

安琪酵母 (600298.sh)

当前经营压力仍较大，期待明年成本下降和衍生品发力

胡鸿 分析师 电话: 0755-82739763
eMail: hh6@gf.com.cn
执业编号: S0260511010017

汤玮亮 分析师 电话: 020-87555888-8634
eMail: twl@gf.com.cn
执业编号: S0260511020009

2011年三季报业绩低于预期

3季度营业收入为 5.67 亿元，同比增长仅 10.14%，而环比增速下滑 6.88%，公司累计营业收入为 17.93 亿元，同比增速为 19.4%，低于我们此前预期；3季度每股收益 0.235 元，同比增长 4.44%，今年累计 EPS 为 0.802 元；毛利率继续下滑至 30.98%，净利率同比下降 1.49 个百分点至 15.15%。

成本压力和海外需求带给公司经营压力

1) 销售收入持续低于预期原因：3季度出口增速继续下滑，预计增速仅为个位数，相比今年上半年 15.32% 的增速，海外需求仍然不理想，我们下调全年营业收入目标至 26 亿元以下。2) 受糖蜜价格影响，综合毛利率继续下降 0.83 个百分点至 30.98%，尤其是三季度单季度毛利率已跌破 30% 至 29.15%，创自 08 年以来的新低。但近期糖蜜价格已有所下跌，从 1200 多元/吨下降至 1150 元/吨附近，尤其是 11 月进入榨季后，预计糖蜜价格会进一步下降，有利于公司明年成本下降。3) 净利率方面：3季度单季度净利率同比上升 0.2 个百分点，累计前 3 季度净利率为 15.15%，较中期小幅下滑，这与毛利率下滑和费用率上升有关。如三季度单季度销售费用上升至 11.53%，全年销售费用率为 10.25%；管理费用率为 5.34%，同比上升 31.8%，4) 3 季度单季度营业外收入为 5002 万元，较去年同期 972 万元大幅增加。

盈利预测与估值:12 个月合理估值为 34-41 元

预计 11-13 年销售收入分别为 25.85 亿元、33.75 亿元和 43.78 亿元，同比增速分别为 23.05%、30.4% 和 29.85%，则 11-13 年公司 EPS 分别为 1.04 元、1.37 元和 1.84 元，按照 12 年 25-30 倍计算，12 个月合理估值为 34-41 元，维持公司“买入”评级。

风险提示

食品安全问题，糖蜜价格仍旧高企，募投项目未如期达产。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1686.34	2100.98	2585.20	3371.49	4377.88
增长率(%)	28.60%	24.59%	23.05%	30.42%	29.85%
EBITDA(百万元)	440.10	531.16	548.68	728.35	933.27
净利润(百万元)	210.19	285.00	344.86	452.66	609.52
增长率(%)	101.15%	35.59%	21.00%	31.26%	34.65%
每股收益(元)	0.77	0.93	1.04	1.37	1.84
市盈率	38.61	47.55	34.19	26.05	19.34
市净率	7.80	9.37	4.51	3.85	3.21
EV/EBITDA	19.35	27.14	20.01	14.84	10.76

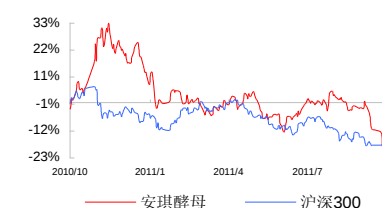
数据来源:安琪酵母股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级



当前价格 29.78 元
合理价值 40.00 元
前次评级 无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-14.77	-15.99	-18.10
沪深 300	-2.90	-14.83	-17.69

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股) 330/271

主要股东: 湖北安琪生物集团有限公司

主要股东持股比例 39.37%

流通 A 股比例 82.12%

财务比率

ROE 19.70%

ROA 10.81%

资产负债率 47.26%

2010 年报数据

2011年三季报业绩低于预期

业绩数据：公司三季度实现营业收入 5.67 亿元，同比增长仅10.14%，而环比增速下滑6.88%，今年前三季度，公司累计营业收入为17.93亿元，同比增速为19.4%，低于我们此前预期；三季度归属于母公司的净利润7382万元，同比增长7.37%；三季度每股收益0.235元，同比增长4.44%，今年前三季度累计EPS为0.802元；毛利率为30.98%，较2011年中期下降0.83个百分点，与去年同期相比，下滑2.75个百分点；而净利率较去年同期仅下降1.49个百分点。

公司今年面临双重压力：海外需求较弱和成本压力

第一、销售收入持续低于预期原因：1) 三季度出口增速继续下滑，增速仅为个位数，相比今年上半年15.32%的增速，海外需求仍然不理想，我们认为，一方面，人民币升值、中东政局不稳以及全球市场竞争加剧等原因导致出口收入增速大幅放缓；另一方面，今年上半年，公司产品进行了提价，但是竞争对手并没有跟随，不利于公司竞争。2) 国内酵母收入受食品安全整顿影响，面用酵母增速较2010年下滑，但整体增速还不错，保持20%多增速，高于酵母行业16%左右的增速。3) 其它业务如YE和保健品，并没有超预期。

因此，我们将下调全年营业收入目标，中报期间，我们预计全年营业收入为26.5-27亿元之间，**现在我们将营业收入进一步下调至26亿元以下**，从公司历年四季度经营情况，今年四季度要达到26亿元的话，则四季度需实现8亿元以上的收入，故单季度增速为33%以上，我们认为对于公司面临的环境而言，存在一定的困难，因为2010年四季度开始出口受到影响，单季度收入为5.99亿元。

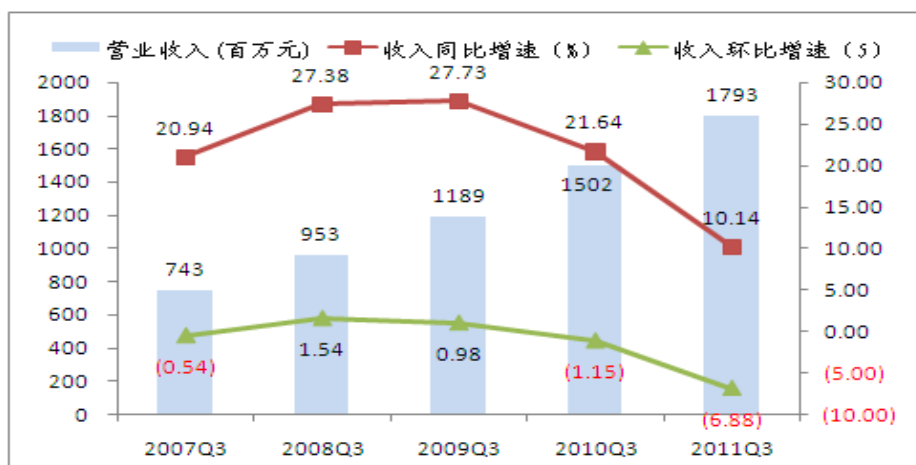
第二、综合毛利率继续下降0.83个百分点至30.98%，主要原因为：公司主营酵母的上游原材料糖蜜成本同比仍上升，去年同期糖蜜不到1000元/吨，而公司年初已基本采购全年的绝大部分糖蜜，而当时糖蜜价格为1200多元/吨，故同比糖蜜价格仍上升，使得公司毛利率仍下滑明显，尤其是三季度单季度毛利率已跌破30%至29.15%，创自08年以来的新低。**近期糖蜜价格已有所下跌，从1200多元/吨下降至1150元/吨附近，尤其是11月进入榨季后，预计糖蜜价格会进一步下降，有利于公司明年成本下降。**

净利率方面：三季度单季度净利率较2010年三季度上升0.2个百分点，累计前三季度净利率为15.15%，较中期小幅下滑，这与毛利率下滑和费用率上升有关。

第三、三大费用率皆进一步上升，三季度单季度销售费用上升至11.53%，全年销售费用率为10.25%；管理费用率为5.34%，同比上升31.8%，原因为劳动力成本上升；此外，今年以来，银行贷款利率上升，公司财务费用也上升明显，财务费用率为2.14%，同比上升42.2%。

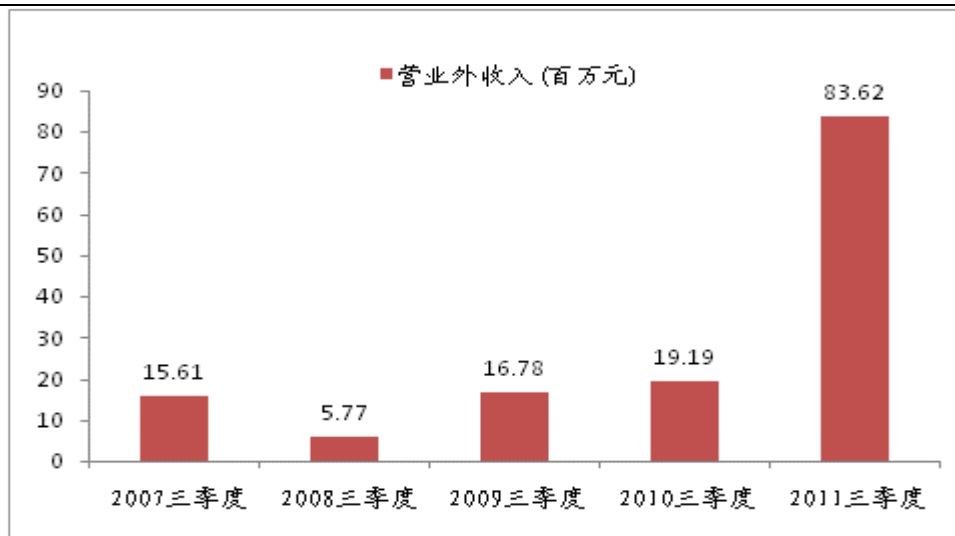
第四、三季度，公司收到新兴产业政府扶植发展资金，使得营业外收入继续明显上升，单季度营业外收入为5002万元，较去年同期972万元大幅增加，综合而言，截至目前，营业外收入为8362万元，同比增速为335.64%。

图1：近几年公司前三个季度营业收入以及单季度同比和环比增速



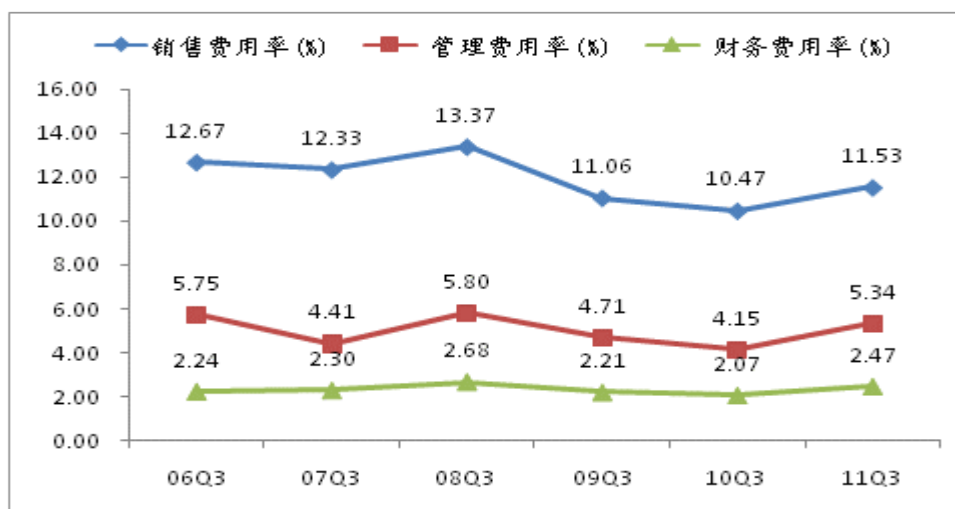
数据来源：公司三季报，广发证券发展研究中心

图2：今年营业外收入大幅增加



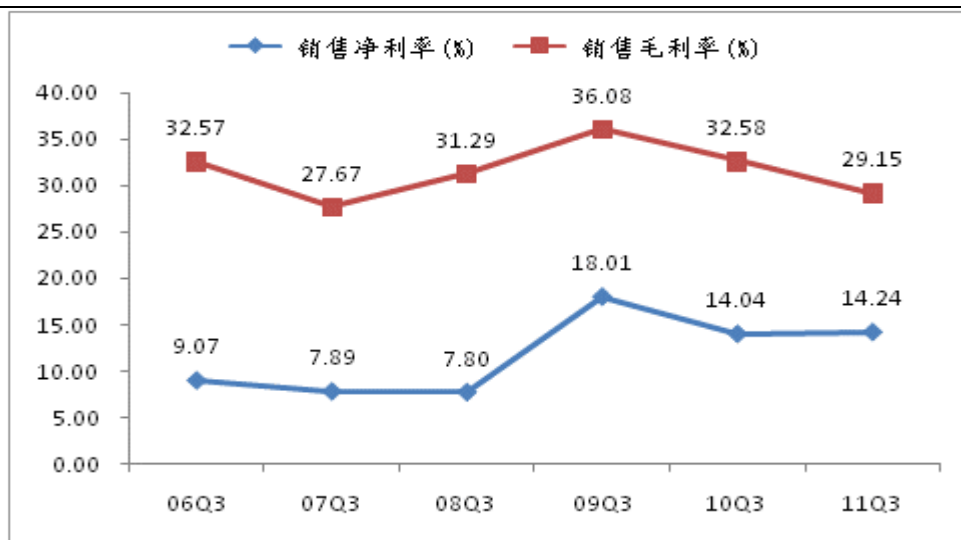
数据来源：公司三季报，广发证券发展研究中心

图3：历年三季度单季度费用率情况



数据来源：公司三季报，广发证券发展研究中心

图4：历年三季度毛利率和净利率情况



数据来源：公司三季报，广发证券发展研究中心

公司看点：成本下降+酵母衍生产品增长+出口恢复

1、毛利率存在改善空间且环比压力在下降，因为糖蜜价格存在下跌理由：

(1) 目前国内外糖蜜价格倒挂，而针对这种局势，公司已开始采购国外糖蜜。若11月份进入榨季后，糖蜜价格仍不能下降，那么不排除公司加大国外采购量，即，不论国内糖蜜价格下跌与否，公司糖蜜采购成本会下降，但是公司每年需要糖蜜量为50多万吨，不太可能全部国外采购，故若国内糖蜜价格下跌能使公司明年成本下跌空间较大。根据我们的了解的信息来看，下一个榨季糖蜜价格下跌是大概率事件，只是下跌空间不能确定，乐观估计，糖蜜价格与国外价格基本持平，即下跌到1000元附近。

(2) 国内外产糖蜜作物种植面积增加：A、09年和10年糖蜜价格上涨的原因因为泰国干旱，而从目前情况看，泰国等糖蜜高产国家丰收，价格在2011年有下降的可能。B、糖蜜价格高涨使得今年糖蜜作物种植面积增加，且今年将丰产。

(3) 酒精价格影响糖蜜价格，当前南方部分酒精厂已部分停产，短期来看，酒精价格或将下跌，对糖蜜价格存在影响，且从长远来看，现在国家对酒精厂管控不严，若对他们环保问题做出强制，很多酒精厂很难运行下去，则酒精产量会下降，糖蜜供给将增加，价格将出现下跌。

2、酵母收入预计平稳增长，但酵母衍生产品空间较大。

1) 公司面用酵母占总收入约为70%左右，因此面粉产量增长直接影响公司酵母收入增长，根据小麦粉近年增长情况，09-10年两年增速趋缓，未来难有爆发性增长，而目前酵母行业竞争格局已形成，公司已有约10.6万吨产能，为世界第三大公司，未来将享受行业平稳增长。

2) 除了糖蜜价格有望下跌，推动明年增长的有利因素还有：募投项目对公司贡献利润和收入：

(1) 产能方面：公司目前酵母产能为10.6万吨，明年将新增募投项目埃及项

目1.5万吨酵母产能,此外,柳州也有2万吨新增酵母产能;新增5000吨酶制剂产能;1万吨生物复合调味料产能;8000吨复合生物饲料产能。(2)时间表:埃及此次受中东动乱影响,今年不能达产,争取明年3月份之前投产,最晚6月之前投产;保健品预计明年3月份投产。综合而言,募投项目基本在明年6-9月份能达产。(3)预计所有募投项目皆达产后,每年新增年收入10.61亿元。

表1: 募投项目情况

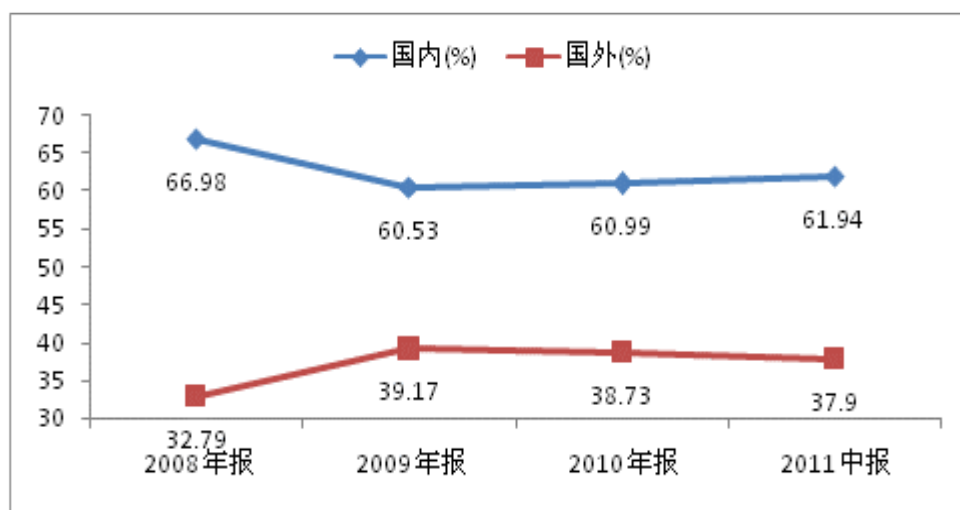
项目名称	项目总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	达产后预计年收入(万元)
年产5,000吨新型酶制剂项目	17,400	17,400	16,025
年产10,000吨生物复合调味料项目	14,200	14,200	20,800
年产8,000吨复合生物饲料项目	7,800	7,800	15,000
生物保健食品生产基地项目	12,200	12,200	31,221
埃及年产15,000吨高活性干酵母项目	33,843.60	28,534.80	23,069
总计	85,443.60	80,134.80	106,115

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

3、出口有望恢复,且公司已采取规避部分人民币升值汇兑损失。

随着中东地区局势好转(中东地区出口占比1/3),出口将有所恢复,且针对人民币升值影响,公司已采取部分措施,如:(1)去年年底开始在香港成立专门公司,香港融资成本低于内地,借了2000万美元,这样外汇缺口缩小,规避部分人民币升值影响。(2)未来人民币升值应该是趋势,国家鼓励企业多做进口,升值趋势很难倒退,若糖蜜价格继续倒挂,公司将进口部分糖蜜,预计能对冲部分升值带来的负面影响。

图5: 去年四季度以来,出口占比持续下降



数据来源: Wind资讯、广发证券发展研究中心

盈利预测与估值：一年内合理估值为34-41元

假设条件：1) 募投项目皆在明年3-9月份陆续达产；2) 明年糖蜜价格下跌，公司毛利率逐步改善；3) 产品价格稳中略升。我们小幅下调公司盈利预测，预计11-13年销售收入分别为25.85亿元、33.75亿元和43.78亿元，同比增速分别为23.05%、30.4%和29.85%，则11-13年公司EPS分别为1.04元、1.37元和1.84元，按照12年25-30倍计算，12个月合理估值为34-41元，维持公司“买入”评级。

风险提示

食品安全问题，糖蜜价格仍旧高企，募投项目未如期达产。

资产负债表

单位：百万元

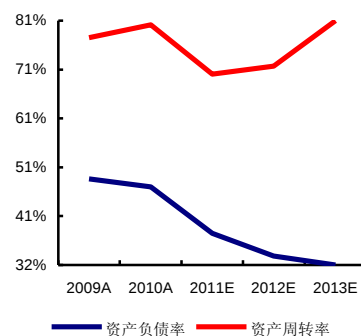
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	680	971	2,680	3,194	4,247
货币资金	89	167	1,829	1,955	2,632
应收及预付	181	327	240	490	634
存货	410	477	610	749	981
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	1,661	1,963	1,794	1,782	1,649
长期股权投资	0	38	38	38	38
固定资产	1,494	1,633	1,488	1,415	1,267
在建工程	66	144	154	204	209
无形资产	87	138	114	124	135
其他长期资产	14	9	0	0	0
资产总计	2,341	2,934	4,474	4,976	5,896
流动负债	1,128	930	1,272	1,240	1,443
短期借款	473	602	591	544	453
应付及预收	634	326	681	697	990
其他流动负债	21	2	0	0	0
非流动负债	16	457	429	429	429
长期借款	0	429	429	429	429
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	28	0	0	0
负债合计	1,144	1,386	1,700	1,669	1,871
股本	271	306	330	330	330
资本公积	254	379	1,172	1,172	1,172
留存收益	515	765	1,110	1,563	2,172
归属母公司股东权益	1,041	1,447	2,612	3,065	3,674
少数股东权益	156	100	162	242	351
负债和股东权益	2,341	2,934	4,474	4,976	5,896

利润表

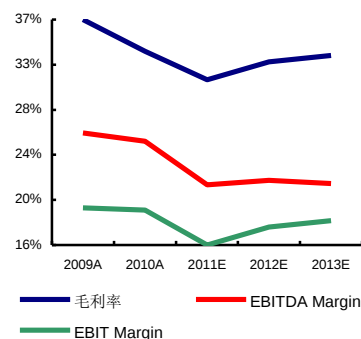
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1686	2101	2585	3371	4378
营业成本	1066	1392	1781	2266	2915
营业税金及附加	12	12	17	21	28
销售费用	200	211	271	354	460
管理费用	88	91	116	152	197
财务费用	29	40	33	28	24
资产减值损失	6	4	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0
投资净收益	6	2	2	2	2
营业利润	291	354	368	553	757
营业外收入	19	40	90	60	60
营业外支出	1	1	2	2	2
利润总额	310	393	456	611	815
所得税	11	57	50	78	97
净利润	299	336	406	533	718
少数股东损益	89	51	61	81	109
归属母公司净利润	210	285	345	453	610
EBITDA	440	531	549	728	933
EPS (元)	0.77	0.93	1.04	1.37	1.84

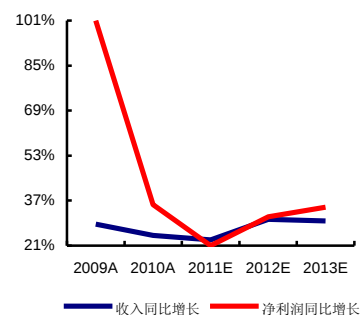
资产负债率趋势



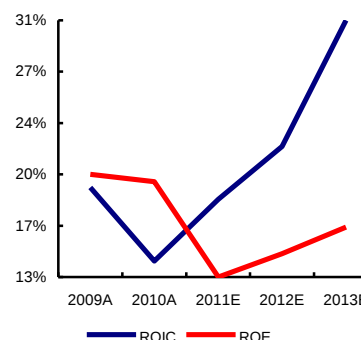
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

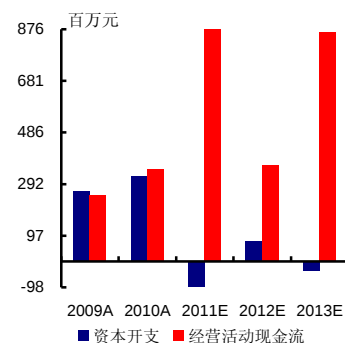
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	249	349	815	281	758
净利润	299	336	406	533	718
折旧摊销	119	136	149	149	155
营运资金变动	-193	-169	307	-373	-83
其它	23	46	-47	-28	-32
投资活动现金流	-261	-343	100	-76	38
资本支出	-266	-322	98	-78	36
投资变动	5	-36	2	2	2
其他	0	16	0	0	0
筹资活动现金流	58	61	747	-79	-119
银行借款	1,155	1,996	-11	-47	-91
债券融资	-1,332	-1,480	-28	0	0
股权融资	0	0	817	0	0
其他	235	-455	-32	-32	-28
现金净增加额	45	66	1,662	126	677
期初现金余额	44	89	167	1,829	1,955
期末现金余额	89	155	1,829	1,955	2,632

主要财务比率

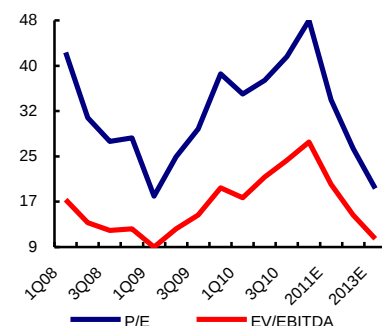
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	28.6%	24.6%	23.0%	30.4%	29.8%
营业利润	100.5%	21.4%	4.1%	50.1%	36.8%
归属于母公司净利润	101.1%	35.6%	21.0%	31.3%	34.7%
获利能力					
毛利率	36.8%	33.8%	31.1%	32.8%	33.4%
净利率	17.7%	16.0%	15.7%	15.8%	16.4%
ROE	20.2%	19.7%	13.2%	14.8%	16.6%
ROIC	19.3%	14.3%	18.5%	22.1%	30.7%
偿债能力					
资产负债率	48.9%	47.3%	38.0%	33.5%	31.7%
净负债比率	33.5%	55.8%	-29.2%	-29.7%	-43.5%
流动比率	0.60	1.04	2.11	2.58	2.94
速动比率	0.20	0.39	1.50	1.80	2.07
营运能力					
总资产周转率	0.77	0.80	0.70	0.71	0.81
应收账款周转率	19.84	16.39	16.39	16.39	16.39
存货周转率	2.73	3.14	2.92	3.02	2.97
每股指标 (元)					
每股收益	0.77	0.93	1.04	1.37	1.84
每股经营现金流	0.92	1.14	2.47	0.85	2.29
每股净资产	3.83	4.73	7.90	9.27	11.12
估值比率					
P/E	38.6	47.6	34.2	26.0	19.3
P/B	7.8	9.4	4.5	3.8	3.2
EV/EBITDA	19.4	27.1	20.0	14.8	10.8

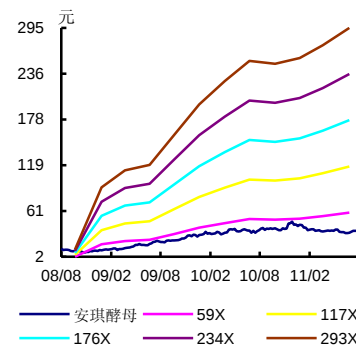
资本支出与经营活动现金流



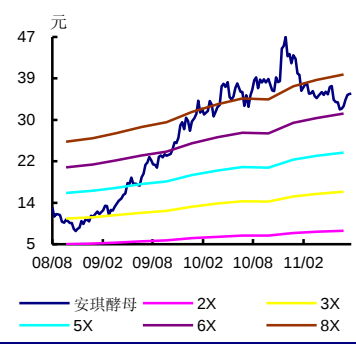
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发食品饮料行业研究小组

汤玮亮，分析师，华南理工大学管理学硕士，2007 年进入广发证券发展研究中心。

胡鸿，分析师，中山大学金融学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

安琪酵母(600298.sh): 中报业绩差强人意，但下半年成本压力有望下降

胡鸿

2011-07-18

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。