



安琪酵母（600298）：战略转型增业绩 市场上的高安全避险品种

——公司调研报告

近6月该股相对沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	306.05
实际流通A股（百万股）	271.40
实际流通A股市值（亿元）	98.55

研究员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研究员 李洁影

电话 025-83367888-3105

邮箱 jieying0112@sina.com

● 内容提要

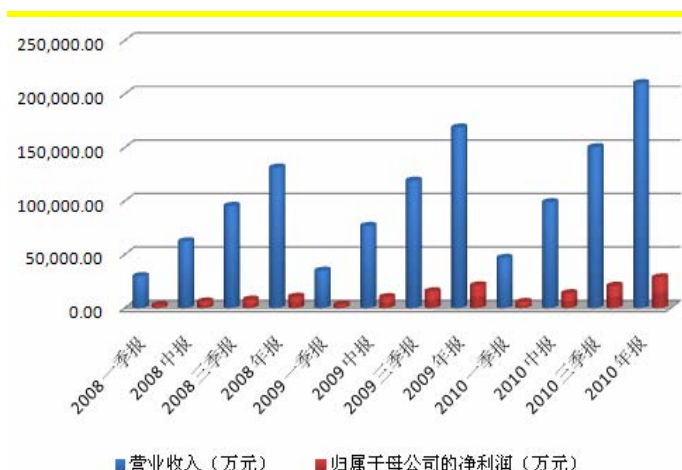
公司评级： 推荐

- 近期我们对安琪酵母进行了实地调研，对公司的生产经营和定向增发项目等情况与公司领导做了详细的沟通。
- 埃及动乱对公司项目没有实质性影响：由于之前埃及动乱给公司带来了一定的负面影响，造成股价下跌。公司已明确表示对其没有实质性影响，现随着埃及局势的稳定，项目进展顺利，能如期完成并达产。
- 2011年相对来说是公司较为困难的一年，但2012年公司业绩将现拐点：由于糖蜜价格上涨并在高位运行，给公司的成本带来了一定的压力，另外一方面，各增发项目预期都在今年年末以及明年上半年完成，将使得今年重在投入，明年才赢得收获期，今年的业绩趋于稳定。尽管如此，公司还是力争今年收入增速30%以上。
- 各增发项目是公司战略转型的关键，未来业绩的亮点所在：公司在酵母的传统领域是占据国内绝对的老大地位，其增长相对来说已较为平稳，而公司此次加大力度对衍生品的开拓，将成为公司未来业绩爆发性增长点，我们认为对公司的意义重大，是其战略转型的关键。
- 定向增发已提交证监会审批，若进展顺利5月底前可通过并实施：公司定向增发项目现已提交证监会审批，正在等候反馈意见。如果进展顺利今年五月底前可以通过并实施。尽管公司近期股价下跌给公司带来了一定的压力，但公司明确表示增发价格不会低于此前定的33.79元。
- 投资建议：我们预计公司2011、2012、2013年的EPS为：1.22元、1.79元、2.34元，对应PE分别为：30倍、20倍、15.6倍。考虑公司成长性与增发项目带来的利好，股价的安全边际较高，给予“推荐”评级。

一、酵母产品收入平稳增长，国内老大位置难以撼动。

公司2010 年实现营业收入21 亿元，同比增长24. 6%，近三年的复合增长率为26. 58%。归属于母公司的净利润2. 85亿元，同比增长35. 6%，近三年的复合增长率为65. 15%。其主营业务呈健康增长的态势，公司目标国内市场酵母领域增速20%，国外市场由于产能的限制，近几年增速有所放缓，但未来随着产能的释放将推动业绩的增长。

图1 公司营业收入与净利润情况



资料来源：南京证券研究所

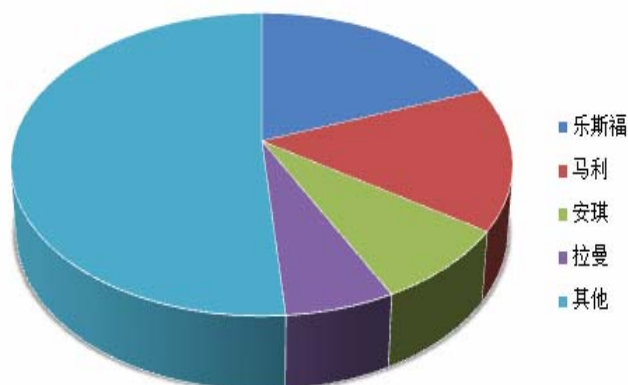
图2 公司营业收入与净利润同比增长情况



资料来源：南京证券研究所

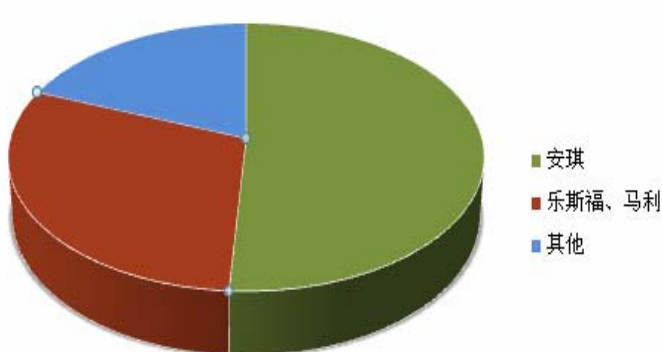
公司酵母产能在全球排名第三，而在我国属绝对的老大，其产能占国内总产能的50%以上，法国乐斯福、英联马利合计约占30%，基本呈现寡头垄断的市场，格局已稳定，新进入者由于建厂、技术等方面因素，很难形成威胁。另一方面，法国乐斯福、英联马利毕竟来自于海外，其在渠道、服务等方面无法与公司抗衡。因此，我们认为公司在国内酵母龙头的位置非常稳固，其他公司难以形成威胁。

图3 全球酵母产能分布



资料来源：南京证券研究所

图4 我国酵母产能分布



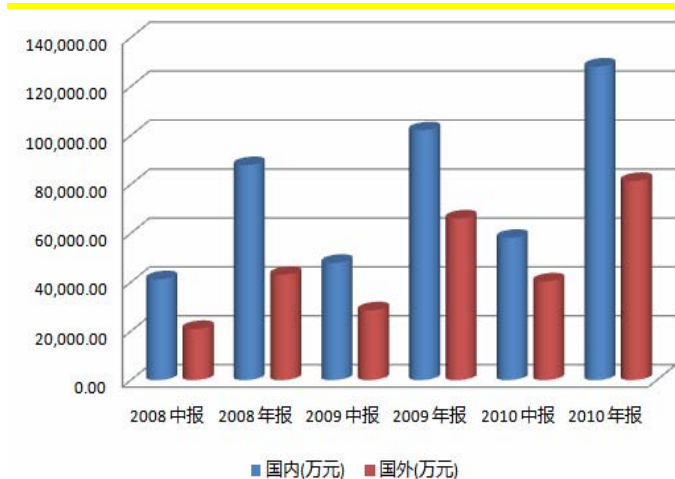
资料来源：南京证券研究所

二、公司在埃及项目进展顺利，此项目投产将为公司的海外市场高增长提供保证。

由于之前埃及动乱给公司带来了一定的负面影响，也是造成股价下跌的主要原因之一。自2月11日埃及总统穆巴拉克宣布辞职以后，埃及国内局势已趋于稳定。对公司的影响也已消除，目前已恢复正常施工。公司也明确表示，此次埃及动乱公司除了项目施工停止7天外，没有受到任何实质性影响。项目可以如期在今年12月完工并投产运行。而我们在现场已了解到，在埃及当地招聘的埃及员工现正在宜宾公司本部进行培训，他们将作为埃及公司的技术骨干成员在11月份回埃及公司。

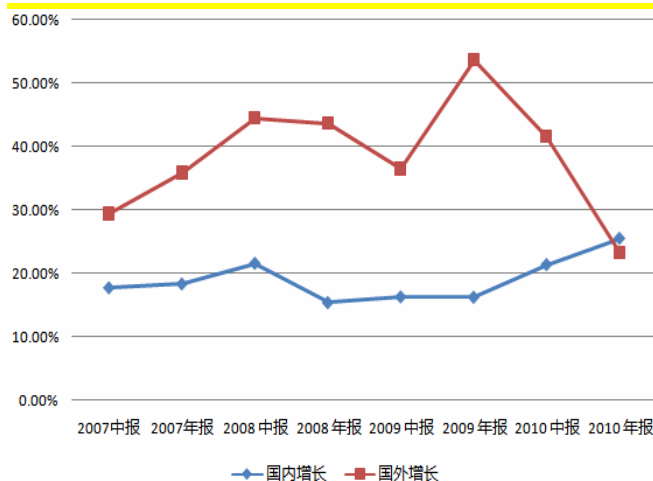
埃及项目我们认为给公司带来的收益是相当大的。埃及的项目辐射中东、北非市场，其市场需求量巨大，每年这些地区的酵母进口量达6万吨以上，2010年公司在这些地区的出口量已达2万吨左右，因此这个项目的产量预计能较快的被当地现有市场消化。另外一方面，此前公司酵母产品出口的毛利率低于内销的毛利率，而埃及项母的毛利率基本与国内相当，因此原先出口的酵母可以转为内销，对毛利率有一定的提升。

图5 公司国内与国外收入情况



资料来源：南京证券研究所

图6 公司国内与国外收入同比增长



资料来源：南京证券研究所

三、酶制剂、保健品等衍生品将成为新增长点，2012业绩拐点将现。

此次公司定向增发的项目中还包括新型酶制剂、生物复合调味料、复合生物饲料、生物保健品。我们此次调研也重点了解了下这些产品的目前运营情况。

公司的酶制剂现在已在中试车间小批量的生产，大概两百多吨的产量，售价约为3万/吨。公司所生产的特种酶市场上竞争基本是空白，利润率很高，而且其

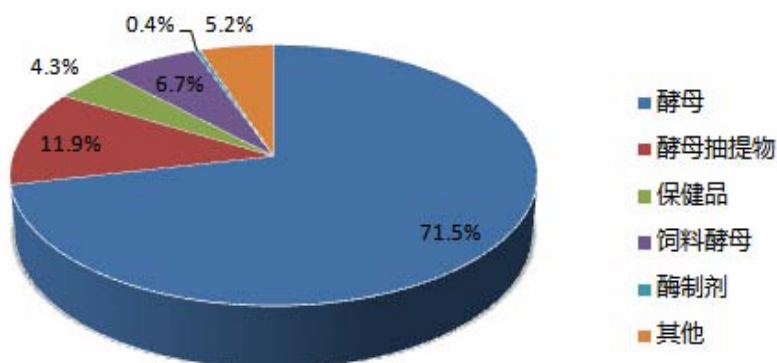
技术性和销售针对性都非常强，而提供技术服务这方面公司是非常有实力的，销售模式采用传统的B2B也是公司所擅长。这一部分产品我们认为销售不是问题，所以2012年7月达产后将给公司带来不错的收益。另一方面，我们认为由于公司在该领域的优势明显，酶制剂将成为公司战略转型的关键点。

生物复合调味料（主要为酵母抽提物YE）也是本次增发项目之一。味素2010年的情况是大概销售1万多吨，国外比率大概40%，国内市场大概占比60%。新增的1万吨产能将使得公司在调味料的产能翻番，目前公司产品主要销售给餐饮、及食品加工类企业，如康师傅、韩国农心等。随着居民生活水平的提高，调味料市场增长迅猛，近五年年均保持了20.72%的增速。公司依托原料优势和技术优势，开发出新型YE鸡精调味料，反应型YE调味料、风味型YE调味料、YE餐饮配料等产品将有很大的市场空间。

复合生物饲料方面公司主要生产的是饲料添加剂，供应给下游饲料企业和养殖企业的需要。公司2010年的销量约为1万吨，贡献收入1.6亿元，下游客户如山东六和、河南大用等。中国是饲料大国，2009年饲料总产量突破1.5亿吨，抗生素曾经作为饲料添加剂使用，但近年来，随着抗生素的危害越来越受公众关注，尽管目前我国还没有出台禁止使用抗生素的文件，但生物饲料添加剂替代抗生素已成为一个普遍的趋势。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。公司此次定向增发的项目将新增产能8000吨。

生物保健品2010年实现收入约为9000万元，目前的主导产品有酵母锌、酵母粉、酵母多糖胶囊等。公司从2000年开始做保健品的研发销售，但增长较为缓慢，我们认为这很大的原因是由于规模较小，公司并没有将其作为主营的重点来推广。但酵母类保健品其具备安全、绿色、健康的特点，市场上这类产品却是非常少，这对公司来说是优势所在。公司的弱势在于其营销能力欠缺，此前市场主要在西部，而且保健品这领域需要公司的营销方式从B2B转为B2C，这对公司也是一个不小的挑战。因此我们认为，几个项目中保健品是公司风险较大的一个项目，如果营销成功，凭借其好品质、高毛利率（80%），将是很好的看点。

图7 2010年公司各产品的收入占比大体情况



资料来源：南京证券研究所

表1 公司拟募投资项目情况

项目名称	预计投产期	达产年收入	达产年税后利润
年产 5,000 吨新型酶制剂生产项目	2012.07	16025 万元	4903 万元
年产 10,000 吨生物复合调味料生产线项目	2012.01	20800 万元	3194 万元
年产 8,000 吨复合生物饲料生产线项目	2011.12	15000 万元	2457 万元
生物保健食品生产基地项目	2011.12	31221 万元	2825 万元
埃及年产 15,000 吨高活性干酵母项目	2011.12	3611.34 万美元	523.2 万美元

资料来源：南京证券研究所

表2 公司产能扩张情况（单位：万元）

地点	2007	2008	2009	2010	2011E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊利	1.5	1.5	3.0	3.0	3.0
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
山东滨州	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左		0.9	2.0	3.5	3.5
埃及					1.5
合计	5.2	6.1	9.2	10.7	12.2

资料来源：公司公告

四、糖蜜价格已处高位，未来继续大幅上涨的可能性较小。

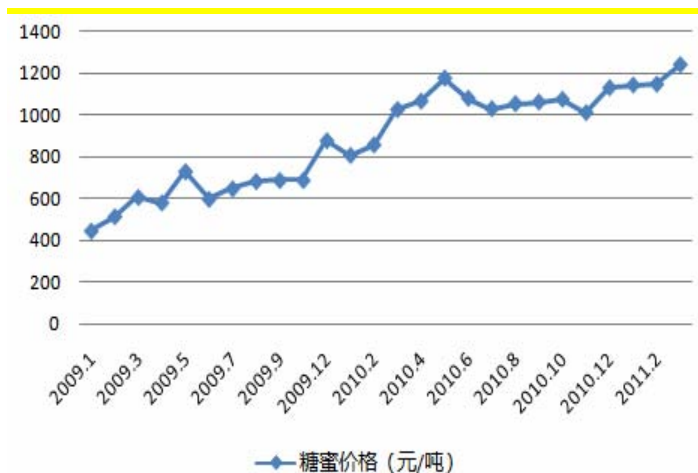
南宁地区糖蜜市场价格已从2009年年初的500元/吨上涨至1300元/吨。糖蜜在公司的生产成本中约占40%，因此价格上涨给公司带来了一定的压力，另外一方

面辅料如淀粉等约占成本的10%，其价格也迅猛增长，使得公司的毛利率从2009年四季度的38%下降到2010年四季度的30%。

公司与上游订货的方式一般是一年一签，甚至三年一签，因此今年的成本已经基本锁定。公司已于今年年初提价5%，预计今年的毛利率能保持33%的水平。

我们认为糖蜜价格已处于高位，随着国家对物价的调控进一步实施，价格继续大幅上涨的可能性较小。

图8 糖蜜价格近几年走势



资料来源：南宁（中国—东盟）商品交易所

图9 公司近几年单季毛利率变化



资料来源：南京证券研究所

五、定向增发发现已提交证监会审批，若进展顺利5月底前可通过并实施。

公司定向增发项目现已提交证监会审批，正在等候反馈意见。如果进展顺利今年五月底前可以通过并实施。尽管公司近期股价下跌给公司带来了一定的压力，但公司明确表示增发价格不会低于此前定的33.79元。如果股价进一步下跌，甚至跌到增发价格以下，那么公司的大股东、二股东也会申请参与，保证其增发价格不会低于33.79元。因此我们认为公司的股价安全边际较高，是当前市场上非常好的避险品种。

六、盈利预测主要假设

公司2011年计划实现营业收入28亿元，同比增长33%。我们对公司今后业绩的预测主要做如下假设：

1、国外市场受制于产能的限制，去年增速有所放缓，但随着去年年底广西崇左1.5万吨产能的投产及明年新增的埃及1.5万吨产能，以及公司凭借其服务、品牌、提价等优势，尤其是在酒精酵母产品上独特优势，我们假设在传统的酵母市场今后三年的销售收入年均增长约为30%。

2、酵母抽提物2011年-2013年增速为40%、40%、30%。

3、保健品2011年收入1.2亿元，2012年收入1.8亿元，2013年收入2.5亿元。

4、酶制剂带来的收入为2011年1200万元，2012年5000万元，2013年1亿元。

5、饲料酵母的2011-2013年收入的平均年增长率20%。

6、公司的毛利率收益于公司提价的影响，公司基本锁定2011年毛利率保持在33%，假设今后糖蜜价格不会大幅上涨，酵母衍生品开和埃及项目能带来毛利率的提升，2012年与2013年的毛利率为35%。

7、公司的所得税率为15%。

七、盈利预测

表5 各产品收入预测

单位：亿元	2010A	2011E	2012E	2013E
酵母	15.00	19.50	25.35	32.96
酵母抽提物	2.50	3.50	4.90	6.37
保健品	0.90	1.20	1.80	2.50
饲料酵母	1.40	1.68	2.02	2.42
酶制剂	0.08	0.12	0.50	1.00
其他	1.10	1.21	1.33	1.46
合计	20.98	27.21	35.90	46.71

资料来源：南京证券研究所

表4 利润表预测

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	168,634	210,098	272,100	358,970	467,083
营业成本	106,627	139,183	180,674	231,177	300,801
营业税金及附加	1,157	1,191	1,633	2,154	2,802
销售费用	19,990	21,119	21,768	28,718	37,367
管理费用	8,799	9,061	13,605	17,949	23,354
财务费用	2,863	3,984	4,000	4,000	4,000
资产减值损失	592	363	500	500	500
公允价值变动净收益	-66		0	0	0
投资净收益	611	189	0	0	0
营业利润	29,150	35,387	49,920	74,473	98,258
营业外收入	1,947	4,037	3,000	3,000	3,000
营业外支出	57	145	100	100	100
利润总额	31,040	39,279	52,820	77,373	101,158
所得税	1,109	5,704	7,923	11,606	15,174
净利润	29,931	33,575	44,897	65,767	85,985
少数股东损益	8,912	5,075	4,490	6,577	8,598
归属于母公司所有者的净利润	21,019	28,500	40,407	59,191	77,386
每股收益(元)	0.77	0.98	1.22	1.79	2.34

资料来源：南京证券研究所

八、风险提示

- 1、埃及局势恶化。
- 2、糖蜜价格继续上扬。
- 3、新项目未能如期达产。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计 6 个月内涨幅大于 30%；

推 荐：预计 6 个月内涨幅为 10%-30%之间；

中 性：预计 6 个月内涨幅为-10%- 10%之间；

回 避：预计 6 个月内涨幅为-10%及以下。