

安琪酵母 (600298298.SH)

评级: 买入 维持评级

公司点评

陈钢

分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

赵晓媛

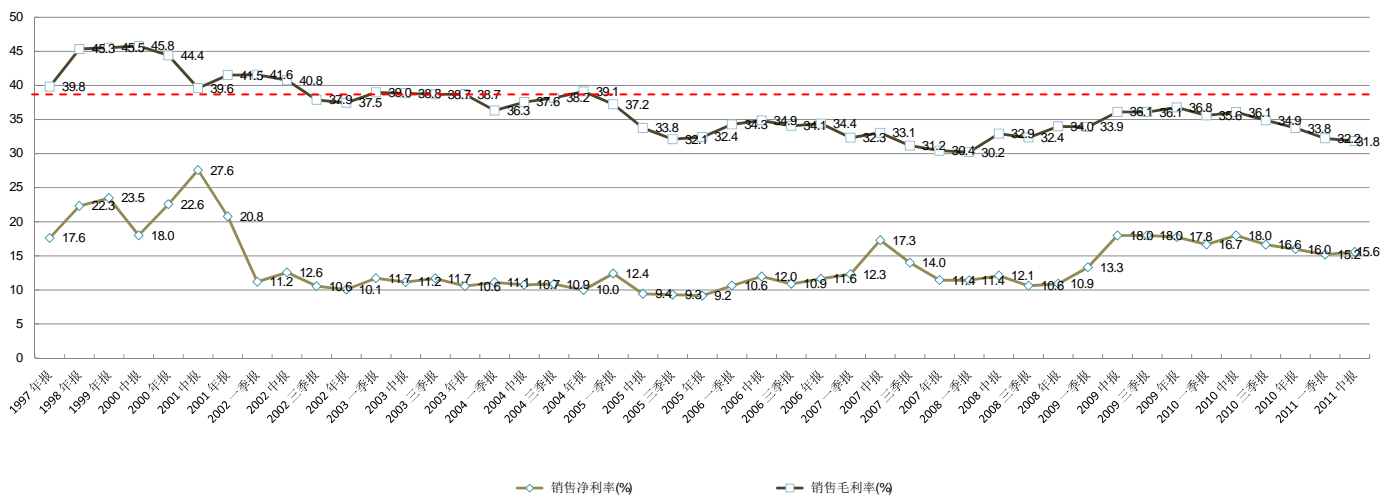
联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

大概率事件: 糖蜜价格下降毛利率提升

我们的观点: 糖蜜价格下降是大概率事件, 有望降低到 800-900 元/吨一线, 从而大幅提升毛利率水平。

- (1) **目前在博弈阶段, 大宗价格正在谈判。**糖厂榨季已经开启 3 周, 大规模糖蜜交易还未开始, 仅有小批量的糖蜜在 1000-1100 成交。糖厂目前已经进入与酒精厂和酵母厂的博弈阶段!
- (2) **整体看, 糖蜜价格下降是大概率事件。**从整体情况看, 食用酒精的重要原料玉米和木薯价格已经开始下降, 从生产的经济性角度看, 用玉米和木薯生产酒精的利润已经大大高于糖蜜; 从产品价格角度看, 食用酒精价格会随着原料的下降而下降, 从而进一步压缩糖蜜酒精的盈利空间, 使酒精厂对糖蜜的需求降低, 原料上对糖蜜的供应更加充裕。从石油价格上看, 全球经济收缩不支持高油价形成, 燃料乙醇价格的下行压力较大, 使燃料乙醇对玉米和木薯的需求会有所降低。
- (3) **2012 年毛利率有望回升至接近历史高点的 38.68%。**根据我们的测算, 若 2012 年糖蜜平均价格下降 25%, 即从 1200 元/吨下降到 900 元/吨, 同时其他 COGS 中的组成部分根据 CPI 调整提高 5%, 则 2012 年毛利率会相对 2011 年提升 5.92 个百分点, 达到 38.68%。
- (4) **即使 2011 年、2012 年收入预测存在下行风险, 但毛利率的提升也会提升公司 2012 年的业绩水平, 使 2012 年 EPS 在我们预测为 1.55 元的基础上提升 7.1% 即 0.110 元, 达到 1.66 元 (考虑了 2011-2012 收入预测向下的调整)。**一旦糖蜜价格确定, 我们将正式调整我们的盈利预测。

图表1: 毛利率有望回升至 38.68% 的历史高点水平

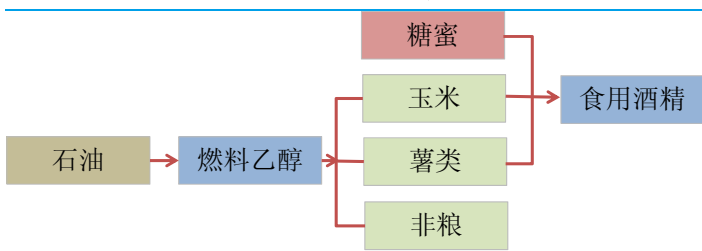


来源: Wind, 国金证券研究所

1、糖蜜价格产业链梳理和价格变动影响因素: 原油价格是最易于跟踪的相关变量, 酒精厂开工率则是最准确指标

需求角度分析糖蜜价格变动原因: 以成本为核心的价格传导机制。现阶段, 糖蜜价格的高速上涨使其成为酵母生产的主要成本, 目前占总成本的 40-50%。糖蜜是蔗糖生产的废物, 60-70%用来生产食用酒精 (玉米、木薯和糖蜜都可以用来生产食用酒精; 我国食用酒精产能中, 玉米酒精产能占据一半以上、达 68%, 木薯酒精产能位居其次、占 24%, 糖蜜占 8%左右), 20%左右用来生产酵母, 剩下不到 10%用作其他用途, 所以糖蜜价格主要受 (1) 蔗糖产量和 (2) 食用酒精价格及食用酒精厂开工量的影响。食用酒精价格对糖蜜价格有直接影响, 而由于图一中所表示的逻辑关系, 食用酒精和糖蜜价格在整体上与燃料乙醇和石油的价格走势一致。

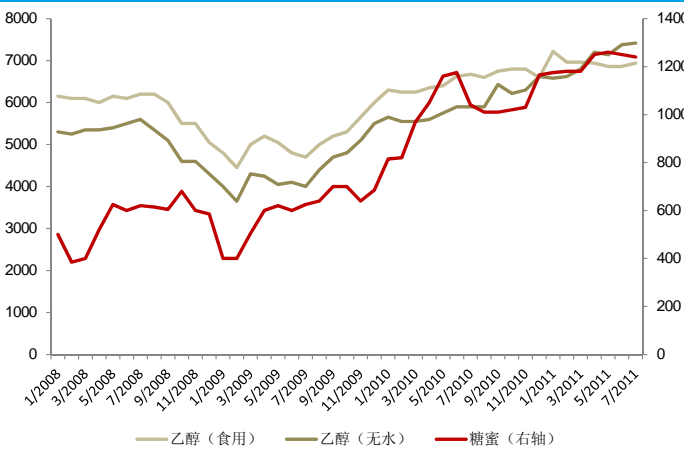
图表2: 以成本为核心的糖蜜价格影响机制



石油价格的上升带动燃料乙醇价格上升, 生产燃料乙醇的主要材料是玉米、薯类和非粮原料, 其中的玉米和薯类同时也是生产食用酒精的主要原料, 燃料乙醇的价格上升带动各生产材料价格上涨, 而玉米和薯类价格的上涨带动了食用酒精的价格上涨, 从而拉动糖蜜价格上涨。

来源: 国金证券研究所

图表4: 食用酒精、燃料酒精和糖蜜的走势一致



来源: 国金证券研究所

供给角度分析糖蜜价格变动原因: 糖料(甘蔗或甜菜)的种植面积。糖蜜是制糖工业的副产品, 是制糖过程中不能结晶的部分。糖蜜的产出占糖料的一个固定比例(2-3%)。因为工艺并未有多大的变化, 假定该比例不变, 因此糖蜜的供给和糖料的种植面积完全相关。糖蜜价格逻辑上和白糖价格有负相关的关系, 因为白糖价格增加, 种植糖料有利可图, 农户会增加糖料的种植, 进而糖蜜的产量会增加。据糖业协会的预测, 2011年的糖料种植面积将从10年的170.3万公顷增加到180万公顷, 但总体上看, 糖料种植面积和蔗糖产量相对稳定, 对糖蜜价格的影响居于第二位。

图表6: 2011年糖料种植面积预估(糖业协会预测)

千公顷	2011	2010	同比(%)
总计	1800	1703	5.68
甘蔗总计	1593	1530	4.14
广东	153	140	9.52
广西	1053	1033	1.94
海南	67	57	17.65
云南	320	300	6.67
甜菜总计	207	173	19.23
内蒙古	47	30	55.56
黑龙江	73	67	10
新疆	87	77	13.04

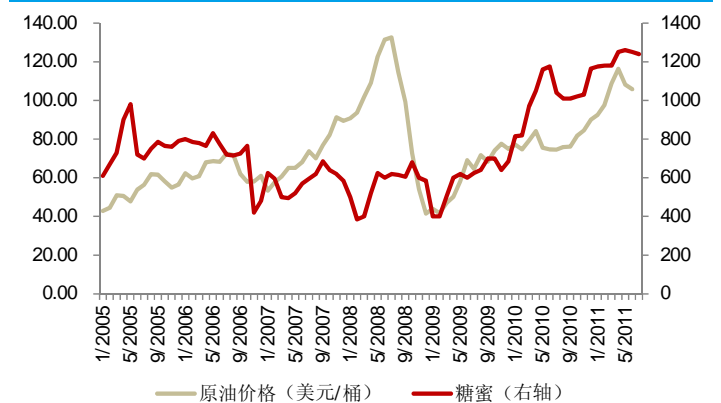
来源: 国金证券研究所

糖蜜价格在不同榨季不同, 2012年成本上限基本锁定。糖蜜占公司成本的40-50%, 一般于蔗糖榨季11月-4月完成糖蜜采购(随着榨季的缩短, 每年的采购期也同步缩短), 基本能够锁定10-12个月的成本, 随蔗糖价格和采购期间原料消耗的情况, 采购原材料的成本锁定期会有所变化。2011年公司使用的糖蜜成本基本在1200元/吨左右,

图表3: 主要食用酒精生产方式的盈利情况

项目	鲜木薯	木薯干片	甘蔗糖蜜	玉米
原料价格(元/吨)	550.0	1700.0	1000.0	2150.0
原料单耗(吨)	7.0	2.8	5.0	3.2
原料成本(元/吨)	3850.0	4760.0	5000.0	6880.0
酒精加工费(元/吨)	908.3	911.4	862.5	1132.8
酒精生产成本(元/吨)	4758.3	5671.4	5862.5	8012.8
酒精市场价(元/吨)	6900.0	6900.0	6900.0	7100.0
盈亏额(元/吨)	2141.8	1228.6	1037.5	(912.8)
副产品收益				1750.0
总体理论盈亏额(元/吨原料)	306.0	438.8	207.5	261.6

图表5: 原油价格和糖蜜价格走势一致性高(元/吨)



目前公司已经完成 2 万吨（约 130 美元/吨，到达南京港的价格）的低价糖蜜进口，而圣彼得堡的糖蜜已经跌落至 50 美元/吨以下，泰国进口糖蜜价格再 80-100 美元/吨，则进口能力会使 2012 年成本上限锁定于 1000 元/吨。

图表7: 糖蜜价格变动对毛利率产生影响的敏感性分析, 假设除糖蜜外的其他成本上升 5% (2012E)

糖蜜价格变动	-30%	-20%	-10%	-5%	0%	5%	10%	20%	30%
糖蜜价格	840	960	1080	1140	1200	1260	1320	1440	1560
毛利率	39.50%	38.00%	34.90%	33.40%	31.90%	30.40%	28.80%	25.80%	22.70%
毛利率变动	7.60%	6.10%	3.00%	1.50%	0.00%	-1.50%	-3.10%	-6.10%	-9.20%

来源: 国金证券研究所

2、毛利率目前处于历史低位: 紧盯蔗糖产量及食用酒精开工率判断未来走势

毛利率处于历史低位, 但历史证明公司有能力强保持利润率的稳定。从 1997 年有数据开始, 公司 2011 年上半年综合毛利率下滑到 31.8%, 位于历史上第二个低谷区域, 其 2007 年第一个低谷区也是由于 06/07 榨季糖蜜价格高位对公司经营产生的冲击。但是, 从 2006 年糖蜜价格位于 600 元左右到 2010 年糖蜜价格位于 1000 元左右, 价格上涨了接近 70%, 但毛利率仅下降了不到 3 个百分点, 证明公司有能力强通过提价和产品结构的调整转嫁掉糖蜜成本上涨的不利影响。

蔗糖产量提升, 酒精厂开工率正逐步下降。国内, 相对 2010/11 榨季, 2011/12 榨季的国内蔗糖生产预计增长 14.8% 达到 1200 万吨, 国外, 有增有减但产量基本维持。从这一角度来说, 下一榨季糖蜜的供应量偏紧情况不会显著变化。从酒精厂开工情况来讲, 其开工主要受到国家政策 (如环保)、毛利率水平、运输成本、资金成本等方面的影响。从目前的情况来看, 木薯、玉米酒精企业盈利状况开始好转, 但由于信贷政策和环保政策将维持偏紧状态、未来食用酒精需求并无大幅增加趋势, 可以预期下一步食用酒精生产商的开工率会随着酒精价格的下降而有所下降, 从而减少对糖蜜的需求。

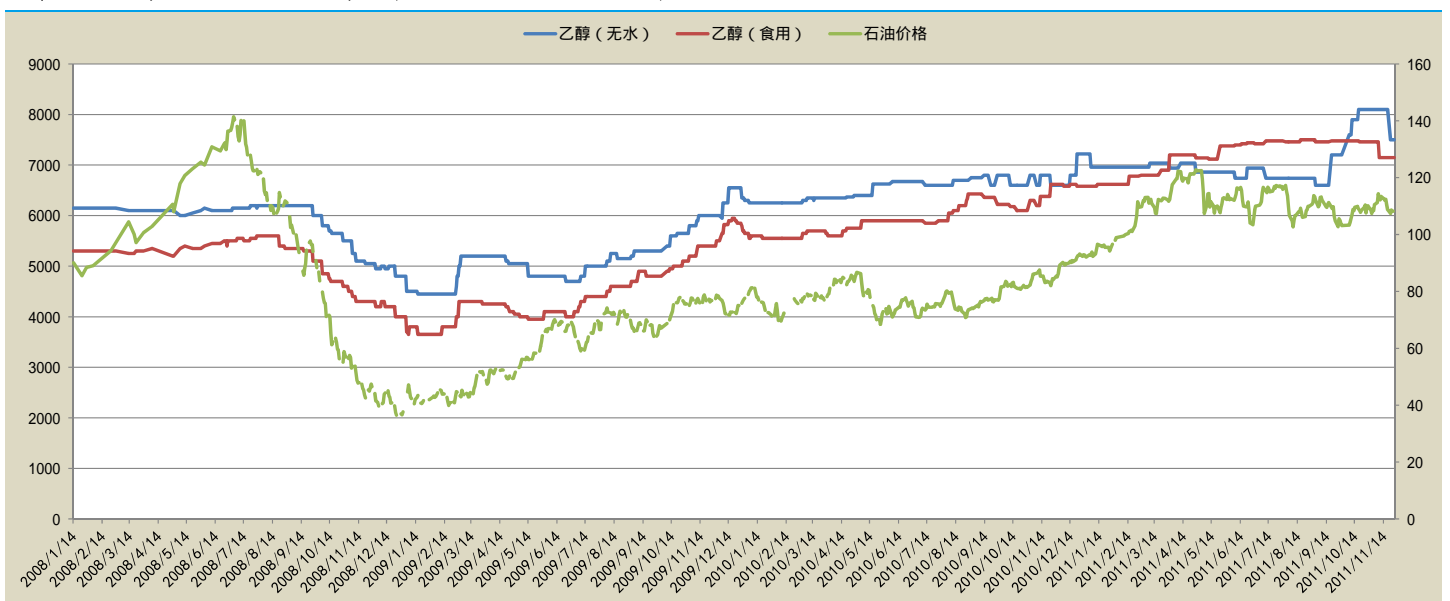
3、最新价格更新

根据南宁糖交所的最新价格更新 (http://www.ncce.biz/messageshow/msg_show.aspx?msg_id=49872)

广西甘蔗糖蜜目前在 1100 元左右成交, 糖厂高于此价格的报价有价无市, 而榨季仍在继续, 大批量的糖蜜交易还没有发生, 目前的糖蜜价格仅为参考价格。

乙醇 (无水)、乙醇 (食用) 和原油价格均在高位震荡。

图表8: 乙醇 (无水)、乙醇 (食用)、石油价格三者息息相关



来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-08-08	买入	35.36	46.80 ~ 46.80
2	2011-10-17	买入	29.55	46.80 ~ 46.80

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B