

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

转型和延伸：战略升级期的酵母企业

事件描述

在公司准备上市十年之久的第一次公开增发之际，我们对安琪酵母进行了跟踪调研，同公司董事长、主要业务部门的负责人、技术带头人进行了深入沟通。调研重点集中于公司战略、经营现状、募投项目等方面；尤其是酶制剂、YE抽提物。

此前，投资者的关注点主要集中于酶制剂新业务，产品渠道延伸等方面。我们择重点和新内容，结合理解反馈如下：

事件评论

第一，战略升级：转型和延伸期的到来

- 我们认为，2010-2011 将是安琪酵母明显的战略转型和战略升级期：安琪酵母战略方向将从“专业化、国际化的酵母企业”升级为“国际上生物技术方面的专业化企业”；代表性事件即为公司本次募投的投向：强化了酵母衍生领域的生产和推广；同时，在酵母业务之外引入有一定相关性的特种酶制剂业务。
- 概括而言，安琪的战略延伸体现了其一贯对技术的依托和重视；同时，在营销渠道方面由 B2B 向 B2C 的调整将逐步加大。公司将从模糊的消费品企业向更清晰的消费品属性转型，这既是机会，又是挑战。
- 我们理解，几方面因素促使公司战略升级：其一是需求端，包括抽提物、保健品等业务的快速发展已经具备了市场条件；其二是成本端，原材料长期向上的趋势下，提升产品附加值和延伸产业链是理性应对；其三是技术端，以特种酶制剂部分产品的工业化技术成熟为代表，为公司打开了新的业务方向。
- 管理端能否跟进，包括适合的组织架构和机制、渠道拓展、技术和市场结合等，依然是跟踪重点。

第二，国内市场：深化传统领域；拓展衍生领域

- 国内市场的复合增长率在 16%左右，公司的目标是未来几年力争 20%左右的增长。国内业务中，面用酵母业务的占比在 70%左右，传统业务依然是主导。近期增长比较快的业务包括抽提物和饲料酵母等。
- 对于面用酵母，公司的将继续深化传统领域，比如糕点店和北方传统区域等。目前国内的销售网络已经下沉到县一级，公司有 200 多人的销售队伍，进行客户拓展和服务。同时，将加大小包装产品和新产品的开发，比如无铝油条粉等面向家庭的产品。
- 成立调味品事业部，这是公司组织架构调整的一部分。目的是同未来的调味品和抽提物业务发展进行渠道对接。目前小包装产品（针对家庭）比例在 20%；不过，YE 产品并非像投资者认为的，完全从商超渠道流通，大部分仍将侧重于中高端的餐饮场所，现代流通渠道方面是部分可以重合的。

- 保健品业务亦在反思调整，目前是区域优势产品，想法是分区做，全国连片。
- 国内产品价格方面：08 年调整了 2 次，09 年受经济危机、10 年因竞争对手产能没有调整；在目前糖蜜成本持续维持高位的行业格局下，提价的预期只会越来越强。另一方面，竞争对手以往在环保方面的投入力度不够大，综合成本上略有优势。安琪酵母的环保是国内最严格的，包括马力在内的对手最近都在加大环保投入，其综合成本应当不会比安琪低，这为公司产品价格调整进一步储备力量。
- 公司国内业务产品新年价格调整已经展开，上调幅度在 5%-10% 左右；对成本上涨能够起到比较好的对冲作用。

第三，国外市场：切割发展中市场；优势产品推进发达市场

- 全球营销：烘焙业务发展中国家居多；抽提物、动物营养等新兴产品，发达国家居多。
- 出口增长持续高速主要是替代前两名的对手和一部分土耳其的产能。出口方面非常看重非价格竞争（这也是公司企业理念之一）。出口的持续快速增长，是产能扩张，品牌树立，商务策略调整，营销工作综合影响所致。
- 2010 年约出口 4 万吨，占有率方面：优势国家有 60-70%；目前也还有空白点。新市场是公司人员自己去走访，协会，会议，展会，网站；电子商务，网络工具宣传等。
- 提价看国内成本，供需态势，国际市场行情变化，国内环境影响，汇率变化后面也有提价预期（实际上已经着手；出口增速较快，提价动能较大，也是公司的主要利润增长点）。

第四，成本和价格：出口提价+内部挖潜

- 成本端：短期看，糖蜜价格依然在高位，但 4 季度毛利率应当不会比三季度低，原因在于三季度有一部分产能检修摊薄。
- 糖蜜价格持续高位，最大的问题是酒精企业抢资源，酒精企业在环保和税收方面有优势。虽然酵母企业的附加值更高，从经济效益而言，其他行业抢不过酵母行业。但目前小酒精厂较多，难以实现严格监控。
- 公司内部挖潜的能力很大，比如高糖酵母，今年吨成本下降了 1200 元/吨。替代性的原材料，比如玉米淀粉水解在睢县始终使用，为公司提供选择和后备。

第五，募投项目：组织架构调整开始；特种酶和 YE 产品是重要看点

- 募投项目主要是 YE 调味品和酶制剂；同时包括部分保健品。这对公司管理能力提出更高的要求。
- 目前组织架构调整已经开始：今年底和明年元月份对内部组织要调整，大致上进一步强化和完善内部的事业部制的体制。有的已经有事业部了，赋予更多的权利，能够在事业部内把发展业务的担子承担起来。事业部有多种类型，有的靠技术导向，有的市场导向；公司将成立不同类型的组织，根据业务的规律和特点开展工作。
- 保健品是终端，家庭酵母也是终端。这个不同交互模式没有矛盾，主要看组织架构和价值导向。已经开始，在未来把超市和卖场作为渠道，把不同类型最终消费者家庭使用的产品作为渠道建立。可能整合起来进入渠道，按照渠道设置。

第六，酶制剂

- 公司不会做大品种酶制剂，发展方向是特种酶制剂。也即小产品、高价格。
- 酶制剂的大众产品巨头是丹麦的诺维信和丹尼斯科，特种产品巨头是日本的天野。公司的战略导向更类似日本天野。概括而言，酶制剂业务的成长逻辑为：持续的研发能力和前瞻力---工业化能力---进口替代（切割市场）；技术达标和综合成本（效益）是产业化的前提。
- 公司是发酵领域的优势企业，向酶制剂领域（生化领域）拓展。知识产权上有 10 多种；未来计划，积累大量特种酶：几十种到上百种。

- 销售：医药中间体和前体企业，包括印度和国内，特种酶的针对性很强。全球，任何一个中间体，就 3-4 家企业，市场很好做。一家认可了，全球市场的 25%就很好做。总体而言，酶制剂的技术特征和销售针对性较强；技术领先性和 B2B 模式是短期内快速高盈利的基础。而客户的集中性，和特种酶的特性，使得我们倒是在这方面业务更为感兴趣了。

判断和建议

随着中期后通胀逻辑的到来，公司应当会开始表现。并且，长期看，公司的业务特点鲜明；酶制剂、YE、保健品都是不错的潜在发展点。我们依然认为很有价值；稳健性投资者可以继续潜伏。

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	351
营业成本	1066	1366	1694	1996	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	620	737	974	1155	应收账款	131	173	220	259
% 营业收入	36.8%	35.0%	36.5%	36.7%	存货	410	526	652	768
营业税金及附加	12	14	18	22	预付账款	44	54	67	79
% 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	970	1213	1467
% 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	23	21	8	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	392	518	682	其他非流动资产	792	792	792	792
% 营业收入	17.3%	18.6%	19.4%	21.6%	资产总计	2341	2861	3300	3596
营业外收支	19	20	20	20	短期贷款	490	568	408	0
利润总额	310	412	538	702	应付款项	487	572	709	836
% 营业收入	18.4%	19.6%	20.2%	22.3%	预收账款	30	32	40	47
所得税费用	11	49	70	91	应付职工薪酬	41	41	50	59
净利润	299	362	468	611	应交税费	14	38	53	68
归属于母公司所有者的净利润	210.2	317.0	408.9	533.3	其他流动负债	66	83	104	121
少数股东损益	89	45	59	77	流动负债合计	1128	1334	1365	1131
EPS (元/股)	0.69	1.04	1.34	1.74	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	535	726	912	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	1350	1381	1147
收回现金					归属于母公司	1041	1310	1658	2111
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	202	261	338
固定资产投资	-266	-421	-427	-332	股东权益	1197	1512	1918	2449
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2341	2861	3300	3596
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	0.687	1.037	1.337	1.744
银行贷款增加 (减少)	-178	78	-160	-408	BVPS	3.40	4.28	5.42	6.90
筹资成本	91	-71	-82	-88	PE	46.91	31.10	24.11	18.49
其他	145	0	0	0	PEG	1.29	0.85	0.66	0.51
筹资活动现金流净额	58	7	-243	-496	PB	9.48	7.53	5.95	4.67
现金净流量	45	121	57	84	EV/EBITDA	23.34	17.27	12.96	9.72
					ROE	20.2%	24.2%	24.7%	25.3%

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

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。