



电话会议纪要·行业动态

食品饮料行业个股投资机会电话会议纪要-国金证券

会议发言摘要:

会议时间:

2011 年 12 月 26 日 (16: 00-17: 00)

主讲人:

国金证券食品饮料组 陈钢、赵晓媛、
钟凯锋

- ◆ 安琪酵母, 总体上来说从原材料成本和出口都是比较差的一年, 在这种情况下, 我们是着重沟通了公司的海外的情况, 还有就是糖蜜原材料的情况, 还有收入的增长。收入增长方面, 是有酵母和酵母衍生品, 包括 YE, 还有营养产品。埃及项目将于 2012E 5-6 月份投产, 是酵母产能增长的主要来源。酵母产能仅有 10% 左右的增长, 酵母产量增长受到产能的部分制约。埃及项目将于 2012E 5-6 月份投产, 是酵母产能增长的主要来源: 在完成土建、安装及设备调试后, 埃及位于开罗的 1.5 万吨酵母产能将于 5-6 月份投产, 为 2012E 贡献 7000 吨的酵母产量。
- ◆ 加加食品是一家综合调味品公司, 主要是看这次 20 万吨的酱油产品的靠 1) 传统区域巩固型增长。公司在湖南、江西、河南等优势区域的品牌力、渠道网络已较为成熟, 是公司的优势区域, 经销渠道有进一步深挖潜力; 2) 新兴开拓领域的上量。随着公司对其他没有强势地产品牌的省份投入加大, 在资金、品牌力的推动下, 会继续培育优势省份, 关注河北、山东等潜在市场的销量提升; 3) 新品类从试销到放量。公司的面条鲜等畅销品类主要还是在湖南等地进行试行推广, 类似的还有儿童酱油等新品, 业已成功的区域推广将起到良好的示范作用, 其它区域经销商层面上的阻力将不会很大, 复制型推广的进程值得关注, 这也将成为公司酱油产能释放后转成为销量增长的另一驱动力所在。
- ◆ 保龄宝主要的业务是果葡糖浆, 还有是低聚糖和糖纯为主的功能糖产品。我们觉得主要看 2 个方面, 一个是糖价, 还有一个是竞争格局。果葡糖浆主要是以白糖的替代品身份出现的。我们做了些研究, 过去几年的果葡糖浆的产量和糖价是呈现正向联动的关系, 微观来看公司在保龄宝的购买情况也是这样。我们测算了下果葡糖浆和糖的甜味度的分析, 当果葡糖浆低于糖 1500 块左右的时候, 它的替代性非常强, 厂商非常愿意用。第二个是竞争格局, 果葡糖浆目前还是一个壁垒不是很高的行业, 产能的弹性会比较大些。

1、会议发言纪要

◆ 食品饮料行业“寻求需求&增长稳定的个股投资机会”

我们最近的观点是这样的，今天的茅台和五粮液的跌幅也比较大，我们觉得这个是短期的影响，明年的增长还是不错的。和大家讲一下，安琪酵母、加加食品、洽洽食品。

安琪酵母，总体上来说从原材料成本和出口都是比较差的一年，在这种情况下，我们是着重沟通了公司的海外的情况，还有就是糖蜜原材料的情况，还有收入的增长。

收入增长方面，是有酵母和酵母衍生品，包括 YE, 还有营养产品。埃及项目将于 2012E 5-6 月份投产，是酵母产能增长的主要来源。酵母产能仅有 10%左右的增长，酵母产量增长受到产能的部分制约。埃及项目将于 2012E 5-6 月份投产，是酵母产能增长的主要来源：在完成土建、安装及设备调试后，埃及位于开罗的 1.5 万吨酵母产能将于 5-6 月份投产，为 2012E 贡献 7000 吨的酵母产量。埃及项目在原料采购上更有优势，除满足埃及的需求外还能满足其他中东、非洲国家的酵母进口需求（中东北非中的主要市场是埃及、伊拉克、沙特、也门、苏丹），走出了安琪生产全球化的第一步。柳州 2 万吨酵母产能预计将于 2012 年 11 月份投产，使 2012 年酵母产能仅有 10%左右的增长，酵母产量增长受到产能的部分制约。

非募集资金项目将于 2012 年相继投产、YE 生产线改造带来 0.6 万吨新增产能，支持迅速增长的其他产品需求：3-5 亿产值的保健品项目将于明年 3 月底投产、年产 8000 吨的复合生物饲料生产线将于 6 月份投产、年产 5000 吨的新型酶制剂生产线将于 7 月份投产，YE 在新疆和崇左各有 8000 吨产能，明年两地生产线改造将增加 6000 吨 YE 产能，使味素总生产能力超过 2.7 万吨/年。非募集资金项目在明年年中的相继投产、以及 YE 生产线改造增加产能后，会支持公司迅速增长的其他产品需求，使增长引擎顺利换挡。

我们预计明年收入的最低增长是 20%以上。

出口收入占比较大的中东北非的政治动荡使出口增速从之前的 30-50%下滑至低两位数。我们认为，在国际政治经济形式不出现大幅度动荡前提下，公司的出口增长能够从 2011 年的低点回复，通过复制国内成功的服务型营销措施进行渠道深耕，从而保障 2012 年出口增长至少恢复到 20%以上的水平。

2012E 糖蜜单吨价格<1000 元已成定局，下一阶段采购价格预期向 800-900 靠拢。这个是安琪酵母的最新情况，综合看我们维持明年 1.55 左右的预测，由于未来的增长的稳定性比较确定，是比较稳定的收益品种。恰恰食品和加加食品，都是可以发力二三线市场，并且取得稳定收益的品种，洽洽食品一直在东部沿海的一线城市收入占比比较高，今年开始公司把渠道深入到二三线城市，我们觉得公司的

瓜子产品能够取得超过行业平均的增长的主要原因就是渠道下沉，公司的目标就是在全国 1900 个县级行政区中选取 700 个左右做渠道下沉，每个经销商能够贡献 90 万左右的销售收入的话，明年贡献 5-6 亿的收入是比较确定的。另一方面投资者比较寄予厚望的薯片这块，我们认为这块主要还是在城市渠道，饼干型薯片接受度也比较高，尤其在广东这块，收益于经销商的强力推动，比较强势。按照薯片低基数的情况和瓜子下沉县乡的情况，给予薯片 25 倍估值，瓜子 30 倍的估值是比较合理的。公司可以增加产品品种的话，新产品的增长会给公司的增长提供进一步的支持。

加加食品是一家综合调味品公司，主要是看这次 20 万吨的酱油产品的靠 1) 传统区域巩固型增长。公司在湖南、江西、河南等优势区域的牌子力、渠道网络已较为成熟，是公司的优势区域，经销渠道有进一步深挖潜力；2) 新兴开拓领域的上量。随着公司对其他没有强势地产品牌的省份投入加大，在资金、牌子力的推动下，会继续培育优势省份，关注河北、山东等潜在市场的销量提升；3) 新品类从试销到放量。公司的面条鲜等畅销品类主要还是在湖南等地进行试行推广，类似的还有儿童酱油等新品，业已成功的区域推广将起到良好的示范作用，其它区域经销商层面上的阻力将不会很大，复制型推广的进程值得关注，这也将成为公司酱油产能释放后转成为销量增长的另一驱动力所在。

总体来说安琪酵母是低基数的一年，恰恰和加加通过稳定收入可以获得增长的标的。

保龄宝主要的业务是果葡糖浆，还有是低聚糖和糖纯为主的功能糖产品。我们觉得主要看 2 个方面，一个是糖价，还有一个是竞争格局。果葡糖浆主要是以白糖的替代品身份出现的。我们做了些研究，过去几年的果葡糖浆的产量和糖价是呈现正向联动的关系，微观来看公司在保龄宝的购买情况也是这样。我们测算了下果葡糖浆和糖的甜味度的分析，当果葡糖浆低于糖 1500 块左右的时候，它的替代性非常强，厂商非常愿意用。第二个是竞争格局，果葡糖浆目前还是一个壁垒不是很高的行业，产能的弹性会比较大些。应该说景气度不能得到很久的提升。如果用一句话概括，主要看糖价，遵循糖价的一个交易性机会。还有个是功能糖产品，以低聚糖为例，目前的市场容量是 15-20 万吨的样子，我们测算了下潜在的容量能够到 60 万吨左右。依据是和国外的低聚糖使用情况比较的。空间上来说还是不错的，但是我们必须看到，这个是和双击因子相联系，但是目前来看双击因子的接受度还是比较低的，目前来看还是没有加速的迹象，没有催化剂的存在。因此我们更看好功能糖的中长期的存在。

提问交流环节

问：安琪酵母各产品的增量怎么预测？

答：具体的预测是酵母的这块增长明年是在 2 个亿以上，YE 是在 1.5 左右，动物营养和保健品的增长是 1 个亿左右。保健品我们预计是个亿左右出头。公司的保健品做得比较粗放的，我们觉得没有营销，我们觉得做广告之后至少还能扑 6-7 个省，所以明年增长 1 个亿还是比较确定的。空中广告就是电视广告，费用是 6,7 百万，基本上把今年的净毛利覆盖掉，明年增量是可以贡献利润。YE 今年估计是超过 3 个亿，主要还是面对工业客户，康师傅、海天酱油等。这个对终端消费者占比还是很少，这个与 B2C 的经销商渠道有关，这个也是未来的看点。我们的盈利预测还是主要以工业用户为主。酶制剂与药品有关，但是今明 2 年并不是放量的产品。

问：保龄宝的成本情况怎么样？终端的保健品是怎么做的，效果怎么样？

答：主要还是玉米淀粉，现在玉米淀粉的价格有一定的回落，明年估计还会回落，因为明年玉米是增产的。明年估计 27% 的毛利也是能够做到的。终端的保健品，公司有策略，低聚糖和糖醇产品直接进入终端消费者消费，但是因为刚刚拿到批文，推广起来还是要有一定的时间。目前是独立在做这块，相当于开辟了一个新的业务，目前还没有大规模推广，目前还是在试行，和公司沟通下来至少要等到后年才会有一定的增长。

问：糖醇这块销量下降比较多，是什么原因？

答：这块是受出口影响比较大，这个也是壁垒比较低的产业，公司也是跟随进来的，国外的竞争下滑和竞争对手的进入所以下滑的较快。下半年的话有所好转。

问：酵母的安全标准的话怎么样？

答：这个是大家安全的情况，蒙牛出现了一个问题，还有食品板块的异动，其实实际上安全问题也是我们推荐安琪酵母的一个原因，酵母菌是一种微生物，这种可以食用的微生物不是化学合成的，所以在欧盟的是属于清洁标签里的，这种是不属于食品添加剂的，这种就是没有使用的上限，这个情况下作为一个生物产品来讲安全非常高，而且可以替代小苏打，小苏打是比较容易含铝。再举一个例子，像生啤为什么比普通的啤酒有营养，就是因为它里面的酵母菌没有过滤掉。YE 产品在欧洲，添加 YE 是非常受欢迎的，添加果氨酸钠是会受到一定的管制。另外一个动物营养产品，它今年打开了一个契机，今年屠宰量特别小，血浆价格出现了暴涨，很多不法分子用血浆添加，用血浆添加风险非常高，因为血浆是很多病毒的替代物，而且高温是不能灭活的。在这种情况下公司的产品打开了窗口，在这种情况下，作为动物营养的补充剂。所以公司的这几款产品都是符合食品安全趋势的，可以这样讲，食品安全的检查越严，对公司越有利。

问：酵母菌的生产过程中受到其他的异类菌的污染会不会产生食品安全的风险？

答：这种情况只有在小的酵母厂出现过。因为他们的生产过程不是完全密封的，但是在安琪，本身是脱胎于中科院的这么一个机构，主要的项目也是国家攻关计划，这种问题是不可能存在的。而且现在很多都是医药用的培养基，这种情况也是公司不能承担的。除了操作室之外，生产室出现的人不多。