

安琪酵母 (600298.SH) 食品饮料

产能进入集中释放期，成本压力缓解在望

公司动态研究

◆公司是具有较高科技壁垒的行业龙头企业：

公司是国内产能第一、全球产能第三的专业从事酵母类生物技术产品生产、经营及相关技术服务的企业，目前公司产能达到 10.6 万吨，市场占有率高达 50% 以上，处于绝对的龙头地位。酵母企业核心竞争力在于菌种培育，菌种质量在很大程度上限定了目标蛋白的表达活性和表达丰度，国内外均有大型企业试图进入酵母工业化生产行列，但是最终都因为酵母培育不达标而放弃。公司常年对科研的不断投入和研发，使得公司在新品研发和产品质量上都位于世界领先水平。

◆公司产能进入密集释放期，传统酵母和酵母深加工业务同步扩张：

公司规划到 2015 年总产能在现有基础上翻番到 20 万吨，按照公司的产能计划，2012 年和 2013 年将是公司产能的密集释放期，分别达到 16.7 万吨和 18.7 万吨。未来公司的发展重点是“稳步传统酵母业务，重点扩展酵母深加工业务”。随着人们生活水平提高和对食品安全问题的日益重视，酵母在现代烘焙和传统面食的需求被逐步释放，我们保守估计我国传统酵母业务的空间约在 20 万吨。除此之外，公司将酵母产业链扩展到酵母深加工业务，其生物饲料、YE 抽提物和保健品等市场空间巨大，行业处于起步阶段，未来公司会随着行业的快速增长而分享高成长，成为利润新的增长点。

◆毛利率触底回升：

公司上半年毛利率为 31.8%，较 2010 年 33.8% 的毛利率下滑 2 个百分点，毛利率的下滑主要来自于成本的冲击。我们预计随着新榨季糖蜜价格的下滑和公司申请的 10 万吨糖蜜进口配额，会促使明年公司原材料成本出现下降，我们通过做敏感性分析得出，糖蜜价格每下降 100 元/吨，则会提升毛利率 2.15 个百分点。

◆盈利预测及投资建议：

据测算，公司 2011 年、2012 年和 2013 年营业收入分别为 26.32 亿元、32.78 亿元和 42.12 亿元，净利润分别为 3.25 亿元、4.75 亿元和 6.26 亿元，对应的 eps 分别为 1.06 元、1.55 元和 2.05 元。我们选取 A 股市场上食品板块中的黑牛食品、洽洽食品、三全食品和双塔食品作为可比对象，按其平均估值给予公司 2011-2013 年同等估值，对应股价为 38.75 元，给予“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,686	2,101	2,632	3,278	4,212
营业收入增长率	28.60%	24.59%	25.28%	24.55%	28.50%
净利润（百万元）	210	285	325	475	626
净利润增长率	101.15%	35.59%	13.86%	46.49%	31.72%
EPS（元）	0.69	0.93	1.06	1.55	2.05
ROE（归属母公司）	20.20%	19.70%	18.81%	22.66%	24.49%
P/E	52	38	34	23	17
P/B	11	8	6	5	4

买入（维持）

当前价/目标价：29.74/38.75 元

目标期限：6 个月

分析师

石磊 (执业证书编号：S0930511010009)

021-22169154

shilei@ebscn.com

联系人

于青青

021-22169165

yuyq@ebscn.com

市场数据

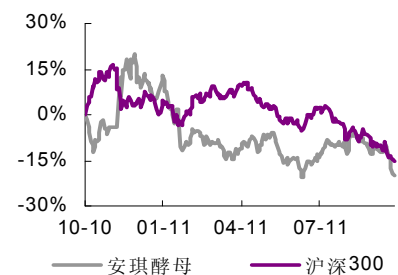
总股本(亿股)：3.06

总市值(亿元)：117.78

一年最低/最高(元)：31.00/48.95

近 3 月换手率：23.53%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.64	10.29	-4.84
绝对	-9.98	-6.68	-20.05

相关研报

产业链一体化推动业绩高增长

.....2011-01-23

龙头地位稳固，产业链一体化促发展

.....2010-11-17

投资要件

关键假设

公司 2015 年总产能在现有基础上实现翻番达到 20 万吨；公司的酵母深加工领域扩展顺利进行，毛利率随着原材料价格的下降和产品结构的调整回归至正常水平，随着公司规模化和精细化的管理逐步推进，期间费用率保持稳定略有下降。

我们区别于市场的观点

市场认为，酵母生产是一种传统工艺，科技含量不高，容易快速扩张造成市场竞争激烈，从而降低公司盈利水平。我们认为，酵母虽然自古就有，但是工业化、规模化酵母生产具有较高的技术壁垒，菌种培育是酵母企业的核心竞争力，菌种质量在很大程度上限制了目标蛋白的表达活性和表达丰度，其中表达活性决定了这个蛋白是否有效，而表达丰度决定了该蛋白是否可以工业化生产，国内外均有过大型企业试图进入酵母工业化生产行列，但是最终都因为酵母培育不达标而放弃，所以规模化生产高品质酵母并非可以一蹴而就，而是需要长期科研投入和资金投入的，所以短期内不可能存在市场高度竞争情况，从而能保证公司获得较好的盈利能力。

同时，市场担心中东动荡的局势会对公司海外业务产生较大影响。而我们认为，中东动荡的局势固然会对公司海外业务产生较大影响，但是也帮助公司将销售重点从国外转变到国内，开始扩大国内市场，而目前国内市场酵母业务的毛利率高于海外市场，所以扩大国内市场业务还能进一步提高综合毛利率，除此之外，公司还对产品结构进行了调整，在稳定原有传统酵母业务的基础上，开始重点开拓酵母深加工业务，酵母深加工业务在我国还处于起步阶段，我们认为未来公司将会分享酵母深加工市场的盛宴。

股价上涨的催化因素

公司产能扩张顺利进行，糖蜜价格如期回落促使公司毛利率恢复至正常水平。

估值和目标价格

我们选取 A 股市场上食品板块中的黑牛食品、洽洽食品、三全食品和双塔食品作为可比对象，其 2011-2013 年平均估值为 35 倍、25 倍和 19 倍，我们按其平均估值给予公司 2011-2013 年同等估值，对应股价为 38.75 元，给予“买入”评级。

投资风险

糖蜜价格超预期上涨；酵母深加工业务市场扩张低于预期。

目 录

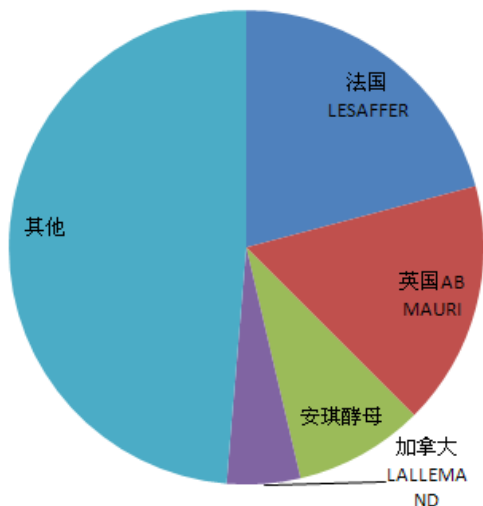
一、技术壁垒显著的酵母龙头企业.....	4
二、公司拥有完整的酵母产业链.....	4
2.1、具有丰富营养的唯一食品类微生物	4
2.2、产业链完整覆盖酵母及其深加工领域	5
2.3、传统酵母业务空间约在 20 万吨	6
2.4、生物饲料市场空间巨大	7
2.5、酵母提取物将会成为未来鲜味剂市场的主力军	8
2.6、保健品将会成为未来重要利润增长点	9
三、步入前景广阔的酶制剂行业.....	9
四、“十二五”期间产能翻番达 20 万吨.....	10
五、毛利率触底回升.....	11
六、收入及盈利预测.....	12
6.1、公司收入稳步增长	12
6.2、期间费用率保持稳定	13
七、估值与股价催化剂.....	14
7.1、相对估值	14
7.2、绝对估值	14
7.3、股价催化剂	15
八、风险分析.....	15

一、技术壁垒显著的酵母龙头企业

公司是国内产能第一、全球产能第三的专业从事酵母类生物技术产品生产、经营及相关技术服务的企业,目前公司产能达到 10.6 万吨,市场占有率高达 50% 以上,处于绝对的龙头地位。

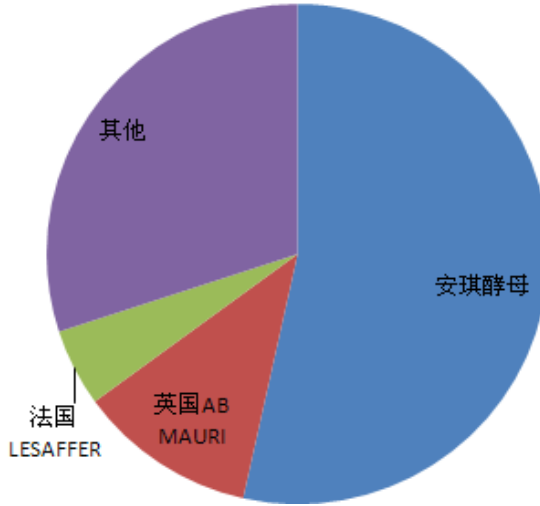
酵母是人类年利用量唯一超百万的微生物,2010 年全球酵母产量约在 300 万吨,其中干酵母的产量占到 120 万吨。酵母企业无论在全球范围还是在我国国内都处是一个高集中度行业。从全球范围来看,全球最大的四家酵母生产企业分别是法国的 LESAFFER (25 万吨)、英国的 AB MAURI (20 万吨)、中国的安琪酵母 (10.6 万吨) 和加拿大的 LALLEMAND (6 万吨),总产量占据了 50% 的市场份额。而在我国,酵母企业的集中度更高,2010 年国内酵母的产能约为 20 万吨,而安琪酵母一家就已经占据到 53% 的份额,此外英国的 AB MAURI 和法国的 LESAFFER 在我国的产能分别为 2.3 万吨和 1 万吨,占据中国市场份额的 16.5%。

图 1: 四大企业占据全球 50% 的干酵母市场份额



资料来源: 光大证券研究所

图 2: 安琪酵母国内市场占有率超 50%



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

全球和国内都出现了酵母行业集中度高的情况,主要原因是因为该行业的进入壁垒较高。高进入壁垒主要来自于技术方面,菌种培育是酵母企业的核心竞争力,菌种质量在很大程度上限定了目标蛋白的表达活性和表达丰度,其中表达活性决定了这个蛋白是否有效,而表达丰度决定了该蛋白是否可以工业化生产,国内外均有过大型企业试图进入酵母工业化生产行列,但是最终都因为酵母培育不达标而放弃。公司常年对科研的不断投入和研发,使得公司在新品研发和产品质量上都位于世界领先水平。目前公司员工中 80% 以上是专业技术人员,同时外聘 5 名国外专家和 36 名国内专家为技术顾问,除此之外,公司还拥有国家级技术中心、博士后科研工作站和国家认可实验室 (CNAS) 等高层次研发平台。

二、公司拥有完整的酵母产业链

2.1、具有丰富营养的唯一食品类微生物

酵母是营养丰富、安全微生物。在我国颁布的 GB2760-2011 使用标准附录中,清楚的把酵母划分为食品,成为了食品分类中唯一的微生物,具有“三低四优”

的特点，即低脂、低糖、低热量，不含胆固醇，含优质完全蛋白质、优质维生素、优质丰富矿物质和优质膳食纤维。美国著名的营养学家阿德勒·戴维斯在她所著的《吃的营养科学观》一书中，极力推荐大家服用酵母，她将酵母视为补充多种营养素和减肥塑身的佳品；另一位美国医学博士亨利·G·比勒在其《食物是最好的医药》书中，也将酵母列为最好的医药，是天然的解毒剂，鼓励人们在日常生活中多食用酵母。

表 1 酵母含有丰富的营养成分

酵母所富含的营养成分	
优质蛋白质	含完整的 8 种人体必须氨基酸，而且其组成的氨基酸构成比例与人体所需必须氨基酸比例非常接近。 1KG 干酵母相当于 5KG 大米，2KG 大豆或 2.5KG 猪肉的蛋白质
完整的天然 B 族维生素	人体所需的 B 族维生素都含有，且含量比例适合人体需要，并且以磷酸酯形式存在，能充分被人体吸收和利用
人体必需矿物质	铁、锌、硒、铬、锰等，且生命结合态形式存在，非常便于人体吸收利用

资料来源：光大证券研究所

2.2、产业链完整覆盖酵母及其深加工领域

公司目前主营业务分为传统酵母业务和酵母深加工业务两大类，其中传统酵母业务包括烘焙酵母和酿酒酵母两类，其营收占总营收的 70%，利润贡献在 72% 左右，深加工业务包括味素（YE）、生物饲料、保健品等产品，目前仍处于发展初期，规模较小，营收占比约 23%，而利润贡献约为 23% 左右。

图 3：2010 年公司营业收入结构

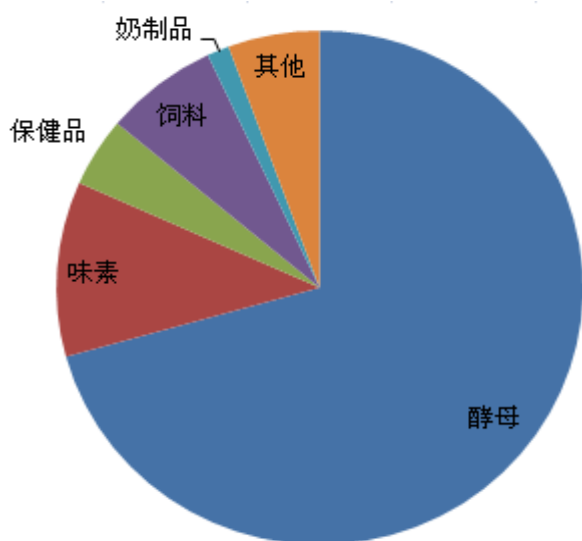
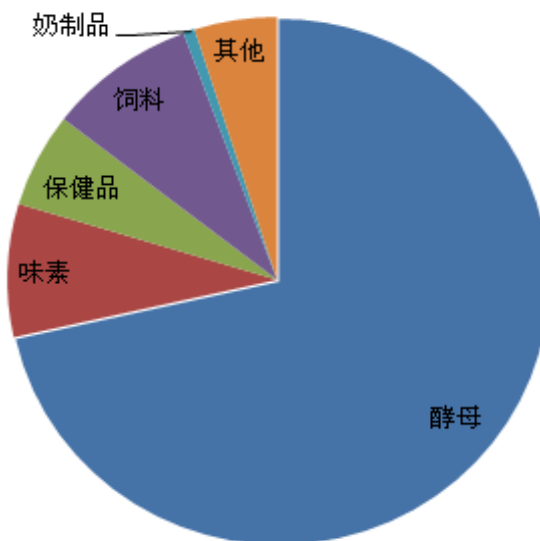


图 4：2010 年公司营业利润结构

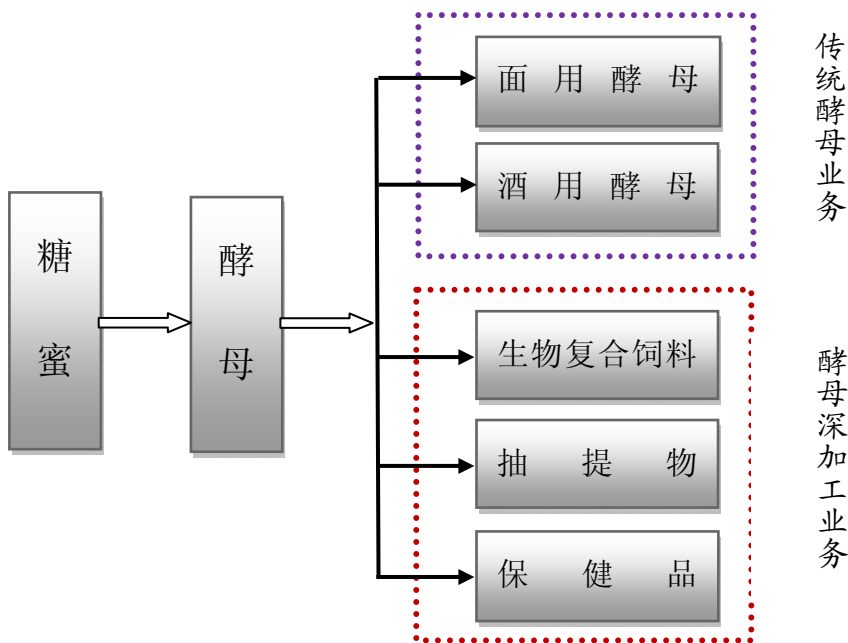


资料来源：公司公告，光大证券研究所

资料来源：公司公告，光大证券研究所

公司未来的发展重点在于“稳步发展传统酵母业务，大力开拓酵母深加工领域”。公司采用定增方式，以 34.5 元/股发行 2410 万股，募集资金 8.3 亿元用于 5 个项目的投入，其中 43% 的资金用于酵母深加工业务，35% 的资金用于传统酵母的海外扩张，22% 的资金用于酶制剂的研发。

图 5：公司产业链情况



资料来源：光大证券研究所

表 2 公司定增项目

	项目	拟投入募集资金
1	年产 5,000 吨新型酶制剂生产线项目	17,400
2	年产 10,000 吨生物复合调味料生产线项目	14,200
3	年产 8,000 吨复合生物饲料生产线项目	7,800
4	生物保健食品生产基地项目	12,200
5	埃及年产 15,000 吨高活性干酵母项目	28,534.8
	总计	80,134.8

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、传统酵母业务空间约在 20 万吨

随着人们生活水平提高和对食品安全问题的日益重视，酵母在现代焙烤和传统面食的需求被逐步释放，我们保守估计我国传统酵母业务的空间约在 20 万吨。

从西式面点来看我国酵母发展空间主要来自于我国人均消费量的提升。06 年

我国面包人均消费量为 1.2kg，按照当时 5 亿城镇人口消费来计算，也仅有 3.2kg，而与中国饮食习惯相近的日本面包人均消费量为 10kg，台湾人均面包消费量为 9kg。按照面包 1% 的添加量，我们保守认为未来中国人均面包达到 8kg，则需要酵母 10.96 万吨。

从我国传统面食方面来看，自留老酵和泡打粉发酵过程中引发的不健康问题越来越凸显，而酵母将会以其安全性和营养性逐步替代自留老酵和泡打粉。2010 年面粉销量为 6110 万吨，其中 30% 用于我国馒头、花卷等传统面食的制作，而传统面食需要添加酵母量在 0.5%，则需要酵母量为 9.17 万吨。

表 3 酵母和传统发酵方法的优劣

发酵方法	发酵原理	优缺点
酵母	在适宜的条件下，产生大量的二氧化碳气体，使面团呈蜂窝状结构，疏松而富有弹性	加快面团的发酵速度，增加发酵食品的风味，提高发酵食品的营养价值
化学膨松剂发酵	1. 碱性膨松剂：在一定温度下在面团中缓慢分解，释放出二氧化碳，使面团膨胀； 2. 复合膨松剂：由碱剂、酸剂与填充剂混合而成，在加热的面团中，酸和碱会发生反应释放二氧化碳	1. 破坏食物中某些营养成分如维生素等； 2. 部分化学膨松剂含有铝，铝与老年性痴呆症有密切关系，同时也减退记忆力和抑制免疫功能，阻碍神经传导
老面发酵	靠来自空气中的野生酵母和各种杂菌（主要是乳酸菌等）的发酵作用，使面团膨胀	1. 产酸细菌较多导致面团产生不良酸味，需要加碱中和，但加碱量很难控制； 2. 碱和面粉中的黄酮色素结合，是面粉发黄，加碱会破坏面团中的 B 族维生素等营养成分； 3. 老面发酵时间长，费时费力且不卫生

资料来源：光大证券研究所

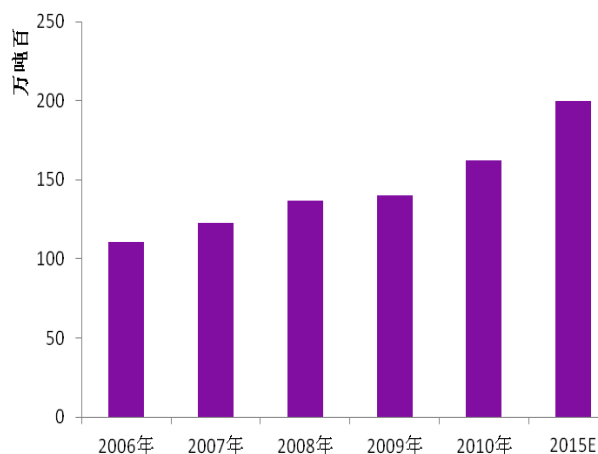
2.4、生物饲料市场空间巨大

动物性食品安全首先是饲料的安全，抗生素在饲料中的种种弊端使得众多国家纷纷立法对越来越多的饲用抗生素加以禁止，并严格限制使用、有残留抗生素的畜禽产品的进出口。美国从 70 年代就开始使用生物饲料，日本也是世界上研发和利用微生物饲料较早的国家之一，2005 年欧盟就全面禁止食品动物中使用抗生素。

近日我国农业部表示，为提升消费者对畜禽产品的信赖，拟计划全面禁用在动物饲料中添加抗生素。抗生素禁用后，养殖户必须通过使用生物饲料来对动物机能进行调整，提高动物自身对外来病菌的免疫力，从而避免出现动物成活率下降情况。我国是全球第二大饲料生产国，2010 年产量约 1.5 亿吨，若生物饲料添加剂用量为 0.1%，则潜在需求量可达 15 万吨，年销售规模 20 多亿元。

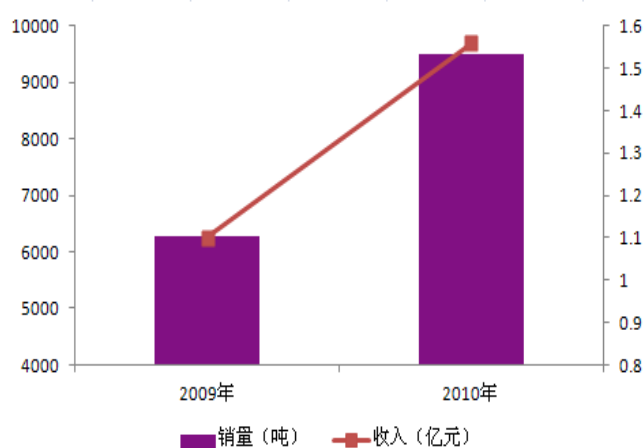
公司自 2001 年开始进行生物饲料的研发，目前公司已经有高活性干酵母、复合酵母、酵母硒等系列产品。公司产品因其高品质和性能，一直深受圣农发展、新希望等大型养殖企业的青睐。2010 年公司饲料销量为 9500 吨，实现收入 1.56 亿元，较去年同期销量增长 51%，收入增长 42%。

图 6：我国饲料需求量逐年增长



资料来源：光大证券研究所

图 7：2010 年生物饲料销量同期增长 51%



资料来源：公司公告，光大证券研究所

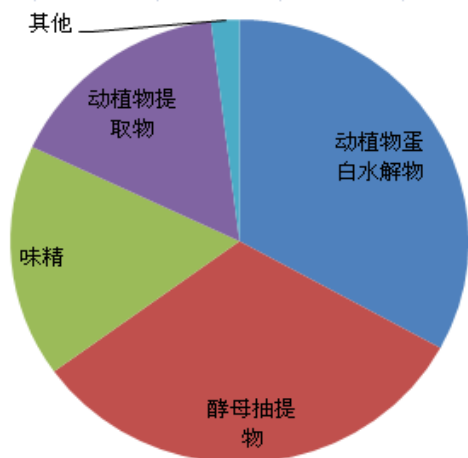
2.5、酵母提取物将会成为未来鲜味剂市场的主力军

酵母抽提物（YE）是酵母经破壁后将其中蛋白质、核酸、微生物等抽提，再经生物酶解的富含小分子的氨基酸、肽、核苷酸、维生素等天然活性成分的物质，是继味精（MSG）和呈味核苷酸（I+G）之后的第三大新型调味料。

欧、美、日本和韩国地区，人们强烈呼吁在食品业中使用“清洁友好标签”，即要求食品中必须使用对消费者无害的、安全的配料，在韩国甚至已经禁止使用包括味精在内的对消费者有潜在危害的调味料。而酵母抽提物作为唯一具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，其使用的普遍性已经远远超过了传统调味料。根据市场调查表明，在国外各种鲜味剂市场中动植物蛋白水解物占 33%，酵母抽提物占 32%，味精占 17%，动植物提取物占 16%，其他占 2%。

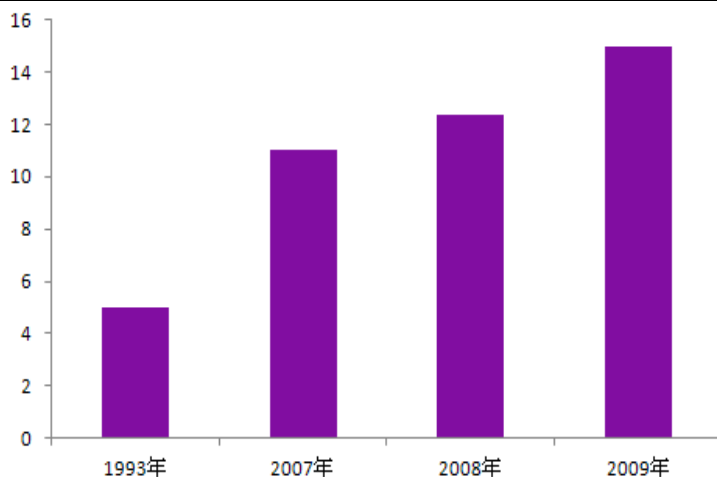
在我国，酵母抽提物的应用正处于起步阶段，目前只有一些重点的肉制品、调味料、酱油、鸡精、方便面等大型企业采用，其市场占有率不到 2%，而居占有率榜首的依然是味精，其占有率高达 70%，预计随着食品安全的不断提高，和酵母抽提物的高性价比，未来酵母抽提物将会在中国市场内得到快速发展，而公司作为国内酵母抽提物的领军者，必然能分享行业扩张的盛宴。

图 8：国外鲜味剂市场产品结构



资料来源：光大证券研究所

图 9：全球酵母抽提物产量情况（单位：万吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.6、保健品将会成为未来重要利润增长点

保健食品行业是全球食品中发展最快的领域之一，2006 年全球保健食品市场销售额为 700 亿美元，增速达到 7%，而美国、日本为代表的发达国家，每年保健食品的市场销售额以 10% 的增速递增。目前我国大约有 1000 余家保健品企业，06 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。随着我国居民生活水平和质量的提高，工作节奏的加快、生活压力的增加，导致“亚健康”人群不断扩大增加，为保健品产业的发展提供了广阔的空间。

酵母是一种天然的保健品，因为其本身具有低脂、低糖、不含胆固醇，富含优质蛋白质、14 种以上生命结合态的矿物质、完整 B 族维生素和优质膳食纤维的“三低四优”的营养特点。在欧美发达国家，人们通过食用酵母强化体质、补充营养早已成为日常保健的内容之一。

公司 2001 进入保健品食品领域，开发了改善肠胃、提高免疫力、美体瘦身、补锌、补钙、补硒、调节血脂等一系列功能的产品 30 多种，并培育了“安琪纽特”、“康普力星”、“开智”等保健品品牌。公司 2008 年销售收入为 4700 万元，2010 年销售收入达到了 9600 万元，复合增长率达到 43%。未来随着公司营销网络的完善和广告等系列营销手段的跟进，保健品业务的盈利能力将会更加喜人。

图 10：我国人均保健品支出低于全球平均水平

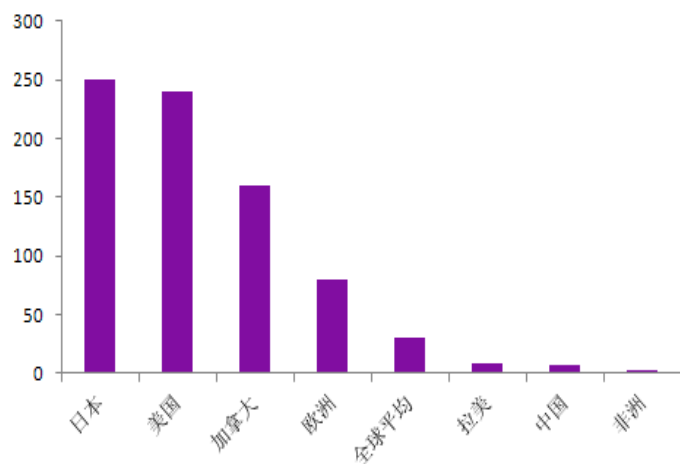
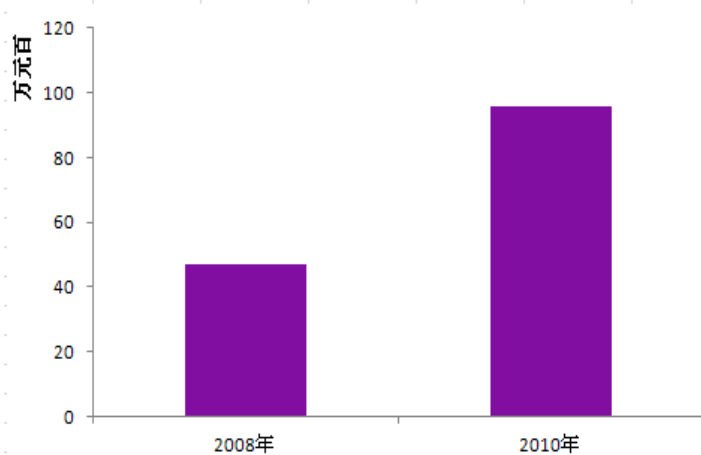


图 11：2008-2010 年保健品营业收入复合增长率达 43%



资料来源：中国营养产业发展报告（2006）、光大证券研究所

资料来源：公司公告，光大证券研究所

三、步入前景广阔的酶制剂行业

酶制剂是指从生物钟提取的具有酶特性的一类物质，他们在生物反应过程中扮演着高效催化剂的角色。目前酶制剂已经被广泛应用于食品、酿造、味精、制药、有机酸、淀粉糖、纺织、皮革、洗涤剂及保健品等诸多领域，市场规模也在持续扩大。1993 年全球酶制剂市场规模为 10 亿美元，2009 年则达到了 30.18 亿美元，而酶制剂下游支撑的产值超过 3000 亿美元。

近年来，我国酶制剂行业取得了较快的发展，2005 年我国酶制剂产量为 45 万吨，而 2010 年产量则达到了 80 万吨，年产值近 100 亿元，年均增长率为 10%。我国已经进入世界酶制剂生产大国行业，规模化生产的酶至少有 28 种，但主要为 α -淀粉酶、糖化酶、蛋白酶、纤维素酶和植酸酶等低端大宗酶产品以粗制品为主，盈利能力较低，缺乏国际市场竞争力。

公司从 2007 年就开始了新型特种酶的研发，目前已掌握了卤醇脱卤酶、腈水解酶、核酸酶 P1、腺苷脱氨酶、环糊精葡萄糖转移酶和 α -葡萄糖苷酶的研发能力，这些酶种都不是国内目前酶制剂厂家所生产的低端粗制品，而是技术门槛较高的新型特种酶制剂，几乎都是国外一至两家垄断着研发技术，所以市场空间大，前景广阔。

表 4 公司研发的酶制剂产品均为高端产品

产品名	销量(吨)	应用领域情况	市场容量
卤醇脱卤酶(液体)	2800	阿托伐他汀制造过程中的催化剂，阿托伐他汀占据了全球降脂类药物 44% 的市场份额	国内市场：2011 年需求量 3000 吨； 全球市场：潜在市场容量 5 亿美元
核酸酶 P1	20	主要用于核酸的降解和核苷酸的生产，这两种酶的生产技术一直被日本一家公司垄断，价格居高不下	预计未来 2-3 年，全球核酸酶和腺苷脱氨酶的市场需求量将达到 40 吨以上，市场规模上亿元； 公司生产酵母抽提物每年对核酸酶和脱氨酶的需求量达到 2 吨，未来 2-3 年的年需求量将达到 10 吨以上
腺苷脱氨酶	10		
腈水解酶	1770	扁桃酸和烟酸的生物合成，在替代原有化学工艺方面有显著的优势，同时在其他氨基化学物的手性催化方面得到了广泛应用	潜在市场容量 5 亿元
环糊精葡萄糖基转移酶	300	主要用于环糊精的生产，环糊精是一种重要的载体物质，广泛应用于医药、食品、日用化工和农药工业；全球只有两家公司国外企业供应	09 年我国环糊精年产量为 8500 吨
α -葡萄糖苷酶	100	主要用于低聚异麦芽糖的生产，所用酶原料全球只有日本一家公司供应	2009 年国内低聚异麦芽糖年产量达到 60000 吨

资料来源：公司公告、光大证券研究所

四、“十二五”期间产能翻番达 20 万吨

公司广西崇左三期 1.5 万吨产能于 2011 年 5 月竣工后，公司的总产能达到 10.7 万吨。从目前公司的计划和工程实施情况来看，预计 2012 年一季度埃及 1.5 万吨产能可投产，6-7 月份宜昌生物产业园 2.5 万吨产能和广西柳州 2 万吨酵母产能投产，从而总产能可达到 16.7 万吨；2013 年公司的德宏 2 万吨产能投产，总产能达到 18.7 万吨；2015 年公司总产能将达到 20 万吨实现翻番。

从公司新规划的产能可以看出，公司选择了我国蔗糖产区广西和云南扩建产能，除此之外，公司还选择了全球第二大产糖国埃及为海外产能的建设基地。我们认为公司如此选址可以帮助公司长期稳定的降低原材料成本。

表 5 公司产能扩张情况

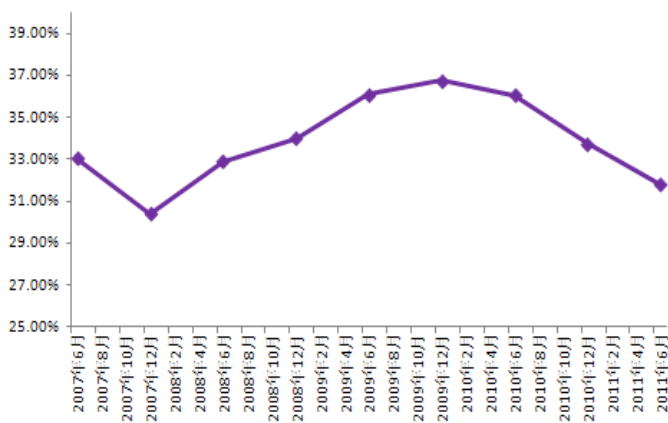
	2010 年	2011E	2012E	2013E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	3.0	3.0	3.0	3.0
内蒙古赤峰	0.8	0.8	0.8	0.8
山东滨州	0.7	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左	2.0	3.5	3.5	3.5
埃及			1.5	1.5
宜昌生物产业园			2.5	2.5
广西柳州			2.0	2.0
云南德宏				2.0
合计	9.2	10.7	16.7	18.7

资料来源：公司公告、光大证券研究所

五、毛利率触底回升

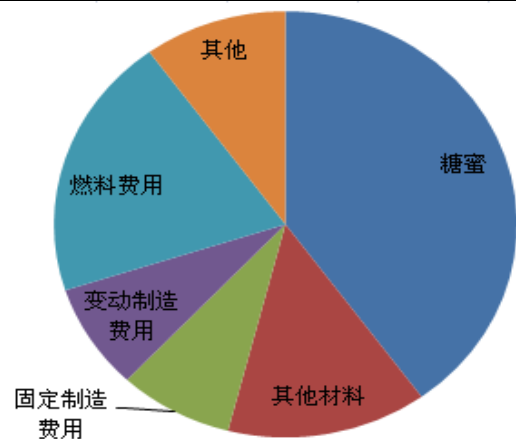
公司上半年毛利率为 31.8%，较 2010 年 33.8% 的毛利率下滑 2 个百分点，毛利率的下滑主要来自于成本的冲击。公司酵母产品的主要原材料是糖蜜，而糖蜜成本占到总成本的 45% 左右，所以糖蜜价格的变动，直接影响着公司毛利率情况。

图 12：毛利率接近历史最低水平



资料来源：中国营养产业发展报告（2006）、光大证券研究所

图 13：成本构成情况



资料来源：公司公告、光大证券研究所

糖蜜是蔗糖生产的废物，所以一般公司采购糖蜜的时间基本与蔗糖榨季同步，在每年的 11 月到来年的 3 月间完成，采购量基本覆盖了第二年 85% 以上，甚

至 100% 的原材料需求。由于 10/11 榨季减产原因，导致糖蜜价格出现了大幅上涨，从而将公司 2011 年公司成本锁定在 1200 元/吨附近。

我们预计明年公司的糖蜜成本将有所下滑，第一，随着新榨季糖蜜的增持，糖蜜价格将可能会出现一定程度的下滑。目前糖价价格已跌至 1100 元/吨左右，出现了回落迹象。第二，公司已经申请了 10 万吨糖蜜进口配额，宜昌本部和广西崇左各 5 万吨。目前糖蜜国内外价格出现了倒挂的情况，东南亚现在的糖蜜到港价格在 900 元/吨。申请糖蜜进口需要出具完整的环保测评，公司每年在环保上的投入约为 8000 万元，所以环保将不会成为公司进口糖蜜的阻力，反而会成为公司的壁垒。我们通过做敏感性分析得出，糖蜜价格每下降 100 元/吨，则会提升毛利率 2.15 个百分点

表 6 糖蜜价格变动对毛利率的影响

糖蜜价格（元/吨）	1300	1200	1100	1000
毛利率	31.67%	33.82%	35.97%	38.13%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

六、收入及盈利预测

6.1、公司收入稳步增长

历史经营业绩表明过去五年以来公司的收入规模和市场份额一直在增长，未来这一趋势有望继续保持，公司的成长远未遇到天花板：

首先：公司所处行业是一个进入壁垒较高的行业，很难短期内出现产能过剩，竞争激烈状态；

第二，除了传统酵母业务仍有发展空间外，酵母深加工无论对于公司还是对于国内市场而言都处于刚发展阶段，发展空间巨大；

我们预测，2011-2013 年，公司的营业收入将稳步提升达到 26.24 亿元、32.68 亿元和 42.00 亿元。

表 7 分业务预测表

		2011E	2012E	2013E
酵母	销量（万吨）	7.70	8.50	9.90
	营业收入（亿元）	17.71	20.14	24.16
	营业成本（亿元）	11.98	12.23	14.59
	营业毛利（亿元）	5.73	7.91	9.57
	毛利率（%）	32.33%	39.26%	39.62%
味素	销量（万吨）	1.40	2.20	3.20
	营业收入（亿元）	3.29	5.33	7.98
	营业成本（亿元）	2.54	3.96	5.89
	营业毛利（亿元）	0.75	1.37	2.08

	毛利率 (%)	22.93%	25.69%	26.13%
保健品	营养收入 (亿元)	1.20	1.80	2.80
	营业成本 (亿元)	0.67	1.01	1.57
	营业毛利 (亿元)	0.53	0.79	1.23
	毛利率 (%)	44%	44%	44%
酶制剂	营养收入 (亿元)	0.00	0.30	0.80
	营业成本 (亿元)	0.00	0.15	0.40
	营业毛利 (亿元)	0.00	0.15	0.40
	毛利率 (%)	0%	50%	50%
饲料	销量 (万吨)	1.24	1.61	2.09
	营业收入 (亿元)	1.98	2.65	3.54
	营业成本 (亿元)	1.15	1.39	1.85
	营业毛利 (亿元)	0.82	1.26	1.70
	毛利率 (%)	42%	48%	48%
酵母及其深加工	营业收入 (亿元)	24.18	29.91	38.48
	营业成本 (亿元)	16.34	18.73	24.29
	营业毛利 (亿元)	7.83	11.18	14.19
	毛利率 (%)	32.39%	37.37%	36.87%

资料来源：光大证券研究所

6.2、期间费用率保持稳定

2011 年中报，公司在费用控制方面表现良好，期间费用率同比下降 0.45 个百分点，体现出公司在规模拓展的同时，提升内部效率，增收节支，精益管理的方针得到落实。考虑到公司将要开拓酵母深加工新领域，所以我们略微提高了公司的销售费用率和管理费用率。

表 8：精益管理下期间费用率保持稳定

	2008	2009	2010	2011H1	2011E	2012E
销售费用率	13.02%	11.85%	10.05%	9.66%	9.80%	10.30%
管理费用率	5.57%	5.22%	4.31%	4.06%	4.15%	4.20%
财务费用率	3.00%	1.70%	1.90%	2.05%	2.04%	1.50%
期间费用率	21.59%	18.77%	16.26%	15.77%	15.99%	16.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

七、估值与股价催化剂

7.1、相对估值

我们选取 A 股市场上食品板块中的黑牛食品、洽洽食品、三全食品和双塔食品作为可比对象，其 2011-2013 年平均估值为 35 倍、25 倍和 19 倍，我们按其平均估值给予公司 2011-2013 年同等估值，对应股价为 38.75 元，给予“买入”评级。

表 9：国内可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (9 月 30 日)	EPS (元)			市盈率		
			11E	12E	13E	11E	12E	13E
002387	黑牛食品	15.08	0.45	0.69	0.85	31	22	18
002557	洽洽食品	22.74	0.78	1.04	1.39	29	22	16
002216	三全食品	35.88	0.86	1.19	1.63	42	30	22
002481	双塔食品	24.47	0.67	0.99	1.39	36	25	18
平均						35	25	19

资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

7.2、绝对估值

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.98%
$\beta(\beta_{\text{levered}})$	0.98
$R_m - R_f$	8.85%
$K_e(\text{levered})$	12.68%
税率	15.00%
K_d	5.50%
V_e	10,099.7
V_d	1,234.9
目标资本结构	10.89%
WACC	11.89%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	1,695.76	10.69%
第二阶段	5,922.82	37.35%
第三阶段 (终值)	8,237.52	51.95%
企业价值 AEV	15,856.10	100.00%

加：非经营性净资产价值	66.51	0.42%
减：少数股东权益（市值）	224.60	-1.42%
减：债务价值	1,234.88	-7.79%
总股本价值	14,463.12	91.21%
股本（百万股）	306.05	-
每股价值（元）	47.26	-
PE（隐含）	44.57	-
PE（动态）	33.70	-

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
10.89%	51.89	53.63	55.56	57.73	60.17
11.39%	48.02	49.51	51.17	53.01	55.07
11.89%	44.55	45.84	47.26	48.83	50.58
12.39%	41.42	42.54	43.76	45.11	46.61
12.89%	38.59	39.56	40.62	41.79	43.08

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果		估 值	敏感度分析区间
FCFF	47	39	60	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	43	34	55	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	22	18	27	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	48	39	61	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	41	36	49	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	46	39	56	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

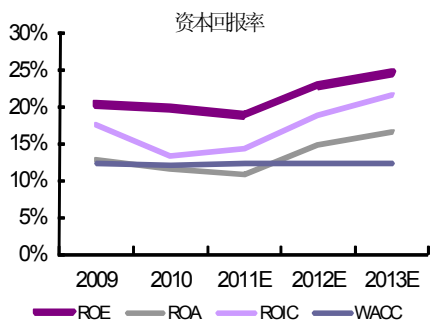
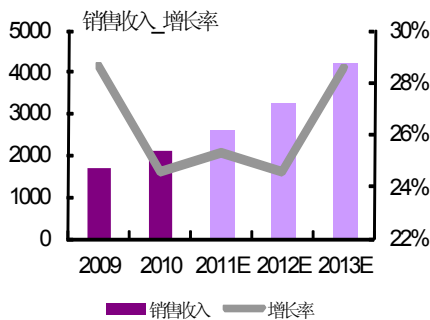
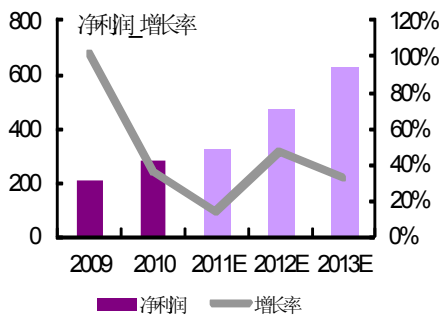
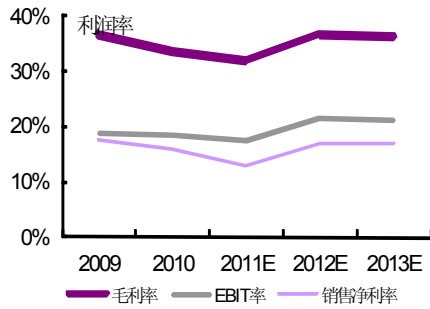
7.3、股价催化剂

我们认为，未来一段时期公司股价的催化剂主要有以下三方面：

- （1）糖蜜价格回落促使公司盈利能力回归正常状态；
- （2）公司产能扩张按计划进行，促使公司销量增长；
- （3）酵母深加工业务扩展顺利，结构性调整符合预期，公司利润贡献点增加。

八、风险分析

糖蜜价格超预期上涨；
公司产能扩张低于预期；
酵母深加工业务拓展低于预期。



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,686	2,101	2,632	3,278	4,212
营业成本	1,066	1,392	1,788	2,077	2,688
折旧和摊销	119	136	124	145	167
营业税费	12	12	16	20	25
销售费用	200	211	258	338	430
管理费用	88	91	109	138	173
财务费用	29	40	54	49	44
公允价值变动损益	-1	0	0	0	0
投资收益	6	2	0	0	0
营业利润	291	354	405	653	848
利润总额	310	393	405	653	848
少数股东损益	89	51	20	80	95
归属母公司净利润	210.19	285.00	324.50	475.35	626.12

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,341	2,934	3,226	3,753	4,359
流动资产	680	971	1,097	1,268	1,741
货币资金	89	167	195	243	416
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	97	160	198	247	317
应收票据	6	17	13	16	21
其他应收款	34	19	13	16	21
存货	410	477	570	621	804
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	38	38	38	38
固定资产	1,492	1,632	1,789	2,088	2,213
无形资产	86	101	96	91	87
总负债	1,144	1,386	1,381	1,455	1,507
无息负债	654	356	468	540	678
有息负债	490	1,030	912	915	829
股东权益	1,197	1,547	1,846	2,298	2,852
股本	271	306	306	306	306
公积金	336	462	494	532	532
未分配利润	434	682	928	1,263	1,722
少数股东权益	156	100	120	200	295

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	249	349	544	698	771
净利润	210	285	325	475	626
折旧摊销	119	136	124	145	167
净营运资金增加	-147	552	26	100	230
其他	66	-624	70	-22	-251
投资活动产生现金流	-261	-343	-300	-500	-300
净资本支出	266	322	300	500	300
长期投资变化	0	38	0	0	0
其他资产变化	-528	-704	-600	-1,000	-600
融资活动现金流	58	63	-217	-150	-297
股本变化	0	35	0	0	0
债务净变化	-183	540	-118	3	-86
无息负债变化	281	-297	112	72	139
净现金流	45	66	27	48	174

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	28.60%	24.59%	25.28%	24.55%	28.50%
净利润增长率	101.15%	35.59%	13.86%	46.49%	31.72%
EBITDA 增长率	54.74%	21.50%	10.46%	45.47%	24.97%
EBIT 增长率	64.75%	24.51%	17.12%	53.13%	27.05%
估值指标					
PE	52	38	34	23	17
PB	11	8	6	5	4
EV/EBITDA	24	23	21	14	12
EV/EBIT	33	31	26	17	14
EV/NOPLAT	35	36	31	20	16
EV/Sales	6	6	5	4	3
EV/IC	6	5	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	36.77%	33.75%	32.06%	36.63%	36.20%
EBITDA 率	25.75%	25.11%	22.14%	25.86%	25.15%
EBIT 率	18.66%	18.65%	17.43%	21.44%	21.19%
税前净利润率	18.41%	18.70%	15.40%	19.93%	20.14%
税后净利润率 (归属母公	12.46%	13.56%	12.33%	14.50%	14.86%
ROA	12.79%	11.44%	10.68%	14.80%	16.54%
ROE (归属母公司) (摊	20.20%	19.70%	18.81%	22.66%	24.49%
经营性 ROIC	17.61%	13.25%	14.34%	18.81%	21.45%
偿债能力					
流动比率	0.60	1.04	1.51	1.82	2.68
速动比率	0.24	0.53	0.73	0.93	1.44
归属母公司权益/有息债务	2.12	1.40	1.89	2.29	3.09
有形资产/有息债务	4.57	2.70	3.39	3.96	5.11
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.69	0.93	1.06	1.55	2.05
每股红利	0.12	0.15	0.34	0.54	0.71
每股经营现金流	0.81	1.14	1.78	2.28	2.52
每股自由现金流(FCFF)	1.01	-1.31	0.62	0.48	1.31
每股净资产	3.40	4.73	5.64	6.85	8.35
每股销售收入	5.51	6.86	8.60	10.71	13.76

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

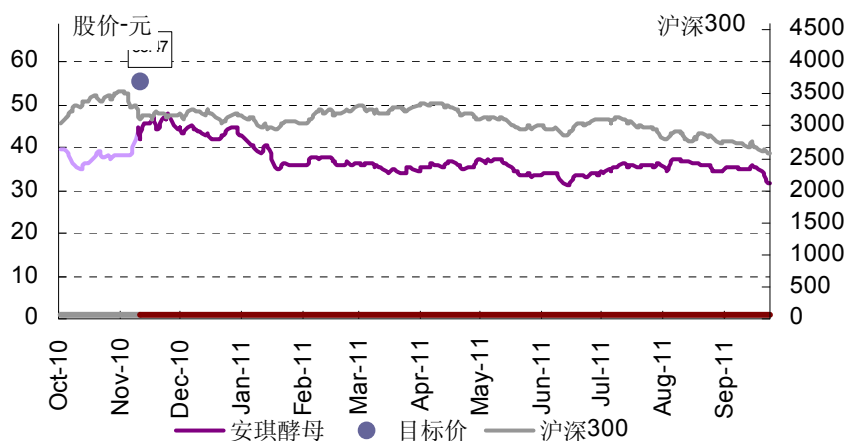
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

石磊，同济大学材料学院本科，复旦大学管理学院硕士。先后工作于安信证券、中信建投证券，从事建筑建材行业分析，目前就职于光大证券，从事中小市值股票等特别领域的研究覆盖工作，具有 7 年证券行业研究的经验。较为擅长的研究领域在非金属类建材行业、建筑工程行业，同时在新材料领域有一定的研究。熟悉的上市公司：金螳螂、海螺水泥、兄弟科技、瑞泰科技、彩虹股份等。

投资建议历史表现图

安琪酵母（600298）



日期	股价	目标价	评级
2010-11-17	44.78	55.47	买入
2011-01-23	39.57	55.47	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

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

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

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，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

光大证券股份有限公司研究所

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	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
富尊财富中心	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zh Rui@ebsecn.com