

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

安琪酵母增发预案点评：深加工领域拓展的延续

事件描述

安琪酵母（600298.SH）今日公告：公司拟定向增发不超过 2400 万股，募集不超过 8.3 亿元人民币；增发价格下线为前 20 日均价 33.79 元/股。增发募集资金拟投入包括年产 5000 吨酶制剂、年产 10000 吨生物复合调味料产品等深加工项目；并将埃及项目投资内部化，提升公司财务状况。

我们认为，本次增发募集投向基本围绕高附加值的深加工产品。其中，调味品、生物饲料等产品是公司自 2009 年以来上升势头显著的业务模块；酶制剂项目酝酿 2 年终于正式投产，产品多为技术壁垒较高的“小、新”酶种。深加工业务符合国际酵母行业发展方向，且盈利能力更强；随着募投项目的逐步投产，公司在 2012 年又将迎来新的业绩高增长期。

事件评论

第一， 增发方案描述

安琪酵母拟定向增发方案要点，总结如下：

表：增发方式

增发方式	向不超过 10 名机构投资者
拟增发股票份额	不超过 2400 万股（含 2400 万股）
拟募集资金数额	不超过 83000 万（含 83000 万元）
增发价格	不低于 33.79 元/股

资料来源：公司公告，长江证券研究部

表：拟募投项目

序号	项目名称	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	年产 5000 吨新型酶制剂生产线项目	17400	17400
2	年产 10000 吨生物复合调味料生产线项目	14200	14200
3	年产 8000 吨复合生物饲料生产线项目	7800	7800
4	生物保健食品生产基地项目	12200	12200
5	埃及年产 15000 吨高活性干酵母项目	33843.6	28534.8

总计

85443.6

80134.8

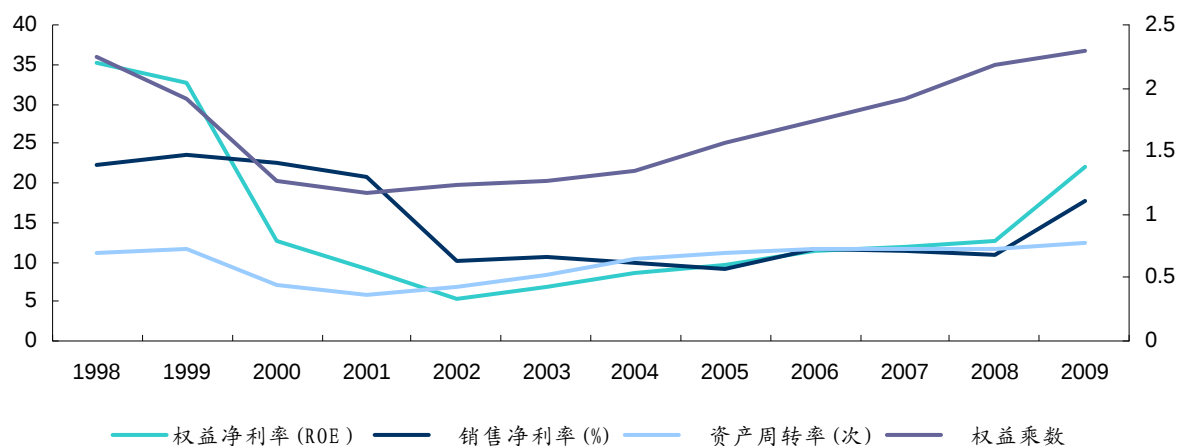
资料来源：公司公告，长江证券研究部

注：埃及项目为 2009 年 12 月 5 日对外投资决议设立，由安琪埃及公司作为投资主体，以公司自有资金出资；本次募投项目相当于将该次投资内部化，其目的在于充分利用上市公司优势，降低债务融资成本。

第二， 本次增发评述

- 本次定向增发，是公司上市以来第一次借助资本市场进行权益融资。公司从成立之初的 3000 吨产能发展至今，年生产能力达到 10.6 万吨，增长逾 35 倍；应收从 1997 年的 1.13 亿增长到 2010 年预计的 20.5 亿，增长 17 倍多；完全是靠公司自有资金滚动经营。

图：公司 ROE 分解

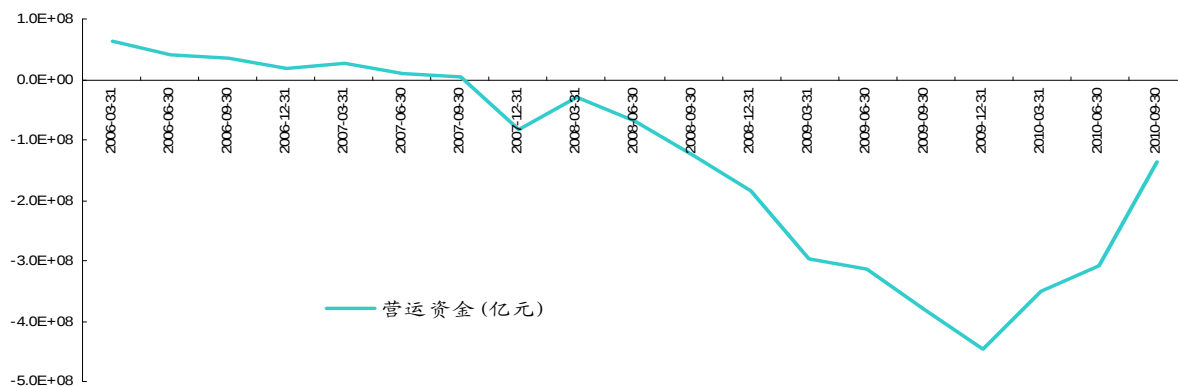


资料来源：长江证券研究部

通过杜邦分解，我们看到公司 ROE 提升的主要因素在于净利润率的稳步回升，资产周转的加快和适当的财务杠杆作用；前两者恰恰表明，公司产品销售顺畅、规模放大的同时，产品结构的升级也在持续进行；同时也表明债务融资方式在公司发展过程中被更加频繁的使用。

但从公司营运资本来看，自 2007 年起公司营运资金即呈现负数；表明公司以短债支撑长期资本，权益融资的可能性是存在的。

图：公司营运资金



资料来源：长江证券研究部

- 本次募集拟投产项目主要包括酶制剂、复合调味品、生物饲料和保健品；埃及项目内部化更多在于偿还财务成本。我们了解，复合调味品（包括加工、餐饮和现代通路渠道）和生物饲料是公司 2009 年开始销售趋势持续向上的业务，利润率一般在 40% 左右；而酶制剂中一些小品种、高壁垒的产品，以及保健品的毛利率更高。本次增发拟募投项目，将带来新增折干酵母产能 2 万吨左右，酶制剂 5000 吨，较现有产能增长 23.6%；将较为显著的改善公司产品结构，提升盈利水平。
- 回顾公司发展历程，在今年启动权益融资进行高附加值项目建设，一方面固然同公司“专业化”导向相关，另一方面也同公司治理结构改善联系密切。2009 年完成少数股权的兑换，2012 年首次解禁到来，公司进行高盈利项目的建设、加快产能投放也就顺理成章。

第三，募投项目市场简述

■ 调味品

表：调味品拟投资项目明细

序号	品种	竞争优势	销量（吨）
1	新型 YE 鸡精	天然 I+G 和氨基酸类，耐高温	5000
2	热反应型 YE 调味品	不添加动植物提取物，素食群体	2000
3	风味 YE 调味料	特定肉类风味，彩虹效应	1800
4	餐饮 YE 调味料	天然香辛物质，中式餐饮渠道	1200
	小计		10000

资料来源：长江证券研究部

本次募投项目之一的年产 10000 吨复合调味品业务，是在现有 YE 产品基础上的有一次延伸；从细分产品看，本次募投项目同公司三季度进行的 YE 事业部结构调整对应，目标渠道向餐饮渠道倾斜显著。

我们一直强调，以复合调味为特色的第三代增鲜调味品市场空间广阔；并且，从 2009 年 7 月起公司的 YE 业务亦进入转折点。本次募投项目，将使 2012 年公司 YE 类产品产能增长 43%，构成公司利润增长重要来源。并且，我们观察到，2.08 万元/吨的出厂价，较中高端鸡精产品相差并不大，这亦将构成其竞争力之一。

这一项目，需要重点跟踪的是公司渠道变革的进展和效果。

■ 生物饲料

表：生物饲料拟投资项目明晰

序号	产品名称	产品功能	生产规模
1	复合益生菌	以目前公司生产的酵母源产品为主，重点开发活性酵母、酵母多糖、芽孢杆菌、乳酸菌、中草药提取物等为主要成分的复合益生菌产品，主要用于调整动物肠道的微生态环境，改善其消化吸收性能。	1600 吨
2	复合有机微量元素	以本公司生产的酵母水解物螯合物产品为主，配合本公司的酵母硒、酵母铬产品，按照适当比例配合，作为饲料厂或者大型养殖场的有机金属元素预混料，可提高动物对金属元素的吸收，减少环境中金属元素的污染。	1600 吨
3	饲料品质改良剂（毒素吸附剂等）	目前重点产品为霉菌毒素吸附剂，该产品以公司改性酵母细胞壁多糖为原料，配合其它有效吸附霉菌毒素的成分，可有效的吸附目前饲料原料中普遍存在的黄曲霉毒素 B1、玉米赤霉烯酮等毒素，防止这些毒素被动物体吸收破坏其生理机能，进一步防止了毒素在动物体内贮存最终毒害人体。	1600 吨

- | | | | |
|---|---------------|---|--------|
| 4 | 复合发酵菌剂 | 以目前公司生产的活性酵母菌、霉菌、芽孢菌、乳酸菌为主，配以相关菌种的特殊营养成分，能够有效的用于大原料的发酵，改善饲料原料品质。 | 800 吨 |
| 5 | 特殊营养补充剂(复合酵母) | 以酵母自溶产品为主，主要含有活性小肽和核酸，再外添加有机硒自溶物，得到一种能显著提高动物生长速度和免疫的产品，能够促进生长，减少市场上非法使用的违禁药品使用。 | 2400 吨 |

资料来源：公司公告，长江证券研究部

生物饲料业务在我国尚处于起步阶段，但在发达国家，由于对抗生素等添加剂的严格限制，绿色、环保和无残留的康士鲁替代品的研究与开发非常普遍：美国从上世纪 70 年代就开始使用生物饲料，日本也是世界上研究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。

目前国际市场大量使用的生物饲料有饲料酵母、酵母细胞壁多糖、其他各种益生菌、有机微量元素等，复合生物饲料产品已成为动物日常保健的必需品。适应下游饲料企业和养殖企业的需要，国际其他酵母厂商也在纷纷开发饲用生物饲料产品。

公司现有饲料酵母业务是增长较快的业务部类之一，2010 年前三季度饲料酵母销量累计增长 40%多，收入增长 30%；出口产品的增长更加显著，收入增幅达 60%；比如，出口美国的富硒酵母就需求旺盛。

我们认为，这一块业务的增长同政策对抗生素的使用约束更加严格、动物福利需求提高将密切相关；或许短期内仍将以出口贡献增长的大部分。

■ 酶制剂

表：酶制剂拟投资项目明细

序号	产品品种	销量(吨)
1	卤醇脱卤酶(液体)	2800
2	核酸酶 P1	20
3	腺苷脱氨酶	10
4	脲水解酶	1770
5	环糊精葡萄糖基转移酶	300
6	α -葡萄糖苷酶	300
小计		5000

资料来源：公司公告，长江证券研究部

酶制剂主要应用于各项生物、化学和物理反应过程的催化；尤其在现代生化产业中，酶催化法已经日益成为降低反应成本、提高反应效率和提供企业竞争力的手段。酶制剂产业的关键在于对特种酶的研究、开发和产业化；所以，虽然 2008 年中国酶制剂产品出口 6.5 万吨，但出口金额仅 1.8 亿美元，吨价格大约为 19400 元左右。

对于该募投项目，其下游的需求支撑是不需太过担忧的：2009 年全球酶制剂市场总规模达到 30.18 亿美元，酶制剂下游支撑产业的总产值超过 3000 亿美元。

安琪酵母本次募投的酶制剂业务，是公司酝酿数年之后首次规模化的实践。按照公司可行报告，5000 吨酶制剂的吨价大约为 3.2 万元，净利润率高达 33%。其中，包括核酸酶 P1、腺苷脱氨酶、 α -葡萄糖苷酶的生产技术都只被日本一家企业掌握；而环糊精葡萄糖基转移酶全球只有两家国外企业供应。

在技术和研发能力要求非常高的酶制剂行业，安琪酵母能否实现如同酵母业务般的赶超，是机遇亦是挑战。作为生物领域的配料性产品，技术的领先性相当关键。安琪酵母在局部领域实现技术突破之后，能否保持并进一步提升其研发实力，将决定该业务的持续盈利能力。

■ 保健品

表：保健品拟投资项目明细

序号	产品类别	生产规模
1	片剂	10 亿片（包衣片 1 亿片）
2	颗粒剂	220 吨（折合 5500 万袋）
3	粉剂	450 吨（折合 150 万瓶）
4	硬胶囊剂	2 亿粒
5	软胶囊	2 亿粒
6	口服液	2000 万瓶

资料来源：公司公告，长江证券研究部

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。近 3 年来公司保健品销售收入年均增长率超过 50%，2009 年实现销售收入 7,500 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 10,038 万元，实现了持续健康发展。

不过，国内保健品市场仍处于较为混乱的时期；公司在具备优秀产品的基础上，如何进一步提升产品公信力，进一步多渠道开拓市场，将成为我们跟踪的重点。

■ 埃及项目内部化

埃及年产 1.5 万吨干酵母项目内部化，在短期内受制于折旧政策，不会有太大贡献。但目前公司短期负债有 4.73 亿，每年利息支出有 3000 余万。若募集资金能够降低财务成本，将能够抵消股本增厚的摊销。

第四， 公司投资机会

- 我们依然维持三季报点评的观点：目前是行业和公司预期较低的时点，但无论公司竞争力、产能和产品结构，还是利益关系的理顺，都将驱动公司的进一步成长。根据公司募投项目，2012 年若如期达产，则新增收入近 10 个亿，利润贡献 1.4 个亿左右，EPS 摊薄后增厚 0.42 元。（谨慎起见，我们将对公司项目进度进行密切跟踪，调整营收和利润。）
- 因为增发进度尚不确定，我们暂且不调整盈利预测。我们认为可持续吸纳，目前到 2011 年上半年是较为理想的吸纳时间窗，6 个月有望达到 49 元左右，12 个月有望继续看高一线。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1686	2103	2668	3151	货币资金	89	210	267	315
营业成本	1066	1386	1722	2034	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	620	717	946	1116	应收账款	131	173	220	259
% 营业收入	36.8%	34.1%	35.5%	35.4%	存货	410	534	663	783
营业税金及附加	12	14	18	22	预付账款	44	55	68	81
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	200	221	307	315	流动资产合计	680	978	1225	1447
% 营业收入	11.9%	10.5%	11.5%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	88	84	107	126	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	24	23	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.1%	0.8%	0.3%	固定资产合计	769	1017	1216	1262
资产减值损失	6	3	3	3	无形资产	86	82	78	74
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	291	372	489	641	其他非流动资产	792	792	792	792
% 营业收入	17.3%	17.7%	18.3%	20.3%	资产总计	2341	2870	3311	3576
营业外收支	19	20	20	20	短期贷款	490	587	458	55
利润总额	310	392	509	661	应付款项	487	581	721	852
% 营业收入	18.4%	18.6%	19.1%	21.0%	预收账款	30	32	40	47
所得税费用	11	59	76	99	应付职工薪酬	41	41	51	60
净利润	299	333	433	562	应交税费	14	44	57	72
归属于母公司所有者的净利润	210.2	289.7	376.6	488.9	其他流动负债	66	84	106	123
少数股东损益	89	43	56	73	流动负债合计	1128	1368	1433	1210
EPS (元/股)	0.77	1.07	1.39	1.80	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	249	513	691	867	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1144	1384	1449	1226
收回现金					归属于母公司	1041	1287	1607	2022
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	156	199	255	328
固定资产投资	-266	-421	-427	-332	股东权益	1197	1486	1862	2351
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2341	2870	3311	3576
投资活动现金流净额	-261	-421	-427	-332	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.774	1.068	1.388	1.801
银行贷款增加 (减少)	-178	97	-128	-403	BVPS	3.36	4.16	5.25	6.61
筹资成本	91	-67	-79	-84	PE	41.63	30.20	23.23	17.90
其他	145	0	0	0	PEG	1.28	0.93	0.71	0.55
筹资活动现金流净额	58	29	-208	-487	PB	9.59	7.76	6.14	4.87
现金净流量	45	121	57	48	EV/EBITDA	20.82	15.96	12.02	9.03
					ROE	20.2%	22.5%	23.4%	24.2%

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。