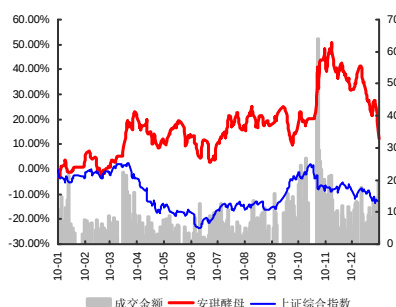


2011 年 1 月 25 日

评级：推荐

52 周走势



报告作者

国联证券研究所食品饮料小组
 组长 周纪庚
 执业证书编号：S0590210100011

联系人

周纪庚
 电话：021-38991500-895
 Email: zhoujg@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

安琪酵母（600298）2010 年年报分析

公司 2010 年全年实现营业收入 21.01 亿元，同比增长 24.6%；营业利润 3.54 亿元，同比增长 21.4%；归属于母公司的净利润 2.85 亿元，同比增长 35.6%；每股收益 0.98 元。分配方案：每 10 股分配现金股利 1.5 元。

分析结论：

● 收入增长符合预期，净利润低于预期

公司 2010 年全年收入基本符合我们此前的预测，净利润增速低于我们的预期，主要原因是成本上涨、产品提价滞后以及出口受人民币升值影响所导致的毛利率下降，全年毛利率 33.7%，同比下降 3 个百分点，下半年仅 31.7%，同比下降 5 个百分点。

● 产能瓶颈限制下半年出口收入增速

公司 10 年预计销售酵母产品 9.1 万吨左右，全年酵母系列产品实现收入 19.5 亿元，同比增长 23%；上半年出口收入同比增长 41.6%，下半年出口增速下滑至 9%，主要是受产能瓶颈限制，产品优先满足国内需求，进而限制了出口销量。

● 公司未来的高增长仍可期待

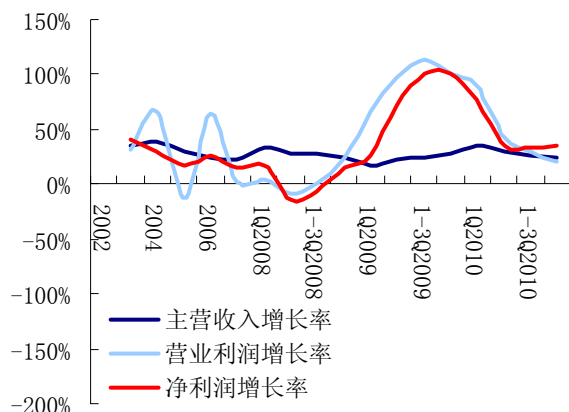
（1）10 年年底产品提价将有效缓解糖蜜成本上涨压力，毛利率有所改善；（2）崇左三期、埃及 3 万吨产能逐步投产将缓解目前产能瓶颈；（3）增发项目实施带来产品结构的调整；（4）管理层将尽快完成解禁所需净利润，以期在三年后尽可能多地解禁所持股份（标的资产未来 7 年要实现净利润 6.47 亿元，方能将增发股份全部解禁）。

● 维持“推荐”评级

公司 11-13 年摊薄后 EPS（按照增发后的 3.06 亿股）分别为 1.29 元、1.64 元和 2.04 元，对应目前股价 PE 分别为 27.6 倍、21.8 倍和 17.4 倍，考虑到未来产能扩张以及增发项目带来的产品结构调整，维持“推荐”评级。

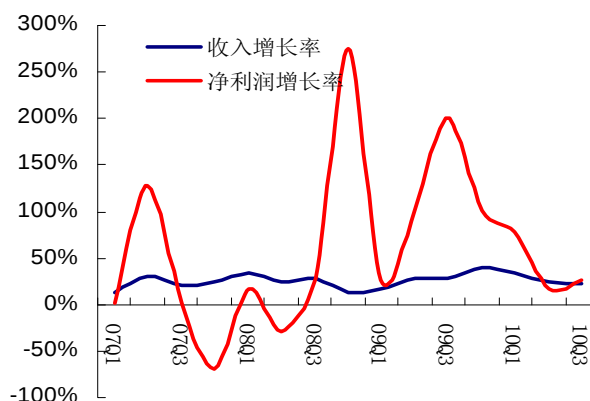
单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,101	2,580	3,132	3,697
YOY	24.6%	22.8%	21.4%	18.0%
营业利润	354	478	675	842
归属母公司净利润	285	394	557	697
EPS(元)	0.98	1.29	1.64	2.04
P/E	36.4	27.6	21.8	17.4
P/B	7.5	6.6	6.3	5.3

图表 1: 公司季度累计经营情况



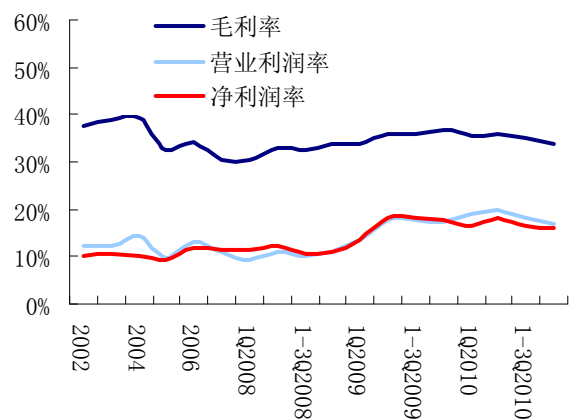
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度经营情况



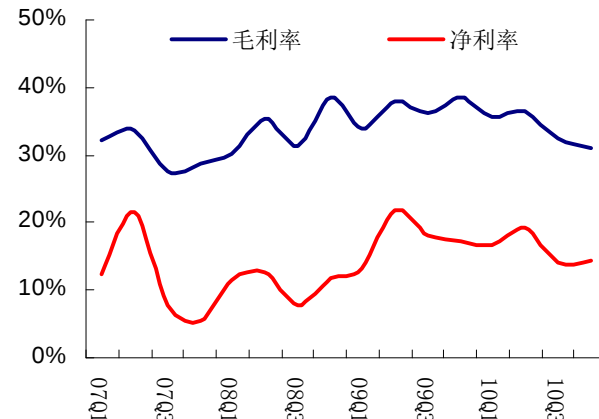
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司季度累计经营情况



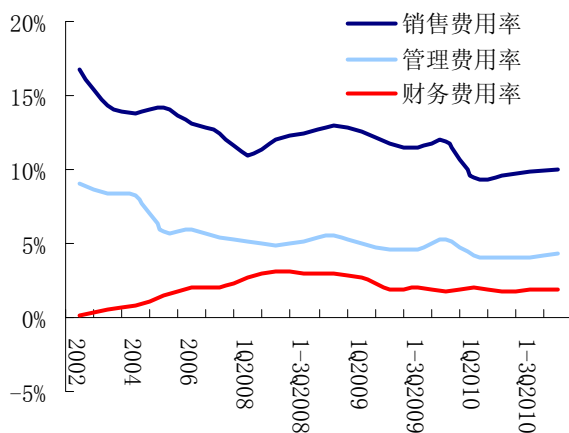
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司单季度经营情况



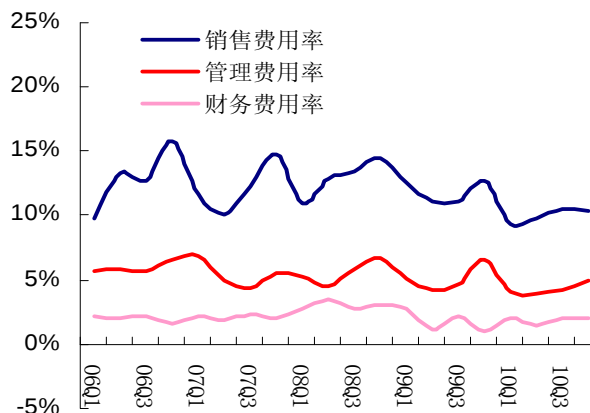
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司季度累计经营情况



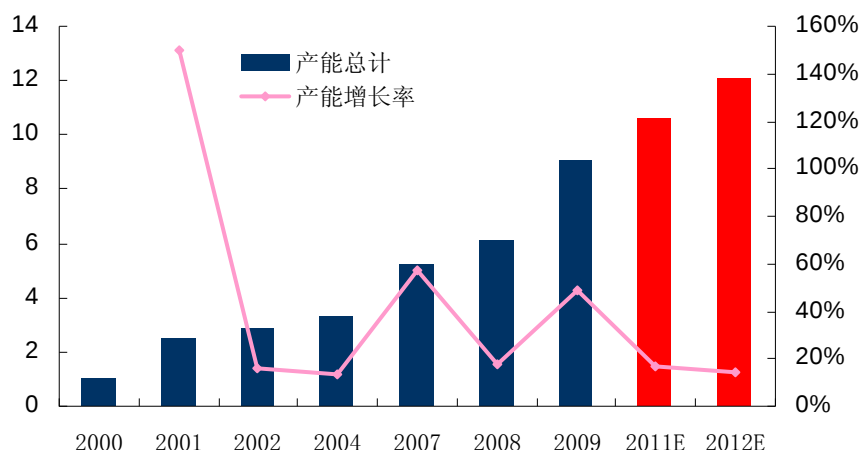
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司酵母产能变化情况



数据来源: 公司 国联证券研究所

图表 8: 公司单季度利润表

单位: 百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.90	497.20	467.05	520.37	599.16
二、营业总成本	282.06	301.83	310.16	303.35	331.36	350.00	415.58	378.45	413.14	520.16
其中: 营业成本	210.74	227.50	220.45	229.60	259.93	270.34	306.40	300.85	330.35	413.80
营业税金及附加	1.98	2.97	2.56	1.57	2.77	2.78	4.46	2.35	5.28	1.76
销售费用	42.02	44.27	51.96	43.74	46.47	46.76	62.92	43.92	50.90	62.51
管理费用	14.71	19.21	23.80	17.49	17.60	19.93	32.96	19.33	20.09	29.86
财务费用	11.50	8.89	10.78	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12	12.33
资产减值损失	1.11	(1.01)	0.62	1.33	0.02	0.86	3.71	2.24	(0.61)	(0.10)
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益	(2.26)	(0.98)	(0.23)	2.50	(3.16)	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	6.11	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89
四、营业利润	41.75	28.27	47.46	46.59	90.38	72.91	81.62	88.60	107.23	80.89
加: 营业外收入	2.12	2.53	2.71	0.75	6.53	9.50	2.69	1.76	7.71	21.18
减: 营业外支出	0.58	0.29	1.06	0.03	0.02	0.23	0.29	0.03	0.36	0.84
五、利润总额	43.29	30.50	49.12	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58	101.23
减: 所得税	1.75	4.67	7.16	1.06	5.38	6.00	(1.34)	12.53	14.67	15.41
六、净利润	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91	85.82
减: 少数股东损益	7.01	7.88	14.53	15.23	21.28	22.14	30.47	22.84	17.61	6.84
七、归属母公司所有者净利润	34.53	17.95	27.43	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97	82.30	78.97
EPS	0.13	0.07	0.10	0.11	0.26	0.20	0.20	0.20	0.27	0.26
收入增长率	27%	13%	17%	28%	28%	39%	34%	24%	22%	21%
毛利率	31%	38%	34%	38%	36%	38%	36%	37%	33%	31%
营业利润率	9%	13%	13%	22%	17%	16%	19%	21%	15%	14%
净利率	8%	12%	13%	22%	18%	17%	17%	19%	14%	14%
营业税金率	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
销售费用率	13%	15%	13%	11%	11%	13%	9%	10%	10%	10%
管理费用率	6%	7%	5%	4%	5%	7%	4%	4%	4%	5%

财务费用率	3%	3%	3%	1%	2%	1%	2%	1%	2%	2%
所得税率	15%	15%	2%	6%	7%	-2%	14%	13%	17%	15%
净利润增长率	28%	276%	26%	103%	201%	100%	77%	17%	27%	44%

数据来源: WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 11-01-24

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,101	2,580	3,132	3,697
营业成本	1,392	1,647	1,901	2,186
营业税金及附加	12	18	22	30
销售费用	211	271	345	425
管理费用	87	116	147	185
EBIT	399	524	713	867
财务费用	40	51	44	31
资产减值损失	-4	0	0	0
投资净收益	2	6	6	6
营业利润	354	478	675	842
营业外净收入	19	15	15	15
利润总额	393	493	690	857
所得税	57	74	103	129
净利润	336	419	586	729
少数股东损益	51	25	29	32
归属母公司净利润	285	394	557	697

主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.6%	22.8%	21.4%	18.0%
营业利润	21.4%	35.2%	41.0%	24.8%
净利润	35.6%	38.4%	41.3%	25.0%
获利能力				
毛利率(%)	33.8%	36.2%	39.3%	40.9%
净利率(%)	16.0%	16.3%	18.7%	19.7%
ROE(%)	19.7%	24.0%	29.0%	30.7%
ROA(%)	9.7%	12.8%	17.0%	20.6%
偿债能力				
流动比率	1.04	1.23	1.67	3.05
速动比率	0.53	0.64	0.89	1.63
资产负债率%	47.3%	42.9%	37.5%	28.7%
营运能力				
总资产周转率	71.6%	83.8%	95.5%	109.1%
应收账款周转天数	33.94	33.94	33.94	33.94
存货周转天数	123.93	123.93	123.93	123.93
每股收益	0.98	1.29	1.64	2.04
每股净资产	4.73	5.37	5.64	6.67
P/E	36.4	27.6	21.8	17.4
P/B	7.5	6.6	6.3	5.3

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	167	145	178	208
应收款项净额	195	240	291	344
存货	477	507	590	687
其他流动资产	131	161	196	231
流动资产总额	971	1,053	1,255	1,470
固定资产	1,632	1,766	1,741	1,632
无形资产	101	97	93	89
长期股权投资	38	77	115	153
其他长期资产	46	46	46	46
资产总额	2,934	3,079	3,280	3,389
短期借款	602	501	338	0
应付款项	251	267	311	362
其他流动负债	77	85	101	119
流动负债	930	853	750	482
长期借款	429	429	429	429
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	28	40	52	64
负债总额	1,386	1,322	1,230	974
少数股东权益	100	113	127	143
股东权益	1,447	1,644	1,923	2,271
负债和股东权益	2,934	3,079	3,280	3,389

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
税后利润	285	394	557	697
加: 少数股东损益	32	13	15	16
公允价值变动	4	0	0	0
折旧和摊销	0	176	189	195
营运资金的变动	-545	-69	-97	-103
经营活动现金流	-225	514	663	804
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	-38	-38	-38	-38
固定资产投资	-210	-200	-150	-50
投资活动现金流	-248	-238	-188	-88
股权融资	66	0	0	0
负债净变化	429	0	0	0
支付股利、利息	-107	-197	-279	-348
其它融资现金流	-157	-101	-163	-338
融资活动现金流	551	-298	-442	-686
现金净变动额	79	-22	33	30

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。