

证券研究报告·上市公司调研简评

食品

# 出口积极改善 YE 成主要看点

## 安琪酵母 (600298)

调研对象：董事长俞学锋先生，总经理余明华先生

事件：我们于 3 月 30 日参加股东会并参与会后的问答互动

### 不断向工业、民用复合营销模式转型

公司正积极从以前单一的工业化营销模式向工业、民用、电子商务等多种营销方式相结合的复合模式转型。去年扩大经销商规模，并基本在全国省会城市建立了销售体系，设立商超经理，进入以沃尔玛为代表的主要卖场。今年将在 50 多个地级市场也建立同样的销售体系，我们预计到明年底，一套完备的地级市场销售体系可以建成。

### 成本下降幅度基本确定 依靠进口策略控制成本

根据近期糖蜜价格走势和公司采购进度，我们认为公司今年糖蜜采购价约在 920-940 元/吨，并且已完成了绝大部分用量的采购。成本下降幅度基本确定，比去年的平均采购价下降约 25%，毛利率有望大幅回升。今后，公司将主要通过进口糖蜜应对成本波动，还会加大研发力度积极寻找原材料的替代品。

### 出口情况正积极改善 YE 出口值得期待

公司出口产品以烘焙用的干酵母为主，从去年出口产品结构看，干酵母收入占比最大，在 75-80%，第二是 YE，占比约 13%，其次是动物营养等。从区域上看，中东非洲区是最大的市场，其次是亚太。

公司出口增速从去年下半年开始减缓，主要原因有国际经济形势不好，中东北非局势动荡，同行间竞争加剧，汇率波动等。但总体上公司产品在国际市场上良好的发展趋势并未改变。

考虑到埃及产能的释放，从去年开始公司已经定位了几个大的国际市场做好需求储备，比如巴西、阿尔及利亚，去年公司在这些市场的占有率还不高，今年随着销售力度加大和埃及产能的跟进，这些储备市场将会形成新的增长点。按产品分析，干酵母的重点发展区域在中东北非、俄罗斯和拉美。YE 将是今年出口的重点产品，出口区域主要在欧洲、北美和亚太等发达地区，单价和毛利率都较高。公司今后将重点发展 YE 的海外工业化大客户，3 月在这方面已经取得突破，同时兼顾小包装和民用。今年争取实现 YE 出口 35%-40% 的增长目标。

### YE 力求多点开花 “十二五” 成为全球做大供应商

公司目前 YE 总产能约 2.6 万吨，到年底新项目投产后总产能达 4.6 万吨，按产能将成全球第一。目前全球 YE 的年需求量大概 13 万吨，估计公司 11 年销量约 1.5 万吨，占比 11%，全球排第三/第四，收入去年约 3 亿，其中出口 1 亿。公司的“十二五”目

维持

买入

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

当前股价：26.88 元

目标价格 6 个月：35 元

调研日期：2012 年 3 月 30 日

发布日期：2012 年 4 月 5 日

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-4.27/3.77	-1.83/-4.71	-23.60/0.15
12 月最高/最低价 (元)		37.78/23.71
总股本 (万股)		32963.24
流通 A 股 (万股)		27140.00
总市值 (亿元)		88.61
流通市值 (亿元)		72.95
近 3 月日均成交量 (万)		230.03
主要股东		
湖北安琪生物集团有限公司		39.37%

### 股价表现



### 相关研究报告

12.03.11	辞旧迎新 12 年将迎利润率拐点
12.02.02	成本下降将成业绩增长主动力
11.10.17	四季度或将显现毛利率拐点



标是成为全球最大的 YE 供应商，围绕这个目标公司近几年一直在做积极的准备工作，包括扩充产能，重点拓展国内外工业大客户，加强出口，开发民用市场，进入主要城市的高超系统。除了食用 YE 具有良好的发展前景外，生物用 YE 同样存在巨大的潜在需求，产品已陆续销售给高校和生物企业等客户。

综上所述，我们可以看到 YE 产品具有广泛的应用领域和发展空间，公司也在力求 YE 产品多点开花，但我们认为，今后一段时间绝大部分需求还是来自食用工业大客户，民用和生物 YE 虽然潜力大但短期贡献较为有限。

### 保健品业务“稳”字当头 动物营养、酶制剂逐渐发力

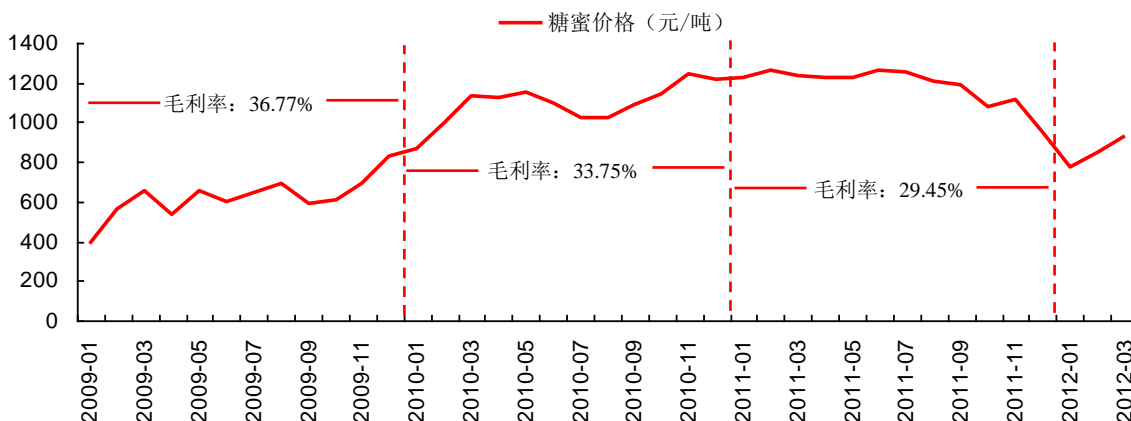
我们认为公司在保健品终端销售方面还需积累经验，而且产业园的保健品项目大约 2 季度后方可达产，因此今年还是先做好渠道拓展，宣传以网络和地面为主。公司的动物营养产品依然保持着良好的发展前景，目前国际上使用的动物饲料等产品最大的问题就是安全性，而且价格较高，公司开发的复合酵母产品已被很多企业就用来替代抗生素等，产品发展趋势良好。由于产业园的酶制剂项目计划上半年建成，所以产品在下半年才有望大批量生产。

**盈利预测：**今年主要原材料糖蜜采购价格基本确定，下降幅度约 25%。产品价格方面，公司 2 月对小包装产品进行提价，年中也存在提价预期。产能方面，随着产业园和埃及等项目的陆续达产，下半年开始产能逐渐释放，由于公司已经做了部分需求储备，我们预计新产能将顺利消化，出口增速可显著恢复，全年收入将呈现环比上升的态势。但由于一季度仍需消化部分高价库存，成本下降主要将在二季度开始显现，并迎来业绩拐点。预测 12-14 年 EPS 为 1.42、1.85、2.22 元，对应 P/E 为 19、15、12 倍，维持“买入”评级，目标价 35 元。

### 预测和比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	2505.78	3096.66	3992.50	4726.22
营业收入增长率	19.27%	23.58%	28.93%	18.38%
净利润（百万）	298.42	468.69	610.56	732.91
净利润增长率	4.71%	57.06%	30.27%	20.04%
ROE	12.58%	13.35%	14.91%	15.39%
EPS（元）	0.91	1.42	1.85	2.22
P/E	39.73	18.90	14.51	12.09

图：糖蜜价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中信建投研发部

## 分析师介绍

**黄付生：**经济学博士,首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2 年宏观策略、4 年行业公司研究经验。2010 年、2011 年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

## 报告贡献人

吕昌 010-85136328 lvchang@csc.com.cn

## 研究服务

### 社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

### 上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

### 深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

王芳群 020-38816536 wangfangqun@csc.com.cn

### 机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫫 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 地址

北京 中信建投证券研究发展部  
中国 北京 100010  
朝内大街 188 号 4 楼  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部  
中国 上海 200120  
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室  
电话：(8621) 6880-5588  
传真：(8621) 6880-5010