国金证券 SINOLINK SECURITIES

安琪酵母 (600298.SH)　调味发酵品行业

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

国内增长引擎切换，海外备战准备充分

事件

自从我们写深度报告以及动态点评以来，我们的观点及研究成果受到投资者的认可，因此我们也再次来到宜昌与高管进行交流，希望能让投资者更加了解公司最新情况，针对投资者所担心问题得到良好沟通。

产能建设顺利，非募集资金新增产能支持增长引擎在 2012 年换挡

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。

海外增长有挑战性，外围环境不可控但公司准备已经十分充分

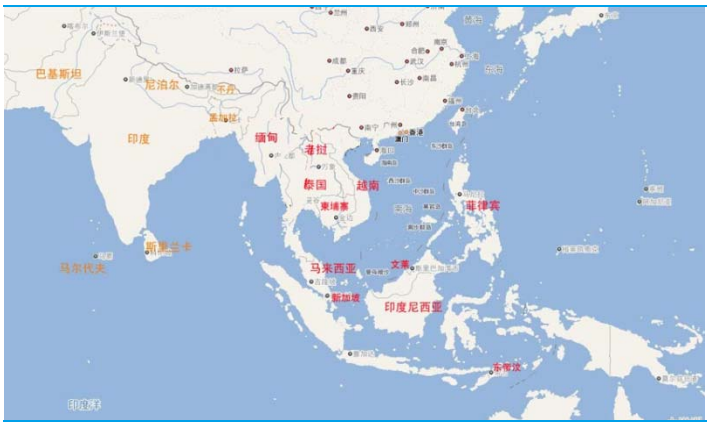
出口收入占比较大的中东北非的政治动荡使出口增速从之前的 30-50%下滑至低两位数：2011 年，由于受到政治动荡的影响，出口收入占比 40-50%的中东和北非对公司产品的需求增长有所下滑，在全球经济增速放缓的大背景下，公司出口增速相对之前 30-50%的增长有大幅下降，综合海关的酵母出口数据，我们预计公司 2011 年出口增长仅在 10-15%之间。在竞争格局上，中东和北非经济和政治的动荡使人们的消费选择转向价格更为便宜的杂牌酵母，使公司产品受杂牌低价品牌的冲击相较其他品牌更大，但杂牌低价酵母的质量不稳定、供应不稳定、服务不到位，对于工业用户来讲不是长期选择。

历史上出口一直处于自然放量的高增长，2011 年的出口困境让公司决定将在中国的成功竞争模式向境外复制：2011 年政治和经济的双重冲击使安琪的海外增长出现困境。我们将出口分为 3 部分来看，面用酵母、YE 和动物食品占比分别为 70%、15%和 10%：面用酵母主要供应中东北非、东南亚、南亚、南美、前独联体地区以及欧洲和北美；YE 的出口主要面向欧盟，其次是北美和东南亚，在东南亚的市场份额第一；沙特是禽类最大的养殖国家，对动物营养的需求增长迅速。今年酵母最大的减速来自于发生政治动荡的中东北非（占公司酵母出口的一半左右），以此为契机，公司对海外业务的增长方式开始进行调整，从之前较为自然放量的增长方式变为主动开发，并将国内对工业用户的服务程序复制到国外，由董事长亲自挂帅布局 2012 年的出口市场。具体来说，公司在以下三方面进行准备：1）国际业务支持框架平台，整个公司的技术人员、研发人员、物流研发部门等均可由国际业务组的一线人员调配进行协销；2）最低在场时间要求；3）每年 1000 人次以上的海外技术服务。我们相信，由于公司在 2011 年刚刚开始复制国内“服务式营销”的方式，且发生了政治和经济动荡交织在一起的情况，在 2012 年海外政治经济形式不继续恶化的情况下，2011 年将是出口的低点。YE 方面，由于欧盟国家对于清洁标签的追求，公司 YE 产品以质量优势增长良好，使 YE 产品明年能够制定 50%左右的增长目标。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。

敬请参阅最后一页特别声明 此
此报告仅供招商证券股份有限公司使用

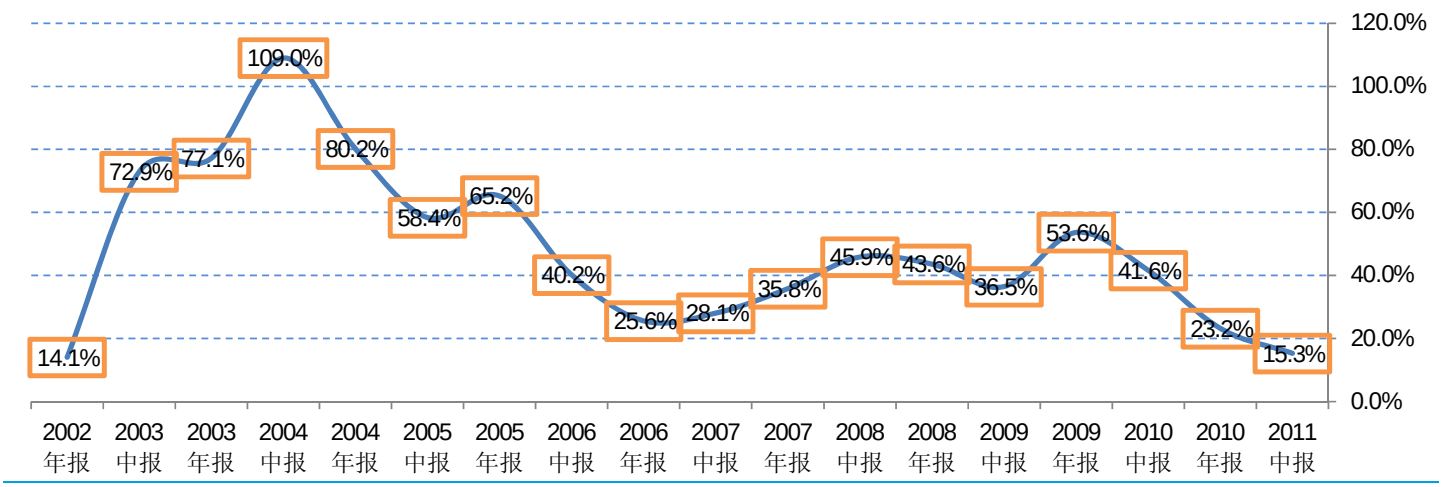
图表 1：中东北非地区（浅黄色）

图表 2：东南亚（红色）和南亚（黄色）地区



来源：互联网，国金证券研究所

图表 3：安琪酵母历年出口收入增速，在 2010-2011 年下滑主要受中东、北非政治经济动荡的影响



来源：国金证券研究所

糖蜜其他下游需求萎缩，首年海内外糖蜜价格倒挂为公司糖蜜采购打开国际视野

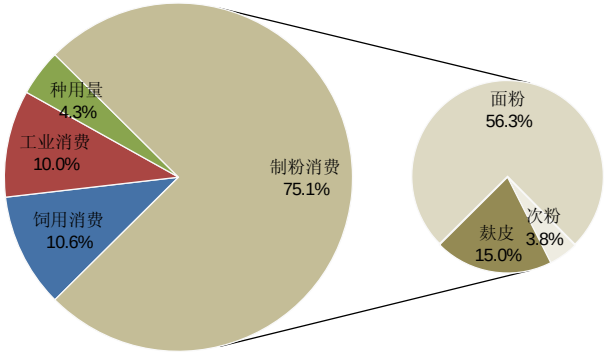
2012E 糖蜜单吨价格<1000 元已成定局，下一阶段采购价格预期向 800-900 靠拢：从国内外采购的情况来看，公司近期从泰国进口的 1 万吨糖蜜（52 糖分）的到岸（南京港）价格为 135 美元/吨，而近期在广西采购的一笔 2000 吨糖蜜的价格为 950 元/吨（52 糖分）。国外糖蜜丰产，公司可以进一步搜寻进口标的，而国内榨季已经开始半月有余，随着糖厂糖蜜产量的进一步提升，糖蜜价格有向下的压力，综合上述情况来看，2012E 糖蜜单吨价格低于 1000 元已成定局。开下一阶段的采购，在糖蜜下游需求中，酒精厂占比最高在 50%左右，而非粮酒精生产的最大问题就是环保问题，广西以糖蜜为原料生产食用酒精的酒精厂有一半左右没有环保资质，酒精厂计入环保成本后以糖蜜为成本进行生产利润会大幅缩水，随着环保管控的加强，预计未达到环保要求的酒精厂的关停会减少大量对糖蜜的需求；另外酱油厂由于不再许可用糖蜜为酱油做酱色，对糖蜜的需求也会下降；而由于 2010-2011 榨季糖蜜价格过高使部分高价糖蜜生产不具备经济性，酒精厂、味精厂等企业综合来看结转到今年的糖蜜库存有 10 万吨左右。同时，广西 2011-2012 榨季的糖蜜供给有 5%左右的增幅，从供求关系上也支持糖蜜价格进一步下行（其他关于糖蜜价格形成机制的具体分析请参见我们在 2011 年 11 月 30 日的公司点评《大概率事件：糖蜜价格下降毛利率提升》）。

2011 年糖蜜海内外价格首次倒挂使公司首次开始准备糖蜜进口，进口渠道理顺为公司糖蜜采购打开国际视野：糖蜜进口属于限制性物料，且由于国内糖蜜价格长期低于国外，糖蜜进口渠道较为稀缺，仅有 3 家外资公司有糖蜜进口资质，2011 年在海内外糖蜜价格出现首次倒挂的情况下，公司趁机理清了进口渠道，同时也积极帮助海外公司（泰国两仪糖业集团）申请糖蜜进口资质、寻找糖蜜进口对手，相信 2012 年公司进口渠道会进一步拓宽，且能把握 5-6 月份海外糖蜜价格最低的进口有利时期。同时，公司以着手在宜昌港码头组装加温装置，将海外进口糖蜜这一举措进行常态化。我们认为，经过 2011 年的海外进口糖蜜的实战演练，公司的糖蜜采购已经打开了国际视野，向“全球销售、全球采购”方向迈进。此外，公司之前投资数亿进行的环保投资也为糖蜜进口审批打下了坚实基础。

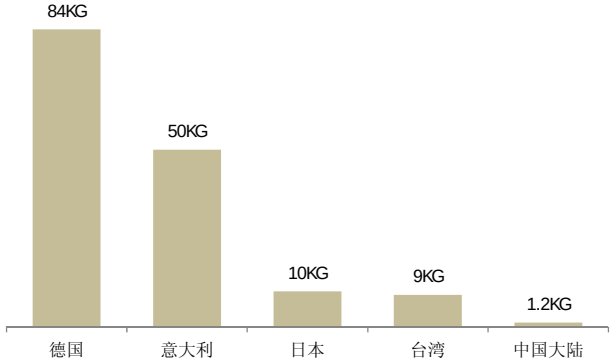
2012E：酵母增长稳定向小包装转换、YE 持续高增长、动物营养增长爆发、保健品开始发力

酵母需求稳定，向小包装产品转换使收入增长快于销量的增长：我们认为，中国面用酵母的市场空间在 22 万吨左右，目前安琪在国内销售约 4 万吨，玛丽和乐斯福全部加起来不超过 4 万吨，面用酵母的市场空间还十分广阔，未来国内酵母销量增长仍保持>15%的稳定增速；国际方面，全球干酵母需求在 100 万吨左右，以出口占比接近一半的中东北非市场为例，公司 2007 年-2010 年在该地区的销量复合增长率超过 30%，证明了海外市场对品质稳定、性价比高的酵母的巨大需求潜力。明年公司重点发展小包装酵母的 B-C 市场，小包装酵母的单价超过 3.7 万/吨，毛利率>50%，预计 2012E 小包装酵母占公司酵母销售总量超过 25%，增长率达到 25-30%，从而使公司酵母产品销售收入增长快于销量的增长。

图表 4：中国小麦消费结构（2010，总 1.08 亿吨）



图表 5：中国人均面包消费量（KG/年）



来源：国家粮油信息中心，国金证券研究所

YE 高速增长有持续性，动物营养和保健品开始发力，2012E 增长亦有产能保障：YE 目前全球有 12.8 万吨的总产量，且每年均有 10%的增长，由于 YE 提取物是唯一的食品属性调味品，其减盐和“清洁标签”属性使其成为发达国家调味品的主要组成，以欧洲为例，酵母抽提物占鲜味剂市场的 38%左右（味精仅为 17%）台湾和日本为 30-40%，而中国 YE 提取物在鲜味剂市场中的占有率不及 2%，YE 在欧洲、北美、东南亚地区的高接受度使公司能够凭藉产品的质量技术优势顺利介入，而中国 YE 渗透率不足则为 YE 产品在中国的高增长提供了保障。目前使用公司 YE 产品的还多为海天、康师傅、联合利华等大型食品企业，随着公司 B-C 渠道的逐步建立，公司自产调味品也将成为未来的增长亮点。我们预计 YE 整体（国内+海外）2012 年将有 30%-40%的增长。**动物营养**方面，公司的动物营养产品利用了酵母高蛋白、高低聚糖含量的特性，能够替代动物血浆在饲料中作为营养补充剂的添加；出于食品安全的考虑，动物血浆本不应添加在饲料中（食品安全危害重大！），但屡禁不止，今年屠宰量较小导致动物血浆价格飞涨为公司的动物营养产品提供了机会，2010-2011 年呈现增长迅速，从未来趋势来看，规模化养殖将使动物饲料需求以及健康安全的动物营养产品需求稳步提升，目前的动物饲料市场有 4000 亿，酵母衍生品作为动物营养补充品的市场潜力巨大。从**保健品**来看，公司明年的保健品准备开始进行空中广告投放，我们认为，公司保健品根植于酵母产品，质量优异，一直以来仅靠自然增长在四川、湖南、山东的销售总额就突破了 1 亿，随着空中广告的投放、以及公司对保健品事业部的进一步重视，保健品板块的收入和利润都将开始发力增长。

经销商渠道专营率高稳定性强，秘诀是能够给经销商合理的渠道利润和长远的信心：公司目前在全国有 4000-5000 个经销商，专营率超过 80%，是公司的渠道核心。公司十年来在国内酵母市场从数千吨发展到数万吨，而国外酵母企业在中国的销售踟蹰不前，使经销商对安琪酵母越来越有信心，可以说是从怀疑到信任再到坚持跟随，我们认为，有了稳定的经销商队伍，公司的销售计划和手段都会顺利推行，使公司未来在销售增长上十分落地。另外，公司目前的增长有 7 成左右还是有老经销商贡献，老经销商的稳定使公司在销售体系布局上能掌握主动。

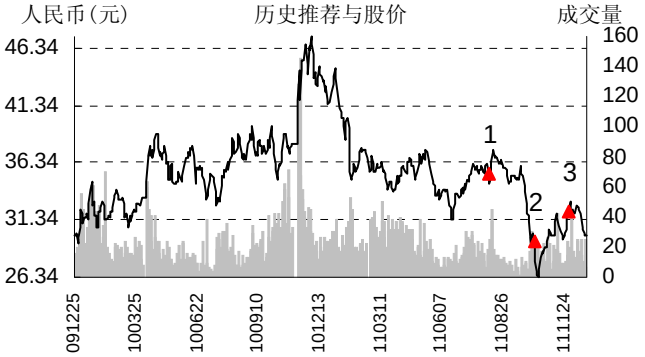
维持买入评级

我们维持 2012 年 1.55 元的盈利预测，目前 30.04 元的市场价格仅相当于 19.4x 2012E PE，考虑到大型酵母企业的高技术壁垒和公司扎实的管理、销售体系，以及酵母及衍生品在国内外充分的市场空间，我们认为公司目前的估值偏低，维持买入评级。

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
3	2011-12-01	买入	32.01	N/A

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为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

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B