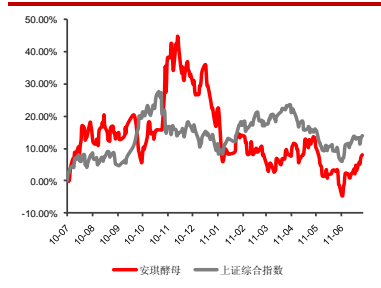


公司评级

推荐（维持）

公司近一年走势



相关报告

《等待产能释放和新业务发力——安琪酵母（600298）中报点评》

2011年1月28日

《寻找确定性——食品饮料行业2011年中期投资策略》

2010年6月30日

《通胀&升级 酒香四溢——食品饮料行业2011年投资策略》

2010年12月30日

《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续——食品饮料4季度投资策略》

2010年10月8日

《白酒业绩喜人 旺季消费将启——食品饮料9月投资策略》

2010年9月1日

研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

成本压力未减 明年高增可期

——安琪酵母（600298）2011年中报点评

事件：

公司公布2011年中期报告。

点评：

- 中报收入增速低于公司计划（公司计划全年收入28亿元）。2011年1-6月，公司实现营业收入12.26亿元，同比增长24.22%；归属于母公司的净利润17,372万元，同比增长26.55%；每股收益0.5676元。

上半年影响公司业绩的两大因素是：

- 糖蜜价格上行，压缩公司盈利。糖蜜占公司生产成本的40%，公司于上年10月到本年4月完成糖蜜采购。今年上半年，糖蜜价格持续上行维持高位运行，价格上涨至1250元/吨。受此影响，公司酵母及深加工毛利率下降3.68个百分点，为32.75%。目前，国内糖蜜价格已高于国际市场糖蜜价格，下半年糖蜜价格回落概率较大。
- 出口增速放缓。由于受到中东、北非政局动荡以及人民币汇率升值的影响，公司出口收入增长放缓，出口收入同比增长15.32%，增幅低于去年的23.19%，更低于去年中期的41.61%。

我们仍看好公司未来的增长，主要原因如下：

- 非公开发行股份已获得中国证监会核准，增发项目促产业链延伸和升级。公司下半年将完成增发相关事宜，增发项目包括：（1）年产5000吨新型酶制剂生产线项目；（2）年产10000吨生物复合调味料生产线项目；（3）年产8000吨复合生物饲料生产线项目；（4）生物保健食品生产基地项目；（5）埃及年产15000吨高活性干酵母项目。随着增发项目的实施，公司产业将由传统业务向新兴酶制剂和酵母深加工升级。公司上半年已经利用自有资金开始增发项目的建设。
- 公司酵母业务稳健发展，未来产能将继续扩张。上半年，公司国内收入同比增长30.68%，保持了平稳增长。公司未来将继续在糖蜜产地包括埃及、广西、云南通过新建或扩建酵母生产线。公司已计划在广西

柳州新建年产 2 万吨高活性干酵母生产线项目， 2012 年 7 月投产。

- **公司战略目标清晰。**公司明确要成为国际化、专业化的生物技术大公司，“十二五”期末，公司规划实现酵母产能 20 万吨，营业收入 60 亿元的战略目标。

总的而言，我们认为 2011 年可能是公司业绩的低点，2012 年随着相关产能的释放和项目的投产，业绩有望实现快速增长。

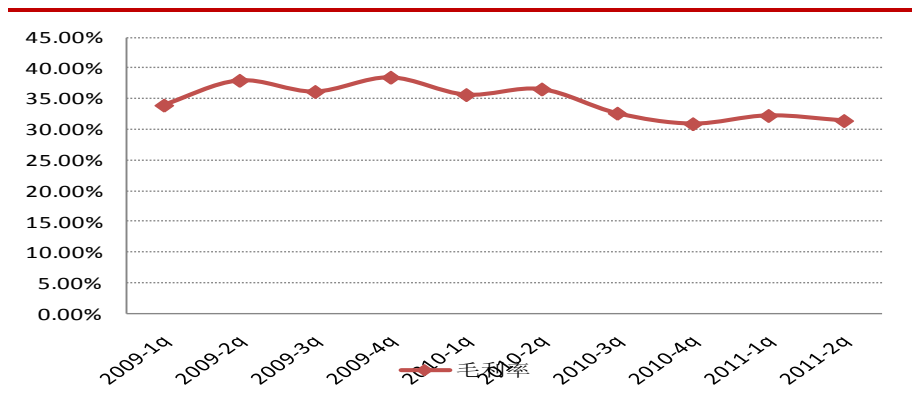
- **盈利预测和评级。**预计公司 2011 和 2012 年的 EPS 为 1.22 元和 1.7 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 29X 和 21X，维持“推荐”的评级。
- **风险提示。**埃及政局的稳定性或影响公司埃及项目的进度以及出口业务的开展；糖蜜价格上行的风险；项目建设进展不达预期的风险。

图表 1：公司中报分业务情况

	营业收入（万元）	收入YOY（%）	毛利率（%）	毛利率变化
酵母及深加工	112,687.00	21.36%	32.75%	减少3.68个百分点
奶制品行业	1,535.00	1.17%	16.17%	增加1.17个百分点
其他行业	8,258.00	89.12%	22.46%	减少11.72个百分点

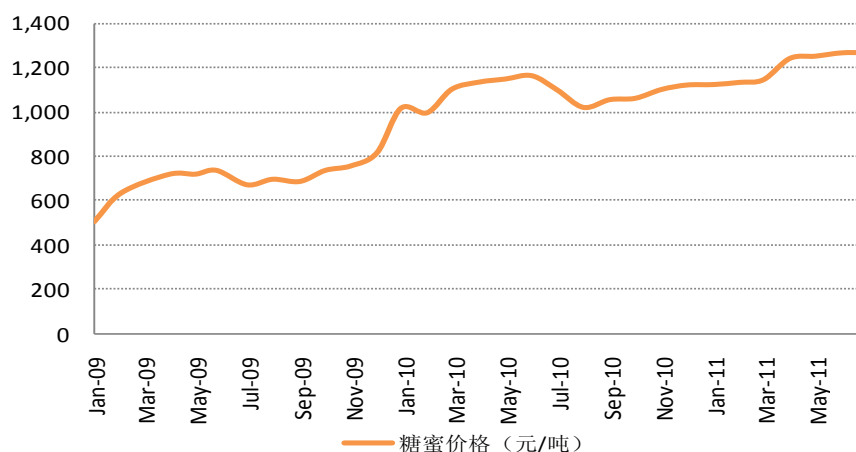
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 2：公司综合毛利率下降



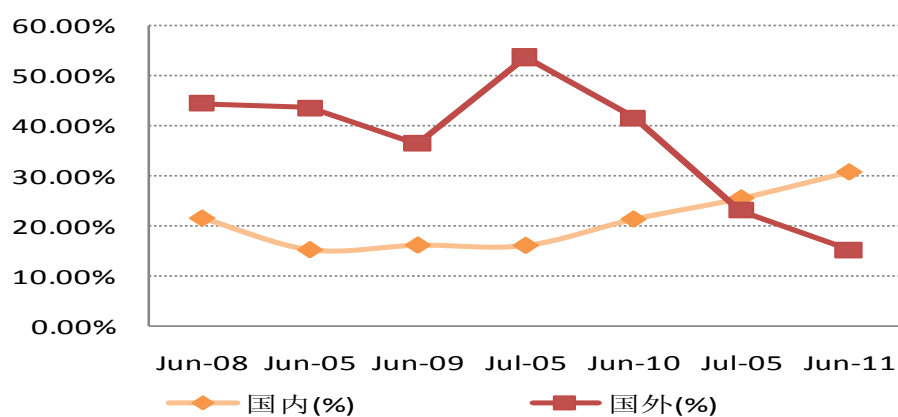
数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 3：糖蜜价格持续上行



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司内销、出口收入增速



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：公司增发项目已开始建设

项目	项目金额	项目进度
年产5000吨新型酶制剂生产线	17,400	9.83%
年产8000吨复合生物饲料生产线	7,800.00	12.49%
年产10000吨生物复合调味料生产线	14,200.00	10.61%
生物保健食品生产基地生产线	12,200.00	10.43%
埃及15000吨酵母生产线	5,100	19.93%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 6：公司产能扩张节奏

	2007	2008	2009	2010	2011E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	3	3	3
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
山东滨州	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左		0.9	2	2	3.5
埃及					1.5
合计	5.2	6.1	9.2	10.7	12.2

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司盈利预测表

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	131,127	168,634	210,098	262,367	327,107
增长率	23.61%	28.60%	24.59%	24.88%	24.68%
减：营业税金及附加	953	1,157	1,191	1,574	1,963
销售费用	17,076	19,990	21,119	27,286	34,019
管理费用	7,309	8,799	9,061	11,282	14,066
财务费用	3,931	2,863	3,984	3,936	3,271
期间费用率	21.59%	18.77%	16.26%	16.20%	15.70%
资产减值损失	150	592	363	0	0
加：公允价值变动净收益	(630)	(66)	0	0	0
投资净收益	0	611	189	0	0
营业利润	14,539	29,150	35,387	44,227	62,070
增长率(%)	24.70%	100.49%	21.40%	24.98%	40.34%
加：营业外收入	848	1,947	4,037	2,000	2,000
减：营业外支出	221	57	145	0	0
利润总额	15,166	31,040	39,279	46,227	64,070
增长率(%)	13.74%	104.67%	26.54%	17.69%	38.60%
利润率(%)	11.57%	18.41%	18.70%	17.62%	19.59%
减：所得税费用	854	1,109	5,704	4,623	6,407
实际税负比率(%)	5.63%	3.57%	14.52%	10.00%	10.00%
净利润	14,312	29,931	33,575	41,604	57,663
归属母公司所有者的净利润	10,450	21,019	28,500	37,444	51,897
增长率	15.25%	101.15%	35.59%	31.38%	38.60%
净利润率(%)	10.91%	17.75%	15.98%	15.86%	17.63%
少数股东损益	3,862	8,912	5,075	4,160	5,766
总股本(万股)	0	0	0	0	0
每股收益(元)	0.34	0.69	0.93	1.22	1.70

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。