

安琪酵母（600298）：高壁垒、快速成长的行业龙头

增持（维持）

食品饮料行业

当前股价：31.61 元

报告日期：2010 年 2 月 5 日

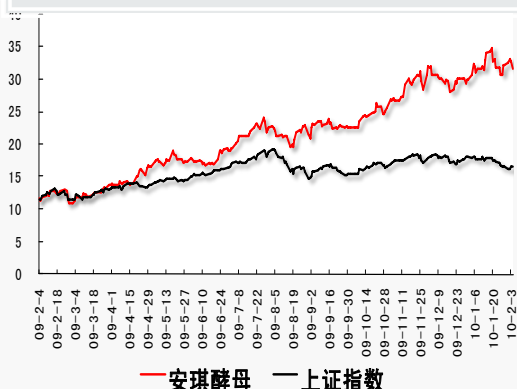
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	1,311	1,686	2,008	2,369
(+/-)	23.61%	28.60%	19.08%	17.98%
营业利润	145	291	330	410
(+/-)	24.70%	100.49%	13.08%	24.47%
归属于母公司 的净利润	104	210	285	357
(+/-)	15.25%	101.5%	35.58%	25.12%
每股收益（元）	0.39	0.77	0.92	1.15
市盈率（倍）	79	40	34	27

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	27140/27140
流通市值（亿元）	81.28
每股净资产（元）	3.09
资产负债率（%）	48.87

股价表现（最近一年）



天相农业食品组

联系人— 逯海燕

021-58824282-894 luhy@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009 年，实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 28.6%；营业利润 2.91 亿元，同比增长 100.49%；归属于上市公司股东的净利润 2.10 亿元，同比增长 101.15%；每股收益 0.77 元，略低于市场预期。公司向全体股东分派现金红利，每 10 股派发现金股利 1.30 元（含税）。
- 国内收入平稳增长，国外收入延续高速增长势头。09 年国内收入 10.21 亿元，同比增长 16.21%；国外收入 6.61 亿元，同比增长 53.65%。作为行业龙头，公司国内收入增速基本与行业持平，大约维持在 15%-20% 之间。在国际市场上，公司产品性价比优势明显，国外收入高速增长，近几年复合增长率在 40% 左右。为占领国际市场，公司决定在埃及建一条 15000 吨酵母生产线，预计未来国外收入仍将是公司成长的亮点。
- 成本消化能力强，毛利率同比上升。报告期内公司销售毛利率达到 36.82%，同比上升了 2.79 个百分点，其中，四季度毛利率同比基本持平。09 年糖蜜均价同比上涨了 20% 左右，同时能源价格也在上涨，而公司毛利率同比提升幅度较大，实属难能可贵。我们认为，主要原因是：1) 08 年底，全面上调产品价格，幅度超过 5%；2) 报告期内，消化了 08 年的部分低价库存；3) 新产品推出速度加快，产品结构提升；4) 公司围绕糖蜜产地进行产能布局，牢牢控制了上游原料；5) 生产规模扩大，带来固定费用降低。糖蜜价格具有周期性，预计今年糖蜜价格持平或者下跌的概率较大。
- 高壁垒、快速成长的行业龙头。公司在环保成本、靠近糖蜜产地的产能布局、技术研发、应用技术服务中心建设、产品系列等方面，形成了坚实的壁垒。同时，我国酵母行业传统领域增长平稳；随着人们健康意识的增强，酵母新兴领域逐步开发，市场空间广阔；公司产品国际市场竞争力强，国外收入增长迅猛。而对日升公司定向增发将在今年实施，管理层直接持有 12.35% 的股份，公司治理结构将不断改善。

- **盈利预测与评级。**按照增发后股本计算，我们预计公司2010和2011年EPS 为0.92和1.15元，以2010年2月4日收盘价31.61元计算，对应动态PE分别为34X和27X，维持“增持”评级。
- **风险提示。**(1) 人民币兑欧元继续升值造成出口业务汇兑损失加大；(2) 大盘波动对公司股价的影响。

图表 1 安琪酵母盈利预测（万元）

单位：万元	2007 A	2008 A	2009A	2010E	2011E
营业收入	106,079	131,127	168,634	200,804	236,912
增长率	21.70%	23.61%	28.60%	19.08%	17.98%
减：营业成本	73,806	86,540	106,627	126,575	148,500
综合毛利率	30.42%	34.00%	36.77%	36.97%	37.32%
营业税金及附加	810	953	1,157	1,104	1,185
销售费用	13,132	17,076	19,990	26,104	29,614
管理费用	5,730	7,309	8,799	10,040	11,846
财务费用	2,215	3,931	8,799	10,040	11,846
期间费用率	19.87%	21.59%	18.77%	20.00%	19.50%
资产减值损失	(770)	150	592	0	0
加：公允价值变动收益	503	(630)	592	0	0
投资收益	0	0	-66	0	0
营业利润	11,659	14,539	611	32,964	41,029
增长率	1.98%	24.70%	100.49%	13.08%	24.47%
加：营业外收入	1,734	848	1,947	0	0
减：营业外支出	59	221	57	0	0
利润总额	13,334	15,166	31,040	32,964	41,029
减：所得税费用	1,194	854	1,109	1,648	1,846
净利润	12,139	14,312	29,931	31,315	39,183
归属母公司所有者的净利润	9,067	10,450	21,019	28,497	35,656
增长率	14.72%	15.25%	101.50%	35.58%	25.12%
少数股东损益	3,072	3,862	8,912	2,818	3,526
每股收益	0.33	0.39	0.77	0.92	1.15

资料来源：公司年报、天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜华苑小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002