

2011-01-10

日常消费品/食品饮料

证券研究报告

公司研究 / 调研报告

安琪酵母 (600298)

买入/上调评级

股价: RMB42.80

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

luhy@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

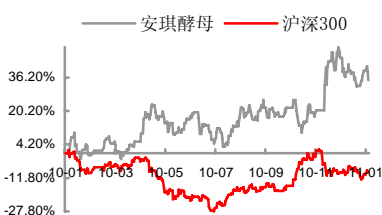
公司研究-安琪酵母 (600298) 100817: 竞争优势突出、成长稳健—调研报告 (增持)

公司研究-安琪酵母 (600298) 101101: 短期干扰不影响长期价值—季报点评报告 (增持)

基础数据

总股本 (百万股)	306
流通 A 股 (百万股)	306
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	13,102

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

安琪酵母 (600298) 产品延伸形成顺畅循环

- 深度开发酵母系列产品, 延长企业生命周期。**1986 年公司由研究基地转化而来, 在传统酵母快速成长的基础上, 紧紧围绕“天然、营养、健康”的理念, 一直致力于拓展酵母应用领域。从酵母抽提物、酿酒酵母到动物营养、人类营养、特种酶, 酵母系列产品开发不仅带来新的利润增长点, 更延长了企业成长期。
- 非公开发行项目以衍生产品为主, 利润贡献集中在 2012 年后。**公司非公开发行的五个项目, 充分体现“国际化、专业化”的指导思想, 基本都是此前酵母应用领域的拓展, 只有新型酶制剂是公司首次涉足的酵母应用领域。新型酶制剂技术门槛高, 竞争几乎是空白, 用于替代化学催化。我国是化学中间体的生产大国, 带来新型酶制剂广阔的需求空间。贡献利润最快的项目是生物饲料、酶制剂、干酵母, 主要是推广方式与现有业务类似。复合调味料和保健品贡献利润较晚, 主要是终端消费品需要一定的渠道建设、梳理期。
- 公司核心竞争力突出。技术领先、产品开发、应用技术服务、市场拓展形成顺畅循环, 构成公司核心竞争力。**技术进步是公司发展的推动力, 这里是指广义的技术研发。应用技术服务, 尤其是延伸产品推广, 形成较高市场壁垒。公司一方面受益于持续不断的技术投入, 另一方面酵母本身就有着较长的产业链。
- 盈利预测与评级。**我们判断 2011 年净利润增速平稳, 2012、2013 年, 募投项目开始贡献利润, 净利润增速将有所提升。我们预计: 2010-2012 年 EPS 分别为 1.01、1.35、1.88 元, 目前股价对应 2010-2012 年 PE 分别为 42X、32X、23X, 上调评级至“买入”。主要理由是: 公司技术推动的产品开发、应用技术服务、市场推广形成了很顺畅的循环, 构成公司核心竞争力。

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1686	2243	2668	3495
(+/-%)	29%	33%	19%	31%
归属母公司净利润(百万元)	210	310	412	577
(+/-%)	101%	47%	33%	40%
EPS(元)	0.69	1.01	1.35	1.88
P/E(倍)	62.58	42.48	31.91	22.81

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

深度开发系列产品，延长企业生命周期

“十二五”期间，公司将产品储备逐步产业化，同时之前拓展领域逐渐完成市场培育期。很多酵母系列产品领域，公司都是唯一的厂商，而且延伸产品潜在需求巨大，一旦从培育期过渡到成长期，产品销售收入在相当长的时间，都将维持高速增长。

传统酵母增长势头强劲。酵母产品国内处于成长期，行业产量增速在 15%-20%。尽管国外处于成熟期，但是公司成本优势明显，出口收入连续多年 40%以上的增速。公司酵母出口每年只有几万吨，相对国外 100 万吨的市场容量，基本没有冲击力，由此出口高成长可持续过年。

拓展酵母应用领域，延长企业生命周期。酵母应用领域主要是烘培食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养健康、动物营养等。公司酵母系列产品开发，紧紧围绕“天然、营养、健康”的理念，符合消费趋势，市场潜力巨大。在传统酵母快速增长的基础上，衍生产品带来新的利润增长点，延长企业成长期。

图 1： 酵母应用领域拓展历史



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所

非公开发行项目以衍生产品为主

此次非公开发行股票数量不超过 2400 万股，募集资金不超过 8.3 亿，用于五个项目。公司新建项目，只有新型酶制剂是公司首次涉足项目，其他四个项目都是此前已拓展领域。从推广方式看，酶制剂、生物饲料和干酵母，与公司现有业务类似，都以应用技术服务为主，尤其是新型酶制剂。保健品和复合调味料，更偏向于终端消费品，对品牌和渠道要求高。

表格 1： 非公开发行项目简介

项目名称	投资额	税后利润	投产时点	推广方式
5000 吨新型酶制剂	17400	4903	2012-7	应用技术服务为主
8000 吨复合生物饲料	7800	2457	2011-12	已有产品，渠道成熟
15000 吨埃及干酵母	\$5100	\$523.2	2011-12	已有产品，渠道成熟
10000 吨复合调味料	14200	3194	2012-1	终端消费品，需市场培育
保健品生产基地	12200	2825	2011-12	终端消费品，需市场培育

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所

衍生产品短期看动物营养、酒精工业，中长期看医药、人类营养及食品调味品。随着食品安全日益重要，动物营养很可能成为下一个爆发式增长点。燃料乙醇酵母目前集中在美国市场，未来巴西市场需求也将显著提升。医药领域，主要是特种酶制剂，预计 2012 年 7 月投产，大规模利润贡献可能出现在 2013 年。人类营养及调味品尽管需求前景广阔，但毕竟是终端消费品，渠道建设和消费者培育需要一定的时间。

附注：动物营养简介：显著增强动物的机体免疫功能，减少甚至替代抗生素，提高动物产品品质，促进人类的食品安全和营养健康。新型酶制剂的年均税后利润预测难度高于已有业务，因此公司更多遵循谨慎性原则。

新型特制酶盈利前景乐观。大宗工业酶竞争激烈，但特种酶竞争几乎是空白。特种酶技术门槛高，利润丰厚。国内新型特种酶基本都从日本一家公司进口，或者从植物里提取，但是成本很高。特种酶市场空间大，酶的特异性很强，其选择性高、转化率高、纯度高、环境友好和操作条件温和，再加上国家政策鼓励，使得生物催化替代化学催化成为大趋势。而我国又是化学中间体的生产大国，由此特种酶的应用前景广阔。

特制酶对技术服务依赖程度高。公司此次非公开发行酶制剂项目，包括六种酶，以卤醇脱卤酶和胍水解酶为主。特制酶因其特异性强，开发和使用过程中，对技术服务要求高。特制酶客户非常依赖应用技术服务，这正是公司优势所在。一旦特制酶客户开发成功，客户的高转换成本也带来高市场壁垒。

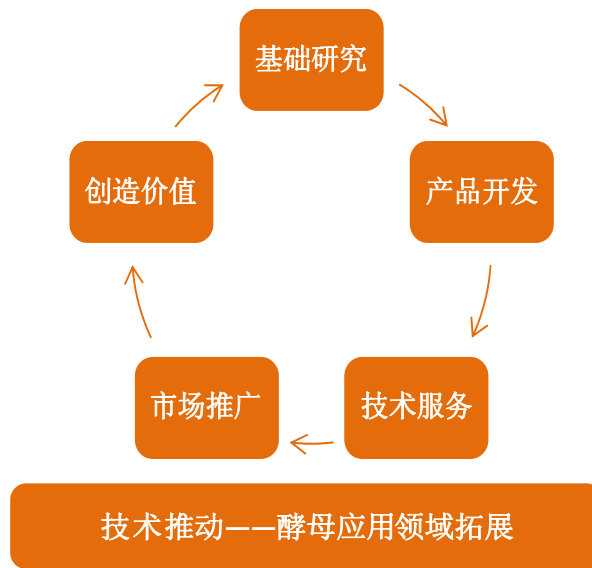
产品延伸形成顺畅循环

技术领先、产品开发、应用技术服务、市场拓展形成顺畅循环，构成公司核心竞争力。广义的技术投入，包括基础研究、产品开发和应用服务中心建设，是公司发展的推动力。1986 年公司由研究基地转化而来，从传统酵母到系列产品延伸，公司走的一直是酵母应用领域拓展之路。公司一方面受益于持续不断的技术投入，另一方面酵母产品链较长、应用领域广泛、符合天然营养健康的消费趋势，也为公司提供了广阔的成长空间。

应用技术服务，尤其是延伸产品推广，形成较高市场壁垒。酵母应用领域拓展、系列产品推广和市场培育过程中，应用技术服务占据重要地位。技术服务不仅给客户创造价值，更有助于捆绑客户，造成较高的转换成本，带来高市场壁垒。公司在北京、上海、成都和宜昌都建立了客户技术服务中心，完善营销平台。

附注：公司对技术研究投入基本没有限制，一直是放在第一位。研发团队非常稳定，尤其是中高层技术人员，充分体现出股权激励的效果。

图 2： 技术推动的产品延伸形成顺畅循环



资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所

盈利预测与评级

未来业绩持续快速增长。公司主导酵母产品国内收入增速 15%以上，出口收入增速连续多年复合增长率 40%以上。我们判断 2011 年公司净利润增速平稳，2012 年-2013 年，借助酵母主导产品的快速增长和募投项目的利润贡献，净利润增速将有所提升。

我们预计：2010-12 年 EPS 分别为 1.01、1.35、1.88 元，目前股价对应 2010-12 年 PE 分别为 42X、32X、23X，上调评级至“买入”。主要理由是：公司技术推动的产品开发、应用技术服务、市场推广形成了很顺畅的循环，构成公司持续拓展酵母产品的核心竞争力。

风险提示

项目进度不达预期；
糖蜜价格大幅上涨；

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	680	1274	1678	2501	营业收入	1686	2243	2668	3495
现金	89	474	743	1291	营业成本	1066	1451	1689	2178
应收账款	97	127	150	197	营业税金及附加	12	15	18	24
其他应收款	34	21	25	33	营业费用	200	258	320	419
预付账款	44	65	76	98	管理费用	88	110	128	168
存货	410	580	676	871	财务费用	29	35	41	46
其他流动资产	6	7	8	10	资产减值损失	6	5	5	5
非流动资产	1661	2206	2444	2546	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	1492	1851	2047	2099	营业利润	291	370	466	654
无形资产	86	94	102	110	营业外收入	19	10	11	13
其他非流动资产	83	261	295	337	营业外支出	1	3	4	2
资产总计	2341	3481	4122	5047	利润总额	310	376	473	665
流动负债	1128	1188	1275	1462	所得税	11	14	18	29
短期借款	473	500	500	500	净利润	299	362	455	637
应付账款	141	218	253	327	少数股东损益	89	53	43	60
其他流动负债	514	470	521	636	归属母公司净利	210	310	412	577
非流动负债	16	122	222	322	EBITDA	440	580	730	959
长期借款	0	100	200	300	EPS (元)	0.77	1.01	1.35	1.88
其他非流动负	16	22	22	22					
负债合计	1144	1310	1497	1785	主要财务比率				
少数股东权益	156	209	252	311	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	271	306	306	306	成长能力				
资本公积	254	866	866	866	营业收入	28.6%	33.0%	18.9%	31.0%
留存收益	515	790	1202	1779	营业利润	100.5	26.8%	26.0%	40.4%
归属母公司股	1041	1962	2374	2951	归属母公司净利	101.1	47.3%	33.1%	39.9%
负债和股东权	2341	3481	4122	5047	获利能力				
					毛利率(%)	36.8%	35.3%	36.7%	37.7%
					净利率(%)	0.0%	15.5%	16.5%	12.5%
					ROE(%)	20.2%	15.8%	17.4%	19.5%
					ROIC(%)	18.9%	16.6%	18.5%	23.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	48.9%	37.6%	36.3%	35.4%
					净负债比率(%)	42.84	47.33	48.10	45.95
					流动比率	0.60	1.07	1.32	1.71
					速动比率	0.24	0.58	0.79	1.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.77	0.70	0.76
					应收账款周转率	19	19	18	19
					应付账款周转率	7.32	8.10	7.17	7.51
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.69	1.01	1.35	1.88
					每股经营现金流	0.81	1.29	2.19	2.79
					每股净资产(最	3.40	6.41	7.76	9.64
					估值比率				
					P/E	62.58	42.48	31.91	22.81
					P/B	12.64	6.71	5.54	4.46
					EV/EBITDA	31	24	19	14

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 2011 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@mail.htlhsc.com.cn

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@mail.htlhsc.com.cn