

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 乔洋 (8621) 68751636 qiaoyang@cjsc.com.cn

增发功成 安琪迈入发展新阶段

事件描述

安琪酵母今日发布公告：增发收购子公司少数股权一事获证监会有条件通过。

历时半年的增发事宜终获监管层批准，管理层和核心骨干员工的激励得到肯定和落实，并实现同流通股东利益一致，对于公司“国际化、专业化”发展方向而言，具有阶段性里程碑意义。

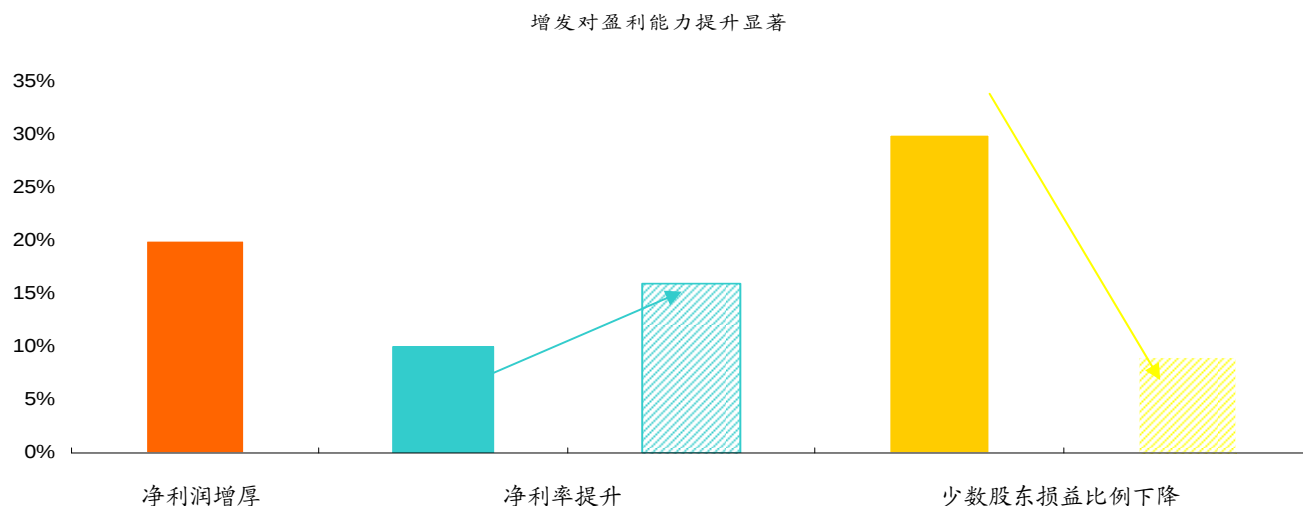
近期，我们走访了公司，就当前市场关心的成本问题和后增发时代公司发展，同管理层进行了深入交流，主要内容一并反馈如下。

事件评论

第一， 增发终获批；安琪发展跃上新台阶

- 自 2009 年 7 月 16 日公布董事会决议启动增发收购子公司股权事宜，其间经历管理层进一步让利（降低交易值，提高解锁难度），历时半年终获监管层批准：自创业起即伴随公司成长的管理层和核心员工，其激励得到肯定和落实，并同流通股东实现利益一致，对于公司进一步发展意义重大。
- 按现有方案实施，公司净利润将提升 20% 左右；净利率升至 16% 的优异水平；少数股东损益占比将下降至 9% 左右，二级市场长期关注的该问题得到妥善解决。

图 1：增发对公司盈利能力提升显著



资料来源：长江证券研究部

第二，2010 年糖蜜成本上涨基本获得覆盖

■ 成本现状及对公司影响

1) 糖蜜成本现状

目前南方糖蜜成本上涨比较快，近期宜昌到厂家 1100 元/吨、崇左 800 元/吨；北方糖蜜每吨上涨 20-30 元，涨幅不大。

2) 对公司影响

今年主要是影响崇左和宜昌本部的成本，以产能计：2010 年崇左和宜昌产能分别为 2 万吨和 2.5 万吨，占比 45.2%；同时，公司库存可供使用半年所以对 2010 年的糖蜜成本，大约有 25%原料受影响。

滨州和睢县使用水解糖替代的比例计划由 20%提高到 50%；部分产品如高糖酵母等不能使用水解糖生产，故目前此地主要安排生产普通酵母产品。

据目前信息测算，预计 2010 年公司糖蜜成本增加 3157.5 万元，以我们预计的 21 亿元收入计算，影响毛利率 1.5%；极端情况，假设公司 2010 年均使用新原料生产，则对毛利率的影响为 3 个百分点。

由于公司均匀调配原材料，从 2 季度开始糖蜜对成本的影响将逐步出现。

表 1：成本上涨的影响测算

	崇左	宜昌	新疆	内蒙
产能（吨/半年）	10000	12500	19000	4000
糖蜜成本上涨（元/吨）	250	250	30	30
影响成本*（万元）	1250	1562.5	285	60
合计影响成本（万元）	3157.5		毛利（%）	1.5%
假设：全年受影响（万元）	6315			3%

■ 糖蜜价格上涨的原因

1) 糖蜜价格上涨的原因

今年糖蜜价格上涨，主要因为甘蔗减产带来糖蜜减产；而近期西南地区干旱加重了市场的减产预期，糖蜜供货商存在捂盘惜售行为。对于安琪酵母崇左的厂房，其主要糖蜜供应商为东亚糖业（在崇左子公司有 30%股份）；今年，由于东亚糖业出口部分糖蜜供给泰国进行燃料乙醇生产，致安琪酵母原料供应出现竞争。

2) 历史上糖蜜价格走势

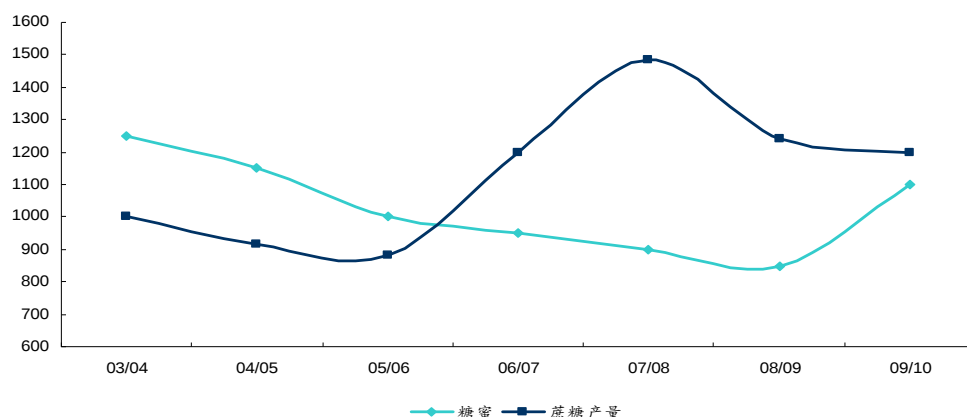
历史上的糖蜜价格有两个规律：

糖蜜价格没有连续两年高位徘徊的，主要因为糖蜜为甘蔗压榨副产品，甘蔗作为三年生宿根植物，本身具有供应的天然周期性波动；

食糖丰产且石油价格下降，当期糖蜜价格低位运行可能性较大；盖由于供给增加和替代型需求减少所致。

* 以 5 吨糖蜜产 1 吨酵母计。

图 2：糖蜜价格和食糖产量



资料来源：长江证券研究部

行业性问题而非公司特例

全球食糖减产带动的糖蜜价格上涨并非中国个案，调研了解到：全球范围内，中国最高 1100 元/吨的糖蜜价格仍具有竞争优势；据了解，埃及糖蜜价格在 1200 元/吨，欧洲糖蜜价格更高，泰国糖蜜价格在 190 美元/吨左右；而有可能获取低价糖蜜的国家包括古巴、巴西和澳大利亚等。

■ 公司应对措施

1) 提价及提价预期

3 月初起，公司对出口产品全线提价 3-5%；按照公司提价的具体操作过程，4 月份开始经销商即将启用新的产品报价。

按照 4% 的出口产品平均提价水平和 21 亿的全年营收预测，出口产品提价能够对冲约 3000 万的糖蜜成本上涨。

之所以暂时未调整国内产品价格，主要因为国内竞争对手在 4、5 月份有 2 万吨产能达产；公司目前在中国市场的产品价格已经高于对手 10%，若立刻提价或许会给对手留出空档。但随着下半年糖蜜成本上涨影响的进一步显现，以及竞争对手产能平稳投放，行业成本上涨将催生较为强烈的涨价预期。

2) 调整产品结构

调整高毛利产品的生产和供应，成为公司应对成本上涨的对策之一：今年高毛利的出口味素产品（45% 左右的毛利率）预计将达到产能上限 1.3 万吨，前两个月味素出口已经达到 950 吨，加上国内的 300 吨左右，全年达标问题不大。供给美国的燃料乙醇产品，吨毛利达 50%，去年外方要求贴牌供应，而年初公司已经取得自主品牌使用权，今年将敞开供应产品。

3) 考虑进口和储备

虽然国内糖蜜价格始终呈现周期性波动的特性，但公司对成本问题亦有所考虑：寻求全球糖蜜资源的调配，充分利用手中 5 万吨的进口配额（由于糖蜜被商务部定为污染性原料，国内企业需获取配合才可进口）；以及在糖蜜价格回落时适当加大库存管理等。

第三， 近期经营情况良好

1) 2010 年规划

2010 年公司规划的营收为 20.5 亿，其中营销中心 8.3 亿，进出口业务 8.4 亿，调味品 1.2 亿，动物营养 1 亿元。

2) 1-2 月的子行业增长

2010 年 1-2 月，公司累计收入增长 25.9%；扣除喜旺和环保肥料业务增长 28.4%。其中，进出口业务增长 19%，国内酵母业务增长 36%。

由于生猪养殖行业 5 号病的影响，前两个月动物营养板块增长较慢，约 6%；后续随着疫病的逐渐消除，补栏会带来此板块的反弹。

第四， 后增发时代的发展

1) 规模化的方向

公司规划，十二五末收入水平达到 55 亿元，现阶段规模化依然是公司发展方向。按照目前 16%的净利润率水平，以本次增发后的股本计算，EPS 将达到 2.9 元；完成增发后，公司激励理顺，将更加稳健的向这一规划迈进。

2) 后续人员的激励

本次增发，客观上完成了对创业员工的激励；后续新的业务骨干的激励和团队稳定问题，将成为下一阶段的关注点之一。

3) 酶制剂产业的开拓

公司看好国内酶制剂行业市场以及行业未来发展；依托现有技术优势，公司已经成功开发了两款可商业化的酶制剂：烘焙酶和近水解酶；预计明年动工建设产线，两品种的中期市场容量在 2 亿元左右。

第五， 盈利预测和投资评级

由于目前的措施已经基本对冲糖蜜成本上涨，我们暂不调整公司盈利预测。

预计 2010 和 2011 年的 EPS 为 1.14 和 1.43 元，维持推荐评级。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。