

分析师: 赵大晖

Tel: 010-59355902

Email: zhaodh@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)**食品饮料****投资评级**

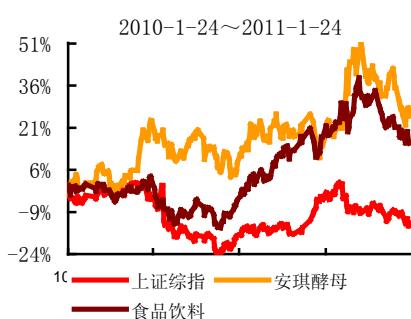
本次评级: 推荐

跟踪评级: 维持

目标价格: 50

市场数据

市价(元)	39.57
上市的流通 A 股(亿股)	2.71
总股本(亿股)	3.06
52 周股价最高最低(元)	29.3-48.95
上证指数/深证成指	2715.29/11639.96
2010 年股息率	0.63%

52 周相对市场表现**相关研究****安琪酵母 (600298. SH)**
**成本压低利润增速 今年增速有望稳中有升
推荐**
投资要点

公司于 1 月 22 日发布年报, 2010 年实现营业收入 21 亿元, 同比增长 24.59%; 归属于母公司所有者的净利润 28,499 万元, 同比增长 35.59%; 每股收益为 0.9773 元, 同比增长 26.19%; 加权平均净资产收益率达到 22.82%。

- **公司盈利略低于我们的预期。** 低于预期的主要原因是主导产品酵母及其系列产品毛利率下降了 3.64 个百分点, 其中原料成本和人力成本上升是引发毛利率下降的主要因素, **2011 年原料成本极有可能继续维持高位运行。**
- **国际业务继续保持较快发展。** 国际业务增速同比虽然明显下降 (从去年的 53.65% 降低至 23.19%), 但仍高于酵母及其系列产品 23.01% 的增速。
- **费用率稳中有降, 使得净利润增速高于收入增速。** 2010 年销售期间费用率降低了 2.51 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率分别从 09 年的 11.85%、5.22% 降低至 10.05%、4.31%, 财务费用略有上升, 从 09 年的 1.70% 上升至 1.90%。

● **应收账款同比大幅增长, 周转效率有所下降。** 2010 年期末应收账款同比增长 65.06%, 远远高于同期营业收入 24.58% 的增长率, 公司解释的原因是销售快速增长、业务领域扩大和客户数量增加。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2100.98	2836.33	3829.04	5009.66
增长率(%)	24.58	35.00	35.00	30.83
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	285.00	439.14	663.91	915.02
增长率(%)	35.58	54.08	51.19	37.82
毛利率(%)	33.75	33.28	34.92	35.47
净资产收益率(%)	19.70	16.91	20.58	22.55
EPS(元)	0.98	1.33	2.01	2.77
P/E(倍)	42.49	29.74	19.67	14.27
P/B(倍)	0.00	4.63	3.72	2.96

来源: 公司年报、民族证券

●2011年是“十二五”开局之年，公司的经营目标是实现主营业务收入28亿元，力争净资产收益率比2010年度有所增加。

●预计2011年、2012年和2013年EPS分别为1.33元、2.01元和2.77元，按1月21日收盘价39.57元计算，2011年、2012年和2013年动态市盈率分别为29.74倍、19.67倍和14.27倍，估值基本合理，但考虑到公司较好的成长性和酵母行业的领军地位，保持“推荐”评级。

图1：2008年至今营业收入增长率变化



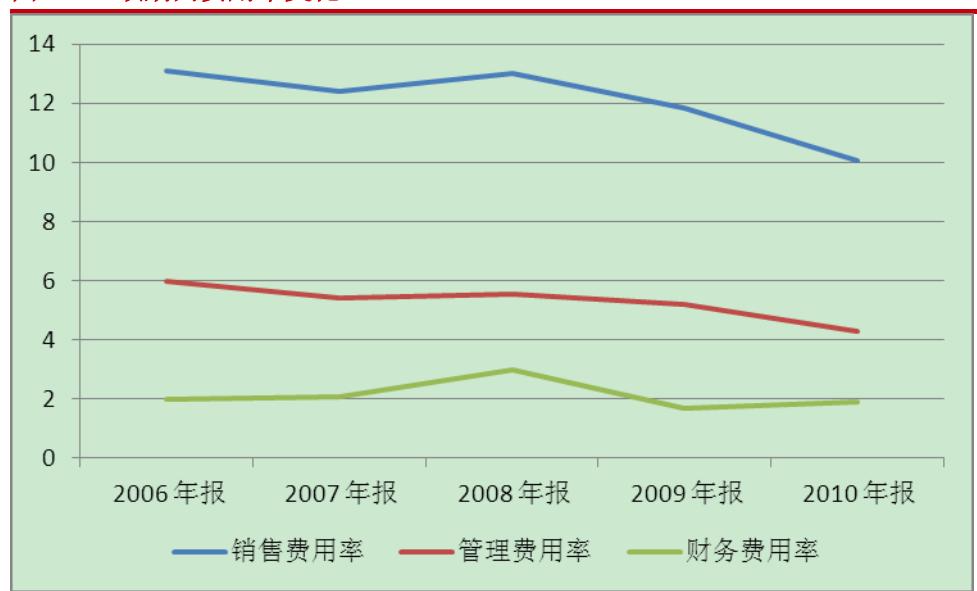
资料来源：WIND，民族证券

图2：2008年至今营业利润与净利润增速对比



资料来源：WIND，民族证券

图3：三项期间费用率变化



数据来源：WIND，民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	970.71	1412.89	1802.31	2020.32	营业收入	2100.98	2836.33	3829.04	5009.66
现金	167.40	300.76	352.69	154.48	营业成本	1391.83	1892.54	2492.00	3232.96
应收账款	176.39	238.12	310.97	393.13	营业税金及附加	11.91	19.45	25.52	32.63
其它应收款	18.98	35.60	53.43	59.35	营业费用	211.19	249.65	327.46	415.90
预付账款	131.33	108.19	160.17	231.71	管理费用	90.61	112.40	138.34	163.46
存货	476.62	730.22	925.05	1181.65	财务费用	39.84	53.78	70.78	91.81
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.63	2.63	1.64	2.15
非流动资产	1962.98	2973.31	3758.04	4897.19	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	38.30	38.30	38.30	38.30	投资净收益	1.89	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	1878.64	2880.38	3662.01	4792.42	营业利润	353.87	505.87	773.31	1070.75
商誉	36.26	36.26	36.26	36.26	营业外收支	38.92	52.55	70.94	92.81
其他	9.78	18.37	21.47	30.20	利润总额	392.79	558.42	844.25	1163.56
资产总计	2933.69	4386.20	5560.36	6917.50	所得税	57.04	81.10	122.61	168.98
流动负债	928.39	1532.23	2010.92	2447.04	净利润	335.75	477.32	721.64	994.58
短期借款	601.55	830.07	1092.48	1417.07	少数股东损益	50.75	38.19	57.73	79.57
应付账款	251.19	609.22	798.86	885.06	归属母公司净	285.00	439.14	663.91	915.02
其他	75.66	92.94	119.58	144.92	EBITDA	527.53	756.44	1104.26	1500.60
非流动负债	456.50	30.98	42.98	58.97	EPS (元)	0.93	1.33	2.01	2.77
长期借款	428.54	0.00	0.00	0.00					
其他	27.96	30.98	42.98	58.97					
负债合计	1384.90	1563.21	2053.90	2506.01					
少数股东权益	100.42	124.52	144.07	134.09					
归属母公司股东权益	1448.38	2698.48	3362.38	4277.40					
负债和股东权益	2933.69	4386.20	5560.36	6917.50					

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	22.51	800.54	927.89	1111.39	ROIC	10.92%	11.98%	14.37%	15.62%
净利润	335.75	477.32	721.64	994.58	偿债能力				
折旧摊销	135.72	196.79	260.17	338.04	资产负债率	47.21%	35.64%	36.94%	36.23%
财务费用	39.84	53.78	70.78	91.81	净负债比率	89.42%	55.37%	58.57%	56.81%
投资损失	(1.89)	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.05	0.92	0.90	0.83
营运资金变动	(494.76)	77.18	(122.85)	(306.83)	速动比率	0.53	0.45	0.44	0.34
其它	7.86	(4.53)	(1.85)	(6.22)	营运能力				
投资活动现金流	(440.38)	(1198.73)	(1042.14)	(1468.60)	总资产周转率	0.72	0.65	0.69	0.72
资本支出	(403.98)	(1198.73)	(1042.14)	(1468.60)	应收账款周转率	11.91	11.91	12.31	12.74
其他	(36.40)	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	5.00	2.78	2.79	3.27
筹资活动现金流	496.37	531.56	166.18	159.01	每股指标(元)				
借款	551.99	(211.54)	275.15	340.37	每股收益	0.93	1.33	2.01	2.77
普通股增加	(15.78)	796.88	(38.19)	(89.55)	每股经营现金	0.07	2.43	2.81	3.37
其他	(39.84)	(53.78)	(70.78)	(91.81)	每股净资产	5.06	8.55	10.62	13.37
现金净增加额	78.50	133.36	51.92	(198.21)	估值比率				
					P/E	42.49	29.74	19.67	14.27
					P/B	7.82	4.63	3.72	2.96
					EV/EBITDA				

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

赵大晖，博士，9年证券从业经验。擅于在行业景气周期循环中把握板块轮动规律，并对农业食品行业有着深刻的理解，能够从宏观、中观、微观三个层面综合分析上市公司的投资价值。曾获得深交所会员单位科研课题评选二等奖。证券投资咨询资格证书号S0050200010079。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans. com. cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans. com. cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans. com. cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans. com. cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans. com. cn