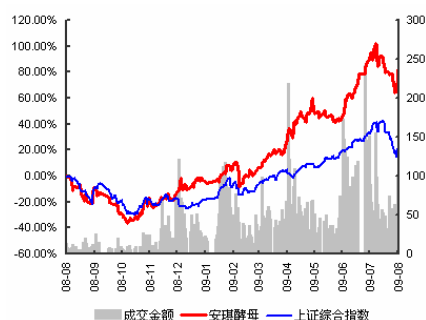


2010年2月5日

评级：推荐

52周走势



报告作者

国联证券研究所综合组

联系人

周纪庚

电话：021-58766036-208

Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

《产能瓶颈解除大幅提升业绩空间》

2009.8.20

《海外建厂使公司更国际化》

2010-1-28

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。

安琪酵母（600298.SH）09年年报点评

● 年报业绩符合我们的预期

2009年，公司实现营业收入16.86亿元，同比增长28.6%；归属于母公司所有者的净利润21,019万元，同比增长101.15%；每股收益0.7745元，同比增长101.15%；加权平均净资产收益率达到22.19%。公司拟以09年末总股本为基数，每10股分配现金股利1.3元。（公司上市以来每年进行分红）

● 外需和产能扩张保障公司09年收入快速增长

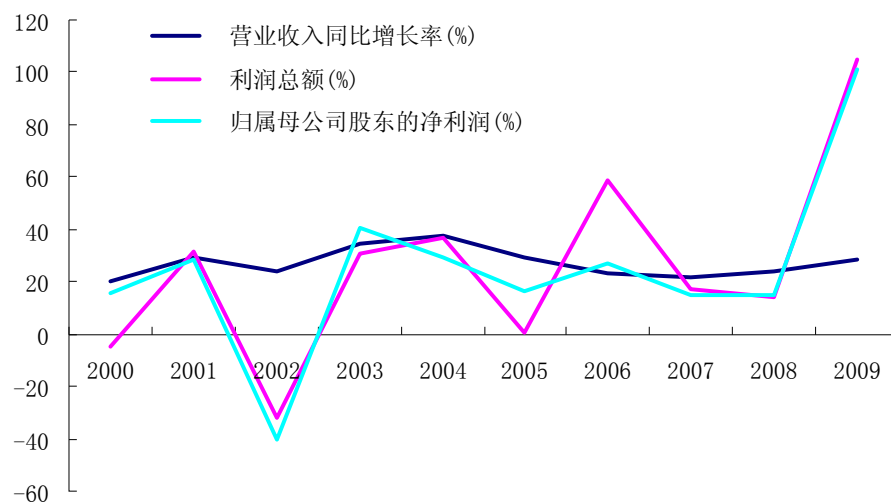
2009年，公司实现营业收入16.86亿元，同比增长28.6%。主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长，酵母及酵母深加工实现收入15.83亿元，同比增长29.64%。公司09年出口收入达到6.6亿元，同比增长53.65%，出口增量占09年收入增量的三分之二，保证了公司收入的快速增长。这些业绩进一步巩固了公司国内酵母市场的第一品牌地位以及国内第一大酵母出口企业地位。

根据公司前三季度的销量增速，我们预计公司09年销售酵母类产品在7.5~7.6万吨，较08年上涨24%，产品均价为2.08~2.1万元，同比上涨4.7%~6%。公司崇左、伊犁和滨州三个子公司产能扩张在09年纷纷达产，为公司新增产能3万吨，满足了销量快速增长的需求。

● 规模效应提升公司盈利能力

2009年，公司盈利能力进一步增强，实现归属于母公司所有者的净利润21,019万元，同比增长101.15%，远高于主营收入28.6%的增长速度。盈利能力增强的主要原因：一是公司生产规模扩大，固定费用降低，生产成本得到有效控制，致使营业成本增幅低于营业收入增幅，销售毛利率达到36.82%，同比上升了2.79个百分点；二是公司期间费用率有所下降，销售费用率下降了1.17个百分点，管理费用率略有下降，财务费用由3900万下降到09年的2860万。

图表 1: 安琪酵母收入及利润增长情况



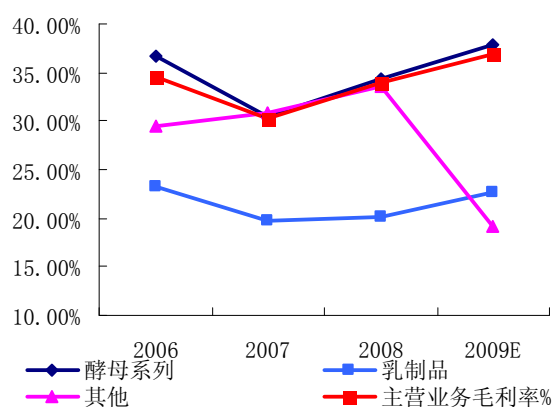
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 安琪酵母产能情况 (折干后)

(万吨)	2008	2009	2010E	2011E	2012E	备注
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	酵母味素 5000 吨
新疆伊犁	1.5	3	3	3	3	酵母味素 8000 吨
内蒙赤峰	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
山东滨州	0.4	0.8	0.8	0.8	0.8	鲜酵母产能 2 万吨
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	
广西崇左	0.9	2	2	3.5	3.5	2009 年 10 月动工
安琪埃及					1.5	2011 年底投产
总计:	6.1	9.1	9.1	10.6	12.1	

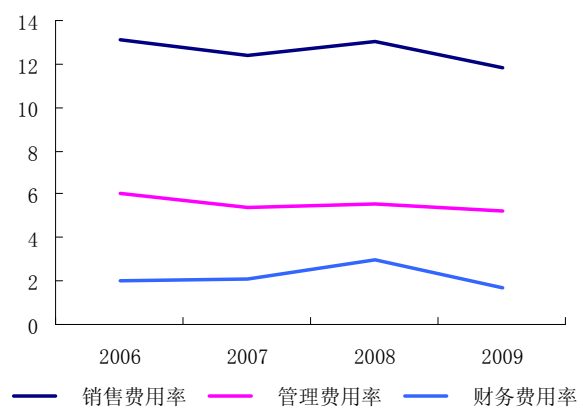
数据来源: 公司资料

图表 3: 安琪酵母主营及各产品毛利率情况



数据来源: WIND

图表 4: 安琪酵母期间费用率情况



数据来源: WIND

● 公司未来仍将保持较快增长

国内酵母潜在需求量在 30 万吨以上，目前年需求量在 13 万吨左右，增长空间明显。国际市场由于对酵母产品的认识和接受程度较深，近年来需求增速迅猛，国内酵母产品以同等品质、较低价格迅速占领市场。目前酵母行业正处于产销两旺的阶段，公司在产能扩张的同时抓住了外需增长的契机，很好地切入国际市场，产能得以快速消化。

对于未来，随着国际市场竞争的加剧，以及国内对酵母产品的认识，酵母产业的增长点将转向如中国等发展中国家，而公司目前在做好出口的同时，也在国内市场采取步步为营的策略。虽然国际巨头也都纷纷进入国内，但公司已经在国内形成了较好的市场基础，更适合、更了解国内市场需求，在未来的竞争中将取得有利地位。

● 成本、技术、营销优势“三位一体”保增长

近年公司在新疆伊犁、广西崇左进行产能扩张，而这两个地区是我国糖料主要的生产基地，这不仅可以节省原料运输成本，而且这些地方环保成本相对较低，还可以享受到国家所得税减免的优惠政策。而竞争对手则面临较高的糖蜜采购成本和环保成本。因此，公司的成本要明显优于国内外的竞争对手；同时安琪酵母享受出口退税，在价格上让利于国外客户。

公司技术国内领先、与国际同步，并形成独特的酵母品种。目前公司的酵母生产技术居国内行业第一，与国际先进水平接近。09 年公司国内首创耐高温酿酒高活性干酵母，国际领先，已成为公司目前的优势产品。

公司目前采用“营销中心—办事处—经销商”的营销机制，很好的避免了一级代理制度所带来的与客户脱节、受制于经销商的问题。公司通过办事处管理的经销商和业务员来共同开发客户，由经销商供货，并强调与“与客户共赢”（包括经销商）和深度合作，将自身与经销商、客户放在同一个利益平台来，形成了比较稳定的合作关系；而且业务员在客户开发过程中全程参与，更方便公司了解客户的需求，对渠道的控制力要明显高于一般企业。

● 少数股东权益保持较快增长，增发将增厚业绩

公司 2009 年少数股东权益为 8900 万元，同比增长 124.9%，增速超过公司净利润，在税后利润中占比提升至 29.8%。公司计划向管理层控股的日升公司非公开增发 3830 万股，以购买其持有的上市公司控股子公司安琪（伊犁）30% 的股权、安琪（赤峰）10.5% 的股权，以及日升公司控股子公司宏裕塑业 65% 的股权。预计这部分股权所产生的少数股东权益（按 09 年）在 6000~7000 万元。

增发完成后，上市公司管理层将持有安琪酵母的股权，解决了管理层激励的问题，使股东与管理层利益趋于一致。同时，也可减少日趋庞大的少数股东权益，使子公司利润回归上市公司股东。由于增发的股权对应的每股收益要高于现有股权，因此增发完成后将对公司 EPS 产生增厚效应。

● 盈利预测及投资建议

对于未来两年，我们仍然维持前一篇报告（《海外建厂使公司更国际化》，2010-1-28）中的盈利预测情况，假设公司在 10 年完成定向增发，股本扩张至 30963 万股（未来两年每股收益按照这个股本计算），预测结果如下表所示。

图表 7：安琪酵母盈利预测

利润表：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1686.34	1963.00	2229.50
主营业务成本	738.06	865.40	1066.27	1237.10	1374.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	11.57	11.39	12.93
主营业务利润	314.63	436.35	608.50	714.51	842.47
销售费用	131.32	170.76	199.90	235.56	267.54
管理费用	57.30	73.09	87.99	82.45	93.64
财务费用	22.15	39.31	28.63	33.37	31.21
其他费用	-12.73	7.80	0.48	-5.11	-5.11
营业利润	116.59	145.39	291.50	368.24	455.18
营业外收支净额	16.75	6.27	18.91	9.00	9.00
利润总额	133.34	151.66	310.40	377.24	464.18
所得税	11.94	8.54	11.09	15.09	18.57
净利润	121.39	143.12	299.31	362.16	445.62
减：少数股东权益	30.72	38.62	89.12	36.22	44.56
归公司股东净利润	90.67	104.50	210.19	325.94	401.06
每股收益（元）	0.33	0.39	0.775	1.05	1.30

资料来源：WIND 国联证券研究所

未来两年公司主营收入分别增长16.75%和13.58%，实现每股收益0.88元、1.05元和1.30元，对应目前31.61元（2010-2-4）的价格，公司09~11年的PE分别为40.8倍、30.1倍和24.3倍。鉴于公司未来的高成长性以及业绩持续增长明确，我们给予安琪酵母10年35倍PE，11年对30倍PE，对应公司的合理价格为36.75~39.0元，维持“推荐”评级。

附录

财务比率	2007	2008	2009	2010E	2011E
毛利率	30.42%	34.00%	36.77%	36.98%	38.37%
经营利率	10.99%	11.09%	17.29%	18.76%	20.42%
净利率	11.44%	10.91%	17.75%	18.45%	19.99%
ROE	13.68%	14.48%	25.01%	23.30%	22.44%
ROA	7.58%	7.04%	12.79%	13.39%	13.51%
资产负债率	44.61%	51.41%	48.87%	42.54%	39.77%
净资产负债率	80.53%	105.80%	95.57%	74.04%	66.04%
利息保障比率	7.02	4.86	11.78	12.20	16.08
总资产周转率	0.72	0.72	0.77	0.78	0.74
流动比率	0.86	0.74	0.60	0.63	1.16
速动比率	0.19	0.11	0.16	0.03	0.31
应收款周转天数	19.79	19.59	18.14	17.94	17.06
应付款周转天数	58.25	59.07	49.21	45.05	46.75
存货周转天数	136.58	136.20	132.00	125.71	125.42
总资产周转率	0.72	0.72	0.77	0.78	0.74
流动资产周转率	2.20	2.53	2.77	3.25	2.64
固定资产周转率	1.35	1.45	1.35	1.23	1.28

利润表：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
主营业务收入	1060.79	1311.27	1686.34	1963.00	2229.50
主营业务成本	738.06	865.40	1066.27	1237.10	1374.10
主营业务税金及附加	8.10	9.53	11.57	11.39	12.93
主营业务利润	314.63	436.35	608.50	714.51	842.47
销售费用	131.32	170.76	199.90	235.56	267.54
管理费用	57.30	73.09	87.99	82.45	93.64
财务费用	22.15	39.31	28.63	33.37	31.21
其他费用	-12.73	7.80	0.48	-5.11	-5.11
营业利润	116.59	145.39	291.50	368.24	455.18
营业外收支净额	16.75	6.27	18.91	9.00	9.00
利润总额	133.34	151.66	310.40	377.24	464.18
所得税	11.94	8.54	11.09	15.09	18.57
净利润	121.39	143.12	299.31	362.16	445.62
减：少数股东权益	30.72	38.62	89.12	36.22	44.56
归公司股东净利润	90.67	104.50	210.19	325.94	401.06

资料来源：公司、国联证券研究所

资产负债表：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
流动资产					
货币资金	75.94	43.97	88.90	-119.80	433.99
交易性金融资产	10.16	3.86	0.00	0.00	0.00

应收票据	13.39	3.17	5.52	5.06	5.74
应收账款	69.46	73.28	96.70	98.93	112.36
其他应收款	7.10	10.94	34.19	39.80	45.21
预付款项	37.58	30.97	44.44	51.56	57.27
存货	283.21	371.63	410.33	453.62	503.85
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	496.84	537.81	680.08	529.17	1158.43
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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	799.78	1009.13	1491.95	1695.78	1793.22
在建工程	219.29	405.72	66.06	414.26	282.68
工程物资	0.04	8.38	2.20	2.88	1.96
无形资产	61.70	65.81	86.02	62.60	60.99
长期待摊费用	0.00	0.16	0.57	0.00	0.00
其他非流动资产	23.94	6.93	13.59	0.00	0.00
合计	1105.20	1496.51	1660.65	2175.52	2138.86
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	473.00	250.88	348.44
应付票据	73.56	130.83	346.69	277.01	307.69
应付账款	133.04	150.98	140.50	169.09	187.81
预收款项	18.85	29.26	29.56	34.41	39.08
其他应付款	8.90	18.40	30.36	35.23	39.13
其他流动负债	30.74	35.50	107.72	70.56	75.80
合计	580.18	723.10	1127.84	837.17	997.94
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	0.00	311.26	311.26
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	13.82	0.00	0.00
合计	134.43	322.73	16.02	313.46	313.46
所有者权益	887.43	988.50	1196.88	1554.06	1985.89

资料来源：公司、国联证券研究所

现金流量表：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E
经营活动产生的现金流量					
净利润	121.39	143.12	299.31	362.16	445.62
资产减值准备	-7.70	1.50	5.92	-4.98	-5.45
折旧费用	68.97	86.76	115.46	101.53	111.18
摊销费用	2.05	2.82	4.03	1.61	1.61

财务费用	18.84	34.77	29.28	33.37	31.21
存货的减少	-6.42	-88.42	-40.64	-43.29	-50.23
应收项目的减少	-25.33	12.96	-101.91	-1.77	-14.12
应付项目的增加	-74.44	63.76	-50.74	-41.09	49.40
其他	5.16	22.60	-12.58	-6.11	-6.11
经营活动现金流净额	102.52	279.87	248.70	248.70	563.11
投资活动产生的现金流量					
处置资产收回的现金	1.93	1.71	0.79	0.00	0.00
购建资产支付的现金	-302.15	-476.31	267.04	#REF!	-71.59
其他	27.28	0.00	13.84	-200.00	0.00
投资活动现金流净额	-272.94	-474.60	-261.48	-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	1154.60	14.38	223.00
偿还债务支付的现金	-376.40	-621.13	-1332.34	-236.50	-125.44
分配股利或偿付利息	-67.74	-97.39	-90.55	-35.28	-35.28
其他	18.00	25.11	326.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	186.66	162.76	57.71	-257.40	62.27
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	44.93	-208.70	553.79
期初余额	59.70	75.94	43.97	88.90	-119.80
期末余额	75.94	43.97	88.90	-119.80	433.99

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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。