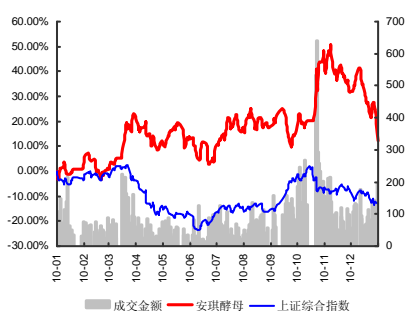


2011年1月25日

评级: 推荐

### 52周走势



### 报告作者

国联证券研究所食品饮料小组  
 组长 周纪庚  
 执业证书编号: S0590210100011

### 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年年报分析

公司2010年全年实现营业收入21.01亿元, 同比增长24.6%; 营业利润3.54亿元, 同比增长21.4%; 归属于母公司的净利润2.85亿元, 同比增长35.6%; 每股收益0.98元。分配方案: 每10股分配现金股利1.5元。

### 分析结论:

#### ● 收入增长符合预期, 净利润低于预期

公司2010年全年收入基本符合我们此前的预测, 净利润增速低于我们的预期, 主要原因是成本上涨、产品提价滞后以及出口受人民币升值影响所导致的毛利率下降, 全年毛利率33.7%, 同比下降3个百分点, 下半年仅31.7%, 同比下降5个百分点。

#### ● 产能瓶颈限制下半年出口收入增速

公司10年预计销售酵母产品9.1万吨左右, 全年酵母系列产品实现收入19.5亿元, 同比增长23%; 上半年出口收入同比增长41.6%, 下半年出口增速下滑至9%, 主要是受产能瓶颈限制, 产品优先满足国内需求, 进而限制了出口销量。

#### ● 公司未来的高增长仍可期待

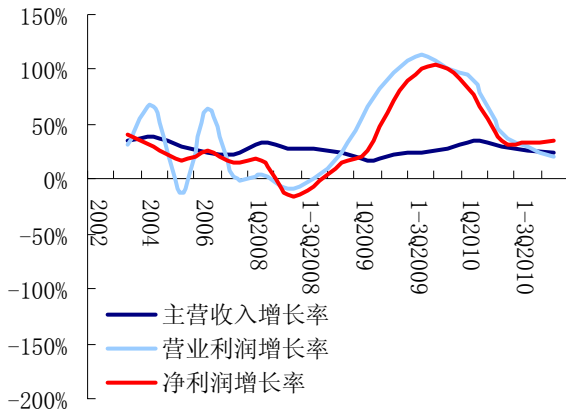
(1) 10年年底产品提价将有效缓解糖蜜成本上涨压力, 毛利率有所改善; (2) 崇左三期、埃及3万吨产能逐步投产将缓解目前产能瓶颈; (3) 增发项目实施带来产品结构的调整; (4) 管理层将尽快完成解禁所需净利润, 以期在三年后尽可能多地解禁所持股份(标的资产未来7年要实现净利润6.47亿元, 方能将增发股份全部解禁)。

#### ● 维持“推荐”评级

公司11-13年摊薄后EPS(按照增发后的3.06亿股)分别为1.29元、1.64元和2.04元, 对应目前股价PE分别为27.6倍、21.8倍和17.4倍, 考虑到未来产能扩张以及增发项目带来的产品结构调整, 维持“推荐”评级。

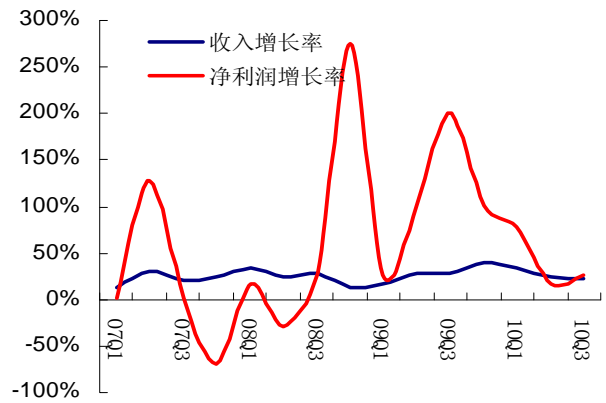
单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,101	2,580	3,132	3,697
YOY	24.6%	22.8%	21.4%	18.0%
营业利润	354	478	675	842
归属母公司净利润	285	394	557	697
EPS(元)	0.98	1.29	1.64	2.04
P/E	36.4	27.6	21.8	17.4
P/B	7.5	6.6	6.3	5.3

图表 1: 公司季度累计经营情况



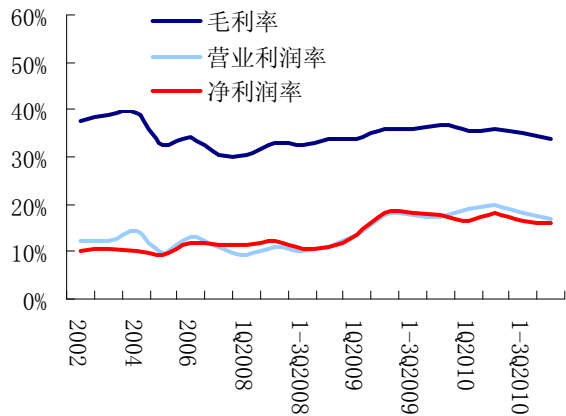
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度经营情况



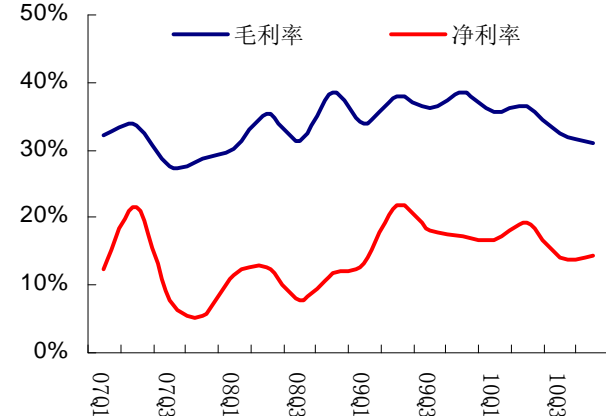
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司季度累计经营情况



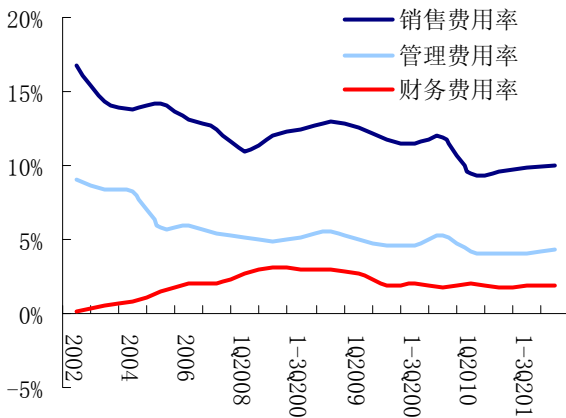
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 4: 公司单季度经营情况



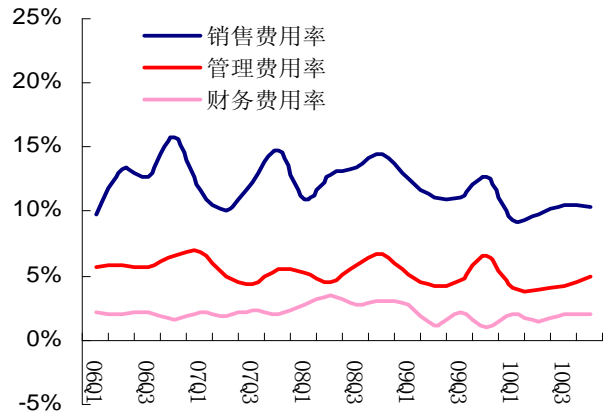
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司季度累计经营情况



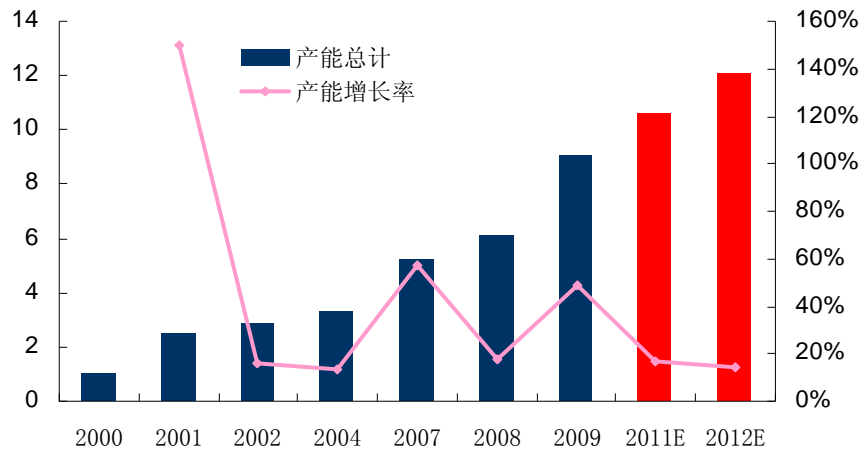
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度经营情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 7: 公司酵母产能变化情况



数据来源: 公司 国联证券研究所

图表 8: 公司单季度利润表

单位: 百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
一、营业总收入	326.08	331.09	357.85	347.44	418.79	422.90	497.20	467.05	520.37	599.16
二、营业总成本	282.06	301.83	310.16	303.35	331.36	350.00	415.58	378.45	413.14	520.16
其中: 营业成本	210.74	227.50	220.45	229.60	259.93	270.34	306.40	300.85	330.35	413.80
营业税金及附加	1.98	2.97	2.56	1.57	2.77	2.78	4.46	2.35	5.28	1.76
销售费用	42.02	44.27	51.96	43.74	46.47	46.76	62.92	43.92	50.90	62.51
管理费用	14.71	19.21	23.80	17.49	17.60	19.93	32.96	19.33	20.09	29.86
财务费用	11.50	8.89	10.78	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12	12.33
资产减值损失	1.11	(1.01)	0.62	1.33	0.02	0.86	3.71	2.24	(0.61)	(0.10)
三、其他经营收益										
公允价值变动净收益	(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	6.11	0.00	0.00	0.00	0.00	1.89
四、营业利润	41.75	28.27	47.46	46.59	90.38	72.91	81.62	88.60	107.23	80.89
加: 营业外收入	2.12	2.53	2.71	0.75	6.53	9.50	2.69	1.76	7.71	21.18
减: 营业外支出	0.58	0.29	1.06	0.03	0.02	0.23	0.29	0.03	0.36	0.84
五、利润总额	43.29	30.50	49.12	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58	101.23
减: 所得税	1.75	4.67	7.16	1.06	5.38	6.00	(1.34)	12.53	14.67	15.41
六、净利润	41.54	25.83	41.97	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91	85.82
减: 少数股东损益	7.01	7.88	14.53	15.23	21.28	22.14	30.47	22.84	17.61	6.84
七、归属母公司所有者净利润	34.53	17.95	27.43	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97	82.30	78.97
EPS	0.13	0.07	0.10	0.11	0.26	0.20	0.20	0.20	0.27	0.26
收入增长率	27%	13%	17%	28%	28%	39%	34%	24%	22%	21%
毛利率	31%	38%	34%	38%	36%	38%	36%	37%	33%	31%
营业利润率	9%	13%	13%	22%	17%	16%	19%	21%	15%	14%
净利率	8%	12%	13%	22%	18%	17%	17%	19%	14%	14%
营业税金率	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	0%
销售费用率	13%	15%	13%	11%	11%	13%	9%	10%	10%	10%
管理费用率	6%	7%	5%	4%	5%	7%	4%	4%	4%	5%

---

财务费用率	3%	3%	3%	1%	2%	1%	2%	1%	2%	2%
所得税率	15%	15%	2%	6%	7%	-2%	14%	13%	17%	15%
净利润增长率	28%	276%	26%	103%	201%	100%	77%	17%	27%	44%

---

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: 11-01-24

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,101	2,580	3,132	3,697	现金	167	145	178	208
营业成本	1,392	1,647	1,901	2,186	应收款项净额	195	240	291	344
营业税金及附加	12	18	22	30	存货	477	507	590	687
销售费用	211	271	345	425	其他流动资产	131	161	196	231
管理费用	87	116	147	185	<b>流动资产总额</b>	<b>971</b>	<b>1,053</b>	<b>1,255</b>	<b>1,470</b>
<b>EBIT</b>	<b>399</b>	<b>524</b>	<b>713</b>	<b>867</b>	固定资产	1,632	1,766	1,741	1,632
财务费用	40	51	44	31	无形资产	101	97	93	89
资产减值损失	-4	0	0	0	长期股权投资	38	77	115	153
投资净收益	2	6	6	6	其他长期资产	46	46	46	46
<b>营业利润</b>	<b>354</b>	<b>478</b>	<b>675</b>	<b>842</b>	<b>资产总额</b>	<b>2,934</b>	<b>3,079</b>	<b>3,280</b>	<b>3,389</b>
营业外净收入	19	15	15	15	短期借款	602	501	338	0
<b>利润总额</b>	<b>393</b>	<b>493</b>	<b>690</b>	<b>857</b>	应付款项	251	267	311	362
所得税	57	74	103	129	其他流动负债	77	85	101	119
<b>净利润</b>	<b>336</b>	<b>419</b>	<b>586</b>	<b>729</b>	<b>流动负债</b>	<b>930</b>	<b>853</b>	<b>750</b>	<b>482</b>
少数股东损益	51	25	29	32	长期借款	429	429	429	429
<b>归属母公司净利润</b>	<b>285</b>	<b>394</b>	<b>557</b>	<b>697</b>	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	28	40	52	64
					<b>负债总额</b>	<b>1,386</b>	<b>1,322</b>	<b>1,230</b>	<b>974</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	少数股东权益	100	113	127	143
<b>成长能力</b>					股东权益	1,447	1,644	1,923	2,271
营业收入	24.6%	22.8%	21.4%	18.0%	<b>负债和股东权益</b>	<b>2,934</b>	<b>3,079</b>	<b>3,280</b>	<b>3,389</b>
营业利润	21.4%	35.2%	41.0%	24.8%					
净利润	35.6%	38.4%	41.3%	25.0%	<b>现金流量表</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
<b>获利能力</b>					税后利润	285	394	557	697
毛利率(%)	33.8%	36.2%	39.3%	40.9%	加: 少数股东损益	32	13	15	16
净利率(%)	16.0%	16.3%	18.7%	19.7%	公允价值变动	4	0	0	0
ROE(%)	19.7%	24.0%	29.0%	30.7%	折旧和摊销	0	176	189	195
ROA(%)	9.7%	12.8%	17.0%	20.6%	营运资金的变动	-545	-69	-97	-103
<b>偿债能力</b>					<b>经营活动现金流</b>	<b>-225</b>	<b>514</b>	<b>663</b>	<b>804</b>
流动比率	1.04	1.23	1.67	3.05	短期投资	0	0	0	0
速动比率	0.53	0.64	0.89	1.63	长期股权投资	-38	-38	-38	-38
资产负债率%	47.3%	42.9%	37.5%	28.7%	固定资产投资	-210	-200	-150	-50
<b>营运能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>-248</b>	<b>-238</b>	<b>-188</b>	<b>-88</b>
总资产周转率	71.6%	83.8%	95.5%	109.1%	股权融资	66	0	0	0
应收账款周转天数	33.94	33.94	33.94	33.94	负债净变化	429	0	0	0
存货周转天数	123.93	123.93	123.93	123.93	支付股利、利息	-107	-197	-279	-348
<b>每股收益</b>	<b>0.98</b>	<b>1.29</b>	<b>1.64</b>	<b>2.04</b>	其它融资现金流	-157	-101	-163	-338
每股净资产	4.73	5.37	5.64	6.67	<b>融资活动现金流</b>	<b>551</b>	<b>-298</b>	<b>-442</b>	<b>-686</b>
<b>P/E</b>	<b>36.4</b>	<b>27.6</b>	<b>21.8</b>	<b>17.4</b>	<b>现金净变动额</b>	<b>79</b>	<b>-22</b>	<b>33</b>	<b>30</b>
<b>P/B</b>	<b>7.5</b>	<b>6.6</b>	<b>6.3</b>	<b>5.3</b>					

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。