

2010年4月23日

食品饮料行业

安琪酵母 (600298)

评级: 增持

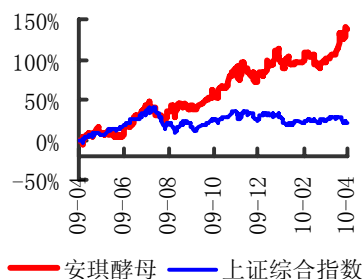
食品饮料行业研究员

王永锋

010-88086830-673

wangyf@rxzq.com.cn

安琪酵母股价与上证综指对比:



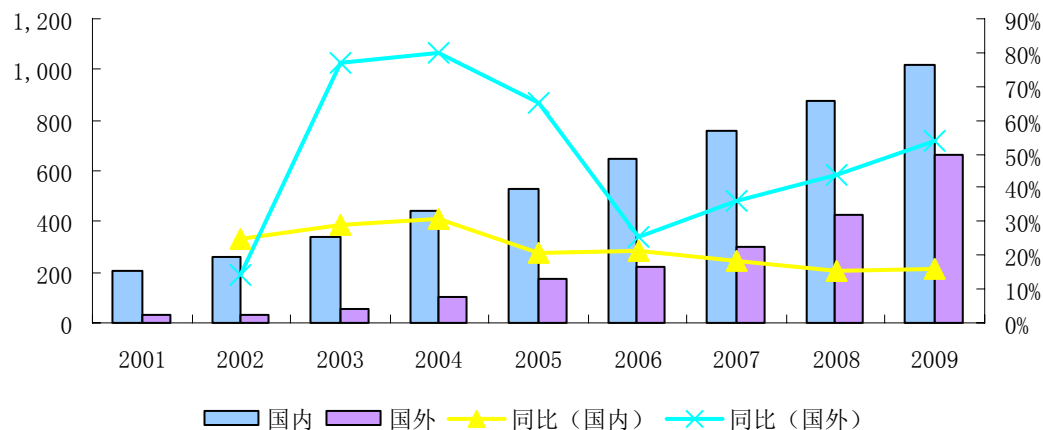
量增价涨保障公司业绩增长

投资要点

- **2010年一季度收入增速符合预期。**安琪酵母2010年一季度实现营业收入4.67亿元,同比增长34.42%;实现归属母公司净利润0.55亿元,同比增长77.22%;实现每股收益0.203元,同比增长77.22%,符合预期。
- **收入快速增长的主要原因是主导产品销量保持较快增长。**公司一季度营业收入较上年同期增加34.42%的主要原因是公司加强国内外市场的开发,其主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品销量均保持较快增长,公司销售规模不断扩大,品牌影响力进一步提升。
- **公司一季度毛利率下滑,期间费用得到有效控制,所得税飙升。**1、毛利率较2009年下滑。毛利率同比上升1.67个百分点,较2009年全年下滑1.18个百分点,主要是受西南地区大旱影响,国内糖蜜价格持续上涨所致。2、期间费用得到有效控制。销售费用、管理费用、财务费用同比分别增长0.40%、10.52%、1.49%,增速较往年大幅下滑,公司规模优势突显。3、所得税飙升。受安琪伊犁和安琪崇左所得税免税期已到影响,公司所得税费用较上年同期增加1077.27%。
- **量增价涨是公司未来业绩增长的主要动力。**公司2010年经营计划为:实现主营业务收入20.6亿元,净资产收益率高于2009年,并实现向特定对象发行股份购买资产。公司将依靠产能扩张和价格提升来实现上述目标:1、产能扩张。公司产能建设技改项目和新建项目进展顺利,2010年公司将新增产能1.5万吨。随着酵母提取物和酒酵母的进一步宣传推广,产品需求逐步增加,预计公司产能将进一步提升。2、价格提升。公司具备低价原材料和劳动力成本优势,产品价格和国外同行相比依然偏低,公司有望依靠其行业地位对产品价格进行提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计2010~2012年公司分别实现每股收益1.10元、1.44元、1.90元,对应的动态PE分别为35倍、27倍、21倍,目前股价已经基本反映了公司2010年的估值,但考虑到公司的高成长性和行业龙头地位,我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险因素。**原材料价格上涨过快;定向增发受阻。

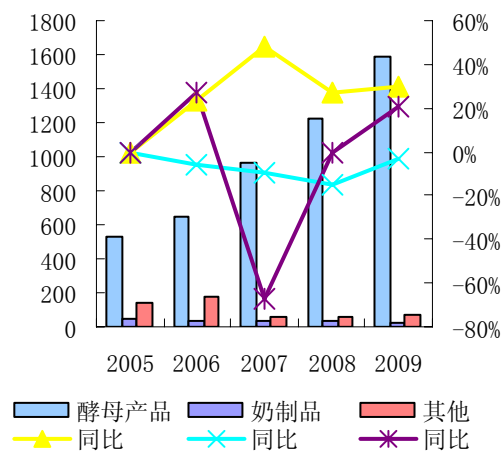
|               | 2009    | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 168634  | 213495 | 272224 | 346696 |
| 同比(%)         | 28.60%  | 26.60% | 27.51% | 27.36% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 21019   | 34178  | 44687  | 58734  |
| 同比(%)         | 101.14% | 62.61% | 30.75% | 31.44% |
| 毛利率(%)        | 36.77%  | 37.18% | 37.61% | 38.30% |
| 每股收益(元)       | 0.77    | 1.10   | 1.44   | 1.90   |
| P/E           | -       | 35.43  | 27.10  | 20.62  |

图表1 国内、国外收入增长情况（百万元）



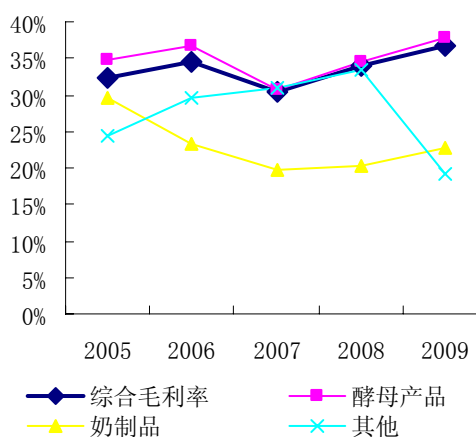
数据来源：公司年报，日信研究

图表2 分产品收入增长情况（百万元）



数据来源：公司年报，日信研究

图表3 分产品毛利率情况



数据来源：公司年报，日信研究

附表 1 单季度分析表

|          | 2008Q1  | 2008Q2  | 2008Q3 | 2008Q4 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 | 2009Q4 | 2010Q1  |
|----------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 一、营业收入   | 33.5%   | 28.8%   | 28.3%  | 23.6%  | 17.3%  | 23.1%  | 24.7%  | 28.6%  | 34.4%   |
| 二、营业总成本  | 34.6%   | 33.9%   | 30.5%  | 22.2%  | 14.3%  | 15.9%  | 15.9%  | 20.8%  | 24.8%   |
| 营业成本     | 37.6%   | 29.0%   | 26.1%  | 17.3%  | 11.1%  | 17.3%  | 17.8%  | 23.2%  | 31.0%   |
| 营业税金及附加  | 104.2%  | 63.9%   | 23.9%  | 17.6%  | -22.4% | 8.5%   | 2.1%   | 21.5%  | 50.2%   |
| 销售费用     | 25.9%   | 42.5%   | 40.8%  | 30.0%  | 34.5%  | 21.1%  | 15.3%  | 17.1%  | 0.4%    |
| 管理费用     | 1.7%    | 6.6%    | 24.2%  | 27.6%  | 13.8%  | 16.7%  | 11.7%  | 20.4%  | 10.5%   |
| 财务费用     | 67.3%   | 102.3%  | 82.0%  | 77.5%  | 18.0%  | -27.9% | -17.7% | -27.2% | 1.5%    |
| 资产减值损失   | 125.3%  | 126.3%  | 114.9% | 119.5% | 73.4%  | -28.2% | 152.4% | 295.5% | 67.9%   |
| 四、营业利润   | 3.5%    | -8.8%   | 0.4%   | 24.7%  | 67.0%  | 96.6%  | 114.3% | 100.5% | 90.2%   |
| 加：营业外收入  | -67.0%  | -76.9%  | -63.1% | -51.1% | -32.8% | 125.0% | 191.0% | 129.6% | 134.7%  |
| 减：营业外支出  | 2346.2% | 474.7%  | 220.3% | 272.8% | -89.5% | -93.9% | -75.8% | -74.4% | -2.1%   |
| 五、利润总额   | -5.3%   | -20.2%  | -9.1%  | 13.7%  | 64.6%  | 100.2% | 120.8% | 104.7% | 90.9%   |
| 减：所得税    | -267.1% | -149.6% | -84.0% | -28.5% | 121.1% | 296.1% | 797.6% | 29.9%  | 1077.3% |
| 六、净利润    | 23.6%   | -9.9%   | -2.9%  | 17.9%  | 36.9%  | 82.9%  | 111.5% | 109.1% | 68.2%   |
| 减：少数股东损益 | 46.5%   | 13.6%   | 16.1%  | 25.7%  | 65.6%  | 125.3% | 143.5% | 130.8% | 49.9%   |
| 归属母公司净利润 | 16.7%   | -14.8%  | -7.6%  | 15.3%  | 26.2%  | 71.3%  | 101.5% | 101.2% | 77.2%   |

数据来源：公司年报，日信研究

附表 2 盈利预测假设表（万元）

|              | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          | 2010E         | 2011E         | 2012E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>  | <b>70563</b>  | <b>86386</b>  | <b>105701</b> | <b>130828</b> | <b>168131</b> | <b>213495</b> | <b>272224</b> | <b>346696</b> |
| 酵母及深加工产品     | 52851         | 65190         | 96489         | 122180        | 158388        | 203212        | 261127        | 334504        |
| 同比           | -             | 23.35%        | 48.01%        | 26.63%        | 29.63%        | 28.30%        | 28.50%        | 28.10%        |
| 奶制品          | 4118          | 3891          | 3503          | 2987          | 2896          | 2751          | 2586          | 2405          |
| 同比           | -             | -5.51%        | -9.97%        | -14.73%       | -3.05%        | -5.00%        | -6.00%        | -7.00%        |
| 其他           | 13594         | 17305         | 5709          | 5661          | 6847          | 7532          | 8511          | 9787          |
| 同比           | -             | 27.30%        | -67.01%       | -0.84%        | 20.95%        | 10.00%        | 13.00%        | 15.00%        |
| <b>营业成本</b>  | <b>47689</b>  | <b>56498</b>  | <b>73626</b>  | <b>86303</b>  | <b>106227</b> | <b>134115</b> | <b>169831</b> | <b>213902</b> |
| 酵母及深加工产品     | 34515         | 41306         | 66865         | 80153         | 98461         | 126195        | 161377        | 204716        |
| 奶制品          | 2904          | 2987          | 2813          | 2384          | 2237          | 2121          | 1986          | 1845          |
| 其他           | 10270         | 12205         | 3948          | 3766          | 5529          | 5799          | 6468          | 7341          |
| <b>综合毛利率</b> | <b>32.42%</b> | <b>34.60%</b> | <b>30.35%</b> | <b>34.03%</b> | <b>36.82%</b> | <b>37.18%</b> | <b>37.61%</b> | <b>38.30%</b> |
| 酵母及深加工产品     | 34.69%        | 36.64%        | 30.70%        | 34.40%        | 37.84%        | 37.90%        | 38.20%        | 38.80%        |
| 奶制品          | 29.48%        | 23.23%        | 19.70%        | 20.19%        | 22.76%        | 22.90%        | 23.20%        | 23.30%        |
| 其他           | 24.45%        | 29.47%        | 30.85%        | 33.47%        | 19.25%        | 23.00%        | 24.00%        | 25.00%        |

数据来源：公司年报，日信研究

附表 3 利润预测表（万元）

|            | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业收入     | 168634 | 213495 | 272224 | 346696 |
| 减：营业成本     | 106627 | 134115 | 169831 | 213902 |
| 营业税金及附加    | 1157   | 1494   | 1906   | 2427   |
| 营业费用       | 19990  | 20495  | 26134  | 33283  |
| 管理费用       | 8799   | 9607   | 12250  | 15601  |
| 财务费用       | 2863   | 3843   | 4900   | 6241   |
| 资产减值损失     | 592    | 0      | 0      | 0      |
| 加：公允价值变动收益 | -66    | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益       | 611    | 0      | 0      | 0      |
| 二、营业利润     | 29150  | 43939  | 57204  | 75243  |
| 加：营业外收入    | 1947   | 1000   | 1500   | 2000   |
| 减：营业外支出    | 57     | 300    | 500    | 1000   |
| 三、利润总额     | 31040  | 44639  | 58204  | 76243  |
| 减：所得税费用    | 1109   | 6191   | 8073   | 10575  |
| 四、净利润      | 29931  | 38448  | 50131  | 65668  |
| 归属于母公司净利润  | 21019  | 34178  | 44687  | 58734  |
| 少数股东损益     | 8912   | 4270   | 5444   | 6934   |
| 五、每股收益（元）  | 0.77   | 1.10   | 1.44   | 1.90   |
| 股本（万股）     | 27140  | 30963  | 30963  | 30963  |

数据来源：公司年报，日信研究

## 投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内, 行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

## 免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。