

分析师: 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007
联系人: 杨靖凤 (8621) 68751126 appi_claret@hotmail.com

毛利率回升逐步得到确认, 柳州建厂进一步扩充产能

事件描述

安琪酵母 (600298) 发布 2011 年度一季报:

- 2011 年第一季度公司共实现营业收入 6.18 亿元, 同比增长 32.35%;
- 第一季度实现归属于上市公司股东的净利润为 8.52 亿元, 同比增长 54.92%; 实现每股收益 0.278 元。

事件评论

第一, 同口径增速印证回收少数股权对利润增厚显著

一季度公司实现每股收益 0.278 元, 同比增长 37.28%; 由于股本和少数股东损益的并入时间在 2010 年 6 月, 此前 5 个月按照老股本结构和权益进行合并, 因此 1-5 月份的少数股东权益 (3188 万元) 计入资本公积并未计入损益, 若换算成同比口径 (假设损益对 5 个月进行平滑), 则一季度公司实际上每股收益的增幅为 14.88%。 (这个增速比较保守, 原因在于公司业绩一般是逐季提高)。

对比归属母公司净利润增速 54.92%, 可见公司战略进程中回收少数股权对净利润增长效应显著。

表 1: 一季度 EPS 实际同比增长 14.88%

2011 年 1 季度 EPS	2010 年 1 季度 报表 EPS	2010 年 1 季度 备考 EPS	同口径同比增长 (保守)
0.278	0.203	0.242	14.88%

资料来源: 长江证券研究部 (注: 2010 年 1 季度备考 EPS 为 $(0.5497+0.3188*3/5)/3.06=0.242$)

第二, 新品增速较快, 内销产品份额和增速依然均高于出口

一季度公司共实现营业收入 6.18 亿元, 同比增长 32.35%:

- 分结构来看, 在占比 10% 以上的细分产品中, 低糖酵母和小包装的增速都在 35% 以上。而尽管占比较小, 公司去年大力推广的酵母锌和 YE 产品的增速都在 50% 以上。
- 分地区来看, 份额上内销比例环比去年年底上涨 2 个百分点左右, 依旧占据六成以上。而由于内销同比增速 (45.96%) 显著大于出口增速 (12.65%), 导致同比来看内销比例相比去年一季度提升了 4 个百分点。

我们认为一季度收入增长 32% 的数字令人欣慰。公司年初制定的 28 亿收入目标, 同比增长显著, 令市场略感惊讶。但三月份单月 2.8 亿销售目标的顺利完成, 让我们觉得公司的营销弹性还是具备的; 一季度收入计划的实现, 为全年增长开了个好头。

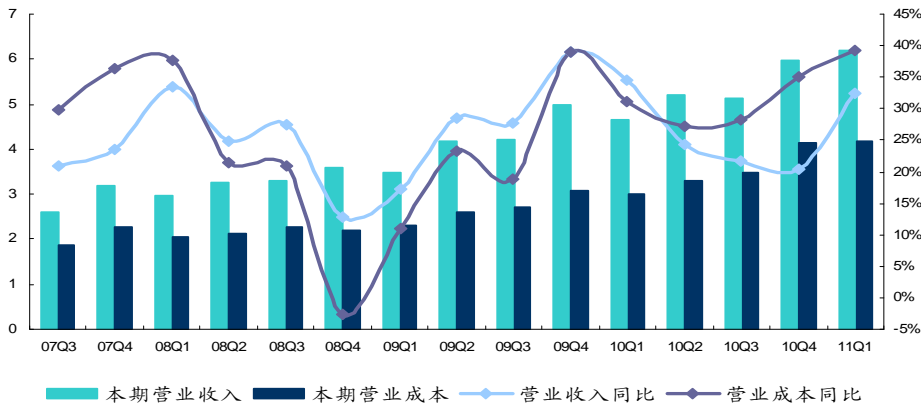
第三，调价和产品调整两方面的因素促成一季度毛利率的回升

由于一季度收入同比增速（32.35%）继续低于成本同比增速（39.27%），导致毛利率（32.24%）同比去年一季度的高位（35.59%）仍有较大的落差。然而调价和产品调整两方面的原因已经顺利将公司的毛利率提升至去年第三季度的水平。

价格方面，公司去年12月就已经对国内产品进行提价；国际产品方面，由于面对很多国家和地区，订单和产品品种不同，因此价格已经分订单调整多次。总的来看，一季度均价上涨6.5%，如果按照收入和产量反推，则国内的提价幅度略高于国外。不同产品的提价幅度也有区别，低糖酵母涨价接近8%，而酶制剂更有两成的涨幅，相比之下，鲜酵母、酿酒酵母和小包装产品的提价幅度就较小。

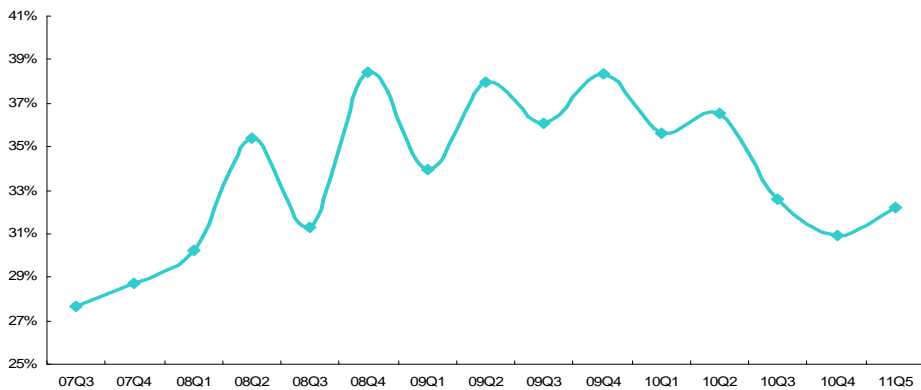
产品结构方面，由于今年开始重点推广盈利能力较强的酶制剂、YE添加剂以及保健品，进一步增厚了毛利率。

图1：一季度公司收入同比增速仍低于成本



资料来源：长江证券研究部

图2：一季度公司毛利率环比去年四季度末有所上涨



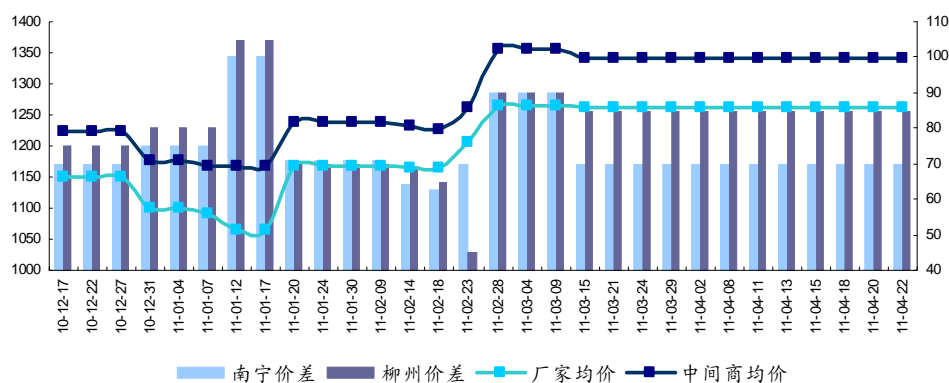
资料来源：长江证券研究部

第四，糖蜜价格有所回落，酒精价格上涨空间有限，成本下滑毛利率进一步提升应该是大概率事件

成本方面，糖蜜价格曾在2月下旬来到1260-1300元/吨的高位，目前已经稳定在了1160-1180元/吨，此价格与去年年底价格相差不大，预计回落趋势将进一步得到确认；另一方面，酒精的价格在6400-6500元/吨之间，这意味着酒精企业的机会成本依然薄弱（酒精生产一吨需4.5吨酵母，约5400元；配套其他成本现价销售基本持平或亏损。而亏损则意味着加大产能不经济。）

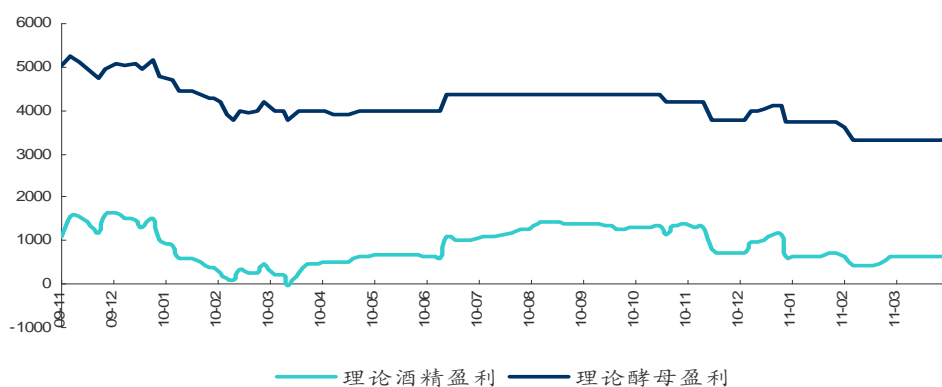
从中长周期看，国外糖价已经自高位回落 30%，泰国食糖进口已经贴水；国内糖蜜和白糖价格连续两个榨季高位运转。这均表征国内糖价向上空间有限，产能有扩张动力。从而，糖蜜价格下行是大概率事件。

图 3: 南宁糖蜜现货价格已经呈现出高位回落的趋势



资料来源: 长江证券研究部

图 4: 酵母盈利水平依然要显著高于酒精

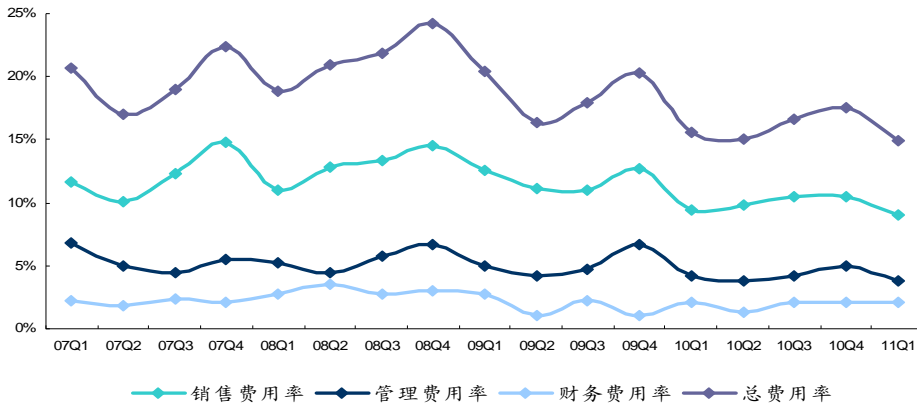


资料来源: 长江证券研究部

第五，公司一季度的费用率和有效税率有所下滑，少数股东损益占比仅有 1.55%

公司一季度的费用率有所下滑，主要来自销售费用率和管理费用率分别为 9.01%和 3.77%，同比去年略微下降，应该是规模效应逐步显现所致；而在财务费用方面，较上年同期增加 34.74%的主要原因是贷款规模增长及贷款利率上调。

图 5: 公司一季度的费用率有所下滑



资料来源: 长江证券研究部

另一方面, 公司一季度实际所得税率为 11.03%; 合并之后少数股东损益占比只有 1.55%, 这进一步使公司在税前利润率同比下滑 2 个百分点的情况下净利润率同比上涨 2 个百分点。

第六, 柳州建厂: 干酵母产能将提升 2 万吨

公司计划从 2011 年 7 月在广西柳州新建年产 2 万吨高活性干酵母生产线项目, 建设期 12 月, 2012 年 6 月建成试运行, 2012 年 7 月正式投产。

该项目总投资 3.87 亿元, 其中固定资产投资 3.31 亿元 (含机器设备投资增值税进项额), 土地出让价款 600 万元, 铺底流动资金 5000 万元。经测算, 柳州项目内部收益率(IRR)为 20.45%; 静态投资回收期为 6.03 年, 动态投资回收期为 8.42 年。

目前公司酵母产能折干已达 11 万吨, 过去五年公司酵母类产品销量 CAGR 为 24%, 年均净增长 1.3 万吨, 预计柳州项目将为干酵母产能提升 2 万吨左右。投资柳州项目将充分发挥广西的糖蜜资源优势、政策优势、地理优势, 抢占国内酵母生产的有利制高点。

第七, 盈利预测

我们曾在之前的调研报告《终端 B2C 转型大幕开启, 未来关注 YE 和酶制剂》提示: 公司的年度规划是按照毛利率反推设定的, 从而潜台词是, 若成本再受压必然提价。目前看来成本的走势和公司的战略基本符合我们的判断, 由于之前糖蜜价格已经在 1200 元/吨的高位维持了 8 个月之久, 公司年初对国内产品提价了约 5%。而随着糖蜜价格的逐步松动, 加上今年产品结构中盈利能力较强的非酵母产品比例增加, 我们认为综合毛利率将可能继续稳步回升。

B2B 向 B2C 的转移步伐或许会加快推进; 但阶段内, 本着谨慎原则, 我们亦不考虑保健品等超预期。安全性方面, 好转的趋势正逐步得到确认, 而 34 元的增发价底线, 在一定程度上也构成了支撑。

我们认为, 采取现价买入并积极认购的操作也成为现实。当然, 从基本面角度, 考虑到 2011 年的低点和 2012 年的高增长, 我们认为现在是非常好的买点。

我们预计 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.30 元、1.82 元和 2.39 元, 继续维持对公司的“推荐”评级。

表 2: 利润表主要财务指标

(万元)	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
营业总收入	46,705	52,037	51,441	59,916	61,816
% 同比增长率	34.42%	24.26%	21.64%	20.51%	32.35%
营业成本	30,085	33,035	34,683	41,380	41,888
% 毛利率	35.59%	36.52%	32.58%	30.94%	32.24%

营业税金及附加	235	528	251	176	217
销售费用	4,392	5,090	5,386	6,251	5,569
% 销售费用率	9.40%	9.78%	10.47%	10.43%	9.01%
管理费用	1,933	2,009	2,133	2,986	2,329
% 管理费用率	4.14%	3.86%	4.15%	4.98%	3.77%
财务费用	975	712	1,063	1,233	1,314
资产减值损失	224	-61	209	-10	--
营业利润	8,860	10,723	7,715	8,089	10,254
% 营业利润率	18.97%	20.61%	15.00%	13.50%	16.59%
% 同比增长率	90.15%	18.65%	5.82%	-0.90%	15.73%
营业外收入				2,118	
	176	771	972		322
营业外支出					
	3	36	22	84	21
利润总额	9,033	11,458	8,664	10,123	10,554
税前利润率	19.34%	22.02%	16.84%	16.90%	17.07%
% 同比增长率	90.92%	18.26%	5.44%	20.47%	16.84%
所得税	1,253	1,467	1,444	1,541	1,164
%有效税率	13.87%	12.80%	16.66%	15.23%	11.03%
少数股东损益					
	2,284	1,761	346	684	874
%少数股东损益占比	29.35%	17.63%	4.79%	7.97%	1.55%
净利润	7,781	9,991	7,221	8,582	56,255
归属于母公司所有者的净利润					
	5,497	8,230	6,875	7,897	8,516
% 净利润率	11.77%	15.82%	13.36%	13.18%	13.78%
% 同比增长率	77.22%	17.20%	27.21%	43.83%	54.92%
总股本	27140	30605	30605	30605	30605
每股收益	0.20	0.27	0.22	0.26	0.28

资料来源：长江证券研究部

表 3: 资产负债表主要财务指标

(万元)	2010Q1	2010H	2010Q3	2010A	2011Q1
货币资金	5,703	14,735	11,221	16,740	17,526
应收账款	14,352	16,291	18,436	15,961	18,312
存货	50,474	52,465	50,978	47,662	56,976
营业总收入	46,705	98,742	150,182	210,098	61,816
% YOY	34.42%	28.87%	26.30%	24.59%	32.35%
销售商品、提供劳务收到的现金	45,420	101,164	155,189	230,763	63,760
购买商品、接受劳务支付的现金	34,584	74,144	110,208	157,735	58,402
支付/收到	76.14%	73.29%	71.02%	68.35%	91.60%
短期借款	43,977	61,300	72,901	60,155	86,063
应付票据	37,593	36,907	10,157	3,238	2,595
应付账款	14,610	13,935	15,046	21,881	17,552

预收款项	2,728	3,980	3,435	3,111	2,324
长期借款	8,700	9,141	31,576	42,854	39,836
资本公积金	25,379	37,701	37,701	37,867	37,879

资料来源：长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2101	2809	3618	4551	货币资金	167	281	822	1710
营业成本	1392	1841	2308	2869	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	709	969	1310	1682	应收账款	179	243	313	394
% 营业收入	33.8%	34.5%	36.2%	37.0%	存货	477	600	752	935
营业税金及附加	12	16	21	26	预付账款	131	172	215	267
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	211	261	336	423	流动资产合计	971	1318	2130	3342
% 营业收入	10.1%	9.3%	9.3%	9.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	91	121	174	219	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.8%	4.8%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	40	40	25	19	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.4%	0.7%	0.4%	固定资产合计	1806	1523	1229	900
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	101	96	91	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	36	36	36	36
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	354	530	754	995	其他非流动资产	-28	-28	-28	-28
% 营业收入	16.8%	18.9%	20.8%	21.9%	资产总计	2934	2984	3497	4375
营业外收支	39	20	20	20	短期贷款	602	165	0	0
利润总额	393	550	774	1015	应付款项	251	311	390	485
% 营业收入	18.7%	19.6%	21.4%	22.3%	预收账款	31	28	36	46
所得税费用	57	83	116	152	应付职工薪酬	35	46	57	71
净利润	336	468	657	863	应交税费	-6	0	0	0
归属于母公司所有者 的净利润	285.0	396.8	557.5	731.9	其他流动负债	17	22	28	35
少数股东损益	51	71	100	131	流动负债合计	930	571	511	636
EPS (元/股)	0.93	1.30	1.82	2.39	长期借款	429	429	429	429
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	349	728	900	1083	其他非流动负债	28	28	28	28
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1386	1028	968	1093
收回现金					归属于母公司	1447	1784	2258	2880
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	172	271	403
固定资产投资	-322	-78	-86	-66	股东权益	1547	1956	2530	3283
其他	-21	0	0	0	负债及股东权益	2934	2984	3497	4375
投资活动现金流净额	-343	-78	-86	-66	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.931	1.296	1.822	2.391
银行贷款增加(减少)	516	-437	-165	0	BVPS	4.73	5.83	7.38	9.41
筹资成本	107	-100	-109	-129	PE	55.76	40.05	28.50	21.71
其他	-560	0	0	0	PEG	1.51	1.08	0.77	0.59
筹资活动现金流净额	63	-536	-274	-129	PB	10.98	8.91	7.04	5.52
现金净流量	69	114	541	888	EV/EBITDA	31.65	17.31	13.31	10.34
					ROE	19.7%	22.2%	24.7%	25.4%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。
