

安琪酵母 (600298)

# 短期干扰不影响长期价值

增持/ 维持评级

股价：RMB37.85

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000210080001

021-68498639 hongting@lhqz.com

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000210080005

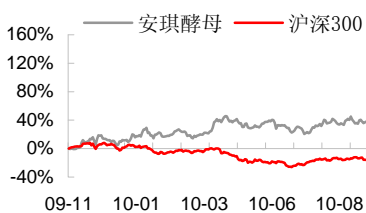
021-68498637 luhyy@lhqz.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	306.05
流通A股(百万股)	271.4
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)	10272.49

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

- 夏季停产检修影响产量。**公司 2010 年前三季度实现营业收入 15 亿元，同比增长 26.3%，实现净利润 2.1 亿元，同比增长 32.7%，每股收益 0.72 元。其中，第三季度营业收入 5.1 亿元，同比增长 21.6%，净利润 6875 万元，同比增长 27.2%。三季度收入增速环比下降 2.6 个百分点，主要是夏季停产检修造成的。公司一般每年夏季检修，今年检修时间一样，但是检修后影响了一段时间的正常生产。由此看出，公司产品需求旺盛，基本上是供不应求。三季度公司出口依然保持高增长，我们判断，四季度旺季收入增速环比将显著回升。根据公司扩产项目规划进度，明年崇左 1.5 万吨投产，后年埃及项目达产，为明后年销量高增长奠定基础。
- 不利因素集中显现，全行业提价可能性上升。**第三季度综合毛利率 32.6%，同比、环比下降 3.5、3.9 个百分点。糖蜜价格上涨、停产检修，大幅挤压毛利率。根据 NCCE 交易数据，8 月初至今，糖蜜价格上涨接近 30%，成本压力可见一斑。公司已通过成本控制、上调部分区域部分产品价格来消化成本上涨。如果糖蜜价格继续攀升，很有可能带来全行业提价。前三季度所得税费用 4163 万元，同比增长 234.7%，主要是 2010 年安琪伊犁和安琪崇左免税期已到。
- 少数股东权益下降、费用控制提升盈利。**三季度末，少数股东权益占比 8.6%，比年初下降 4.5 个百分点。收购子公司部分股权后，公司盈利能力显著提升。公司费用控制严格，三季度期间费用率 16.7%，同比 1.3 个百分点。公司费用控制目标是费用增速低于收入增速，近几年费用率持续下降也说明了这一点。同时，规模效应也带来费用率下降。
- 盈利预测与投资建议。**我们非常看好酵母产业链的市场空间，以及公司国内外市场的强劲竞争力，长期将保持快速增长。尽管短期糖蜜价格上涨影响毛利率，但公司具有较强的定价能力，也不排除全行业上调价格的可能。我们预：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、25X、20X，维持“增持”评级。
- 风险提示。**糖蜜价格持续上涨；食品安全风险。

经营预测与估值

	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1686.3	1501.8	2243.5	2637.7	3094.0
(+/-%)	28.6	26.3	33.0	17.6	17.3
归属母公司净利润(百万元)	210.2	206.0	318.2	428.8	530.8
(+/-%)	101.1	32.7	51.4	34.8	23.8
EPS(元)	0.69	0.67	1.04	1.40	1.73
P/E(倍)	55.1	56.2	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**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	680	1280	1697	2385	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	2341	3486	4141	4931	<b>利润总额</b>	310	387	492	609
<b>流动负债</b>	1128	1183	1264	1369	所得税	11	14	19	23
短期借款	473	500	500	500	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	210	318	429	531
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	1144	1305	1487	1691	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	156	210	255	310	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	271	306	306	306	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	2341	3486	4141	4931	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					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