

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

2012：成本回落带来高弹性+增发项目纵横蓝海

事件描述

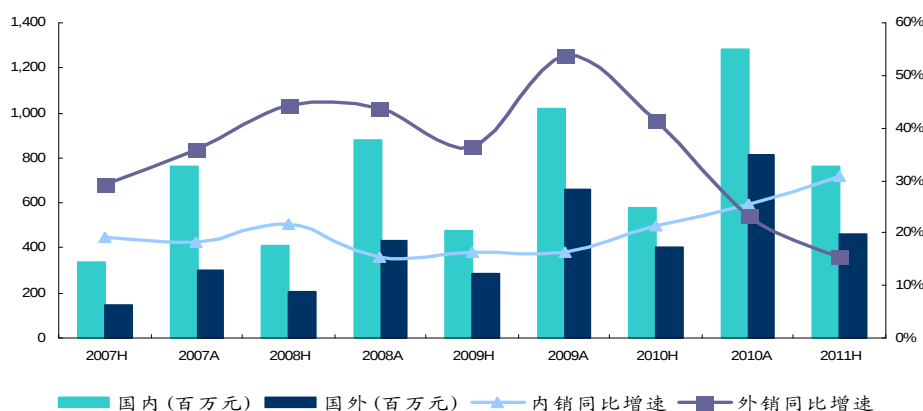
我们近期拜访了安琪酵母（600298），同公司领导以及各主要事业部负责人，就中报表现、上半年经营、公司内外部状况、行业等问题，进行了长时间的沟通，现将核心内容汇报如下。

事件评论

第一，中报低于预期主要来自出口减速和糖蜜价格高企

出口减速：去年上半年到3季度国外订单一直供不应求，但自去年4季度起国内毛利逐步超过国外，重心转向国内之后导致国际上订单丢失不少，今年以来产能逐步恢复传导到下游需要时间；另一方面，中东动荡影响显著，阿拉伯国家的局势不稳，对公司产品的出口造成不利影响，去年下半年开始至今影响收入1个亿。

图 1：公司主导产品出口增速已回落至 15%左右



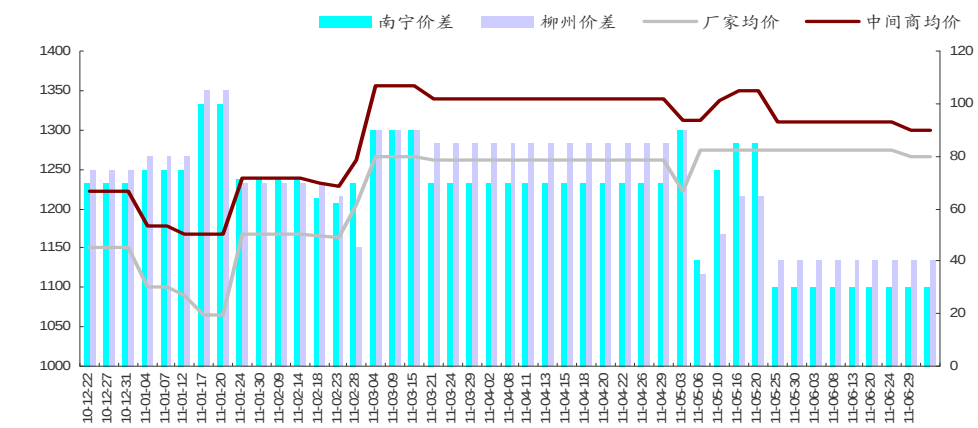
资料来源：长江证券研究部

食品安全问题：国内方面2季度的食品安全问题带来部分区域流通渠道的产品下架、食品加工企业减少生产，对公司的收入增长造成一定影响，预计产品下架之后再上架要有一个恢复过程，因此这应该是一个短期因素。

人民币持续升值：2011年中期人民币汇率较上年同期上涨4.75%，意味着同收口径下汇兑损益影响收入（毛利）约2000万元，这将导致出口议价能力受到显著制约。

糖蜜价格高位：去年均价在800左右；今年开盘1100多，现在1300多，中间最高1500，预计均价1200多。

图 2：南宁糖蜜现货价格已经呈现出高位回落的趋势



资料来源：长江证券研究部

人工工资&资本开支：今年渠道建设和事业部建设新招募员工每月 2000 元，一年几百万，相对影响不是很大。

第二，上半年出口任务基本完成，预计下半年增速会逐步恢复

今年全年的任务是 11.8 个亿（含税），上半年完成了一半（4.8 个亿左右），同比增长 15%，下半年大概有 7 个亿；实际上进出口事业部基本完成了上半年公司制定的目标，同时对完成全年目标依然很有信心。从 7 月份开始公司已经派出 5 个小组到主要出口国家与大经销商进行沟通，而出从市场反馈情况来看目前进展顺利。

上半年出口受阻的原因在于国内杂牌酵母低价出口，国际竞争格局日趋激烈，主要受损区域在中东和非洲（也门埃及阿尔及利亚等），估计下半年会有所好转。公司已经开始在传统优势区域——东南亚南亚加大拜访频度，同时考虑在某些有快速增长潜力的地区（南美的巴西哥伦比亚等）开拓市场，而对于中东北非公司一方面会提高主导品牌的价格，另一方面对质量要求不高的酵母会采取低价措施（即通过低端产品抢占市场，同时利用高端产品保证盈利）。

目前公司在国际市场的主要格局是：中东非洲（占比 40%以上）>东南亚南亚澳洲>美洲欧洲>俄语区>日韩。俄语区增长很快，尤其是俄罗斯体量很大，按照鲜酵母超过 10 万吨的规模今年预计可以做到 1000-2000 吨；由于欧洲需求以鲜酵母为主，因此公司在欧洲的重点主要放在抽离物上，预计下半年抽离物和新产品可以使得出口毛利率提升；公司的酿酒酵母在美国燃料乙醇市场上占据 30% 的市场份额，美国明年会提高汽油中燃料乙醇的添加比例，预计对于公司酿酒酵母的需求会进一步放大。

出口部现在约有 30 人，如果有需要则可以从其他部门调集人手。公司运作海外市场的主要思路为：东南亚依托中国（对其的考察频率会达到 4-5 次，按照国内的营销模式做），而中东和非洲则依托埃及中部，抽提物方面计划在欧洲建一个仓库。

之前国际市场的竞争主要是通过性价比夺取出口份额，一旦打开市场就会取得高速增长，接下来公司会重点在一个市场通过 2-3 个代理商各自发展不同品牌，另一方面在不同区域建立技术中心，同时对经销商加大资金支持。

第三，下半年计划进口糖蜜，我们预计明年国内糖蜜价格回落 200-300 元是大概率事件

由于公司的糖蜜采购周期是每年的 11 月份榨季开始到次年的 1、2 月份，因此今年下半年的糖蜜成本其实已经锁定，加权平均法下预计年化的国内糖蜜价格为 1200 元/吨而国外糖蜜到岸价 988 元/吨（含增值税）。由于主要的产糖大国巴西在报价上并无优势，因此造成国内与国外价格倒挂局面的主要原因是今年整个东南亚地区（泰国菲律宾印尼等）的增产，这也使得公司考虑下半年通过进口糖蜜抑制国内价格。

公司之前没有考虑进口糖蜜一方面因为价格的贴水，另一方面则来自国家在环保（需要生物认证+环保认证）和关税方面（以往国家对糖蜜进口征收 8% 的关税）的限制。今年进口糖蜜实施 0 关税而公司也即将拿到国家的环保认证，

因此我们预计最快到9月份公司即可进口第一批糖蜜。我们预计首批进口量应该不会很大，广西和宜昌估计各自在5万吨左右。

考虑目前国内糖蜜价格已经持续半年高位运行，伴随新榨季的临近以及潜在的价格抑制，我们判断现阶段应该是两年糖蜜高位的末端，明年回落200-300元应该是大概率事件。由于糖蜜价格在公司成本构成中的比重逐年加大，作为原材料占比较高的产业之一，若糖蜜价格回落将为公司业绩的提升带来较明显弹性，我们针对糖蜜价格的下行结合产量的释放进度分情景对2012年公司的EPS(摊薄后)进行了模拟，如下表所示我们认为最有可能的情况是年化产量14.5万吨的情况下糖蜜价格回落200-300元的EPS区间为1.57-1.60元。

表 1: 2012 年 EPS 模拟 (基于糖蜜下行&产能释放)

		糖蜜价格变动 (元/吨)					
		100	0	-100	-200	-300	-400
年化产量 (酵母+YE/万吨)	13.5	1.38	1.41	1.44	1.47	1.50	1.53
	14.0	1.43	1.46	1.49	1.52	1.55	1.58
	14.5	1.47	1.51	1.54	1.57	1.60	1.63
	15.0	1.51	1.54	1.58	1.61	1.64	1.68
	15.5	1.56	1.59	1.63	1.66	1.69	1.73
	16.0	1.61	1.64	1.68	1.71	1.75	1.78

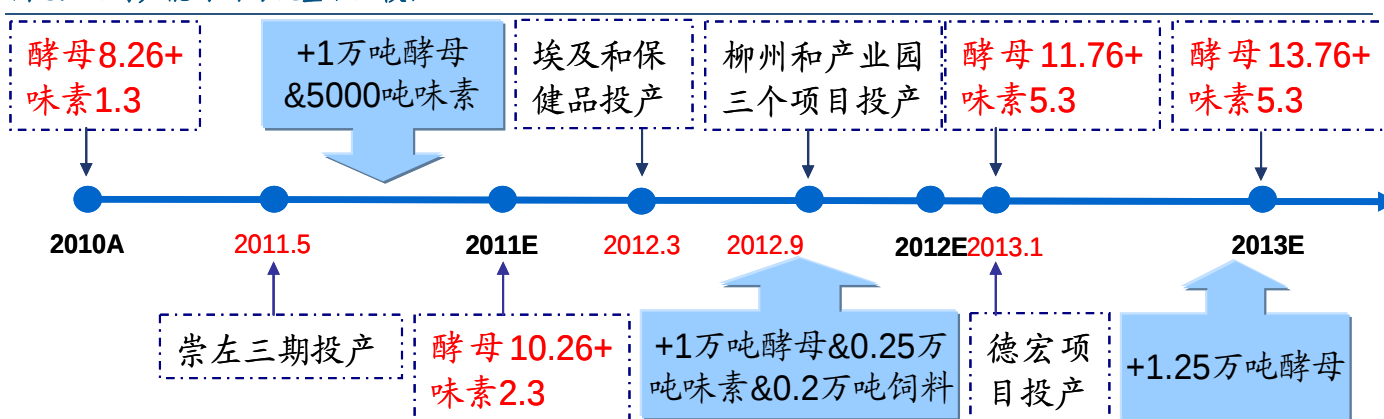
资料来源: 长江证券研究部

第四, 2011 和 2012 年年化产量增速分别为 20%和 25%, 2015 计划收入 60 亿

新增产能方面公司今年5月崇左三期(+1.5万吨酵母&8000吨味素)已经投产, 加上宜昌本部扩建的5000吨酵母和2000吨味素预计今年年底公司的总产能可以达到12.56万吨(干酵母10.26万吨)。

埃及方面(1.5万吨酵母产能)预计明年上半年(争取一季度)可以投产; 而柳州的2万吨产能预计今年年底之前动工从而明年10月份左右投产; 德宏方面(+2万吨干酵母)预计13年1月投产; 而生物产业园方面, 第一个项目(保健品)3月份投产, 其他三个项目将会在6-9月份陆续投产。据此推算, 2012年底和2013年底公司的总产能分别为18.56万吨和20.56万吨(其中干酵母分别为11.76万吨和13.76万吨)。

图 3: 公司产能时间与放量配比模拟



资料来源: 长江证券研究部 (空心框中标示产能, 实心框中标示产量)

表 2: 公司产能分类和投放进度

	2010A		2011E		
	酵母	调味品	酵母	调味品	饲料添加剂
宜昌本部	2	0.5	2.5	0.7	-

新疆伊犁	2.5	0.8	2.5	0.8	-
内蒙古赤峰	0.8	-	0.8	-	-
河南睢县	0.3	-	0.3	-	-
山东滨州	0.66	-	0.66	-	-
广西崇左	2	-	3.5	0.8	0.2
埃及	-	-	-	-	-
宜昌生物产业园	-	-	-	-	-
广西柳州	-	-	-	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-
合计	8.26	1.3	10.26	2.3	0.2
YoY (%)			24.21%	61.54%	100%

资料来源：长江证券研究部

续表 2：公司产能分类和投放进度

	2012E					2013E				
	饲料添					饲料添				
	酵母	调味品	添加剂	酶制剂	保健品	酵母	调味品	添加剂	酶制剂	保健品
宜昌本部	2.5	0.7	-	-	-	2.5	0.7	-	-	-
新疆伊犁	2.5	0.8	-	-	-	2.5	0.8	-	-	-
内蒙古赤峰	0.8	-	-	-	-	0.8	-	-	-	-
河南睢县	0.3	-	-	-	-	0.3	-	-	-	-
山东滨州	0.66	-	-	-	-	0.66	-	-	-	-
广西崇左	3.5	0.8	0.2	-	-	3.5	0.8	0.2	-	-
埃及	1.5	-	-	-	-	1.5	-	-	-	-
宜昌生物产	产值 3-5					产值 3-5				
业园	-	1	0.8	0.5	亿元	-	1	0.8	0.5	亿元
广西柳州	-	2	-	-	-	-	2	-	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-
合计	11.76	5.3	1	0.5	亿元	13.76	5.3	1	0.5	亿元
YoY (%)	14.63%	130%	400%	100%	-	17.01%	-	-	-	-

资料来源：长江证券研究部

第五，增发项目实施进度确定性较高，未来多个细分子行业一片蓝海

针对市场上较为关心的增发预案预计募投项目的实施进度，由于密切关系明后两年公司的业绩释放，我们特以投放进度、上半年情况、未来规划、主要看点和细分子行业竞争格局等将其汇总如下，供投资者参考：

表 3：增发项目概况汇总

项	投放进度	上半年情况	未来规划	主要看点	细分子行业竞争格局
酶	今年 10 月份				
制	土建，明年 9	收入 1800 万	募投达产后年收入	贡献在 2013 年；关键在于	诺维信以普通酶为主，公司在特种
剂	月份投产		在 2 亿+	后续中试酶种的研发能否	酶方面的竞争对手是天野；卤酸脱
				持续跟进	卤酶国内独此一家

动物营养	预计明年 9-10 月份投产	收入增速 34%，4700 万	去年 1 亿 6，今年计划 2.2 亿，增速一般保持到 26%以上；12.5 规划 6-8 亿	面向终端的渠道转型能否成功；产品方面酵母硒已经比较成功，未来看酵母替代血浆蛋白的推广	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
YE	预计明年 9-10 月份投产	收入 1 个多亿（国内外），国内增长 11%，国外增长 30%左右	去年 2.5 个亿，今年计划 3.5 到 4 个亿；12.5 规划 7.5 个亿	由 YE 原料向 YE 调味品的转型（B2B 向 B2C）以及相应的后续渠道铺设	乐斯幅有 5000 吨，马利还在摸索，甘化有一部分（做不成高档味素），公司用酵母做（I+G 可达 17%）
保健品	明年上半年投产	收入增速 25%，5000 万	去年 9000 多万，今年计划 1.2 个亿；12.5 规划 4 个亿	销售的改善，重点在费用率的下降	国内主要对手是汤臣倍健，前者给经销商 2-4 折，公司只能给 4-7 折

资料来源：长江证券研究部

第六，盈利预测和投资建议

- 我们认为今年公司实现年初 28 亿元的收入规划有一定难度。因此我们略微调整公司 2011 年的盈利预测，2012 年暂不做调整。预测 2011-2013 年公司 EPS（不摊薄）为 1.16 元、1.73 元和 2.04 元；摊薄（2400 万股新增）为 1.08 元、1.61 元和 1.89 元。
- 我们认为，通过收入方面的主观、客观分析，公司产品的市场在逐步打开，所应当加强的是国内外市场的销售配置。原材料方面，糖蜜价格下降的概率较大。产能储备和投放，新产能盈利能力都较强。这些将构成明年公司增长的动能。

我们认为中报基本反映可预见的期间内，公司的负面情形。后续改善的概率更大。我们维持对于行业和公司的看好，维持推荐评级。建议积极参与增发。

附注：2010.7.20-7.25 安琪联合调研部分问题汇总

成本方面：

Q：埃及糖蜜多少钱？

A：去年的时候是 1300 多元/吨，现在降到 1100 多元/吨。

Q：巴西的糖蜜价格？

A：澳洲给菲律宾 1300 美金 巴西很多糖厂不生产糖，生产燃料乙醇 现在玉米生产酒精 8000 元/吨 燃料乙醇酒精纯度更高（相比食用酒精）

Q：公司糖蜜的采购制度？

A：糖蜜上半年基本上要采购完（去年 11 月份采购的糖蜜一直到次年 1-2 月份），公司用的是加权平均法 国内糖蜜价格 1200 多 国外糖蜜到岸价 988（含增值税）

Q：酵母的糖蜜来源概况？

A：糖来自于甘蔗（广西云南）和甜菜（东北新疆），葡萄糖不结晶，糖蜜占糖转化率 3.5-4%，是糖的副产品，跟白糖价值相差比较大，糖分在 48%左右，按照糖分算是 2000 元，白糖是 5000-7000 元。目前有替代物，玉米淀粉，但是成本较高，目前糖蜜是做酵母过程中最低廉的，公司在山东西王采购过葡萄糖母液，在加工过程中富余的卖给公司。

Q：关于糖蜜进口的进展？

A：跟几个糖蜜大的用户都有沟通，以前进口有限制（环保没有达标，还有一个是国家对糖蜜实行 8%关税），今年开

始糖没有放松，但是对于糖蜜是 0 关税，目前糖蜜到南方到岸价 130 没有（+关税+运费），只有 800 多元，+17% 的增值税也是 980 多元，目前糖蜜价格已经在往下降。

Q: 下一榨季糖蜜价格？

A: 甜菜披露信息已经出来（新疆方面有 30% 左右）。糖运网上面应该可以查到 但甘蔗的信息还没出来 从种植的面积上来看应该比较乐观。直接影响糖蜜价格的应该是糖产量而不是糖价，泰国等东南亚什么的糖蜜的价格比较便宜，因为当地增产，泰国、菲律宾、印度尼西亚都是中国进口的，糖价高产量就高，糖蜜就多。

Q: 跟糖厂的采购和结算？

A: 分长期和短期。长期签订合同保证量的供应安全，价格有些公司一年敲一次价，有些是 1-2 个月敲定一次价，有些一单一价，长期的量是在 80% 以上。长供单定价是双方共同约定（参考市场行情，是否采购公司说了算）。

十二五规划：

Q: 未来如何规划？

A: 从酵母大公司到生物大公司，12.5 规划 60 个亿，2013 年 15 万吨产能。

Q: 竞争对手新上产能？

A: 乐斯幅在来宾有 1w 吨，马利在哈尔滨有 8000 吨在建。

分产品：

Q: 酶制剂

A: 现在有四家客户。卤酸脱卤酶现在 1 千吨，明年需求量会到 3 千吨，公司设计产能也是 3 千吨，未来可以贡献收入 1 个亿，独此一家；核酸酶自用 4800 万，预计收入有 1 个亿。现在中试 6-7 种酶，明年投产就会有 10+ 种，下游用途是制药+饲料+食品。

Q: 味素

A: 先往餐饮方面走，再逐步推广开来，现在看效果还可以；YE 主要供应大的工业用户。味素之前都是方便面等，现在在很多大客户，如酱油厂和调味品厂都用公司的味素。

Q: 复合调味料

A: 单一产品呈现复合味道，很多产品出口到欧盟（英联邦国家有用作营养品）。乐斯幅有一部分，马利还在做，甘化有一部分（做不成高档味素），公司用酵母做（I+G 可达 17%）。YE 出口均价有 4-8 万元/吨，酵母 1.5-2w/吨。公司现在 2.1 万吨味素，加柳州也是 4 万吨，乐斯幅据说 1 万吨里面有 5000 吨，马利还在摸索。

Q: 生物饲料

A: 改善动物体内的菌群，提供动物成长过程中所需蛋白，第三可以提供免疫功能 现在以酵母形态（细胞壁）在做只有安琪一家。

Q: 保健品

A: 去年 9000 多万，四川湖北湖南一些地域市场，今年除了新疆西藏之外都覆盖。如果做得好的话公司会加到广告投入，去年只有盈亏平衡点。未来规划药店+网上（专门成立一个部门）+婴童渠道。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2101	2726	3630	4084	货币资金	167	273	363	408
营业成本	1392	1840	2359	2654	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	709	886	1270	1429	应收账款	179	204	271	305
% 营业收入	33.8%	32.5%	35.0%	35.0%	存货	477	700	897	1009
营业税金及附加	12	15	21	23	预付账款	131	73	94	105
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	211	275	381	429	流动资产合计	971	1263	1643	1849
% 营业收入	10.1%	10.1%	10.5%	10.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	91	109	145	163	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	40	53	57	51	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.0%	1.6%	1.2%	固定资产合计	1806	2107	2396	2570
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	101	96	91	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	36	36	36	36
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	354	433	666	763	其他非流动资产	-28	-28	-28	-28
% 营业收入	16.8%	15.9%	18.4%	18.7%	资产总计	2934	3512	4177	4552
营业外收支	39	45	30	30	短期贷款	602	762	786	474
利润总额	393	478	716	833	应付款项	251	286	367	413
% 营业收入	18.7%	17.5%	19.7%	20.4%	预收账款	31	27	36	41
所得税费用	57	69	107	117	应付职工薪酬	35	55	70	79
净利润	336	408	609	717	应交税费	-6	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	17	22	29	32
的净利润	285.0	355.9	530.0	625.1	流动负债合计	930	1154	1289	1041
少数股东损益	51	53	79	92	长期借款	429	429	429	429
EPS（元/股）	0.93	1.16	1.73	2.04	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	28	28	28	28
经营活动现金流净额	349	479	640	842	负债合计	1386	1610	1746	1497
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1447	1749	2200	2731
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	153	232	323
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1547	1902	2432	3055
固定资产投资	-322	-427	-436	-341	负债及股东权益	2934	3512	4177	4552
其他	-21	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-343	-427	-436	-341		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.931	1.163	1.732	2.043
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.73	5.72	7.19	8.92
银行贷款增加（减少）	516	161	23	-311	PE	5.06	4.05	2.72	2.31
筹资成本	107	-107	-137	-144	PEG	0.17	0.14	0.09	0.08
其他	-560	0	0	0	PB	1.00	0.82	0.66	0.53
筹资活动现金流净额	63	54	-113	-455	EV/EBITDA	4.35	3.82	2.62	1.96
现金净流量	69	105	90	45	ROE	19.7%	20.3%	24.1%	22.9%

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

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。