

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 董广阳、黄珺 86-755-82943140
 donggy@cmschina.com.cn

2009年7月16日

安琪酵母(600298.SH)/21.31元

由分食走向共赢

日用消费·食品饮料

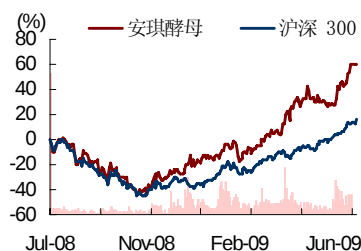
目标估值: 22.0-27.8元
强烈推荐-A(上调)

基础数据

上证综指	3189
总股本(万股)	27140
已上市流通股(万股)	27140
总市值(亿元)	58
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	3.3
ROE(TTM)	12.4
资产负债率	53.6%
主要股东	湖北安琪生物集团
主要股东持股比例	45.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	27	82	59
相对表现	9	3	37



相关报告

1、《安琪酵母(600298)-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1, 深度报告

- **事件:** 安琪酵母今日公告将对由集团高管、中层管理者和技术骨干等共同出资设立的宜昌日升投资发展有限公司进行定向增发, 收购日升公司持有的安琪酵母伊犁子公司 30%股权和赤峰子公司 10.5%股权及控股公司裕宏塑业 65%的股权。收购完成后, 日升公司不再持有安琪酵母子公司的相关股权, 而成为安琪酵母股份公司的股东。
- **股权交易后管理层与社会股东的关系将由分食转为共赢。**我们在近期对安琪酵母的深度报告中指出, 股权置换前管理层持有股份公司下属子公司的少数股权, 与社会流通股股东分利, 如果少数股东权益置换成股份公司的股权, 实际上相当于实现了股权激励, 管理层与社会股东的关系将由分食转为共赢, 管理层有动力做好上市公司业绩。
- **18.8元的定向增发价彰显管理层对未来发展充满信心。**公司公告此次定向增发价格为今日董事会前 20 个交易日的平均价, 即 18.8 元, 若以 09 年 30 倍 PE 计, 公司 09 年摊薄前 EPS 须至少达到 0.62 元才能保证此次收购不赔钱。日升公司敢于以此价格成为股份公司股东, 彰显了管理层对公司未来发展充满信心。
- **股权交易对公司 EPS 的增厚效应估计要大于股本摊薄效应。**公司此次尚未公布标的公司截止 6 月 30 日的评估价值, 相应发行股份数量尚不确定。我们简单把少数股东损益计入公司净利润得到 09-10 年末摊薄 EPS0.81 元(假设计半年)、1.11 元; 假设股本摊薄率在 16%以内, 2010 年 EPS 应能在 0.95 元以上。
- **上调投资评级至“强烈推荐-A”:** 市场一直期待的少数股东损益偏大问题得到解决, 管理层和社会股东利益达到一致, EPS 有望增厚, 我们调高投资评级; 因股本摊薄情况未明确, 假设以 2010 年末摊薄 EPS1.11 元, 20~25 倍 PE 定位目标区间为 22.2~27.75 元。我们认为公司的长期投资价值在于其专业化、世界级的酵母供应商地位, 建议短期继续关注出口业务, 中期跟踪扩产及海外建厂的规划和运营。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1061	1311	1676	2084	2527
同比增长	22%	24%	28%	24%	21%
营业利润(百万元)	117	145	262	322	406
同比增长	2%	25%	80%	23%	26%
净利润(百万元)	91	104	191	228	283
同比增长	15%	15%	83%	20%	24%
每股收益(元)	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04
PE	63.7	55.3	30.3	25.3	20.4
PB	7.3	6.7	5.8	5.1	4.3

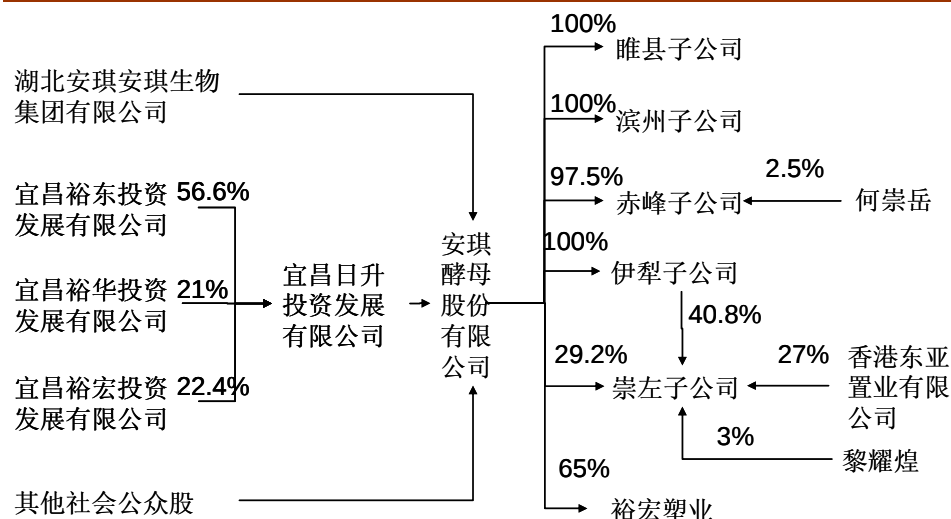
资料来源: 招商证券, 注: 因股本摊薄情况未明确, 盈利预测还沿用老预测

由分食走向共赢，股价打开新空间

股权交易后管理层与社会股东的关系将由分食转为共赢。我们在近期对安琪酵母的深度报告中指出（参见《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》2008/7/1），股权置换前管理层持有子公司的少数股权，与社会流通股股东分利，如果少数股东权益置换成股份公司的股权，管理层与社会股东的关系将由分食转为共赢，管理层将有动力去做好上市公司业绩。

股权交易对公司 EPS 的增厚效应估计要大于股本摊薄效应。公司此次尚未公布标的公司截止 6 月 30 日的评估价值，相应发行股份数量尚不确定。我们简单把少数股东损益计入公司净利润得到 09-10 年末摊薄 EPS0.81 元（假设计半年）、1.11 元；假设股本摊薄率在 16%以内，2010 年 EPS 应能在 0.95 元以上。

图1、定向增发后公司股权结构



数据来源：公司公告，招商证券

安琪伊犁、安琪赤峰是公司重要的两家子公司与利润来源，此次收购使公司增加了股权，实现全资拥有安琪伊犁、几乎全资拥有安琪赤峰；宏裕塑业是公司包装材料的主要供应商之一，2008 年其与公司之间发生的关联交易金额为 4335.61 万元，约占公司同类采购量的 35%，通过本次交易，公司可消除该项关联交易。

表1、拟收购标的公司08年净资产统计（单位：万元）

标的公司	净资产	本次股权交易比例	净资产累计影响数
裕宏塑业	2041.78	65.0%	1327.16
安琪伊犁	21880.46	30%	6564.14
安琪赤峰	6023.19	10.5%	632.43
合计			8523.73

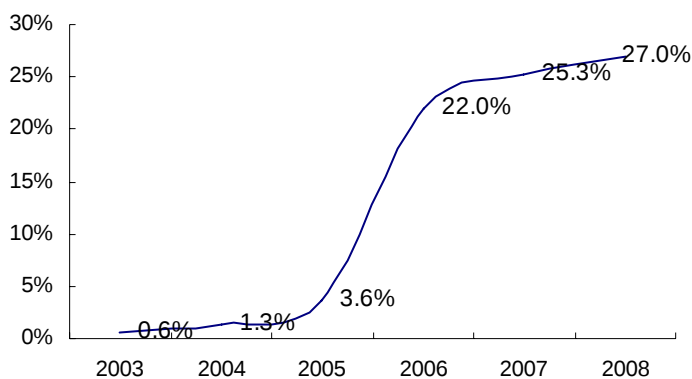
数据来源：公司公告

表2、标的公司近两年收入利润指标

单位: 万元	2007	2008	2009Q1
营业收入	2628.13	5206.68	1269.87
营业利润	-17.99	721.99	112.14
净利润	392.66	541.78	84.04
营业收入	23414.97	24926.05	9856.78
营业利润	8988.07	8936.53	3894.30
净利润	9265.30	9222.56	3898.33
营业收入	9749.42	10971.60	3783.76
营业利润	1616.84	2250.54	1159.67
净利润	1741.74	2030.78	986.00

数据来源: 公司公告

图2、安琪酵母历年少数股东损益占比



资料来源: 公司公告

出口业务仍为未来增长亮点

公司近年来极力扩张海外市场的策略取得实效, 未来几年出口业务仍有望保持**30%以上增速**。公司在保证产品质量竞争力的同时, 有效利用出口退税优惠政策, 让利于海外客户, 以高性价比产品极力拓展海外市场, 目前出口产品已进入 80 多个国家, 并不断获得新客户。公司出口业务正处于快速成长期, 08 年出口收入占总收入约 33%, 未来几年仍有望保持 30%以上增速, 达到占总收入 50%的目标比例。09 年上半年公司出口增速仍在 30%以上, 预计下半年增速进一步提高。

图3、安琪酵母各类产品07年与08年吨价比较

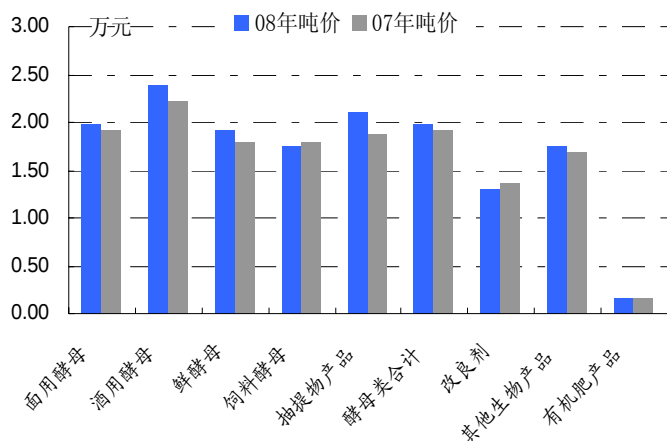
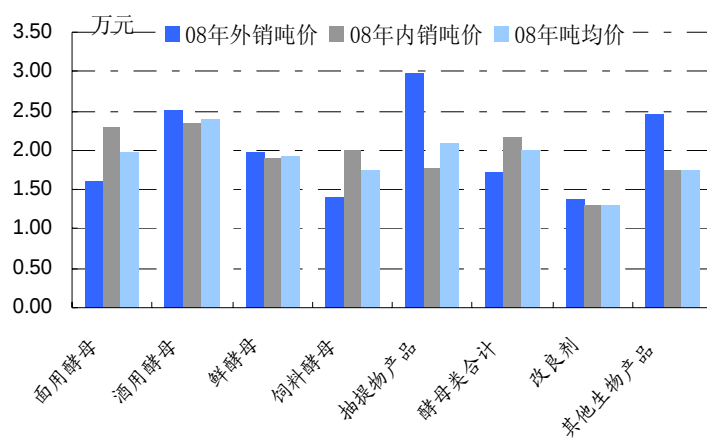
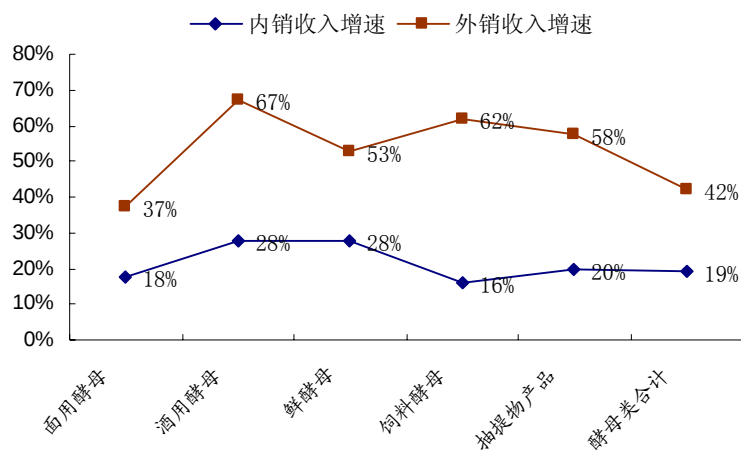


图4、安琪酵母08年内销和外销产品吨价比较



数据来源：招商证券

图5、公司酵母类产品08年内外销收入增速比较



数据来源：招商证券

公司正在积极筹备海外设厂相关人才储备，未来进入跨国运营是必然之路，建议中期跟踪公司此方面的规划和运营情况。我们上期深度报告中分析安琪酵母成长期的两个催化剂投资机会中，其中回收少数股权的治理改善机会现在进入实质性阶段，我们认为未来公司在海外设厂，跨国运营是发展必然之路，而且也将为时不远。我们认为公司会首先选择在成本较低、环保要求不高、公司产品竞争力更强的亚非拉地区设厂，而公司如能系统总结自身和竞争对手在国内开展业务的经验得失，相信能对海外运行的成功奠定良好基础。

投资策略

上调投资评级至“强烈推荐-A”：市场一直期待的少数股东损益偏大问题得到解决，管理层和社会股东利益达到一致，EPS有望增厚，我们调高投资评级；因股本摊薄情况未明确，假设以2010年末摊薄EPS1.11元，20~25倍PE定位目标区间为22.2~27.75元。我们认为公司的长期投资价值在于其专业化、世界级的酵母供应商地位，建议短期继续关注出口业务，中期跟踪扩产及海外建厂的规划和运营。（具体请参阅我们7月1日的深度报告《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》）

表 3、销售收入结构预测

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E
酵母销量（万吨）	4.5	5.5	6.6	7.8
吨价（万元/吨）	1.70	1.70	1.76	1.78
吨成本（万元/吨）	1.20	1.14	1.14	1.18
销售收入	1061	1311	1676	2084
其中：酵母系列	764	931	1152	1379
奶制品	35	30	30	30
其他	261	352	494	674
销售收入增长率	21.7%	23.6%	27.8%	24.3%
其中：酵母系列	17.3%	21.8%	23.8%	19.8%
奶制品	-10.0%	-14.7%	0.0%	0.0%
其他	44.5%	34.5%	40.5%	36.5%
毛利	323	444	602	725
其中：酵母系列	225	307	402	461
奶制品	7	6	6	6
其他	91	133	194	258
毛利增长率	7.7%	37.7%	35.5%	20.4%
其中：酵母系列	-5.8%	36.2%	31.3%	14.6%
奶制品	-23.7%	-12.6%	0.0%	0.0%
其他	75.1%	46.1%	46.1%	33.0%
毛利率	30.4%	33.9%	35.9%	34.8%
其中：酵母系列	29.4%	32.9%	34.9%	33.4%
奶制品	19.7%	20.2%	20.2%	20.2%
其他	34.7%	37.7%	39.2%	38.2%

资料来源：招商证券

表 4、盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	1061	1311	1676	2084
二、营业总成本	949	1160	1419	1761
其中：营业成本	738	865	1073	1358
营业税金及附加	8	10	12	15
营业费用	131	171	218	261
管理费用	57	73	92	110
财务费用	22	39	22	15
资产减值损失	-8	1	1	1
三、其他经营收益	5	-6	5	0

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E
公允价值变动收益	5	-6	5	0
投资收益	0	0	0	0
四、营业利润	117	145	262	322
加: 营业外收入	17	8	8	8
减: 营业外支出	1	2	1	1
五、利润总额	133	152	269	330
减: 所得税	12	9	15	25
六、净利润	121	143	254	305
减: 少数股东损益	31	39	64	76
七、归属母公司所有者净利润	91	104	191	228
股本	271	271	271	271
每股收益	0.33	0.39	0.70	0.84

资料来源: 招商证券, 注: 因股本摊薄情况未明确, 盈利预测还沿用老预测

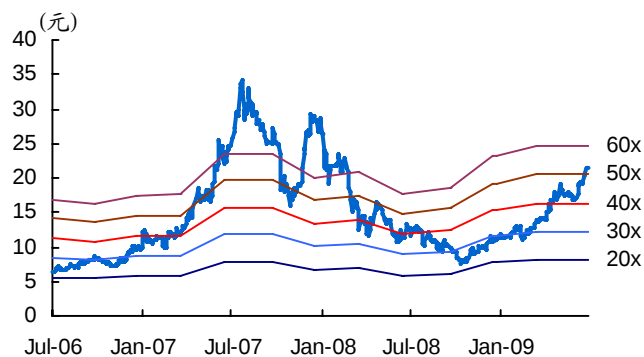
表 5、安琪酵母单季度及年度利润表

单位: 百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07n	08n
一、营业总收入	222	261	260	318	296	326	331	358	347	1061	1311
二、营业总成本	197	212	242	298	266	282	302	310	303	949	1160
其中: 营业成本	150	173	188	226	207	211	228	220	230	738	865
营业税金及附加	1	1	3	2	2	2	3	3	2	8	10
营业费用	26	26	32	47	33	42	44	52	44	131	171
管理费用	15	13	11	18	15	15	19	24	17	57	73
财务费用	5	5	6	6	8	12	9	11	10	22	39
资产减值损失	0	-8	1	-2	1	1	-1	1	1	-8	1
三、其他经营收益	2	0	3	0	-3	-2	-1	0	3	5	-6
公允价值变动收益	2	0	3	0	-3	-2	-1	0	3	5	-6
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
四、营业利润	27	49	21	19	28	42	28	47	47	117	145
加: 营业外收入	3	11	2	2	1	2	3	3	1	17	8
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	1	0	1	0	1	2
五、利润总额	30	60	23	21	29	43	31	49	47	133	152
减: 所得税	3	4	2	3	-5	2	5	7	1	12	9
六、净利润	27	56	21	17	34	42	26	42	46	121	143
减: 少数股东损益	6	8	6	10	9	7	8	15	15	31	39
七、归属母公司所有者净利润	21	48	14	7	25	35	18	27	31	91	104
EPS	0.08	0.18	0.05	0.03	0.09	0.13	0.07	0.10	0.11	0.33	0.39

主要比率											
毛利率	32%	34%	28%	29%	30%	35%	31%	38%	34%	30%	34%
营业利润率	12%	19%	8%	6%	9%	13%	9%	13%	13%	11%	11%
净利率	9%	18%	5%	2%	8%	11%	5%	8%	9%	9%	8%
营业费用率	12%	10%	12%	15%	11%	13%	13%	15%	13%	12%	13%
管理费用率	7%	5%	4%	6%	5%	5%	6%	7%	5%	5%	6%
实际税率	10%	6%	9%	16%	-17%	4%	15%	15%	2%	9%	6%
YoY											
收入增长率	14%	29%	22%	23%	33%	25%	27%	13%	17%	22%	24%
营业利润增长率	-10%	54%	-14%	-40%	3%	-15%	34%	149%	67%	2%	25%
净利润增长率	8%	128%	11%	-69%	17%	-28%	28%	275%	26%	15%	15%

资料来源: 公司公告, 招商证券

图 6: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 7: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

1、《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1

本深度报告较为详细、独特地分析了国内外酵母产业的发展现状和发展空间，并对安琪酵母的国内外竞争对手做了比较，剖析了公司具备的竞争优势和存在的投资机会。

附：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	497	538	640	976	1393
现金	76	44	50	231	484
交易性投资	10	4	0	0	0
应收票据	13	3	4	5	6
应收款项	69	73	78	97	117
其它应收款	7	11	14	17	21
存货	283	372	456	577	705
其他	38	31	38	49	59
非流动资产	1105	1497	1424	1351	1285
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	800	1009	939	868	804
无形资产	62	66	64	61	59
其他	244	422	422	422	421
资产总计	1602	2034	2064	2327	2678
流动负债	580	723	587	673	842
短期借款	315	357	97	50	50
应付账款	133	151	194	245	300
预收账款	19	29	38	49	59
其他	113	185	258	329	432
长期负债	134	323	299	249	149
长期借款	123	311	281	231	131
其他	12	11	18	18	18
负债合计	715	1046	886	921	990
股本	271	271	271	271	271
资本公积金	254	254	254	254	254
留存收益	271	340	467	618	806
少数股东权益	91	123	186	262	357
母公司所有者权益	796	866	992	1143	1331
负债及权益合计	1602	2034	2064	2327	2678

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	103	280	362	371	425
净利润			191	228	283
折旧摊销			102	94	87
财务费用			22	15	7
投资收益			(5)	0	0
营运资金变动			(2)	(44)	(47)
其它			55	76	95
投资活动现金流	(273)	(475)	(16)	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			4	0	0
筹资活动现金流	187	163	(340)	(170)	(153)
借款变动			(264)	(77)	(50)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(64)	(77)	(96)
其他			(11)	(15)	(7)
现金净增加额	16	(32)	6	181	252

利润表

单位: 百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1061	1311	1676	2084	2527
营业成本	738	865	1073	1358	1661
营业税金及附加	8	10	12	15	20
营业费用	131	171	218	261	304
管理费用	57	73	92	110	129
财务费用	22	39	22	15	7
资产减值损失	(8)	1	1	1	1
公允价值变动收益	5	(6)	5	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	117	145	262	322	406
营业外收入	17	8	8	8	8
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	133	152	269	330	413
所得税	12	9	15	25	36
净利润	121	143	254	305	377
少数股东损益	31	39	64	76	94
母公司所有者净利润	91	104	191	228	283
EPS (元)	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	22%	24%	28%	24%	21%
营业利润	2%	25%	80%	23%	26%
净利润	15%	15%	83%	20%	24%
获利能力					
毛利率	30.4%	34.0%	35.9%	34.8%	34.3%
净利率	8.5%	8.0%	11.4%	11.0%	11.2%
ROE	11.4%	12.1%	19.2%	20.0%	21.3%
ROIC	9.5%	10.5%	16.9%	18.0%	19.2%
偿债能力					
资产负债率	44.6%	51.4%	42.9%	39.6%	37.0%
净负债比率	27.3%	33.1%	19.8%	14.2%	10.5%
流动比率	0.9	0.7	1.1	1.5	1.7
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
应收帐款周转率	18.2	18.4	22.2	23.9	23.6
应付帐款周转率	6.2	6.1	6.2	6.2	6.1
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.39	0.70	0.84	1.04
每股经营现金	0.38	1.03	1.33	1.37	1.57
每股净资产	2.93	3.19	3.65	4.21	4.90
每股股利	0.13	0.13	0.24	0.28	0.35
估值比率					
PE	63.7	55.3	30.3	25.3	20.4
PB	7.3	6.7	5.8	5.1	4.3
EV/EBITDA	33.4	25.5	17.9	16.0	13.8

资料来源：公司报表、招商证券，注：因股本摊薄情况未明确，盈利预测还沿用老预测

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。