

2010-11-17

食品加工与肉类

安琪酵母 600298.SH

龙头地位稳固，产业链一体化促发展

◇ 调研地点：湖北宜昌

◇ 拜访对象：安琪酵母高管

◆ 酵母行业发展前景广阔，公司龙头地位稳固：

国内酵母产业属于朝阳行业，应用主要集中在发酵面食、烘焙食品等传统产业，调味品、生物饲料、营养健康产品等产业对于酵母抽提物及衍生品的应用则处于起步阶段，未来的需求和运用非常广阔。酵母行业门槛较高，是典型的寡头垄断行业，公司位列全球第三、国内第一，具有很强的技术优势和品牌优势，有些产品如酶制剂、酒精酵母等甚至超越国外同行的技术水平。我们认为，公司在国内的龙头地位非常稳固，将充分享受行业的快速增长，同时也将凭借技术优势和成本优势迅速抢占产业链已经成熟的国外市场份额。

◆ 提价能力强，成本上涨不足为惧：

受主要原料糖蜜成本大幅上涨而公司国内产品没有提价的影响，公司前三季度毛利率下降 1.2 个百分点至 34.9%。公司糖蜜一年采购一次，今年采购的高价糖蜜将用到明年年中。虽然成本压力较大，但酵母行业是寡头垄断，公司作为行业龙头提价能力非常强，我们预计明年很有可能提价，盈利能力的下滑只是暂时的。目前可以说是公司相对最差的时候，明后年的利润率水平将逐渐提升。

◆ 定向增发进一步推进公司产业链一体化：

公司公告拟定定向增发 2400 万股，募集资金不超过 8.3 亿元，用于年产 5000 吨新型酶制剂、年产 10000 吨生物复合调味料、年产 8000 吨复合生物饲料、生物保健食品生产基地及埃及年产 15000 吨高活性干酵母项目。本次增发主要围绕附加值较高的上游和下游深加工，将进一步深化公司的产业链一体化。据了解，公司目前的调味品、动物饲料、保健品等业务虽然规模较小，但发展速度非常迅猛，公司正脚踏实地朝着打造终端消费品品牌的方向努力。我们认为，随着募投项目的投产和公司产业链一体化的推进，2012 年公司将步入新的业绩快速增长期。

◆ 盈利预测与评级

假设公司 2011 年完成 2400 万股的定向增发，我们预计公司 2010-2012 年摊薄后的 EPS 分别为 1.01、1.29 和 1.86 元，以 11 月 16 日收盘价 44.78 元计算，10-12 年动态 PE 分别为 44X、35X 和 24X。我们认为公司所处行业发展广阔、经营稳健、龙头地位稳固，对公司维持长期看好的观点。我们给予公司“买入”的投资评级，目标价为 55.47 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1,311	1,686	2,150	2,688	3,491
营业收入增长率	23.61%	28.60%	27.51%	25.02%	29.88%
净利润（百万元）	104	210	309	426	615
净利润增长率	15.25%	101.15%	47.16%	37.57%	44.64%
EPS（元）	0.34	0.69	1.01	1.29	1.86
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.07%	20.20%	15.77%	13.48%	16.56%
P/E	131	65	44	35	24
D/P	16	12	7	5	4

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

首次

买入

当前价格	44.78 元
目标价格	55.47 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕（执业证书编号：F0050108120160）

联系人：

李卓

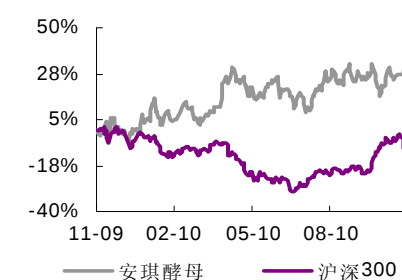
021-22169079

lizhuo_yjs@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	306
总市值(百万元)	13,705
流通比例(%)	88.68%
12 个月最高/最低(元)	45.58/27.80
近 3 月日均成交量(百万股)	2.66
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	29.42	7.22	63.55
绝对收益	24.67	18.21	53.63

相关报告：

安琪酵母调研纪要

董事长、董秘及各事业部负责人

糖蜜采购情况

1、糖蜜的采购价格

目前南方的糖蜜价格超过 1000 多元/吨,北方的糖蜜价格 700-800 元/吨。公司每年年中采购一次糖蜜,今年高成本的糖蜜要用到明年年中,四季度的毛利率将比三季度略低。

2、糖蜜使用量

一般而言,8 吨甘蔗产 1 吨糖,1 吨糖 0.2 吨糖蜜,生产 1 吨酵母需要 5-5.5 吨糖蜜。公司每年采购 50 多万吨糖蜜,全国 10%左右的糖蜜都被公司采购了。

3、我国糖蜜的主要集中产区

我国糖蜜的主要集中产区是南方、哈尔滨和新疆。公司的糖蜜主要从南方和新疆采购,南方是向东亚采购,新疆有长期战略合作关系,糖蜜采购价格相对较为平稳。

公司的经营情况

1、2010 年产量和收入

公司 2010 年停产检修了 2 个月,今年的产量大致在 9 万多吨,前三季度卖了 6 万吨。预计今年全年收入超过 20 亿元,公司规划到十二五末收入规模到 50 亿元。

2、是否提价

虽然公司今年成本压力较大,但目前的成本压力尚在可忍耐和可控范围内,暂不考虑提价。

3、人民币升值的影响

目前公司出口最大的是面食酵母,出口签的都是短单,人民币升值对毛利率的影响不大。其中销往美国的产品主要是燃料乙醇和动物饲料。

4、公司的竞争力

公司是世界第三大、中国第一大的酵母生产企业,共生产 800 多个品种,

品种覆盖其他主要竞争对手的产品种类。在国内，公司的竞争力远超过竞争对手，在国外公司的品牌优势也逐渐显现，不再单纯靠成本优势。比如目前在东南亚地区，公司的成本已经比其他主要竞争对手高 20% 左右，但销售情况依然非常理想。

味素业务（酵母抽提物 YE）

1、酵母抽提物的行业情况

全球酵母抽提物的产量为 15 万吨，其中欧洲 7 万吨，安琪产量位列全球第四，今年的产量大概为 1.8 万吨，明年 2.6 万吨左右。生产酵母抽取物的主要国家还有美国、巴西、日本等。近几年国外行业的年均复合增速为 15% 左右，亚洲是 20% 左右。预计国内未来行业将以每年 25% 以上的速度发展。酵母抽提物天然健康，是最好的味精替代品，发展前景非常广阔。例如欧洲的联合利华，07 年进口中国味精 5 万吨，08 年提出口号每年降味精使用量 5000 吨，每年降食盐 9000 吨。比如韩国已经基本不生产味精。公司带 YE 的味素的目标是替代一部分味精和人工 I+G（带致癌物质）。目前日本的酵母抽提物卖 50 多万元/吨，而中国最高端的才卖 10 多万元/吨，普通的卖 2-3 万元/吨，成本优势非常显著。

2、公司酵母抽提物业务的现状及规划

公司酵母抽提物近几年以年均 24-28% 的增速发展，2010 年可以做到 2 个多亿收入，其中 50% 以上是出口，预计整体的毛利率水平在 30% 左右。销往国外的以高档产品为主，在国内销售的以中端产品为主。公司价格相对国外有较强的优势，售价是很多国外客户原来采购价格的 60%。目前公司牵头成立食品配料专用委员会（有别于食品添加剂，食品配料是食物的一种）和天然抽提物物专用委员会，利用协会的力量推动天然抽提物物的发展。公司这一业务的发展晚了 2-3 年，因为酵母太好卖而公司产能不够。这一业务今年开始做餐饮渠道，未来肯定会做终端，现在走餐饮渠道只是中间路线。公司的调味品事业部去年才 10 多个人，今年 20 多人，计划两年内增加到 100 人左右。

3、销售模式

这一业务公司原来主要针对工业用户，客户是大的食品加工企业。今年开始做餐饮渠道，未来会走向终端。

另外，公司也已开发出针对终端销售的调味品，在北京、上海、武汉等城市有销售。平均下来 1KG 调味品的市场零售价为 50 元左右，毛利率相对较高。

动物饲料业务

1、动物饲料中添加酵母的益处

动物饲料中添加酵母作为活性微生物，具有调节肠道功能帮助消化、增强免疫力、促进生长、补充有机微量元素等功效，可以减少抗生素的使用。

2、动物饲料的销售情况

公司动物饲料现有 8 个品种，出厂均价为 2 万元/吨左右，毛利率超过 40%。2010 年这块业务一共销售 3000-5000 吨，其中出口 1000-2000 吨，出口到四十多个国家和地区，主要销往美国、日本、韩国、泰国、肯尼亚等国，出口到欧洲国家相对较少。今年销售收入为 1.8 亿元左右，其中出口占 35-40%左右这块业务近几年以年均 50%以上的增速发展，明年公司计划销售额增长 40%。

3、动物饲料的销售渠道和主要客户

公司动物饲料的客户主要有饲料厂和养殖场，其中饲料厂通过直销和经销商两种渠道实现销售，养殖场通过经销商做。国内排名前十的饲料厂家都有采购公司的动物饲料产品，添加在比较高端的饲料中，比如小猪的断奶料、刚出生第一天到第十天的鸡的饲料中等。

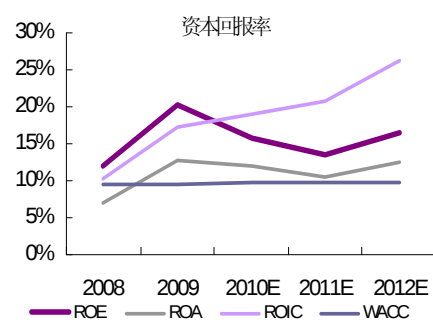
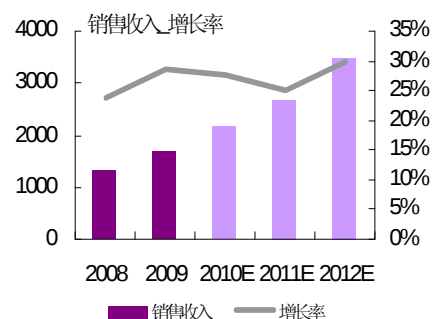
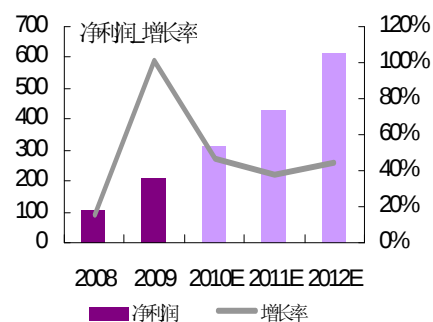
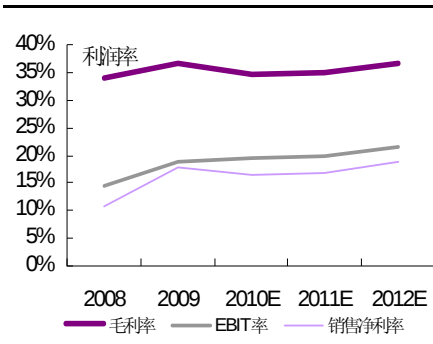
4、市场容量

国内前五名的做酵母、芽孢等动物饲料产品的企业，总销售额为 25 亿元左右，公司的市场占有率 10%左右，排名第二。目前国内猪饲料 5000-6000 元/吨，鸡饲料 3000 元/吨，高档饲料 1 万多元/吨。一般 1 吨饲料里可添加 1KG 的酵母添加剂，即 20-30 元左右，对饲料成本的增加有限，未来公司这块业务的增长空间较大。

增发项目

公司拟定向增发不超过 2400 万股，增发价格不低于 33.79 元/股，募集资金规模不超过 8.3 亿元。募集资金将用于年产 5000 吨新型酶制剂、年产 10000 吨生物复合调味料、年产 8000 吨复合生物饲料、生物保健食品生产基地及埃及年产 15000 吨高活性干酵母项目。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,311	1,686	2,150	2,688	3,491
营业成本	865	1,066	1,407	1,749	2,210
折旧和摊销	90	119	187	203	225
营业税费	10	12	15	19	24
销售费用	171	200	226	269	349
管理费用	73	88	112	121	157
财务费用	39	29	18	16	7
公允价值变动损益	-6	-1	0	0	0
投资收益	0	6	0	0	0
营业利润	145	291	404	514	744
利润总额	152	310	413	523	753
少数股东损益	39	89	48	30	39
归属母公司净利润	104.50	210.19	309.32	425.52	615.49

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,034	2,341	2,950	4,359	5,208
流动资产	538	680	1,260	2,423	3,097
货币资金	44	89	467	1,436	1,842
交易型金融资产	4	0	0	0	0
应收帐款	73	97	123	154	200
应收票据	3	6	7	9	11
其他应收款	11	34	44	55	71
存货	372	410	549	682	862
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,009	1,492	1,515	1,696	1,826
无形资产	66	86	82	78	74
总负债	1,046	1,144	784	969	1,217
无息负债	373	654	784	969	1,217
有息负债	673	490	0	0	0
股东权益	988	1,197	2,166	3,390	3,991
股本	271	271	306	330	330
公积金	318	336	979	1,808	1,818
未分配利润	277	434	677	1,017	1,570
少数股东权益	123	156	205	234	273

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	280	249	475	665	867
净利润	104	210	309	426	615
折旧摊销	90	119	187	203	225
净营运资金增加	8	-138	118	63	100
其他	78	57	-140	-26	-74
投资活动产生现金流	-475	-261	-200	-450	-400
净资本支出	475	266	200	450	400
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-949	-528	-400	-900	-800
融资活动现金流	163	58	104	753	-61
股本变化	0	0	35	24	0
债务净变化	235	-183	-490	0	0
无息负债变化	96	281	130	185	248
净现金流	-32	45	379	968	406

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	23.61%	28.60%	27.51%	25.02%	29.88%
净利润增长率	15.25%	101.15%	47.16%	37.57%	44.64%
EBITDA 增长率	37.05%	54.74%	40.27%	20.43%	33.02%
EBIT 增长率	42.84%	64.75%	34.17%	25.57%	41.58%
估值指标					
PE	131	65	44	35	24
PB	16	13	7	5	4
EV/EBITDA	47	30	23	19	14
EV/EBIT	69	41	33	27	18
EV/NOPLAT	73	43	38	31	21
EV/Sales	10	8	6	5	4
EV/IC	8	7	7	6	6
盈利能力 (%)					
毛利率	34.00%	36.77%	34.58%	34.92%	36.70%
EBITDA 率	21.40%	25.75%	28.32%	27.28%	27.94%
EBIT 率	14.57%	18.66%	19.63%	19.72%	21.50%
税前净利润率	11.57%	18.41%	19.23%	19.46%	21.56%
税后净利润率 (归属母公司)	7.97%	12.46%	14.39%	15.83%	17.63%
ROA	7.04%	12.79%	12.12%	10.44%	12.57%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.07%	20.20%	15.77%	13.48%	16.56%
经营性 ROIC	10.33%	17.18%	19.08%	20.75%	26.14%
偿债能力					
流动比率	0.74	0.60	1.64	2.54	2.58
速动比率	22.98%	23.92%	92.73%	182.67%	186.13%
归属母公司权益/有息债务	1.29	2.12	-	-	-
有形资产/有息债务	2.92	4.57	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.34	0.69	1.01	1.29	1.86
每股红利	0.12	0.12	0.14	0.16	0.23
每股经营现金流	0.91	0.81	1.55	2.02	2.63
每股自由现金流(FCFF)	-0.69	0.98	0.66	0.46	1.15
每股净资产	2.83	3.40	6.41	9.56	11.26
每股销售收入	4.28	5.51	7.03	8.14	10.58

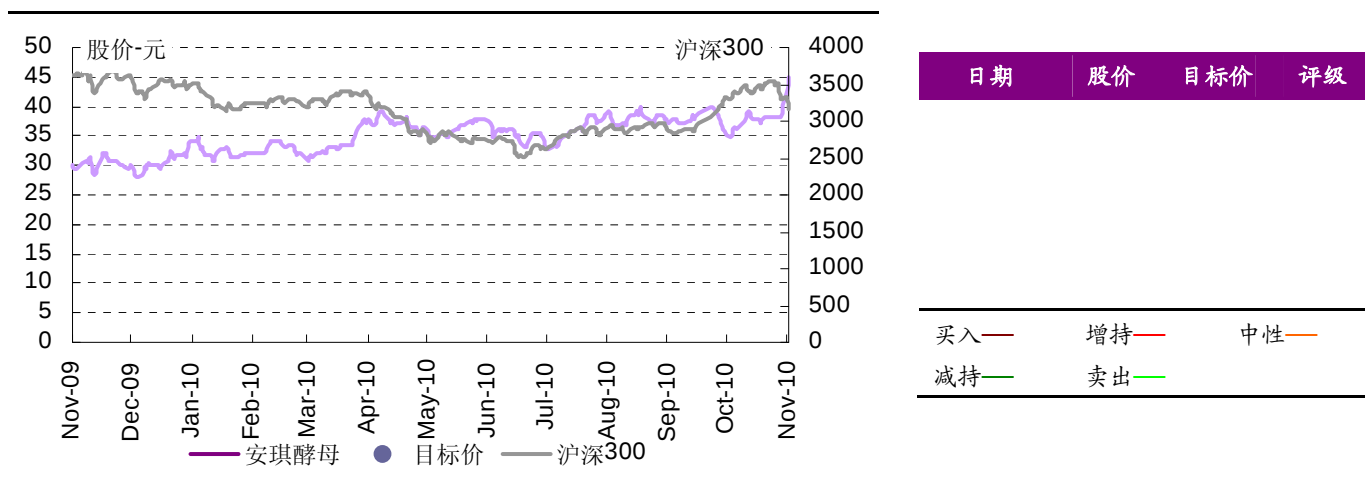
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

安琪酵母（600298）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。