一，与国际先进水平接近。09 年公司国内首创耐高温酿酒高活性干酵母，国际领先，已成为公司目前的优势产品。2008 年公司新开发品种 28 个，改进 42 项产品工艺。

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。

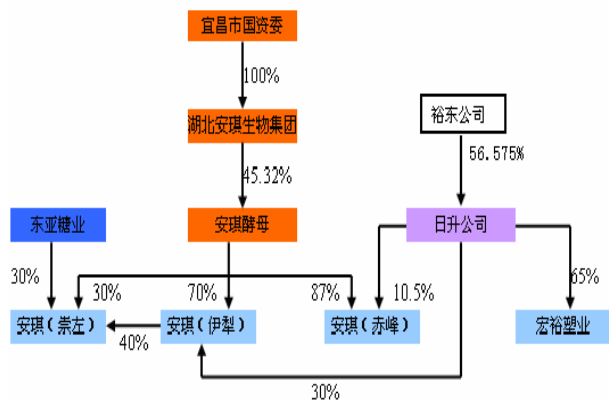
3.3 渠道控制凸显营销优势

公司目前采用“营销中心—办事处—经销商”的营销机制，很好的避免了一级代理制度所带来的与客户脱节、受制于经销商的问题。公司通过办事处管理的经销商和业务员来共同开发客户，由经销商供货，并强调与“与客户共赢”（包括经销商）和深度合作，将自身与经销商、客户放在同一个利益平台来，形成了比较稳定的合作关系；而且业务员在客户开发过程中全程参与，更方便公司了解客户的需求，对渠道的控制力要明显高于一般企业。

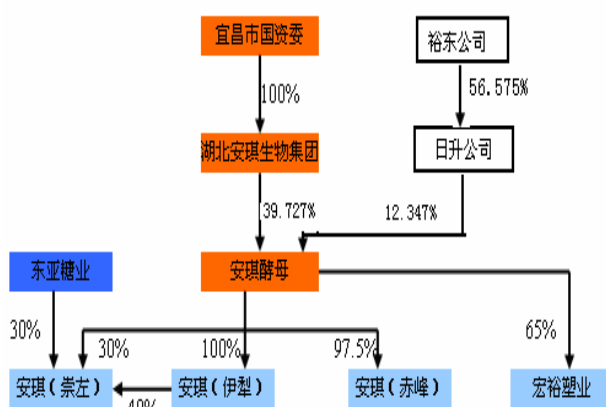
四、增发将有利于股东与管理层利益一致

上市公司此次向管理层控股的日升公司非公开增发以购买其持有的上市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。增发完成后，上市公司管理层将持有安琪酵母的股权，解决了管理层激励的问题，使股东与管理层利益趋于一致。同时，也可减少日趋庞大的少数股东权益，使

图表 5: 安琪酵母目前股权结构



图表 6: 定增完成后安琪酵母股权结构



图表 7: 安琪酵母盈利预测

利润表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1659.25	1963.00	2229.50

主营业务成本	738.06	865.40	1041.10	1203.10	1314.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	9.96	11.39	12.93
主营业务利润	314.63	436.35	608.19	748.51	902.47
销售费用	131.32	170.76	190.81	235.56	267.54
管理费用	57.30	73.09	74.67	82.45	93.64
财务费用	22.15	39.31	34.84	33.37	31.21
其他费用	-12.73	7.80	1.00	1.00	1.00
营业利润	116.59	145.39	306.87	396.14	509.08
营业外收支净额	16.75	6.27	9.00	9.00	9.00
利润总额	133.34	151.66	315.87	405.14	518.08
所得税	11.94	8.54	16.43	48.62	62.17
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	455.91
减：少数股东权益	30.72	38.62	25.45	30.30	54.71
归公司股东净利润	90.67	104.50	273.99	326.22	401.20
每股收益（元）	0.33	0.39	0.88	1.05	1.30

资料来源：WIND 国联证券研究所

5.3 投资建议：推荐

根据前面对公司09~11年的业绩预测，未来三年公司主营收入分别增长26.54%、18.31%和13.58%，实现每股收益0.88元、1.05元和1.30元，对应目前30.83元（2010-1-27）的价格，未来三年的动态PE分别为35.03倍、29.36倍和23.71倍。鉴于公司未来的高成长性以及业绩持续增长明确，我们给予安琪酵母10年35倍PE，11年对30倍PE，对应公司的合理价格为36.75~39.0元，给予“推荐”评级。

附录

利润表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1659.25	1963.00	2229.50
主营业务成本	738.06	865.40	1041.10	1203.10	1314.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	9.96	11.39	12.93
主营业务利润	314.63	436.35	608.19	748.51	902.47
销售费用	131.32	170.76	190.81	235.56	267.54
管理费用	57.30	73.09	74.67	82.45	93.64
财务费用	22.15	39.31	34.84	33.37	31.21
其他费用	-12.73	7.80	1.00	1.00	1.00
营业利润	116.59	145.39	306.87	396.14	509.08
营业外收支净额	16.75	6.27	9.00	9.00	9.00
利润总额	133.34	151.66	315.87	405.14	518.08
所得税	11.94	8.54	16.43	48.62	62.17
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	455.91
减：少数股东权益	30.72	38.62	25.45	30.30	54.71
归公司股东净利润	90.67	104.50	273.99	326.22	401.20

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%	37.25%	38.71%	41.06%
经营利率	10.99%	11.09%	18.49%	20.18%	22.83%
净利率	11.44%	10.91%	18.05%	18.16%	20.45%
ROE	13.68%	14.48%	19.65%	19.79%	21.22%
ROA	7.58%	7.04%	12.35%	13.78%	15.87%
资产负债率	44.61%	51.41%	37.14%	30.36%	25.22%
净资产负债率	80.53%	105.80%	59.08%	43.60%	33.73%
利息保障比率	7.02	4.86	10.02	12.64	16.94
总资产周转率	0.72	0.72	0.74	0.78	0.82
流动比率	0.86	0.74	1.58	1.83	2.45
速动比率	0.19	0.11	0.39	0.35	0.52
应收款周转天数	19.79	19.59	17.75	18.08	18.42
应付款周转天数	58.25	59.07	55.43	54.71	56.18
存货周转天数	136.58	136.20	132.35	127.03	130.45
总资产周转率	0.72	0.72	0.74	0.78	0.82
流动资产周转率	2.20	2.53	2.22	2.00	1.92
固定资产周转率	1.35	1.45	1.55	1.66	1.76

资料来源：公司、国联证券研究所

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	398.37	355.43	595.79

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	10.47	12.39	14.07
应收账款	69.46	73.28	90.31	106.84	121.34
其他应收款	7.10	10.94	25.22	29.84	33.89
预付款项	37.58	30.97	37.25	43.05	47.02
存货	283.21	371.63	393.90	455.19	497.18
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	496.84	537.81	959.38	1006.60	1313.17
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	230.76	115.38	57.69
应付票据	73.56	130.83	122.94	142.08	155.18
应付账款	133.04	150.98	169.64	196.04	214.13
预收款项	18.85	29.26	37.02	43.80	49.74
其他应付款	8.90	18.40	22.13	25.58	27.94
其他流动负债	30.74	35.50	25.57	28.23	32.06
合计	580.18	723.10	608.07	551.10	536.75
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	1524.25	1801.45	2148.39

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	299.44	356.52	455.91
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	34.84	33.37	31.21
存货的减少	-6.42	-88.42	-22.27	-61.29	-42.00
应收项目的减少	-25.33	12.96	-24.33	-18.45	-16.19
应付项目的增加	-74.44	63.76	10.78	45.53	31.20
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	374.53	440.64	551.55
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	93.28	0.00	0.00
偿还债务支付的现金	-376.40	-621.13	-240.95	-173.42	-104.13
分配股利或偿付利息	-67.74	-97.39	-92.52	-110.15	-135.47
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	31.40	-283.58	-239.60
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	354.40	-42.93	240.36
期初余额	59.70	75.94	43.97	398.37	355.43
期末余额	75.94	43.97	398.37	355.43	595.79

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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

免责声明:

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。