

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

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

2010年3月8日

安琪酵母(600298.SH)/33.25元

新年迎来开门红，利润提升手段多

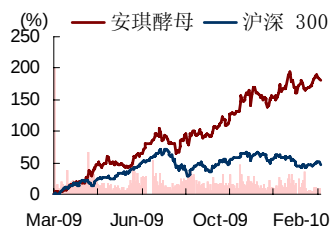
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 35-40元

基础数据

总股本(万股)	27140
流通股本(万股)	27140
总市值(亿元)	90
流通市值(亿元)	90
52周股价	12.0-34.9元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	5	44	180
相对表现	2	38	139



相关报告

- 1、《安琪酵母(600298)-年报是持续高成长的宣言》2010/2/6
- 2、《安琪酵母(600298)2010年酵母营销年会纪要-难得的tenbagger品种》2009/11/23
- 3、《安琪酵母(600298)-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 4、《安琪酵母(600298)-业务空间广，进入壁垒高》2009/9/1
- 5、《安琪酵母(600298)-业绩好于预告，治理即获改善》2009/8/20
- 6、《安琪酵母(600298)-从分食走向共赢》2009/7/16
- 7、《安琪酵母(600298)-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告

3月5日公司召开股东大会，与投资者就1、2月份经营情况、未来经营规划等作了深入交流，我们认为公司应对成本上涨、提升利润水平的手段很丰富，2010年仍将保持利润快速增长，维持盈利预测及35-40元的半年目标价。

- **一季度销售有望快速增长。**由于节日因素，一月份销售突增而2月份略有下降，总体上销量增长在20%以上，收入增速快于销量增速。从产能看，崇左2期1.1万吨是09年4月才投产，伊犁1.5万吨产能09年也未拉满，而今年一季度需求紧张，产能用满，销量增长估算在5千吨左右，增加收入1亿元。由于所用糖蜜为早先采购，毛利率仍可保持原来水平，可以预期公司一季度业绩增速达到30%以上相当容易。
- **公司提出为了利润要“背水一战”，与我们探讨了提升利润的多种手段：**
 - **增加产能，扩大产销：**分为两个方面，一是净产能的增加，2010年相比2009年新增的产能包括新疆技改可增加8000吨，崇左2期同比增加3个月产能约4000吨，3期预计能在10月投产增加近4000吨，总计约为1.6万吨。二是通过合理设计生产计划，对客户分散需求进行集中生产，提高生产效率。公司的规模效应优势将进一步发挥，以降低生产成本。
 - **掌控渠道，适度调价：**较高的市场份额和渠道掌控力决定其调价能力，公司的调价主要考虑3个方面，一是近期已对需求紧俏的出口产品提价7-8%，二是对公司具有竞争优势的非面包酵母类产品适度提价，三是根据竞争对手的产能投放暂不考虑内销的面包酵母类产品。2010年哈尔滨马利将新增8000吨酵母产能，乐思福在广西将新增1万吨产能（该项目比崇左提前立项选址但直到10年才进入调试，其效率远不如安琪），尽管产能增加较多，但正如我们过去报告分析，酵母行业处于“产能聚向中国，市场面向全球”的态势，乐思福关掉其在美国收购的环球食品工厂，土耳其PAKAMAYA的销售正不断萎缩，正是中国及安琪在酵母生产方面优势的体现。
 - **提升产品结构，改善区域布局：**公司为提高利润水平，调整对销售人员考核，激励高毛利产品的推广，酿酒酵母、抽提物、终端调味品等多种毛利率在40%以上的产品比重将继续提高，尤其是酒精酵母在美国市场的扩张非常迅猛。区域布局上，公司进一步将生产规模偏向低成本、高毛利率的新疆、广西两地，这种类似于阜丰、梅花的模式，可以进一步提高综合毛利率。
 - **糖蜜成本影响度剖析：**前期糖蜜价格上涨对行业形成较大压力，甘蔗糖蜜价格平均涨幅在30%，平均约提高200元/吨，甜菜糖蜜涨幅略小，上涨原因在于广西云南等地干旱及09/10榨季甘蔗种植面积预期略减，由于糖蜜价格一般在春节前为周期性低点，我们预期10年糖蜜价格将维持在800元/吨水平。不过由于安琪在糖蜜产地的规模占比增加，加上新疆地区糖蜜价格涨幅仅为几十元，我们估算安琪综合的吨酵母糖蜜成本增加约700元（以5吨糖蜜生产一吨酵母计，按照各基地的估计酵母产量、当地糖蜜价格涨幅加权平均计算），尚在可控范围，但竞争对手在国内的产品价格较低，其毛利率受到的影响更大。

- **公司治理进一步向有利于实现流通股东共赢的方向发展。**本次股东大会董事会换届后，11 名董事中独立董事占据 6 席，这在上市公司中也不多见，反映了公司做好公司治理的决心。而定向增发收购日升公司所持子公司少数股权方案，公司表示将进一步朝着有利于流通股东共赢的方向努力，只待证监会的审批。我们坚持认为应该积极支持公司实施定增方案。公司团队 20 多年经营，从既不着原料、又不着市场的偏僻地方打造出一个世界第三名的企业，而以目前 30 倍 PE 的上市公司资产收购 10 倍左右 PE 的少数股东资产，且持股面遍及公司所有中层以上员工，我们认为这无论对于员工发展、公司发展，还是流通股东都是合理的。
- **埃及选址已定，建厂即将动工，机会远大于风险。**埃及建厂的机会在于：1、省去运输成本。09 年公司在中东地区的酵母销量已经达到 1.5 万吨以上，通过埃及建厂可把相当一部分出口由当地消化；2、省去贸易关税。由埃及出口到中东、非洲及欧洲地区的产品均为零关税，可以为公司节省 5-20% 的关税；3、成本较低。埃及糖蜜资源相对丰富，价格在 1000 元人民币/吨左右，人力成本较中国略低，公司预计综合成本与崇左厂相当。公司建厂获得了中国驻当地大使馆的大力支持，加上中非之间的友好合作关系，出现政治风险的机会较小。对员工的宗教信仰方面，公司有在伊犁的经验。
- **我们维持“强烈推荐”评级。**我们看好安琪酵母的发展，不仅因为其管理团队优秀，治理改善后利益相关者得到共赢，当前业绩增长明确并存在超预期的可能，也看中公司引领着食品安全和健康消费的事业，每一次食品安全事件，每一份对健康的追求，对于公司发展都是有利的促进。我们维持 10-11 年摊薄后 1.09 元，1.40 元的预测，半年合理目标位 35-40 元。

图1：糖蜜用途

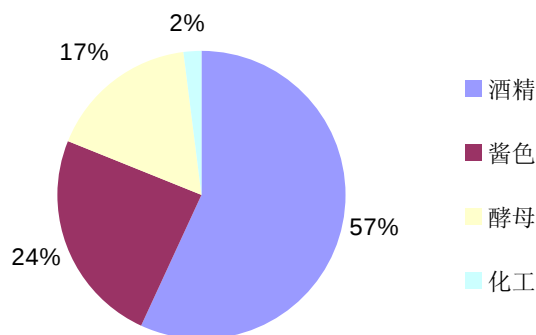
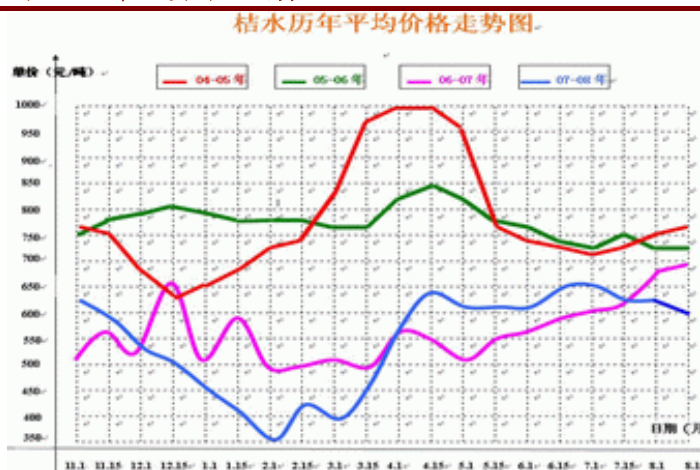


图2：历年糖蜜价格走势



资料来源：招商证券

参考报告：

- 1、《安琪酵母（600298）- 年报是持续高成长的宣言》2010/2/6
- 2、《安琪酵母（600298）2010 年酵母营销年会纪要 - 难得的 tenbagger 品种》2009/11/23

- 3、《安琪酵母（600298）-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 4、《安琪酵母（600298）-业务空间广，进入壁垒高》2009/9/1
- 5、《安琪酵母（600298）-业绩好于预告，治理即获改善》2009/8/20
- 6、《安琪酵母（600298）-从分食走向共赢》2009/7/16
- 7、《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告

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，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 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、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：食品科学与工程专业学士，上海财经大学经济学硕士，2 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。

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 $\pm 5\%$ 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

免责声明

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。