

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

后增发时代首份并表财报 管理层如约共享标的利润

事件描述

安琪酵母今日发布 2010 年中期业绩报告：上半年实现收入 9.87 亿，同比增 28.9%；归属母公司股东净利润 1.37 亿，同比增 35.6%；扣除非经常性损益后归属母公司股东净利润 1.3 亿，同比增 42.9%；EPS0.495 元。

公司将 2010 年 6 月份收购标的资产对应的净利润并表，EPS 为加权平均值，符合我们之前的预期；我们同时估算，半年度备考 EPS 约 0.55 元，略超预期。

事件评论

第一， 半年度备考 EPS 略超预期

■ 半年度 EPS 测算解析

由于公司增发方案 6 月份才获得证监会批复，故只能将 6 月单月的标的资产对应的净利润并入。我们看到在财报第四页（七）1 的备注说明了加权平均计算方式：

$$137,273,211.46 \text{ 元} / [(271,400,000 \text{ 股} * 5 \text{ 个月} + 306,046,577 \text{ 股} * 1 \text{ 个月}) / 6 \text{ 个月}] = 0.4953 \text{ 元/股}$$

即使按照新股本计算，摊薄的 EPS 也达到 0.45 元（1.37/3.0605），略高于我们根据前五个月情况外推的 0.42 元，表明 6 月份公司经营情况比较好。

■ 半年度备考 EPS 测算

以增发完成后少数股东损益降至 4% 计算，半年度备考净利润为 1.71 亿，备考 EPS 约为 0.56 元，同样略超预期（我们预期在 0.52 元左右）；备考的净利率为 17.3%，提升 3.4 个百分点。

第二， 管理层如约共享标的资产净利润

管理层信守承诺，同新老股东共享了自 2009 年起到 2010 年 5 月份标的资产对应的净利润：2010 年中期资本公积变化 1.23 亿；而 2009 年起的对应的少数股东损益（乘以 95% 即标的资产净利润）为 123.1 亿。计入资本公积是因为今年 6 月才拿到证监会批复，故利润表无从显现；但计入资本公积亦有其用。

第三， 国内国外收入稳健增长

■ 国内未受冲击

此前市场以及公司关注的国内销售受竞争对手新达产产能冲击问题，在半年度尚未看到迹象。实际上，乐思福 4 月份 1.2 万吨产能达产，约 90% 均出口。环比看，2010 年中期国内收入 21.4% 的增速较 2009 年提升 4 个百分点，渠道调整的效果自 2009 年下半年已发生作用。

■ 国外出口稳健

出口增速 41.6%，部分源于提价和产品结构调整。今年来，为应对糖蜜成本上涨，公司年初上调了出口产品价格 6-8%，同时诸如富硒酵母等高毛利产品出口较多，出口情势依然稳健。

■ 提示埃及公司外币报表损益

公司埃及 1.5 万吨产能项目尚未达产，但我们看到资产负债表已出现“外币报表折算差额”项；当埃及项目达产后，汇兑损益将成为我们关注点之一。

第四，毛利微受损；税率当关注

■ 毛利微受损

公司综合毛利率 36.07%，同 2009 年中期几乎持平；但单季度看，2010 年环比 2009 年下半年下滑约 1 个点。分业务看，酵母业务毛利率同比下滑 1.56 个点，不过这其中有污水处理成本核算方式调整的影响。总体而言，糖蜜成本上涨还是毛利下滑的主要原因；从采购流出的现金/销售流入的现金比例提高亦可看到这一影响。

■ 税率优惠到期

伊犁和赤峰的所得税优惠到期对净利润影响较大。实际所得税率达 12% 多，同比提高 8 个点。幸亏期间费用控制和少数股权并表对冲了部分影响。伊犁虽地处新疆，但尚不明朗，新疆区域振兴的具体方案是否会有针对性减税措施。

第五，维持盈利预测和推荐评级

总体而言，我们认为半年报符合预期；公司基本面健康，经营稳健。而在技术、管理、产品和渠道方面的竞争力依然存在，我们维持 2010-2011 年 EPS1.15 和 1.42 的盈利预测，维持推荐评级。

表 1：利润表主要指标

利润表	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业总收入	296.25	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.9	497.2	467.05	520.37
同比 (%)					17.28%	28.43%	27.73%	38.94%	34.43%	24.26%
营业成本	206.71	210.74	227.5	220.45	229.6	259.93	270.34	306.4	300.85	330.35
综合毛利率 (%)	30.22%	35.37%	31.29%	38.40%	33.92%	37.93%	36.07%	38.37%	35.59%	36.52%
销售费用	32.51	42.02	44.27	51.96	43.74	46.48	46.76	62.92	43.92	50.9
销售费用率 (%)	10.97%	12.89%	13.37%	14.52%	12.59%	11.10%	11.06%	12.65%	9.40%	9.78%
管理费用	15.37	14.71	19.21	23.8	17.49	17.61	19.93	32.96	19.33	20.09
管理费用率 (%)	5.19%	4.51%	5.80%	6.65%	5.03%	4.20%	4.71%	6.63%	4.14%	3.86%
财务费用	8.14	11.5	8.89	10.78	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12
财务费用率 (%)	2.75%	3.53%	2.69%	3.01%	2.77%	1.09%	2.21%	1.03%	2.09%	1.37%
营业利润	27.91	41.75	28.27	47.46	46.59	90.38	72.91	81.62	88.6	107.23
营业外收入	1.12	2.12	2.53	2.71	0.75	6.53	9.5	2.69	1.76	7.71
利润总额	28.74	43.29	30.5	49.12	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58
所得税	-5.03	1.75	4.67	71.6	1.06	5.38	6	-1.34	12.53	14.67
实际所得税率 (%)	-17.50%	4.04%	15.31%	145.77%	2.24%	5.55%	7.30%	-1.59%	13.87%	12.80%
净利润	33.78	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91
少数股东损益	9.2	7.01	7.88	14.53	15.23	21.29	22.14	30.47	22.84	17.61
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%	17.63%
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	82.3
净利率 (%)	8.30%	10.59%	5.42%	7.67%	8.93%	16.77%	12.78%	11.04%	11.77%	15.82%
同比 (%)					26.20%	103.36%	201.06%	100.18%	77.21%	17.20%

表 2: 资产负债表和现金流量表主要指标

	2008Q1	2008H	2008Q3	2008A	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010Q2
存货	315.42	346	331.97	371.63	411.67	409.54	411.98	410.33	364.19	524.65
营业总收入	296.25	622.33	953.42	1,311.27	347.44	766.23	1189.13	1686.34	467.05	987.42
										28.87%
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	1011.64
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	741.44
支付/收到	79.18%	55.02%	50.81%	59.62%	61.06%	60.28%	63.22%	67.28%	76.14%	73.29%
货币现金	29.17	102.38	52.94	43.97	87.45	104.42	66.38	88.9	31.27	147.35
短期借款	328.89	398.66	332.26	357.41	220.01	220.73	360	473	399	613
应付票据	39.58	99.85	121.09	130.83	490.99	498.82	437.67	346.69	375.83	369.07
长期借款	201.79	254.01	311.14	311.26	232.07	202.06	72.06	--	87	91.41
资本公积金	253.79	253.79	253.79	253.79	253.79	253.79	253.79	253.79	253.79	377.01

表 3: 分区域收入

	2007H	2007A	2008H	2008A	2009H	2009A	2010H
国内	338.86	761.39	411.99	878.35	479.02	1,020.73	581.47
国外	144.46	299.4	208.67	429.93	284.74	660.58	403.2
国内增速			21.6%	15.4%	16.3%	16.2%	21.4%
国外增速			44.4%	43.6%	36.5%	53.6%	41.6%

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	1.15	1.42	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	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。