

强烈推荐-A (维持)

安琪酵母 600298.SH

目标估值: 35-40 元

当前股价: 34.35 元

2010 年 7 月 24 日

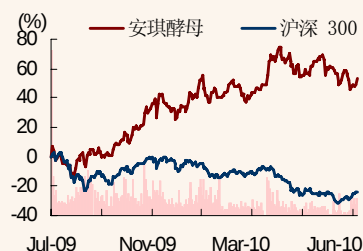
稳健前行 取胜长远

基础数据

上证综指	2572
总股本(万股)	30605
已上市流通股(万股)	27140
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	18.9
资产负债率	49.2%
主要股东	湖北安琪生物集团有
主要股东持股比例	42.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-5	4	48
相对表现	-5	22	71



相关报告

- 1、《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/6
- 2、《安琪酵母(600298) - 成长与价值兼备, 长持与短投皆宜》2010/4/20

朱卫华

0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn
S1090203100034

董广阳 (研究助理)

0755-82943140
donggy@cmschina.com.cn

黄珺

0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn
S1090208040189

公司实现管理层持股后, 追求业绩快速、稳健增长, 对于流通股东是好事。三季度为相对淡季, 股价或继续在目前平台上整固, 但这无碍公司投资价值。我们维持“强烈推荐-A”投资评级。

- 上半年净利润同比增长 35.6%, 与我们预期一致。公司上半年实现销售收入 9.87 亿元, 营业利润 1.96 亿元, 净利润 1.37 亿元, 同比分别增长 28.9%、43.0%、35.6%。其中二季度净利润增速 17.2%, 收入增速 24.3%, 源于毛利率略降 1.4 百分点及税率上升 7.2 个百分点。上半年加权平均 EPS0.50 元, 摊薄后 EPS0.45 元, 与我们 7 月月报预测相同。通常上半年销售占全年 40-45%, 公司实现全年目标没有问题。
- 公司成本消化能力强, 预计公司 10-11 年毛利率均将处于 36% 左右。09 年广西糖蜜均价在 600 元/吨, 新疆地区更低, 10 年广西糖蜜均价已在 1000 元/吨水平, 其它地区略涨, 公司糖蜜综合均价在 800 元/吨。目前看尽管甘蔗糖蜜价格上涨 1/3 以上, 但公司酵母类毛利率仅下降 1.5 个百分点, 综合毛利率未下降, 可见良好的消化能力。由于今明两年糖蜜价格处于高位, 我们预计毛利率维持在 36% 左右。
- 酵母产品市场供应增加, 预计 10 年出货价格稳定, 但无碍公司竞争力。10 年乐思福广西来宾工厂 6000 吨投产, SPRINGER 品牌的产品质量与安琪类似, 原丹宝利的产品质量有所提升, 预计年底哈尔滨马利的扩建也将投产。国内产能供应增加, 客观上压制今年的涨价预期。不过这几年实际上一一直都是国外产能减少, 国内产能增加的趋势, 乐思福和马利仍在采用非本土化的销售管理, 安琪酵母却在所谓“加剧的竞争”中持续壮大。
- 维持盈利预测和“强烈推荐”的评级。我们在 7 月月报中根据收购资产注入时间微调了盈利预测, 也充分考虑了未来糖蜜可能上涨的风险。预计 10-11 年 EPS1.05 元, 1.43 元, 以公司未来业绩增速看, 短期估值基本合理, 三季度也是淡季, 股价缺乏催化剂, 但以 11-12 年业绩估值, 长期价值依然显著。
- 风险提示: 酒精价格若由成本推动变为需求拉动, 可能导致糖蜜价格再涨。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1311	1686	2179	2728	3376
同比增长	24%	29%	29%	25%	24%
营业利润(百万元)	145	291	422	541	696
同比增长	25%	100%	45%	28%	29%
净利润(百万元)	104	210	320	436	559
同比增长	15%	101%	52%	36%	28%
每股收益(元)	0.39	0.77	1.05	1.43	1.83
PE	89.2	44.4	32.8	24.1	18.8
PB	10.8	9.0	5.4	4.5	3.8

资料来源: 招商证券

我们认为未来糖蜜价格在高位整固，但难有继续上涨的空间，公司 10-11 年毛利率均将处于 36%左右。市场担心年初西南干旱，会使年底糖蜜供应短缺，导致 11 年糖蜜价格更高，进一步降低毛利率。10-11 年糖蜜价格处于相对高位是确定的，但酵母行业对糖蜜需求量仅占糖蜜产量 20%，而用量最大的酒精行业（占 60%）下游需求低迷，5 月以来成品油价格也有下调，因此糖蜜难有再涨的空间。从跟踪的价格看，10 年 5 月底糖蜜和酒精价格均已见顶回落。

图1、公司近年来毛利率提升费用率下降

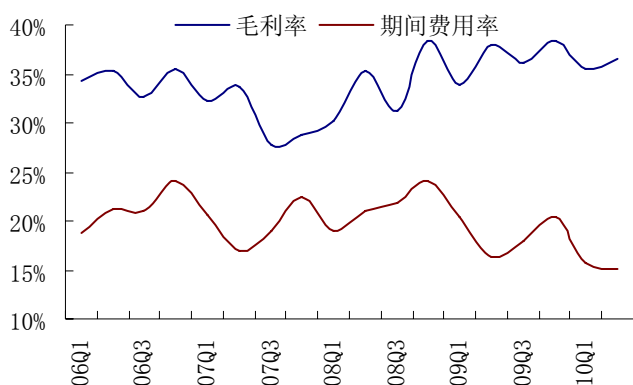
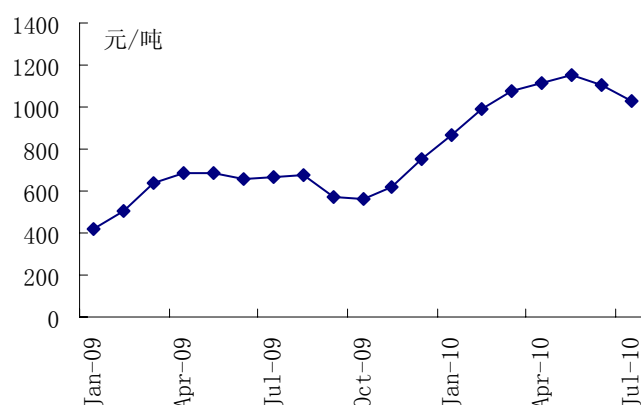


图2、09年以来糖蜜价格走势



资料来源：公司公告，招商证券

图3、内销增速加快、出口继续保持高速增长

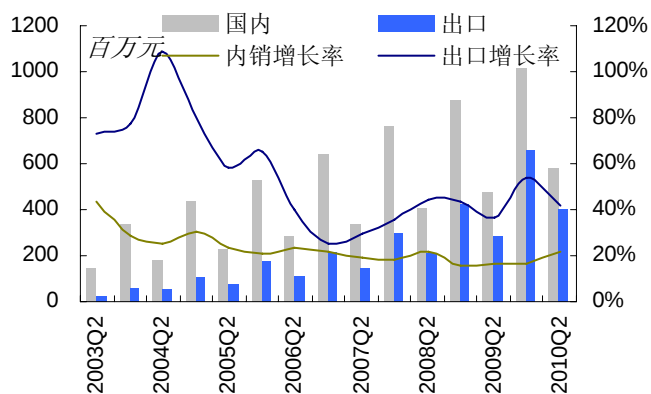
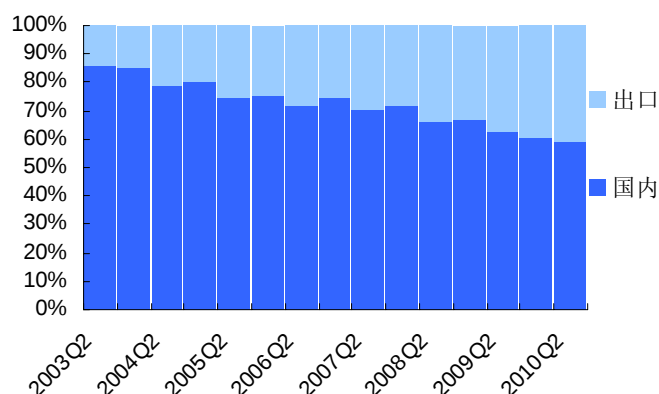


图4、出口收入占比超过四成并将继续提高



资料来源：公司公告

图5、全国活性酵母出口量价（至2010.5）

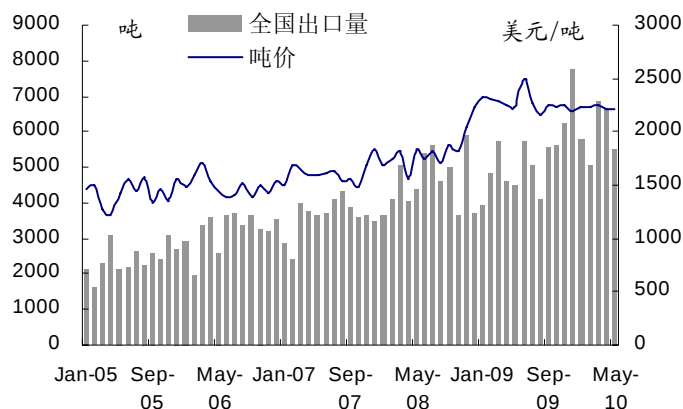
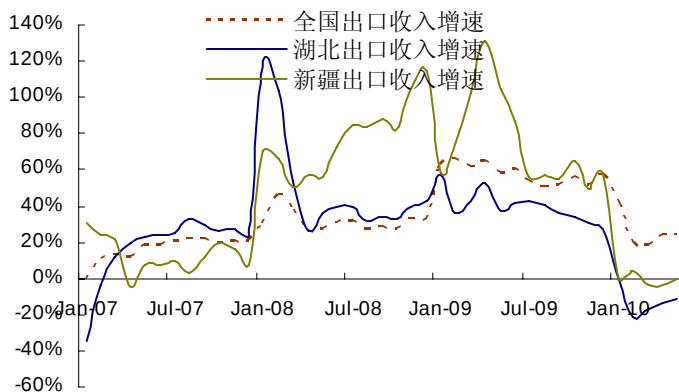


图6、全国、湖北、新疆活性酵母出口额增速（至2010.5）



资料来源：海关总署 注：10年以来酵母出口主要在广西，5月份同比增长达3倍

表 1、安琪酵母单季度及年度利润表

单位：百万元	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	08A	09A
一、营业总收入	347	419	423	497	467	520	1311	1686
二、营业总成本	303	331	350	416	378	413	1160	1400
其中：营业成本	230	260	270	306	301	330	865	1066
营业税金及附加	2	3	3	4	2	5	10	12
营业费用	44	46	47	63	44	51	171	200
管理费用	17	18	20	33	19	20	73	88
财务费用	10	5	9	5	10	7	39	29
资产减值损失	1	0	1	4	2	-1	1	6
三、其他经营收益	3	3	0	0	0	0	-6	5
公允价值变动收益	3	-3	0	0	0	0	-6	-1
投资收益	0	6	0	0	0	0	0	6
四、营业利润	47	90	73	82	89	107	145	291
加：营业外收入	1	7	9	3	2	8	8	19
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	2	1
五、利润总额	47	97	82	84	90	115	152	310
减：所得税	1	5	6	-1	13	15	9	11
六、净利润	46	91	76	85	78	100	143	299
减：少数股东损益	15	21	22	30	23	18	39	89
七、归属母公司所有者净利润	31	70	54	55	55	82	104	210
EPS	0.11	0.26	0.20	0.20	0.18	0.27	0.39	0.77
主要比率								
毛利率	34%	38%	36%	38%	36%	37%	34%	37%
营业利润率	13%	22%	17%	16%	19%	21%	11%	17%
净利率	9%	17%	13%	11%	12%	16%	8%	12%
营业费用率	13%	11%	11%	13%	9%	10%	13%	12%
管理费用率	5%	4%	5%	7%	4%	4%	6%	5%
实际税率	2%	6%	7%	-2%	14%	13%	6%	4%
YoY								
收入增长率	17%	28%	28%	39%	34%	24%	24%	29%
营业利润增长率	67%	116%	158%	72%	90%	19%	25%	100%
净利润增长率	26%	103%	201%	100%	77%	17%	15%	101%

资料来源：公司公告，招商证券 注：10年前EPS按照2.71亿股本计算，10年按照3.06亿股本计算

表 2、安琪酵母收入结构预测表

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1061	1311	1686	2179	2728	3376
酵母及深加工产品	965	1222	1584	2065	2597	3224
奶制品	35	30	29	29	29	29
其他	57	57	68	86	103	123
销售收入增长率	21.7%	23.6%	28.6%	29.2%	25%	24%
酵母及深加工产品		26.6%	29.6%	30.4%	25.8%	24.2%
奶制品		-14.7%	-3.1%	0.0%	0.0%	0.0%
其他		-0.8%	20.9%	25.0%	20.0%	20.0%
毛利	364	448	620	783	977	1230
酵母及深加工产品	296	420	599	750	938	1184
奶制品	7	6	7	6	6	6
其他	18	19	13	28	33	40
毛利增长率	21.3%	23.3%	38.3%	26.3%	24.8%	25.9%
酵母及深加工产品		41.9%	42.6%	25.1%	25.1%	26.2%
奶制品		-12.7%	9.2%	-12.0%	0.0%	0.0%
其他		7.6%	-30.4%	109.4%	20.0%	20.0%
毛利率	34.3%	34.2%	36.8%	35.9%	35.8%	36.4%
酵母及深加工产品	30.7%	34.4%	37.8%	36.3%	36.1%	36.7%
奶制品	19.7%	20.2%	22.7%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	30.8%	33.5%	19.3%	32.3%	32.3%	32.3%

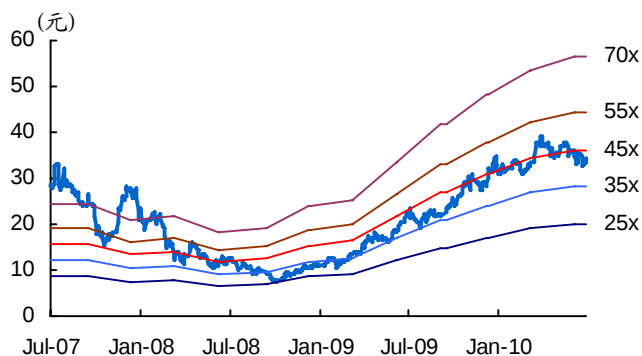
资料来源: 公司公告, 招商证券

表 3、盈利预测简表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	1686	2179	2728	3376
二、营业总成本	1400	1757	2187	2680
其中: 营业成本	1066	1396	1751	2146
营业税金及附加	12	15	19	23
营业费用	200	228	280	346
管理费用	88	98	121	149
财务费用	29	20	17	15
资产减值损失	6	0	0	0
三、其他经营收益	5	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	6	0	0	0
四、营业利润	291	422	541	696
加: 营业外收入	19	10	10	10
减: 营业外支出	1	1	1	1
五、利润总额	310	432	551	705
减: 所得税	11	59	75	96
六、净利润	299	373	476	610
减: 少数股东损益	89	53	39	51
七、归属母公司所有者净利润	210	320	436	559
股本	271	306	306	306
每股收益	0.77	1.05	1.43	1.83

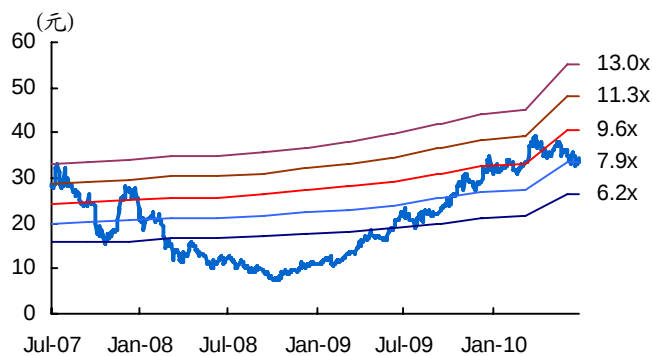
资料来源: 招商证券

图 7: 安琪酵母历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 8: 安琪酵母历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《食品饮料业 2010 年 7 月月报 - 中报业绩起底》2010/7/6
- 2、《食品饮料业 2010 年中期投资策略 - 经济转型期，食品新阶段》2010/6/10
- 3、《安琪酵母（600298）-成长与价值兼备，长持与短投皆宜》2010/4/20
- 4、《食品饮料业 2010 年二季度投资策略-阳型企业阴型战术 阴型企业阳型战略》2010/4/15
- 5、《安琪酵母（600298）-新年迎来开门红，利润提升手段多》2010/3/8
- 6、《安琪酵母（600298）-年报是持续高成长的宣言》2010/2/6
- 7、《安琪酵母（600298）2010 年酵母营销年会纪要 - 难得的 tenbagger 品种》2009/11/23
- 8、《安琪酵母（600298）-性价比与服务制胜》2009/10/23
- 9、《安琪酵母（600298）-业务空间广，进入壁垒高》2009/9/1
- 10、《安琪酵母（600298）-业绩好于预告，治理即获改善》2009/8/20
- 11、《安琪酵母（600298）-从分食走向共赢》2009/7/16
- 12、《安琪酵母（600298）-具备成为世界级酵母供应商潜质》2009/7/1 深度报告

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	538	680	1585	2236	2970
现金	44	89	768	1211	1711
交易性投资	4	0	0	0	0
应收票据	3	6	7	9	11
应收款项	73	97	117	147	182
其它应收款	11	34	44	55	68
存货	372	410	590	741	908
其他	31	44	58	73	89
非流动资产	1497	1661	1795	1824	1849
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1009	1492	1629	1661	1689
无形资产	66	86	83	80	78
其他	422	83	83	82	82
资产总计	2034	2341	3380	4060	4819
流动负债	723	1128	999	1226	1420
短期借款	357	473	200	200	200
应付账款	151	141	184	231	283
预收账款	29	30	39	49	60
其他	185	485	576	747	877
长期负债	323	16	218	268	318
长期借款	311	0	200	250	300
其他	11	16	18	18	18
负债合计	1046	1144	1217	1494	1737
股本	271	271	306	306	306
资本公积金	254	254	866	866	866
留存收益	340	515	782	1145	1610
少数股东权益	123	156	210	249	300
母公司所有者权益	866	1041	1954	2317	2782
负债及权益合计	2034	2341	3380	4060	4819

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	280	249	494	634	759
净利润			320	436	559
折旧摊销			162	171	174
财务费用			20	17	15
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(67)	(33)	(43)
其它			59	43	54
投资活动现金流	(475)	(261)	(300)	(200)	(200)
资本支出			(300)	(200)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	163	58	485	10	(59)
借款变动			(90)	100	50
普通股增加			34	0	0
资本公积增加			612	0	0
股利分配			(54)	(73)	(94)
其他			(19)	(17)	(15)
现金净增加额	(32)	45	679	444	500

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1311	1686	2179	2728	3376
营业成本	865	1066	1396	1751	2146
营业税金及附加	10	12	15	19	23
营业费用	171	200	228	280	346
管理费用	73	88	98	121	149
财务费用	39	29	20	17	15
资产减值损失	1	6	0	0	0
公允价值变动收益	(6)	(1)	0	0	0
投资收益	0	6	0	0	0
营业利润	145	291	422	541	696
营业外收入	8	19	10	10	10
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	152	310	432	551	705
所得税	9	11	59	75	96
净利润	143	299	373	476	610
少数股东损益	39	89	53	39	51
母公司所有者净利润	104	210	320	436	559
EPS (元)	0.39	0.77	1.05	1.43	1.83

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	23.6%	28.6%	29.2%	25.2%	23.7%
营业利润	24.7%	100.5%	44.9%	28.1%	28.6%
净利润	15.2%	101.1%	52.2%	36.4%	28.1%
获利能力					
毛利率	34.0%	36.8%	35.9%	35.8%	36.4%
净利率	8.0%	12.5%	14.7%	16.0%	16.6%
ROE	12.1%	20.2%	16.4%	18.8%	20.1%
ROIC	10.5%	18.3%	14.9%	15.7%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	51.4%	48.9%	36.0%	36.8%	36.1%
净负债比率	33.1%	20.9%	11.8%	12.3%	11.4%
流动比率	0.7	0.6	1.6	1.8	2.1
速动比率	0.2	0.2	1.0	1.2	1.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
存货周转率	2.6	2.7	2.8	2.6	2.6
应收帐款周转率	18.4	19.8	20.4	20.7	20.6
应付帐款周转率	6.1	7.3	8.6	8.4	8.4
每股资料(元)					
每股收益	0.39	0.77	1.05	1.43	1.83
每股经营现金	1.03	0.92	1.62	2.07	2.48
每股净资产	3.19	3.83	6.39	7.58	9.10
每股股利	0.13	0.13	0.18	0.24	0.31
估值比率					
PE	89.2	44.4	32.8	24.1	18.8
PB	10.8	9.0	5.4	4.5	3.8
EV/EBITDA	44.1	37.4	19.8	16.4	13.5

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，9 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄珺：MBA，拥有证券执业资格，5 年证券从业经验，现于招商证券从事农林牧渔、食品饮料行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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或征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。