

安琪酵母 (600298. sh)

控费用、促增长，未来业绩有望持续超预期

汤玮亮 食品饮料 研究员

电话: 020-87555888-634

eMail: twl@gf.com.cn

投资分析要点

(1) 业绩继续保持快速成长。2010 年中期公司实现销售收入 9.87 亿元，同比增长 28.9%，实现归属上市公司所有者的净利润 6.79 亿元，同比增长 35.6%。(2) 公司成长空间很大，收入增长来自于产品销量的增长，面用酵母、酵母味素、饲用酵母均保持了较快的增长。(3) 糖蜜成本上涨的压力可通过费用的压缩控制来消化，而现阶段糖蜜价格已处于高位，未来回落的可能性较大。2010 年中期总体毛利率水平同比持平，其中酵母系列产品毛利率小幅下滑，期间费用率下降幅度较大，因此利润总额增速大幅高于收入增速。未来随着国外销售收入比重的提高，销售费用率水平仍可继续下调。(4) 所得税率上升幅度较大，新疆、广西的所得税优惠到期，因此净利润增幅小于利润总额。(5) 管理层优秀，随着股权激励完成，高管和中层干部的积极性被彻底释放。

盈利预测和投资评级

预计 2010-12 年实现 EPS 1.10、1.55、1.91 元。因此若考虑 1-5 月份的少数股东损益，则 2010 年实际 EPS 在 1.2 元以上。我们认为随着定增的完成，安琪酵母的盈利能力有望不断超越市场预期，维持“买入”的投资评级。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,311.27	1,686.34	2179	2638	3207
EBITDA(百万元)	280.55	458.45	475	675	836
净利润(百万元)	104.50	210.19	337	473	585
净利润增长率	15.25%	101.15%	60.3%	40.3%	23.7%
每股收益(元)	0.385	0.775	1.10	1.55	1.91
市盈率	27.82	38.61	31.2	22.3	18.0
市净率	3.36	7.80	6.6	5.2	4.1
EV/EBITDA	13.03	18.92	24.0	16.9	13.6
每股红利(元)	0.13	0.13	0.2	0.2	0.3
股息率(%)	1.21	0.43	0.58	0.58	0.73

来源: 安琪酵母股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	34.35
目标价格(元)	40.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-4.42%	-12.04%	53.13%
沪深 300	2.08%	-12.44%	-23.84%

股票数据

总股本(万股)	30,604.66
流通 A 股(万股)	27,140.00

主要股东:

湖北安琪生物集团有限公司

主要股东持股比例	42.40%
流通 A 股比例	88.68%

财务比率

ROE	20.20%
ROA	15.50%
资产负债率	48.87%
每股净资产(元)	3.83

2009 年报数据。

中报业绩回顾-业绩继续保持快速增长

2010 年中期公司实现销售收入9.87亿元，同比增长28.9%，实现利润总额6.79亿元，同比增长42.1%，实现归属上市公司所有者的净利润6.79亿元，同比增长35.6%。

表 1: 安琪酵母2010年中期业绩情况 单位: 百万元

	2009 中报	2010 中报	同比	点评
利润表				
营业收入	766	987	28.9%	收入增长来自于产品销量的增长，面用酵母、酵母味素、饲用酵母保持了较快的增长，保健品增长情况一般。分区域看，国外销售收入增幅较大。
投资收益	611	0	-100.0%	09 年上半年有一次性的股票投资收益
利润总额	144	205	42.1%	总体毛利率水平同比持平，其中酵母系列产品毛利率小幅下滑，期间费用率下降幅度较大，因此利润总额增速大幅高于收入增速。
净利润	138	178	29.0%	所得税率上升幅度较大，因此净利润增幅小于利润总额。
少数股东损益	37	40	10.8%	因原伊犁、崇左的少数股东损益 6 月份才开始并入归属于母公司的净利润，因此上半年少数股东损益占净利润的比重仍较高。
归属于母公司所有者的净利润	101	137	35.6%	
分产品销售收入				
酵母系列	728	929	27.5%	烘焙和肥料等产品销售规模扩大，同时 6 月份宏裕塑业的销售收入并表，因此其它类产品销售收入增幅较大。
其它	22	44	95.9%	
奶制品系列	13	12	-5.3%	
分区域销售收入				
国内	479	581	21.4%	2 季度国外收入增幅较大，1 季度国外收入增幅 20%多
国外	285	403	41.6%	
利润表	2009 二季度	2010 二季度	同比	点评
营业收入	419	520	24.3%	因 09 年 2 季度利润基数较高，因此 2010 年 2 季度利润相对增速不高、低于 1 季度。
利润总额	97	115	18.3%	
少数股东损益	21	18	-17.2%	
归属于母公司所有者的净利润	70	82	17.2%	

数据来源：广发证券发展研究中心

表 2: 安琪酵母2010年中期财务指标

	2009 中 报	2010 中报	点评
--	-------------	------------	----

同比增长率			
营业收入	23.1%	28.9%	2010 年上半年营业收入继续保持高速增长
营业利润	96.6%	43.0%	
利润总额	100.2%	42.1%	
归属母公司 股东的净利润	71.3%	35.6%	2010 年上半年糖蜜成本涨幅较大、酵母毛利率出现下滑，而公司通过控制费用的方式利润仍取得了较好的增长。由于糖蜜原料需提前采购，预计 2010 年下半年体现在报表中的成本压力较大,但随着新榨季甘蔗种植面积的增加、2011 年糖蜜成本的有望下降。
归属母公司 股东的净利润-扣除非 经常损益	47.8%	42.9%	
经营活动产 生的现金流 量净额	217.7%	-55.2%	
盈利能力			
销售净利率	18.0%	18.0%	
销售毛利率	36.1%	36.1%	酵母系列产品毛利率下滑， 其它类产品毛利率大幅上升。
销售费用 / 营业总收入	11.8%	9.6%	期间费用率大幅下降的原因有三：出口产品销售费用率水平比国内低 3% 左右，随着国外收入占比提升，销售费用率下降。定增股票的行权条款促使公司管理层有很强的动力控制费用、释放业绩。糖蜜成本的上行也使得公司需通过控制费用来缓解成本压力。
管理费用 / 营业总收入	4.6%	4.0%	
财务费用 / 营业总收入	1.9%	1.7%	
产品毛利率			
酵母系列	37.9%	36.4%	上半年糖蜜上涨幅度较大，公司仅对出口产品进行了 6-8%的提价，国内产品价格未调整，因此酵母系列产品毛利率小幅下滑，毛利率从 09 年中期的 38%，下滑至 36.4%。预计下半年公司产品毛利率还将小幅下滑。
其它	-13.6%	34.9%	其它类产品毛利率提升幅度较高，因为公司统一调整子公司环保产品成本核算方法，按受益原则将部分污水处理成本划归酵母产品承担
奶制品系列	19.3%	15.0%	
收益质量			
所得税 / 利 润总额	4.5%	13.3%	因新疆、广西的所得税优惠到期，所得税率上升幅度较大。

数据来源：广发证券发展研究中心

定增完成、管理层积极性被彻底释放

完成定向增发之后，公司管理层和中层干部动力更足，盈利能力有望不断超越市场预期。我们认为，定增的完成除了可以直接增厚 EPS 之外，还有两个方面的好处：

1. 管理层的利益与公司股东的利益趋于一致，高管和中层干部的积极性被彻底释放。

对比张裕的股价走势和洋河的业绩增幅，我们可以看到，对消费品企业而言，MBO完成之后，公司成长的动力十分强劲。

图 1：张裕A与沪深300价格走势

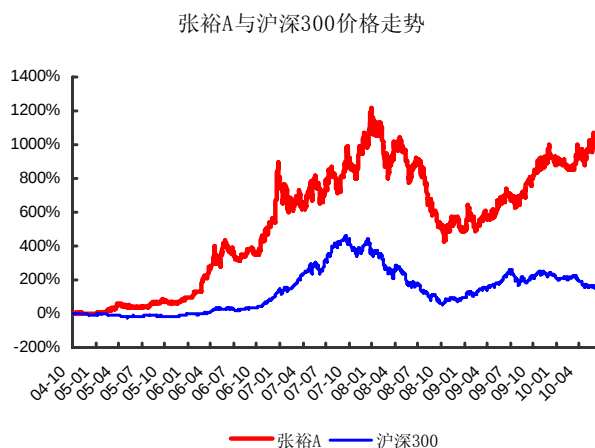


图 2：洋河股份销售收入增速



数据来源：广发证券发展研究中心

2.解锁条件苛刻，管理层有很强的动力加快业绩的释放。

此次定增发行3464.7万股，锁定期36个月，而锁定期满之后，还需逐步解锁。

其中，2013年可自由流通的股份数 = (评估基准日标的资产的账面净资产 + 2009年7月1日 ~ 2012年12月31日期间标的资产累计实现的净利润) ÷ 股份发行价格。若2010-2012年标的资产能保持较快的利润增长，则2013年将能有更多的股票达到行权条件，减少风险。

因此，我们认为公司管理层有很强动力加快业绩的释放。

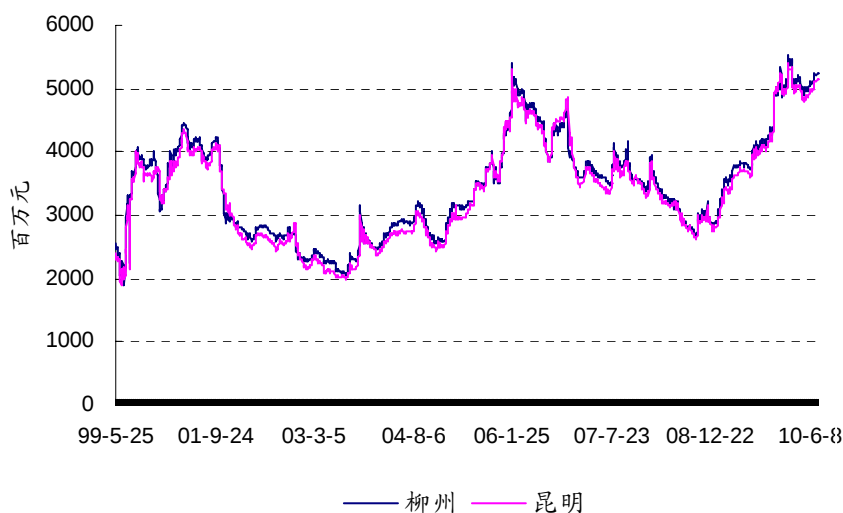
糖蜜价格已处于高位，未来回落的可能性较大

上半年糖蜜上涨幅度较大，公司仅对出口产品进行了6-8%的提价，国内产品价格未调整，因此酵母毛利率小幅下滑，毛利率从09年中期的38%，下滑至36.4%。预计下半年公司产品毛利率还将小幅下滑。

我们认为现阶段糖蜜价格已处于高位，下半年糖蜜价格回落的可能性较大；

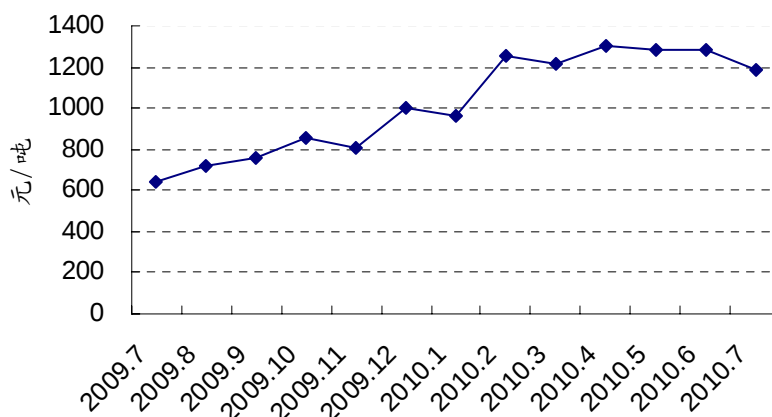
- 现阶段国内糖价现已处于历史高位，高糖价将刺激甘蔗种植面积的增加。随着新榨季甘蔗和甜菜恢复性增产，糖蜜供给量也将随之增加。

图 3: 柳州和昆明白糖现货价



数据来源: 广发证券发展研究中心

图 4: 南宁糖蜜中间商报价



数据来源: 广发证券发展研究中心

- 近期糖蜜相关产品出口退税出现调整。近期出口退税政策调整有助于糖蜜成本的降低。中国2010年1-5月出口乙醇12.45万千升, 占发酵酒精产量的3.5%。因此, 取消乙醇的出口退税有助于小幅抑制糖蜜需求。

表 3: 取消出口退税的糖蜜相关产品

序号	商品编码	取消出口退税的商品名称
1	1108120000	玉米淀粉
2	2207100000	酒精浓度在 80%及以上的未改性乙醇
3	2207200010	任何浓度的改性乙醇
4	2207200090	任何浓度的其他酒精

数据来源: 广发证券发展研究中心

投资价值显著、业绩持续超预期概率较大

我们认为公司的投资价值十分显著、业绩持续超预期的概率较大：

- 公司的成长空间很大。面食酵母人均消费量与国外差距较大；国外市场拓展模式成熟、空间更大；面用酵母之外领域的新推广，如燃料乙醇、饲料酵母、保健品等。
- 保健品毛利率水平高，一旦达到临界点，所贡献利润有望出现爆发式增长。
- 国外销售收入比重的提高，销售费用率水平仍可继续下调。新建产能位于糖蜜产地，可继续摊低平均成本。
- 糖蜜成本上涨的压力可通过费用的压缩控制来消化；而现阶段糖蜜价格已处于高位，未来回落的可能性较大。
- 管理层优秀，随着股权激励完成，高管和中层干部的积极性被彻底释放。

盈利预测和投资评级

预计2010-12年实现EPS 1.10、1.55、1.91元。这里要注意，2010年1-5月份少数股东损益并未并入归属于母公司净利润，因此若加入这部分少数股东损益，则2010年实际EPS在1.2元以上。我们认为随着定增的完成，安琪酵母的盈利能力有望不断超越市场预期，继续给予“买入”的投资评级。

风险提示

糖蜜成本上涨的影响超出我们的预期。

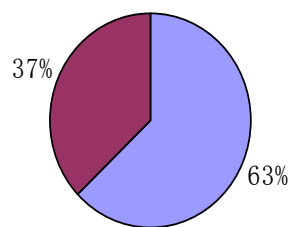
表 4：分区域产能情况 单位：万吨

	产能	备注
宜昌本部	2.5	0.5 万吨酵母味素
伊犁	3	1.1 万吨酵母味素
赤峰	0.8	
滨州	0.67	鲜酵母 2 万吨，折干之后 0.67 万吨
睢县	0.2	
崇左	2	2010 年下半年崇左三期 1.5 万吨将投产
总产能	9.17	

数据来源：广发证券发展研究中心

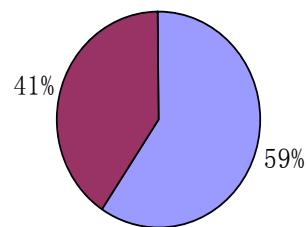
图 5: 国内外销售收入构成情况

2009年中期国内外销售收入构成



■ 国内 ■ 国外

2010年中期国内外销售收入构成



■ 国内 ■ 国外

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	89	153	162	265	
应收账款	97	131	158	192	
预付款项	44	57	69	83	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	34	44	53	64	
存货	410	530	641	779	
流动资产合计	680	913	1083	1384	
长期股权投资	0	0	0	0	
固定资产	1492	1852	2335	2838	
在建工程	66	66	66	66	
无形资产	86	111	135	164	
长期待摊费用	1	0	0	0	
递延所得税资产	14	5	5	5	
非流动资产合计	1661	2034	2540	3073	
资产总计	2341	2947	3623	4457	
短期借款	473	610	739	898	
应付票据	347	327	396	481	
应付账款	141	174	211	257	
预收款项	30	35	40	45	
应付职工薪酬	41	41	45	50	
应交税费	14	14	14	14	
应付利息	3	3	4	5	
应付股利	32	30	36	42	
其他应付款	30	30	30	30	
流动负债合计	1128	1264	1514	1822	
长期借款	0	91	91	91	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	2	0	0	0	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	16	91	91	91	
负债合计	1144	1356	1606	1913	
股本	271	306	306	306	
资本公积	254	377	377	377	
盈余公积	82	82	82	82	
未分配利润	434	737	1162	1689	
少数股东权益	156	90	90	90	
负债股东权益总计	2341	2947	3623	4457	
每股净资产(元)	12.80	17.02	21.57	27.21	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1686	2179	2638	3207	
营业成本	1066	1401	1670	2014	
营业税金及附加	12	17	20	25	
销售费用	200	209	237	289	
管理费用	88	87	106	128	
财务费用	29	37	45	55	
资产减值损失	6	0	0	0	
公允价值变动收益	-1	0	0	0	
投资收益	6	0	0	0	
营业利润	291	428	560	697	
营业外收入	19	18	18	18	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	310	446	578	715	
所得税费用	11	61	75	93	
净利润	299	385	503	622	
归属于母公司净利润	210	337	473	585	
少数股东损益	89	48	30	37	
EPS(元)	0.77	1.10	1.55	1.91	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	249	310	638	694	
投资活动现金流量	-261	-352	-483	-503	
筹资活动现金流量	58	386	129	159	
现金及现金等价物净增加额	45	345	284	349	
期末现金余额	89	434	718	1067	
每股经营活动现金流(元)	0.92	1.01	2.08	2.27	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

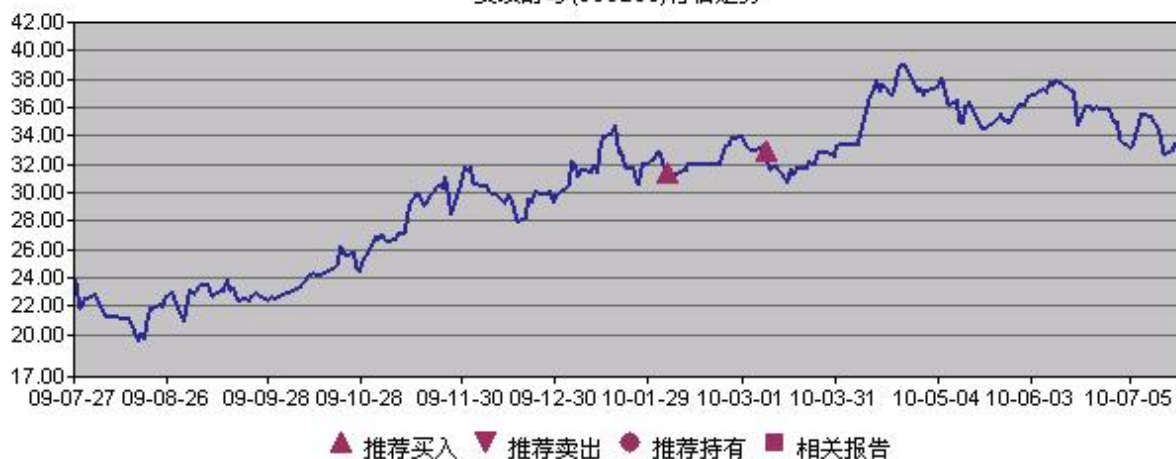
主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	28.6%	29.2%	21.1%	21.6%	
营业利润增长率	100.5%	46.9%	30.8%	24.5%	
毛利率	36.8%	35.7%	36.7%	37.2%	
营业利润率	17.3%	19.7%	21.2%	21.7%	
净利率	12.5%	15.5%	17.9%	18.2%	
净资产收益率	17.6%	21.2%	23.4%	23.0%	
总资产收益率	9.0%	11.4%	13.1%	13.1%	
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	
资产负债率	48.9%	46.0%	44.3%	42.9%	
所得税税率	3.6%	13.7%	13.0%	13.0%	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

安琪酵母(600298)行情走势



相关研究报告

食品、饮料(010300)	汤玮亮	2010-07-19
食品饮料行业 2010 年中期投资策略	汤玮亮	2010-06-20

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。