

2010年2月10日

# 安琪酵母

## 竞争优势明显，发展空间大

**A**
**未有评级**

600298.SS- 人民币 31.65

**赵宗俊**

 +8621 6860 4866 (8510)  
 zongjun.zhao@bocigroup.com

### 股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	6	(0)	18	159
相对新华富时A50指数(%)	19	9	30	129

资料来源：彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	271.4
流通股(%)	52.2
流通股市值(人民币 百万)	4,484
3个月日均交易额(人民币 百万)	101
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
湖北安琪生物集团有限公司	47.8

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

安琪酵母产能规模列全球第三名，酵母行业处于寡头垄断竞争阶段，安琪产品以优异品质和成本优势获得了国内和海外市场认可。公司处于产能扩张期，国内和海外市场通过自建或收购形式，同时酵母提取物是长期看点。

### 主要发现

- 公司向日升公司非公开增发方案实现了管理团队持有上市公司股权，管理层与流通股东利益一致。
- 中国酵母市场集中度高，发展空间大。前三名企业产能占比 82%，国内酵母理论容量是现有产能的 2 倍。
- 看好公司的竞争优势和成长空间，是发酵调味品行业投资首选，酵母产能扩张（国内外自建或收购）、酵母提取物的发展都是业绩增长的保证。

### 图表 1. 投资摘要(市场一致预测)

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,311.3	1,686.3	1,669.6	2,068.4	2,511.2
变动(%)	23.6	28.6	28.6	22.7	21.4
净利润(人民币 百万)	104.5	210.2	210.8	273.0	337.9
变动(%)	15.3	101.1	101.1	29.9	23.8
全面摊薄每股收益(人民币 元)	0.39	0.77	0.78	1.01	1.24
市盈率(倍)	82.2	40.9	40.8	31.5	25.4

资料来源：公司数据及万得资讯

## 业务概况

公司成立于 1986 年，主要业务涉及酵母及酵母衍生物，属于国家重点高新技术企业。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。

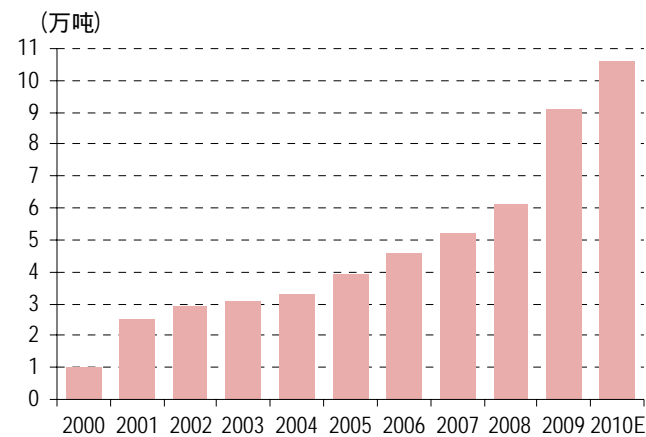
安琪是全球第三大酵母公司，09 年公司产能 9.1 万吨，公司收入绝大部分来自酵母系列，近两年酵母系列收入占比达到 93%左右，2000-09 年，公司酵母产能和收入年均复合增长率分别 30%和 27.6%，产能快速扩张推动收入增长。

图表 2. 公司业务范围

食品工业领域	烘焙原料	安琪酵母系列，安琪面包改良剂，百钻烘焙原料系列，百钻油脂，粉类添加剂产品等
	中式发酵面食	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头（饼干、饅、馍片）改良剂系列等
	食品调味原料	安琪 YE，方便面（方便米粉、米线）、肉制品、鸡精及家用调味料等
营养健康领域	饮料酒	白酒酵母、啤酒酵母、葡萄酒酵母、黄酒酵母
	酵母营养	安琪系列即食酵母粉，康普力星系列，开智系列，安琪纽特等
生物化工领域	生物新能源	超级酿酒酵母
	微生物培养基	培养基专用抽取物
动物营养领域	禽，畜养殖等	复合酵母，酵母硒，饲用高活性干酵母，禽饮康，海洋 1 号红酵母等

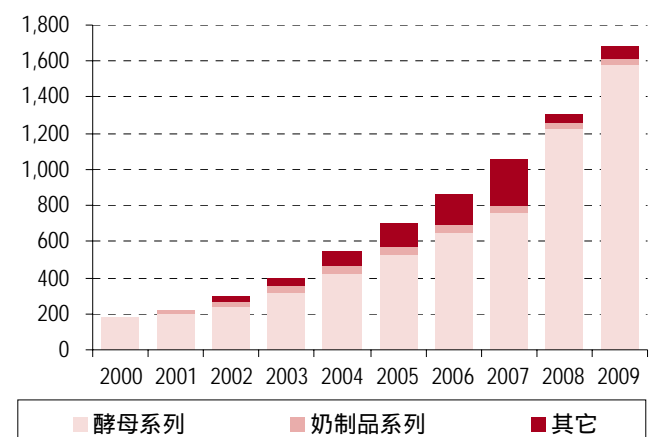
资料来源：公司数据

图表 3. 2000-2009E 年公司产能扩张



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 2000-2009 年公司收入构成

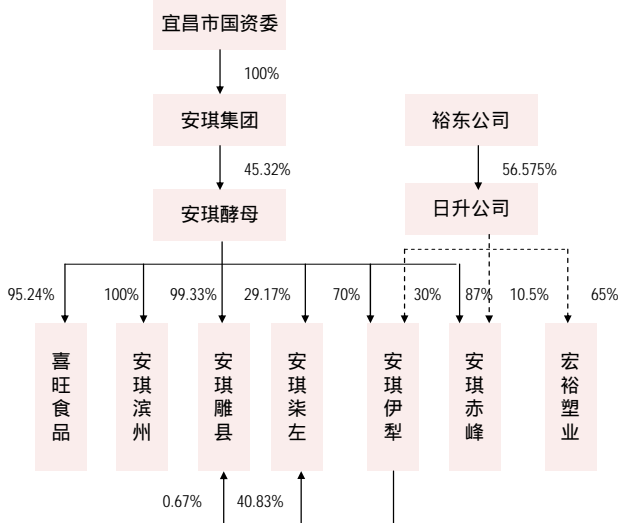


资料来源：公司数据、中银国际研究

## 实现管理层激励

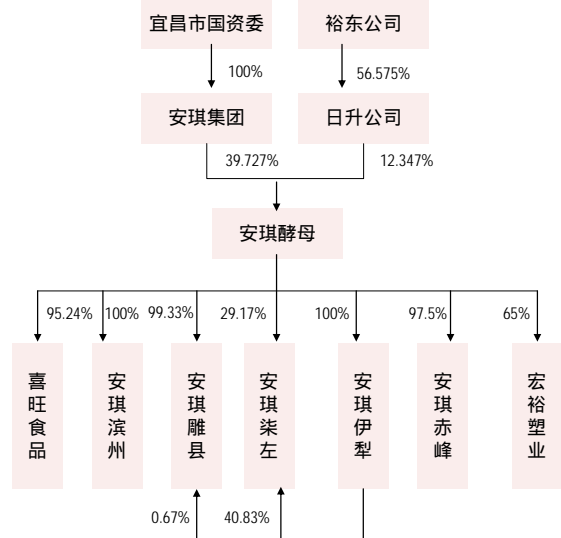
09年8月份,公司公告拟向日升公司(06年6月,管理层和核心技术骨干通过出资设立)发行3,823万股(价格18.80元/股),购买日升公司持有的安琪伊犁30%、安琪赤峰10.5%、安琪崇左12%、宏裕塑业65%股权,实现了管理团队持有上市公司股权,管理层与流通股股东利益一致。

图表 5. 非公开增发前股权结构图



资料来源：公司数据

图表 6. 非公开增发后股权结构图



资料来源：公司数据

## 酵母行业发展前景广阔

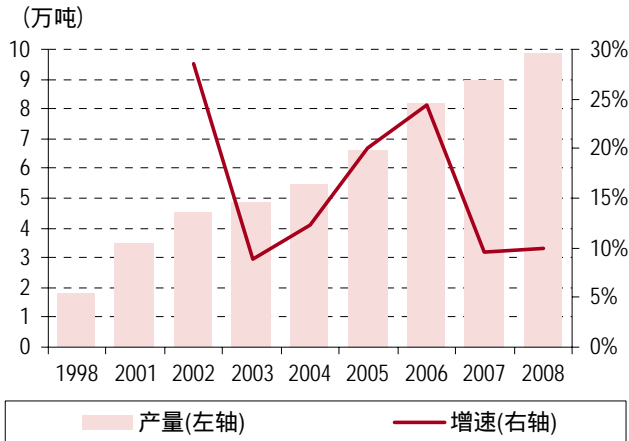
国际酵母市场的成熟度相对较高,酵母年产量增速维持在3-5%,据预测全球年酵母总产量在350万吨左右,其中高活性干酵母120万吨左右。全球酵母生产厂家约300家。其中,前5家企业市场份额约70%。法国的乐斯福(Lesaffer)在全球有25个酵母工厂,年产活性干酵母25-30万吨;英联马利(Mauri)15-20万吨、中国安琪酵母9万吨,加拿大的勒乐蒙(Lallemand)7万吨。

2001-08年中国酵母产量年复合增长率达到16%,中国酵母行业需求持续增长,据预测容量在25-30万吨。现有产能11万吨左右,国内酵母主要以高活性干酵母为主,市场份额50%。

中国酵母市场集中度较高,龙头企业有议价能力。中国约有18家酵母生产工厂,其中安琪酵母、英联马利和乐斯福三家拥有12家工厂,产能占82%。市场竞争也主要聚焦在英联马利和乐斯福的合资企业和安琪酵母之间的寡头竞争。

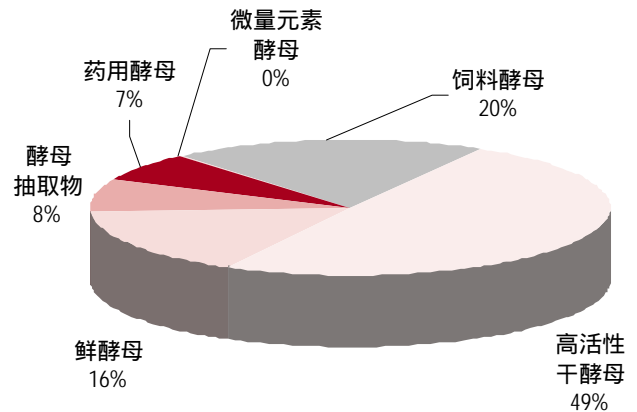
09 年预计中国酵母总产量 11 万吨左右，安琪酵母国内产量 5-6 万吨，占全国酵母总产能 50%，小企业的生存空间愈来愈小，行业发展格局对安琪酵母较为有利。

图表 7. 1998-08 年高活性干酵母产量及增速



资料来源：公司数据

图表 8. 国内酵母分类占比



资料来源：公司数据

### 产能扩张：自建或收购

公司新增产能主要集中在原料产地附近，可以降低成本。09 年新增产能主要集中于新疆伊犁二期和广西崇左二期工程，包括 1.6 万吨干酵母和 0.8 万吨的抽提物，总的干酵母产能达到 9.1 万吨。根据国内市场容量空间，公司产能还有继续扩张空间，预期公司通过新建或自建方式扩产。

图表 9. 公司产能分布

(万吨)	2008		2009	
	酵母	味素	酵母	味素
宜昌本部	1.7	0.5	1.7	0.5
新疆伊犁	1.5	0.0	2.0	0.8
内蒙古赤峰	0.6	0.0	0.8	0.0
河南睢县	0.2	0.0	0.2	0.0
山东滨州	0.4	0.0	0.7	0.0
广西崇左	0.9	0.0	2.0	0.0
合计	5.3	0.5	7.4	1.3

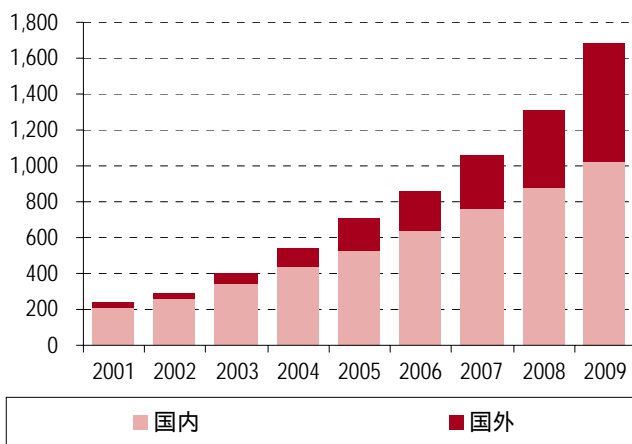
资料来源：公司数据

公司在海外市场的收入增长迅速，海外市场扩张将成为未来业绩的驱动因素之一。2001-09 年，公司国内和国外市场收入年均复合增长率分别为 22% 和 48%，公司海外市场收入增长迅速，收入占比逐步提升，从 01 年的 12% 上升到 09 年的 39%。

安琪在海外市场的优势：1) 公司的管理决策反馈机制较竞争对手快，建厂扩张时间周期比竞争对手短。2) 安琪品牌在海外市场呈上升趋势，具有质优价廉的特点。3) 安琪工厂都是近几年建的，技术是最先进的控制和干燥等。4) 公司在海外市场很多空白点，安琪出口到 100 多个国家，有些东南亚市场往深度做扩大市场。

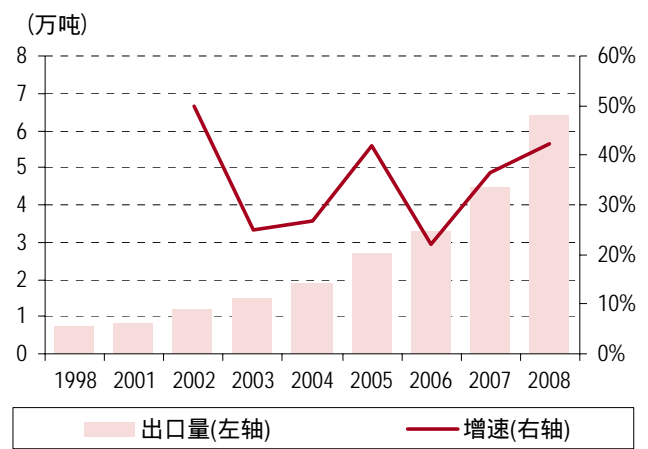
09 年 12 月份，公司迈出了海外建厂国际化扩张第一步，在埃及投资 5,100 万美元，建设年产 15,000 吨高活性干酵母项目。1) 埃及项目靠近原料产地，糖蜜资源丰富，甜菜糖蜜产地，也靠近上埃及甘蔗基地。2) 气候条件，靠近开罗，适合酵母生产。3) 埃及所有公司把开罗当作办公地，中央管理国家，财政和税收都要去开罗办理，公司的工厂靠近开罗，便于工作开展。4) 安琪在非洲几个地方市场出口 1-1.5 万吨，工厂建在那边，就地生产出口，节省了市场运输费用，市场反馈速度加快。

图表 10. 公司收入来源地区分布



资料来源：公司数据

图表 11. 中国酵母出口量及增速



资料来源：公司数据

### 长期看点：酵母味素等抽取物的发展

酵母味素广泛应用于方便面、鸡精、调味料等，以营养丰富、天然无副作用等优势逐步替代味精。国外酵母味素的市场份额较大，在欧洲占据 35% 调味品市场份额，韩国是 40%，日本是 30% 多。中国目前酵母味素市场份额大概 1%，即便替代味精的一部分市场份额，发展空间也很大。公司对酵母味素比较重视，但是产量跟不上市场需求，未来酵母味素是长期看点。

## 安琪酵母的竞争优势

- 1) 技术领先，尤其在酿酒酵母方面。公司科研实力雄厚。公司宜昌食用酵母基地是由原国家科委中国生物工程开发中心、中科院微生物所、国家计委科技司三家联合建议立项，国家计委布点的全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地。
- 2) 成本优势。糖蜜成本约占公司总成本 30-40%。伊犁、赤峰、崇左处于国内主要糖产区新疆、内蒙、广西，糖蜜资源丰富，子公司也能充分享受税收优惠政策。

## 主要风险因素

- 1) 石油和燃料乙醇价格影响糖蜜价格波动，影响成本。
- 2) 随着出口业务占比提升，汇率变动影响。

## 初步结论

我们看好公司的竞争优势和成长空间，是发酵调味品行业投资首选，酵母产能扩张（国内外自建或收购）、酵母抽取物的发展都是业绩增长的保证。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 2 月 8 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371