

安琪酵母 (600298)

增持/ 维持评级

股价：RMB38.68

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005

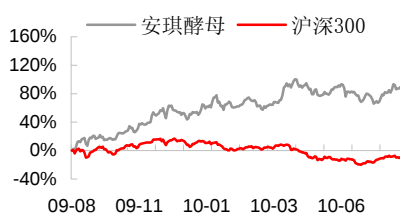
luhy@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	306
流通A股(百万股)	271
流通B股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通A股市值(百万元)	10281

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

竞争优势突出、成长稳健

- 驱动力十足，收入将持续快速增长。**酵母的产品链很长，粗略分为传统的面用酵母和酵母衍生产品。公司收入70%以上来自传统的面用发酵领域等，其中国内收入增速约20%，出口收入增速在40%左右。人口红利、经济发展是酵母传统领域的驱动要素，由此带来公司的快速成长。酵母衍生品种类较多，比如酵母味素、特种酵母、酒精酵母等。衍生品的驱动要素更多是食品健康、安全的重视，国外酵母行业衍生品比重在50%以上，中长期看我国酵母衍生品市场前景广阔。尽管衍生产品想象空间大，但仍需要持续不断的市场培育，近几年公司增长还是看传统面食领域。
- 国内外市场竞争优势突出。**公司国内市场占有率50%以上，从其发展历程看，公司在国际巨头曾经忽视、不擅长的领域，以高活性干酵母迅速起家。目前，以技术服务、渠道覆盖、性价比优势累积起来的品牌影响力，构成国内市场的坚实壁垒。国际市场竞争力主要体现在价格优势上，糖蜜价格、产能布局优势、规模经济等，使其生产成本处于低位。公司出口量只有几万吨，国际高活性干酵母市场产量约120万吨，为公司提供了巨大的舞台。以埃及建厂为标志，国际品牌塑造提上日程。
- 糖蜜价格短期维持高位，公司或采取措施，毛利率仍在可控范围内。**受越南、印尼甘蔗减产影响，糖蜜价格涨幅较大，尽管酒精出口退税率取消，但是在农产品涨价的大背景下，糖蜜价格维持高位的概率较大。我们认为，公司伊犁、赤峰、崇左生产基地的糖蜜成本都会上升，侵蚀下半年毛利率。如果成本上升超出预期的话，不排除全行业调价以应对成本压力。如果涨幅在可容忍范围内，公司可能更多通过成本节省、费用控制等，以保证利润率。
- 盈利预测与评级。**我们非常看好酵母产品链的市场空间，以及公司在国内外市场上表现出的强劲竞争力。尽管短期糖蜜价格维持高位的概率较大，但是公司具有较强的定价能力，再加上成本费用控制，毛利率仍在可控范围内。我们预计：2010-12年EPS分别为1.04、1.40、1.73元，目前股价对应2010-12年PE分别为37X、28X、22X，维持“增持”评级。

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1686.3	987.4	2243.5	2637.7	3094.0
(+/-%)	28.6	28.9	33.0	17.6	17.3
归属母公司净利润(百万元)	210.2	137.3	318.2	428.8	530.8
(+/-%)	101.1	35.6	51.4	34.8	23.8
EPS(元)	0.69	0.45	1.04	1.40	1.73
P/E(倍)	55.2	84.5	37.2	27.6	22.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

一、公司驱动力十足，收入将持续快速增长

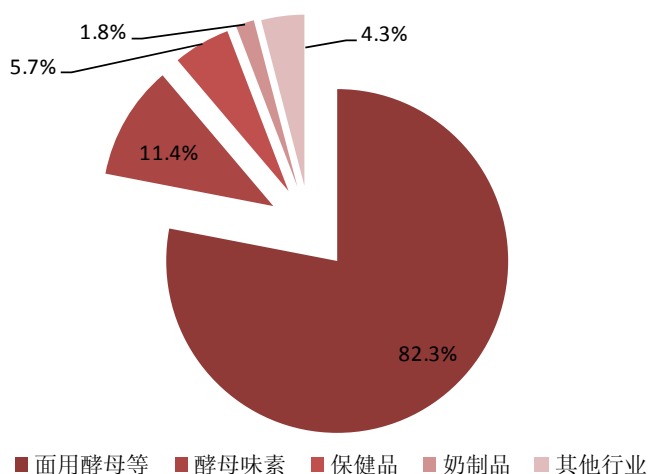
根据酵母产品链的延伸，可分为传统领域的面用酵母，以及衍生领域的味素、动物营养、人类营养、燃料乙醇酵母等。

传统的面用酵母，驱动要素是人口红利，与经济发展速度呈现正相关。

酵母衍生领域，驱动要素是食品健康、安全。短期看，味素、动物营养等酵母推广主要受制于价格因素，中长期看，随着人们收入的提高以及对食品健康、安全的重视，酵母衍生产品的质量优势终将脱颖而出。

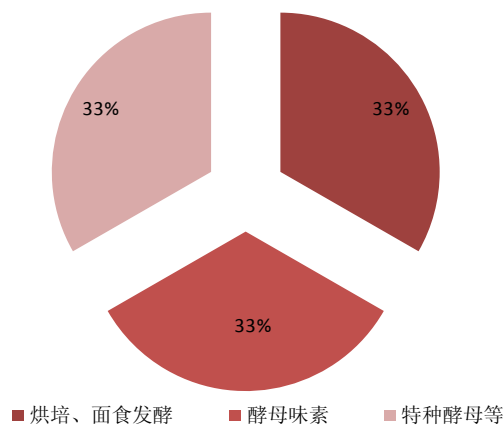
国内外市场差异看，衍生领域前景广阔。我国尚处于人口红利阶段，酵母主要应用领域是传统的发酵面食，占比在 70%以上。欧美等发达国家市场，酵母应用领域成熟而广泛，其中，烘焙、营养、味素领域，消费占比各为三分之一左右。

图 1 公司 2009 年分产品收入占比



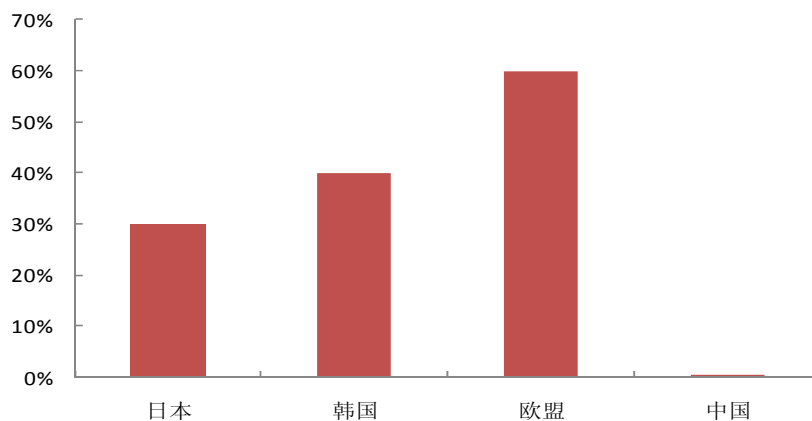
资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

图 2 国际市场酵母应用领域占比



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

图 3 国外酵母味素鲜味剂市场占比



资料来源：公司资料、华泰联合证券研究所整理

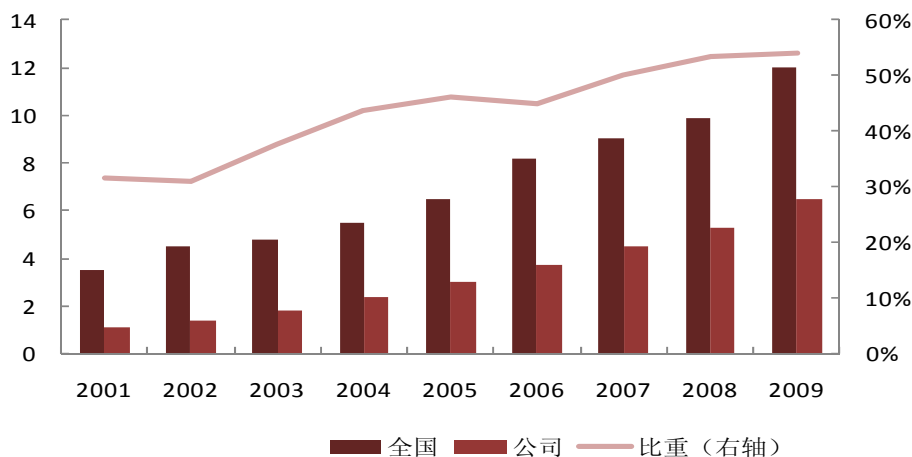
公司驱动力十足，将持续快速发展。近几年公司增长主要还是面用酵母，人口红利和经济发展，驱动公司面用酵母快速增长。但是随着持续不断的市场培育，以及收入的提高，酵母衍生产品的性价比优势将逐渐提升，成为公司的后续增长动力。

二、国内市场竞争优势明显

地方小型酵母厂，对公司没有威胁。公司依托酵母技术研究推广中心，90 年代起迅速发展，尤其是上市后，进入快车道。在公司技术、资金、营销、规模、低成本产能布局的优势下，小型酵母厂的生存空间严重萎缩，甚至沦为并购对象。

曾经国际巨头忽视、不擅长的领域，公司以高活性干酵母迅速起家。相对于国内市场的快速增长来说，国际酵母巨头在华表现逊色许多，尤其是公司国内市场占有率超过50%以后，国际巨头在华发展举步维艰。

图4 公司销量全国占比 单位：万吨



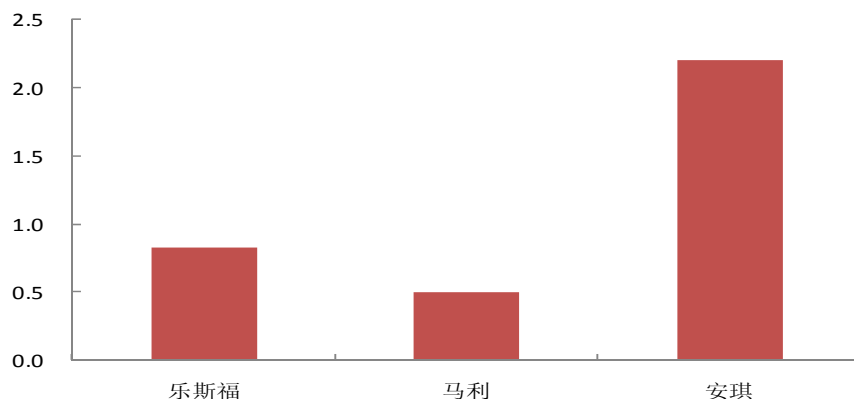
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

我们从竞争要素等角度，重点分析上述原因。

酵母竞争要素较多，不同市场对应不同竞争模式。以目前国内市场为例，我们认为，竞争要素的先后顺序是：应用技术服务、渠道建立、品牌影响力、成本优势。

1) 国内酵母行业与欧美市场迥异，使得国际巨头仅把中国作为产能转移基地，对国内市场巨大潜力有所忽视。国际酵母巨头成长于欧美国家，当地面包制作工艺先进、冷链运输发达，导致酵母销售半径低、工厂规模很小，基本不到1万吨，而且以鲜酵母和酵母乳为主。因此，欧美市场更多是一种小工厂、管理成本高、冷链为主的销售模式。我国市场刚好相反，幅员辽阔，冷链运输很不完善，适合长距离、保质期长的高活性干酵母销售。国际酵母巨头的优势无法发挥，由此造成其对国内市场潜力认识不够。

图5 酵母巨头生产基地平均产能 单位：万吨



资料来源：华泰联合证券研究所整理

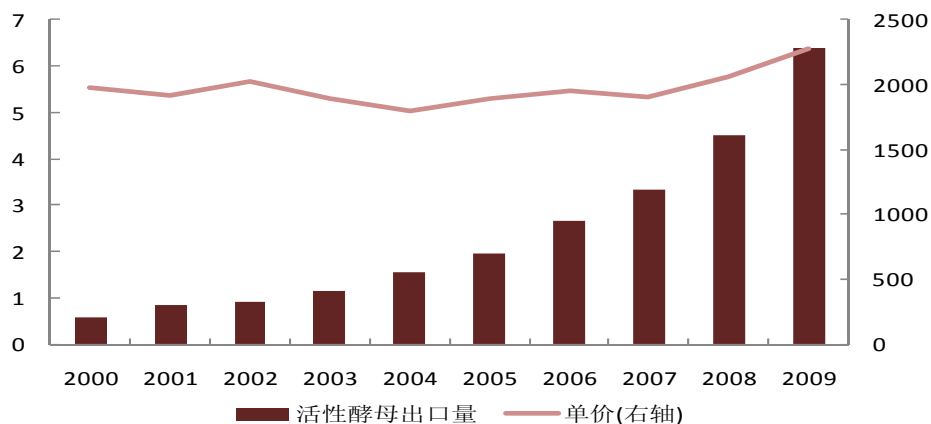
2) 公司应用技术服务中心、领先的渠道覆盖建立后，国际巨头在华市场拓展艰难。

对于面用酵母来讲，低成本只是竞争优势的一个方面，技术服务、渠道完善占据产品附加值的很大一部分。在欧美市场，食品工业发达，消费者对酵母产品使用的技术指导依赖度很低，因此国际酵母巨头不需要很大的技术服务投入。但是对于国内市场，面点制作过程中，酵母应用的技术服务非常重要，这也是公司多年来致力于应用技术推广、市场培育的主要原因。因此，国际酵母巨头在华产能以出口为主，国内销售占比不高。

三、国际市场竞争力强劲

出口收入连续多年高速增长。近几年公司出口增长飞快，连续五年增长率都在 40% 以上，出口收入占比连年提高，目前已达到 42%，成为公司的增长亮点。公司出口的产品结构，与国内市场类似，主要以高活性干酵母为主，酵母味素、燃料乙醇酵母、动物营养等占比很小。出口区域主要集中在东南亚、中东和非洲，根据我国企业国际化的步骤，我们判断，后续公司有可能加大拉丁美洲市场的开拓。

图 6 我国活性酵母出口量价 单位：万吨、美元/吨



资料来源：海关综合信息网、华泰联合证券研究所整理

我们在此简要分析公司出口高增长背后的原因，更多从市场容量、竞争对手、竞争优势的角度考虑。

1) 国际酵母市场容量巨大。全球高活性干酵母年产量在 120 万吨左右，公司年出口量只有几万吨，广阔的市场空间，为公司提供了舞台。

2) 全球主要竞争对手是马利、乐斯福，以及亚非拉的小酵母厂。马利、乐斯福的生产基地大多分布在欧洲，以鲜酵母为主，产地规模较小，再加上环保限制，其生产成本远高于公司。国际酵母巨头在欧美鲜酵母市场具有很强的竞争力，但是干酵母的竞争力不强，而且在亚非拉的产能占比较小。因此，对于以亚非拉为主要出口区域、以高活性干酵母见长的公司来讲，国际酵母巨头更多是一种错位竞争。亚非拉的酵母厂，一般规模不大、生产线陈旧、成本较高，竞争力一般。

表 1 国际酵母巨头简介 单位：万吨

	产能	在华产能	优势领域
乐斯福	25	1.7	烘培改良剂（鲜酵母）、酵母味素
马利	20	2.5	烘培添加剂（鲜酵母）
安琪	11	9.5	品类齐全、酒精酵母
帝斯曼	9	0.1	酵母味素
莱勒蒙	7	无	特种酵母

资料来源：华泰联合证券研究所整理

3) 国际化第一阶段，低成本带来的干酵母性价比优势。公司高活性干酵母出口迅速抢占国际市场份额，一方面是产品质量有保证，更重要的是原料、人工、环保、规模等带来的价格优势明显。国外糖蜜酒精生产逐渐增加，尤其是巴西、古巴等盛产蔗糖的南美国家，几乎全部用甘蔗糖蜜生产酒精。因此，大多数情况下，国外糖蜜价格都在 1000 元/吨以上，显著高于国内。公司以产量规模为第一考虑要素，生产工艺领先，劳动力成本低，其出口产品价格优势明显。

以欧美市场为例，高活性干酵母售价在 10000-50000 元/吨不等，均价 30000 元/吨左右，而公司出口价格不到 20000 元/吨，价格优势相当明显，国际竞争力强劲。

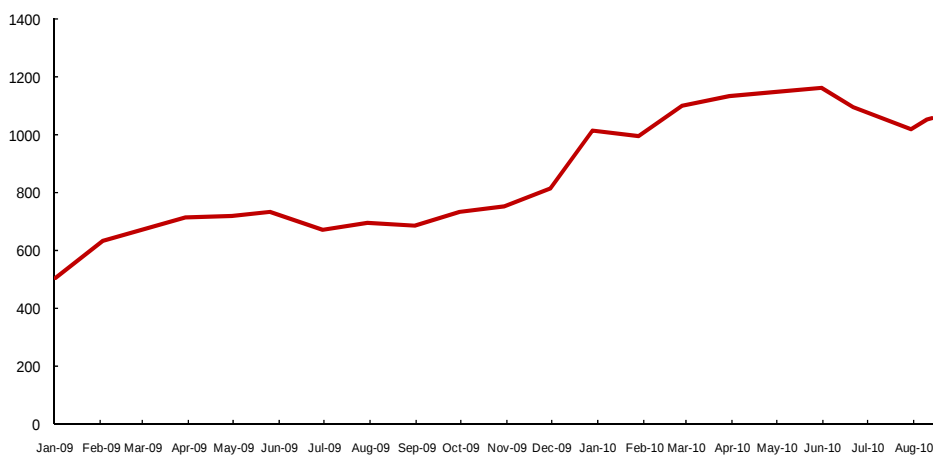
4) 国际化第二阶段，以埃及建厂为标志，考虑国际品牌竞争。根据酵母生产线的建设周期，我们判断，年产 1.5 万吨的埃及工厂年底投产的概率较大。埃及建厂，预示着公司进入国际化的第二阶段，创建国际品牌。公司不仅主打价格优势，开始考虑综合竞争力，拉开国际品牌塑造的帷幕。

四、糖蜜价格短期维持高位，公司或采取措施，毛利率仍在可控范围内

农产品涨价大背景下，糖蜜价格维持高位的概率较大。受越南、印尼甘蔗减产影响，糖蜜价格涨幅较大，尽管酒精出口退税率取消，但是在农产品涨价的大背景下，糖蜜价格短期很难下降。公司伊犁、赤峰、崇左生产基地的糖蜜成本都会上升，压制下半年的毛利率。

成本上升超出预期的话，不排除全行业调价。新榨季来临，如果糖蜜价格上涨过大的话，公司包括酵母行业，有可能会提价以应对成本压力。如果涨幅在可容忍范围内，公司可能更多通过成本节省、费用控制等，以保证利润率。

图 7 广西糖蜜价格走势 单位：元/吨



资料来源：NCCE、华泰联合证券研究所整理

五、盈利预测与评级

我们非常看好酵母产品链的市场空间，以及公司在国内外市场上表现出的强劲竞争力。尽管短期糖蜜价格维持高位的概率较大，但是公司具有较强的定价能力，再加上成本费用控制，毛利率仍在可控范围内。我们预计：2010-12 年 EPS 分别为 1.04、1.40、1.73 元，目前股价对应 2010-12 年 PE 分别为 37X、28X、22X，维持“增持”评级。

盈利预测

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	680	1280	1697	2385
现金	89	485	776	1311
应收账款	97	127	149	175
其他应收款	34	21	25	29
预付账款	44	65	75	87
存货	410	575	665	774
其他流动资产	6	7	8	9
非流动资产	1661	2206	2444	2546
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1492	1851	2047	2099
无形资产	86	94	102	110
其他非流动资产	83	261	295	337
资产总计	2341	3486	4141	4931
流动负债	1128	1183	1264	1369
短期借款	473	500	500	500
应付账款	141	216	249	290
其他流动负债	514	467	515	579
非流动负债	16	122	222	322
长期借款	0	100	200	300
其他非流动负债	16	22	22	22
负债合计	1144	1305	1487	1691
少数股东权益	156	210	255	310
股本	271	306	306	306
资本公积	254	866	866	866
留存收益	515	798	1227	1758
归属母公司股东权益	1041	1970	2399	2930
负债和股东权益	2341	3486	4141	4931

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	249	405	691	842
净利润	299	372	473	586
折旧摊销	119	176	223	258
财务费用	29	35	41	46
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	-193	-173	-47	-50
其他经营现金流	1	-4	2	2
投资活动现金流	-261	-710	-460	-360
资本支出	267	700	450	350
长期投资	5	0	0	0
其他投资现金流	10	-10	-10	-10
筹资活动现金流	58	701	59	54
短期借款	116	27	0	0
长期借款	-311	100	100	100
普通股增加	0	35	0	0
资本公积增加	0	612	0	0
其他筹资现金流	253	-73	-41	-46
现金净增加额	45	397	290	536

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1686	2243	2638	3094
营业成本	1066	1438	1662	1935
营业税金及附加	12	15	18	21
营业费用	200	258	295	340
管理费用	88	112	132	149
财务费用	29	35	41	46
资产减值损失	6	5	5	5
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	6	0	0	0
营业利润	291	380	484	598
营业外收入	19	10	11	13
营业外支出	1	3	4	2
利润总额	310	387	492	609
所得税	11	14	19	23
净利润	299	372	473	586
少数股东损益	89	54	44	55
归属母公司净利润	210	318	429	531
EBITDA	440	591	748	902
EPS (元)	0.77	1.04	1.40	1.73

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	28.6%	33.0%	17.6%	17.3%
营业利润	100.5%	30.4%	27.4%	23.4%
归属于母公司净利润	101.1%	51.4%	34.8%	23.8%
获利能力				
毛利率(%)	36.8%	35.9%	37.0%	37.5%
净利率(%)	12.5%	14.2%	16.3%	17.2%
ROE(%)	20.2%	16.2%	17.9%	18.1%
ROIC(%)	18.9%	17.1%	19.3%	22.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	48.9%	37.4%	35.9%	34.3%
净负债比率(%)	42.84%	47.50%	48.43%	48.48%
流动比率	0.60	1.08	1.34	1.74
速动比率	0.24	0.60	0.82	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.77	0.77	0.69	0.68
应收账款周转率	19	19	18	18
应付账款周转率	7.32	8.07	7.15	7.17
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.69	1.04	1.40	1.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.32	2.26	2.75
每股净资产(最新摊薄)	3.40	6.44	7.84	9.57
估值比率				
P/E	50.01	33.03	24.51	19.80
P/B	10.10	5.34	4.38	3.59
EV/EBITDA	25	19	15	12

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com