

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

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

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

肖喆
联系人
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

钟凯锋
联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

糖蜜采购趋于尾声，成本弹性进一步确定

事件

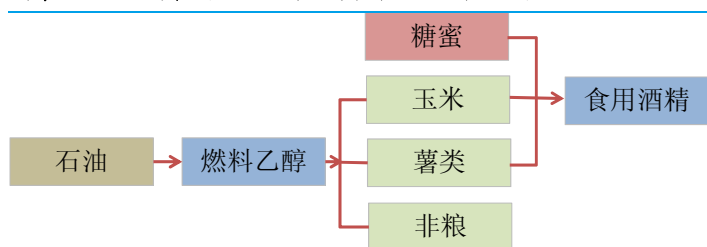
在我们的持续推荐下，市场对安琪酵母的关注逐步提升，近期涨幅明显超过行业平均，我们在这里对市场关注的问题进行进一步跟踪和解答。公司 10 万吨甜菜糖蜜采购已完成，40 万吨甘蔗糖蜜采购已逾 7-8 成，2012 年原材料中波动幅度最大的糖蜜成本基本锁定。在对糖蜜定价机制的分析中，原油—燃料乙醇—（糖蜜、玉米、薯类、非粮）—食用酒精的传导链条表明，弱经济基本面对原油价格的压制会使未来糖蜜价格有进一步走低的可能，公司业绩的成本弹性进一步确定。

评论

1、从需求角度分析糖蜜价格变动原因：以成本为核心的糖蜜定价机制是我们认为有相当解释力的逻辑，历史数据同时考虑基本面和货币面原因。糖蜜是蔗糖生产的废物，50-60%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），20-25%左右用来生产酱色及作为化工原料，剩下<20%的糖蜜用作生产酵母，所以糖蜜价格主要受（1）食用酒精价格及食用酒精厂开工量和（2）木薯、玉米等生产食用酒精的经济性的影响。而由于中国蔗糖产量相对稳定，所以食用酒精生产/价格以及木薯、玉米等原料生产食用酒精的经济性对糖蜜价格的影响最大，又由于图一中所表示的逻辑关系，食用酒精和糖蜜价格整体上与燃料乙醇和石油的价格走势一致。

根据下图的逻辑链条显示，糖蜜价格最终与原油价格以及经济基本面相关。最简明的逻辑是，石油价格上升带动燃料乙醇价格上升，而生产原料乙醇的主要原材料是玉米、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，燃料乙醇的价格上涨拉动下游原料价格上涨，从而导致食用酒精价格上涨，从而使食用酒精价格的上涨成为拉动糖蜜价格上涨最直接的因素。反之亦然。同时，使用玉米、木薯生产食用酒精的经济性会影响酒精厂商在各种原材料之间的选择，并对食用酒精价格产生压力，所以其价格变动亦会影响糖蜜价格。

图表1：以成本为核心的糖蜜价格定价机制



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2：各种原料生产食用酒精的理论盈亏额更新

项目	鲜木薯	木薯干片	甘蔗糖蜜	玉米
原料价格(元/吨)	530.0	1850.0	920.0	2212.2
原料单耗(吨)	7.0	2.8	5.0	3.0
原料成本(元/吨)	3710.0	5087.5	4600.0	6636.7
酒精加工费(元/吨)	908.3	911.4	862.5	1132.8
酒精生产成本(元/吨)	4618.3	5998.9	5462.5	7769.5
酒精市场价(元/吨)	6900.0	6900.0	6900.0	7100.0
盈亏额(元/吨)	2281.8	901.1	1437.5	(669.5)
副产品收益				1750.0
总体理论盈亏额(元/吨原料)	326.0	327.7	287.5	360.2

糖蜜价格与食用酒精、燃料乙醇和石油的相关性极强，但我们注意到，若石油价格的上涨脱离经济基本面，大部分由货币因素驱动（如 2007-2008），糖蜜和石油价格的走势会出现偏离（图表 3）。

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（~4%）。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。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次位。

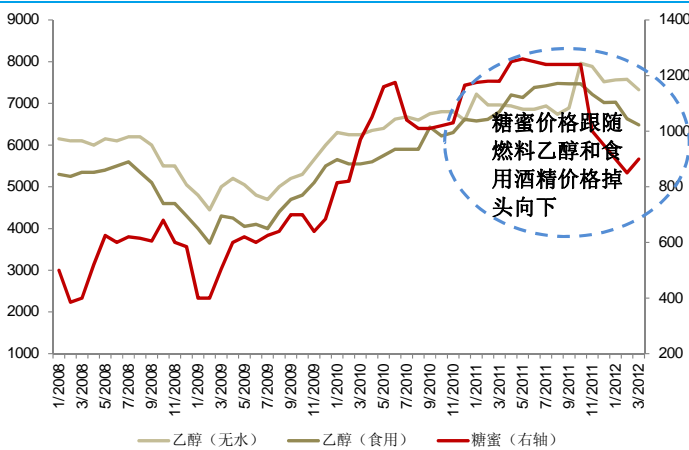
图表3: 2011年糖料种植面积预估(糖业协会预测)

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

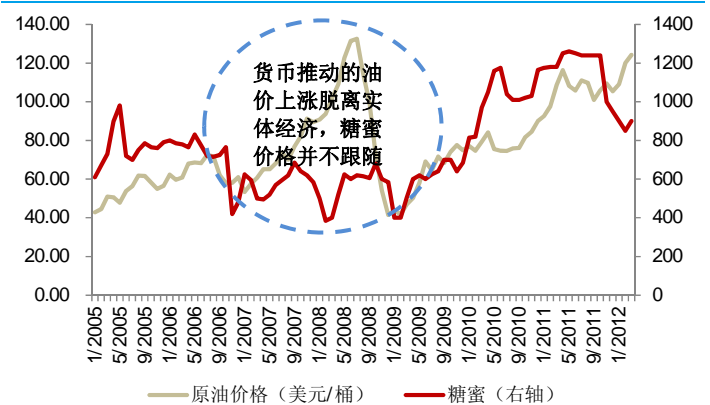
2、结合海内外采购情况和糖蜜定价机制，2012E 糖蜜单吨价格在 800-900。从海外采购的情况来看，公司从泰国进口的2万吨糖蜜(52+糖分)到岸(南京港)价格为130美元/吨，国外糖蜜丰产，圣彼得堡的糖蜜已经跌落至50美元/吨以下，泰国进口糖蜜价格在80-100美元/吨，公司可以进一步搜寻进口标的。从国内需求情况来看，在糖蜜下游需求中，酒精厂占比最高在60%左右，而非粮酒精生产的最大问题就是环保问题，广西以糖蜜为原料生产食用酒精的酒精厂有一半左右没有环保资质，酒精厂计入环保成本后以糖蜜为成本进行生产利润会大幅缩水，随着环保管控的加强，预计未达到环保要求的酒精厂的关停会减少大量对糖蜜的需求；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至2011年的糖蜜库存有10万吨左右。同时，广西2011-2012榨季蔗糖产量增长约6%，使糖蜜供给稳定，从供求关系上支持糖蜜价格进一步下行。

图表4: 燃料乙醇价格已经掉头向下，糖蜜价格跟随



来源: 国金证券研究所

图表5: 原油价格与糖蜜价格的走势对比



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，公司已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。

3、糖蜜采购接近完成，成本弹性进一步显性化；在经济基本面无明显改善压制糖蜜价格的情况下，我们对公司后续糖蜜采购价格维持 800-900 的预测。根据公司的采购计划制定原则和历史上市上采购进度，目前公司 10 万吨甜菜糖蜜成本已完全锁定，40 万吨甘蔗糖蜜的采购已经完成 7-8 成，已采购的原材料成本锁定在 850-900 元（2010/2011 年为 1260 元）。

从原油价格看相关产品价格，需求减速会压制原油价格的上升。发达国家的结构性经济复苏使整体需求难以增加，而发展中国家出现普遍性经济减速使总体需求下降，根据世行发布的《2012 年全球经济展望》，世行将 2012 年全球经济增长率的预测从 3.1% 下调至 2.5%，将发展中国家/发达国家 2012 年增长率预测从去年 6 月份的 6.2%/2.7% 调低至 5.4%/1.4%，我们预计总的能源需求相比 2011 年下降的确定性较强，不能支撑原油价格的进一步上涨，从而对相关产品价格（燃料乙醇、食用酒精、糖蜜）产生压制。

盈利预测和评级

买入，目标价 39.2 元。2012-2013 年的收入预测为 30.90 亿/38.72 亿，EPS 为 1.398 元/1.802 元，维持买入评级，目标价 39.2 元，相当于 28.05x2012E PE 和 0.85xPEG（2012E）。

图表6：安琪酵母按季业绩回顾（2009-2011）

安琪酵母 600298.SH	2009/3/31	2009/6/30	2009/9/30	2009/12/31	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	2011/6/30	2011/9/30	2011/12/31
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
利润表												
营业收入	347.44	418.79	422.90	497.20	467.05	520.37	514.41	599.16	618.16	608.43	566.57	712.63
营业成本	229.60	259.93	270.34	306.40	300.85	330.35	346.83	413.80	418.88	417.27	401.41	530.43
毛利	117.84	158.85	152.57	190.80	166.20	190.02	167.57	185.36	199.27	191.16	165.16	182.20
营业税金及附加	1.57	2.77	2.78	4.46	2.35	5.28	2.51	1.76	2.17	5.71	4.58	3.41
销售费用	43.74	46.47	46.76	62.92	43.92	50.90	53.86	62.51	55.69	62.83	65.32	87.80
管理费用	17.49	17.60	19.93	32.96	19.33	20.09	21.33	29.86	23.29	26.52	30.27	30.09
财务费用	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12	10.63	12.33	13.14	12.01	14.00	8.52
营业利润	46.59	90.38	72.91	81.62	88.60	107.23	77.15	80.89	102.54	77.38	45.57	51.29
利润总额	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58	86.64	101.23	105.54	106.78	95.47	63.56
净利润	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91	72.21	85.82	93.91	97.01	80.68	57.68
归属母公司股东的净利润	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97	82.30	68.75	78.97	85.16	88.56	73.82	50.88
基本每股收益(元)	0.09	0.21	0.16	0.17	0.17	0.25	0.21	0.24	0.26	0.27	0.22	0.15
主要财务指标 (%)												
毛利率	33.92%	37.93%	36.08%	38.38%	35.59%	36.52%	32.58%	30.94%	32.24%	31.42%	29.15%	25.60%
营业税金率	0.45%	0.66%	0.66%	0.90%	0.50%	1.02%	0.49%	0.29%	0.35%	0.94%	0.81%	0.48%
销售费用率	12.59%	11.10%	11.06%	12.65%	9.40%	9.78%	10.47%	10.43%	9.01%	10.33%	11.53%	12.32%
管理费用率	5.04%	4.20%	4.71%	6.63%	4.14%	3.86%	4.15%	4.98%	3.77%	4.36%	5.34%	4.22%
财务费用率	2.77%	1.09%	2.21%	1.03%	2.09%	1.37%	2.07%	2.06%	2.13%	1.97%	2.47%	1.20%
三项费用率	20.39%	16.39%	17.98%	20.32%	15.63%	15.01%	16.68%	17.47%	14.90%	16.66%	19.34%	17.74%
营业利润率	13.41%	21.58%	17.24%	16.42%	18.97%	20.61%	15.00%	13.50%	16.59%	12.72%	8.04%	7.20%
税前利润率	13.62%	23.13%	19.43%	16.90%	19.34%	22.02%	16.84%	16.90%	17.07%	17.55%	16.85%	8.92%
所得税率	2.25%	5.55%	7.30%	-1.60%	13.87%	12.80%	16.66%	15.23%	11.03%	9.14%	15.49%	9.24%
销售净利率	8.93%	16.77%	12.78%	11.04%	11.77%	15.82%	13.36%	13.18%	13.78%	14.56%	13.03%	7.14%
净资产收益率	4.48%	8.58%	6.67%	7.13%	6.28%	7.19%	4.82%	5.55%	5.89%	5.76%	3.16%	2.07%

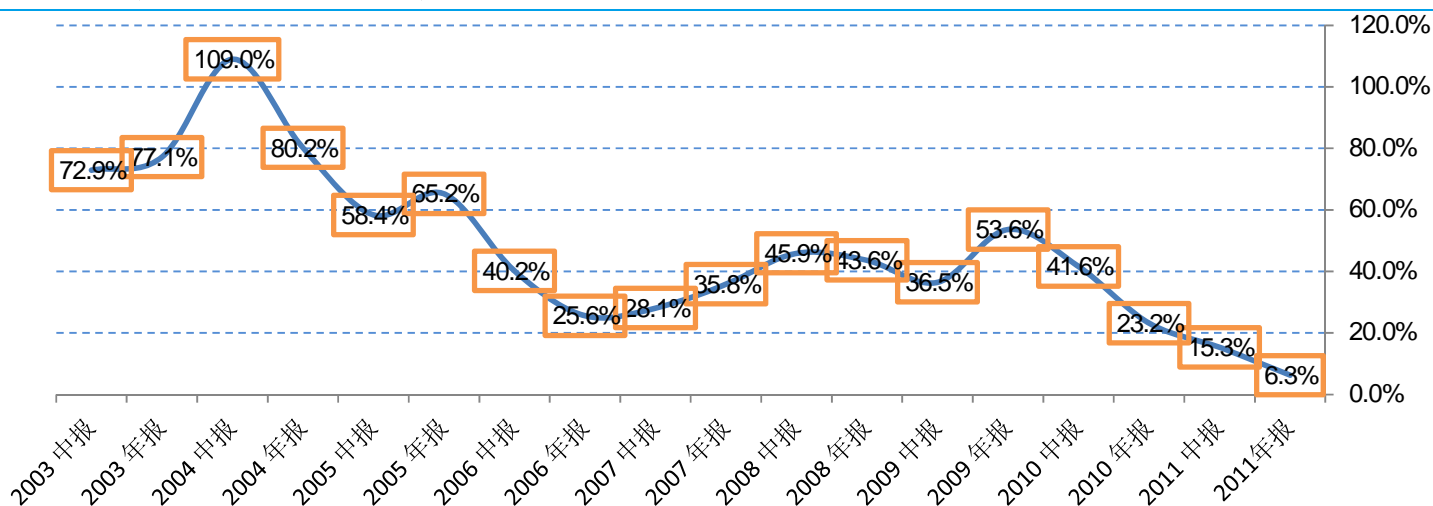
来源：国金证券研究所

附录：安琪酵母海外市场反弹逻辑分析

受事件性因素影响 2011 海外陷入艰难一年，2012 年的回升有据可循

海外收入增长进入最低的一年，出口收入从之前的 30-50% 下滑至个位数。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；同时，在全球经济增速放缓的大背景下，公司出口增速相对前期评价 30-50% 的增长有大幅下降。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，公司产品受杂牌低价品牌的冲击相较于其他品牌更大，不得不也采取相应的降价措施（平均降价幅度在 3 个百分点左右），但杂牌酵母的质量不稳定、供应不稳定、服务不到位，对于工业用户来讲不是长期选择。

图表7: 受中东地区局势不稳定的影响, 2011年的海外市场进入最艰难的一年



来源: 国金证券研究所

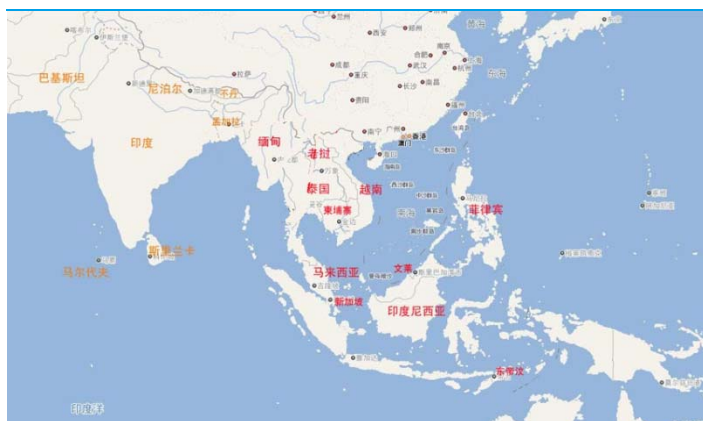
2011年的海外困境使公司放弃自然增长路径向精耕细作迈进, 外围环境虽不可控但公司的海外市场运作能力得以在困顿中得到锻炼和提升。2011年政治和经济的双重冲击使安琪的海外增长出现困境。我们将出口分为3部分来看, 面用酵母、YE和动物食品占比分别约70%、15%和10%: 面用酵母主要供应中东北非、东南亚、南亚、南美、前独联体地区以及欧洲和北美; YE的出口主要面向欧盟, 其次是北美和东南亚, 在东南亚的市场份额第一; 沙特是禽类最大的养殖国家, 对动物营养的需求增长迅速。2011年酵母最大的减速来自于发生政治动荡的中东北非(占公司酵母出口的一半左右), 以此为契机, 公司对海外业务的增长方式开始进行调整, 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产品能够制定30%以上的增长目标。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年出口增长有望恢复到20%以上的水平。

图表8: 中东北非地区(浅黄色)



来源: 国金证券研究所

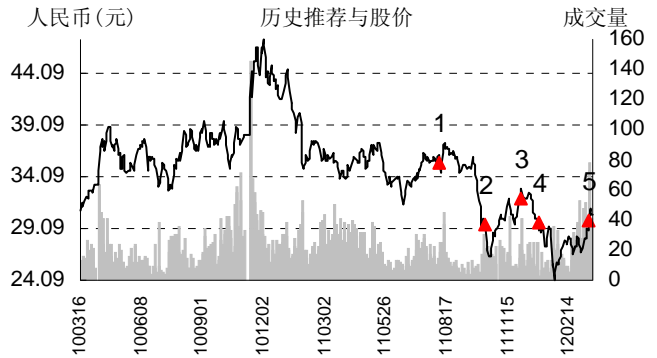
图表9: 东南亚(红字)和南亚(黄字)地区



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
4	2011-12-26	买入	29.69	N/A
5	2012-03-12	买入	29.78	39.20 ~ 39.20

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)-61038271	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: 518026
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: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B