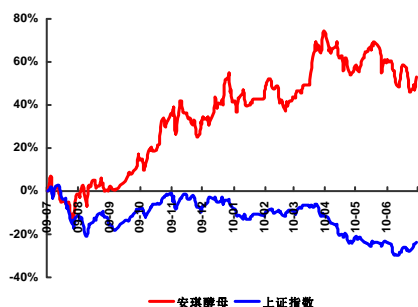


2010年7月24日

评级：推荐

52周走势

报告作者

国联证券研究所综合组

组长 强系璧

执业证书编号：S0590208070088

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半年报分析
经营数据：

公司2010年上半年实现营业收入9.87亿元，同比增长28.87%；营业利润1.96亿元，同比增长42.97%；归属于母公司的净利润1.37亿元，同比增长35.59%；每股收益0.4953元，同比增长32.79%。

分析结论：
● 海外收入增长快于国内

公司上半年实现出口产品销售收入4.03亿元，同比增长41.61%，快于国内21.39%的增速。主要原因在于公司继续推进国际化战略，加大国际市场开拓力度，同时对出口产品进行提价。

● 提价和调结构缓解成本上升

年初由于甘蔗减产及西南干旱，糖蜜供应环比出现下滑，加上印度和泰国干旱，部分中国糖蜜出口至泰国形成分流，造成糖蜜价格由700~800元上涨至1100元的近年高位，公司通过出口产品提价和调整产品结构，基本对冲糖蜜带来的影响。

● 未来三年迎来高增长

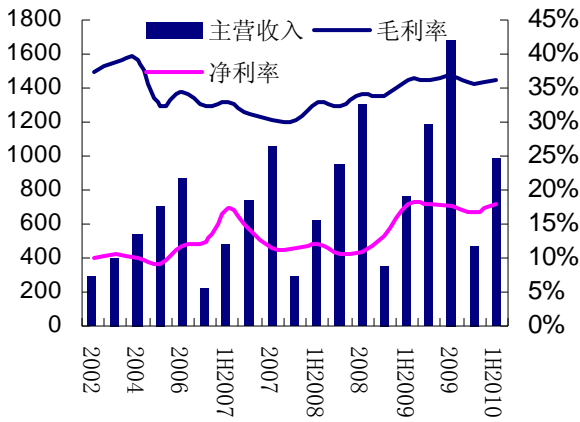
(1) 糖蜜成本压力将较上半年有所减缓；(2) 崇左三期、埃及项目逐步投产带来增量收入；(3) 产品结构的调整；(4) 管理层将尽快完成解禁所需净利润，以期在三年后尽可能多地解禁所持股份。（标的资产未来7年要实现净利润6.47亿元，方能将增发股份全部解禁。）

● 维持“推荐”评级，合理价格39.5~42.3元

公司10-12年摊薄后EPS（按照增发后的3.06亿股）分别为1.13元、1.41元和1.70元，对应目前股价PE分别为30倍、24倍和20倍，考虑到未来海外扩张和产品结构调整，给予公司10年35倍PE，11年30倍PE，对应其合理价格为39.5~42.3元，维持“推荐”评级。

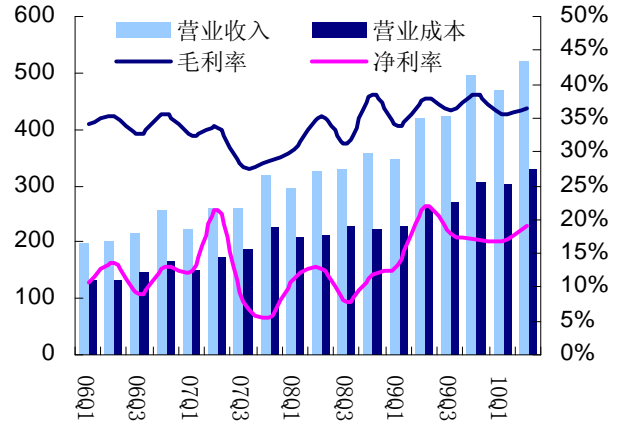
单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,686	2,076	2,365	2,667
YOY	28.6%	23.1%	13.9%	12.8%
营业利润	292	376	450	544
归属母公司净利润	210	327	432	521
EPS(元)	0.77	1.13	1.41	1.70
P/E	44.4	30.3	24.3	20.2
P/B	9.0	8.2	7.4	6.3

图表 1: 公司季度累计经营情况



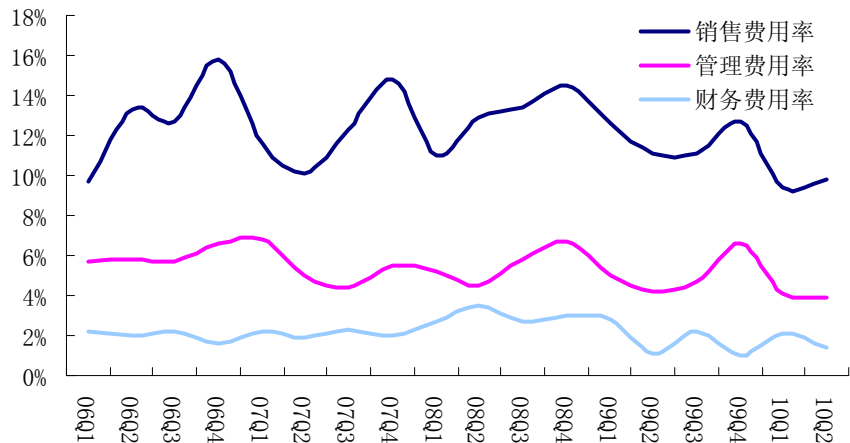
数据来源: WIND 国联证券研究所

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: 公司期间费用呈下降趋势, 销售费用率上半年下降明显



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 国内单季度利润表

单位: 百万元	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2
一、营业总收入	296.25	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.90	497.20	467.05	520.37
二、营业总成本	265.52	282.06	301.83	310.16	303.35	331.36	350.00	415.58	378.45	413.14
其中: 营业成本	206.71	210.74	227.50	220.45	229.60	259.93	270.34	306.40	300.85	330.35
营业税金及附加	2.02	1.98	2.97	2.56	1.57	2.77	2.78	4.46	2.35	5.28
销售费用	32.51	42.02	44.27	51.96	43.74	46.47	46.76	62.92	43.92	50.90
管理费用	15.37	14.71	19.21	23.80	17.49	17.60	19.93	32.96	19.33	20.09
财务费用	8.14	11.50	8.89	10.78	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12
资产减值损失	0.77	1.11	(1.01)	0.62	1.33	0.02	0.86	3.71	2.24	(0.61)
三、其他经营收益										

公允价值变动净收益	(2.82)	(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	0.00	6.11	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	27.91	41.75	28.27	47.46	46.59	90.38	72.91	81.62	88.60	107.23
加：营业外收入	1.12	2.12	2.53	2.71	0.75	6.53	9.50	2.69	1.76	7.71
减：营业外支出	0.28	0.58	0.29	1.06	0.03	0.02	0.23	0.29	0.03	0.36
五、利润总额	28.74	43.29	30.50	49.12	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58
减：所得税	(5.03)	1.75	4.67	7.16	1.06	5.38	6.00	(1.34)	12.53	14.67
六、净利润	33.78	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91
减：少数股东损益	9.20	7.01	7.88	14.53	15.23	21.28	22.14	30.47	22.84	17.61
七、归属母公司所有者净利润	24.58	34.53	17.95	27.43	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97	82.30
EPS	0.09	0.13	0.07	0.10	0.11	0.26	0.20	0.20	0.20	0.27

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: 10-07-24

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,686	2,076	2,365	2,667
营业成本	1,066	1,293	1,463	1,626
营业税金及附加	12	15	17	19
销售费用	200	249	284	320
管理费用	85	125	142	160
EBIT	324	391	456	539
财务费用	29	22	12	2
资产减值损失	-7	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	292	376	450	544
营业外净收入	6	15	15	15
利润总额	310	391	465	559
所得税	11	20	23	28
净利润	299	371	442	531
少数股东损益	89	44	10	10
归属母公司净利润	210	327	432	521

主要财务比率	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	28.6%	23.1%	13.9%	12.8%
营业利润	100.5%	28.9%	19.8%	20.7%
净利润	101.1%	55.7%	32.0%	20.5%
获利能力				
毛利率(%)	36.8%	37.7%	38.1%	39.0%
净利率(%)	17.7%	17.9%	18.7%	19.9%
ROE(%)	20.2%	27.2%	30.4%	31.0%
ROA(%)	9.0%	13.3%	17.0%	18.6%
偿债能力				
流动比率	0.60	0.72	0.94	1.38
速动比率	0.24	0.30	0.39	0.76
资产负债率%	48.9%	43.9%	36.7%	33.3%
营运能力				
总资产周转率	72.0%	84.3%	93.3%	95.1%
应收账款周转天数	29.53	29.53	29.53	29.53
存货周转天数	138.95	138.95	138.95	138.95
每股收益	0.77	1.13	1.41	1.70
每股净资产	3.83	4.17	4.64	5.49
P/E	44.4	30.3	24.3	20.2
P/B	9.0	8.2	7.4	6.3

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	89	100	100	403
应收款项净额	136	168	191	216
存货	410	438	500	560
其他流动资产	44	55	62	70
流动资产总额	680	761	853	1,249
固定资产	1,492	1,575	1,558	1,464
无形资产	86	83	79	76
长期股权投资	0	0	0	0
其他长期资产	14	14	14	14
资产总额	2,341	2,462	2,535	2,804
短期借款	473	351	99	0
应付款项	487	521	593	665
其他流动负债	168	188	214	240
流动负债	1,128	1,059	906	905
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	16	21	25	30
负债总额	1,144	1,080	931	935
少数股东权益	156	178	183	188
股东权益	1,041	1,204	1,420	1,680
负债和股东权益	2,341	2,462	2,535	2,804

现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润	210	327	432	521
加: 少数股东损益	51	22	5	5
公允价值变动	7	0	0	0
折旧和摊销	0	159	170	176
营运资金的变动	183	-12	11	10
经营活动现金流	450	497	618	712
短期投资	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	-128	-200	-150	-50
投资活动现金流	-124	-200	-150	-50
股权融资	45	0	0	0
负债净变化	-311	0	0	0
支付股利、利息	-91	-164	-216	-260
其它融资现金流	477	-122	-252	-99
融资活动现金流	-282	-285	-468	-359
现金净变动额	45	11	0	303

数据来源: 国联证券研究所

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。