

产能快速释放 业绩增长超预期

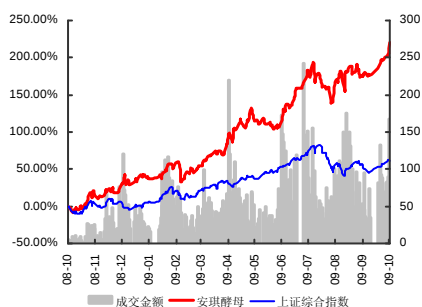
2009 年 10 月 23 日

评级：推荐

交易数据

52 周交易价格区间	7.30 ~ 26.45
总市值	71.57 亿
总股本/流通 A 股(万)	27140/27140
流通股比率	100%
当前价格	26.37 元

52 周走势



报告作者

行业研究员 周纪庚

电话：0510-82832380

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

数据：

公司 2009 年前三季度实现主营业务收入 118913 万元，同比增长 24.72%，其中三季度实现主营业务收入 42290 万元，同比增长 27.73%；前三季度公司实现净利润 15528 万元，同比增长 101.5%，其中三季度实现净利润 5404 万元，同比增长 201.03%；前三季度实现每股收益 0.572 元。

分析结论：

● 公司盈利能力大幅提升

从 09 年前三季度来看，公司实现净利润增长远高于主营收入的增长速度，盈利能力得到大幅提升。这主要归功于以下三方面的原因：一是综合成本下降，新增产能向原料基地靠近，使得原料、能源、税收等成本均较出现下降。同时，经过多年技术改进，环保运行成本也明显下降；二是公司对产品结构调整，逐步提高高毛利产品销售比重，比如酵母抽提物，从而提升公司整体产品毛利率提高；三是公司产品在占领市场后，逐步提高销售价格。

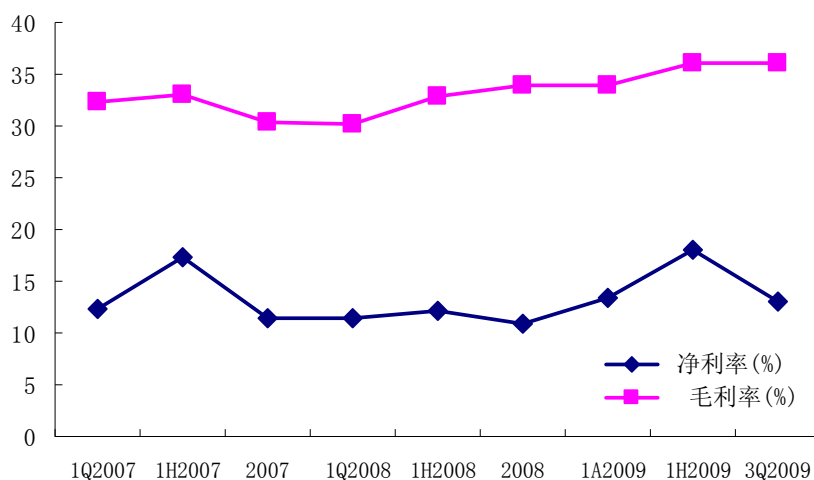
● 海外业务增速快于国内

从公司前三季度的运行情况来看，公司在海外市场的拓展明显快于国内，出口收入继续保持较快的增速。从收到的税费返还数据来看，今年前三季度用收到税费返还 2692 万，同比增长 128%，剔除退税率提高的影响，该比例依然远高于公司整体主营业务收入的增速。未来来看，公司在海外市场的扩张仍然是消化产能的重点。

● 调升公司未来三年的盈利预测，维持“推荐”评级

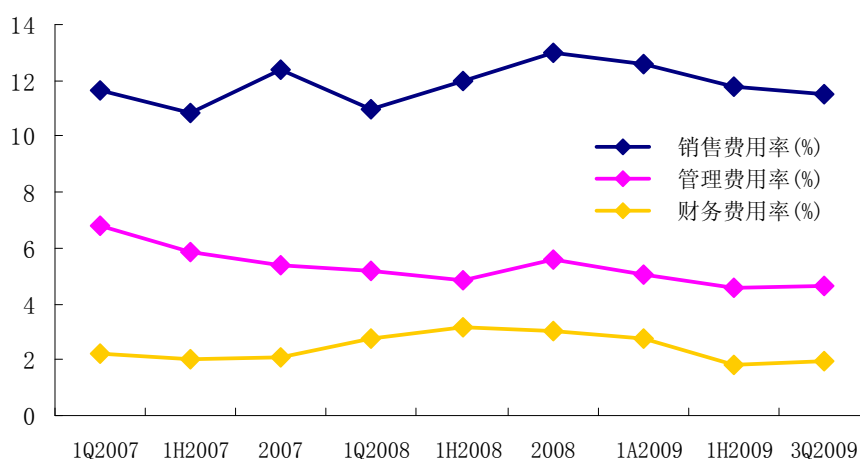
公司 09-11 年摊薄后 EPS（按照增发后的 31000 万股）分别为 0.88 元 1.05 元和 1.17 元，我们给予安琪酵母 09 年 35 倍 PE，10 年 30 倍 PE，对应其合理价格为 30.8 ~ 31.5 元，维持之前的“推荐”评级。

图表：公司盈利能力逐步提高



数据来源：WIND 国联证券研究所

图表：公司期间费用呈下降趋势



数据来源：WIND 国联证券研究所

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入	1060.79	1311.27	1659.25	1963.00	2181.50
yoy	21.70%	23.61%	26.54%	18.31%	11.13%
经营利润	116.59	145.39	306.87	396.14	459.80
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	412.55
yoy	19.75%	17.90%	109.23%	19.06%	15.71%
全年摊薄 EPS	0.33	0.39	0.88	1.05	1.17
P/E	60.94	52.23	29.81	25.03	22.49
P/B	6.85	6.31	5.13	4.34	3.84

资料来源：公司、国联证券研究所

资产负债表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	75.94	43.97	398.37	355.43	566.59
交易性金融资产	10.16	3.86	3.86	3.86	3.86
应收票据	13.39	3.17	10.47	12.39	13.77
应收账款	69.46	73.28	90.31	106.84	118.73
其他应收款	7.10	10.94	25.22	29.84	33.16
预付款项	37.58	30.97	37.25	43.05	47.38
存货	283.21	371.63	393.90	455.19	500.97
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	496.84	537.81	959.38	1006.60	1284.46
非流动资产					
发放贷款及垫款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	2.56	2.47	2.38	2.28	2.19
长期股权投资	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
固定资产	799.78	1009.13	1125.64	1239.40	1292.44
在建工程	219.29	405.72	266.30	269.18	197.92
工程物资	0.00	0.00	1.85	1.87	1.38
无形资产	61.70	65.81	64.21	62.60	60.99
长期待摊费用	0.00	0.16	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	23.94	6.93	0.00	0.00	0.00
合计	1105.20	1496.51	1465.37	1580.33	1559.92
流动负债					
吸收存款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	315.08	357.41	230.76	115.38	57.69
应付票据	73.56	130.83	122.94	142.08	156.36
应付账款	133.04	150.98	169.64	196.04	215.76
预收款项	18.85	29.26	37.02	43.80	48.67
其他应付款	8.90	18.40	22.13	25.58	28.15
其他流动负债	30.74	35.50	25.57	28.23	31.37
合计	580.18	723.10	608.07	551.10	538.01
非流动负债					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	122.68	311.26	290.23	232.19	185.75
长期应付款	2.20	2.20	2.20	2.20	2.20
其他非流动负债	9.56	9.27	0.00	0.00	0.00
合计	134.43	322.73	292.43	234.39	187.95
所有者权益	887.43	988.50	1524.25	1801.45	2118.42

资料来源：公司、国联证券研究所

利润表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
---------	------	------	-------	-------	-------

主营业务收入	1060.79	1311.27	1659.25	1963.00	2181.50
主营业务成本	738.06	865.40	1041.10	1203.10	1324.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	9.96	11.39	12.65
主营业务利润	314.63	436.35	608.19	748.51	844.75
销售费用	131.32	170.76	190.81	235.56	261.78
管理费用	57.30	73.09	74.67	82.45	91.62
财务费用	22.15	39.31	34.84	33.37	30.54
其他费用	-12.73	7.80	1.00	1.00	1.00
营业利润	116.59	145.39	306.87	396.14	459.80
营业外收支净额	16.75	6.27	9.00	9.00	9.00
利润总额	133.34	151.66	315.87	405.14	468.80
所得税	11.94	8.54	16.43	48.62	56.26
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	412.55
减：少数股东权益	30.72	38.62	25.45	30.30	49.51
归公司股东净利润	90.67	104.50	273.99	326.22	363.04

资料来源：公司、国联证券研究所

现金流量表：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动产生的现金流量					
净利润	121.39	143.12	299.44	356.52	412.55
资产减值准备	-7.70	1.50	-3.84	-4.30	-4.63
折旧费用	68.97	86.76	78.29	87.65	94.44
摊销费用	2.05	2.82	1.61	1.61	1.61
财务费用	18.84	34.77	34.84	33.37	30.54
存货的减少	-6.42	-88.42	-22.27	-61.29	-45.78
应收项目的减少	-25.33	12.96	-24.33	-18.45	-13.27
应付项目的增加	-74.44	63.76	10.78	45.53	34.01
其他	5.16	22.60	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流净额	102.52	279.87	374.53	440.64	509.46
投资活动产生的现金流量					
处置资产收回的现金	1.93	1.71	0.00	0.00	0.00
购建资产支付的现金	-302.15	-476.31	-51.53	-200.00	-71.59
其他	27.28	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-272.94	-474.60	-51.53	-200.00	-71.59
筹资活动产生的现金流量					
取得借款收到的现金	612.80	856.16	93.28	0.00	0.00
偿还债务支付的现金	-376.40	-621.13	-240.95	-173.42	-104.13
分配股利或偿付利息	-67.74	-97.39	-92.52	-110.15	-122.59
其他	18.00	25.11	271.59	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	186.66	162.76	31.40	-283.58	-226.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
本期净增加额	16.24	-31.97	354.40	-42.93	211.15
期初余额	59.70	75.94	43.97	398.37	355.43
期末余额	75.94	43.97	398.37	355.43	566.59

资料来源：公司、国联证券研究所

财务比率	2007	2008	2009E	2010E	2011E
毛利率	30.42%	34.00%	37.25%	38.71%	39.30%
经营利率	10.99%	11.09%	18.49%	20.18%	21.08%
净利率	11.44%	10.91%	18.05%	18.16%	18.91%
ROE	13.68%	14.48%	19.65%	19.79%	19.47%
ROA	7.58%	7.04%	12.35%	13.78%	14.50%
资产负债率	44.61%	51.41%	37.14%	30.36%	25.52%
净资产负债率	80.53%	105.80%	59.08%	43.60%	34.27%
利息保障比率	7.02	4.86	10.02	12.64	15.73
总资产周转率	0.72	0.72	0.74	0.78	0.80
流动比率	0.86	0.74	1.58	1.83	2.39
速动比率	0.19	0.11	0.39	0.35	0.50
应收款周转天数	19.79	19.59	17.75	18.08	18.61
应付款周转天数	58.25	59.07	55.43	54.71	55.98
存货周转天数	136.58	136.20	132.35	127.03	129.98
总资产周转率	0.72	0.72	0.74	0.78	0.80
流动资产周转率	2.20	2.53	2.22	2.00	1.90
固定资产周转率	1.35	1.45	1.55	1.66	1.72

资料来源：公司、国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。