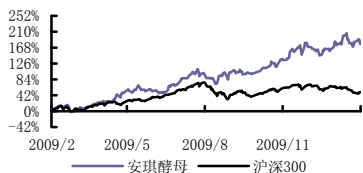


消费品及服务 - 食品

2010 年 2 月 5 日

市场数据	2010 年 2 月 4 日
当前价格 (元)	31.61
52 周价格区间 (元)	11.07-34.88
总市值 (百万)	8578.95
流通市值 (百万)	8578.95
总股本 (百万股)	271.40
流通股 (百万股)	271.40
日均成交额 (百万)	78.10
近一月换手 (%)	29.50%
Beta (2 年)	0.86
第一大股东	湖北安琪生物集团有限公司
公司网址	http://www.angelyeast.com.cn

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
安琪酵母	2.66%	16.47%	169.02%
沪深 300	-8.95%	-6.81%	48.58%

食品小组

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

食品小组, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

规模效益助推业绩增长

—安琪酵母 2009 年报点评

评级: 买入

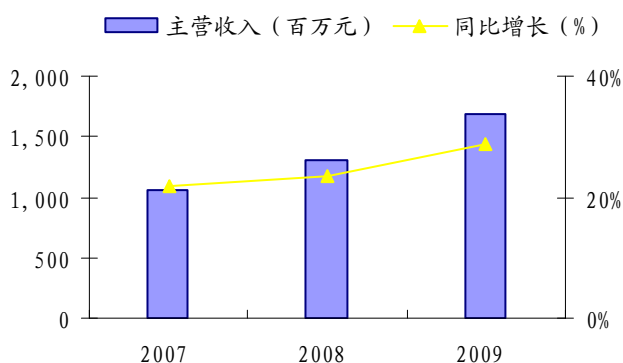
预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入 (百万元)	1686	2085	2593	3227	3227
净利润 (百万元)	210	269	338	427	427
每股收益 (元)	0.77	0.99	1.24	1.57	1.57
净利润增长率%	109.14%	27.74%	25.82%	26.26%	26.26%
每股净资产 (元)	2.92	3.71	4.71	5.96	5.96
市盈率	40.81	31.95	25.39	20.11	20.11
市净率	10.83	8.52	6.72	5.30	5.30
PEG	0.37	1.15	0.98	0.77	0.77

资料来源: 世纪证券研究所

- **净利润同比增长 101%。**2009 年公司营业收入和归属于母公司的净利润分别同比增长 28.6%和 101.15%。净利润增长率达到收入增长率 3 倍以上, 主要得益于公司规模效益所带来的毛利率的提高和成本费率的降低。
 - **2009 年公司酵母产能增长 50%。**主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长。国际化进程继续推进, 出口收入同比增长 53.65%, 明显超过国内市场销售收入增长率。
 - **销售毛利率同比上升 2.79 个百分点, 营业费率和管理费率创五年来新低。**由销售规模不断扩大而带来的规模效益显现, 公司的盈利能力明显提高, 期间费率同比下降 2.85 个百分点。
 - **未来公司的经营规模及业绩仍将快速提高。**随着 09 年投产项目的陆续达产, 以及 2010 年下半年崇左三期 1.5 万吨酵母及深加工产能投产 (0.8 万吨酵母提取物、5000 吨酵母)、2011 年埃及基地 1.5 万吨酵母产能的建成, 公司未来业绩增长较为明确。公司 2010 年计划实现主营业务收入 20.6 亿元, 预计到 2015 年, 公司可望实现 50 亿元的销售收入, 年均增长超过 20%。
 - **公司定向增发方案尚在进程之中。**增发使得管理层利益与股东利益趋于一致, 有利于从机制上解决管理层激励问题, 预计增发可提升公司每股收益 0.08 元-0.10 元。
 - **估值与评级。**不考虑增发对业绩的影响下, 预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.99 元、1.24 元, 对应动态市盈率分别为 31.9 倍、25.4 倍, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 新建项目进程低于预期, 出口受阻及人民币升值等超预期

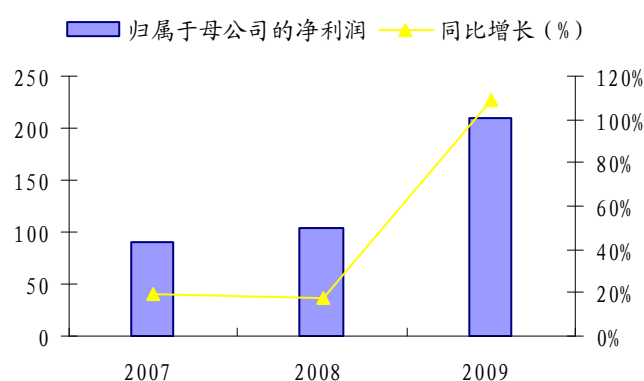
净利润同比增长 101%。2009 年，公司实现营业收入 16.86 亿元，同比增长 28.6%；归属于母公司所有者的净利润 21,019 万元，同比增长 101.15%；每股收益 0.7745 元，同比增长 101.15%；加权平均净资产收益率达到 22.19%。公司净利润增长率达到收入增长率 3 倍以上，主要得益于公司规模效益所带来的毛利率的提高和成本费率的降低。报告期内，公司的毛利率提高了 2.79 个百分点，期间费率下降 2.85 个百分点。

Figure 1 公司主营收入及增长率



资料来源：WIND、世纪证券

Figure 2 公司净利润及增长率



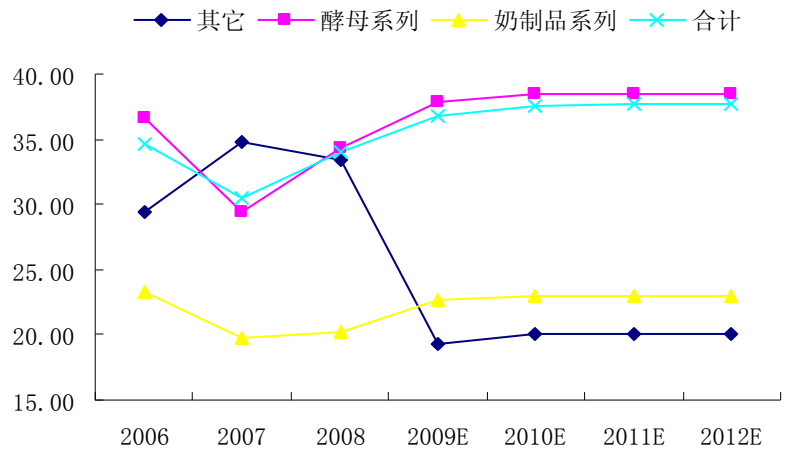
资料来源：WIND、世纪证券

2009 年公司酵母产能增长 50%。主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品均保持较好地增长。销售规模的不断扩大、多业务的全面发展和良好的市场服务使“安琪”在国内酵母市场的第一品牌地位得到进一步巩固。09 年，公司伊犁二期（1.5 万吨酵母及提取物）、崇左二期（1.1 万吨）及其他基地技改项目陆续投产，酵母系列产品产能达到 9.2 万吨。

国际化进程继续推进。09 年出口收入达到 6.6 亿元，同比增长 53.65% 明显超过国内市场的销售收入增长率（16.21%）。公司产品出口到 100 多个国家和地区，出口量约占总出口量 50% 左右，继续保持国内第一大酵母出口企业地位。目前，公司出口收入已占销售收入的 42%，安琪的品牌已得到国际认可，知名度和信誉度不断提升。

销售毛利率达到 36.82%，同比上升了 2.79 个百分点。由于生产规模扩大，固定费用降低，生产成本控制良好等因素，公司营业成本增幅（23.2%）低于营业收入增长（28.6%），盈利能力进一步增强。

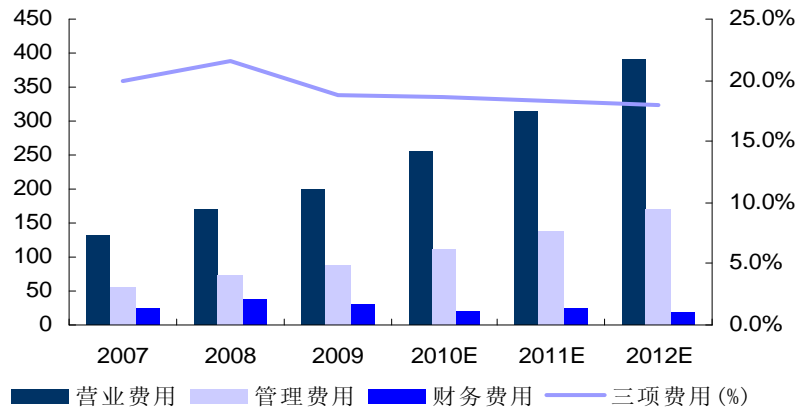
Figure 3 公司产品毛利率



资料来源: WIND、世纪证券

营业费率和管理费率创五年来新低。由销售规模不断扩大而带来的规模效益显现, 09年公司的营业费用和销售费用增长率为17%和20%, 营业费率和管理费率达到11.86%和5.22%, 均创5年来新低。财务费用较上年下降27.7%, 主要在于公司增加使用利率较低的票据以及减少利率较高的借款所致。

Figure 4 公司期间费用情况



资料来源: WIND、世纪证券

未来公司的经营规模及业绩仍将快速增长。随着09年投产项目的陆续达产, 以及2010年下半年崇左三期1.5万吨酵母及深加工产能投产(0.8万吨酵母提取物、5000吨酵母)、2011年埃及基地1.5万吨酵母产能的建成, 公司未来业绩增长较为明确。公司2010年计划实现主营业务收入20.6亿元, 预计到2015年, 公司可望实现50亿元的销售收入, 年均增长超过20%。

公司定向增发方案尚在进程之中。公司计划向湖北日升科技有限公司发行股份购买其持有的安琪酵母（伊犁）有限公司 30%的股权、安琪酵母（赤峰）有限公司 10.5%的股权、宜昌宏裕塑业有限责任公司 65%的股权。增发实际是管理层将其持有的控股子公司的股权换成上市公司股权，管理层利益与股东利益趋于一致，有利于从机制上解决管理层激励问题，预计增发可提升公司每股收益 0.08 元-0.10 元。

估值与评级。不考虑增发对业绩的影响下，预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.99 元、1.24 元，对应动态市盈率分别为 31.9 倍、25.4 倍，给予“买入”评级。

风险提示：新建项目进程低于预期，出口受阻及人民币升值等超预期。

Figure 5 主要产品收入及毛利率预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入					
其它	57	68	75	83	91
酵母系列	1,222	1,584	1,980	2,475	3,094
奶制品系列	30	29	30	35	42
合计	1,308	1,681	2,085	2,593	3,227
毛利率					
其它	33	19	20	20	20
酵母系列	34	38	39	39	39
奶制品系列	20	23	23	23	23
合计	34	37	38	38	38

资料来源：WIND、世纪证券

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.