

安琪酵母 (600298.SH)

调味发酵品行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

市价(人民币): 36.17元

目标(人民币): 46.80元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	271.40
总市值(百万元)	11,069.70
年内股价最高最低(元)	47.34/31.37
沪深300指数	2897.42
上证指数	2626.42



## 品牌为矛技术为盾, 毛利率有望见底回升

## 公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.774	0.931	1.066	1.549	1.981
每股净资产(元)	3.83	4.73	7.79	9.21	11.06
每股经营性现金流(元)	0.92	1.14	1.52	1.98	2.44
市盈率(倍)	38.61	47.55	33.14	22.81	17.84
行业优化市盈率(倍)	110.01	132.98	102.91	102.91	102.91
净利润增长率(%)	101.15%	35.59%	23.51%	45.28%	27.88%
净资产收益率(%)	20.20%	19.70%	13.70%	16.83%	17.92%
总股本(百万股)	271.40	306.05	330.05	330.05	330.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **品牌力量强大使安琪成为“酵母”代名词; 食品安全意识提升为酵母行业带来投资机会。**公司是亚洲第一大酵母企业, 品牌享誉国内外, 主要产品占据国内 50%以上的市场份额; 行业地位领先的主要保障是技术领先, 其技术底蕴源于国家科委、中科院和国家计委科技司。中国人均 GDP 跨过 3000 美金, 食品消费已从“吃饱”到“吃好”发展, 酵母作为营养丰富且能改造食物性状的功能性食物, 不管从发酵领域还是调味、医药领域都将有巨大发展, 安琪将受益于受食品安全事件推动的食品安全意识的提升。
- **产品纵横拓展, 各酵母相关领域发展空间大; 产能在 2012E-2013E 进入集中释放期保证未来收入增长。**基础酵母产品渗透率高增长稳定——面用酵母将受益于对传统老面(微生物超标、标准化程度低)和泡打粉(多含铝)的替代, 酒精酵母需求稳定, 工业乙醇是增长亮点, 未来 3 年面用酵母和酒精酵母合计增长在 20%左右。酵母深加工产品空间大——在 YE 提取物(味素)、生物饲料、酶制剂产品、保健品方面, 目前的消费者已迅速发现酵母深加工产品的安全和有效性, 未来增长在 35-40%。产能扩张方面, 从 2011E-2013E 产能将从 9.2 万吨增长到 18.7 万吨, 三年复合增长 26.7%, 缓解了公司产品供不应求的局面。
- **糖蜜价格回落和产品结构调整使毛利率在 2011E 上半年见底。**糖蜜价格已于今年 6 月份达到高位, 开始逐步回落; 食用酒精和燃料乙醇价格倒挂、国内外糖蜜价格倒挂均为异常现象, 未来公司糖蜜成本下降是大概率事件。产品结构方面, 由于酶制剂/保健品品类收入高于总收入的成长、零售渠道的进一步开拓以及国内市场对酵母产品认识度的提升, 毛利率有进一步提升的空间, 预计 2011E-2013E 的毛利率为 32.9%、35.2%和 36.0%。

## 估值和投资建议

- 2011E-2013E 的 EPS 为 1.066 元、1.549 元和 1.981 元(增发摊薄后), 净利润分别增长 23.51%、45.28%和 27.88%, 达 3.50 亿、4.92 亿和 6.46 亿。考虑到公司作为行业龙头带来的议价能力、技术领先保障的产品结构调整、以及未来更多零售领域和中国酵母使用的巨大潜力, 我们认为公司可以相对食品饮料行业(非酒精)有更高的溢价, 目标价 46.8 元, 相当于 2011E-2013E 的 43.88xPE、30.21xPE 和 23.62xPE。

## 风险

- 糖蜜价格大幅上升; 产能建设和投放不达预期。

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

## 内容目录

一、寡头格局竞争形态有利，食品安全增强竞争砝码 .....	4
1、亚洲第一全球第三大酵母企业，充分渗透酵母及深加工领域.....	4
2、行业内竞争和新进入者威胁低，替代性产品价格和上游成本是关键.....	5
3、以技术和服务为核心的营养制胜，食品安全进一步增加竞争筹码.....	7
二、市场空间充分保障产能释放有效推动收入增长 .....	10
1、酵母基础产品需求稳定，深加工产品空间巨大 .....	10
2、新增产能保障 2011E-2013E 的收入成长 .....	13
三、毛利率处于历史低位，紧密跟踪糖蜜供求判断未来毛利率趋势 .....	15
1、糖蜜是成本变动主要因素，其价格波动是影响毛利率的主要原因。 .....	15
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 .....	16
四、估值和盈利预测 .....	19
附录：三张报表预测摘要 .....	22

## 图表目录

图表 1: 安琪是大规模、全球领先的现代化酵母生产企业 .....	4
图表 2: 中国国内的酵母产能，安琪排名第一 .....	4
图表 3: 全球酵母产能，法国 LASAFFRE 排名第一.....	4
图表 4: 生产布局全国“东西南北中”，销售全球覆盖.....	5
图表 5: 公司产能分布（多在原料产地或面食消费大省） .....	5
图表 6: 公司产业链覆盖酵母及其深加工产品 .....	5
图表 7: 波特五力分析——对原材料价格的控制力相对较弱 .....	6
图表 8: 糖蜜价格波动大（2004-2011 年，时间轴从榨季开始） .....	7
图表 9: 按产品的收入构成（销售收入，元） .....	10
图表 10: 按产品的数量构成（销售数量，吨） .....	10
图表 11: 中国小麦消费结构（2010，总 1.08 亿吨） .....	10
图表 12: 烘焙行业、糕点饼干和中式面点行业的增速 .....	10
图表 13: 增发项目中酶制剂产品销售均价 3.2 万 .....	12
图表 14: 卤醇脱卤酶和脲水解酶是酶制剂重点产品.....	12
图表 15: 中国保健品人均年支出低（单位：美元） .....	13
图表 16: 2006 年以来保健品销售增速提升.....	13
图表 17: 公司未来产能拓展情况（万吨） .....	14
图表 18: 以成本为核心的糖蜜价格影响机制.....	15
图表 19: 糖蜜是酵母的主要生产成本 .....	15
图表 20: 食用酒精、燃料酒精和糖蜜的走势一致 .....	15

图表 21: 原油价格和糖蜜价格走势一致性高 (元/吨) .....	15
图表 22: 糖蜜价格变动的敏感性分析 (单因素: 假设其他费用不变、加工工艺不变、销售价格不变) .....	16
图表 23: 公司 2011 年上半年的毛利率已经接近历史最低的 30.2%.....	16
图表 24: 主要食用酒精生产方式的盈利情况.....	17
图表 25: 出口收入占比有所下降 (单位: 亿, %) .....	17
图表 26: 出口收入增速首次大幅低于内销增速 .....	17
图表 27: 内销毛利率长期高于出口毛利率 .....	18
图表 28: 2011E-2013E 的收入预测 .....	19
图表 29: 安琪酵母收入增速 .....	19
图表 30: 食用酒精价格和燃料乙醇价格出现倒挂 .....	20
图表 31: 2012E 开始毛利率企稳回升 .....	20
图表 32: WACC 绝对估值, 价值 56.7 元 .....	21
图表 33: FCFE 贴现估值, 价值 52.83 元 .....	21

## 一、寡头格局竞争形态有利，食品安全增强竞争砝码

### 1、亚洲第一全球第三大酵母企业，充分渗透酵母及深加工领域

- 国内酵母产能占有率超过 50%（折干），形成寡头垄断格局。
  - 全国来看，安琪酵母的产能占有率超过 50%，是最大的酵母生产企业。目前全国干酵母产能达到 20 万吨，其中安琪酵母、英国 AB MAURI 和法国 LESAFFRE 是主要的生产商，三家在中国的市场份额接近 70%，其余 30% 的市场份额基本是生产规模在 5000 吨以下的 10 余家小型酵母生产企业。

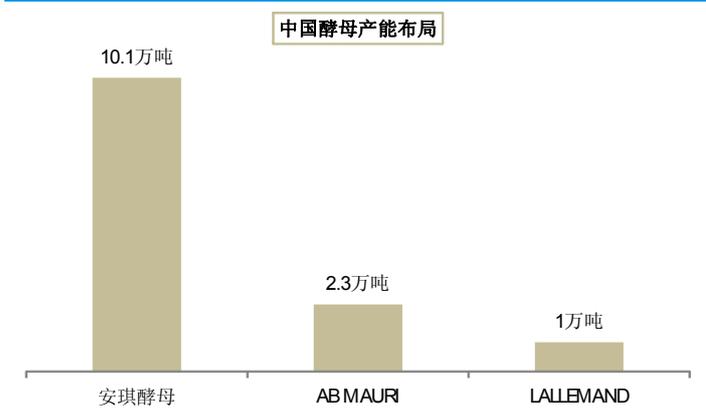
图表1：安琪是大规模、全球领先的现代化酵母生产企业



来源：国金证券研究所

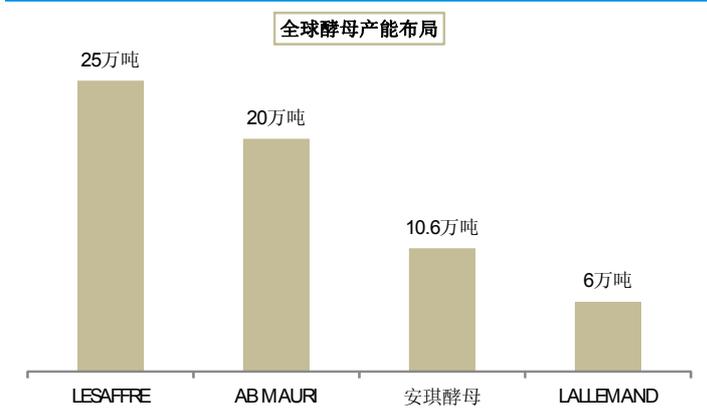
- 全球来看，酵母产业已属于成熟产业，同样呈现高集中度特点。目前全球产量约 300 万吨，其中 120 万吨为干酵母，生产酵母的企业约 300 家，产能集中在法国 LESAFFRE、英国 AB MAURI、安琪酵母和加拿大 LALLEMAND 四家企业。

图表2：中国国内的酵母产能，安琪排名第一



来源：国金证券研究所

图表3：全球酵母产能，法国 LASAFFRE 排名第一



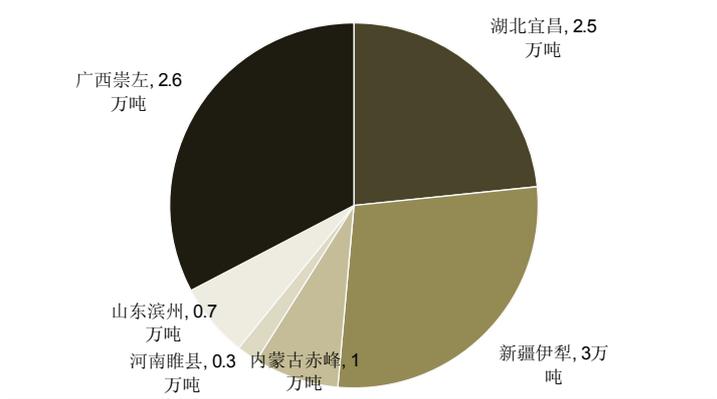
- 安琪酵母 6 大生产基地布局东西南北，拥有覆盖全国的销售网络，目前产能 10.7 万吨（折干），根据 2010 年中国约 20 万吨的酵母消费量来看，安琪酵母在国内的市占率超过 50%，形成名副其实的寡头垄断格局。

图4: 生产布局全国“东西南北中”，销售全球覆盖



来源: 国金证券研究所

图5: 公司产能分布 (多在原料产地或面食消费大省)



■ 产业链全，完整覆盖酵母及其深加工产品。

- 收入主体：活性干酵母（占收入比重约 70%）。**活性干酵母性能稳定、易于运输，被广泛运用于发酵面食和酿酒领域。酵母产业是全球的传统成熟产业，人均酵母消费量 0.5KG，其中欧洲发达国家的人均消费量 2.5KG。在中国起步较晚，80 年代中后期才逐渐走上产业化发展道路，酵母的优良性能使其代替化学发酵粉和“老面”的过程迅速，在过去 10 年间经历了 20% 以上的复合增长，但目前人均消费量仅约 0.05Kg。公司生产酵母的历史最早可以追溯到 1986 年，是老牌酵母公司，生产用于烘培/中式面点和用于酿酒的发酵用干酵母。
- 高增长部分：酵母深加工（目前占比 30%）。**2003 年，公司年产 5000 吨酵母提取物（YE 提取物/味素）生产线投入运行，正式大举进入酵母深加工行业。目前全方位覆盖 YE 提取物（味素）、保健品、生物饲料、酶制剂四种主要的酵母深加工产品。2010 年，公司 YE 提取物销售达到 2.5 个亿，生物/复合饲料 1.5 亿，保健品 1 亿，深加工产品销售已经占到销售总量的 30% 左右。

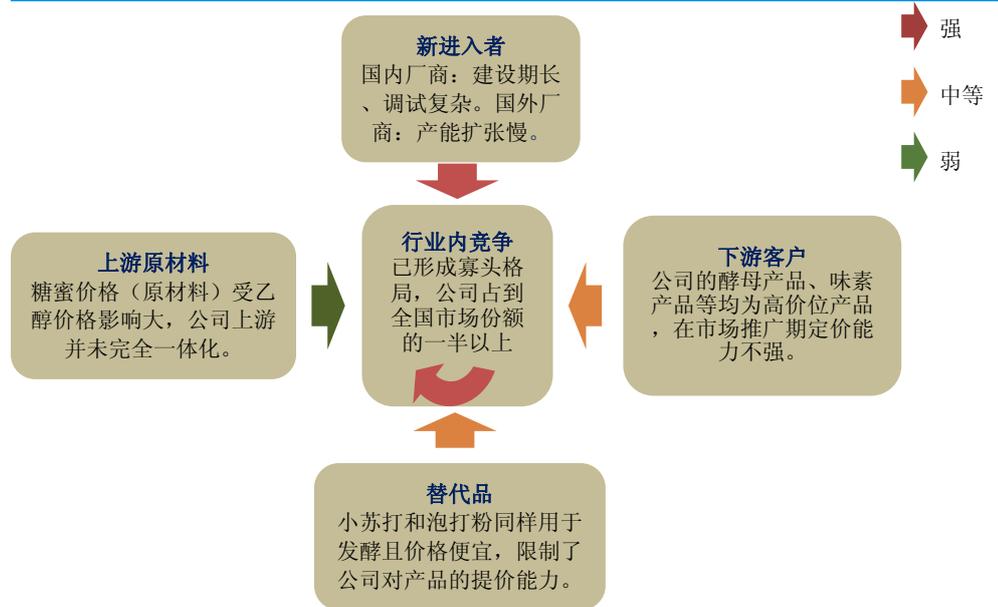
图6: 公司产业链覆盖酵母及其深加工产品



来源: 公司网站, 国金证券研究所

2、行业内竞争和新进入者威胁低，替代性产品价格和上游成本是关键

图表7: 波特五力分析——对原材料价格的控制力相对较弱



来源: 国金证券研究所

■ 国内酵母市场格局已定，全球酵母市场仍是新兵。

- **新进入产能壁垒高。**从国内情况来看，虽然酵母行业的盈利情况好（毛利率在 30%以上），但是新进入者存在资金壁垒和技术壁垒。资金壁垒来看，酵母的产能建设和流动资金投入在 3 万/吨左右（市场平均水平，安琪的产能建设更经济），分两年达产，第一年达产率在 60%左右，再经过一年的改造调试方可达产，新进入者很难承受进入期的规模不经济。
- **菌种培育、干燥技术和生产工艺流程成为核心竞争力。**菌种培育是酵母企业的核心竞争力之一，决定了产品线构成和产品质量的稳定性，如高糖酵母、耐高温酵母、酶制剂的制备均以菌种培养为首要步骤，以酶制剂为例，安琪的卤醇脱卤酶获得了国家专利，而核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的开发成功使公司成为全球第二家能供应这两种酶的企业，打破了日本的技术垄断；干燥工艺决定了酵母的干燥速率、产品质量、保存率以及干酵母的遇水复活能力和发酵能力，是酵母生产的关键步骤，国内许多小厂的干燥技术不过是其产品活性差、保质期短的主要原因之一；生产流程方面，公司的生产流程经过了 10 多年的探索，形成了国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）等高层次研发平台，使公司高活性干酵母产品的质量稳定性和发酵能力都位于世界级水平，且具有持续的创新能力。

**国际大型酵母厂商的竞争力主要体现在海外市场。**国内市场，英国 AB MAURA 和法国 LESAFFRE 在东南亚地区设厂主要是基于产能转移的需求，建设速度慢且销售渠道不完善，本土化速度很慢，目前安琪酵母在国内的产品平均比两家国外公司高 10%，既反映公司过硬的产品质量，也反映了公司在销售渠道本土化和销售服务制度化两方面的溢价；国际市场，由于公司在主导产品上具有国际一流的研发水平、发酵速度具有突出优势，且产品品类全面，在国际上已开始参与主要由两家酵母龙头占据的市场，酵母渗透率较低的发展中国家如中东和北非是公司的主攻市场，欧美等传统酵母使用国家的渠道仍未铺开，目前安琪产品远销 120 余个国家和地区，此次在埃及新建产能将进一步巩固公司在国际上的竞争力。

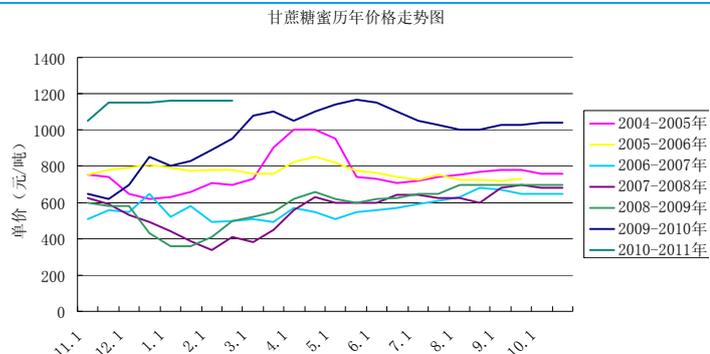
■ 酵母是未来发酵大方向，公司对下游具有一定定价能力。

- **工业用户是主要使用者。**活性酵母发酵速度快，发酵性能稳定，易于控制和标准化，对于追求制作时间和发酵过程标准化控制的食物工业

企业（糕点、面食）来说比泡打粉更符合要求。且由于泡打粉的安全性问题（含铝），酵母会逐步成为未来食品工业的主流发酵用品，但短期内出于成本的考虑，公司会对提价节奏进行控制。

- **零售市场潜力巨大。**在零售市场，目前酵母在国内大中型地区和乡镇地区普及性较高，但是传统的老面、小苏打和泡打粉发酵仍有一定市场空间。酵母的销售单价在几种发酵用品中最高，由于替代者的存在，零售市场对于酵母产品的价格存在一定的敏感性。
- **原材料属于大宗商品，其价格的上涨是公司控制力较弱一环。**
  - 公司的成本构成中，主要成本是糖蜜（占比 40-50%），变动最大的也是糖蜜。糖蜜是蔗糖加工的副产物，主要用途是用来生产食用酒精和酵母，生产食用酒精和酵母的比例约为 7: 2。由于糖蜜只是生产蔗糖的副产物，且蔗糖生产规模稳定，其价格变动与蔗糖价格的相关性不大。主要价格变动来自于食用酒精对原材料的争夺，由于原材料有限，公司对上游糖蜜价格的掌控能力很低，在实现上下游一体化之前，只能被动接受糖蜜的涨价。

图表8: 糖蜜价格波动大 (2004-2011年, 时间轴从榨季开始)



来源：南宁糖交所，国金证券研究所

### 3、以技术和服务为核心的营养制胜，食品安全进一步增加竞争筹码

- **酵母营养性能未来会逐步被大众了解**
  - 酵母是 GB-2760 食品分类中唯一的微生物，其在动物及人类营养与健康方面的作用和地位已经得到认可。营养学家阿德勒·戴维斯在其全球畅销营养专著《吃的营养科学观》指出，“酵母是目前自然界几乎唯一集优质蛋白质和完整 B 族维生素于一身，而且含量丰富的食物”。利用酵母菌体开发的即食酵母粉或酵母片已成为西方营养学家宠爱的营养食品。
  - 酵母中不仅含有丰富蛋白质和碳水化合物，还含有多种 B 族维生素和钙、铁、锌、镁等微量元素。每 1 kg 干酵母所含的蛋白质，相当于 5 kg 大米、2 kg 大豆或 2.5 kg 猪肉的蛋白质含量。此外，酵母蛋白组成与肉类蛋白组成接近，是一种完全蛋白质。酵母中含有的丰富赖氨酸和色氨酸，可弥补谷物中赖氨酸与色氨酸不足，达到平衡营养作用。酵母细胞含有丰富的水解酶类，可将淀粉、纤维素、蛋白质水解成低分子糖和氨基酸等易被人体消化和吸收低分子物质，提高面粉消化吸收率。在用于发酵的时候，面粉中的植酸能够与钙、铁、锌等矿物质形成螯合物，抑制人体对这些矿物质的吸收，酵母中含有植酸酶，在面团的发酵中可以有效水解面粉中的植酸，有助于人体对锌、铁、钙等的吸收。
- **食品安全需求意识迅速提升，进一步增强公司竞争砝码。**
  - **高活性干酵母份：解决微生物超标和铝害。**生物发酵区别传统自留老酵的发酵方式，无超标微生物问题，也区别于化学发酵剂泡打粉和小苏打（多含铝），是天然的生物产品。根据食品添加剂使用卫生标准

(GB067)，酵母抽提物属于食品类别可以直接食用，且没有添加限制，在食品工业的添加中具有天然、安全的优势。

■ **YE 提取物：唯一不属于添加剂的鲜味剂，满足低盐和安全需求。**

**减盐**——酵母抽提物是以酵母为原料，采用现代生物工程技术精制而成的一种营养型功能性产品，其主要成分为多种氨基酸、肽类物质、呈味核苷酸、B 族维生素等，在食品加工中往往能起到有效增强产品鲜美味、醇厚感的功效。在 YE 添加量大于 0.4% 时，能明显增强产品的咸度口感，从而减少 NaCl 的用量（可以减少 35% 食盐），达到食品降盐效果。

**天然调香**——之前餐饮市场暴露的“一滴香”危险化学添加问题是餐饮厨师为了降低成本、增加口感、缩短烹饪时间所进行的非法操作，引起公众对餐饮行业的信任危机。而使用盐酸分解法制成的氨基酸调味料存在 MCP 和 DCP 问题，长期食用对健康不利。公司用天然动、植物提取物和 YE（酵母抽提物）精致而成的 YE 大骨浓汤等餐饮配料产品，既满足了餐饮烹饪市场快捷化的需求，又满足了对食品的安全和营养需求，随着食品安全意识的提高，天然健康的 YE 调味产品是未来餐饮和家庭调味的趋势选择。

■ **生物饲料（酵母制饲料和添加剂）：从源头起保障动物性食品的安全性，随着国家食品安全法的完善，逐步替代抗生素的使用。** 抗生素的广泛使用引起的病原菌耐药性和动物体功能紊乱问题成为畜牧业中日益严重的问题，欧盟从 2006 年开始就全面禁止在饲料中添加抗生素，未来的食品安全问题必然要求我们的饲料产业走同样的路径。在这种情况下，以加强营养的方式提高动物免疫力、预防疾病，提高动物生产性能的酵母饲料及添加剂<sup>1</sup>是未来饲料添加选择的必然趋势。

■ **其他酵母家族产品：营养和功能性强大，天然、健康的提高食物的口感和外观，改善公众营养结构。** 安琪的面包改良剂除了维生素 C 外不含其他的国家禁止的化学氧化剂如溴酸钾和过氧化钙，安琪馒头改良剂的增白机理是酶制剂生物增白，绝不含有目前国家建议禁止使用的过氧化苯甲酰等化学增白剂。安琪的无铝油条膨松剂、无铝双效泡打粉都不含有明矾，不存在铝超标的问题，是食品生产企业的理想选择。安琪的微波蛋糕粉绝对符合国家食品安全标准。

■ **酵母推动烘焙/面食产业化速度，行业标准制定者技术和服务优势明显。**

■ **生物发酵，安全地增强烘焙食品和面食的外观和口感。** 酵母发酵具有增白、增大制品体积、增强口感、延长货架期等作用，且由于是生物制品不含任何有害物质，对注重安全的食品工业企业具有很高的吸引力。目前公司的部分工业用户包括：三全食品、上海巴比馒头、厦门五润食品、安徽青松食品等。自 20 世纪 90 年代起，安琪公司仿照国外酵母企业的销售模式，为工业用户提供技术支持。酵母发酵的高安全性和有效性使其在追求标准化的工业企业中很受欢迎，安琪公司遍布全国的销售团队为当地用户提供整套的技术解决方案，从基本使用到工艺流程改进，推动了发酵面食的产业化进程。

■ **作为全国食品工业化技术委员会单位委员，安琪参与了行业所有标准的审核和相关标准的起草工作。** 公司参与制定的面包酵母、酿酒活性干酵母、酵母抽提物、食用加工用酵母等 10 多项行业或国家标准已颁布实施。公司先后承担并完成国家级项目 14 项、省部级项目 32 项、市级项目 43 项，先后获得国家专利 151 多项，有 100 多人次获国家、省、市科技进步奖、国家优秀技改项目奖等奖励。

■ **服务与技术并重，打造核心竞争力。**

**技术投入高、技术人才稳定**——公司拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）等高层次研发平台，80%

<sup>1</sup> 酵母中含有丰富的蛋白质、B 族维生素脂肪、糖、酶等多种营养成分和某些协调因子；酵母细胞壁含有的甘露寡糖和 β-葡聚糖可对细菌、病毒引起的疾病及环境因素引起的应激反应产生非特异性免疫力。

以上的员工为专业技术人员，同时外聘 40 余名国内外专家为技术顾问。具有 10 年的研发储备，脱胎于国家科委、中科院微生物所和国家计委科技司联合设立的全国唯一一家“活性干酵母工业性试验基地”。研发具有先天优势，以设备为例，安琪酵母的中试车间和自动发酵系统均为中国首建，其自动发酵系统的引入时间甚至早于中科院。

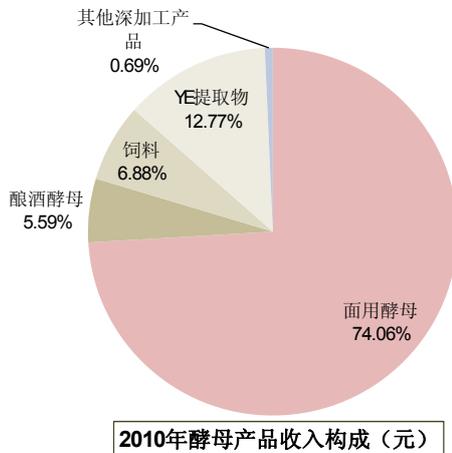
公司为员工发展提供了多种通道，避免了走行政管理的“独木桥”。技术业务人员待遇好，有技术、业务高级职位，实行同等待遇。满足企业对多方面、多层次人才的需求。对本科以上学历人员，管理人员设计职业发展规划，开办储备经理培训班。

**服务制胜**——在研发中心内部，公司设置 50%的人从事基础工艺和产品的研究，50%的人从事应用技术的研究；在销售组织里，50%的人从事商务活动，50%的人从事技术推广和服务。同时，搭建多种形式的应用技术推广和服务平台。如多种层次的推广会，为用户提供解决方案的服务小组，设立应用技术服务培训中心。目前已在宜昌、北京、上海建立了以培训、服务为主导的技术中心，正在成都筹建西部技术服务中心。

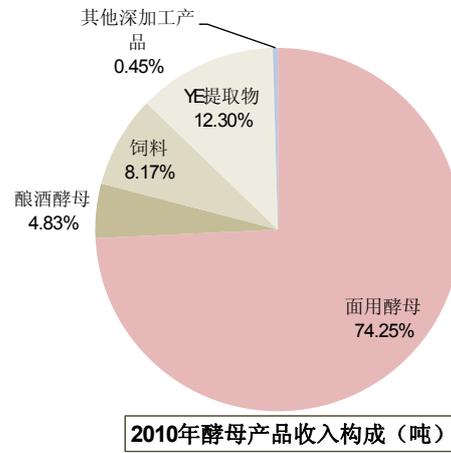
## 二、市场空间充分保障产能释放有效推动收入增长

### 1、酵母基础产品需求稳定，深加工产品空间巨大

图表9：按产品的收入构成（销售收入，元）



图表10：按产品的数量构成（销售数量，吨）



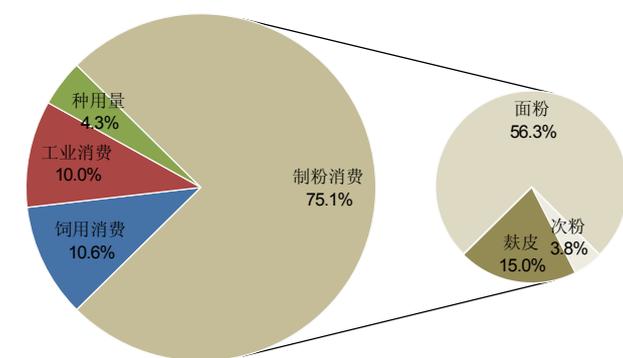
来源：国金证券研究所 注：由于保健品与原料酵母的量价关系并不显著，上两图中并未含保健品；2010年公司保健品收入超过9000万。

#### ■ 酵母产品需求：未来3年15-20%左右的稳定增长。

- 替代需求为主，烘焙和中式发酵用高活性干酵母稳定成长。在国内近年随着社会经济水平的不断发展，人们对生活质量的要求越来越高，酵母产业也进入了较快的发展时期，高活性干酵母加速深入传统面食和现代烘焙行业，如随着人们生活水平的提高和生活节奏的加快，面包的消费量持续增长，快捷、方便的酵母逐步替代自留老酵和含铝量高的泡打粉，酵母潜在需求量将逐步释放。

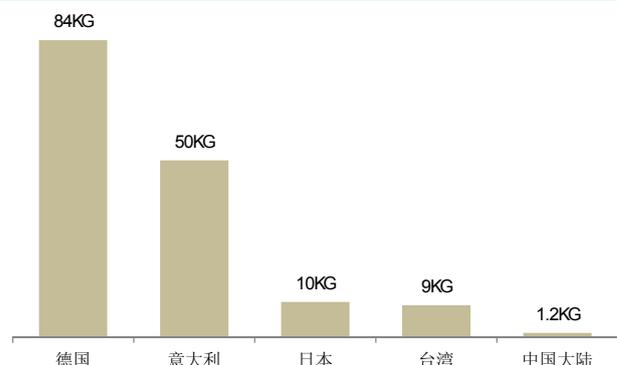
预计国内酵母潜在需求量在30万吨以上，目前全国年产量在19万吨左右，增长空间明显。小麦是中国三大主要粮食谷物之一，是居民、特别是北方家庭食品的主要构成。中国是全球小麦种植面积和消费量最大的国家，年度消耗1.1亿吨左右，其中制粉消费8150万吨，面粉6110万吨，假设有60%用于烘焙/传统发面食品，则发酵用小麦粉3700万吨左右，其中使用酵母的添加量为0.5-1%左右，烘焙/中式发酵用酵母的市场容量为22万吨。

图表11：中国小麦消费结构（2010，总1.08亿吨）



来源：国家粮油信息中心，国金证券研究所

图表12：烘焙行业、糕点饼干和中式面点行业的增速



- 市占率80%是酿酒用活性干酵母的代名词，酿酒酵母同步行业稳定增长。国外从80年代开始普遍使用酿酒活性干酵母生产酒精、葡萄酒和蒸馏酒，尤其是葡萄酒高活性干酵母，一经在葡萄酒行业中使用就显示了巨大的成本优势。中国酒精生产传统使用自培酒母，使用酿酒高

活性干酵母可将发酵周期提高 1/3 左右，出酒率提高 2%。在白酒生产方面，由于决定白酒风味的主要是酒曲，使用酵母替代天然酵母并不会对口味产生影响。白酒之外的黄酒、葡萄酒、啤酒产品领域，公司开发的特种酿酒酵母是国内独占市场的产品，列入了国家科技成果推广计划。燃料乙醇方面，安琪的超级酿酒酵母产品在国内燃料乙醇市场占有率达到 80% 以上，未来的重点在于出口，目前公司的超级酿酒酵母已经进入美国、巴西两个全球最大的燃料乙醇生产国，产品已经在多个国家注册了专利。中国发酵酒精年产量在 500 万吨左右，按照 0.05% 的酿酒酵母添加比例，酿酒活性干酵母的需求在 2500 吨左右（酿酒酵母 3 万多一吨，高于面用酵母）。

■ **YE 提取物（味素）：未来 3 年增长在 30% 以上。**

- **复制国外路径，行业发展和样板公司都表明 YE 提取物市场空间巨大。** YE 提取物是天然调味品，其健康和营养特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%，中国家庭目前仍主要使用味精作为增鲜剂，在工业领域，如肉制品加工（双汇）、速冻食品（三全）、方便面等行业已广泛开始使用味素，而目前公司的大包装复合调味料很受大型餐饮企业欢迎，未来市场空间巨大。从酵母生产企业角度，全球第一大酵母生产企业法国 LESAFFRE 的第二大主打产品即为 YE 提取物，是酵母生产企业深加工的方向性选择之一。

我们认为，YE 提取物会采取向工业用户扩张再走向民用市场的路径，目前公司的产品已经销售给海天、李锦记等酱油生产商，预计 YE 提取物良好的调味性能和安全的食品特性能使其逐步在中国鲜味剂市场的工业用户中受到广泛欢迎。

**专业定制技术，公司味素产品具有强大竞争力。** YE 提取物经不同的处理方式能够形成具有海鲜、牛肉、鸡肉和猪肉等各种香味的调味品，卡夫等大型食品公司需要调味品供应商具有按需调配并保持口味及质量稳定的能力。公司进入卡夫、农心等需经过漫长认证的国际食品公司供应链体现了公司的产品研发和质量控制能力，随着国内厂商对味素产品的应用推广，必然选择在成本中所占比重较低但作用重大的高品质调味品，以技术为底蕴且注重产品销售和服务的酵母企业能充分受益国内 YE 提取物市场的增长。

■ **生物饲料：未来 3 年维持 20% 左右的稳定增长。**

- **酵母制饲料是安全的生物饲料添加剂，通过提高营养水平的方式使鸡、猪等禽畜类食用后不易生病且能缩短生长周期。** 随着生活水平的提高，动物性蛋白质的摄入增长迅速，保证动物性安全的首要的是保证饲料的安全。由于抗生素的种种弊端，许多国家纷纷通过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，日本也是世界上研制开发和利用微生物饲料较早的国家之一，2005 年欧盟全面禁止动物食品中使用抗生素，极大促进了全球生物饲料添加剂的研发。
- **饲料安全前提下，国内外需求空间向上打开。** 我国是全球第二大饲料生产国，连续 17 年饲料总产量位居全球第二，从 1980 到 2008 年饲料的复合增长率达到 18.8%，2010 年接近 1.5 亿吨。根据 0.1% 的生物饲料添加量计算，中国对生物饲料的需求在 15 万吨左右，产值 37.5 亿人民币左右。从国际角度来看，根据联合国粮农组织（FAO）的报告，2008 年饲料总产量超过 7 亿吨，对生物饲料添加的需求达到 70 万吨，产值 25.7 亿美元。
- **起步早，受国际市场认可。** 公司在酵母生产的技术优势和市场优势的基础上，2001 年就开始进行生物饲料的研发，先后开发成功饲用高活性干酵母、酵母细胞壁多糖等一系列生物饲料产品。2009 年公司销售 6300 吨，实现销售收入 1.1 亿元，2010 年达到 9500 吨，实现销售收入 1.56 亿元，销量同比增长 51%，销售收入同比增长 42%。在国内

公司产品被众多养殖和饲料企业使用；对外，公司产品出口到美国、南美洲、东南亚、印度、俄罗斯、欧盟等 16 个国家和地区。

■ 酶制剂产品：技术是核心竞争力，增长跟随产能扩张。

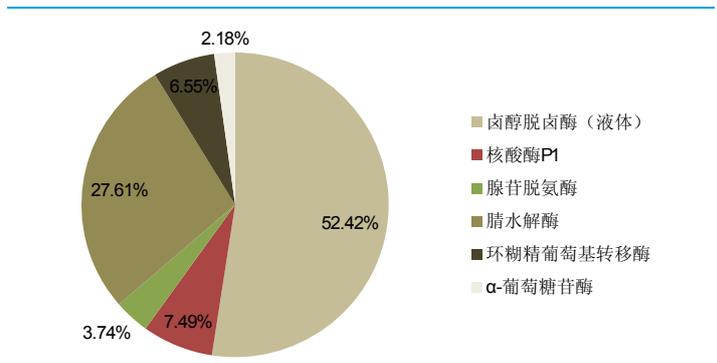
- 国内现状：规模大但技术水平低。酶制剂是生物产业领域的重要分支，广泛应用于食品、医药、纺织、洗涤剂、保健品等各领域，2009 年全球市场规模达到 30.18 亿美元，主要被少数几家国际大公司垄断。目前中国酶工业已经形成 40 万吨的产能，是酶制剂生产大国，规模化生产的酶有 28 种，但多为低端大宗酶和粗制品为主，盈利能力低。2008 年，中国出口酶制剂产品 6.5 万吨，出口金额 1.8 亿美元，以低端产品为主，国际竞争力较差。
- 公司优势：打破国际技术垄断且实现量产。公司在 2007 年开始进行酶制剂研发，主攻技术门槛较高的新型特种酶，这在国内属于技术空白。2009 年底开始，公司自主开发的卤醇脱卤酶已经实现批量销售，用户反应良好，成功替代了原有的化学合成工艺，成果已获得国家专利。2009 年，公司开始进行核酸酶 P1 和腺苷脱氨酶的研究开发，达到国际先进水平，是全球第二家能够提供这两种酶的供应商。而胍水解酶、环糊葡萄糖基转移酶和 α-葡萄糖苷酶等特种酶制剂也已经开发成功，产品质量及应用均处于国际领先水平。
- 重要产品：卤醇脱卤酶和胍水解酶实现对化学合成的逐步替代。卤醇脱卤酶主要用于占据全球 44% 降脂药份额的“阿托伐他汀”中 A5 中间体的酶法合成，阿托伐他汀是世界第一个年销售额突破百亿美元的 药物，且在 2010 年 7 月“阿托伐他汀”专利药到期后，国内的 A5 生产企业开始扩大产能，2009 年国内 A5 产量为 400 吨，预计到 2011 年，A5 年产量将达 1000 吨以上，而卤醇脱卤酶需求量将达到 3000 吨以上。从国外情况来看，2008 年阿托伐他汀的销售达到 133.75 亿美元，若 A5 生产全部用酶法，则卤醇脱卤酶的市场需求超过 5 亿美元。胍水解酶是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，潜在市场规模约 5 亿元。

图表13：增发项目中酶制剂产品销售均价 3.2 万

	销量（吨）	销售单价	销售收入（万）
卤醇脱卤酶（液体）	2,800	30,000	8,400
核酸酶P1	20	600,000	1,200
腺苷脱氨酶	10	600,000	600
胍水解酶	1,770	25,000	4,425
环糊精葡萄糖基转移酶	300	35,000	1,050
α-葡萄糖苷酶	100	35,000	350
合计	5,000	--	16,025

来源：国金证券研究所

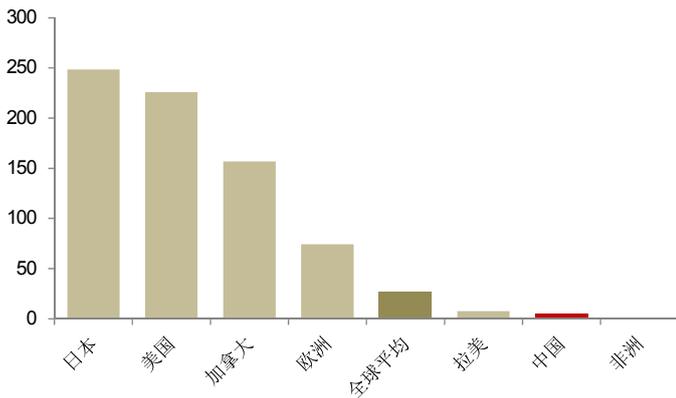
图表14：卤醇脱卤酶和胍水解酶是酶制剂重点产品



■ 保健品：“回头客”彰显产品底蕴，新市场等待更多成长。

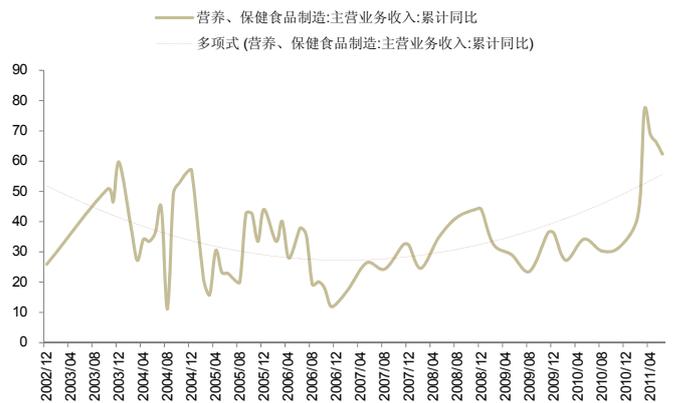
- 保健品渗透率低，增长空间不成问题。中国保健品的人均年消费额为 5.36 美元（《中国营养产业发展报告（2006）》），低于世界平均水平，仅相当于美国的 2.37%、日本的 2.16% 以及世界平均消费水平的 20%。中国保健品市场的发展空间毋庸置疑，根据国家统计局的数据，2006 年以来，规模以上营养、保健食品制造业务企业的收入呈加速上升的趋势。

图表15: 中国保健品人均年支出低 (单位: 美元)



来源: 《中国营养产业发展报告(2006)》, 国家统计局, 国金证券研究所

图表16: 2006年以来保健品销售增速提升



- **全国销售网络已经逐步铺开, 存量市场高增长证明产品对客户的粘度高。**安琪纽特的保健品包括即食酵母粉、酵母锌等, 是利用酵母的生物营养特点开发的天然特种保健品。湖南、湖北、山东、安徽、四川的销售网络已经较完善, 属于公司存量市场; 江苏、浙江是保健品销售新力量地区, 2010年销售增长在80%左右, 目前在全国有40多家专卖店, 一线城市目前都有办事处, 全国销售网络已经形成雏形。今年上半年, 保健品销售增速在25%以上, 而存量市场增速比增量市场增速高10%左右, 一方面存量市场的高增长表明客户对安琪产品的高认可度, 而增量市场增速稍逊说明特种保健品仍存在消费者培育问题, 但也表明公司的增长不是单纯由开店带来的, 而是有质量的增长。从经销商渠道看, 之前公司多走三级营销体系, 易受其他低折扣保健品的冲击, 目前, 公司大力开展连锁药店(如湖南怀化、湖北马应龙)和婴童渠道直接将产品销售到终端, 利用公司的技术和产品服务优势, 药店和婴童渠道(如博士蛙、贝贝熊)的销售增长迅速。2010年, 公司保健品销售收入超过9000万, 2011年预计增长30%达到1.2亿人民币。由于公司销售渠道并没有完全建设完毕, 且还未进行大规模广告投入, 而公司产品的功能性已经通过存量市场的增长得到验证, 未来的高增长随着推广的深入水到渠成。

## 2、新增产能保障 2011E-2013E 的收入成长

- **2012E-2013E 是公司新产能的集中释放期, 新产能多集中在原料产地**

  - 2011年5月份, 广西崇左5月份三期1.5万吨产能竣工, 使广西崇左酵母的总产能达到3.5万吨(折干), 成为中国最大的酵母工厂, 其中含0.8万吨的味素产能; 总产能达到10.7万吨。

2012年一季度, 埃及1.5万吨产能投产, 7月份, 宜昌生物产业园2.5万吨产能投产、产值达3-5亿的保健品投产, 11月份, 广西柳州2万吨产能投产; 总产能达到16.7万吨。

2013年4月份, 云南德宏2万吨产能投产; 总产能达到18.7万吨。
  - 新投产的广西、埃及、云南都是蔗糖产地, 不但有助于公司降低原料成本, 更使得公司能够在糖蜜紧张时期通过在当地的长期经营获得成本稳定的原料。其中, 埃及是排名南非之后非洲第二大产糖国, 蔗糖产量占欧洲的15%左右; 广东甘蔗产量全国排名第一, 占全国的40%, 广东、广西、福建、四川、云南5省蔗糖产量占全国的90%。

图表17: 公司未来产能拓展情况 (万吨)

产能情况	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	3	3	3	3	3
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	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左		0.9	2	2	3.5	3.5	3.5
埃及 (2012. Q1投产)						1.5	1.5
宜昌生物产业园 (2012. 7投产)						2.5	2.5
广西柳州 (2012. 11投产)						2	2
云南德宏 (2013. 4投产)							2
合计	5.2	6.1	9.2	9.2	10.7	16.7	18.7
增速		17.3%	50.8%	0.0%	16.3%	56.1%	12.0%

来源: 国金证券研究所注: 阴影部分为依靠原料产地而建

■ “十二五”目标产能翻番、销售额增长3倍。

- 公司计划到 2015 年销售额增长到 60 亿，2011E-2015E 五年复合增长率达到 25%。根据公司的“十二五”规划，到 2015 年，拥有 20 万吨干酵母产能，销售额达到 60 亿。我们认为公司收入的增长一方面来自产能的释放，另一方面来自于寡头地位产生的对产品的提价能力，我们的收入预测中，2011E-2013E 产品价格复合增长率 2%，产品销量（吨）的复合增长为 23.6%，2013 年收入达到 43 亿。另外，公司也开始触及产业链上游，其半年报公布在云南与英茂糖业合资建设 2 万吨干酵母生产基地，首次开始向上游原材料拓展。

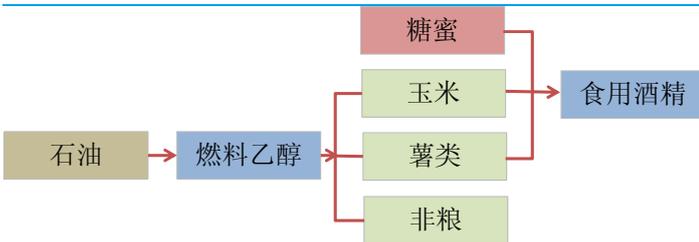
### 三、毛利率处于历史低位，紧密跟踪糖蜜供求判断未来毛利率趋势

#### 1、糖蜜是成本变动主要因素，其价格波动是影响毛利率的主要原因。

##### ■ 糖蜜是当前主要成本，价格波动剧烈。

- **糖蜜价格变动原因：以成本为核心的价格传导机制。**在现阶段，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（生产食用酒精的原材料主要有玉米、木薯和糖蜜；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蔗糖产量和食用酒精价格及开工量的影响。食用酒精价格对糖蜜价格有直接影响，在整体上与燃料乙醇和石油的价格走势一致。

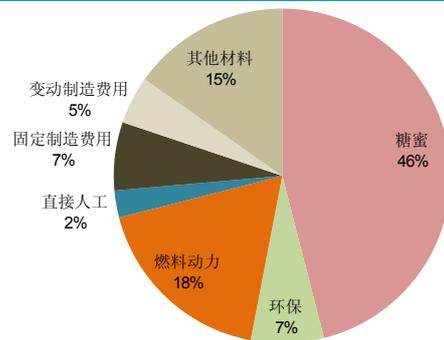
图表18：以成本为核心的糖蜜价格影响机制



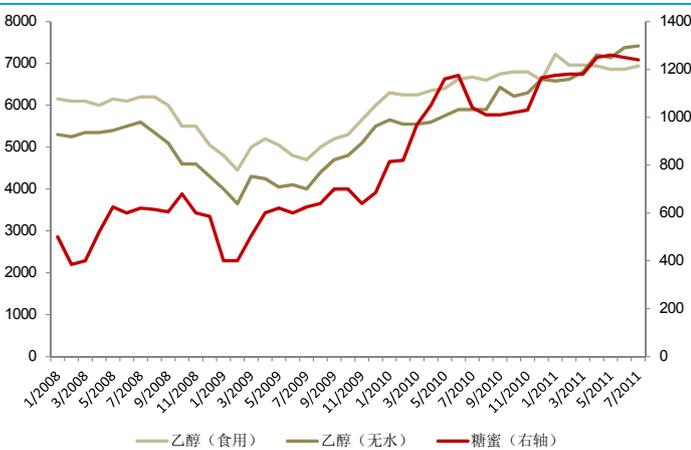
石油价格的上升带动燃料乙醇价格上升，生产燃料乙醇的主要材料是玉米、薯类和非粮原料，其中的玉米和薯类同时也是生产食用酒精的主要原料，燃料乙醇的价格上升带动各生产材料价格上涨，而玉米和薯类价格的上涨带动了食用酒精的价格上涨，从而拉动糖蜜价格上涨。

来源：国金证券研究所

图表19：糖蜜是酵母的主要生产成本

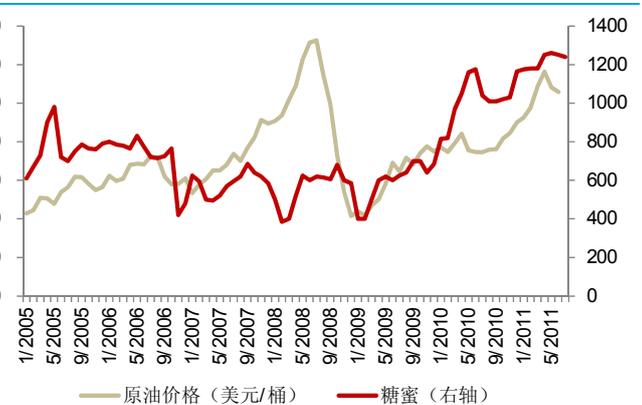


图表20：食用酒精、燃料酒精和糖蜜的走势一致



来源：国金证券研究所

图表21：原油价格和糖蜜价格走势一致性高（元/吨）



- **糖蜜价格在不同榨季不同，2010 年成本基本锁定。**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，若年底能够完成从海外进口部分低价糖蜜（约 1000 元/吨），则 2012 年成本会部分锁定于低价糖蜜。
- **糖蜜价格基本对称地影响酵母毛利率。**2009-2010 榨季，蔗糖产量下降使糖蜜供应量减少，同时食用酒精价格上升推动对糖蜜的原材料产生争夺，从而使 2011 年上半年酵母及深加工产品分部的毛利率同比

下降 3.68 个 ppt 至 32.75%，以 1200 元/吨的糖蜜价格基准，在其他成本不变和产品结构不变的条件下，糖蜜价格每变动 5 个 ppt，毛利率反向变动 3.3 个 ppt 左右。

图表22: 糖蜜价格变动的敏感性分析 (单因素: 假设其他费用不变、加工工艺不变、销售价格不变)

酵母价格变动	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%
糖蜜价格	960	1020	1080	1140	1200	1260	1320	1380	1440
毛利率	46.57%	43.23%	39.89%	36.55%	33.22%	29.88%	26.54%	23.20%	19.86%
毛利率变动	13.35%	10.01%	6.67%	3.33%	0.00%	-3.34%	-6.68%	-10.02%	-13.36%

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和保持利润率的稳定。

- 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，证明公司有能力和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。

图表23: 公司 2011 年上半年的毛利率已经接近历史最低的 30.2%



来源: Wind, 国金证券研究所

■ 蔗糖产量稳中有降，酒精厂开工率目前处于较高水平。

- 国内，相对 2010/11 榨季，2011/12 榨季的国内蔗糖生产有些微下滑，国外，有增有减但产量基本维持，整体来看明年国内外蔗糖供应都小幅偏紧。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改善。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、玉米酒精企业基本都是微利，且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有所下降，从而部分地减少对糖蜜的需求。

图表24: 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)	865	2170	1250	2360
原料单耗(吨)	7	2.8	4.6	3.2
原料成本(元/吨)	6055	6076	5750	7552
酒精加工费(元/吨)	908.25	911.4	862.5	1132.8
酒精生产成本(元/吨)	6963.25	6987.4	6612.5	8684.8
酒精市场价(元/吨)	6950	6950	6800	7200
盈亏额(元/吨)	-13.25	-37.4	187.5	-1484.8
副产品收益				1750
总体盈亏额(元/吨)	-13.25	-37.4	187.5	265.2

来源: 国金证券研究所

■ 内销增速向上或进一步提升毛利率水平。

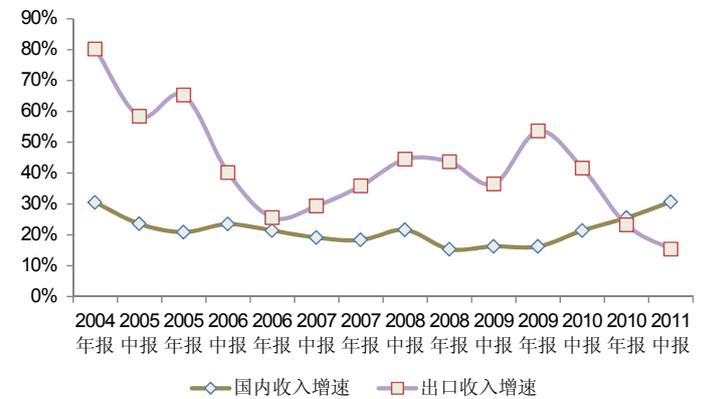
- 受中东、北非伊斯兰地区的政局动荡及人民币升值, 2011H1, 国内收入 7.6 亿, 同比增长 30.68%, 出口收入 4.65 亿, 同比增长 15.32%。国外收入占总收入的比重比 2010 年全年下滑 3.43 个百分点。

随着国内市场对酵母的接受程度提升, 国内销售增速迅速上升, 即使在今年上半年受下游工厂食品安全检查停工影响 1 个亿收入的情况下, 增速还是有明显提升。我们认为, 由于国内酵母使用的渗透率低, 未来国内市场的高增速能够维持。

图表25: 出口收入占比有所下降(单位: 亿, %)



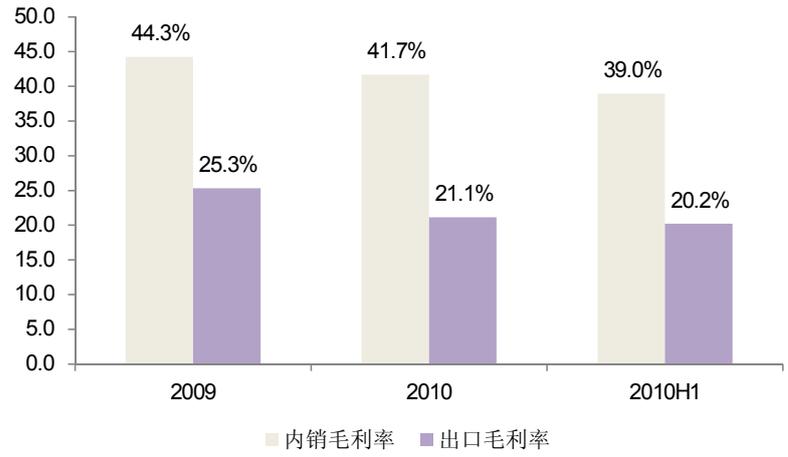
图表26: 出口收入增速首次大幅低于内销增速



来源: 国金证券研究所

- 由于国外竞争加剧和人民币升值, 出口毛利率有所下降(相比 2010 年下降约 1 个百分点)。我们认为, 人民币升值的趋势目前在趋缓, 而国外竞争还会延续, 但随着埃及工厂的建成, 产地销的模式会使出口毛利率水平有所提升。另外需要注意的是, 由于内销毛利率长期高于出口毛利率, 内销水平占比有所提升会进一步提高整体毛利率。

图表27: 内销毛利率长期高于出口毛利率



来源: 国金证券研究所

#### 四、估值和盈利预测

■ 未来三年收入复合增速达到 27.13%。

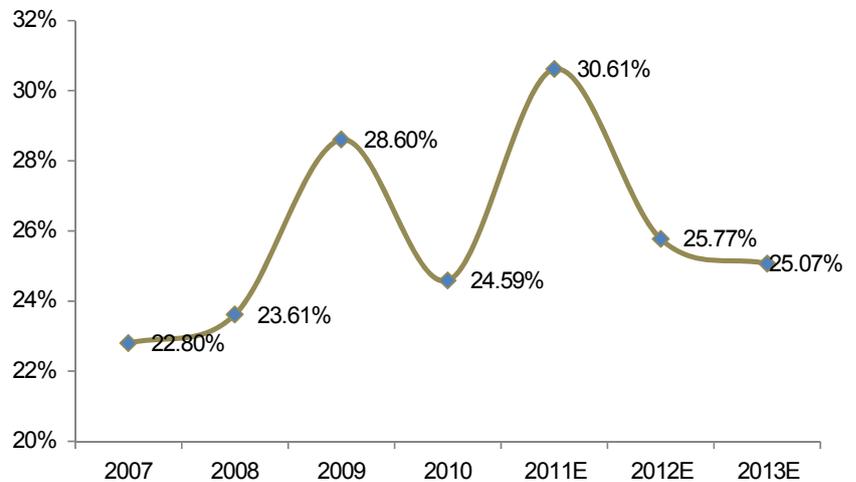
- 未来三年，在我们之前对市场空间计算和产能释放的基础上，面用酵母复合增速为 20.36%，酿酒酵母复合增速为 29.18%，其他酵母深加工产品的复合增速为 48.80%。2011E-2013E 收入的增速分别为 30.7%、25.8%和 25.1%。

图表28: 2011E-2013E 的收入预测

销售收入(亿)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
面用酵母(万吨)	6.2	7.5	8.9	10.5	12.3
单位售价(万元/吨)	1.98	1.94	1.98	2.02	2.06
面用酵母(亿)	12.3	14.5	17.6	21.2	25.3
酿酒酵母(万吨)	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0
单位售价(万元/吨)	2.29	2.26	2.30	2.35	2.40
酿酒酵母(亿)	0.7	1.1	1.45	1.9	2.4
其他酵母深加工(亿)	2.83	3.89	6.57	9.27	12.84
奶制品(亿)	0.29	0.29	0.29	0.29	0.29
其他(亿)	0.73	1.24	1.55	1.94	2.43
收入总计	16.86	21.01	27.45	34.53	43.18

来源: 国金证券研究所

图表29: 安琪酵母收入增速



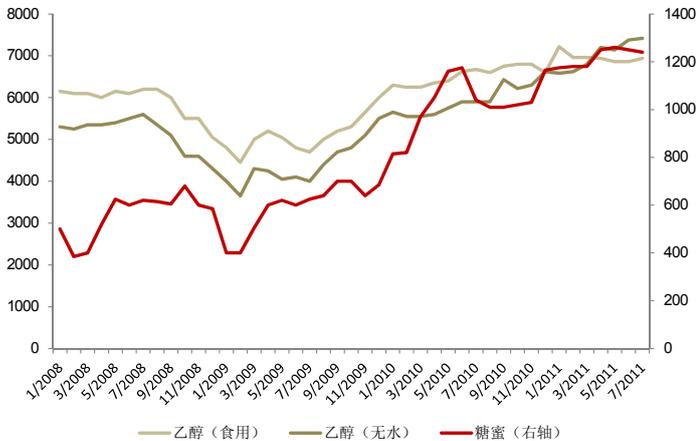
来源: 国金证券研究所

■ 毛利率在 2011 年有所下滑，但 2012E 和 2013E 相继回升。

- 我们假设 2011E-2013E 糖蜜成本分别为 1200 元、1140 元和 1140 元，2012E 的糖蜜价格相对 2011E 下降 5%，2013 年不变。2011 年糖蜜、玉米等生产资料价格暴涨使食用酒精企业不堪重负，在摸到本年 1250 元的高点后，由于没有需求的支撑，使得食用酒精价格未能跟随燃料乙醇价格继续上涨，燃料乙醇价格对食用酒精的折价不在存在。另外，2010 年的国内糖蜜价格比国外平均价格高 15-20%，这在历史上尚属首次（目前，从泰国、马来西亚和菲律宾进口糖蜜的到岸价格在 1000 元人民币/吨左右），预计未来糖蜜即使仍在高位盘旋但价格下降也是高概率事件。

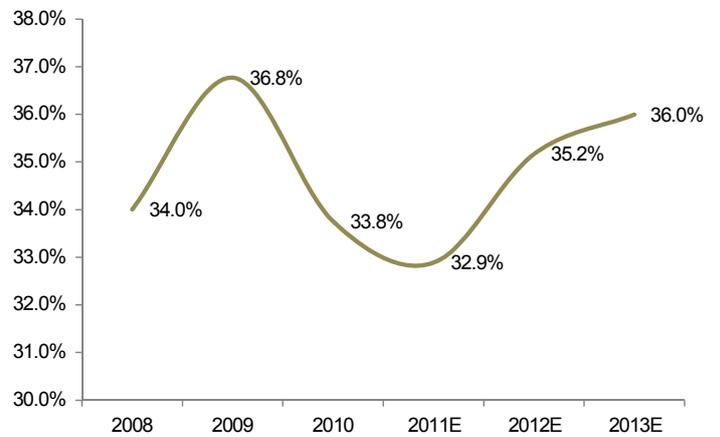
- 若国内价格维持高位，我们认为公司有能力也有动力从国外进口低价糖蜜。因公司的环保标准是参照国外酵母企业而建，标准高且已成为公司健康食品生产商的标志之一，进口糖蜜不存在环保方面的阻碍（糖蜜加工污染性较高，进口需环保部门批准）。

图表30: 食用酒精价格和燃料乙醇价格出现倒挂



来源: 国金证券研究所

图表31: 2012E 开始毛利率企稳回升



■ 推新品以及铺建销售网络使 2012E-2013E 销售费用率出现小幅上升。

- 我们判断，由于蔗糖产量并不会发生显著上升，糖蜜供给稳定，未来价格仍然取决于糖蜜制食用酒精的盈利情况。为了平抑毛利率的波动，公司必然会加大消费属性更强的小包装产品和零售渠道的拓展，如推广保健品和小包装味素。另外，虽然酶制剂产品属于新型产品，但是由于其客户仍多为工业客户，渠道建设费用不高，主要推广仍在零售终端和保健品方面。预计 2011E-2013E 的销售费用率分别为 10.5%、11%和 11.5%。

■ 估值和投资建议:

- 相对估值: 2011E-2013E 的 EPS 为 1.066 元、1.549 元和 1.981 元（增发摊薄后）。预计 2011E-2013E 的净利润分别增长 23.51%、45.28%和 27.88%，达到 3.50 亿、4.92 亿和 6.46 亿；同期 EPS 分别为 1.066 元、1.549 元和 1.981 元。考虑到公司作为行业龙头带来的议价能力、技术领先保障的产品结构调整、以及未来更多零售领域和中国酵母使用的巨大潜力，我们认为公司可以相对食品饮料行业（2012E 25.2x）有 20%的溢价，**目标价 46.8 元，相当于 2011E-2013E 的 43.88xPE、30.21xPE 和 23.62xPE。**
- 绝对估值: FCFE 估值法 52.83 元，WACC 估值法 56.7 元。目标价相对绝对估值法的折价在 12.9%-21%之间。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	1,311	1,686	2,101	2,745	3,453	4,318	货币资金	44	89	167	275	345	432
增长率		28.6%	24.6%	30.7%	25.8%	25.1%	应收款项	87	136	195	281	353	442
主营业务成本	-865	-1,066	-1,392	-1,842	-2,238	-2,764	存货	372	410	477	606	736	909
%销售收入	66.0%	63.2%	66.2%	67.1%	64.8%	64.0%	其他流动资产	35	44	131	186	226	278
毛利	446	620	709	903	1,214	1,554	流动资产	538	680	971	1,347	1,660	2,061
%销售收入	34.0%	36.8%	33.8%	32.9%	35.2%	36.0%	%总资产	26.4%	29.1%	33.1%	35.5%	35.9%	39.5%
营业税金及附加	-10	-12	-12	-14	-17	-22	长期投资	0	0	38	39	38	38
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,424	1,560	1,777	2,235	2,760	2,954
营业费用	-171	-200	-211	-276	-363	-475	%总资产	70.0%	66.7%	60.6%	59.0%	59.7%	56.7%
%销售收入	13.0%	11.9%	10.1%	10.1%	10.5%	11.0%	无形资产	66	87	138	167	161	156
管理费用	-73	-88	-91	-113	-142	-177	非流动资产	1,497	1,660	1,963	2,443	2,961	3,150
%销售收入	5.6%	5.2%	4.3%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	73.6%	70.9%	66.9%	64.5%	64.1%	60.5%
息税前利润 (EBIT)	192	321	395	501	693	881	<b>资产总计</b>	<b>2,034</b>	<b>2,340</b>	<b>2,934</b>	<b>3,790</b>	<b>4,622</b>	<b>5,210</b>
%销售收入	14.7%	19.0%	18.8%	18.2%	20.1%	20.4%	短期借款	362	490	602	98	286	34
财务费用	-39	-29	-40	-50	-39	-36	应付款项	329	547	296	463	566	700
%销售收入	3.0%	1.7%	1.9%	1.8%	1.1%	0.8%	其他流动负债	32	91	33	80	88	98
资产减值损失	-1	-6	-4	-2	-1	-1	流动负债	723	1,128	930	641	939	832
公允价值变动收益	-6	-1	0	0	0	0	长期贷款	311	0	429	429	429	430
投资收益	0	6	2	5	5	5	其他长期负债	11	16	28	0	0	0
%税前利润	0.0%	2.0%	0.5%	1.1%	0.7%	0.6%	<b>负债</b>	<b>1,046</b>	<b>1,144</b>	<b>1,386</b>	<b>1,070</b>	<b>1,368</b>	<b>1,261</b>
营业利润	145	291	354	453	658	849	<b>普通股股东权益</b>	<b>866</b>	<b>1,041</b>	<b>1,447</b>	<b>2,570</b>	<b>3,038</b>	<b>3,649</b>
营业利润率	11.1%	17.3%	16.8%	16.5%	19.1%	19.7%	少数股东权益	123	156	100	150	215	300
营业外收支	6	19	39	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>2,034</b>	<b>2,341</b>	<b>2,934</b>	<b>3,790</b>	<b>4,622</b>	<b>5,210</b>
税前利润	152	310	393	473	678	869	<b>比率分析</b>						
利润率	11.6%	18.4%	18.7%	17.2%	19.6%	20.1%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-9	-11	-57	-71	-102	-130	<b>每股指标</b>						
所得税率	5.6%	3.6%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.385	0.774	0.931	1.066	1.549	1.981
净利润	143	299	336	402	576	738	每股净资产	3.189	3.834	4.728	7.786	9.206	11.057
少数股东损益	39	89	51	50	65	85	每股经营现金净流	1.031	0.916	1.140	1.522	1.976	2.442
归属于母公司的净利润	104	210	285	352	511	654	每股股利	0.130	0.130	0.130	0.130	0.130	0.130
净利率	8.0%	12.5%	13.6%	12.8%	14.8%	15.1%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.07%	20.20%	19.70%	13.70%	16.83%	17.92%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	5.14%	8.98%	9.71%	9.29%	11.06%	12.55%
净利润	143	299	336	402	576	738	投入资本收益率	10.93%	18.33%	13.11%	13.11%	14.84%	16.97%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	91	125	139	162	191	222	主营业务收入增长率	23.61%	28.60%	24.59%	30.66%	25.77%	25.07%
非经营收益	59	17	42	36	17	15	EBIT增长率	52.77%	66.55%	23.34%	26.61%	38.39%	27.12%
营运资金变动	-12	-193	-169	-97	-133	-170	净利润增长率	15.25%	101.15%	35.59%	23.51%	45.28%	27.88%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>282</b>	<b>249</b>	<b>349</b>	<b>502</b>	<b>652</b>	<b>806</b>	总资产增长率	26.98%	15.06%	25.33%	29.20%	21.94%	12.74%
资本开支	-475	-266	-322	-628	-689	-390	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	5	-36	-1	0	0	应收账款周转天数	19.9	18.4	22.3	30.0	30.0	30.0
其他	0	0	16	5	5	5	存货周转天数	138.1	133.8	116.3	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-475</b>	<b>-261</b>	<b>-343</b>	<b>-624</b>	<b>-684</b>	<b>-385</b>	应付账款周转天数	59.9	49.9	47.1	40.0	40.0	40.0
股权募资	25	0	0	795	0	0	固定资产周转天数	281.0	322.9	283.5	237.9	223.6	186.7
债权募资	235	-178	516	-531	188	-251	<b>偿债能力</b>						
其他	-97	235	-455	-51	-85	-83	净负债/股东权益	63.22%	33.52%	55.75%	9.27%	11.35%	0.80%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>163</b>	<b>58</b>	<b>61</b>	<b>228</b>	<b>103</b>	<b>-334</b>	EBIT利息保障倍数	4.9	11.2	9.9	9.9	17.7	24.2
<b>现金净流量</b>	<b>-30</b>	<b>45</b>	<b>66</b>	<b>107</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	资产负债率	51.41%	48.87%	47.26%	28.23%	29.60%	24.21%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	8	8	8	18
买入	1	5	5	6	11
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	<b>2.00</b>	<b>1.43</b>	<b>1.41</b>	<b>1.41</b>	<b>1.40</b>

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**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、复印件或复制品，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惟一因素。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的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
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: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室