

安琪酵母 (600298)

提价消化成本，新品提升增速

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880206080312

本报告导读：

糖蜜成本上涨导致年报毛利率下降，公司将通过提价消化成本。新产能释放解决产能束缚，新产品提供新增长点，今明年 EPS 预测 1.33/1.54 元，目标价 40 元，增持。

投资要点：

- **净利润增长 35.6%**。安琪酵母 2010 年实现营业收入 21 亿元，增长 24.6%；净利润 2.85 亿元，增长 35.6%；EPS 为 0.93 元。其中第四季度净利润 7897 万元，增长 43.8%。
- **毛利率、费用率双降**。综合毛利率 33.8%，同比降低 3 个百分点；三项费用率 16.3%，同比降低 2.5 个百分点，其中营业费用率降幅最大。
- **原材料涨价导致毛利率下降**。糖蜜占酵母成本的 30-40%，并且变化较大，对毛利率影响也比较大。2010 年以来，随着蔗糖价格的不断上涨，糖蜜成本也水涨船高，导致毛利率水平下降。公司表示将通过对产品提价消化成本压力。
- **出口增速受制于产能不足**。由于产能限制以及确保国内供应的考虑，安琪酵母在下半年有选择的推迟了部分海外订单，导致海外收入增速 23.2%，远低于 08-09 年 40-50% 的水平。崇左三期已于近期投产，埃及项目有望 2011 年底投产，公司今年再无产能束缚。
- **未来新的业务增长点**。面用酵母业务基数日益增大，难以实现高增长；酶制剂、保健品、调味品等业务将成为未来新的增长点，这几块业务收入基数较小，未来几年预计将经历高增长。
- **维持增持评级，目标价 40 元**。安琪酵母披露 2011 年收入目标 28 亿元，以此为基础，我们对安琪酵母 2011-13 年 EPS 预测为 1.33/1.54/1.83 元，维持增持评级，目标价 40 元。
- **风险因素**：消费品整体估值中枢下移、成本上涨超预期、新业务增长速度低于预期。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,686	2,101	2,794	3,396	3,984
(+/-)%	29%	25%	33%	22%	17%
经营利润 (EBIT)	320	394	481	585	685
(+/-)%	73%	23%	22%	21%	17%
净利润	210	285	407	470	560
(+/-)%	101%	36%	43%	15%	19%
每股净收益 (元)	0.69	0.93	1.33	1.54	1.83
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.20	0.23	0.27

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	19.0%	18.7%	17.2%	17.2%	17.2%
净资产收益率 (%)	20.2%	19.7%	22.7%	21.4%	21.0%
投入资本回报率 (%)	20.2%	15%	16.0%	16.9%	17.8%
EV/EBITDA	11.1	9.2	7.9	6.4	5.4
市盈率	51.8	38.2	26.8	23.2	19.5
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**40.00**

上次预测：**40.00**

当前价格：**36.51**

2011.01.25

交易数据

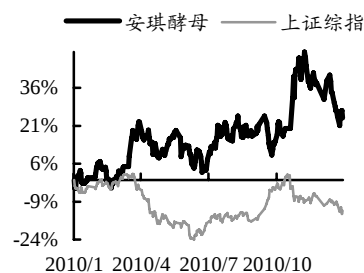
52 周内股价区间 (元)	29.30-48.95
总市值 (百万元)	12,110
总股本/流通 A 股 (百万股)	306/271
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	89%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	129

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,447
每股净资产	4.73
市净率	8.4
净负债率	71%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.180	0.255
Q2	0.269	0.423
Q3	0.225	0.297
Q4	0.258	0.355
全年	0.931	1.331

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-10%	9%	25%
相对指数	-4%	18%	38%

相关报告

《安琪酵母中报电话会议纪要》	2010.07.28
中报点评：《国外收入快速增长》	2010.07.26
年报点评：《海外业务提供未来增长动力》	2010.02.05

模型更新时间: 2011.01.24

股票研究

必需消费

农业

安琪酵母 (600298)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 40.00

上次预测: 40.00

当前价格: 39.57

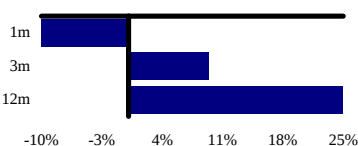
公司网址

www.angelyeast.com

公司简介

公司是研究天然酵母,并进行规模化制造的专业化公司,酵母产业化水平在国内处于领先地位,是酵母行业唯一的高科技上市公司。公司的产品品种多、规格全,能提供5克至25千克各种规格的酵母产品,年产能可在3万吨以上。公司的销售网络较为完善,在国内有25个办事处,产品远销欧洲、美洲、非洲、亚洲等四十多个国家和地区。公司将在北京设立企业技术中心北京分部,以扩大技术中心的规模。为公司未来扩大酵母应用范围,增加高附加值的酵母衍生品研发打下了良好的基础。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

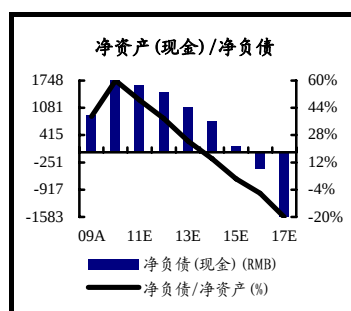
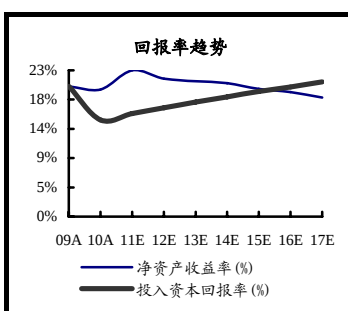
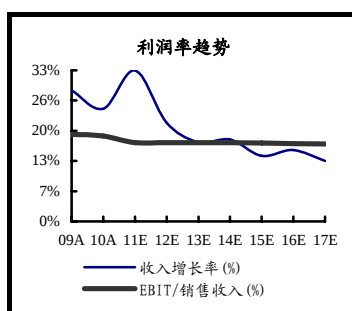
29.30-48.95

市值 (百万)

12,110

财务预测 (单位: 百万元)

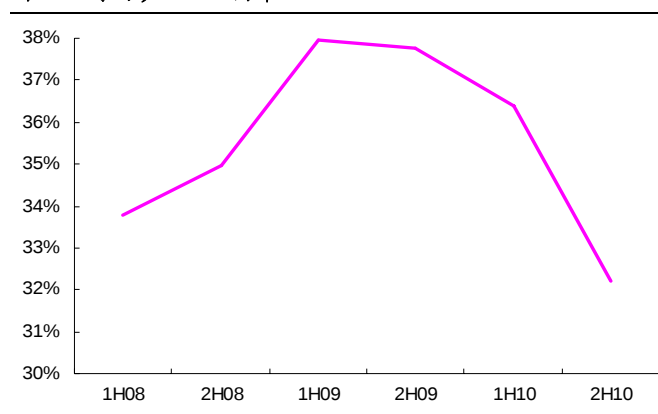
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
损益表									
主营业务收入	1,686	2,101	2,794	3,396	3,984	4,698	5,370	6,208	7,025
主营业务成本	1,066	1,392	1,847	2,245	2,635	3,109	3,558	4,118	4,668
税金及附加	12	12	16	19	23	27	30	35	40
主营业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他业务利润	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业费用	200	211	324	394	462	545	623	720	815
管理费用	88	91	126	153	179	211	242	279	316
EBIT	-288	-302	-450	-547	-641	-756	-865	-1,000	-1,131
财务费用	29	40	31	69	69	68	65	61	54
营业利润	291	354	450	516	616	738	853	995	1,132
所得税	11	57	73	84	100	120	138	161	183
少数股东损益	89	51	21	25	29	35	41	47	54
净利润	210	285	407	470	560	670	773	901	1,025
资产负债表									
货币资金、短期投资	89	167	166	207	377	568	934	1,307	2,121
其他流动资产	591	803	877	945	1,013	1,092	1,169	1,259	1,350
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产合计	0	0	0	0	0	0	0	0	0
无形资产及其他资产	0	0	0	0	0	0	0	0	0
资产合计	2,341	2,934	3,315	3,832	4,429	5,144	5,945	6,888	8,200
流动负债	1,128	930	1,037	1,130	1,221	1,331	1,435	1,565	1,691
长期负债	16	457	454	454	454	454	454	454	454
股东权益	2,341	2,937	3,409	3,926	4,523	5,238	6,039	6,982	8,034
投入资本(IC)	1,528	2,254	2,575	2,959	3,294	3,707	4,040	4,480	4,851
现金流量表									
NOPLAT	309	337	411	500	585	689	784	902	0
折旧与摊销	119	136	137	179	217	253	297	339	391
流动资金增量	188	-539	34	25	23	32	27	39	296
资本支出	-737	-151	-537	-588	-574	-698	-657	-818	-798
自由现金流	-121	-217	45	116	250	275	452	462	-111
经营现金流	249	349	630	768	898	1,058	1,203	1,388	1,820
投资现金流	-261	-343	-537	-588	-574	-698	-657	-818	-798
融资现金流	58	63	-95	-139	-153	-169	-181	-196	-208
现金流净增加额	45	69	-1	41	170	191	365	373	814
财务指标									
成长性									
收入增长率	28.6%	24.6%	33.0%	21.5%	17.3%	17.9%	14.3%	15.6%	13.2%
EBIT 增长率	73.3%	23.0%	22.2%	21.5%	17.1%	17.7%	13.9%	15.1%	12.4%
净利润增长率	101.1%	35.6%	42.9%	15.3%	19.2%	19.6%	15.5%	16.5%	13.8%
利润率									
毛利率	36.8%	33.8%	33.9%	33.9%	33.9%	33.8%	33.8%	33.7%	33.6%
EBIT 率	19.0%	18.7%	17.2%	17.2%	17.2%	17.2%	17.1%	17.0%	16.9%
净利润率	12.5%	13.6%	14.6%	13.8%	14.1%	14.3%	14.4%	14.5%	14.6%
收益率									
净资产收益率(ROE)	20.2%	19.7%	22.7%	21.4%	21.0%	20.7%	19.8%	19.3%	18.5%
总资产收益率(ROA)	9.0%	9.7%	11.9%	12.0%	12.4%	12.8%	12.8%	12.9%	12.8%
投入资本回报率(ROIC)	20.2%	15%	16.0%	16.9%	17.8%	18.6%	19.4%	20.1%	20.9%
运营能力									
存货周转天数	134	116	97	83	75	66	61	55	51
应收账款周转天数	38	54	47	43	41	39	37	35	34
总资产周转天数	507	510	433	412	406	400	404	405	426
净利润现金含量	1	1	2	2	2	2	2	2	2
资本支出/收入	0	0	0	0	0	0	0	0	0
偿债能力									
资产负债率	48.9%	47.2%	43.7%	40.4%	37.0%	34.1%	31.3%	28.9%	26.7%
净负债率	38.6%	59.5%	48.1%	37.5%	24.4%	14.2%	2.5%	-5.9%	-19.7%
估值比率									
PE	51.8	38.2	26.8	23.2	19.5	16.3	14.1	12.1	10.6
PB	9.3	6.7	6.1	5.0	4.1	3.4	2.8	2.3	2.0
P/S	5.7	5.2	3.9	3.2	2.7	2.3	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.1	9.2	7.9	6.4	5.4	4.6	4.0	3.5	3.1
股息率	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.4%



安琪酵母利润简表

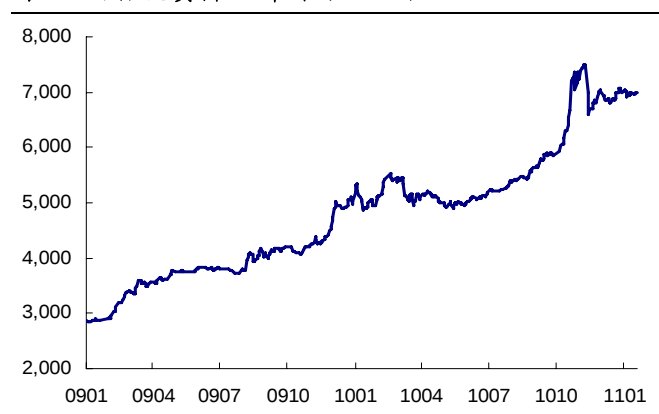
	1H09	2H09	1H10	2H10
营业收入	766.2	920.1	987.4	1,113.6
YoY	23.1%	33.6%	28.9%	21.0%
营业成本	489.5	576.7	631.2	760.6
毛利率	36.1%	37.3%	36.1%	31.7%
销售费用	90.2	109.7	94.8	116.4
管理费用	35.1	52.9	39.4	51.2
财务费用	14.2	14.5	16.9	23.0
三项费用率	18.2%	19.2%	15.3%	17.1%
净利润	101.2	109.0	137.3	147.7
YoY	71.3%	140.1%	35.6%	35.6%
净利润率	13.2%	11.8%	13.9%	13.3%

图 1: 酵母产品毛利率



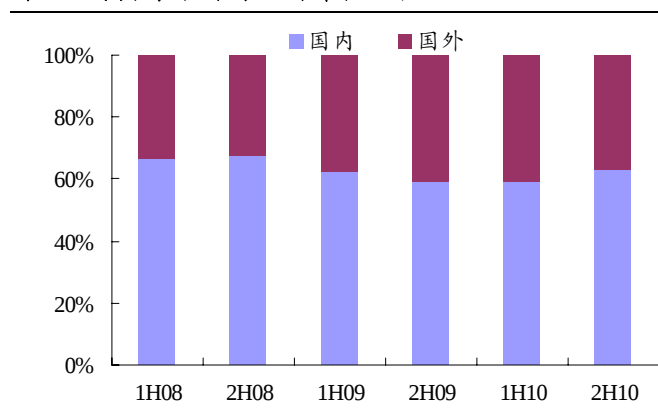
数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

图 2: 白糖现货价: 柳州 (元/吨)



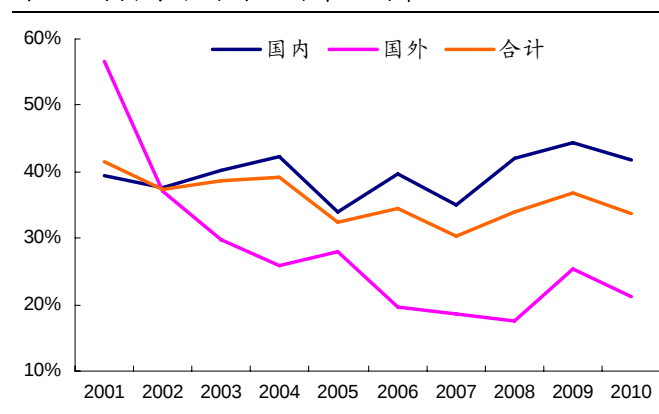
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 3: 安琪酵母国内、国外收入占比



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

图 4: 安琪酵母国内、国外毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		