

安琪酵母 (600298)

持续高增长，出口是亮点

增持/ 维持评级

股价：RMB35.5

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

上半年业绩快速增长，出口依然是亮点。公司 2010 年上半年实现主营业务收入及净利润 9.9 亿元和 1.4 亿元，同比增幅分别为 29%和 36%。公司收入的 94%来自酵母及深加工，奶制品和其他行业（烘焙、肥料、塑料等）占比很小。上半年，公司酵母产量 4.3 万吨，同比增加 29%；国内收入 5.8 亿元，增长 21%；出口收入 4 亿元，增长 42%，出口占比 41%，比去年同期提升 3.7 个百分点。国内收入平稳快速增长，主要是公司在国内市场已经构筑了坚实的壁垒，其国内酵母市场占有率 50%以上，驱动要素是品牌影响力，品类齐全、渠道建设，尤其是应用技术服务，构成国内市场的核心竞争力。公司国际市场占比不足 5%，目前主打低成本路线以抢占市场，由此带来出口收入多年持续高速增长。

糖蜜价格上涨导致毛利率下降 1.6 个百分点。糖蜜占公司总成本的 40%，燃料动力、环保成本合计占比 30%。7 月份，广西糖蜜价格约 1100 元/吨，接近历史高位，较年初上涨约 30%。虽然公司 3 月份上调部分产品出口价格 3%-5%，但毛利率仍从去年同期的 37.9%降至 36.4%，下降 1.6 个百分点。我们认为，公司没有调整国内价格，可能是出于竞争对手产能投放和售价的考虑。如果糖蜜价格持续高涨，酵母行业有可能集体上调产品价格。

产能持续扩张，下半年毛利率处低位，明年有望回升。下半年，崇左三期 1.5 万吨达产，明年下半年埃及 1.5 万吨项目投产，奠定快速增长基础。公司 10 年使用的糖蜜是 09 年 9 月-10 年 3 月之间采购的，期间糖蜜价格不断上升；我们测算，下半年使用的糖蜜采购均价比上半年约高 10-12%，公司毛利率会继续走低。我们认为，明年毛利率有望回升，主要基于糖蜜价格可能受到抑制的判断。日前财政部发文，7 月 15 日起，酒精出口退税取消。糖蜜 50%用来生产糖蜜酒精，由此糖蜜需求或将下降。

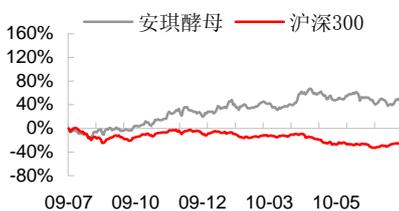
盈利预测与投资建议：尽管糖蜜价格干扰公司毛利率，但是不影响中长期盈利能力；6 月份成功收购资子公司股权，增厚全年业绩 0.04 元；我们认为，下半年业绩将延续高速增长。我们预计：2010-12 年 EPS 分别为 1.04、1.40、1.73 元，目前股价对应 2010-12 年 PE 分别为 33X、24X、20X，给予“增持”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	306
流通 A 股 (百万股)	271
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	9635

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1686.3	987.4	2243.5	2637.7	3094.0
(+/-%)	28.6	28.9	33.0	17.6	17.3
归属母公司净利润(百万元)	210.2	137.3	318.2	428.8	530.8
(+/-%)	101.1	35.6	51.4	34.8	23.8
EPS(元)	0.69	0.45	1.04	1.40	1.73
P/E(倍)	51.7	79.1	33.0	24.5	19.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	680	1280	1697	2385	营业收入	1686	2243	2638	3094
现金	89	485	776	1311	营业成本	1066	1438	1662	1935
应收账款	97	127	149	175	营业税金及附加	12	15	18	21
其他应收款	34	21	25	29	营业费用	200	258	295	340
预付账款	44	65	75	87	管理费用	88	112	132	149
存货	410	575	665	774	财务费用	29	35	41	46
其他流动资产	6	7	8	9	资产减值损失	6	5	5	5
非流动资产	1661	2206	2444	2546	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	1492	1851	2047	2099	营业利润	291	380	484	598
无形资产	86	94	102	110	营业外收入	19	10	11	13
其他非流动资产	83	261	295	337	营业外支出	1	3	4	2
资产总计	2341	3486	4141	4931	利润总额	310	387	492	609
流动负债	1128	1183	1264	1369	所得税	11	14	19	23
短期借款	473	500	500	500	净利润	299	372	473	586
应付账款	141	216	249	290	少数股东损益	89	54	44	55
其他流动负债	514	467	515	579	归属母公司净利润	210	318	429	531
非流动负债	16	122	222	322	EBITDA	440	591	748	902
长期借款	0	100	200	300	EPS (元)	0.77	1.04	1.40	1.73
其他非流动负债	16	22	22	22					
负债合计	1144	1305	1487	1691	主要财务比率				
少数股东权益	156	210	255	310	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	271	306	306	306	成长能力				
资本公积	254	866	866	866	营业收入	28.6%	33.0%	17.6%	17.3%
留存收益	515	798	1227	1758	营业利润	100.5%	30.4%	27.4%	23.4%
归属母公司股东权益	1041	1970	2399	2930	归属于母公司净利润	101.1%	51.4%	34.8%	23.8%
负债和股东权益	2341	3486	4141	4931	获利能力				
					毛利率 (%)	36.8%	35.9%	37.0%	37.5%
					净利率 (%)	12.5%	14.2%	16.3%	17.2%
					ROE (%)	20.2%	16.2%	17.9%	18.1%
					ROIC (%)	18.9%	17.1%	19.3%	22.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	48.9%	37.4%	35.9%	34.3%
					净负债比率 (%)	42.84%	47.50%	48.43%	48.48%
					流动比率	0.60	1.08	1.34	1.74
					速动比率	0.24	0.60	0.82	1.18
					营运能力				
					总资产周转率	0.77	0.77	0.69	0.68
					应收账款周转率	19	19	18	18
					应付账款周转率	7.32	8.07	7.15	7.17
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.69	1.04	1.40	1.73
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	1.32	2.26	2.75
					每股净资产 (最新摊薄)	3.40	6.44	7.84	9.57
					估值比率				
					P/E	50.01	33.03	24.51	19.80
					P/B	10.10	5.34	4.38	3.59
					EV/EBITDA	25	19	15	12

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com