

**强烈推荐-A (维持)****安琪酵母 600298.SH**

目标估值: 50-55 元

当前股价: 38.26 元

2010 年 11 月 15 日

**定增进入酶制剂等产业新领域, 强烈推荐****基础数据**

|            |          |
|------------|----------|
| 上证综指       | 2985     |
| 总股本(万股)    | 30605    |
| 已上市流通股(万股) | 27140    |
| 总市值(亿元)    | 117      |
| 流通市值(亿元)   | 104      |
| 每股净资产(MRQ) | 4.5      |
| ROE(TTM)   | 19.1     |
| 资产负债率      | 48.4%    |
| 主要股东       | 湖北安琪生物集团 |
| 主要股东持股比例   | 42.4%    |

**股价表现**

|      |     |     |     |
|------|-----|-----|-----|
| %    | 1m  | 6m  | 12m |
| 绝对表现 | -4  | 5   | 41  |
| 相对表现 | -16 | -20 | 40  |

**相关报告**

- 1、《安琪酵母(600298) 2010 年酵母营销年会纪要 - 难得的 tenbagger 品种》2009/11/23
- 2、《安琪酵母(600298) - 具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1

**朱卫华**

0755-82943101  
 zhuweihua@cmschina.com.cn  
 S1090203100034

**董广阳**

0755-82943140  
 donggy@cmschina.com.cn  
 S1090210080002

**黄珺 0755-82943241**

huangj@cmschina.com.cn  
 S1090208040189

公司拟定增来扩产及进入相关新领域, 本报告深入剖析了公司产业链新项目的前景。公司股票是我们认为的 **tenbagger**, 机制、产品、运营皆无可挑剔, 按明年摊薄后 EPS1.32 元, 40 倍 PE 定位, 我们上调目标位到 50~55 元。

- **拟定向增发投资 5 大项目。**公司公告拟定向发行不超过 2400 万股, 募集资金总额不超过 8.3 亿元, 投资项目包括酵母、复合生物饲料、YE 复合调味品、生物保健品、酶制剂 5 大项目。(我们在正文做了详细分析, 敬请阅读)
- **无限宽广的生物产品平台, 持续引领健康消费大趋势。**安琪绝不仅仅是面包原料供应商。酵母作为微生物的属性, 以其发酵能力和天然丰富的营养物质为基础, 使安琪酵母大步进入面食行业、烘焙行业、酒精行业、调味行业、培养基行业、生物饲料行业、保健品行业及酶制剂等众多行业。
- **安琪才是真正的生物技术专家。**面用酵母已经赶上历史悠久的欧洲同行, 酒用酵母已经超越美国同行, 公司研发的酶制剂系列品种达到国际领先水平, 3 个产品打破了一家日本企业垄断全球市场的格局, 其中  $\alpha$ -葡萄糖苷酶正是保龄宝等低聚糖公司生产所需的核心酶制剂。相比于 A 股众多冠名所谓“生物”而享受超高估值的公司, 安琪才是最实在的生物技术企业。
- **好产品配好团队, 好团队配好机制。**管理层 20 年如一日, 从没有原料和市场优势的宜昌起家, 把公司打造成全球领先的酵母企业, 足以证明团队的卓越能力。10 年上半年向中层以上管理层和员工持股的公司增发完成, 多方利益实现共赢, 彻底解决了发展的机制问题。
- **产业链一体化, 走向终端消费品牌。**安琪从酵母产品优势起步, 产业链一体化程度不断加深, 进入上游制糖和下游生物饲料, 打造复合调味品和生物保健品品牌, 而酶制剂等领域有望不断挑战传统的国际巨头。
- **11 年目标价 50-55 元, “强烈推荐-A”投资评级。**按三季报及暂假设 11 年发行 2400 万股, 我们略调整 10-12 年摊薄后 EPS1.04 元、1.32 元, 1.86 元, 因大部分产能 12 年达产, 故 11 年有摊薄, 12 年略有增厚。但净利 CAGR 达 39%, 目标区间可到 50-55 元。风险提示: 糖蜜大幅上涨; 扩产进度较慢。

**财务数据与估值**

| 会计年度      | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 1311 | 1686 | 2152  | 2660  | 3467  |
| 同比增长      | 24%  | 29%  | 28%   | 24%   | 30%   |
| 营业利润(百万元) | 145  | 291  | 408   | 527   | 744   |
| 同比增长      | 25%  | 100% | 40%   | 29%   | 41%   |
| 净利润(百万元)  | 104  | 210  | 318   | 436   | 612   |
| 同比增长      | 15%  | 101% | 51%   | 37%   | 40%   |
| 每股收益(元)   | 0.39 | 0.77 | 1.04  | 1.32  | 1.86  |
| PE        | 99.4 | 49.4 | 36.8  | 28.9  | 20.6  |
| PB        | 12.0 | 10.0 | 8.0   | 4.8   | 4.0   |

资料来源: 招商证券

## 正文目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 一、定向增发募集资金项目分析 .....                      | 3  |
| 1、酶制剂项目 .....                             | 3  |
| 1.1 行业概况 .....                            | 3  |
| 1.2 拟募投项目竞争力及前景-真正的生物技术专家，未来纵深发展 .....    | 4  |
| 2、复合调味料项目 .....                           | 5  |
| 2.1 行业概况 .....                            | 5  |
| 2.2 拟募投项目竞争力及前景-差异化和高端化策略，分享调味品行业盛宴 ..... | 5  |
| 3、复合生物饲料项目 .....                          | 6  |
| 3.1 行业概况 .....                            | 6  |
| 3.2 拟募投项目竞争力及前景-替代抗生素，国内外销售正快速增长 .....    | 7  |
| 4、生物保健食品基地 .....                          | 8  |
| 4.1 行业概况 .....                            | 8  |
| 4.2 拟募投项目竞争力及前景-酵母保健品必将成为保健品产业的重要力量 ..... | 8  |
| 5、埃及 1.5 万吨高活性干酵母基地 .....                 | 10 |
| 5.1 行业概况 .....                            | 10 |
| 5.2 拟募投项目竞争力及前景-5 大优势有望让项目盈利前景超预期 .....   | 10 |
| 二、盈利预测与投资建议 .....                         | 11 |
| 2.1 产品梯次清晰 产业链一体化战略 .....                 | 11 |
| 2.2 盈利预测与投资建议 .....                       | 12 |

## 图表目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图 1：世界酶制剂行业规模增长 .....           | 4  |
| 图 2：全球酶制剂市场格局 .....             | 4  |
| 图 3：安琪鸡精 .....                  | 6  |
| 图 4：安琪餐饮配料（大骨浓汤） .....          | 6  |
| 图 5：全球动物保健品市场产品格局 .....         | 7  |
| 图 6：中国饲料增长规模 .....              | 7  |
| 图 7：日本特定用保健食品增长态势 .....         | 8  |
| 图 8：中国营养产品人均消费与世界的差距 .....      | 8  |
| 图 9：安琪部分保健食品样例 .....            | 9  |
| 图 10：酵母产业链示意图 .....             | 11 |
| 图 11：全国活性酵母出口量价 .....           | 14 |
| 图 12：湖北活性酵母出口量价 .....           | 14 |
| 图 13：全国、湖北、新疆活性酵母出口收入累计增速 ..... | 14 |
| 图 14：广西糖蜜 3 个月期货价格走势 .....      | 14 |
| 图 15：安琪酵母历史 PE Band .....       | 14 |
| 图 16：安琪酵母历史 PB Band .....       | 14 |
| 表 1：拟募集资金投资项目及投资额 .....         | 3  |
| 表 2：拟募集资金投资项目建设周期及预计效益 .....    | 3  |
| 表 3：酶制剂项目收入预算 .....             | 5  |
| 表 4：复合调味品项目收入预算 .....           | 6  |
| 表 5：复合生物饲料项目收入预算 .....          | 7  |
| 表 6：生物保健品项目收入预算 .....           | 9  |
| 表 7：公司销售收入结构预测表 .....           | 12 |
| 表 8：公司盈利预测简表 .....              | 12 |
| 表 9：安琪酵母单季度及前三季度利润表 .....       | 13 |

## 一、定向增发募集资金项目分析

公司计划本次非公开发行不超过 2,400 万股股票（含 2,400 万股），募集资金总额不超过 83,000 万元。拟用于投资以酵母为核心的产业链延伸 5 大项目：

**表 1：拟募集资金投资项目及投资额**

| 项目名称                    | 项目总投资（万元） | 拟投入募集资金（万元） |
|-------------------------|-----------|-------------|
| 年产 5,000 吨新型酶制剂生产线项目    | 17400     | 17400       |
| 年产 10,000 吨生物复合调味料生产线项目 | 14200     | 14200       |
| 年产 8,000 吨复合生物饲料生产线项目   | 7800      | 7800        |
| 生物保健食品生产基地项目            | 12200     | 12200       |
| 埃及年产 15,000 吨高活性干酵母项目   | 33843.6   | 28534.8     |
| 总计                      | 85443.6   | 80134.8     |

资料来源：公司资料 注：埃及年产 15,000 吨高活性酵母项目总投资为 5,100 万美元，公司现已投入 780 万美元，公司的全资子公司安琪酵母（滨州）有限公司现已投入 20 万美元，剩余 4,300 万美元拟由本次募集资金投入，根据 2010 年 11 月 10 日美元兑换人民币的中间价（663.6 人民币/100 美元）换算，拟投入募集资金为 28,534.8 万元人民币。

公司的盈利预估并不激进，甚至略偏保守，可实现性强。酶制剂盈利能力堪比白酒；保健品 9% 的利润率充分根据现状估计了费用支出较大，但品牌建立后盈利率会提升；埃及项目 14.5% 的利润率相比国内伊犁、崇左 30% 的净利率相去甚远，实际上该项目具备 5 大优势，对公司的贡献有望超预期。

**表 2：拟募集资金投资项目建设周期及预计效益**

| 项目名称     | 建设周期 | 投产时点        | 预计收入（万元）    | 税后利润（万元）  | 利润率   |
|----------|------|-------------|-------------|-----------|-------|
| 酶制剂      | 18 月 | 2012 年 7 月  | 16092.5     | 4903      | 30.5% |
| 复合调味料    | 12 月 | 2012 年 1 月  | 20800       | 3194      | 15.4% |
| 复合生物饲料   | 12 月 | 2012 年 1 月  | 15000       | 2457      | 16.4% |
| 生物保健食品   | 9 月  | 2011 年 12 月 | 31221       | 2825      | 9.0%  |
| 埃及高活性干酵母 | 24 月 | 2011 年 12 月 | 3611.34 万美元 | 523.2 万美元 | 14.5% |
| 合计       |      |             | 106949      | 16832     | 15.7% |

资料来源：公司资料 注：埃及年产 1.5 万吨高活性酵母项目为美元计算，在合计项里我们按美元兑人民币 6.6 换算为人民币收益

### 1、酶制剂项目

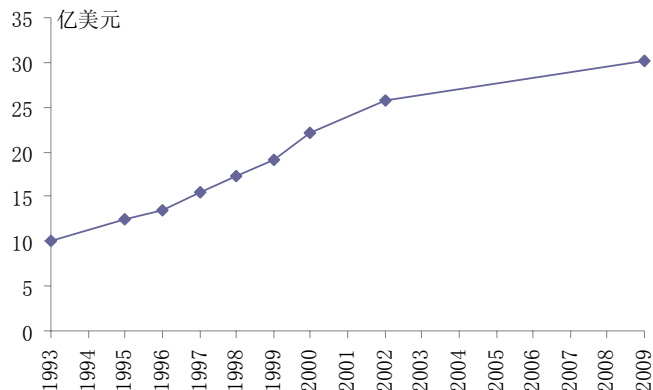
#### 1.1 行业概况

酶制剂行业是前景广阔的朝阳产业。酶制剂作为安全高效的生物催化剂，20 世纪 60 年代起在饲料、食品、日化、制革等行业的应用需求开始大幅增长，1993 年全球酶制剂市场总规模达到 10 亿美元，2002 年达到 25.7 亿美元，2009 年达到 30.18 亿美元，而酶制剂的下游支撑产业的产值超过 3000 亿美元。随着生物技术突破，酶制剂将会更广泛的替代过去依赖的化学法的产品合成工艺。

酶制剂行业目前处于寡头垄断格局。酶制剂行业被少数几家国际大公司垄断，其中丹麦

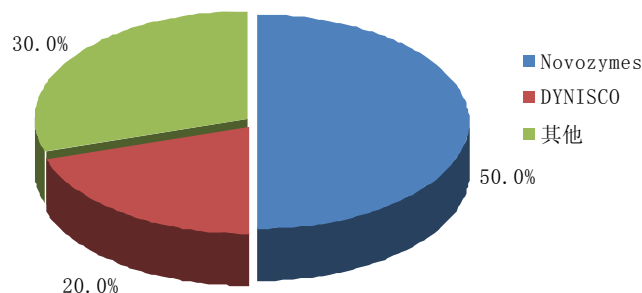
的 Novozymes 和 DYNISCO (收购了美国 Genencor) 占据了行业 50% 和 20% 的市场份额, 酶制剂产品多达上千种。他们分别在中国设立了诺维信(中国)和杰能科(中国)生产基地。

图1: 世界酶制剂行业规模增长



资料来源: 招商证券研发中心

图2: 全球酶制剂市场格局



资料来源: 招商证券研发中心

**中国产品缺乏市场竞争力。**目前中国酶工业已形成近 40 万吨的产能规模, 据海关统计, 2008 年酶制剂产品出口 6.5 万吨, 出口金额 1.8 亿美元, 从 2004 至 2008 年年均增长 35%, 中国已进入世界酶制剂生产大国行列, 规模化生产的酶至少有 28 种, 但主要为  $\alpha$ -淀粉酶、糖化酶、蛋白酶、纤维素酶和植酸酶等低端大宗酶, 产品以粗制品为主, 盈利能力较低, 缺乏国际市场竞争力。

## 1.2 拟募投资项目竞争力及前景-真正的生物技术专家, 未来纵深发展

### 卤醇脱卤酶和腈水解酶潜在市场空间大

公司从 2007 年即着手进行了新型特种酶制剂的研发, 目前已比较系统地开展高效卤醇脱卤酶菌种选育, 2009 年底开始, 公司自主开发的卤醇脱卤酶产品已经在国内 3 家较大的阿托伐他汀中间体 A5 生产企业成功推广, 用户反映良好, 已完全替代原有的化学法合成工艺, 实现批量销售。

腈水解酶是本项目生产的另外一种手性生物酶, 已被成功的应用于扁桃酸和烟酸的生物合成, 在替代原有化学工艺方面有显著的优势, 同时其他氰基化学物的手性催化方面得到了广泛应用, 潜在市场规模约 5 亿元。

### 核酸酶 P1、腺苷脱氨酶、CGT 酶、 $\alpha$ -葡萄糖苷酶突破全球技术垄断

核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶主要用于核酸的降解和核苷酸的生产。在核苷酸生产领域, 2009 年国内有 500 吨核酸用于生产核苷酸, 年需求核酸酶 5 吨以上。根据目前核酸和抽提物的市场发展, 预计未来 2-3 年, 全球核酸酶和腺苷脱氨酶的市场需求量将达到 40 吨以上, 市场规模上亿元。此外, 目前公司生产酵母抽提物每年对核酸酶和脱氨酶的需求量达到 2 吨, 未来 2-3 年的年需求量将达到 10 吨以上。

公司从 2009 年开始核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的研究开发, 从原始菌株的诱变与高通量筛选入手, 获得了高产菌株, 并完成了核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的高产技术研究, 开发的核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶完全达到国际先进水平, 打破了此前这两种酶的生产技术一

直被日本一家公司垄断的格局。

环糊精葡萄糖基转移酶（CGT 酶）在全球只有两家国外企业供应。环糊精葡萄糖基转移酶（CGT 酶）主要用于环糊精的生产，环糊精是一种重要的载体物质，广泛应用于医药、食品、日用化工和农药工业，2009 年我国环糊精年产量为 8500 吨。

$\alpha$ -葡萄糖苷酶全球只有日本一家公司供应。 $\alpha$ -葡萄糖苷酶主要用于低聚异麦芽糖（保龄宝的核心产品）的生产，作为一种重要的低聚功能糖，2009 年国内低聚异麦芽糖年产量达到 60000 吨。

我们认为不应仅仅看到这几个产品，应该看到公司以上述产品为突破口，不断纵深进入酶制剂行业，未来有望再次挑战行业巨头。

表 3：酶制剂项目收入预算

| 产品品种            | 销量（吨） | 单价（元/吨） | 销售收入(万元) |
|-----------------|-------|---------|----------|
| 卤醇脱卤酶（液体）       | 2,800 | 30,000  | 8,400    |
| 核酸酶 P1          | 20    | 600,000 | 1,200    |
| 腺苷脱氨酶           | 10    | 600,000 | 600      |
| 脲水解酶            | 1,770 | 25,000  | 4,425    |
| 环糊精葡萄糖基转移酶      | 300   | 35,000  | 1,050    |
| $\alpha$ -葡萄糖苷酶 | 100   | 35,000  | 350      |
| 小 计             | 5,000 |         | 16,025   |

资料来源：公司增发预案

## 2、复合调味料项目

### 2.1 行业概况

我们在近期佳隆股份的新股报告中详细研究了调味品行业的发展特点和竞争格局，请参阅《佳隆股份（002495）- 聚焦餐饮业、扁平化运营的鸡精鸡粉公司》2010/11/1。

### 2.2 拟募投资项目竞争力及前景-差异化和高端化策略，分享调味品行业盛宴

复合调味料是欧美使用最广泛的高档调味品，公司做了多年的探索和储备。公司以酵母提取物（YE）为风味增强剂，以天然、营养及彩虹效应显著为卖点，积极拓展复合调味品市场。为此公司已经做了多年摸索，多次更新产品设计和产品定位（特浓鲜味汁、大骨浓汤等都源于欧洲风格，但正在重新设计定位），09 年起建设全国餐饮网络。我们认为经过 2-3 年的摸索和网络构建，公司的复合调味料将快打开市场。

以差异化、高端化的营销思路做市场。差异化手段包括：1) 产品差异化。公司以独有的富含高 I+G 的 YE 为基料，生产的复配鸡精、热反应型调味料、风味型调味料及餐饮配料，相比一般的调味品滋味更醇和、更耐高温、并赋予了营养特性，是高端复合调味料的代表，长远将引领健康调味品的趋势。2) 渠道差异化。公司目前的重点客户在与餐饮渠道，短期采取以餐饮渠道为主，家庭消费为辅的策略，符合公司的现状条件。

调味料行业竞争激烈，我们暂时谨慎预计 12 年收入规模，后续要继续观察竞争力。调味料行业竞争非常激烈，湖北本地的亚太调味品公司同样实施区域聚焦和餐饮为主的营销模式，占有湖北 50% 的市场份额，尽管公司采取差异化和高端化的策略，但仍要面

对亚太、太太乐、豪吉等众多品牌的竞争，我们暂时相对谨慎的预计 12 年收入只达到公告规模的 70%，后续将继续深入调研公司在这方面的竞争力。

表 4：复合调味项目收入预算

| 品种         | 销量（吨）  | 单价（元/吨） | 销售收入(万元) |
|------------|--------|---------|----------|
| 新型 YE 鸡精   | 5,000  | 16,000  | 8,000    |
| 反应型 YE 调味料 | 2,000  | 22,000  | 4,400    |
| 风味 YE 调味料  | 1,800  | 28,000  | 5,040    |
| 餐饮 YE 调味料  | 1,200  | 28,000  | 3,360    |
| 小 计        | 10,000 |         | 20,800   |

资料来源：公司增发预案

图3：安琪鸡精



资料来源：公司网店

图4：安琪餐饮配料（大骨浓汤）



资料来源：公司网店

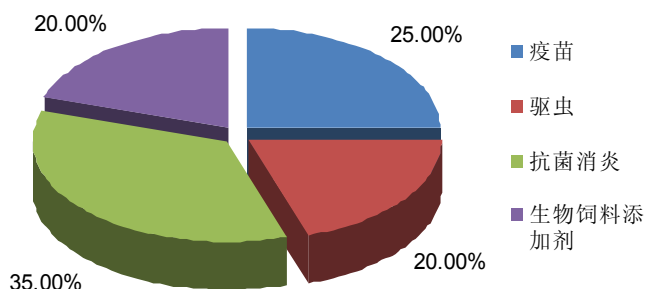
### 3、复合生物饲料目

#### 3.1 行业概况

动物保健行业规模大，饲料添加剂占 20%份额，生物饲料市场在不断扩大。目前全球动物保健品市场规模大约为 180 亿美元，其中，化学药物 70%；生物药品 25%；其他 5%。按品种：疫苗：25%，驱虫：20%，抗菌消炎：35%，添加剂：20%。中国是饲料大国，2009 年饲料总产量突破 1.5 亿吨，占世界总量的 15%以上，连续多年位居世界第二，生物饲料添加剂的用量若按照 0.1%计算，潜在需求量可达约 15 万吨，年销售规模 20 多亿元，生物饲料添加剂市场发展潜力巨大。

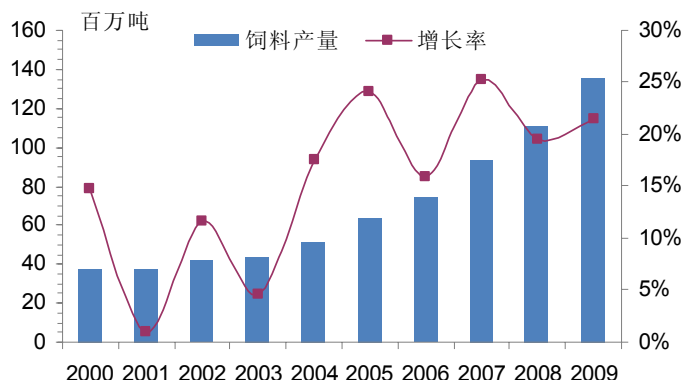
安全、环保是饲料行业的必然趋势。酶安全、环保的饲料不仅是市场发展的趋势，也是国际社会和 WTO 贸易规则的必然要求，促进绿色、环保、无残留的抗生素替代品的研究与市场发展。美国从 70 年代就开始使用生物饲料，日本也是世界上研制开发和利用微生物饲料较早的国家之一。2005 年欧盟就已全面禁止食品动物中使用抗生素，极大促进了全球生物饲料添加剂的研发。

图5: 全球动物保健品市场产品格局



资料来源: 招商证券研发中心

图6: 中国饲料增长规模



资料来源: 国家统计局

酵母源复合生物饲料具有丰富的酵母多糖, 在提高动物免疫力方面性能突出。饲料酵母系针对畜禽动物、水产养殖开发, 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, 处于初级发展阶段。同样以酵母为饲料添加剂的美国奥特奇公司, 80% 的销售额来自美国以外市场, 年增长速度保持在 20% - 25%, 公司预计在未来 5 年内销售收入将突破 10 亿美元。奥特奇在亚洲特别是中国业务逐年增长, 近期不断加大对中国投资。

### 3.2 拟募投资项目竞争力及前景-替代抗生素, 国内外销售正快速增长

安琪酵母 10 年前就介入酵母源生物饲料研发和推广。公司在酵母生产的技术优势和市场优势的基础上, 在 2001 年就开始进行生物饲料的研制开发工作, 先后开发成功饲用高活性干酵母、酵母细胞壁多糖、酵母金属元素螯合物、酵母硒、复合酵母等一系列生物饲料产品, 且经过多年的市场开发, 公司复合生物饲料产品适应了市场发展需求, 显示了极大的市场竞争力, 逐年持续稳定增长。

目前业务快速增长, 长期的利润引擎。安琪酵母用于饲料添加剂的特种酵母和福邦牌复合生物饲料 08 年销量 4000 吨, 2009 年销售 6300 吨, 实现销售收入 1.1 亿元, 2010 年将达到 9500 吨, 实现销售收入 1.56 亿元, 销量同比增长 51%, 销售收入同比增长 42%, 产品出口到美国、南美洲、东南亚、印度、俄罗斯、欧盟等 16 个国家和地区, 出口收入约 800 万美元。

表 5: 复合生物饲料项目收入预算

| 产品名称             | 生产规模    | 单价 (元/吨) | 销售收入(万元) |
|------------------|---------|----------|----------|
| 复合益生菌            | 1,600 吨 | 15,000   | 2,400    |
| 复合有机微量元素         | 1,600 吨 | 18,000   | 2,880    |
| 饲料品质改良剂 (毒素吸附剂等) | 1,600 吨 | 16,000   | 2,560    |
| 复合发酵菌剂           | 800 吨   | 17,000   | 4,080    |
| 特殊营养补充剂 (复合酵母)   | 2,400 吨 | 38,500   | 3,080    |
| 小计               | 8,000 吨 |          | 15,000   |

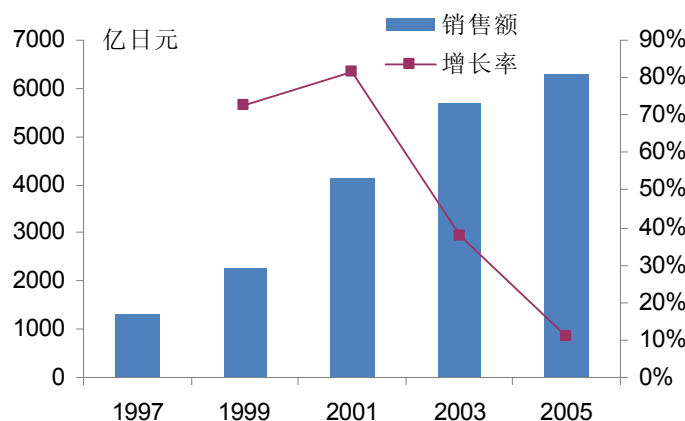
资料来源: 公司增发预案

## 4、生物保健食品基地

### 4.1 行业概况

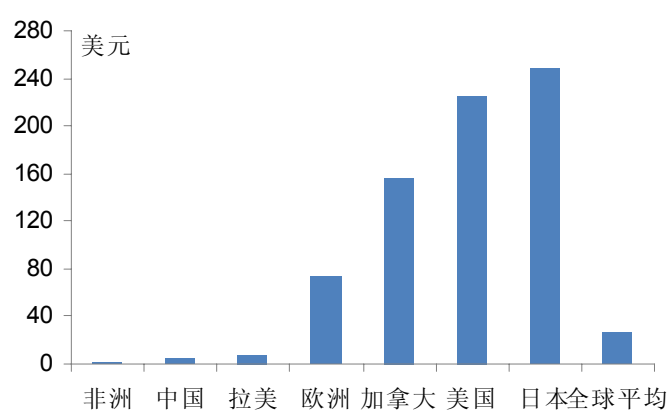
**保健食品市场伴随经济成长将会加速。**保健食品行业是全球食品中发展最快的领域之一。2006 年全球保健食品市场销售额达到 700 亿美元，增长速度达到 7%，而以日本、美国为代表的发达国家，每年保健食品的市场销售额以 10% 的速度递增。日本的特定保健用食品销售额从 1997 年的 1300 亿日元，到 2001 年增长到 4100 亿日元，到 2005 年则达到 6300 亿日元，8 年时间增长近 5 倍。我国保健品产业蓬勃发展，目前我国大约有 1000 余家保健品企业，根据中国保健品协会数据，2006 年销售规模在 500 亿元，年均增长率为 15-20%，2010 年预计超过 1000 亿元。越来越多的居民意识到预防重于治疗，使保健食品成为未来食品发展的主要趋势之一。

图7：日本特定用保健食品增长态势



资料来源：招商证券研发中心

图8：中国营养产品人均消费与世界的差距



资料来源：汤臣倍健招股书

### 4.2 拟募投资项目竞争力及前景-酵母保健品必将成为保健品产业的重要力量

**酵母源保健食品具有实效，公司产品储备丰富，健字号批文为公司进入商超市场打下基础。**公司 2000 年上市以后开始进入保健食品领域，利用酵母技术优势开发具有改善胃肠道、提高免疫力、降血糖、降血脂、抗辐射、护肝、抗疲劳、减肥等功效的系列生物类保健食品。目前公司已开发出营养健康产品 30 多个品种 120 多个规格，其中 14 个产品获得保健品批文，已获得专利授权 4 项，处于公示阶段的专利申请 11 项，处于审查阶段的专利申请 5 项。虽然近年来国家大大地提高了保健品市场准入的门槛，但是公司仍有多款产品获得了保健品批文。尤其是 2010 年，目前为止已有“益福康牌酵母硒酵母多糖胶囊”、“安琪纽特牌酵母硒维生素 CE 胶囊”、“安琪纽特牌酵母铬维生素 CE 胶囊”三款产品获得了保健品批文。

**“安琪纽特”成为最具公信力品牌，近年收入快速增长，是未来的重要利润增长点。**公司培育了“安琪纽特”、“康普力星”等保健品品牌，其中“安琪纽特”2009 年被认定为“中国保健品最具公信力”品牌。近 3 年来公司保健品销售收入年均增长率超过 50%，2008 年销售 4700 万元，2009 年实现销售 7500 万元，今年上半年实现销售收入 4,015 万元，预计全年销售收入 10038 万元。虽然收入增长快，毛利率高，但目前市场投入

也非常大，盈利尚未体现。我们相信在做好充分产品体系、营销能力及产能储备后，公司会在未来强化终端营销，从而逐步体现利润。

**短期以地面复合销售模式推进，长期需打造品牌力。**保健品行业的销售模式有多种，包括安利为代表的直销模式，哈药集团、脑白金为代表的高空轰炸式模式，三株与红桃K为代表的百万销售大军模式，而安琪纽特目前则以目录邮购、品牌形象店及传统的医药渠道结合形成了“复合销售模式”。我们曾经建议公司可以采取集中投放广告的方式扩大销售，公司表示由于目前保健品市场仍不规范，加之公司短期重心仍在酵母业务，因此没有采取此策略，不过我们认为长期品牌力仍需一定的广告支持。（公司开通了众多网购渠道，包括官方的安琪网购 <http://shop.angelyeast.com/>，安琪纽特 <http://health.angelyeast.com/>；淘宝商城安琪酵母旗舰店 <http://600298.taobao.com>；淘宝集市安琪纽特网络品牌旗舰店 <http://angelhealth.taobao.com>）

**表 6：生物保健品项目收入预算**

| 产品类别 | 销量     | 单位 | 单价（元/单位） | 收入（万元） |
|------|--------|----|----------|--------|
| 硬胶囊剂 | 20,000 | 万粒 | 2,160    | 4,320  |
| 颗粒剂  | 7,500  | 万粒 | 1,825    | 1,369  |
| 片剂   | 50,000 | 万片 | 2,316    | 11,580 |
| 口服液  | 20,000 | 万瓶 | 11,550   | 2,310  |
| 粉剂   | 480    | 吨  | 242,550  | 11,642 |
| 小计   |        |    |          | 31,221 |

资料来源：公司增发预案

**图 9：安琪部分保健食品样例**



资料来源：公司资料

## 5、埃及 1.5 万吨高活性干酵母基地

### 5.1 行业概况

我们在过去的深度及其他报告中详细研究过高活性干酵母市场特点和竞争格局,请参阅《安琪酵母(600298)-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1,《安琪酵母(600298)-业务空间广,进入壁垒高》2010/9/1等。

### 5.2 拟募投资项目竞争力及前景-5大优势有望让项目盈利前景超预期

安琪酵母作为国际化的酵母公司,走出国门是必然,选择埃及有其特定优势:

**1、埃及是欧、美、非的出口枢纽,借道埃及将享受出口到欧美和其他非洲国家零关税的优惠。**埃及目前和欧盟、美国、大阿拉伯地区及非洲二十多个国家签定了自由贸易协定,企业将产品出口到和埃及签有自由贸易协议的国家,能享受全部零关税。可以预期安琪酵母未来出口到美国、欧洲、中东及非洲的大部分产品将借道埃及,从而大幅降低关税支出,我们应看到埃及项目带来的收益不止于埃及产能带来的利润。

**2、埃及政府大力发展经济,吸引外商投资,提供充分的税收优惠和政策支持。**2004年7月埃及组成新政府以来,采取了一系列经济改革措施,加大行政管理改革力度,制定一系列涉及外国直接投资的优惠政策鼓励外商对埃及投资。外商在埃及投资,可从开始投产或开展公司活动的第一个财年起享受5年免除商业、工业收入所得税或利润税,在新城区和工业区(安琪酵母选址贝尼苏韦夫新城工业区 NEW BENI SWEIF)投资可享受10年免税,在边远地区和南部地区投资可享受20年免税,资本和利润亦可自由汇出。外国公司在埃及投资,目前仅需3天就可以办好所有手续。在工业区设立的投资项目,产品可在国内销售,无任何出口比例限制。埃及专门成立投资与自由区总局(GAFI)作为一站式投资服务机构,致力于帮助投资者在埃及把握投资机会,同时协助其充分利用埃及作为面向欧洲、中东和非洲出口枢纽的竞争优势,拓展市场。

**3、当地的人工和能源成本优势明显,糖蜜来源充足。**1)交通便利。项目所在的埃及贝尼苏韦夫新城工业区位于尼罗河东岸,距尼罗河5公里,通过沙漠公路和农业公路连接开罗,距离亚历山大港350公里,苏伊士因苏哈拉港260公里。2)人工成本优势。在埃及2200万的劳动力人口中,15~39岁之间的人口比例高达41%,劳动力供应充足,人均工资仅为国内60%左右。贝尼苏韦夫城人口20万,有两所大学,用工方便。3)能源成本优势。埃及的水、电和天然气等供应稳定,工业区价格更是远低于国内。工业区拥有污水处理设施,酵母废水经处理后可以利用该设施继续处理后达标排放。4)原料充足。2006/2007财年,埃及甘蔗种植产量达1679万吨,甜菜产量达到418.3万吨,年产糖蜜约70万吨,其中甘蔗蜜45万吨,甜菜蜜25万吨,出口35万吨,足够安琪1.5万吨项目所需,而价格与国内基本无差异。

**4、以埃及为中心的目标市场消费需求巨大。**中东、非洲(特别是北非)居民以发酵面食为主食,酵母的需求量巨大,但受到原料、气候等因素影响,酵母自产量不足,大量依赖于外部进口。据海关进出口数据测算,每年这些区域的干酵母进口量达到6万吨以上。目前埃及共有四家酵母公司,但埃及国内酵母需求量达到3-4万吨(鲜酵母计),其中90%以上均为鲜酵母,均由埃及国内酵母公司供应;干酵母需求1,000-1,500吨,除国内少量供应外,主要是从土耳其酵母公司进口。

**5、安琪酵母在中东、非洲市场连续快速增长，已超过 1.5 万吨。**近几年，安琪酵母活性干酵母的品质持续改进，品牌国际知名度不断提升，各类活性干酵母销量连续保持高速增长，尤其是中东、北非等国际市场增长迅猛。2008 年，安琪干酵母在中东、非洲市场实现销售 11,300 吨，同比 2007 年 8,600 吨增长 31.4%；2009 年，安琪干酵母销量达到 15,000 吨，增长了 33%，并在继续抢占土耳其同行的市场份额。埃及项目设计产能预计能被现有市场快速消化。

公司投资埃及经历 2 年持续考察，在选址、政府关系等方面做了充分准备，尽管存在一定的外部风险和管理风险，但相较于上述优势而言，我们认为项目的盈利前景会比市场预期好得多。项目预计达产在 2012 年 12 月，利润率仅为 14.5%，不到国内伊犁、崇左基地的一半，我们认为公司已经充分预估了该项目的成本费用。

## 二、盈利预测与投资建议

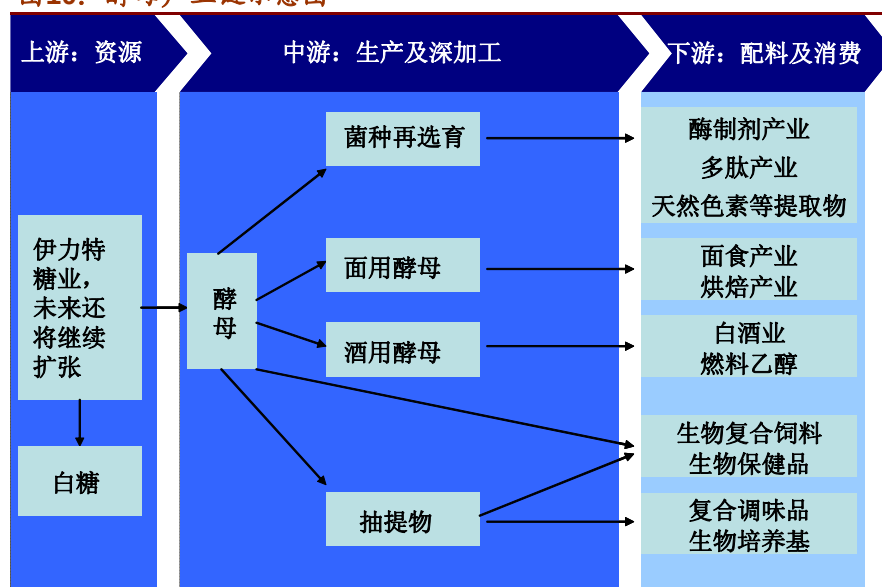
### 2.1 产品梯次清晰 产业链一体化战略

**无限宽广的生物产品平台，将持续引领健康消费大趋势。**安琪绝不仅仅是面包原料供应商。酵母作为微生物的属性，以其发酵能力和天然丰富的营养物质为基础，使安琪酵母大步进入面食行业、烘焙行业、酒精行业、调味行业、培养基行业、生物饲料行业、保健品行业及酶制剂等众多行业。

**产业链一体化，走向终端消费品牌。**安琪从酵母产品优势起步，产业链一体化程度不断加深，进入上游制糖和下游生物饲料，打造复合调味品和生物保健品品牌，而酶制剂等领域有望不断挑战传统的国际巨头。

**好产品配好团队，好团队配好机制。**管理层 20 年如一日，从没有原料和市场优势的宜昌起家，把公司打造成全球领先的酵母企业，足以证明团队的卓越能力。10 年上半年向中层以上管理层和员工持股的公司增发完成，多方利益实现共赢，彻底解决了发展的机制问题。

图10：酵母产业链示意图



资料来源：招商证券

## 2.2 盈利预测与投资建议

**11 年目标价 50-55 元，强烈推荐。**我们已经假设糖蜜来年仍有小幅上涨，但近期各类大宗商品的价格大幅下跌，实际上对公司是利好。按三季报情况，并暂假设 11 年将发行 2400 万股，我们略调整 10-12 年摊薄后 EPS1.04 元、1.32 元、1.86 元。因大部分产能 12 年投产，故 11 年会有摊薄，12 年小幅增厚，但未来 3 年净利润复合增长率达到 39%，11 年目标区间可到 50-55 元，给予“强烈推荐-A”评级。

表 7：公司销售收入结构预测表

|                | 2007         | 2008         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 酵母销量（万吨）       | 4.5          | 5.5          | 6.8          | 8.8          | 10.4         | 12.2         |
| 吨价（万元/吨）       | 1.92         | 1.98         | 1.96         | 1.93         | 2.00         | 2.08         |
| 吨成本（万元/吨）      | 1.20         | 1.14         | 1.13         | 1.25         | 1.29         | 1.33         |
| <b>销售收入</b>    | <b>1061</b>  | <b>1311</b>  | <b>1686</b>  | <b>2152</b>  | <b>2660</b>  | <b>3467</b>  |
| 酵母及其深加工产品      | 965          | 1222         | 1584         | 2039         | 2534         | 3325         |
| 奶制品            | 35           | 30           | 29           | 29           | 29           | 29           |
| 其他             | 57           | 57           | 68           | 84           | 97           | 113          |
| <b>销售收入增长率</b> | <b>21.7%</b> | <b>23.6%</b> | <b>28.6%</b> | <b>27.6%</b> | <b>23.6%</b> | <b>30.4%</b> |
| 酵母及其深加工产品      |              | 26.6%        | 29.6%        | 28.7%        | 24.3%        | 31.2%        |
| 奶制品            |              | -14.7%       | -3.1%        | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 其他             |              | -0.8%        | 20.9%        | 22.7%        | 15.8%        | 16.3%        |
| <b>毛利</b>      | <b>364</b>   | <b>448</b>   | <b>620</b>   | <b>756</b>   | <b>940</b>   | <b>1280</b>  |
| 酵母及其深加工产品      | 296          | 420          | 599          | 726          | 906          | 1241         |
| 奶制品            | 7            | 6            | 7            | 6            | 6            | 6            |
| 其他             | 18           | 19           | 13           | 25           | 28           | 33           |
| <b>毛利增长率</b>   | <b>21.3%</b> | <b>23.3%</b> | <b>38.3%</b> | <b>21.9%</b> | <b>24.4%</b> | <b>36.1%</b> |
| 酵母及其深加工产品      |              | 41.9%        | 42.6%        | 21.1%        | 24.9%        | 36.9%        |
| 奶制品            |              | -12.7%       | 9.2%         | -12.0%       | 0.0%         | 0.0%         |
| 其他             |              | 7.6%         | -30.4%       | 86.5%        | 15.8%        | 16.3%        |
| <b>毛利率</b>     | <b>34.3%</b> | <b>34.2%</b> | <b>36.8%</b> | <b>35.1%</b> | <b>35.4%</b> | <b>36.9%</b> |
| 酵母及其深加工产品      | 30.7%        | 34.4%        | 37.8%        | 35.6%        | 35.8%        | 37.3%        |
| 奶制品            | 19.7%        | 20.2%        | 22.7%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        |
| 其他             | 30.8%        | 33.5%        | 19.3%        | 29.3%        | 29.3%        | 29.3%        |

资料来源：招商研发

表 8：公司盈利预测简表

|          | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入  | 1311 | 1686 | 2152  | 2660  | 3467  |
| 二、营业总成本  | 1160 | 1400 | 1743  | 2132  | 2723  |
| 其中：营业成本  | 865  | 1066 | 1396  | 1719  | 2188  |
| 营业税金及附加  | 10   | 12   | 15    | 18    | 24    |
| 营业费用     | 171  | 200  | 218   | 265   | 352   |
| 管理费用     | 73   | 88   | 93    | 112   | 146   |
| 财务费用     | 39   | 29   | 22    | 18    | 13    |
| 资产减值损失   | 1    | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 三、其他经营收益 | -6   | 5    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益 | -6   | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益     | 0    | 6    | 0     | 0     | 0     |

|               |       |       |       |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 四、营业利润        | 145   | 291   | 408   | 528   | 744   |
| 加：营业外收入       | 8     | 19    | 20    | 10    | 10    |
| 减：营业外支出       | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 五、利润总额        | 152   | 310   | 428   | 537   | 754   |
| 减：所得税         | 9     | 11    | 58    | 73    | 102   |
| 六、净利润         | 143   | 299   | 370   | 464   | 651   |
| 减：少数股东损益      | 39    | 89    | 51    | 28    | 39    |
| 七、归属母公司所有者净利润 | 104   | 210   | 318   | 436   | 612   |
| 股本            | 271   | 271   | 306   | 330   | 330   |
| 每股收益          | 0.385 | 0.774 | 1.041 | 1.323 | 1.857 |

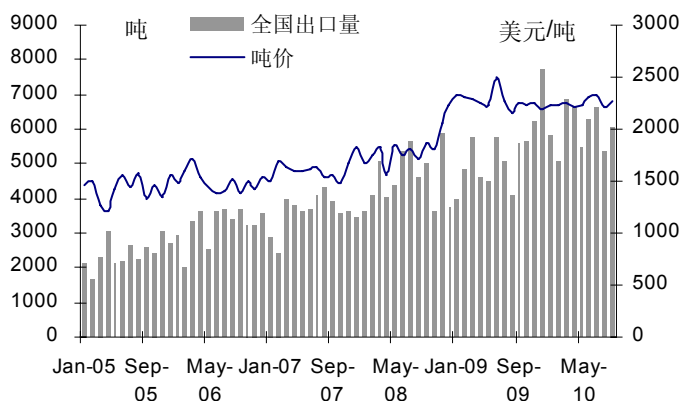
资料来源：招商研发

**表 9：安琪酵母单季度及前三季度利润表**

| 单位：百万元        | 09Q1  | 09Q2   | 09Q3   | 09Q4   | 10Q1  | 10Q2  | 10Q3  | 09Q1-3 | 10Q1-3 |
|---------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 一、营业总收入       | 347   | 419    | 423    | 497    | 467   | 520   | 514   | 1189   | 1502   |
| 二、营业总成本       | 303   | 331    | 350    | 416    | 378   | 413   | 437   | 985    | 1229   |
| 其中：营业成本       | 230   | 260    | 270    | 306    | 301   | 330   | 347   | 760    | 978    |
| 营业税金及附加       | 2     | 3      | 3      | 4      | 2     | 5     | 3     | 7      | 10     |
| 营业费用          | 44    | 46     | 47     | 63     | 44    | 51    | 54    | 137    | 149    |
| 管理费用          | 17    | 18     | 20     | 33     | 19    | 20    | 21    | 55     | 61     |
| 财务费用          | 10    | 5      | 9      | 5      | 10    | 7     | 11    | 23     | 28     |
| 资产减值损失        | 1     | 0      | 1      | 4      | 2     | -1    | 2     | 2      | 4      |
| 三、其他经营收益      | 3     | 3      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 5      | 0      |
| 公允价值变动收益      | 3     | -3     | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | -1     | 0      |
| 投资收益          | 0     | 6      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 6      | 0      |
| 四、营业利润        | 47    | 90     | 73     | 82     | 89    | 107   | 77    | 210    | 273    |
| 加：营业外收入       | 1     | 7      | 10     | 3      | 2     | 8     | 10    | 17     | 19     |
| 减：营业外支出       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0     | 0     | 0     | 0      | 1      |
| 五、利润总额        | 47    | 97     | 82     | 84     | 90    | 115   | 87    | 226    | 292    |
| 减：所得税         | 1     | 5      | 6      | -1     | 13    | 15    | 14    | 12     | 42     |
| 六、净利润         | 46    | 92     | 76     | 85     | 78    | 100   | 72    | 214    | 250    |
| 减：少数股东损益      | 15    | 21     | 22     | 30     | 23    | 18    | 3     | 59     | 44     |
| 七、归属母公司所有者净利润 | 31    | 70     | 54     | 55     | 55    | 82    | 69    | 155    | 206    |
| EPS           | 0.11  | 0.26   | 0.20   | 0.20   | 0.18  | 0.27  | 0.22  | 0.57   | 0.67   |
| <b>主要比率</b>   |       |        |        |        |       |       |       |        |        |
| 毛利率           | 33.9% | 37.9%  | 36.1%  | 38.4%  | 35.6% | 36.5% | 32.6% | 36.1%  | 34.9%  |
| 营业费用率         | 12.6% | 11.1%  | 11.1%  | 12.7%  | 9.4%  | 9.8%  | 10.5% | 11.5%  | 9.9%   |
| 管理费用率         | 5.0%  | 4.2%   | 4.7%   | 6.6%   | 4.1%  | 3.9%  | 4.1%  | 4.6%   | 4.0%   |
| 营业利润率         | 13.4% | 21.6%  | 17.2%  | 16.4%  | 19.0% | 20.6% | 15.0% | 17.6%  | 18.2%  |
| 实际税率          | 2.2%  | 5.6%   | 7.3%   | -1.6%  | 13.9% | 12.8% | 16.7% | 5.5%   | 14.3%  |
| 净利率           | 8.9%  | 16.8%  | 12.8%  | 11.0%  | 11.8% | 15.8% | 13.4% | 13.1%  | 13.7%  |
| <b>YoY</b>    |       |        |        |        |       |       |       |        |        |
| 收入增长率         | 17.3% | 28.4%  | 27.7%  | 38.9%  | 34.4% | 24.3% | 21.6% | 24.7%  | 26.3%  |
| 营业利润增长率       | 67.0% | 116.5% | 157.9% | 71.9%  | 90.2% | 18.6% | 5.8%  | 114.3% | 30.1%  |
| 净利润增长率        | 26.2% | 103.4% | 201.0% | 100.1% | 77.2% | 17.2% | 27.3% | 101.5% | 32.7%  |

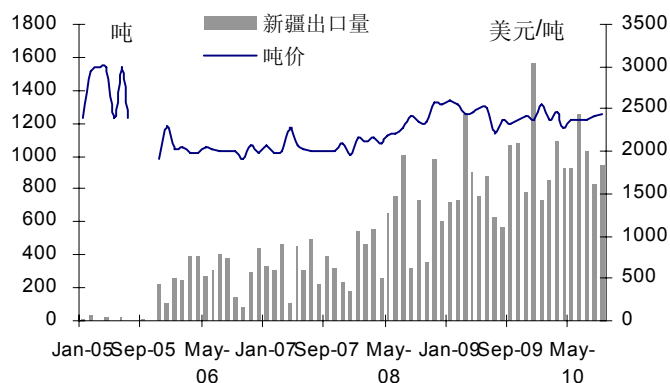
资料来源：公司公告，招商证券

图11: 全国活性酵母出口量价



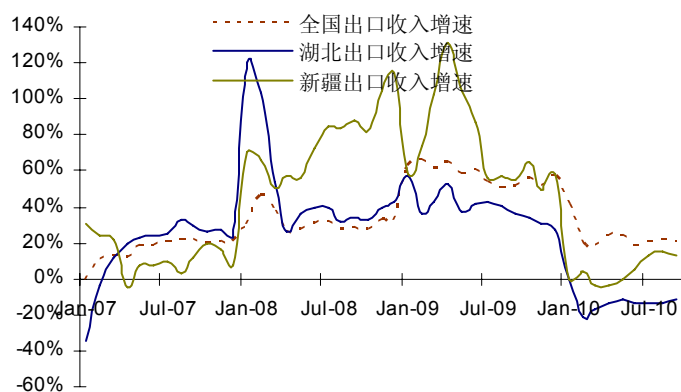
资料来源: 国家统计局

图12: 湖北活性酵母出口量价



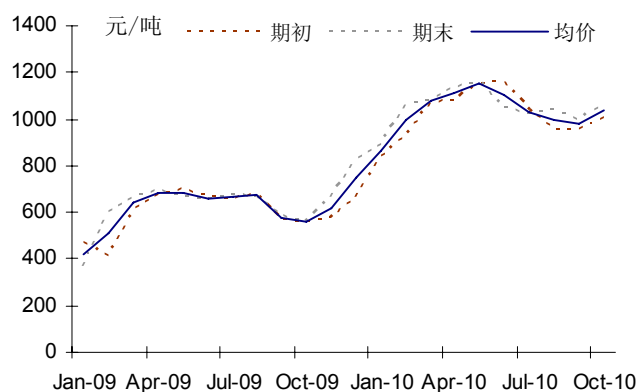
资料来源: 国家统计局

图13: 全国、湖北、新疆活性酵母出口收入累计增速



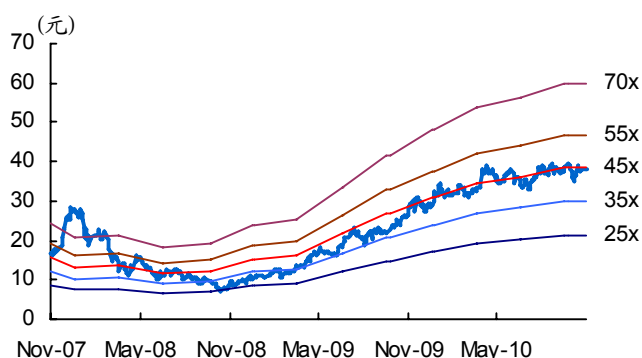
资料来源: 国家统计局

图14: 广西糖蜜3个月期货价格走势



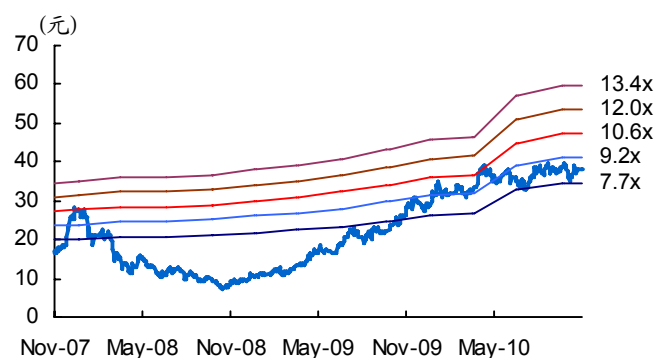
资料来源: 国家统计局

图15: 安琪酵母历史PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图16: 安琪酵母历史PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

**参考报告:**

- 1、《佳隆股份（002495）- 聚焦餐饮业、扁平化运营的鸡精鸡粉公司》2010/11/1
- 2、《安琪酵母（600298）-稳健前行 取胜长远》2010/7/25
- 3、《安琪酵母（600298）-成长与价值兼备，长持与短投皆宜》2010/4/20
- 4、《安琪酵母（600298）-新年迎来开门红，利润提升手段多》2010/3/8
- 5、《安琪酵母（600298）- 年报是持续高成长的宣言》2010/2/6
- 6、《安琪酵母（600298）2010 年酵母营销年会纪要 - 难得的 tenbagger 品种》2009/11/23
- 7、《安琪酵母（600298）-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 8、《安琪酵母（600298）-业务空间广，进入壁垒高》2009/9/1
- 9、《安琪酵母（600298）-业绩好于预告，治理即获改善》2009/8/20
- 10、《安琪酵母（600298）-从分食走向共赢》2009/7/16
- 11、《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**

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009        | 2010E       | 2011E       | 2012E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 538         | 680         | 1185        | 2444        | 3068        |
| 现金             | 44          | 89          | 371         | 1439        | 1784        |
| 交易性投资          | 4           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 3           | 6           | 7           | 9           | 11          |
| 应收款项           | 73          | 97          | 116         | 143         | 187         |
| 其它应收款          | 11          | 34          | 44          | 54          | 70          |
| 存货             | 372         | 410         | 590         | 727         | 925         |
| 其他             | 31          | 44          | 58          | 72          | 91          |
| <b>非流动资产</b>   | 1497        | 1661        | 1702        | 1926        | 2129        |
| 长期股权投资         | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 固定资产           | 1009        | 1492        | 1536        | 1763        | 1969        |
| 无形资产           | 66          | 86          | 83          | 80          | 78          |
| 其他             | 422         | 83          | 83          | 82          | 82          |
| <b>资产总计</b>    | <b>2034</b> | <b>2341</b> | <b>2887</b> | <b>4370</b> | <b>5197</b> |
| <b>流动负债</b>    | 723         | 1128        | 999         | 1211        | 1440        |
| 短期借款           | 357         | 473         | 200         | 200         | 200         |
| 应付账款           | 151         | 141         | 184         | 227         | 288         |
| 预收账款           | 29          | 30          | 39          | 48          | 61          |
| 其他             | 185         | 485         | 576         | 737         | 891         |
| <b>长期负债</b>    | 323         | 16          | 218         | 268         | 318         |
| 长期借款           | 311         | 0           | 200         | 250         | 300         |
| 其他             | 11          | 16          | 18          | 18          | 18          |
| <b>负债合计</b>    | <b>1046</b> | <b>1144</b> | <b>1217</b> | <b>1478</b> | <b>1757</b> |
| 股本             | 271         | 271         | 306         | 330         | 330         |
| 资本公积金          | 254         | 254         | 377         | 1183        | 1183        |
| 留存收益           | 340         | 515         | 780         | 1143        | 1652        |
| 少数股东权益         | 123         | 156         | 208         | 235         | 274         |
| 母公司所有者权益       | 866         | 1041        | 1463        | 2656        | 3165        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>2034</b> | <b>2341</b> | <b>2887</b> | <b>4370</b> | <b>5197</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2008        | 2009      | 2010E      | 2011E       | 2012E      |
|----------------|-------------|-----------|------------|-------------|------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 280         | 249       | 488        | 630         | 811        |
| 净利润            |             |           | 318        | 436         | 612        |
| 折旧摊销           |             |           | 157        | 171         | 193        |
| 财务费用           |             |           | 22         | 18          | 14         |
| 投资收益           |             |           | 0          | 0           | 0          |
| 营运资金变动         |             |           | (65)       | (30)        | (55)       |
| 其它             |             |           | 55         | 35          | 47         |
| <b>投资活动现金流</b> | (475)       | (261)     | (200)      | (400)       | (400)      |
| 资本支出           |             |           | (200)      | (400)       | (400)      |
| 其他投资           |             |           | 0          | 0           | 0          |
| <b>筹资活动现金流</b> | 163         | 58        | (6)        | 839         | (67)       |
| 借款变动           |             |           | (90)       | 100         | 50         |
| 普通股增加          |             |           | 34         | 24          | 0          |
| 资本公积增加         |             |           | 123        | 806         | 0          |
| 股利分配           |             |           | (53)       | (73)        | (103)      |
| 其他             |             |           | (21)       | (18)        | (14)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(32)</b> | <b>45</b> | <b>282</b> | <b>1069</b> | <b>344</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 1311 | 1686 | 2152  | 2660  | 3467  |
| 营业成本             | 865  | 1066 | 1396  | 1719  | 2188  |
| 营业税金及附加          | 10   | 12   | 15    | 18    | 24    |
| 营业费用             | 171  | 200  | 218   | 265   | 352   |
| 管理费用             | 73   | 88   | 93    | 112   | 146   |
| 财务费用             | 39   | 29   | 22    | 18    | 14    |
| 资产减值损失           | 1    | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | (6)  | (1)  | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 0    | 6    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | 145  | 291  | 408   | 527   | 744   |
| 营业外收入            | 8    | 19   | 20    | 10    | 10    |
| 营业外支出            | 2    | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>      | 152  | 310  | 428   | 537   | 753   |
| 所得税              | 9    | 11   | 58    | 73    | 102   |
| <b>净利润</b>       | 143  | 299  | 370   | 464   | 651   |
| 少数股东损益           | 39   | 89   | 51    | 28    | 39    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 104  | 210  | 318   | 436   | 612   |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.39 | 0.77 | 1.04  | 1.32  | 1.86  |

**主要财务比率**

|                | 2008  | 2009   | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |        |       |       |       |
| 营业收入           | 23.6% | 28.6%  | 27.6% | 23.6% | 30.4% |
| 营业利润           | 24.7% | 100.5% | 40.0% | 29.2% | 41.0% |
| 净利润            | 15.2% | 101.1% | 51.4% | 37.0% | 40.3% |
| <b>获利能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 毛利率            | 34.0% | 36.8%  | 35.1% | 35.4% | 36.9% |
| 净利率            | 8.0%  | 12.5%  | 14.8% | 16.4% | 17.6% |
| ROE            | 12.1% | 20.2%  | 21.8% | 16.4% | 19.3% |
| ROIC           | 10.5% | 18.3%  | 17.9% | 13.9% | 16.4% |
| <b>偿债能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 51.4% | 48.9%  | 42.1% | 33.8% | 33.8% |
| 净负债比率          | 33.1% | 20.9%  | 13.9% | 11.4% | 10.6% |
| 流动比率           | 0.7   | 0.6    | 1.2   | 2.0   | 2.1   |
| 速动比率           | 0.2   | 0.2    | 0.6   | 1.4   | 1.5   |
| <b>营运能力</b>    |       |        |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.6   | 0.7    | 0.7   | 0.6   | 0.7   |
| 存货周转率          | 2.6   | 2.7    | 2.8   | 2.6   | 2.6   |
| 应收帐款周转率        | 18.4  | 19.8   | 20.3  | 20.6  | 21.0  |
| 应付帐款周转率        | 6.1   | 7.3    | 8.6   | 8.4   | 8.5   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.39  | 0.77   | 1.04  | 1.32  | 1.86  |
| 每股经营现金         | 1.03  | 0.92   | 1.60  | 1.91  | 2.46  |
| 每股净资产          | 3.19  | 3.83   | 4.78  | 8.05  | 9.60  |
| 每股股利           | 0.13  | 0.13   | 0.17  | 0.22  | 0.31  |
| <b>估值比率</b>    |       |        |       |       |       |
| PE             | 99.4  | 49.4   | 36.8  | 28.9  | 20.6  |
| PB             | 12.0  | 10.0   | 8.0   | 4.8   | 4.0   |
| EV/EBITDA      | 53.8  | 33.5   | 24.9  | 20.4  | 15.4  |

## 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。

**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。

**黄璐：**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：**上海财经大学经济学硕士，拥有证券执业资格，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。

## 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±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

## 免责条款

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。