

分析师： 邵稳重 (8627)65799539 shaowz@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010031

联系人： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn

传统业务稳健 抽提物和酒酵母放量

事件描述

安琪酵母(600298.SH)今日公告 2010 年一季度财务报告,实现主营业务收入 4.67 亿,归属母公司所有者净利润 0.55 亿;分别同比增长 34.43%和 77.21%。

由于增发事项 4 月过会,当期并未进行收购并表,我们计算的备考净利润为 0.75 亿,ROE 为 15.99%,符合预期。

事件评论

第一, 传统面用酵母业务稳健增长;抽提物和酒酵母放量

- 公司 2010 年一季度实现收入 4.67 亿元,同比增长 34.43%,自 2009 年一季度以来连续维持 30%左右的收入增速,显示公司处于市场旺销的快速增长阶段。
- 传统面用酵母近 30%的增长,成为公司收入增长的主要源泉。于此同时,抽提物自 2009 年下半年起持续放量的趋势依然延续,季度内增量近 60%,国内增速更高;出口方面,酒酵母业务增长近 1.6 倍,表现靓丽。
- 此二项业务的放量是公司策略灵活的表现,亦反映了两种产品市场的需求旺盛:由于年内糖蜜成本的上涨,公司主动调整了高毛利产品的生产(国内的抽提物和出口的酒酵母都是高毛利产品的代表);预计全年抽提物现有 1.3 万吨产能将打满,出口酒酵母因美国需求旺盛影响增速将依然迅猛。

第二, 毛利率下滑源于糖蜜成本升高和综合价格略减

- 季度内毛利率为 35.59%,同比上涨约 1.5 个点;环比下降约 3 个点。
- 糖蜜成本上涨成为毛利受损的主要原因。受广西减产和西南地区干旱影响,国内糖蜜价格自 2009 年下半年以来持续上涨,已经从最低的 600 元/吨上涨到 1100 元/吨左右。我们在前期报告中测算,对公司毛利率的影响约在 1.5 个点到 3 个点;其影响将从季度内逐步显现。
- 而由于产能扩张带来的放量,使得综合产品价格略减,亦成为毛利下滑的一个原因。
- 前述调研报告详细的讨论了公司年内应对成本上涨的对策,包括调整产品结构和提价,我们预计后续综合毛利率将逐步恢复。

第三, 期间费用大幅压缩唯财务费用环比升高

- 销售费用率和管理费用率为 9.4%和 4.14%,分别同比下降 3.1 和 0.9 个点,成为公司净利润增速提升的一个主要原因。规模效应带来的费用压缩效果持续体现。
- 财务费用率为 2.09%,环比提高 1 个点。主要在于公司长期借款增加 8700 万,应付票据提高 300 万所致。

- 公司货币现金下降 5000 万，主要用于支付采购和薪金发放。现金状况虽仍稳健，但更合理的资金来源或成为公司考虑要素。

第四， 所得税优惠减少效果今年起显现

- 所得税率为 13.87%，同比提高 11.5 个点，环比提高 15 个点。增幅巨大。
- 由于新疆子公司西部开发政策的到期，未来所得税将提高到 15% 的水平，从而拉高了公司整体毛利率，其效果从今年将开始显现。未来西部地区税收政策能否延续需跟踪。

第五， 一季报符合规模化策略，体现应对成本思路

- 由于公司 4 月份才增发收购方案才过会，故本季并未并表。但我们以增发后少数股东损益占比降为 4% 测算，公司备考净利率达 0.74 亿，摊薄 EPS 为 0.24 元，ROE 提升至 15.99%，符合预期。
- 一季报整体表现的是规模扩大、毛利受损、期间费用压缩和所得税率提升，而公司产品结构调整的思路亦成为应对策略。规模化导向依然是公司未来数年的发展方向，一季报整体体现了战略延续和战术调整。

第六， 维持推荐评级

- 我们维持 2010 和 2011 年的 EPS 为 1.14 和 1.43 元的预期，维持推荐评级。

附录：主要财务数据

	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1
营业总收入	296.25	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.9	497.2	467.05
同比 (%)					17.28%	28.43%	27.73%	38.94%	34.43%
营业成本	206.71	210.74	227.5	220.45	229.6	259.93	270.34	306.4	300.85
综合毛利率 (%)	30.22%	35.37%	31.29%	38.40%	33.92%	37.93%	36.07%	38.37%	35.59%
销售费用	32.51	42.02	44.27	51.96	43.74	46.48	46.76	62.92	43.92
销售费用率 (%)	10.97%	12.89%	13.37%	14.52%	12.59%	11.10%	11.06%	12.65%	9.40%
管理费用	15.37	14.71	19.21	23.8	17.49	17.61	19.93	32.96	19.33
管理费用率 (%)	5.19%	4.51%	5.80%	6.65%	5.03%	4.20%	4.71%	6.63%	4.14%
财务费用	8.14	11.5	8.89	10.78	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75
财务费用率 (%)	2.75%	3.53%	2.69%	3.01%	2.77%	1.09%	2.21%	1.03%	2.09%
营业利润	27.91	41.75	28.27	47.46	46.59	90.38	72.91	81.62	88.6
营业外收入	1.12	2.12	2.53	2.71	0.75	6.53	9.5	2.69	1.76
利润总额	28.74	43.29	30.5	49.12	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33
所得税	-5.03	1.75	4.67	71.6	1.06	5.38	6	-1.34	12.53
实际所得税率 (%)	-17.50%	4.04%	15.31%	145.77%	2.24%	5.55%	7.30%	-1.59%	13.87%
净利润	33.78	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81
少数股东损益	9.2	7.01	7.88	14.53	15.23	21.29	22.14	30.47	22.84
少数股东权益占比 (%)	27.24%	16.88%	30.51%	34.62%	32.93%	23.27%	29.06%	35.69%	29.35%
归属于母公司所有者的净利润	24.58	34.53	17.95	27.43	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97
净利率 (%)	8.30%	10.59%	5.42%	7.67%	8.93%	16.77%	12.78%	11.04%	11.77%
同比 (%)					26.20%	103.36%	201.06%	100.18%	77.21%
备考净利润	32.43	39.88	24.80	40.29	44.40	87.85	73.13	81.96	74.70
同比 (%)					36.92%	120.29%	194.93%	103.41%	68.24%
净利率 (%)	10.95%	12.23%	7.49%	11.26%	12.78%	20.98%	17.29%	16.48%	15.99%

	2008Q1	2008H	2008Q3	2008A	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1
存货	315.42	346	331.97	371.63	411.67	409.54	411.98	410.33	364.19
营业总收入	296.25	622.33	953.42	1,311.27	347.44	766.23	1189.13	1686.34	467.05
销售商品、提供劳务收到的现金	354.63	818.67	1266.93	1,465.29	354.63	818.67	1266.93	1822.95	454.2
购买商品、接受劳务支付的现金	280.81	450.45	643.79	873.58	216.54	493.49	800.98	1,226.50	345.84
支付/收到	79.18%	55.02%	50.81%	59.62%	61.06%	60.28%	63.22%	67.28%	76.14%
货币现金	29.17	102.38	52.94	43.97	87.45	104.42	66.38	88.9	31.27
短期借款	328.89	398.66	332.26	357.41	220.01	220.73	360	473	399
应付票据	39.58	99.85	121.09	130.83	490.99	498.82	437.67	346.69	375.83
长期借款	201.79	254.01	311.14	311.26	232.07	202.06	72.06	--	87

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1686	2103	2668	3151	货币资金	89	210	267	315
营业成本	1066	1343	1722	2034	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	620	760	946	1116	应收账款	131	173	220	259
% 营业收入	36.8%	36.1%	35.5%	35.4%	存货	410	517	663	783
营业税金及附加	12	14	18	22	预付账款	44	53	68	81
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	200	231	307	362	流动资产合计	680	960	1225	1447
% 营业收入	11.9%	11.0%	11.5%	11.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	88	105	133	158	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	23	22	11	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.1%	0.8%	0.3%	固定资产合计	769	1017	1216	1262
资产减值损失	6	3	3	3	无形资产	86	82	78	74
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	291	383	463	562	其他非流动资产	792	792	792	792
% 营业收入	17.3%	18.2%	17.3%	17.8%	资产总计	2341	2851	3311	3576
营业外收支	19	20	20	20	短期贷款	490	572	443	87
利润总额	310	403	483	582	应付款项	487	563	721	852
% 营业收入	18.4%	19.2%	18.1%	18.5%	预收账款	30	32	40	47
所得税费用	11	36	53	81	应付职工薪酬	41	40	51	60
净利润	299	367	430	500	应交税费	14	30	43	62
归属于母公司所有者的净利润	210.2	318.2	371.8	430.3	其他流动负债	66	83	107	127
少数股东损益	89	48	58	70	流动负债合计	1128	1320	1406	1235
EPS (元/股)	0.77	1.17	1.37	1.59	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	249	531	690	812	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1144	1336	1422	1251
收回现金					归属于母公司	1041	1311	1627	1993
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	156	205	263	332
固定资产投资	-266	-421	-427	-332	股东权益	1197	1516	1890	2325
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2341	2851	3311	3576
投资活动现金流净额	-261	-421	-427	-332	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.774	1.172	1.370	1.586
银行贷款增加 (减少)	-178	82	-129	-356	BVPS	3.36	4.23	5.32	6.52
筹资成本	91	-71	-78	-75	PE	41.63	27.50	23.53	20.33
其他	145	0	0	0	PEG	1.54	1.02	0.87	0.75
筹资活动现金流净额	58	11	-207	-432	PB	9.59	7.61	6.06	4.95
现金净流量	45	121	57	48	EV/EBITDA	20.82	15.63	12.45	9.90
					ROE	20.2%	24.3%	22.9%	21.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。