

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

酵母行业龙头公司安琪酵母经营规模和盈利水平持续多年稳定增长

2010 年 2 月 23 日

投资要点:

●酵母菌是目前世界上唯一利用量超百万吨的微生物，在食品工业中应用广泛。酵母抽提物具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点，在食品工业中应用广泛。

●我国发酵领域酵母市场理论容量为 36 万吨左右；调味领域若酵母味素替代味精，则酵母市场理论容量为 180 万吨左右；动物营养领域酵母市场理论容量为 88 万吨左右。2009 年，我国酵母产量 20 万吨左右，远低于酵母市场理论容量。

●安琪酵母主要生产高活性干酵母及酵母抽提物，产品主要应用于烘焙、发酵面食、酿酒、调味、营养健康、动物营养等领域。从 2000 年到 2009 年，公司酵母年生产能力由 1 万吨扩张到 9.1 万吨，是目前国内最大酵母生产公司，预计 2011 年达产后公司酵母年生产能力将达到 10.6 万吨。

●安琪酵母的耐高温酿酒高活性干酵母（燃料乙醇酵母）处于国际领先水平，产品原料比率明显高于国际同类产品，出口到美国、巴西等燃料乙醇主要生产国家，是出口额快速上升的重要原因。

●我国食品工业的稳定发展和公司在我国酵母行业的龙头垄断地位为公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长奠定了基础，公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长，2009 年公司实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 28.6%，归属于母公司所有者的净利润 2.1 亿元，同比增长 101.15%，预计 2011 年将延续持续稳定增长势头。

维持对该公司“推荐”评级。

食品饮料行业

安琪酵母

评级:

推荐（维持）

2 月 23 日价格:

32.61 元

52 周股价走势图



基础数据

总市值	88.50 亿元
流通市值	88.50 亿元
总股本/流通 A 股	2.71 亿股/2.71 亿股
每股净资产	3.83 元
2009 年基本每股收益	0.77 元
2009 年净资产收益率	22.19%

交易数据

52 周内股价区间	[11.07 元, 35.46 元]
动态市盈率	41.58 倍
市净率	8.51 倍

吴正武	许春华	行业研究员
电话		021-3222 9888-3509
邮箱		wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

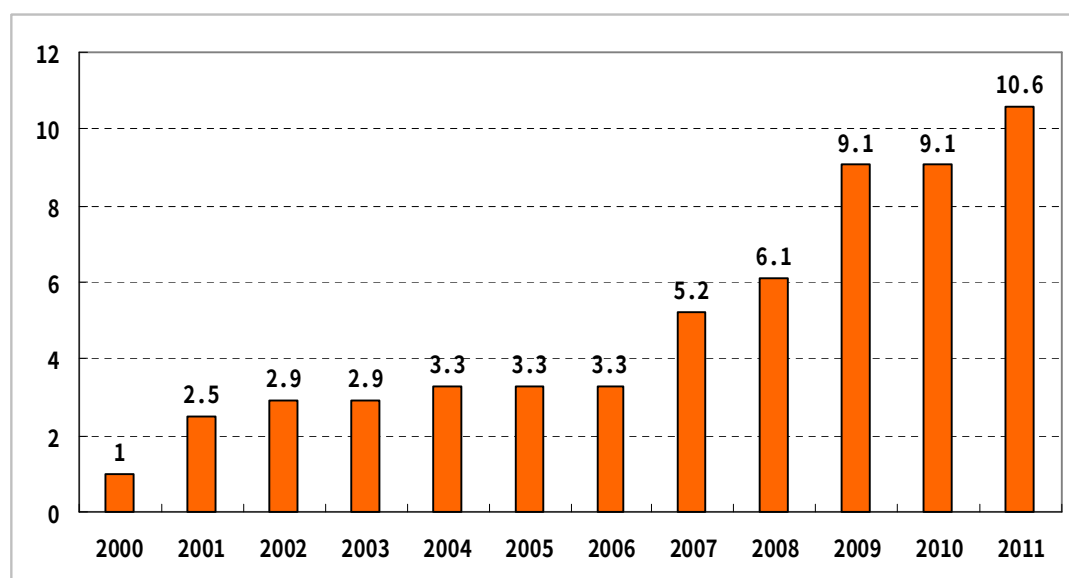
《促消费背景下食品饮料行业 2010 年投资策略》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、公司是目前国内最大酵母生产公司

从 2000 年到 2009 年，公司酵母年生产能力由 1 万吨扩张到 9.1 万吨，是目前国内最大酵母生产公司，2009 年酵母生产能力占当年国内酵母生产能力将近 50%。2009 年 9 月，公司决定在广西崇左扩建年产酵母 1.5 万吨生产线，预计 2011 年达产后公司酵母年生产能力将达到 10.6 万吨。

图 1：安琪酵母生产能力变动趋势（万吨）



资料来源：公司公告

表 1：2004 年-2008 年我国酵母产量（万吨）

	2004	2005	2006	2007	2008
高活性干酵母	5.0	6.8	8.2	9.0	9.9
鲜酵母	1.7	1.8	1.9	2.0	2.1
药用酵母	0.7	1.2	1.5	1.7	1.7
酵母抽提物	0.8	0.9	1.4	1.6	1.8
饲料酵母	2.0	2.0	2.4	2.5	3.0
其他	0.0	0.5	0.3	0.4	0.5
合计	10.2	13.0	15.7	17.2	19.0

资料来源：中国酵母行业协会

生产酵母的主要原料是制糖业的副产品——糖蜜，我国制糖业主要分布在西南地区的广西、云南等甘蔗产区 and 北方的新疆、内蒙古等甜菜产区。糖蜜单位体积和单位重量价值不高，一般在 600-700 元/吨左右，不适宜长途运输，在糖蜜产地布局酵母生产基地有利于降低原料成本。除此之外，在西南和北方边境地区布局酵母生产基地也有利于获得税收优惠和出口便利条件。

安琪酵母的生产基地由湖北宜昌向外扩张，到 2009 年末在国内拥有 6 个生产基地，分布在湖北、河南、山东、内蒙古、新疆、广西等省区。

表 2：安琪酵母生产基地分布情况（万吨）

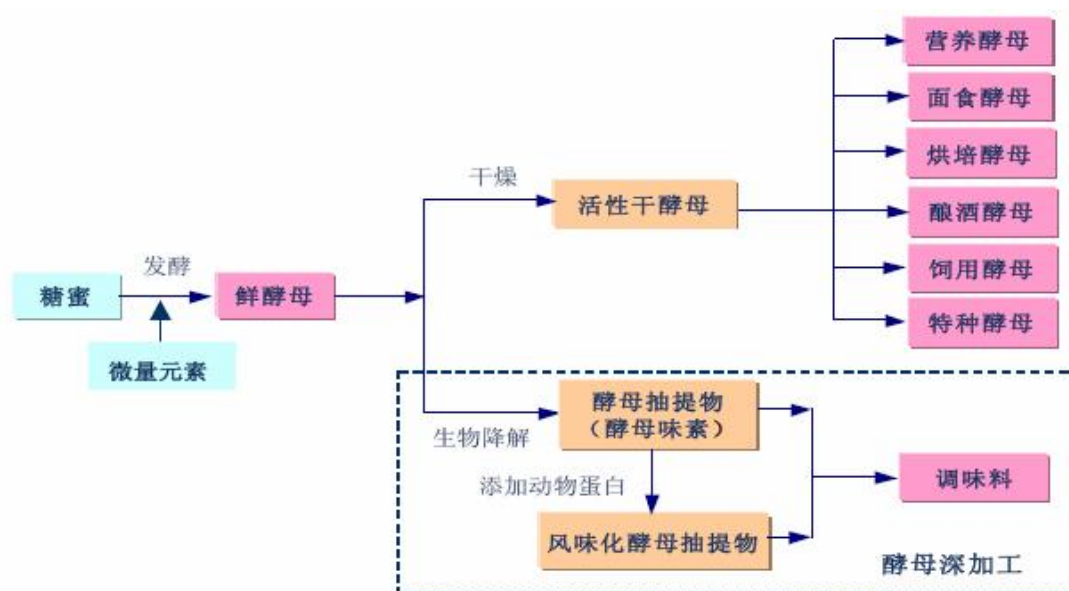
生产基地分布	公司实际控制权	2007	2008	2009	2011	备注
湖北宜昌	100%	2.5	2.5	2.5	2.5	酵母味素 0.5 万吨
新疆伊犁	100%	1.5	1.5	3.0	3.0	酵母味素 0.8 万吨
内蒙古赤峰	97.5%	0.6	0.6	0.8	0.8	
山东滨州	100%	0.4	0.4	0.6	0.6	
河南睢县	100%	0.2	0.2	0.2	0.2	
广西崇左	70%	--	0.9	2.0	3.5	酵母味素 0.8 万吨
合计	--	5.2	6.1	9.1	10.6	

资料来源：公司公告

二、公司主要酵母产品及其应用领域

安琪酵母主要生产高活性干酵母及酵母抽提物，产品主要应用于烘焙、发酵面食、酿酒、调味、营养健康、动物营养等领域。

图 2：安琪酵母生产工艺流程和主要产品



资料来源：公司公告

酵母菌是目前世界上唯一利用量超百万吨的微生物，也是生物工程技术利用最多的微生物之一。酵母的发酵，即是将碳水化合物转变为二氧化碳和酒精的过程，在食品工业中应用广泛。酵母抽提物是采用生物技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的天然调味料，主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素。酵母抽提物具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点，在食品工业中应用广泛。

表 3：安琪酵母主要酵母产品及其应用领域

序号	应用领域	主要产品及应用
1	烘焙领域	安琪酵母系列、安琪面包改良剂
2	发酵面食领域	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头改良剂
3	酿酒领域	超级酿酒高活性干酵母、耐高温酿酒高活性干酵母，主要有白酒、酒精、燃料乙醇酒精、黄酒、葡萄酒及生香酵母等
4	调味领域	酵母味素，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和工业培养基等
5	营养健康领域	酵母营养系列（即食酵母粉产品）、富微量元素酵母系列（酵母锌、酵母硒、酵母铬产品）、酵母多糖类及酵母维生素 B 类产品
6	动物营养领域	福邦系列禽类、畜类、水产类饲料

资料来源：公司公告

三、我国酵母需求量和公司主要酵母产品市场前景

我国冷冻食品工业，面包、饼干等西式方便食品工业，饲料工业，酿酒工业等酵母应用的主要产业未来发展空间巨大，对酵母的需求潜力巨大。燃料乙醇是替代化石能源的重要生物能源之一，酵母在生物原料转化为燃料乙醇中发挥着关键作用，应用前景广阔。除此之外，我国酵母出口量逐年增加，是拉动酵母需求增长的重要力量。

表 4：2004 年-2008 年我国酵母消费量推算（万吨）

	2004	2005	2006	2007	2008
产量	10.2	13.0	15.7	17.2	19.0
出口量	3.0	2.9	3.9	4.3	5.6
进口量	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
国内消费量推算	7.3	10.2	11.9	13.0	13.5

资料来源：中国酵母行业协会、中国海关

在我国酵母尚属于朝阳行业，前景光明。理论上我国酵母行业的市场容量测算如下表所示：

表 5：我国酵母行业的市场容量测算

应用领域	用法	现状	假设	理论容量
面包酵母	干酵母添加量 0.8%-1.2%	人均面包年消费量 1.2kg	人均消费量翻倍，13 亿人口，1%添加	3.12 万吨
馒头酵母	干酵母添加量 1.0%-1.2%	全年消耗小麦面粉 6000 万吨，	50%的小麦用于做馒头等面食；1%添加	30.00 万吨
乙醇酵母	吨乙醇添加 0.3-0.6%	2007 年产量 630 万吨	规模不变，0.45%	0.2835 万吨
白酒酵母	吨原粮添加量 1%	2008 年产量 569.33 万千升	折合 511 万吨酒，以 1 斤粮食出 1 斤酒保守折算，1%添加	0.511 万吨

请务必阅读正文之后的重要声明

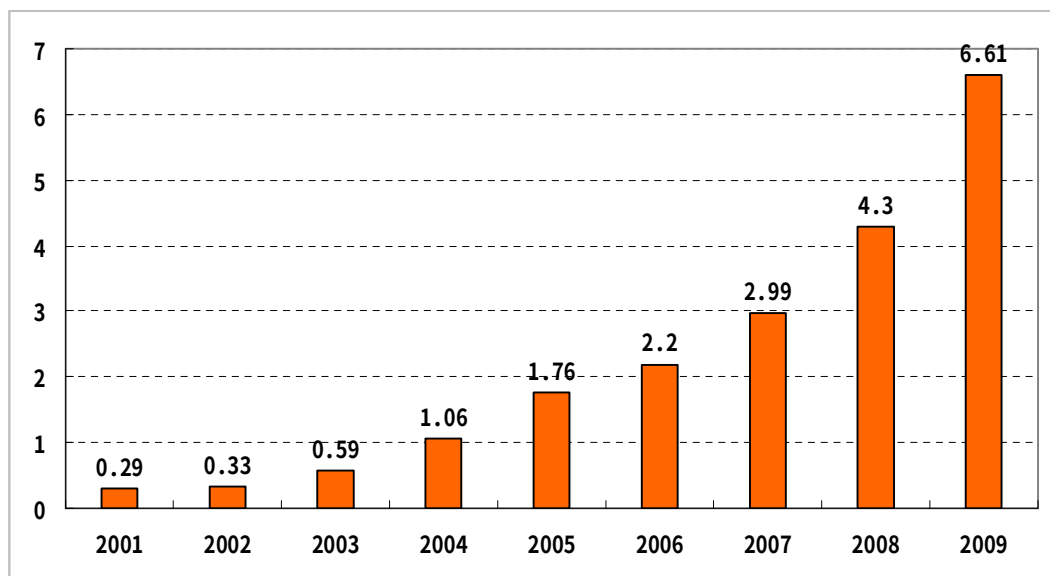
黄酒酵母	吨原粮添加量 0.05%-0.1%	2006 年产量 254 万吨	1 斤大米出酒 2.6 斤, 0.075% 添加	0.0073 万吨
啤酒酵母	接种时添加 0.5‰	2008 年产量 4103.09 万千升	产量保持 2008 年水平, 1 千升折合 0.98 吨	2.01 万吨
酵母味素		2007 年前 10 大味精厂商销量 176.5 万吨	化学调味品-混合调味品-天然调味品换代	替代味精
饲料添加剂	吨饲料添加 0.5%-2%	2007 年饲料 8790 万吨	1% 添加, 养殖业维持现状	87.90 万吨

资料来源：公司公告

从表中可以看出, 我国发酵领域酵母市场理论容量为 36 万吨左右; 调味领域若酵母味素替代味精, 则酵母市场理论容量为 180 万吨左右; 动物营养领域酵母市场理论容量为 88 万吨左右。2009 年, 我国酵母产量 20 万吨左右, 远低于酵母市场理论容量。

目前安琪酵母产品国内市场占有率 30% 以上。产品销售内销与外销并重, 在巩固国内市场地位的同时, 正积极开拓海外市场。2009 年之前, 公司产品外销比例为 20%-30% 左右, 2009 年外销比例达到 40% 左右。

图 3: 安琪酵母出口收入 (亿元)



资料来源：公司公告

安琪酵母的耐高温酿酒高活性干酵母 (燃料乙醇酵母) 处于国际领先水平, 产品原料比率明显高于国际同类产品, 出口到美国、巴西等燃料乙醇主要生产国家, 是出口额快速上升的重要原因。

四、公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长

我国食品工业的稳定发展和公司在我国酵母行业的龙头垄断地位为公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长奠定了基础。

2009 年, 公司实现营业收入 16.86 亿元, 同比增长 28.6%, 公司全年主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长, 产品盈利能力进一步增强, 销售毛利率达到 36.82%, 同比上升了 2.79 个百分点, 主要原因是: 公司生产规模扩大, 固定费用降低, 生产成本控制良好等

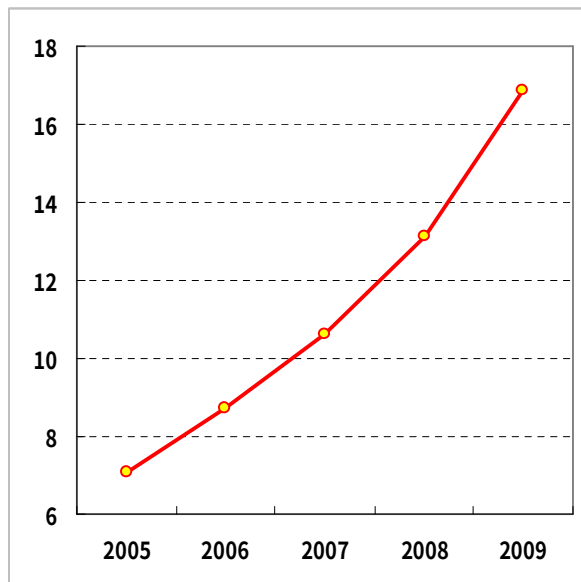
请务必阅读正文之后的重要声明

5

因素，致使营业成本增幅低于营业收入增幅。

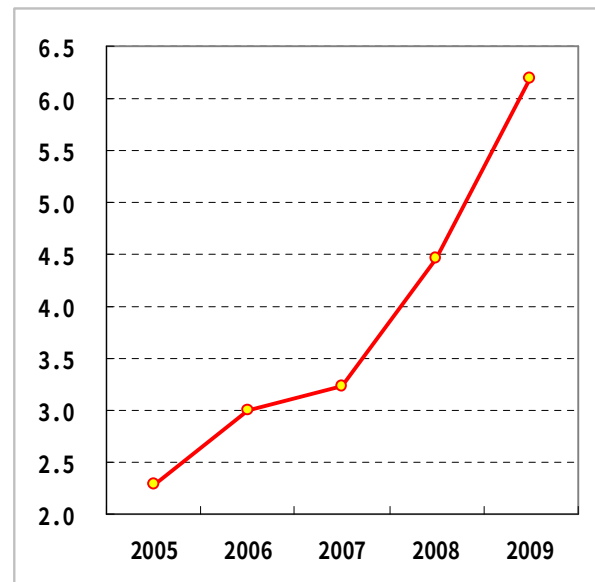
2009 年，公司归属于母公司所有者的净利润 2.1 亿元，同比增长 101.15%；每股收益 0.77 元，同比增长 101.15%；加权平均净资产收益率达到 22.19%。

图 4：安琪酵母营业收入（亿元）



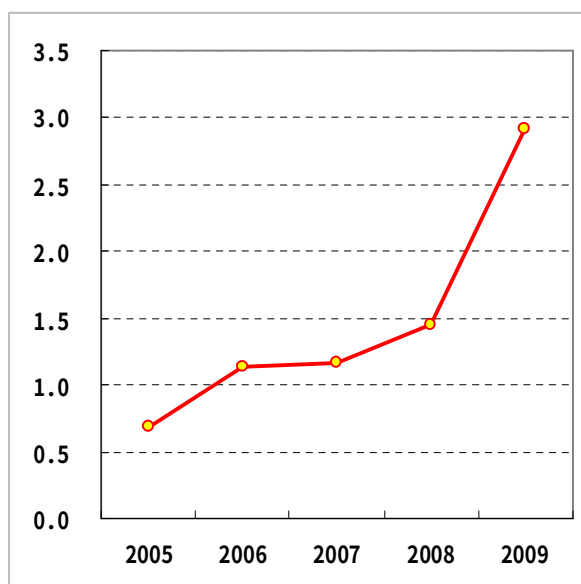
资料来源：公司公告

图 5：安琪酵母毛利额（亿元）



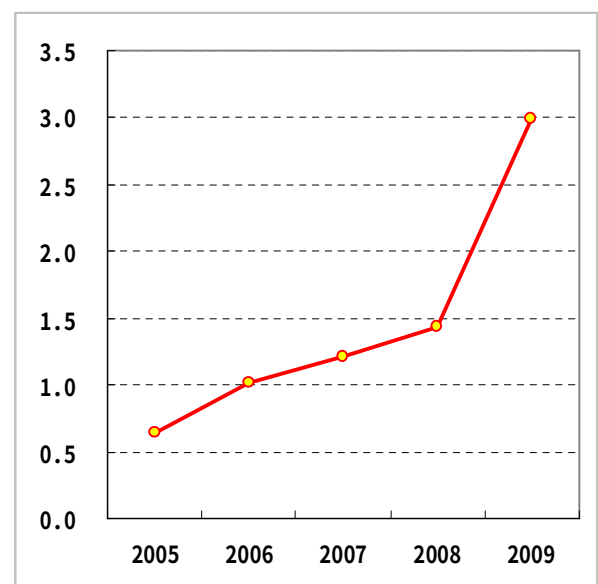
资料来源：公司公告

图 6：安琪酵母营业利润（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：安琪酵母净利润（亿元）



资料来源：公司公告

五、投资建议

从 2000 年到 2009 年，公司酵母年生产能力由 1 万吨扩张到 9.1 万吨，是目前国内最大酵母生产公司，预计 2011 年达产后公司酵母年生产能力将达到 10.6 万吨。公司主要产品高活性干酵母和酵母抽提物主要应用于烘焙、发酵面食、酿酒、调味、营养健康、动物营养等领域，未来市场前景广阔。公司耐高温酿酒高活性干酵母（燃料乙醇酵母）处于国际领先水平，出口到美国、巴西等燃料乙醇主要生产国家。我国食品工业的稳定发展和公司在我国酵母行业的龙头垄断地位为公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长奠定了基础，公司经营规模和盈利水平持续多年稳定增长，预计 2011 年将延续持续稳定增长势头。维持对该公司“推荐”评级。

表 6：安琪酵母（600298）盈利预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年预计	2011 年预计
营业总收入(亿元)	10.61	13.11	16.86	20.24	24.56
增长率(%)	21.70	23.61	28.60	20.03	21.33
归属母公司股东的净利润(亿元)	0.91	1.05	2.10	2.67	3.32
增长率(%)	14.71	15.25	101.14	27.17	24.19
每股收益-摊薄(元)	0.33	0.39	0.77	0.98	1.22
市盈率	96.38	83.64	41.58	32.69	26.32

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6个月内，个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级：

强于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6个月内，行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。