

调味发酵品



徐静欢

食品饮料研究员

021-38565934

xujh@xyzq.com.cn

安琪酵母（600298）

价升量增，治理结构改善

推荐（维持）

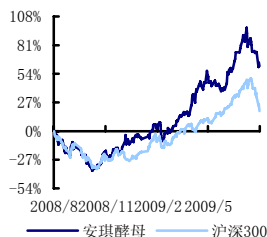
市场数据

报告日期	2009-8-20
收盘价(元)	20.74
52周最高/最低(元)	24.12/7.63
总股本(百万股)	271.40
流通股本(百万股)	271.40
总市值(百万元)	5628.84
流通市值(百万元)	5628.84
每股净资产(元)	3.43

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	1311	1687	2121	2503	766
同比增长(%)	23.6%	28.7%	25.7%	18.0%	23.1%
净利润(百万元)	104	216	277	348	101
同比增长(%)	15.2%	106.9%	28.1%	25.7%	71.3%
毛利率(%)	34.0%	38.0%	38.5%	39.0%	38%
净利率(%)	8.0%	12.8%	13.1%	13.9%	17.9%
每股收益(元)	0.39	0.80	1.02	1.28	0.37
每股经营现金流(元)	1.03	1.61	1.83	2.28	0.60

股价走势



投资要点

事件:

- 09年上半年公司实现每股收益0.37元。09年上半年公司实现营业收入76622.98万元，同比增长了23.12%；实现营业利润13696.94万元，同比增长了96.64%；实现净利润（指新会计准则中的归属于母公司所有者的净利润）10124.16万元，同比增长了71.27%；每股收益为0.37元，每股经营性净现金流为0.60元。

相关报告

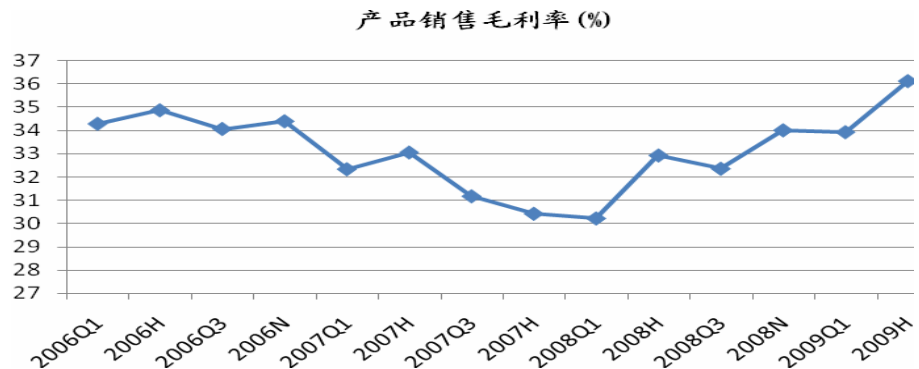
《开局良好》2009-4-22

《毛利率带动业绩上升》
2009-3-27

点评:

- 报告期内公司酵母销量为3.32万吨，同比增长了14.48%。公司第二季度收入同比增长28.43%，较一季度的17.28%出现了较大幅度的提升。报告期内，公司出口收入为28473.56万元，同比增长36.45%，占公司营业收入的37.16%，公司国际化进程迅速进行，将来公司出口比例将逐步提高到占公司主营的50%。
- 报告期内公司酵母及其深加工产品毛利率为37.94%，同比增长了4.2个百分点，主要原因是去年3月和年底公司分别对产品进行提价，提价幅度为7%-15%，平均超过10%，毛利率的提升显示了公司的强势定价权 and 提高了公司盈利能力。糖蜜上半年到厂价格在800元/吨，目前公司有50%左右的糖蜜是跟东亚糖厂购买的，公司与东亚糖厂长期的合作关系，将会使得糖蜜价格波动将趋于平缓，而且跟糖价关联度也逐渐变小。

图 1、安琪酵母产品毛利率



数据来源：兴业证券研发中心

- 报告期内公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 11.77%、4.58% 和 1.85%，分别同比下降了 0.21、0.25 和 1.31 个百分点。此外，公司持有股票市值大幅上升，使得公允价值变动收益和投资收益分别同比增加了 442 万和 611 万元，也都是促进公司净利润大幅增长的原因。
- 公司拟在崇左继续扩建年产 15000 吨酵母及其衍生产品的生产线，项目达产后公司将增加年产 5000 吨酵母、8000 吨味素、2000 吨动物饲料，生产线将在 2010 年投产。公司继续外延式扩产为其快速增长提供了保障。
- 由高管控股的日升公司分别参、控股安琪伊犁、安琪赤峰和宏裕塑业 3 家公司，造成大量的少数股东损益和关联交易，被业界疑为转移股份公司利润的通道。公司通过定向增发，将成为这 3 家公司的控股公司，可以减少关联交易和少数股东损益，改善治理结构，增强公司盈利能力，自此以后公司管理层和技术核心人员与公司股东利益更为一致，有利于公司长期发展。
- 估值讨论。预计 09、10 年 EPS 为 0.80、1.02，维持“推荐”的投资评级。

表 1、安琪酵母分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	QOQ	2008-06	2009-06	YOY	说明
营业收入	326	331	358	347	418.8	28.4%	622	766	23.1%	销量增长
营业成本	211	228	220	230	259.9	23.3%	417	490	17.3%	
毛利	115	104	137	118	158.9	37.7%	205	277	35.1%	
销售费用	42	44	52	44	46.5	10.6%	75	90	21.1%	
管理费用	15	19	24	17	17.6	19.7%	30	35	16.7%	
财务费用	12	9	11	10	4.6	-60.4%	20	14	-27.9%	
资产减值	1	-1	1	1	0.0	-98.5%	2	1	-28.2%	
公允价值	-2	-1	-0	2	-3.2	-	-5	-1	-	
投资收益	0	0	0	0	6.1	-	0	6	-	
营业利润	42	28	47	47	90.4	116.5%	70	137	96.6%	股票市值增长带来的非经常性收益
利润总额	43	31	49	47	96.9	123.8%	72	144	100.2%	
净利润	35	18	27	31	70.2	103.4%	59	101	71.3%	
EPS	0.127	0.066	0.101	0.114	0.3	103.4%	0.218	0.373	71.3%	
销售费用率	12.9%	13.4%	14.5%	12.6%	11.1%	-1.8%	12.0%	11.8%	-0.2%	
管理费用率	4.5%	5.8%	6.7%	5.0%	4.2%	-0.3%	4.8%	4.6%	-0.3%	
财务费用率	3.5%	2.7%	3.0%	2.8%	1.1%	-2.4%	3.2%	1.9%	-1.3%	
所得税率	4.0%	15.3%	14.6%	2.3%	5.6%	1.5%	-4.6%	4.5%	9.0%	
毛利率	35.4%	31.3%	38.4%	33.9%	37.9%	2.6%	32.9%	36.1%	3.2%	产品提价
净利润率	10.6%	5.4%	7.7%	8.9%	16.8%	6.2%	9.5%	13.2%	3.7%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	538	652	1084	1737
货币资金	44	104	404	941
交易性金融资产	4	4	4	4
应收账款	73	99	125	146
其他应收款	11	16	20	24
存货	372	376	470	549
非流动资产	1497	1718	1781	1695
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1009	1393	1569	1529
在建工程	406	228	114	57
油气资产	0	0	0	0
无形资产	66	74	84	94
资产总计	2034	2370	2864	3432
流动负债	723	704	780	852
短期借款	357	303	323	322
应付票据	131	105	131	153
应付账款	151	184	229	269
其他	84	112	97	109
非流动负债	323	423	550	682
长期借款	311	421	548	679
其他	11	2	2	2
负债合计	1046	1127	1330	1534
股本	271	271	271	271
资本公积	254	254	254	254
未分配利润	277	436	603	811
少数股东权益	123	199	299	423
股东权益合计	988	1243	1534	1898
负债及权益合计	2034	2370	2864	3432

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	104	216	277	348
折旧和摊销	90	103	135	152
资产减值准备	-3	24	7	-1
无形资产摊销	3	2	2	2
公允价值变动损失	-6	-3	-4	-3
财务费用	39	51	51	45
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	39	76	99	124
营运资金的变动	-16	15	78	45
经营活动产生现金流量	295	436	497	618
投资活动产生现金流量	-401	-340	-212	-62
融资活动产生现金流量	161	-36	14	-19
现金净变动	55	60	299	537
现金的期初余额	76	44	104	404
现金的期末余额	131	104	404	941

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1311	1687	2121	2503
营业成本	865	1046	1305	1526
营业税金及附加	10	12	15	18
销售费用	171	186	242	285
管理费用	73	89	112	133
财务费用	39	51	51	45
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	-6	-3	-4	-3
投资收益	0	0	0	0
营业利润	145	300	390	491
营业外收入	8	11	10	11
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	152	310	399	500
所得税	9	17	22	28
净利润	143	293	376	472
少数股东损益	39	76	99	124
归属母公司净利润	104	216	277	348
EPS (元)	0.39	0.80	1.02	1.28

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.6%	28.7%	25.7%	18.0%
营业利润增长率	24.7%	106.5%	29.9%	26.0%
净利润增长率	15.2%	106.9%	28.1%	25.7%
盈利能力(%)				
毛利率	34.0%	38.0%	38.5%	39.0%
净利率	8.0%	12.8%	13.1%	13.9%
ROE	12.1%	20.7%	22.4%	23.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.4%	47.5%	46.4%	44.7%
流动比率	0.74	0.93	1.39	2.04
速动比率	0.23	0.39	0.79	1.39
营运能力(次)				
资产周转率	0.72	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	17.27	18.39	17.79	17.36
每股资料 (元)				
每股收益	0.39	0.80	1.02	1.28
每股经营现金	1.03	1.61	1.83	2.28
每股净资产	3.19	3.85	4.55	5.43
估值比率 (倍)				
PE	57.04	27.56	21.52	17.12
PB	6.89	5.71	4.83	4.04

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。