

## 安琪酵母：出口增速与业绩质量“双高”

——安琪酵母（600298）09 年报点评

2010 年 2 月 5 日

推荐/维持

安琪酵母

财报点评

刘家伟 食品饮料行业分析师

010-66507309

Email: [liujw@dxzq.net.cn](mailto:liujw@dxzq.net.cn) MSN: ynynljw999@hotmail.com

### 事件：

安琪酵母 2 月 5 日公布 09 年报：主营产品均较好增长，业务规模扩大，出口增长 54%；全年收入 16.86 亿元，同比 28.6%；净利润 2.1 亿元，同比 101.15%；EPS0.77 元，扣除非经常性损益 0.72 元；毛利率、净利率和净资产市盈率均有提高；拟 10 派 1.3 元。公司呈现出口收入高增长和业绩增长高质量的“双高”态势。

表 1 公司分季度财务指标

指标	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	296.25	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.90	497.20
增长率（%）	33.46	24.77	27.38	12.69	17.28	28.43	27.73	38.94
毛利率（%）	30.22	35.37	31.29	38.40	33.92	37.93	36.08	38.38
期间费用率（%）	18.91	20.93	21.86	24.18	20.39	16.39	17.98	20.32
营业利润率（%）	9.42	12.80	8.54	13.26	13.41	21.58	17.24	16.42
净利润（百万元）	33.78	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37
增长率（%）	23.55	-26.17	25.98	142.88	36.94	120.27	194.89	103.44
每股盈利（季度，元）	0.09	0.22	0.28	0.39	0.11	0.37	0.57	0.77
资产负债率（%）	45.31	50.90	51.16	51.41	53.63	52.73	49.14	48.87
存货周转率（%）	0.69	1.33	2.10	2.64	0.59	1.25	1.94	2.73
应收账款周转率（%）	3.81	7.43	12.44	18.37	4.19	9.38	13.52	19.84

### 评论：

#### 积极因素：

- **业务大扩张，出口高增长。**全年主导产品酵母、酵母抽提物、生物饲料、营养健康产品销售规模不断扩大并保持较好增长，多业务全面发展和良好市场服务使“安琪”在国内酵母市场的第一品牌地位得到进一步巩固公司继续推进国际化进程，全年出口收入达到 6.6 亿元，同比增长 53.65%，产品出口到 100 多个国家和地区，继续保持国内第一大酵母出口企业地位；入选“中国马德里商标国际注册十强企业”，进入“中国大企业集团竞争力 500 强榜单”
- **增长高质量。**生产规模扩大、固定费用降低和生产成本控制良好等因素导致营业成本增幅低于营业收入增幅，盈利能力进一步增强，毛利率达到 36.82%，同比上升 2.79 个百分点；加权平均净资产收益率从 08 年 12.57% 提升至 22.19%，提升 9.62 个百分点；每股净资产从 08 年的 3.19 元增至 3.84 元，增长 20.21%；总资产 20.34 亿元增至 23.41 亿元，增长 15.06%，股东权益从 08 年的 8.56 亿元增至 10.11 亿元，增长 20.2%

- **研发成果显著。**公司高度重视研究开发工作，09 年技术创新贡献率达到27.12%，新开发产品46 个，工艺改进39 项，4 项产品通过了科技成果鉴定，企业技术中心通过国家评价认定，综合得分在全国575 家企业中排名第88 位；全年共申报发明专利33 件，其中国内发明专利14 件，国际发明专利19 件，授予专利权5 件
- **节能与环保效果比较突出。**公司及各子公司生产成本控制良好，各生产线通过岗位改善、节能降耗有效降低了各项消耗，生产成本对比计划节约3000 多万元；全年公司及各子公司环保治理的技术改造全面完成，环保处理技术及稳定运行进步明显，环保副产品销售实现产销平衡

#### 消极因素：

- 2009年首次到海外设厂，面临一定的投资、建设、管理、运营和文化整合难以到位等风险
- 国内市场与酵母排行全球排名第一、第二和第四的几家外资和合资企业的竞争可能会进一步加剧等

#### 业务展望：

**1. 2010年收入可达20.6亿元。**公司在09年报中披露：2010 年公司将采取多种措施，努力完成公司经营目标，实现向特定对象发行股份购买资产之目标资产盈利预测利润数；2010年实现主营业务收入20.6 亿元，力争净资产收益率比2009 年度有所增加。

**2. 公司业务快速增长态势可望延续。**主要理由是：**其一，新的激励机制逐步到位。**公司拟向特定对象发行股份购买资产，有望建立新的团队和骨干激励机制，有助于增强公司核心竞争力和凝聚力，进一步推动出口高增长和业绩高质量的“双高”态势。为增强上市公司的综合竞争力、减少关联交易，进一步完善公司法人治理结构，公司在09年三季度决定向日升公司定向增发股份购买其持有安琪酵母(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。此举属于关联交易，相关事宜尚在进行当中。实施完毕后公司股本将增加3823万股，总股本达到30963万股，业绩摊薄约14%。**其二，现有的各种优势将继续发挥作用。**公司规模和地位显赫，是酵母行业的国内老大、全球老三；成长性突出，近几年收入和净利润增速保持在两位数；技术、市场和产品布局已从中国走向国际化等，而且产品不断创新，国内市场份额独占优势，在国际市场上也具有较强的竞争优势。

#### 盈利预测

我们在09年9月份对公司首次调研后发布的《增发优化资源 推动打造国际化酵母龙头——安琪酵母（600298）调研快报（2009.9.11）》中通过模型测算的09年EPS为0.74元，比较符合公司发布的业绩；综合公司各方面情况，我们预计2010-2012年公司收入年均增速可达25%甚至更高，净利润增速可达47.51%、29.74%和39.53%左右，为3.10亿元、4.024亿元和5.61亿元左右，EPS约为1.001元、1.299元和1.813元。

#### 投资建议：

公司所处酵母行业虽然是小行业，却具有较强的抵御经济波动风险能力，历史估值重心在45倍左右，鉴于2010年资本市场不确定性较多，按照35倍PE测算，2010-2011年公司股票对应目标价在35.20元至45.60元之间，绝对估值FCFE42.53元，与目前31元左右相比还有12%-45%左右上升空间，故予以“推荐”评级。

表 2 2009 年公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标变动情况	主要原因
1	交易性金融资产比期初减少 3,858,750 元	出售所持有的“凯乐科技”股票
2	应收票据比期初增加 74.28%	收到的银行承兑汇票期末尚未到期
3	其他应收款比期初增加 212.47%	本期应收出口退税款增加
4	固定资产比期初增加 47.84%、在建工程较期初减少 83.72%	安琪伊犁和安琪崇左扩建项目完工转固
5	递延所得税资产较期初增加 96.12%	确认子公司销售母公司存货未实现销售利润所产生的递延所得税资产
6	应付票据较期初增加 164.99%	本期开具的票据增加
7	应交所得税增加、应交税费较期初增加 189.32%	本期利润大幅增长
8	应付利息较期初增加 374.76%	公司发行的短期融资券为到期一次还本付息、公司按月计提利息
9	应付股利较期初增加 2046.46%	尚未支付的少数股东股利
10	其他应付款较期初增加 65.02%	暂收往来款项增加
11	一年内到期的非流动负债较期初增加 313.25%	安琪崇左的长期借款将于一年内到期，报表重分类
12	其他非流动负债较期初增加 50.68%	本期收到的项目拨款增加
13	资产减值损失较上年同期增加 295.46%	期末对无使用价值且不需用的原材料以及超过保质期的库存商品全额计提存货跌价准备所致
14	公允价值变动收益较上年同期减少 89.49%	公司出售持有的“凯乐科技”股票，结转以前年度累计损益
15	营业外收入较上年同期增加 129.62%	本期收到与收益相关的政府补助大幅增长
16	营业外支出较上年同期减少 74.40%	上年公司对外捐赠支出较多，导致基数较大
17	收到的税费返还较上年同期增加 91.22%	本期出口收入大幅增长，出口退税额增长
18	收到其他与经营活动有关的现金增加 214.32%	本期收到的政府补助 以及项目拨款增长
19	偿还债务支付的现金较上年同期增加 114.50%	经营活动产生的现金流充裕，偿还银行借款
20	筹资活动产生的现金流量净额较上年同期减少 64.55%	公司加大票据使用量，偿还银行借款

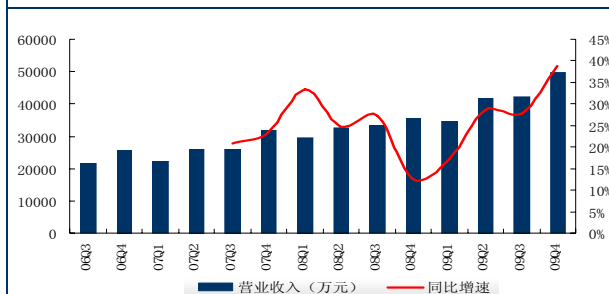
资料来源：公司 09 年报，东兴证券研究所

表 3 公司业绩预测表

百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,311.27	1,686.34	2,057.33	2,571.66	3,214.58
(+/-)%	23.61%	28.60%	22.00%	25.00%	25.00%
经营利润（EBIT）	337.27	521.62	461.95	632.85	844.27
(+/-)%	25.19%	54.66%	-11.44%	37.00%	33.41%
净利润	104.50	210.19	310.05	402.27	561.28
(+/-)%	15.25%	101.15%	47.51%	29.74%	39.53%
每股净收益（元）	0.385	0.775	1.001		1.299

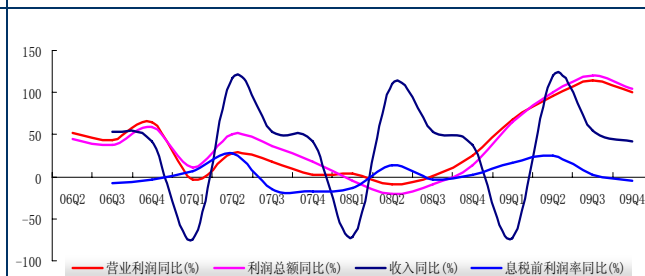
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 1：06Q2-2009 公司收入变动情况



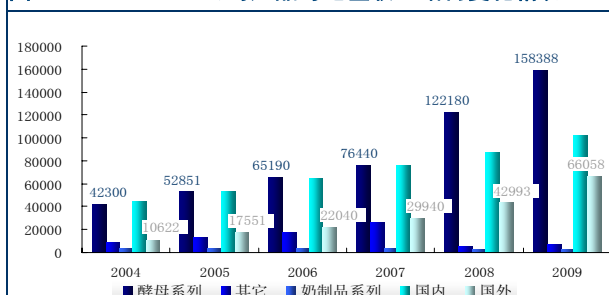
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 2：06Q2-2009 公司营业利润等指标变动情况



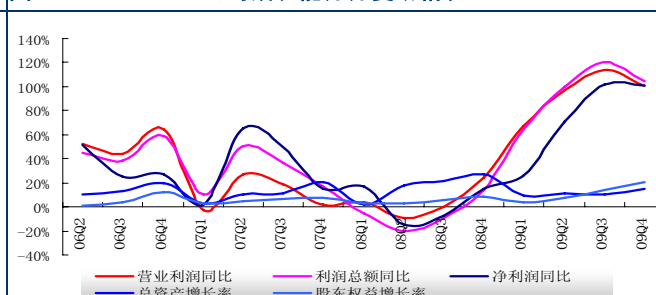
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 3：06Q2-2009 公司产品与地区收入结构变化情况



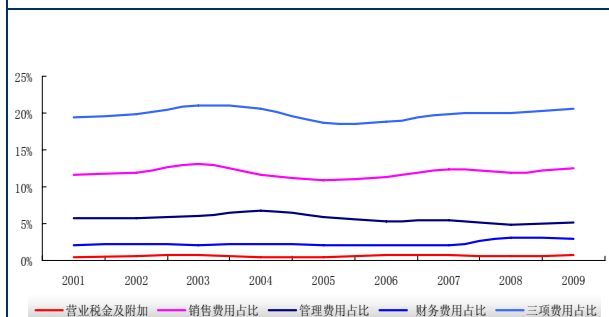
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 4：06Q2-2009 公司成长能力变动情况



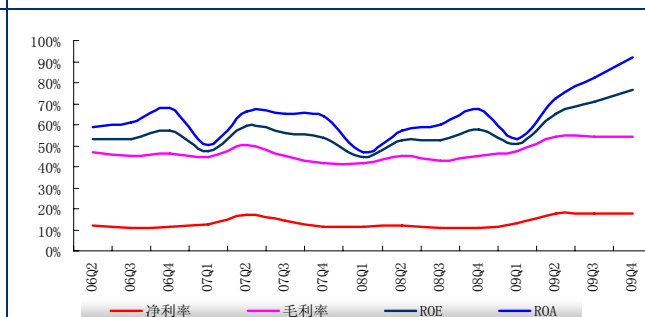
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 5：06Q2-2009 公司税金及各项费用占比变化情况



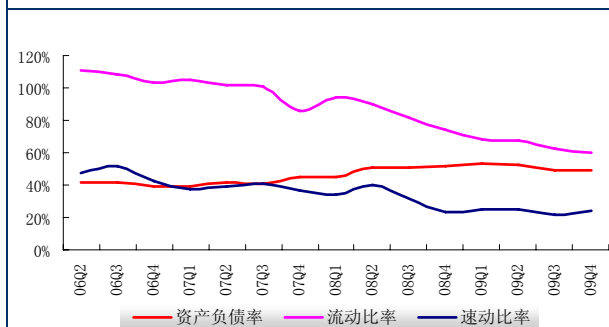
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 6：06Q2-2009 公司盈利质量与盈利能力变动情况



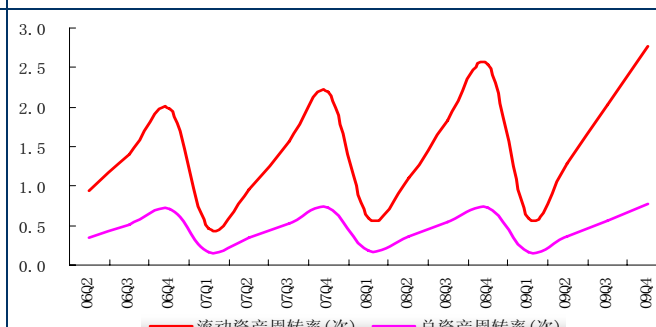
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 7：06Q2-2009 公司资本结构与偿债能力变化情况



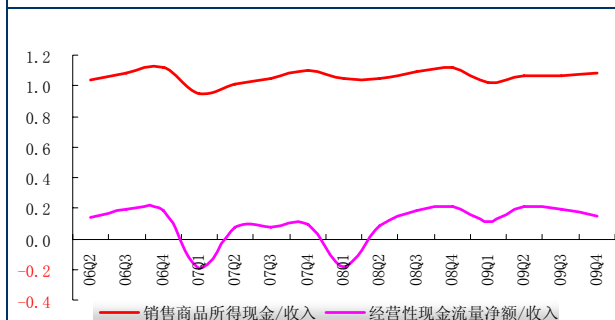
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 8：06Q2-2009 公司运营能力变化情况



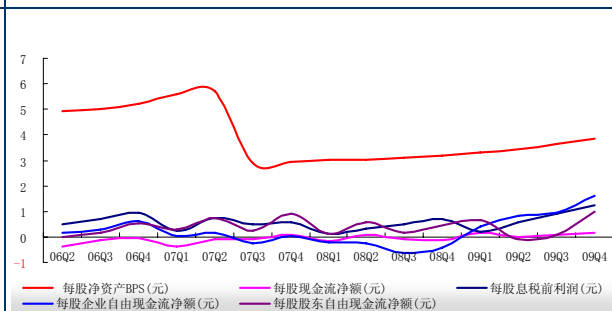
资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 9：06Q2-2009 公司现金流变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

图 10：06Q2-2009 公司每股财务指标变动情况



资料来源：公司披露，东兴证券研究所

## 相关研究报告

1. 增发优化资源 推动打造国际化酵母龙头——安琪酵母（600298）调研快报（2009.9.11）
2. 安琪酵母：三季度增长两倍 全年预增超 100%——安琪酵母（600298）09 年三季度报点评（2009.10.23）

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业研究员，消费品行业研究小组负责人，2007 年加盟东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。