



产业升级进入发展新周期

定增募投项目全面投向新产品，构建“酵母系列产品与酶制剂”两翼齐飞的新产品格局，公司发展进入新时期

安琪酵母 2010 年底召开股东大会，通过定向增发投资 8 亿元进行 5 个项目建设。公司酶制剂作为新业务领域得到 1.6 亿元资金投入。此外还有 YE 复合调味料、酵母源生物饲料以及酵母保健品项目均要完成扩大产能目标。

到 2012 年新项目陆续完工后，安琪公司将极大延伸和丰富产品线，产品格局由单一酵母产品发展成为“酵母系列产品与酶制剂系列产品”并行的双翼格局。安琪公司也将由一家传统的酵母专业生产企业转变为以酵母发酵技术和酶工程技术为核心的生物技术主导的综合生物技术企业。新产品收入占比的增加将带动公司利润率不断提高。

即将投入的新项目产品均已经经过若干年的市场培育，至少三个产品年收入已经过亿，初步建立起了适应市场的营销体系和基本的客户群体。在解决产能瓶颈后，将实现快速增长。

2010 年 YE 复合调味料、酵母源生物饲料以及酵母保健品三个单品销售收入均将过亿；而酶制剂的产能设计也按照订单完成，这将基本锁定公司达产后的收入。无论是酵母延伸产品还是酶制剂新产品都孕育着巨大市场容量，安琪公司面临极好发展机遇。

安琪酵母通过构建新产品格局，实现传统产业向高新技术产业升级，由食品添加剂向终端食品发展；“菌种专利+强大的应用技术实力+融资平台”，使公司提高酶制剂进入门槛，保持了行业领先竞争优势。盈利预测：

2011 年之后公司新项目达产，实现高增长基本无悬念。但 2010 年凭借酵母延伸产品，公司仍将获得 20% 以上收入增长；成本影响因素较大的糖蜜价格和动力煤价格上涨幅度小于 2010 年。高利润率新产品收入占比提高，预计 2011 年 EPS1.30 元/股。给予公司 2011 年 38 倍估值，提高评级至买入。

预测和比率

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万）	1686.34	2124.78	2762.22	3728.99
主营收入增长率	28.60%	26.00%	30.00%	35.00%
EBITDA（百万）	429.90	542.18	742.51	1017.92
EBITDA 增长率	78.20%	26.12%	36.95%	37.09%
净利润（百万）	210.19	307.69	429.28	589.50
净利润增长率	101.15%	46.39%	39.51%	37.32%
ROE	25.01%	15.71%	18.29%	20.47%
EPS（元）	0.77	0.93	1.30	1.79
P/E	60.40	40.78	29.23	21.29
P/B	12.20	5.80	4.93	4.09
EV/EBITDA	30.86	25.30	18.21	13.87

请参阅最后一页的重要声明

安琪酵母 (600298)

首次评级

买入

郑 绮

zhengqi@csc.com.cn

010-85130985

执业证书编号：S1440206070045

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440209090411

发布日期：2011 年 1 月 18 日

当前股价：38.61 元

目标价格 6 个月：48.26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-6.99/-6.74	5.16/2.77	30.17/42.43
12 月最高/最低价（元）		48.95/29.3
总股本（万股）		30604.66
流通 A 股（万股）		27140.00
总市值（亿元）		125.48
流通市值（亿元）		111.27
近 3 月日均成交量（万）		341.96
主要股东		
湖北日升科技有限公司		11.32%

股价表现



相关研究报告

08.07.28 安琪酵母半年报简评--增长质量更优
06.01.24 糖价大涨导致安琪酵母的成本风险大
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN



股东大会通过定向增发议案，募投资金投向酶制剂新业务领域，公司产品结构发生重大转变

2010 年 12 月 29 日，安琪酵母召开临时股东大会，通过了向机构投资者定向增发不超过 2400 万股股份，计划募集资金 8 亿元左右。募集资金将全部投向酵母延伸产品以及新业务领域---高端和特种酶制剂。本次新项目建设对公司意义重大，它标志着公司未来产品格局将发生变化，将形成酵母系列产品与酶制剂系列产品共同组成的双翼格局。

表 1：本次定向增发募集资金投资项目列表

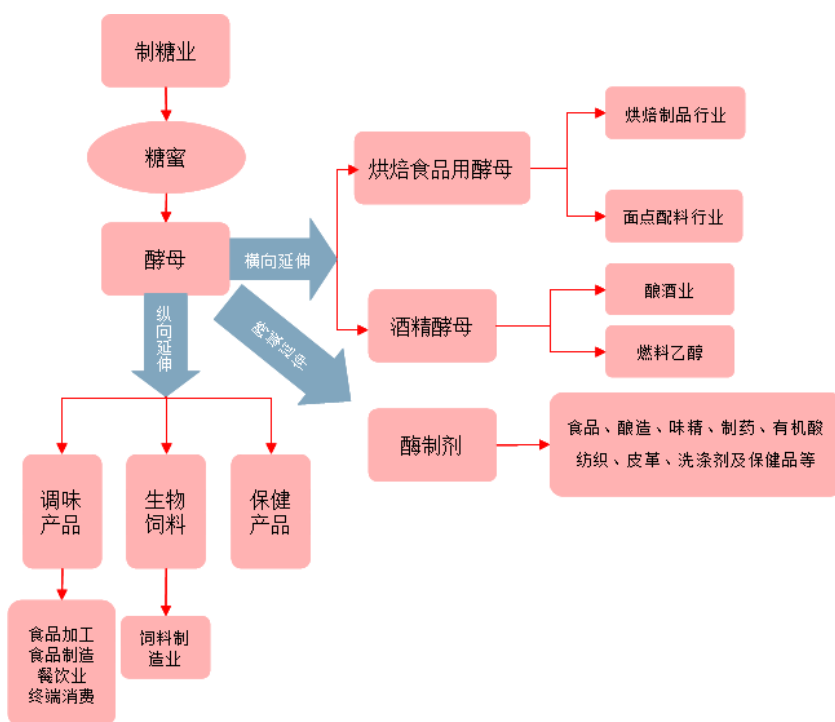
序号	项目	项目总投资（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	新型酶制剂	174100	17400
2	复合调味料	14200	14200
3	复合生物饲料	7800	7800
4	生物保健品	12200	12200
5	埃及活性干酵母	33843.6	28534.8
	合计	85443.6	80134.8

附注：埃及年产 15,000 吨高活性酵母项目总投资为 5,100 万美元，拟投入募集资金为 4,300 万美元，根据 2010 年 11 月 10 日美元兑换人民币的中间价（663.6 人民币/100 美元）换算，项目总投资为 33,843.6 万元人民币，拟投入募集资金为 28,534.8 万元人民币。

表 2：安琪酵母新的产品结构

类别	用途	代表产品
传统产品 + 延伸产品	酵母类	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头（饼干、饅、馍片）改良剂系列等 安琪酵母系列，安琪面包改良剂，百钻烘焙原料系列，百钻油脂，粉类添加剂产品、蛋糕预拌粉
	酒用	白酒酵母、啤酒酵母、葡萄酒酵母、黄酒酵母
	燃料乙醇用	酿酒酵母
	酵母提取物	新型 YE 鸡精、特种 YE 调味料、风味 YE 调味料、餐饮 YE 调味料
	酵母源生物饲料	复合益生菌、复合有机微量元素、饲料品质改良剂、复合发酵菌剂、特殊营养补充剂
	保健品类	膳食营养补充
酶制剂	新型酶制剂类	生物催化、替代传统化工方法 安琪系列即食酵母粉，康普力星系列，开智系列、安琪纽特等 卤醇脱卤酶、核酸酶 P1、腺苷脱氨酶、腈水解酶、环糊精葡萄糖基转移酶、α-葡萄糖苷酶

图 1:安琪酵母产业链



资料来源：中信建投研究所

新产品格局的形成意味着：为公司收入和利润增长挖掘了新的增长点

公司高活性酵母产量 10.6 万吨（国内销售 6 万吨，国际销售 4.5 万吨），在全球排名第三位，国际市场主要集中在东南亚、中东和北非、以及东欧和俄罗斯等国，未来仍有一定增长空间。特别是北非市场销售量在 1.5 万吨左右，未来有望增加到 3 万吨，安琪酵母在国际市场大约还有 50% 左右的增长空间。总体而言酵母产业本身是成熟产业，国际市场容量增加主要体现在高活性干酵母取代液体酵母，总的增长保持低速和平稳。

安琪公司在国内市场稳定占有 30% 以上市场份额，销售增长取决于焙烤食品的消费增长，而烘焙食品的年复合增长率未来 5 年内维持在 10-15%，这意味着安琪酵母产品的增长幅度也局限在这个范围内。随着糖蜜价格以及能源价格的不断上涨，公司产品的利润空间存在下降可能，如果不进行产品升级，公司面临着收入增长放缓，利润率下降的风险。因此延长产品线是必然选择。（我国烘焙食品零售额已经从 2000 年的 37 亿元上升到 2010 年的 78 亿元，预计到 2015 年达到 111 亿元，人均消费达到 4.1 公斤）。

而同时，以酵母技术为核心的延伸产品却面临着巨大的市场空间。公司也在很早之前就进行新产品的研发，目前已经进入规模化生产，具备一定市场基础的有：酵母保健品、酵母源生物饲料、酵母抽取物。目前这三类产品的年收入均已过亿。预计 2010 年合计收入占到总收入水平 22%，新产品对公司收入利润的贡献越来越显著。

其中：酵母抽取物（简称 YE）是未来 2-3 年内增长最快的单品

YE 是采用现代生物技术，将酵母细胞内蛋白质、核酸等进行生物降解精制而成的一种营养型鲜味剂，富含多种氨基酸、多肽、呈味核苷酸、B 族维生素，不含胆固醇和饱和脂肪酸。以 YE 为原料生产复合调味料被广泛应用在方便食品、肉制品、鸡精及家用调味料、咸味香精、膨化食品、蚝油、酱油、调味汁、酱类、醋、酱



卤制品、豆豉、餐饮（火锅底料、汤类、菜肴）、饼干、速冻食品、素食及营养滋补品、保健品等诸多领域。

YE 复合调味料作为第四代鲜味剂，在国外的终端消费已经非常普及，在欧洲占到 35% 的份额，韩国是 40%，日本大于 30%，而中国只有 1%，还蕴藏着巨大的增长潜力。目前国内 YE 的使用者主要还是工业企业，比如双汇、雨润等肉制品公司以及知名的方便面生产企业，餐饮渠道少量使用，家庭使用几乎是空白。

2009 年全球酵母抽提物产能约 15 万吨，安琪酵母的产能已达到 2.1 万吨，随着募投项目完成，安琪公司酵母抽提物产能有望超过 2.9 万吨，跃居全球行业第二（乐斯福 3 万吨，帝斯曼 DSM 1.6 万吨）。公司开发了系列 YE 复合调味料，重点将开发餐饮渠道，并逐步进入零售终端，直接面向家庭使用。按照均价 2 万元/吨计算，收入预期达到 5.8 亿元，在未来 2-3 年内最有希望成为收入仅次于高活性酵母的第二大单品。

从营销渠道来看，YE 复合调味料通过经销商打入餐饮渠道，超市方面会与高活性酵母、酒曲等做产品组合，真正实现 B to C 销售模式。

酵母源生物饲料：中长期发展空间最大的单品

我国畜牧业在养殖过程过度使用抗生素已经到了非常严重地步。而动物体内残留抗生素被人食用后，会产生抗生素抗体，一旦生病，使用抗生素就会效果不佳。“动物产品的安全和健康取决于饲料的安全与营养”这一观念已经逐步被接受。2005 年欧盟就已经全面禁止食品动物中使用抗生素，这极大促进了全球生物饲料添加剂的研发和需求，新型生物饲料添加剂容量达到 55 万吨。

2000 年始，安琪酵母组织科研人员对国内外的微生态制剂发展状况进行调查，结合公司的酵母发酵优势，确立了“酵母源生物饲料”的发展思路。创立了“福邦”品牌，开发了系列产品包括：“饲料酵母、酵母硒、酵母免疫多糖、酵母水解物、复合酵母和芽孢杆菌等六类生物饲料产品。上述系列酵母饲料产品具有调整肠胃，提高吸收，抑制病菌，增强免疫，减少排放等多方面功能，能够帮助畜牧业提高养殖水平，实现“无公害养殖”，促进绿色养殖。

目前公司酵母源生物饲料包括特种酵母及复合生物饲料，年销售量 9500 吨，其中有一半出口，主要原因是发达国家对养殖产业要求很严格，安全性和营养性要求非常高，对生物饲料产品的接受度更高。中国作为世界第二大饲料生产国，出于成本考虑，生物饲料的使用率还很低，但从长远看，动物安全性和营养性是未来发展方向，国内饲养用酵母产品潜在市场会达到 15 万吨。安琪酵母源生物饲料目前产量仅为 1.3 万吨，如果国内市场占比达到 30%，则产量要翻两番，达到 4.5 万吨。如果国际市场占比达到 20%，则产量需要提高 7.86 倍，达到 11 万吨。该产品 2008 年以来产量和收入年复合增长率都在 50% 以上。未来 2-3 年也会保持这样的增长幅度。

安琪酵母董事长就任新的一届饲料行业协会常务理事，并获得“创新领军人物”，这说明饲料行业对酵母源生物饲料的接受度已经有了大幅度提高。

酵母保健品：增长空间也非常大

膳食营养补充剂在发达国家消费非常普及，国内增长速度也非常快。目前国内汤臣倍健公司是生产全面的膳食营养补充剂，但以酵母为基础原料，生产酵母类的保健品安琪在国内具有绝对领先地位。其他进行工业化生产的企业很少。目前保健品销售也超过 1 亿元，并且还保持着年 50% 的增长。

目前公司已经完成保健品 11 个省的营销网络布局，其他省份出于市场启动阶段。未来安琪保健品也要走复合式营销渠道，包括药线、连锁超市、网络营销等，扩大销售规模。

表 3：三大延伸产品的收入预测

项目	2009 年		2010 年		2011 年	
	产销量	收入	产量	收入	产量	收入
福邦特种酵母和复合生物饲料	6300	11000	9500	15600	13000	21347
酵母类保健品		7500		10038		15000
酵母提取物（YE）				20000		26000
合计		150000		45638		62347
占总收入比重				22%		

资料来源：公司公开信息

上述三类酵母延伸产品的利润率如下：

表 4：拟募资金投资项目情况以及净利率预测

项目	新增产能	预计投产日期	预计收入	预计税后利润	净利率
埃及高活性干酵母	15000 吨	2011.12	3611.34 万美元	523.2 万美元	14.5%
酵母提取物（YE）	10000 吨	2012.1	20800 万元	194 万元	15.4%
酵母源生物饲料	7800 吨	2012.1	15000 万元	2457 万元	16.4%
酵母保健品	-	2011.12	31221 万元	2825 万元	9.0%
新型酶制剂	5000 吨	2012.7	16025 万元	4903 万元	30.6%

资料来源：定向增发可行性分析报告

从公司 2007 年以来净利润变化中可以看到，2007 年—2008 年公司净利率还在 10--11% 左右，但到 2009 年净利率上升到 17.5%。而糖蜜价格却是始终在上升，这说明公司新产品的利润率水平在提高。

进入酶制剂工程生物技术领域，标志着安琪酵母将形成“酵母系列与酶制剂”两翼发展的新产品格局

酶制剂是从生物体中(包括动物、植物、微生物)提取的酶，辅加其他成分后的制品。其中酶则是一类由生物细胞的分解、代谢和产生的具有特殊催化功能的蛋白质。由于使用酶安全无毒，且具有对一些化学反应具有高效、专一而且比较温和的催化作用；同时在使用过程中的副产物较少，对环境的污染远低于传统化学生产工业，因此被广泛用在食品加工、制药工业中。

酶制剂的生产主要依靠从动植物体中分离或利用微生物发酵的方法获得。实际上，通过微生物发酵法生产酶制剂更优于从动、植物中直接制取的方法，并且成为生物技术产业使用酶制剂的主要来源。安琪酵母的酶制剂就是从酵母浸出物中提取。

我国是酶制剂大国，但多数为大宗低端酶制剂产品。少数特种和高端酶制剂生产还垄断在少数发达国家的个别企业。国内所需基本以进口为主。2006 年，我国酶制剂进入了全新的发展阶段，向“高档次、高活性、高质量、高水平”方向发展，向专用酶制剂和特种复合酶制剂发展，向新的应用领域发展，向新型糖类、面粉加工、肉类、油脂、调味品、饲料、纺织、纸浆、环保等方面发展。酶制剂应用技术将成为发酵产业的核心技术。

未来两大趋势将为酶制剂在医药行业的应用提供极为广阔的空间

一是制药行业产业转移到中国。随着国际上许多专利药专利到期，专利药转变为仿制药，这将带来国内药品产量的快速的大幅度增长。比如占据全球降脂类药物 44% 市场份额的阿托伐他汀，2008 年的全球销售额为 133.75 亿美元。随着专利到期，阿托伐他汀的生产将大量转移到中国。

二是化学合成药向生物制药的技术变革。生物催化剂替代化学催化是大趋势，生物催化在生产过程的安全性和成本、质量以及对环境影响都优于化学催化，而生物催化主要依靠酶制剂，酶制剂市场容量和向纵深发展的空间非常大。



仅就安琪酵母系列产品来说，未来使用酶制剂的地方就非常多（安琪本身就是酶制剂的大客户）。而使用酶制剂将进一步提高安琪产品的品质、丰富产品种类。

安琪高端酶制剂的突破口就是用于生产阿托伐他汀的中间体 A5 的催化酶——卤醇脱卤酶。首期产能将达到 2800 吨。而后期阿托伐他汀中间产品从 A4 到 A5 一直到 A8 的酶制剂，安琪仍有多项产品储备。可以说安琪在酶制剂研发领域完成如下工作：一是初步搭建了起点较高的研发平台；二是充分运用其在应用技术的领先优势，建立壁垒较高的服务营销体系；三是基本具备了平台性技术，具有多项产品储备，酶制剂产品向纵深发展潜力巨大。

中国是全球从事生物技术和制品研究人员最多的国家，有一大批国有企业、私营企业以及科研院所的研究者，储备的科研成果也非常多。但储备科研成果必须与资金与应用技术相结合才能转化为生产力。在这方面安琪酵母具有其他国内生物技术公司所不具备的强大融资平台和应用技术研发。特别是在应用技术研发方面，安琪具有突出的优势。形成了科研领域的核心竞争力。

为发展酶制剂产业，安琪酵母已经成立了酶制剂技术中心，从事菌种培育和应用技术研究时间长达 10 年，已经培养起具有知识产权的菌种，并与科研院校和领域内专家建立合作关系。提供自主研发、购买专利菌种、合作开发等多种形式来搭建酶制剂研发平台。

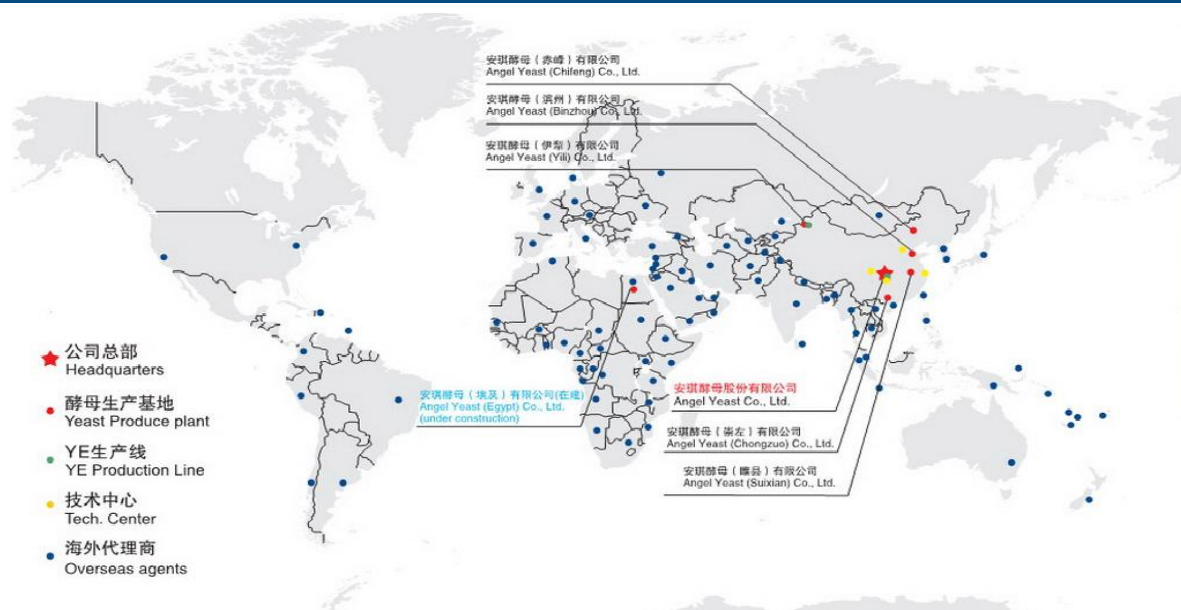
本次募投项目中有 16025 万元投向建设酶制剂生产线。项目建成后，安琪酶制剂生产将走出实验室和中试车间，全面实现规模化生产。

从客户情况看，由于安琪 2007 年就着手酶制剂研发，中试车间产品已经在 3 家国内最大阿托伐他汀中间体 A5 生产厂家成功推广，并在应用技术方面不断改进，已经完全替代原有的化学合成工艺，实现批量生产。目前已经建立了稳定的客户群，产能设计跟随订单。

表 5：酶制剂项目预计产销情况

产品品种	销量（吨）	销售价格（元/吨 不含税）	销售收入（万元）
卤醇脱卤酶（液体）	2800	30000	8400
核酸酶 P1	20	600000	1200
腺苷脱氨酶	10	600000	600
脲水解酶	1770	25000	4425
环糊精葡萄糖基转移酶	300	35000	1050
α-葡萄糖苷酶	100	35000	350
小计	5000		16025

图 2：安琪酵母网络分布图



资料来源：公司网站

盈利预测

一、收入

2012 年安琪募投项目完成后，产能瓶颈得以解决，收入和利润将呈现较大幅度上升，这一点较为明确，但 2011 年安琪增长动力依然强劲，预期收入增长 21%。

表 6：分类产品收入预测

单位：吨、万元

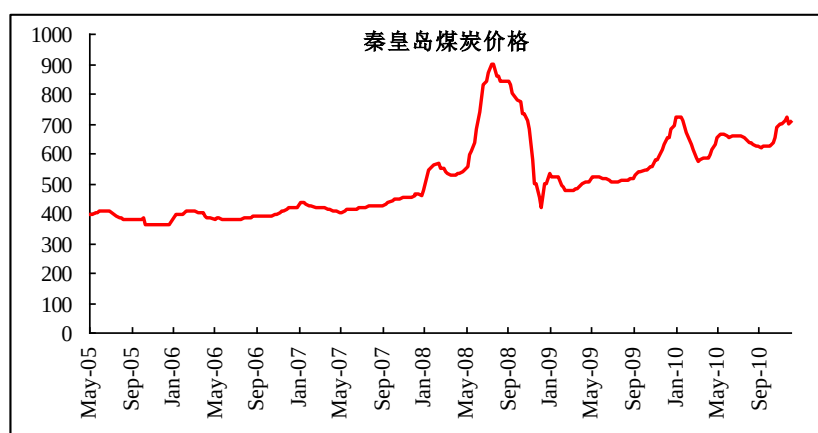
项目	2009 年		2010 年		2011 年	
	产销量	收入	产量	收入	产量	收入
酵母系列				169962		190653
福邦特种酵母和复合生物饲料	6300	11000	9500	15600	13000	21347
酵母类保健品		7500		10038		15000
YE 复合调味料				20000		30000
合计		150000		215000		257000

资料来源：中信建投研究所

二、成本：糖蜜价格仍将高位运行,涨幅有限

2008 年以来糖蜜价格一直处于上升周期中，2010 年达到高峰，糖蜜均价达到 960 元/吨（一度高达 1300 元/吨），涨幅约 20%。2010 年糖蜜大幅上涨的主要原因是 2009/2010 榨季国内蔗糖减产，糖蜜供应量减少，而下游需求依然旺盛，导致价格上涨。进入 2010/2011 年榨季，预计产量比上个榨季小幅度增长 5%，而巴西丰产缓解需求压力，全球角度看会实现食糖供求的紧平衡状态。糖蜜的供应量不是很充裕，价格维持较高水平运行。

图 3:秦皇岛山西优混（上限，>5500 大卡，平仓价）



资料来源：中信建投研究所

根据中信建投证券研究所煤炭行业研究预测，2011 年煤炭价格会小幅上升，升幅维持在 3—5%。这对公司成本构成一定压力。

但总的来说 2011 年糖蜜和动力煤成本上涨幅度会小于 2010 年。

我们预测 2011 年公司收入 25.41 亿元，维持 2010 年利润率和净资产收益率不变，则归属母公司净利润为 4.20 亿元，考虑定增后本股 33000 万股，摊薄后每股收益为 1.27 元；2012 年 1.69 元/股。

估值

安琪酵母按照行业划分，归属食品制造业中调味料子行业。但从这几年公司情况看，公司产品线已经远远超越酵母单一品种，发展到食品（蛋糕粉、）营养保健品，进入消费终端。而在酵母源生物饲料领域、在酵母保健品以及 YE 复合调味料领域，安琪都占有特别是进入酶制剂领域，公司的生物技术属性将逐步提升。从公司技术研发情况看，也具备生物技术公司的特质。目标价 48.26 元。提高评级至买入。

表 7：与可比公司估值对比

项目	子行业	可比公司	PE(2010 年前三季度)	2010 年 PE (E)	2011 年 (PE)
食品类公司	调味料公司	恒顺醋业	75.59	58.42	
		五洲明珠	1976.5		
		莲花味精	-142.88		
		星湖科技	20.16	21.21	
		安琪酵母	47.95	39.01	27
	食品辅料公司	保龄宝	61.21	49.89	
		量子高科	55.56	61.86	
		晨光生物	49.28	46.85	
		丰原生化	27.69	22.64	
生物制品指数			45.8	36.47	28.05
整体法估值					



风险分析

影响公司未来经营的最大风险还在于营销。传统高活性酵母有约 3000 家干散货经销商，建立成熟的营销体制，特别是体验式营销以及应用技术的售后服务已经大大提高其他竞争对手进入行业的门槛。但安琪公司建立新的产品结构后，新产品众多，特别是保健品、酵母抽取物和酶制剂产品，客户和营销渠道与传统产品差距较大。对公司营销能力提出更高要求。

目前公司有三位副总负责不同领域营销工作，营销人员也达到 300 人左右，公司对营销也给予高度重视。未来公司将充分发挥其在应用技术方面的突出优势，加强对酶制剂产品的销售；YE 复合调味料则沟通产品组合，借助现有经销商渠道促进销售。

但新产品仍然处于渠道构建阶段，存在一定不确定性，对公司收入和利润增长形成一定风险。



报表预测

	2009	2010E	增长率	2011E	增长率	2012E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	1686.34	2124.78	26.00%	2762.22	30.00%	3728.99	35.00%
营业成本	1066.27	1381.11	29.53%	1767.82	28.00%	2389.41	35.16%
营业税金及附加	11.57	15.41	33.19%	19.69	27.77%	26.40	34.08%
营业费用	199.90	210.35	5.23%	273.46	30.00%	369.17	35.00%
管理费用	87.99	95.62	8.67%	124.30	29.99%	167.80	35.00%
财务费用	28.63	50.00	74.64%	43.24	-13.52%	40.56	-6.20%
资产减值损失	5.92	-1.85	-131.25%	3.49	-288.65%	4.86	39.26%
公允价值变动收益	-0.66	-0.64	-3.03%	-2.54	296.88%	-1.28	-49.61%
投资净收益	6.11	2.04	-66.61%	2.71	32.84%	3.62	33.58%
营业利润	291.50	375.53	28.83%	530.41	41.24%	733.12	38.22%
营业外收入	19.47	15.10	-22.44%	14.35	-4.97%	16.31	13.66%
营业外支出	0.57	0.57	0.00%	0.57	0.00%	0.57	0.00%
利润总额	310.40	390.06	25.66%	544.19	39.51%	748.86	37.61%
所得税	11.09	14.82	33.63%	20.68	39.54%	29.95	44.83%
净利润	299.31	375.23	25.37%	523.51	39.52%	718.90	37.32%
少数股东损益	89.12	67.54	-24.21%	94.23	39.52%	129.40	37.32%
归属母公司净利润	210.19	307.69	46.39%	429.28	39.52%	589.50	37.32%
EBITDA	429.90	542.18	26.12%	742.51	36.95%	1017.92	37.09%
EPS（摊薄）	0.77	0.93	20.78%	1.30	39.78%	1.79	37.69%
资产负债表（百万元）							
流动资产	680.08	1332.86	95.99%	1823.62	36.82%	1925.62	5.59%
现金	88.90	480.56	440.56%	850.89	77.06%	439.78	-48.32%
应收账款	96.70	129.30	33.71%	161.37	24.80%	226.73	40.50%
其它应收款	34.19	10.87	-68.21%	41.85	285.00%	39.86	-4.76%
预付账款	44.44	73.53	65.46%	65.74	-10.59%	120.07	82.64%
存货	410.33	624.71	52.25%	694.73	11.21%	1080.56	55.54%
其他	5.52	13.89	151.63%	9.05	-34.85%	18.62	105.75%
非流动资产	1660.65	1967.49	18.48%	2436.86	23.86%	3159.69	29.66%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
固定资产	1492.20	1726.67	15.71%	2103.50	21.82%	2714.28	29.04%
无形资产	86.02	104.96	22.02%	132.08	25.84%	174.55	32.15%
其他	82.42	135.86	64.84%	201.28	48.15%	270.86	34.57%
资产总计	2340.73	3300.35	41.00%	4260.48	29.09%	5085.31	19.36%
流动负债	1127.84	862.08	-23.56%	1302.75	51.12%	1444.69	10.90%
短期借款	473.00	381.83	-19.27%	404.08	5.83%	419.64	3.85%
应付账款	140.50	282.48	101.05%	249.44	-11.70%	450.12	80.45%
其他	514.34	197.76	-61.55%	649.23	228.29%	574.93	-11.44%
非流动负债	16.02	50.16	213.11%	95.34	90.07%	128.01	34.27%
长期借款	0.00	37.70	N/A	82.06	117.67%	114.09	39.03%
其他	16.02	12.47	-22.16%	13.28	6.50%	13.92	4.82%



上市公司动态报告

负债合计	1143.85	912.24	-20.25%	1398.09	53.26%	1572.70	12.49%
少数股东权益	156.34	223.88	43.20%	318.11	42.09%	447.51	40.68%
归属母公司股东权益	1040.54	2164.23	107.99%	2544.28	17.56%	3065.09	20.47%
负债和股东权益	2340.73	3300.35	41.00%	4260.48	29.09%	5085.31	19.36%

现金流量表（百万元）

经营活动现金流	610.25	146.68	-75.96%	1053.75	618.40%	623.27	-40.85%
净利润	299.31	375.23	25.37%	523.51	39.52%	718.90	37.32%
折旧摊销	119.50	152.12	27.30%	198.32	30.37%	269.07	35.67%
财务费用	28.63	50.00	74.64%	43.24	-13.52%	40.56	-6.20%
投资损失	-6.11	-2.04	-66.61%	-2.71	32.84%	-3.62	33.58%
营运资金变动	175.01	-428.06	-344.59%	285.83	-166.77%	-401.30	-240.40%
其它	-6.10	-0.59	-90.33%	5.58	-1045.76%	-0.34	-106.09%
投资活动现金流	-267.67	-456.35	70.49%	-671.83	47.22%	-987.08	46.92%
资本支出	152.93	309.16	102.16%	471.59	52.54%	720.58	52.80%
长期投资	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
其他	-114.74	-147.18	28.27%	-200.24	36.05%	-266.51	33.10%
筹资活动现金流	-241.99	701.33	-389.82%	-11.59	-101.65%	-47.30	308.11%
短期借款	115.59	-91.17	-178.87%	22.25	-124.40%	15.56	-30.07%
长期借款	-311.26	37.70	-112.11%	44.36	17.67%	32.03	-27.80%
其他	-46.33	754.80	-1729.18%	-78.21	-110.36%	-94.88	21.31%
现金净增加额	100.58	391.66	289.40%	370.33	-5.45%	-411.11	-211.01%



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

郑 绮：食品饮料行业首席分析师,北京大学法学院法学学士、硕士。5 年投资银行工作经验, 11 年证券研究经验, 曾在 2006 年、2010 年《新财富》最佳分析师评选中入围, 获得过两届央视与今日投资组织评选的日用消费品行业最佳分析师。

黄付生：中央财经大学经济学博士, 农业、食品饮料行业分析师, 2 年宏观策略、2 年行业公司研究经验。从宏观视角进行行业分析, 从行业周期进行公司研究。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用, 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料, 但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更, 且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测, 可能在随后会作出调整。我们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, 不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保, 投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下, 本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告, 须同时注明出处为中信建投证券研究发展部, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格, 且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师, 以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险, 入市需谨慎。