

评级：强烈推荐（上调）
食品饮料
深度报告
证券研究报告

李镜池 S1030209080561

联系人：晁岱秀 S1080110100006

电话：0755-82485059

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

安琪酵母（600298）
——玩转酵母 再攀高峰
交易数据

上一交易日股价(元/股) 31.99

总市值(百万元): 10545

流通股本(百万股): 271.4

流通股比率(%): 82.3%

资产负债表摘要(09/11)

股东权益(百万元): 2435.66

每股净资产(元): 7.39

市净率(%): 4.33

资产负债率(%): 36.7

公司股价近一年走势

相关报告

《安琪酵母(600298)-业绩略低于预期 长期快速增长仍可期》-20110125

《安琪酵母(600298)-糖蜜价格高企 毛利率持续下降》-20110718

- **国内酵母行业的绝对龙头** 随着酵母的应用范围越来越广，其需求量亦逐渐增加，国内酵母产销量有10%以上的增长。公司的酵母产量居世界第三位，国内第一，占国内市场份额超过50%，为国内酵母行业的绝对龙头。管理层和技术人员持股10%，共助企业稳健发展。
- **糖蜜价格每下降100元可增厚EPS0.15元** 糖蜜为公司的主要原料占生产成本的50%以上，目前糖蜜价格已进入下滑通道，吨价从1250元下滑至1100元，或继续下降到800元，其原因：①糖蜜的需求减少，部分酒精厂因污水问题停产，酒精的主要原料木薯获得丰收；②南方甘蔗丰产，新糖蜜上市必将促使糖蜜价格下行；③泰国糖蜜丰收，吨价已从110多美元下滑至70美元；④扩大糖蜜进口，公司已获得10万吨进口配额，到厂价已低于1000元，降幅超过500元，其他酵母厂也在积极进行糖蜜进口。
- **重点扩展酵母深加工 发力酶制剂勇攀科技高峰** 公司发展以稳步传统酵母业务，重点扩展酵母深加工业务包括酵母YE、保健食品、酶制剂等。YE已是公司的第二大业务，为一种天然健康的鲜味食品原料；保健食品以酵母粉、酵母硒、酵母铬等特色营养品为主；酶制剂为公司勇攀科技高峰的新业务，主要用于生物制药，并享受国家政策扶持。
- **上调至“强烈推荐”** 预计11~13年的EPS分别为1.03(31X)、1.46(22X)、1.95(16X)，公司在酵母行业的绝对优势、糖蜜价格下降促使盈利能力恢复、不断加大小包装产品的推广力度、酶制剂为高科技生物产业并获政策扶持，我们认为其估值应享有一定幅度的溢价，PE可维持在30倍左右，12个月的目标区间42~45元，上调投资评级至“强烈推荐”。

- **股价表现催化剂：**糖蜜价格持续下降，产能如期释放

- **风险：**欧债危机继续恶化，中东政局动荡持续

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,686.3	2,101.0	2,488.2	2,898.7	3,672.7
同比(%)	28.6%	24.6%	18.4%	16.5%	26.7%
营业毛利	620.1	709.2	762.3	974.1	1,286.2
同比(%)	39.1%	14.4%	7.5%	27.8%	32.0%
归属母公司净利润	210.2	285.0	338.0	482.6	641.2
同比(%)	101.1%	35.6%	18.6%	42.8%	32.9%
总股本(亿股)	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
每股收益(元)	0.64	0.86	1.03	1.46	1.95
ROE	20.2%	19.7%	13.4%	16.0%	17.6%
P/E(倍)	50.2	37.0	31.2	21.8	16.4



目 录

1、酵母应用范围不断扩展	4
2、国内酵母行业的绝对龙头	5
2.1、管理层和技术人员持股 10.5%	5
2.2、酵母占公司销售额的 80%	6
2.3、销售网络已遍布全球大部分地区	8
2.4、与乐斯福、联合马利相比各有优势	11
3、糖蜜价格下滑促使盈利能力快速恢复	12
3.1、发酵酒精产量近 10 年来首次零增长	12
3.2、糖蜜每下降 100 元可增厚 EPS0.15 元	14
4、酵母深加工全面突破	17
4.1、酵母抽提物—为公司重点打造的第二大业务	17
4.2、保健食品—产品独特 发展战略尚需改善	20
4.3、酶制剂—勇攀科技高峰	23
5、盈利预测	25
6、风险提示	26



图 1: 高活性酵母占酵母用量的 50%以上.....	4
图 2: 国内酵母产量维持 10%左右的增长.....	5
图 3: 管理层和技术人员持股 10.5%	6
图 4: 产品系列围绕酵母开发.....	6
图 5: 酵母占公司销售收入的 80%	7
图 6: 全国已有 6 个生产基地投入生产.....	7
图 7: 到 2013 年酵母产能将达到 15.76 万吨.....	8
图 8: 国内 26 个办事处分布图.....	9
图 9: 国际销售网络分布图.....	9
图 10: 2010 年国内销量占比为 52.2%, 销售额占比为 58.6%	10
图 11: 出口销量增速下滑至 15.4%, 国内销量增速增加至 30.8%.....	10
图 12: 2011 年上半年国外销售额占比下滑至 37.9%.....	10
图 13: 广西省占糖蜜产量的 67%	12
图 14: 酵母消耗糖蜜产量的 17%	13
图 15: 酒精价格维持在 7000 元/吨.....	13
图 16: 2011 年酒精产量增速首次出现零增长.....	13
图 17: 糖蜜占生产成本的 45%以上	15
图 18: 糖蜜价格已回落到 1100 元/吨.....	15
图 19: 毛利率受糖蜜价格高企影响下滑至 29%.....	15
图 20: 酵母抽提物的主要成分.....	18
图 21: 酵母抽提物开发的系列产品.....	19
图 22: 到 2012 年YE产能将达 3.3 万吨.....	19
图 23: NBTY 早已开始销售酵母硒和酵母铬等保健食品.....	20
图 24: 加盟店内部装修状况.....	22
图 25: 公司保健食品将维持 40%左右的增长.....	22
表 1: 酵母已应用到食品、营养、生化等多个领域.....	5
表 2: 酵母产能将在 11~13 年陆续释放.....	8
表 3: 安琪酵母产能全球第三、国内第一.....	11
表 4: 木薯造酒精盈利最高为 2140 元/吨.....	14
表 5: 糖蜜价格每下降 100 元毛利率将提升 3 个百分点.....	17
表 6: 已有 4 个生产基地可生产YE	19
表 7: 有 11 款酵母类的特色保健食品.....	21
表 8: 保健食品新产能.....	22
表 9: 酶制剂的生产进展情况.....	24
表 10: 各产品销售收入预测表.....	25
表 11: 盈利预测表.....	26



1、酵母应用范围不断扩展

酵母是一种可食用的、营养丰富的单细胞微生物，它与人类日常生活和工业应用有着广泛密切的联系；酵母也是人类利用最早、应用范围最广、当前人类直接食用量最多（以百万吨计）的一种微生物。活性酵母则是指以粮食、糖类等为原料，利用生物工程技术培养得到的、具有发酵活性的纯微生物制品。

除了做馒头、面包外，酵母还被用于许许多多的领域。

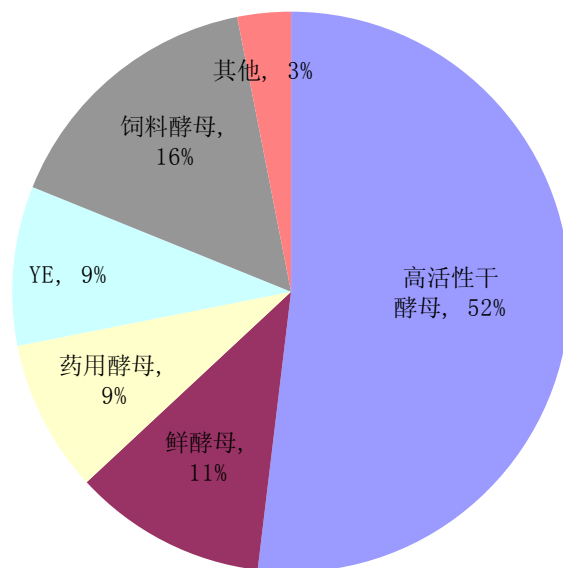
首先，酵母是酿造过程中十分重要的原料，比如酿制白酒、葡萄酒、啤酒，都需要酵母的参与。以此相关的，改善全球能源结构的生物燃料乙醇的生产，也包含了酵母的巨大功劳。

从酵母中提取的营养物质，被称为“酵母抽提物”，是非常理想的鲜味物质和微生物营养源。据悉，在国际上，酵母抽提物被广泛应用到调味领域，是继味精、I+G 之后的第三大鲜味物质，而且在三种鲜味剂中它唯一具有食品属性，因而备受欢迎。

酵母还能做成保健食品。由于酵母本身富含多种营养，用其开发的酵母蛋白粉、即食酵母粉等是良好的营养补充剂；酵母能将无机微量元素转化为有机形态，如酵母锌、酵母硒、酵母铬，是目前最好的微量元素补充来源；酵母体内富含一种称为“酵母葡聚糖”的多糖类物质，是高效的免疫增强剂。

酵母还能替代抗生素的使用，使动物养殖业的安全养殖、无公害养殖、绿色养殖得以实现。

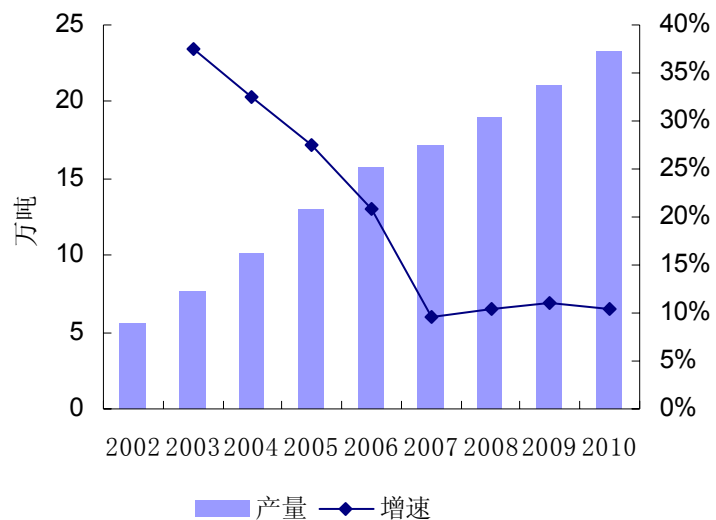
图 1：高活性酵母占酵母用量的 50%以上



数据来源：中国生物发酵产业协会 第一创业研究所



图 2: 国内酵母产量维持 10% 左右的增长



数据来源: 中国生物发酵产业协会 第一创业研究所

国际酵母行业现状:

- 1、全球酵母工业处于稳步发展阶段; 全球酵母行业年均增长 3-4%, 但中国年均增长 10%, 另一些第三世界的发展中国家酵母发展非常快。
- 2、酵母的应用领域不断扩展。
- 3、社会对食品原料的安全关注进一步提高, 酵母被列为食品而非添加剂, 这将进一步扩大酵母的使用空间使用量。

表 1: 酵母已应用到食品、营养、生化等多个领域

产品领域	细分领域	产品	应用
食品工业	烘焙原料	烘焙酵母	各式面包、西点产品的发酵
	中式发酵面食	高活性干酵母、馒头改良剂	馒头、包子等蒸煮面食的发酵
	调味品	安琪YE	方便面、肉制品、家用调味料
	酒	酿酒酵母	白酒、啤酒等的发酵
人类营养健康	保健品	补锌颗粒、即食酵母粉等	日常保健、缓解压力、延缓衰老
生物化工	生物新能源	超级酿酒酵母	生产燃料乙醇
	微生物培养基	专用抽提物	广泛应用于实验室和工厂
	酶制剂	卤醇脱卤酶、核酸酶P1等	阿托伐他汀中间体A5, 核苷酸等
动物营养与健康	饲料	高活性干酵母、复合酵母	禽、畜、水产等类养殖

数据来源: 公司网站 第一创业研究所

2、国内酵母行业的绝对龙头

2.1、管理层和技术人员持股 10.5%

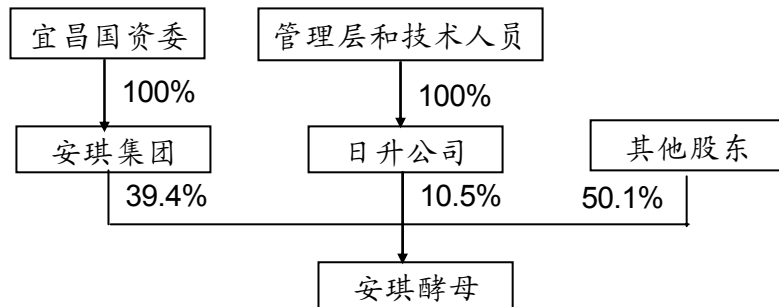
公司成立于 1986 年, 是从事酵母及酵母衍生物产品经营的国家重点高新技术企业、上市公司。

截止到 2010 年 6 月, 公司完成了将管理层和技术人员持有的安琪酵



母（伊犁）有限公司 30%股权、安琪酵母（赤峰）有限公司 10.5%股权和宜昌宏裕塑业有限责任公司 65%股权注入到上市公司，至此，管理层与广大投资者的利益相一致。2011 年 8 月完成非公开增发股票后，公司总股本扩容到 3.3 亿股，实际控制人仍是宜昌市国资委，而管理层和技术人员持股比例为 10.5%，共助企业稳健发展。

图 3: 管理层和技术人员持股 10.5%

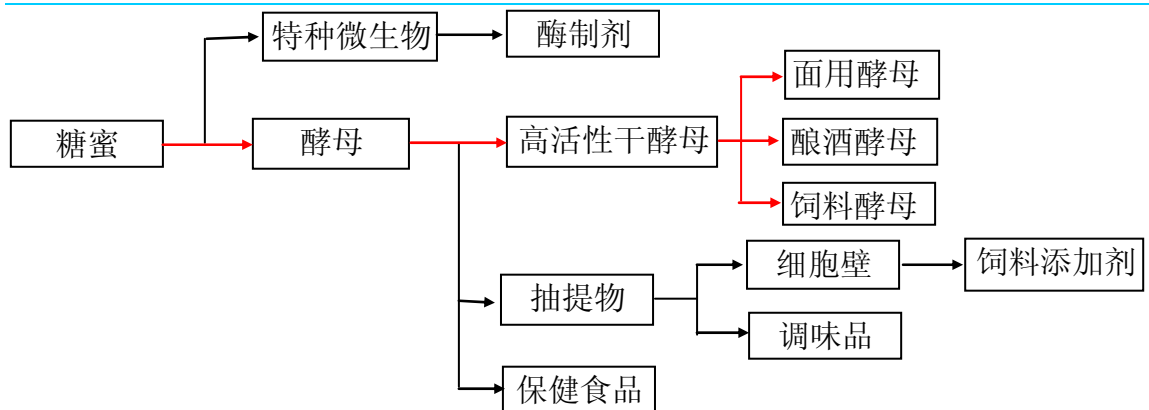


数据来源：公司公告 第一创业研究所

2.2、酵母占公司销售额的 80%

公司主导产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。公司酵母生产规模、市场占有率均居于国内及亚洲之首。

图 4: 产品系列围绕酵母开发



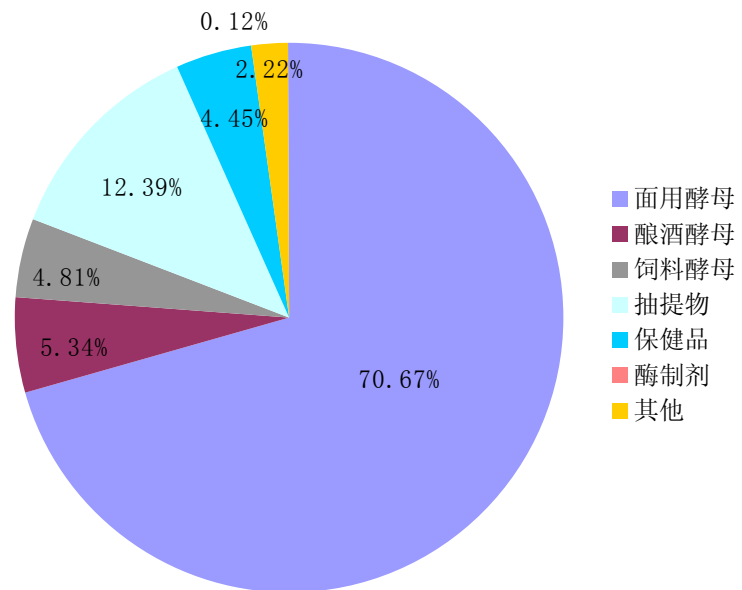
数据来源：公司公告 第一创业研究所

酵母占公司销售额的 80%。酵母为公司的主要业务，包括面用酵母、酿酒酵母、饲料酵母，以面用酵母为主占销售收入的 70.7%，其中小包装的馒头酵母几乎垄断了国内市场。

公司已在全国建设 6 个生产基地，分布于湖北宜昌、新疆伊犁、内蒙古赤峰、山东滨州、河南睢县、广西崇左，其中宜昌、伊犁、崇左产能都在 2.5 万吨以上的大型基地，并在糖蜜主产区的广西柳州、云南德宏新建两家 2 万吨以上的基地。为进一步开拓国际市场，自 09 年开始在埃及建设 1.5 万吨酵母生产基地，预计在 12 年上半年就能投产。



图 5: 酵母占公司销售收入的 80%



数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 6: 全国已有 6 个生产基地投入生产



数据来源: 公司网站 第一创业研究所

新增产能方面公司今年 5 月崇左三期(新增 1.5 万吨酵母和 8000 吨味素)已经投产, 加上宜昌本部扩建的 5000 吨酵母和 2000 吨味素预计在 11 年年底投产, 届时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)预计在 12 年上半年(争取一季度)投产, 12 年或能贡献 7500 吨酵母, 当地的糖蜜价格在 900 元/吨左右; 而柳州的 2 万吨产能预计 11 年底动工, 12 年 8 月份左右投产; 而生物产业园方面, 第一个项目(保健品)将于 12 年 3 月份投产, 其他三个项目将会在 6-9 月份陆续投产; 德宏方面(新增 2 万吨干酵母)预计 13 年 1 月投产; 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



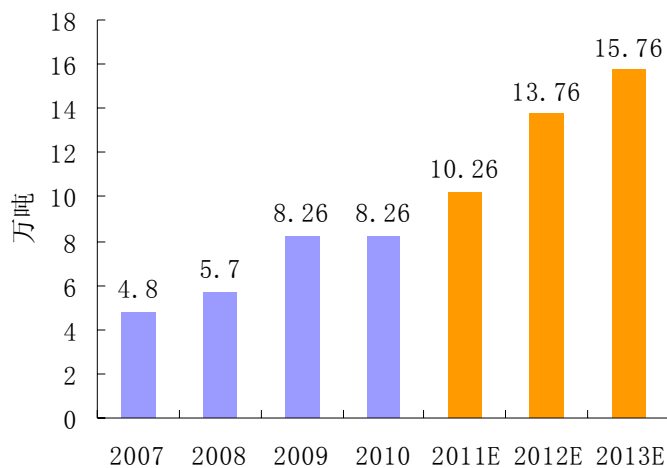
万吨（其中干酵母分别为 13.76 万吨和 15.76 万吨）。

表 2: 酵母产能将在 11~13 年陆续释放

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
宜昌本部	2	2	2	2	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
山东滨州	0.4	0.4	0.66	0.66	0.66	0.66	0.66
河南睢县	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
广西崇左	0	0.9	2	2	3.5	3.5	3.5
广西柳州	0	0	0	0	0	2	2
云南德宏	0	0	0	0	0	0	2
埃及	0	0	0	0	0	1.5	1.5
合计	4.8	5.7	8.26	8.26	10.26	13.76	15.76

数据来源：公司公告 第一创业研究所

图 7: 到 2013 年酵母产能将达到 15.76 万吨



数据来源：公司公告 第一创业研究所

公司酵母国内销量增速在维持 20% 以上。面用酵母占销售额的比重超过 70%，为公司的主打产品，相关产品包括高活性酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、超级 2 合 1 酵母、面包/馒头改良剂、百钻烘焙原料等，特别是家用小包装高活性干酵母几乎垄断了国内市场。随着城镇化的进程、对食品安全的更加关注，酵母对“老面”的代替趋势将持续，特别是小型馒头制造企业，将促进酵母需求的持续增加。

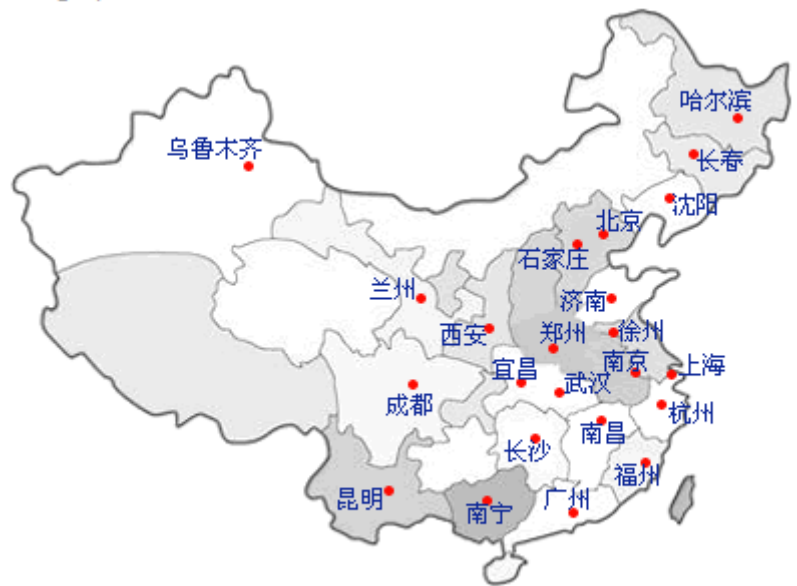
2.3、销售网络已遍布全球大部分地区

安琪酵母的销售网络经过二十多年的建设，产品已遍布全国的各地区的商超和乡村的小卖铺。在国内大部分省会城市成立办事处，目前已有 26 个办事处。

国际市场的开拓主要依靠海外代理商，公司产品已销售到欧洲、美洲、亚洲、非洲四十多个国家和地区。

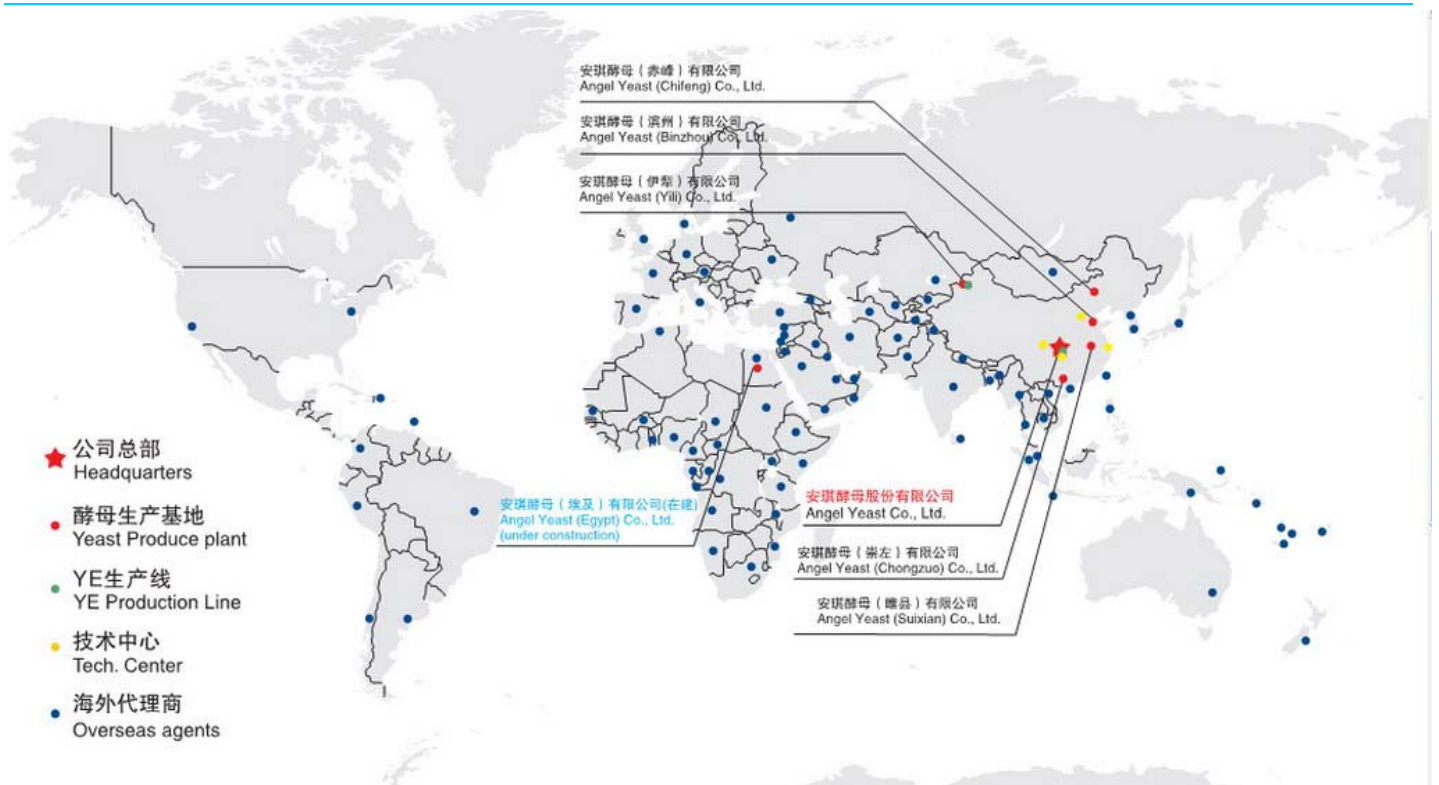


图 8: 国内 26 个办事处分布图



数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 9: 国际销售网络分布图



数据来源: 公司网站 第一创业研究所

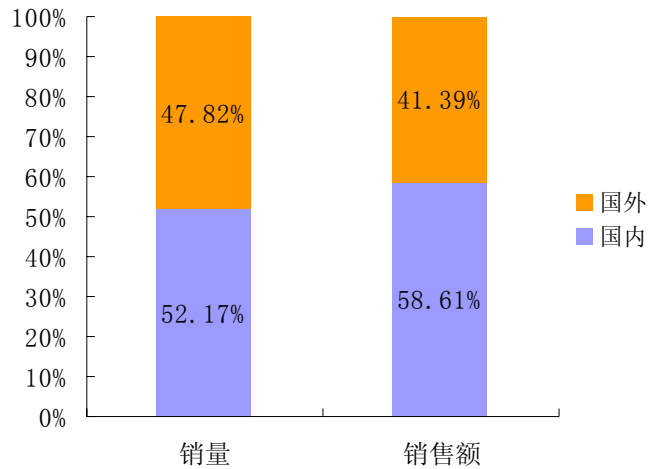
国内市场仍是公司的大本营，占销售收入的 60%左右，销量占比为 52.2%，另外国内销售价格高于出口价格。

国外销售是公司近几年高速增长的主要动力来源。00~10 年销售增速都维持在 40%以上，其销量占比也在不断攀升，到 2010 年占比已达到 40%。国外销量最大的为中东和北非地区（2~2.5 万吨/年，售价在 1.7~1.8 万元/吨，销售额超过 3 亿元），11 年受政局动荡影响销量下滑了 40~50%，其他销



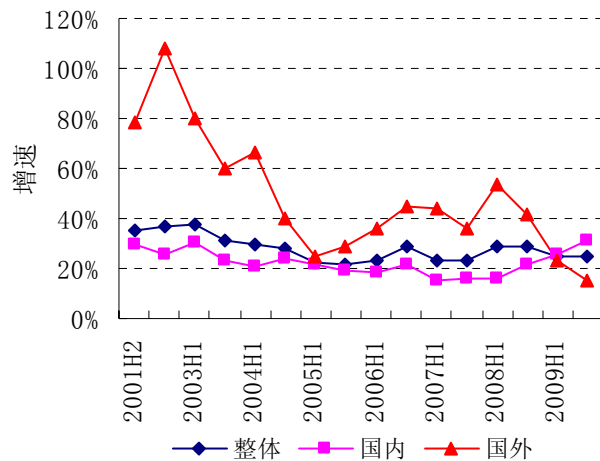
售地区东南亚 1 万多吨，俄罗斯等独联体 1 万多吨，南美和北美都不到 1 万吨，东亚约有 2000 吨。

图 10: 2010 年国内销量占比为 52.2%，销售额占比为 58.6%



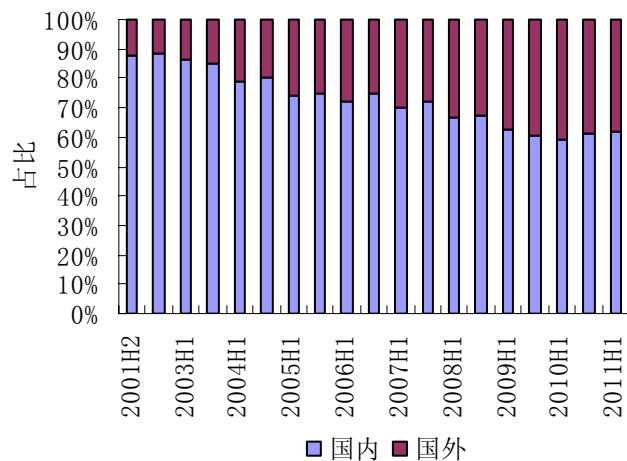
数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 11: 出口销量增速下滑至 15.4%，国内销量增速增加至 30.8%



数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 12: 2011 年上半年国外销售额占比下滑至 37.9%



数据来源: 公司公告 第一创业研究所



到 2011 年上半年，国内销售增速快速下滑至 15.4%，销售额占比也下滑到 37.9%，并有继续下滑的趋势。国外销量下滑的主要原因：1、中东、北非的政治动荡。2、全球经济下滑；3、人民币升值的原因；4、公司将产品价格上调 5%，而竞争对手并未提价。

2.4、与乐斯福、联合马利相比各有优势

全球酵母企业约 300 家，但产量主要集中在少数几家生产企业，如法国的乐斯福（LESAFFRE）、英国的联合马利（AB MAURI）、中国的安琪酵母和加拿大的拉曼（LALLEMAND）等。在国际市场，安琪酵母的份额仅次于乐斯福和联合马利，位于世界第三位，而在国内的市场，安琪酵母份额超过 50%，在小包装酵母方面更是独占鳌头。

表 3：安琪酵母产能全球第三、国内第一

企业名称	国别	国际		国内	
		产能	厂家	产能	厂家
乐斯福 (LESAFFRE)	法国	25	25	1	2
联合马利 (AB MAURI)	英国	20	—	2.3	5
安琪酵母 (ANGEL)	中国	1.5	1	13.76	8
拉曼 (LALLEMAND)	加拿大	6			

数据来源：公司公告 第一创业研究所 单位：万吨

安琪与国际酵母巨头乐斯福、联合马利的差异点，安琪酵母既有优势也有差距，不过大家一致认可的是，安琪酵母在优势方面无人能及，而在与同行的差距上则不断缩小。

1、定位差异：安琪以做民用产品为主，马利客户则集中于大的工业客户，专注于烘焙类酵母，乐斯福产品较高端，以酒店宾馆为主。之所以有此差异，也是安琪适应国情的必然，安琪起步期以酿酒酵母获得市场认可，并开发出适应国内馒头发酵用的馒头酵母，因此烘焙原料的经验没有马利足，高端品起步也稍晚，但受访者都表示公司在这两方面成长也非常快速。

2、服务差异：河北一位兼营安琪与马利产品的经销商认为，安琪的服务在民用方面有绝对优势，但在烘焙上目前还不如马利专业，马利的销售人员都是烘焙专家，有传统的西点制作经验，在业内口碑好，但安琪这样的人才还不多，可喜的是安琪在不断改善，北京技术中心让他有机会带客户去接受培训。乐斯福高管层基本是外籍人士，至少也是香港人，质量在业内很好，但公司运作习惯与国内有些不同，河北那位经销商基本不与乐斯福合作。

3、推广策略：最近一年来安琪和乐斯福的推广活动最多，马利较少。在推广服务方面，各家企业都在建技术服务中心，安琪还计划在成都建企业技术中心，今后形成东西南北中的技术服务布局，但上海的规模最大，今后上海总部将成为最重要的国际交流平台。目前马利和乐斯福也在上海、北京设立了营销中心，但安琪的技术中心全国布局更为完善。



4、配套产品：经销商反映，在烘焙产品方面，马利有自己的面包改良剂厂（在番禺）和油脂工厂（天津），所以产品配套方面做的比安琪要好，相当于有完整的面包原料供应线；安琪的面包改良剂自主生产，市场反应也不错，但油脂并非自产，在供应稳定性上还有改善空间。

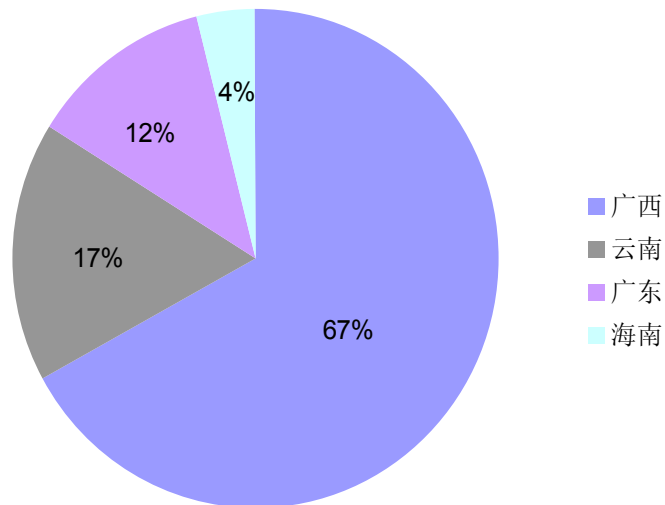
3、糖蜜价格下滑促使盈利能力快速恢复

3.1、发酵酒精产量近 10 年来首次零增长

我国南方各省，如广西、广东、福建、四川和台湾等省均盛产甘蔗，是我国主要的甘蔗糖厂产区。在大量生产甘蔗糖的同时，也产生大量的甘蔗糖蜜，其产量约为原料甘蔗的 2.5~4%，糖蜜的含糖量大多在 38%~50% 之间，以 48% 含糖量为主，全国糖蜜产量大约有 350~500 万吨左右。由于产区的土质、气候、原料品种、收获季节和制糖方法，工艺条件的不同，因此糖蜜中的成分也不同。

在糖蜜的主要产区广西，广西糖业的糖厂每年平均加工糖蜜酒精大约 20~30 万吨，消耗糖蜜 80~130 万多吨，占广西糖蜜产量的 50% 左右。云南是仅次于广西的蔗糖主产区，拥有糖厂 80 多家，用于酒精生产的甘蔗糖蜜年产量超过 50 万吨。

图 13: 广西省占糖蜜产量的 67%



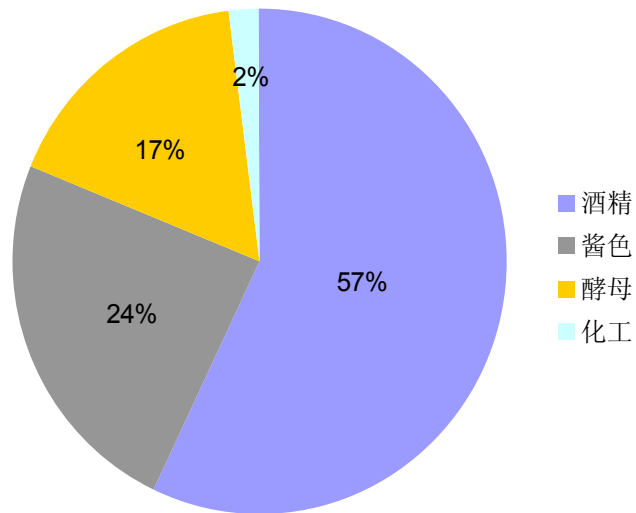
数据来源：南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所

糖蜜的主要消费对象是酒精，全国酒精大约用糖蜜产量的 57%，年耗糖蜜超过 230 万吨，是糖蜜消耗的主要途径。另外，生产酵母也是糖蜜消耗的重要途径之一，从目前的生产现状看，生产 1 吨酵母需要糖蜜 5.6 吨，按现今我国 20 万吨酵母的消费水平，酵母对糖蜜的需求约在 120 万吨左右。

近年来糖蜜的用途进一步扩大，往年使用糖蜜的行业无非是酒精、酵母两样，这两年味精、酱油、焦糖色素、饲料、制药（核黄素）等产业糖蜜用量也近 100 万吨。

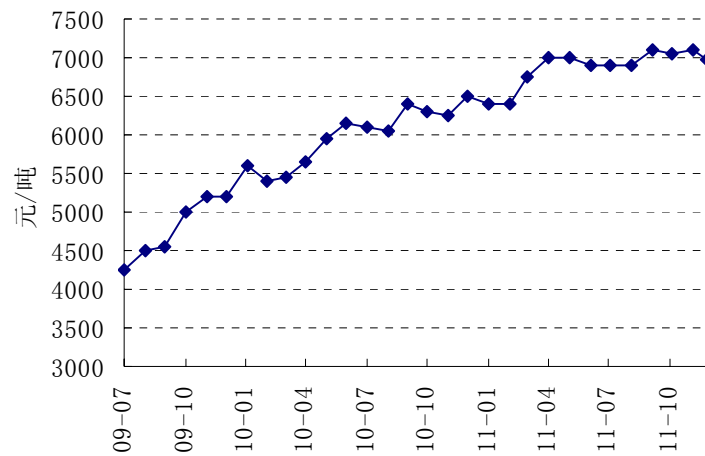


图 14: 酵母消耗糖蜜产量的 17%



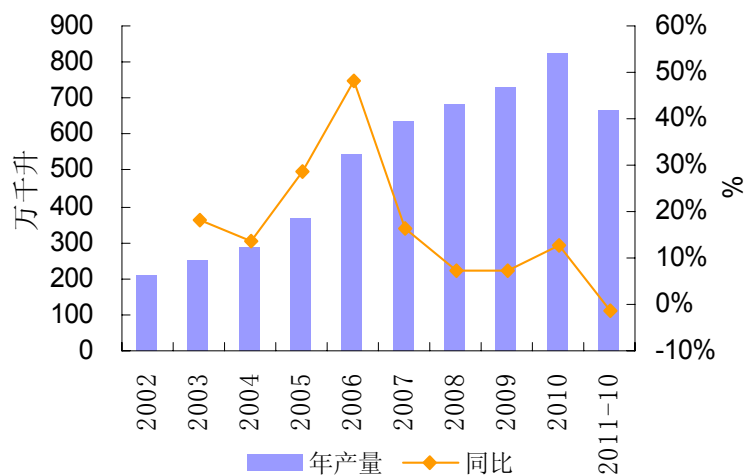
数据来源: 南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所

图 15: 酒精价格维持在 7000 元/吨



数据来源: 南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所

图 16: 2011 年酒精产量增速首次出现零增长



数据来源: WIND 第一创业研究所



酒精价格随着原料价格上涨而水涨船高。从 09 年的 4300 元/吨一路飙升到 7000 元/吨，并维持在高位震荡，而酒精产量出现了近 10 年来首次零增长，主要受国家针对发酵酒精污水出台了处理污水的新国标。

生产酒精的主要原料有木薯、糖蜜、玉米淀粉等。木薯造酒精的盈利能力最高可达 2140 元/吨，其次为糖蜜可达 1450 元/吨，都为包含污水处理费用。玉米酿造酒精一直未能盈利，国家的政策支持将在 2015 年完全退出。

表 4: 木薯造酒精盈利最高为 2140 元/吨

项目	鲜木薯	甘蔗	甘蔗糖蜜	玉米
原料价格(元/吨)	580	365	1100	2250
原料单耗(吨)	7	16	4.5	3.2
原料成本(元/吨)	4060	5840	4950	7200
酒精加工费(元/吨)	800	700	600	800
酒精生产成本(元/吨)	4860	6540	5550	8000
酒精市场价(元/吨)	7000	7000	7000	7000
盈亏额(元/吨)	2140	460	1450	-1000
原料成本占总成本比	84%	89%	89%	90%

数据来源：南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所 注:未含污水处理费用

污染问题是酒精生产面临的重大问题，发酵酒精产生的污染主要为水污染。生产过程的废水主要来自蒸馏发酵成熟后排除的酒精糟，生产设备的洗涤水、冲洗水，以及一级蒸煮、糖化、发酵、蒸馏工艺的冷却水等。每生产 1 吨酒精约排放 13~16 吨酒精糟，按年产 820 吨计算，每年产生酒精废水达到 1.1~1.3 亿吨。2011 年 11 月公布《发酵酒精和白酒工业水污染物排放标准》，首次针对酒精企业的污染废水提出，从 12 年开始实施，这将对盈利并不高的酒精企业以很大的压力，已导致部分酒精企业停产或转型。

3.2、糖蜜每下降 100 元可增厚 EPS0.15 元

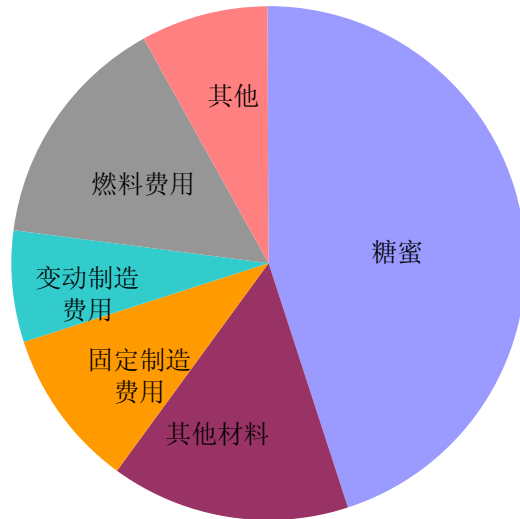
公司每生产 1 吨酵母大约需要 5.2~5.3 吨糖蜜，每年大约需要 60 多万吨糖蜜。糖蜜占公司生产成本的份额已超过 50%，糖蜜存货大约可使用 2~3 个月，11 年四季度毛利率仍会比较差。

目前，河南工厂主要生产特种酵母，完全不用糖蜜。新疆糖蜜价格维持在 1000 元/吨以内。公司一直与东亚集团保持长期合作，无论价格如何都将提供 20 多万吨的糖蜜。

糖蜜是生产酵母的主要原料，占公司生产成本的 50%以上，随着糖蜜价格上涨影响其占比甚至超过 60%。糖蜜从 09 年的 600 元/吨左右一路上升到最高的 1250 元/吨，导致公司毛利率从 39%下降至 29%，严重影响了公司的盈利能力。

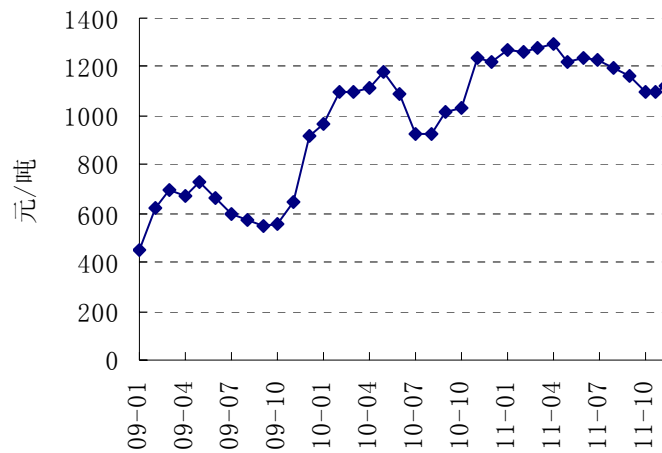


图 17: 糖蜜占生产成本的 45%以上



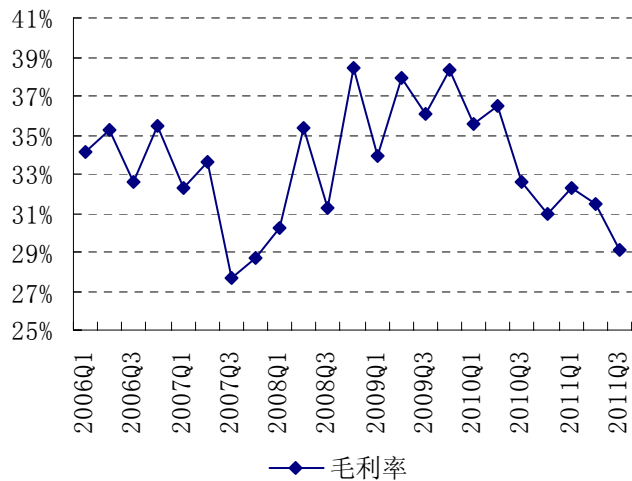
数据来源: 南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所

图 18: 糖蜜价格已回落到 1100 元/吨



数据来源: 南宁(中国-东盟)商品交易所 第一创业研究所

图 19: 毛利率受糖蜜价格高企影响下滑至 29%



数据来源: 公司公告 第一创业研究所



糖蜜价格的回落也将促使公司毛利率的快速回升。面对糖蜜价格高企，公司已申请从国外进口糖蜜，已获得进口 10 万吨糖蜜的进口配额，第一批的 1 万吨已达到南京港，到厂价约为 1100 元/吨。11 年前三季度公司的糖蜜到厂价甚至高达 1700 元/吨（1250 元/吨的出厂价+17%增值税+300 元运费）。另外，价格低廉的进口糖蜜对毛利率的提升将在 12 年 2 月份表现出来。

国内糖蜜价格已进入下滑通道，预计 12 年糖蜜价格降到 800~900 元/吨。造成糖蜜价格下跌的主要因素有以下几个方面：

一、糖蜜需求减少：一些糖蜜终端用户如味精厂、焦糖色素厂、药厂等受市场需求或国家关于规范食品添加剂使用等原因，厂家成品库存增加。有些食品添加剂的生产受法规限制，不再以糖蜜为原料，从而导致糖蜜需求大幅减少。以糖蜜为原料制酒精的污水处理相对不太容易，在国家加大环保治理力度的情况下，部分酒精厂因环保排放的问题生产不能正常进行，减少了糖蜜需求。

二、生产酒精的主要原料木薯的价格狂跌：越南木薯丰收，大量出口到中国，南方木薯又将在新榨季开始时上市，其替代品马铃薯淀粉价格快速下跌 50%，这些因素导致木薯价格下跌已成定局。受木薯价格走低的影响，以木薯为原料的酒精生产成本进一步降低，将导致酒精更多的使用木薯为原料，减少糖蜜的使用量。

三、库存糖蜜低价抛售：有的酒精厂因环保问题生产不稳定，还有大量库存糖蜜。少数糖蜜经销商开始在新榨季前压低价格出售上榨季的库存糖蜜。部分糖厂还有库存的上榨季的糖蜜，其销售价格会受到新榨季糖蜜价格的影响，买方处于观望状态。

四、国内糖蜜总量攀升：广西、云南、新疆、黑龙江等产区总量比去年增加，糖蜜总量也随之增加。2011/12 年制糖期全国食糖产销工作会议暨全国食糖、糖蜜酒精订货会于 11 月 1 日~2 日在海口召开，糖蜜酒精订货成交清淡，厂家期待中的热烈并没出现。糖会表示，2010/11 年制糖期全国食糖产量为 1045 万吨，预计 11/12 榨季全国食糖产量 1200 万吨，增产 14.8%。

五、国际糖蜜价格下挫：国外糖蜜价格明显低于国内糖蜜价格。东南亚等国家糖蜜，出口到中国价格低于 1000 元。据泰国甘蔗和糖协会办公室一官员称，初步估计泰国 2011/12 榨季预计收获甘蔗 9940 万吨，与 2010/11 榨季的 9536 万吨相比增长 4%。2011/12 年榨季全球糖蜜总产量将创历史最高纪录 6100 万吨（历史纪录为 2006/07 榨季的 5950 万吨，2010/11 榨季为 5930 万吨）。具体来说，欧洲地区预计增长 10%，南美地区受巴西灾影响下降 3%，而亚洲地区，作为主要糖蜜出口贸易的中心，其糖蜜产量稳定增长 6%。国际糖蜜分析机构预测糖蜜价格会比去年降低 50% 左右。

经测算，糖蜜价格每下降 100 元，公司毛利率可提升 3 个百分点左右，可增厚 EPS0.15 元。



表 5: 糖蜜价格每下降 100 元毛利率将提升 3 个百分点

糖蜜价格	1250	1150	1050	950	850
降幅	0	100	200	300	400
毛利率	25.27%	28.38%	31.49%	34.59%	37.70%

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

4、酵母深加工全面突破

公司在发展酵母主业的同时, 并对酵母深加工全方位发展。至今, 酵母深加工已占公司销售收入的 20% 左右, 其中酵母抽提物发展最为迅速, 占比已超过销售额的 12%。公司已在北京、上海成立酵母营销中心继续推进应用技术服务的同时, 三项酵母深加工的新业务发展也呈现良好发展态势, 其中抽提物近几年增速都在 40% 左右, 动物营养增速超过 25%, 保健品业务也有 20% 的增长。

4.1、酵母抽提物—为公司重点打造的第二大业务

20 世纪初酵母抽提物 (又称 YE) 产品率先在欧洲国家出现, 60 年代开始了工业化生产阶段, 但直到 90 年代后随着 YE 的优势发挥、应用领域扩大以及植物水解蛋白等潜在问题的发现, YE 市场才得到迅速发展, 并快速扩展到世界其他国家。

抽提物因为天然、安全在全球发展很快, 全球知名的企业正响应 300 多位专家的倡议, 降低食物盐分。专家们认为摄盐过多是心脏病高血压的主要原因之一, 因此食物需要降盐。但盐分减少后, 食物鲜味不足, 通过增加抽提物可以提高食物鲜味, 满足食品既健康又鲜美。目前全球第一大酱油厂龟甲万已在产品上明确表示降盐 40%, 联合利华承诺所有调味产品都降盐, 计划全年减少 1500 吨盐, 这些都将用酵母抽提物来增厚其鲜味。另外, 鸡精行业中凡高档鸡精都要使用 YE, 因此 YE 未来前景一片光明。

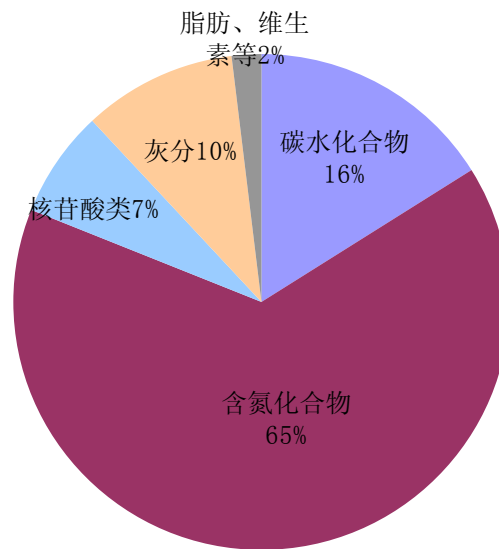
对食品添加剂问题的关注也为 YE 提供了广阔的空间。越来越多的消费者开始关注食品标签, 消费者会尽量选择不含化工合成原料的、可能有毒有害的、可能危害身体健康原料的食品。YE 是一种天然、安全、健康的食品配料, 不属于添加剂, 所以不需要特别给予 E 编码。在欧盟添加 YE, 具有“清洁标签”的作用。

近几年由于更多的国家关注到食品安全与健康的问题, YE 作为一种新兴的食品配料, 呈快速发展态势。据调查资料统计: 1993 年全球 YE 的产量是 5 万吨, 2007 年达到 11 万吨, 2008 年 12.4 万吨, 平均在 7~8% 的增长, 预计 09 年产能将达到 15 万吨以上。在我国, 近几年达到 30% 以上增长。

酵母抽提物是一种以面包酵母、啤酒酵母或葡萄酒酵母为原料, 采用自溶法或加酶水解工艺, 经分离、脱色(或精制浓缩、喷雾干燥)而成的粉状、膏状或液状的产品。酵母抽提物含碳水化合物 15%-20%、含氮化合物(游离氨基酸和长短肽) 50%~70%、核苷酸 4.5%~5.5%, 以及多种 B 族维生素、矿物质和微量元素等, 具有纯天然、营养丰富、味道鲜美。



图 20: 酵母抽提物的主要成分



数据来源: 公司公告 第一创业研究所

目前全球普遍使用的食品调味增鲜剂包括: 味精 (MSG)、植物水解蛋白 (HVP)、动物水解蛋白 (HAP) 和肉类提取物 (ME)。

YE 作为一种天然的食品配料, 其在市场竞争中的关键优势体现在以下三个方面:

1) YE 被认为是天然、健康、安全的调味增强剂, 满足了人们“崇尚自然、回归自然”的生活理念, 适应了市场发展趋势。

2) 适应标签制度要求。世界各国食品营养标签制度的完善和推广干净标签 (Clean Label, 如犹太食品和清真食品标签)、有机食品, 促使食品生产商从营养学、安全等角度出发, 倾向于使用 YE, 也促进了市场对 YE 的需要。

3) 肉类抽提物成本高, YE 能够完全取代使用; 同时 YE 能满足严格素食者或宗教信仰的使用需求。

安琪酵母在 YE 方面的优势显著。在高“I+G”酵母抽提物项目上, 安琪首家研发获得的高蛋白质、高核酸面包酵母专用菌种中, 蛋白质含量达到 58% 以上、核酸含量达到 16% 以上。再采用了专用核酸酶、转氨酶定向酶解技术, 使产品中“I+G”含量可达到 20%, 安琪“高 I+G 酵母抽提物”的研究达到国际先进水平, 产品溶解性好、透亮性高、粘度适宜, 在滋味、香气等指标方面达到国际同类产品水平, 已广泛用于食品调味领域。

公司已开发多款 YE 产品。国内最大酱油厂海天酱油已开始使用公司的酵母抽提物, 高峰月份时, 用量已超过 100 吨。另外, 公司还开发了小包装调味料, 如安琪鸡精、特浓鲜味汁、调馅专用 YE 等。

到 2012 年公司 YE 产能将达到 3.3 万吨。公司已有 3 个生产基地可生产 YE, 已有的生产能力为 2.3 万吨。到 2012 年宜昌生物园的 1 万吨产能也将投入生产。



图 21: 酵母抽提物开发的系列产品



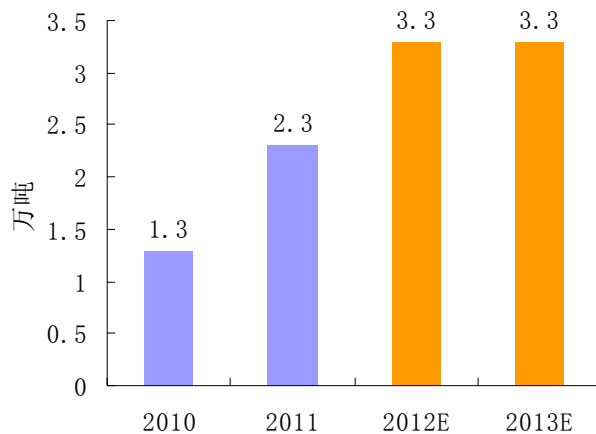
数据来源: 公司网站 第一创业研究所

表 6: 已有 4 个生产基地可生产 YE

单位: 万吨	2010	2011	2012E	2013E
宜昌本部	0.5	0.7	0.7	0.7
新疆伊犁	0.8	0.8	0.8	0.8
广西崇左		0.8	0.8	0.8
宜昌生物园			1	1
合计	1.3	2.3	3.3	3.3

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 22: 到 2012 年 YE 产能将达 3.3 万吨



数据来源: 公司公告 第一创业研究所



4.2、保健食品—产品独特 发展战略尚需改善

酵母是人类理想的营养源，其营养特点可以用“三低四优”来概括，即低脂、低糖、低热量，富含优质蛋白质、优质完全的 B 族维生素、优质矿物质和优质膳食纤维，不含胆固醇，是符合现代人士饮食结构的理想保健食品。

酵母在发酵过程中，可以根据人们的需要，将无机微量元素转化成安全的、生物利用度高的有机微量元素，如酵母硒、酵母锌、酵母铬等。

酵母体内的葡聚糖等多糖物质是高活性的免疫物质，是理想的免疫增强剂。酵母还是良好的 B 族、核酸等保健食品来源。可开发的产品包括即食酵母粉、核酸、酵母 B 族维生素、酵母多糖、微量元素酵母（酵母硒、酵母锌、酵母铬等）。

图 23: NBTY 早已开始销售酵母硒和酵母铬等保健食品



数据来源：NBTY 网站 第一创业研究所

公司 2000 年上市以后开始进入保健食品领域，坚持“酵母技术为核心、营养素为主导、追求健康发展”的理念，积极推进保健食品的研发、市场推广和品牌创建。公司利用酵母技术优势开发具有改善胃肠道、提高免疫力、降血糖、降血脂、抗辐射、护肝、抗疲劳、减肥等功效的系列生物类保健食品，适用不同的人群，受到广大消费者的青睐。

公司有保健食品品牌“安琪纽特”、“开智”、“康普力星”三个品牌，开发出产品 30 多个品种 120 多个规格，其中 14 个产品获得保健品批文，已获得专利授权 4 项，处于公示阶段的专利申请 11 项，处于审查阶段的专利申请 5 项。

公司产品中有 11 个酵母类的特色保健食品，包括酵母粉、酵母多糖、酵母 B 族维生素、酵母硒、酵母铬等。在酵母的培养过程中添加过量的无机微量元素，酵母可将其转化成安全的、利用度高的有机微量元素，更易人体被人体吸收。国际最大的保健食品巨头 NBTY 早已开发出酵母硒、酵母铬产品，并不俗的销量。



表 7: 有 11 款酵母类的特色保健食品

系列	主要产品	价格	规格
安琪纽特	即食酵母粉	55	10g*10袋
	营养酵母(瓶装)	204	300g
	酵母多糖胶囊	137	0.3g*90粒
	益福康酵母硒多糖胶囊	182	0.5g*90粒
	酵母B族维生素片	159	0.6g*60片
	酵母蛋白粉	285	450g
	鱼油软胶囊	87	1.0g*100粒
	葡萄籽芦荟软胶囊	193	0.4g*90粒
	银杏磷脂软胶囊	90	1.0g*60粒
	蜂胶软胶囊	124	0.5g*60粒
	大蒜油软胶囊	124	0.3g*200粒
	番茄红素软胶囊	193	0.5g*60粒
	海狗油软胶囊	193	0.5g*100粒
	天使美大豆异黄酮胶囊	159	0.4g*90粒
	胶原蛋白粉	423	6g*15袋
	维生素D钙软胶囊	136	1.2g*100粒
	维生素C+E软胶囊	124	0.4g*90粒
	多种维生素咀嚼片儿童型	124	1.5g*60片
	蓝莓软胶囊	170	0.5g*60粒
	天然维生素E+辅酶Q10软胶囊	274	0.5g*60粒
天然维生素E软胶囊	124	0.25g*80粒	
氨基酸片	170	0.5g*60粒	
开智	酵母锌咀嚼片香橙味	78	1g*60片
	超微生物钙颗粒	67	2g*30袋
	氨基酸螯合锌	78	2g*30袋
	鳕鱼肝油软胶囊	113	4粒*15袋
	海藻油(DHA)软胶囊	87	3粒*5袋
康普力星	酵母锌咀嚼片	64	1g*60片
	超微生物钙咀嚼片儿童型	41	1g*60片
	超微生物钙成人型	41	1g*60片
	补锌颗粒	64	4g*18袋
	补钙颗粒	46	2g*30袋
	钙镁片	60	1g*60片
	补钙咀嚼片	41	1g*60片
补锌胶囊	55	0.4g*90粒	

数据来源: 公司网站 第一创业研究所

公司以建设多种销售渠道, 但规模较小。在全国大部分省会城市建立办事处, 目前已有 24 个办事处, 3500 多个销售网点(主要为连锁药店), 38 家品牌加盟店, 未来将在全国各地开设 300~500 家地面形象店, 并已开设了网购渠道。

不同地区的销售额有着巨大的差别。天门县就有 100 多万的销售额, 宜昌市有 400 多万的销售额, 而大业却只有 4 万元。



在品牌宣传方面略显保守。目前公司注重网络推广和专业杂志的软文投放，投入资金较小，而对投入资金较大的电视广告持谨慎态度。

图 24: 加盟店内部装修状况



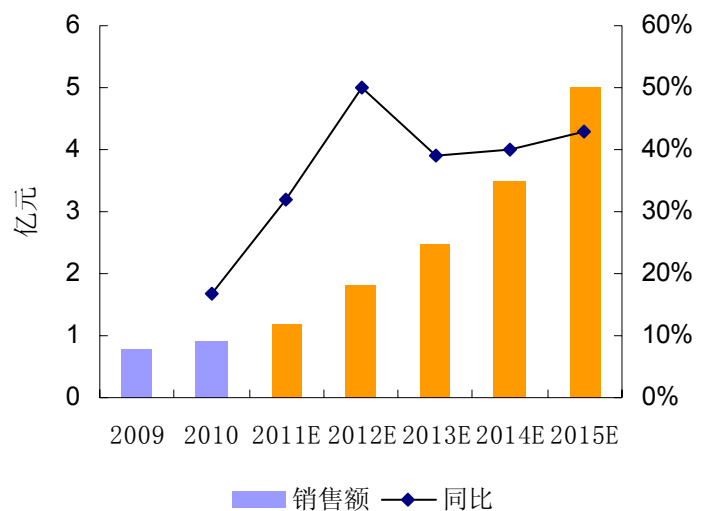
数据来源: 公司网站 第一创业研究所

表 8: 保健食品新产能

序号	产品类别	生产规模
1	片剂	10亿片 (包衣片1亿片)
2	颗粒剂	220吨 (折合5500万袋)
3	粉剂	450吨 (折合150万瓶)
4	硬胶囊剂	2亿粒
5	软胶囊	2亿粒
6	口服液	2000万瓶

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 25: 公司保健食品将维持 40%左右的增长



数据来源: 公司公告 第一创业研究所预测

保健品前几年一直是在改进产品和理顺品牌，今年已收到明显效果。安琪即食酵母受到很多消费者青睐，在四川、山东、湖北、湖南等省已上千万元规模。公司益福康产品即将获得保健品批文，该产品有快速提高免疫力作用，是酵母多糖和酵母硒的复合产品。



近几年来公司保健品销售收入年均增长率接近 30%，2009 年实现销售收入 7500 万元，2010 年实现销售收入 9136 万元，预计 2011 年销售收入可达到 1.2 亿元。另外，新建产能将于 12 年达产，公司在渠道和宣传方面一定力度的加大，将促使未来增速维持在 40% 左右。

4.3、酶制剂—勇攀科技高峰

酶制剂作为生物产业领域的重要分支，被广泛应用于食品、酿造、味精、制药、有机酸、淀粉糖、纺织、皮革、洗涤剂及保健品等很多领域，近年来市场规模持续扩大。2009 年全球酶制剂市场总规模达到 30.18 亿美元，而酶制剂的下游支撑产业的产值超过 3000 亿美元，但酶制剂行业被少数几家国际大公司垄断。

工业上使用的酶制剂基本上分为二类：一类是水解酶类，包括淀粉酶、纤维素酶、蛋白酶、脂肪酶、果胶酶、乳糖酶等，占市场销售额的 75% 以上。第二类是非水解酶占市场销售额 10% 左右，并有逐年增大的倾向，主要是分析试剂用酶和医药工业用酶。

酶制剂工业是知识密集的高科技产业，是生物工程的经济实体。在全世界上百个有名的酶制剂企业中，丹麦 NOVO 公司牢牢把持着龙头地位，占 50% 以上市场份额，其次为杰能科占 25% 左右市场份额，其它各国酶制剂生产企业分享余下的 25% 市场份额。

目前中国酶工业已形成近 40 万吨的产能规模。据海关统计，2008 年酶制剂产品出口 6.5 万吨，出口金额 1.8 亿美元，从 2004 至 2008 年年均增长 35%，中国已进入世界酶制剂生产大国行列，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。

2011 年 11 月科技部发布《“十二五”生物技术发展规划》。《规划》的发展目标是“十二五”期间，生物技术自主创新能力显著提升，生物技术整体水平进入世界先进行列，部分领域达到世界领先水平。生物医药、生物农业、生物制造、生物能源、生物环保等产业快速崛起，生物产业整体布局基本形成，推动生物产业成为国民经济支柱产业之一，使我国成为生物技术强国和生物产业大国。“十二五”期间生物产业年均增长率要保持在 15% 以上。

安琪酵母从 2007 年即着手进行了新型特种酶制剂的研发，目前已比较系统地开展了高效卤醇脱卤酶菌种选育，构建了 3 个卤醇脱卤酶基因突变体文库，开发的卤醇脱卤酶液体酶制剂产品成功应用于阿托伐他汀中间体 A5 的酶法生产，并从 2009 年底开始，公司自主开发的卤醇脱卤酶产品已经在国内 3 家最大的阿托伐他汀中间体 A5 生产企业成功推广，用户反映良好，已完全替代原有的化学法合成工艺，实现批量销售。

从 2009 年开始核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的研究开发，从原始菌株的诱变与高通量筛选入手，获得了高产菌株，并完成了核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的高产技术研究，开发的核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶完全达到国际先进水平，打破了此前这两种酶在全球只有一家供应商的困局。

公司通过非公开增发建设宜昌生物园，其中将建设 5000 吨的酶制剂



产能。本项目生产的其他几种新型酶制剂，包括环糊精葡萄糖基转移酶、 α -葡萄糖苷酶、核酸酶、腺苷脱氨酶等，市场前景也十分广阔。

新建产能将在 2012 年上半年投产，由于酶制剂具有生物活性，其生产由中试到工业化生产对设备和生产条件都需要一个技术摸索的过程，我们认为其酶制剂的生产设备的磨合时间要超过公司之前的酵母生产，故酶制剂在 2012 年对盈利的贡献不大，但可以期盼 2013 年又大的进展。

表 9: 酶制剂的生产进展情况

序号	产品品种	销量 (吨)	销售价格 (万元/吨)	预计销售收入 (万元)	作用	市场需求	目前进度
1	卤醇脱卤酶 (液体)	2,800	3.2	8,960	药品阿托伐他汀的 A4→A5 转化	3000 吨以上	已中试生产
2	核酸酶 P1	20	60	1,200	核酸的降解和核苷酸的生产	5 吨以上	将中试生产
3	腺苷脱氨酶	10	60	600	核酸的降解和核苷酸的生产	35 吨以上	通过中试
4	脲水解酶	1,770	2.5	4,425	用于扁桃酸和烟酸的生物合成	5 亿元	未中试
5	环糊精葡萄糖基转移酶	300	3.5	1,050	环糊精的生产	药品载体	未中试
6	α -葡萄糖苷酶	100	3.5	350	低聚异麦芽糖的生产	仅一家生产	未中试

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

统计数据表明，阿托伐他汀占据了全球降脂类药物 44% 的市场份额，2008 年阿托伐他汀全球销售额达到 133.75 亿美元，是世界第一个突破百亿美元的药品。阿托伐他汀钙合成过程中的一个限速步骤就是(S)-4-氯-3-羟基丁酸乙酯 (A4) 转变成(R)-4-氟基-3-羟基丁酸乙酯 (A5)，全球 A5 销售约为 20 亿美元，如果此步骤全部用酶催化方法实现，卤醇脱卤酶的全球潜在市场将超过 5 亿美元。国内 2009 年的 A5 产量为 400 吨，随着 2010 年 7 月阿托伐他汀专利 (EP0409281) 到期，国内 A5 生产企业都在扩大产能，预计到 2011 年，A5 产量将达到 1000 吨以上，卤醇脱卤酶需求量达到 3000 吨以上，具有较好的市场前景。

脲水解酶是本项目生产的另外一种手性生物酶，已被成功的应用于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，同时也在其他氟基化学物的手性催化方面得到了广泛应用，潜在市场规模约 5 亿元。

核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶主要用于核酸的降解和核苷酸的生产。在核苷酸生产领域，2009 年国内有 500 吨核酸用于生产核苷酸，年需求核酸酶 5 吨以上。根据目前核酸和抽提物的市场发展，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。此外，目前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。但这两种酶的生产技术一直被日本一家公司垄断，产品价格居高不下。

环糊精葡萄糖基转移酶 (CGT 酶) 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，2009 年我国环糊精年产量为 8500 吨，而所用的环糊精葡萄糖基转移酶 (CGT 酶) 在全球只有两家国外企业供应。

α -葡萄糖苷酶主要用于低聚异麦芽糖的生产，作为一种重要的低聚功能糖，2009 年国内低聚异麦芽糖年产量达到 6 万吨，所用酶原料全球只有日本一家公司供应。

总之，尽管目前大宗工业酶领域的竞争日趋激烈，但就技术门槛较高



的新型特种酶制剂而言，市场空间大，竞争近乎空白，实施新型酶制剂品种的本土产业化前景广阔。

5、盈利预测

关键假设：

- 1、国内酵母销量增速为 20%，国外销量维持不变；酵母 YE、保健品、动物营养等销量增速为 30%；
- 2、产品销售价格基本不变；
- 3、原料糖蜜价格以 1000 元/吨；

表 10：各产品销售收入预测表

	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
干酵母	销量（万吨）	6.53	7.95	9	9.85	11.40
	YOY%	18.73%	21.75%	13.21%	9.44%	15.74%
	吨价（万元/吨）	1.99	1.96	2.06	2.04	2.10
	销售收入（亿元）	13.01	15.59	18.53	20.09	23.95
	营业成本（亿元）	8.09	10.26	12.97	13.43	15.60
	毛利率（%）	37.82%	34.19%	30.01%	33.16%	34.87%
YE	销量（万吨）	0.87	1.24	1.66	2.2	3
	YOY%	33%	42.53%	33.87%	32.53%	36.36%
	吨价（万元/吨）	2.08	2.02	2.02	2.02	2.08
	销售收入（亿元）	1.81	2.50	3.35	4.44	6.24
	营业成本（亿元）	1.36	1.86	2.54	3.25	4.52
	毛利率（%）	24.85%	25.74%	24.25%	26.84%	27.60%
饲料	销量（万吨）	0.57	0.82	1.07	1.45	2
	YOY%	28%	43.86%	30.49%	35.51%	37.93%
	吨价（万元/吨）	1.78	1.64	1.72	1.72	1.77
	销售收入（亿元）	1.01	1.34	1.84	2.50	3.55
	营业成本（亿元）	0.65	0.81	1.15	1.49	2.15
	毛利率（%）	36%	40%	38%	40%	39%
保健品	营业收入（亿元）	0.78	0.91	1.2	1.8	2.5
	YOY%	28.00%	16.67%	31.87%	50.00%	38.89%
	营业成本（亿元）	0.45	0.5	0.67	0.98	1.45
	毛利率（%）	42%	45%	44%	46%	42%
酶制剂	销量（吨）	0	84	113	500	1500
	YOY%	---	---	34.52%	342.48%	200.00%
	吨价（万元/吨）	0	2.96	2.92	2.98	3.10
	销售收入（亿元）	0	0.02	0.03	0.15	0.47
	营业成本（亿元）	0	0.013	0.015	0.051	0.165
	毛利率（%）	0	48%	55%	66%	65%

数据来源：公司公告 第一创业研究所预测



表 11: 盈利预测表

单位: 百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,686.3	2,101.0	2,488.2	2,898.7	3,672.7
同比 (%)	28.6%	24.6%	18.4%	16.5%	26.7%
营业毛利	620.1	709.2	762.3	974.1	1,286.2
同比 (%)	39.1%	14.4%	7.5%	27.8%	32.0%
归属母公司净利润	210.2	285.0	338.0	482.6	641.2
同比 (%)	101.1%	35.6%	18.6%	42.8%	32.9%
总股本 (亿股)	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
每股收益 (元)	0.64	0.86	1.03	1.46	1.95
ROE	20.2%	19.7%	13.4%	16.0%	17.6%
P/E (倍)	50.2	37.0	31.2	21.8	16.4

数据来源: 公司公告 第一创业研究所预测

6、风险提示

公司产品在国外的销售的快速下滑,主要受欧债危机和中东政治局势动荡影响,若国外的恶劣环境持久或加剧,或导致公司国外销售进一步下滑。

糖蜜主产区若出现极端恶劣的天气情况,将影响甘蔗的收获量和出糖率,或将影响糖蜜的价格走势,或高位震荡,或继续攀高。



主要财务指标预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	970.7	2,025.9	2,690.4	3,563.8	一、营业收入	2,101.0	2,488.2	2,898.7	3,672.7
货币资金	167.4	925.0	1,409.0	1,960.7	减: 营业成本	1,391.8	1,725.9	1,924.6	2,386.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	11.9	14.9	19.1	25.2
应收款项	176.4	314.4	403.6	520.9	销售费用	211.2	264.0	334.2	423.4
预付款项	131.3	164.8	187.9	234.1	管理费用	90.6	117.4	146.8	183.4
存货	476.6	591.1	659.3	817.4	财务费用	39.8	36.6	-11.5	-13.6
其他流动资产	19.0	30.6	30.6	30.6	资产减值损失	3.6	12.7	2.2	3.2
非流动资产	1,963.0	2,129.4	1,994.7	1,860.1	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	38.3	38.0	38.0	38.0	投资收益	1.9	1.2	6.1	6.1
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	0.0	1.5	6.1	6.1
固定资产	1,631.9	1,692.9	1,550.3	1,407.7	二、营业利润	353.9	317.9	489.5	670.6
在建工程	145.4	247.6	255.6	263.6	加: 营业外收入	40.4	105.9	111.1	116.7
油气和生物性资产	0.1	0.1	0.1	0.1	减: 营业外支出	1.4	1.4	0.5	0.6
无形及递延性资产	137.9	135.7	135.7	135.7	三、利润总额	392.8	422.3	600.1	786.7
其它非流动资产	9.4	15.1	15.1	15.1	减: 所得税费用	57.0	53.4	90.0	118.0
资产总计	2,933.7	4,155.3	4,685.1	5,423.8	四、净利润	335.7	368.9	510.1	668.7
流动负债	929.9	1,191.9	1,211.6	1,281.7	归属母公司净利润	285.0	338.0	482.6	641.2
短期借款	601.6	873.4	873.4	873.4	少数股东损益	50.7	30.9	27.5	27.5
应付账款	251.2	265.3	293.5	363.5	五、总股本(百万股)	329.6	329.6	329.6	329.6
预收帐款	31.1	38.3	47.7	61.6	EPS (元)	0.86	1.03	1.46	1.95
其它流动负债	46.0	14.8	-3.0	-16.9	主要财务比率				
非流动负债	456.5	311.3	311.3	311.3	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	428.5	293.0	293.0	293.0	成长能力				
专项及预计负债	2.2	2.2	2.2	2.2	营业收入	24.6%	18.4%	16.5%	26.7%
其它非流动负债	25.8	16.1	16.1	16.1	营业毛利	14.4%	7.5%	27.8%	32.0%
负债合计	1,386.4	1,503.2	1,522.9	1,593.0	主业盈利	23.3%	-7.4%	29.5%	38.0%
少数股东权益	100.4	126.0	153.4	180.9	母公司净利	35.6%	18.6%	42.8%	32.9%
股本	306.0	329.6	329.6	329.6	获利能力				
资本公积与其它	459.1	1,222.7	1,222.7	1,222.7	毛利率	33.8%	30.6%	33.6%	35.0%
留存收益	681.7	973.8	1,456.4	2,097.7	主业盈利/收入	18.8%	14.7%	16.4%	17.8%
股东权益合计	1,446.9	2,526.1	3,008.7	3,650.0	ROS	16.0%	14.8%	17.6%	18.2%
负债和股东权益	2,933.7	4,155.3	4,685.1	5,423.8	ROE	19.7%	13.4%	16.0%	17.6%
现金流量表					ROIC				
单位:百万元					13.5%				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
经营活动现金流	348.8	239.1	474.3	540.1	资产负债率	47.3%	36.2%	32.5%	29.4%
净利润	335.7	368.9	510.1	668.7	利息保障倍数	8.4	10.1	-44.2	-49.1
折旧摊销	139.3	162.6	144.8	145.8	速动比率	0.51	1.18	1.65	2.12
财务费用	39.2	36.6	-11.5	-13.6	经营现金净额/当期债务	0.58	0.27	0.54	0.62
投资损失	-1.9	-1.2	-6.1	-6.1	营运能力				
营运资金变动	-168.7	-261.4	-162.9	-254.7	总资产周转率	0.72	0.60	0.62	0.68
其它变动	5.2	-66.5	0.0	0.0	应收款天数	30.22	45.48	50.13	51.06
投资活动现金流	-343.0	-315.2	-1.9	-1.9	存货天数	123.28	123.31	123.32	123.30
资本支出	-322.3	-316.8	-8.0	-8.0	每股指标(元)				
长期投资	-36.4	0.0	0.0	0.0	主业盈利/股本	1.20	1.11	1.44	1.98
其它变动	15.6	1.5	6.1	6.1	每股经营现金流	1.06	0.73	1.44	1.64
筹资活动现金流	63.5	839.6	11.5	13.6	每股净资产	4.08	7.28	8.66	10.52
债务融资	515.9	139.1	0.0	0.0	估值比率				
权益融资	0.0	797.7	0.0	0.0	P/E	37.00	31.20	21.85	16.44
其它变动	-452.4	-97.2	11.5	13.6	P/B	7.83	4.39	3.69	3.04
汇率变动影响	-2.9	-4.2	0.0	0.0	P/S	5.02	4.24	3.64	2.87
现金净增加额	66.4	759.3	484.0	551.8	EV/EBITDA	20.11	20.63	16.87	12.40

数据来源: 公司公告 第一创业研究所整理

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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,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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.fcsc.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL: 021-68551658 FAX: 021-68551281

P.R.China: 200135