

分析师： 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 王奇玮 (8621) 68751126 wangqw2@cjsc.com.cn

三季度低空飞过，期待潜伏之后的高弹性

事件描述

安琪酵母（600298.SH）公布 2011 年三季度财报：

- 公司 1-9 月份实现主业收入 17.93 亿，同比增长 19.40%；实现归属母公司净利润 2.48 亿，同比增长 20.39%；扣非经常性损益后归属母公司净利润 1.66 亿，同比下滑 10.75%。实现 EPS0.80 元。
- 其中 6-9 月份公司实现主业收入 5.67 亿，同比增长 10.14%；实现归属母公司净利润 0.74 亿，同比增长 7.25%；扣非后归属母公司净利润 0.24 亿，同比下滑 59.32%。实现 EPS0.23 元。

总体而言，2011 年公司三季报略显平淡，中报所呈现出的诸如出口减速、人民币持续升值、成本端伤害以及人工和资本开支等不利因素依旧在继续催化公司三季度业绩低于预期，长期来看我们依然维持前期期待成本回落带来高弹性和增发项目纵横蓝海的大逻辑，短期预计出口的显著好转要看到明年年初，并且一旦埃及的项目投产，成本端应该会有显著的下滑从而带来毛利率的恢复，这都构成了未来 3-6 个月的看点。

事件评论

第一，三季度业绩低于预期，增长主要来自政府补贴

由于公司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，少数股东损益的并表构成中报净利润增长的一个重要来源，因此单独考察三季度的盈利情况显得更有意义。

三季度公司业绩低于我们和市场的普遍预期。公司三季度收入增速仅为 10.14%，甚至低于中报 20%左右的水平，这在毛利率有所下滑、费用率上涨的基础上进一步影响到利润增速，导致公司归属母公司净利润同比增长 20.39%，而除去单季 5000 万的净营业外收支（其中营业外收入 8361 万，主要来自新兴产业政府扶持发展资金），三季度扣非净利润 0.24 亿，整体实现 EPS0.23 元（公司股份按天加权平均，因此基本可同比上年）。

表 1：公司主要财务数据一览

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3
营业收入	3.47	4.19	4.23	4.97	4.67	5.20	5.14	5.99	6.18	6.08	5.67
yoy	17.23%	28.53%	27.79%	38.83%	34.58%	24.11%	21.51%	20.52%	32.33%	16.92%	10.31%
毛利率	33.92%	37.93%	36.08%	38.38%	35.59%	36.52%	32.58%	30.94%	32.24%	31.42%	29.28%
三项费用率	20.39%	16.39%	17.98%	20.32%	15.63%	15.01%	16.68%	17.47%	14.90%	16.66%	19.22%
营业利润	0.47	0.90	0.73	0.82	0.89	1.07	0.77	0.81	1.03	0.77	0.46
yoy	67.86%	114.2%	160.7%	74.47%	89.36%	18.89%	5.48%	-1.22%	15.73%	-28.0%	-40.2%

营业外收支	0.01	0.07	0.09	0.03	0.02	0.08	0.10	0.20	0.03	0.29	0.50
利润总额	0.47	0.97	0.82	0.84	0.90	1.15	0.87	1.01	1.06	1.07	0.96
归属于母公司净利润	0.31	0.70	0.54	0.55	0.55	0.82	0.69	0.79	0.85	0.89	0.74
yoy	24.00%	100.0%	200.0%	103.7%	77.42%	17.14%	27.78%	43.64%	54.55%	8.54%	7.25%
净利率	13.31%	21.85%	18.01%	17.17%	16.66%	19.20%	14.04%	14.32%	13.75%	14.63%	13.05%
每股收益	0.11	0.26	0.20	0.20	0.20	0.29	0.22	0.26	0.28	0.29	0.23

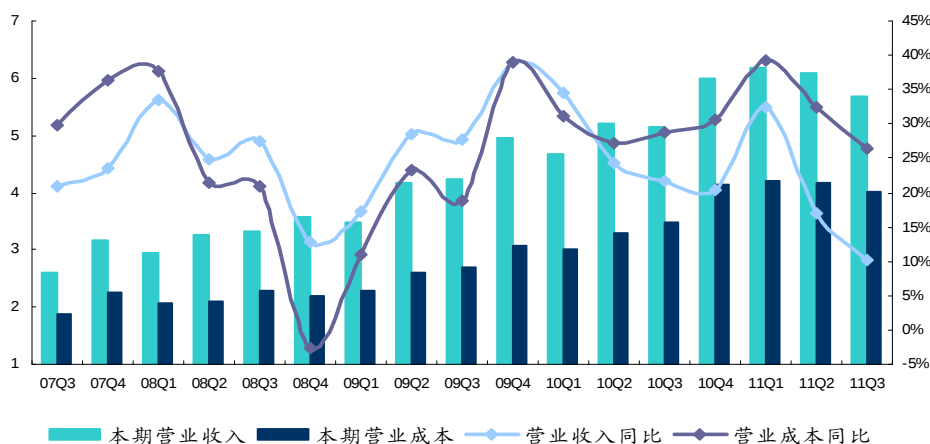
资料来源：长江证券研究部

第二，收入方面地域分化较为严重：国内逐步向好而出口持续低迷

收入方面，国内情况相对良好，三季度应该能够保持 20% 以上的增长（其中 9 月份酵母营销中心收入增速达到 50%），按此测算出口增速仅为个位数（提价 5% 和汇兑损益 5% 相互抵销）。对此，我们有以下几点评论：

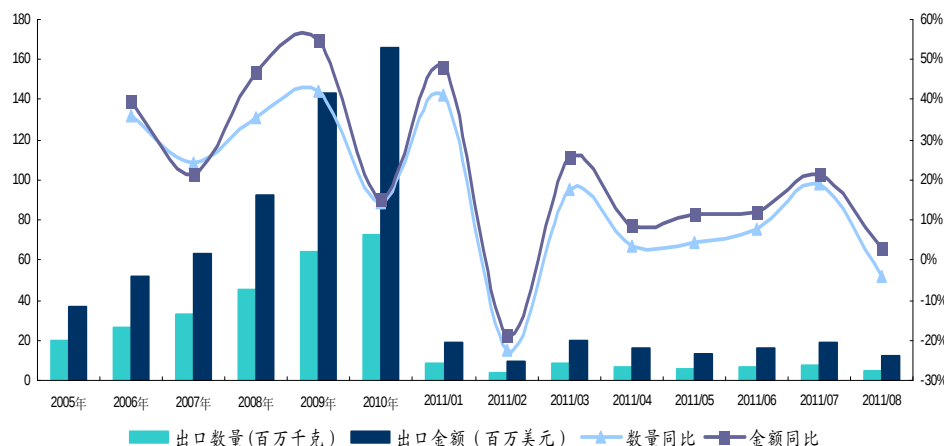
- 三季度国内情况逐步向好的基础性原因在于上半年染色馒头事件影响逐步消除之后下游对于面食和酵母的需求在逐步恢复，因此现在这个时点在大环境上是一个加速反弹期；另一方面公司在 2 季度做了一系列的终端修复工作（主要是人工方面加大投入，培训和拜访的频率加强）使得公司下游的掌控力逐步增强。
- 从竞争力上剖析实际上国内酵母销售价格要高于国外，相对定价也较高，但由于国内销售工作做得较好（培训和推广），国外相对比较粗放（现在国外也在逐步建立事业部细分市场），因此能够保证现有的市场份额。
- 出口方面烘焙酵母受损比较严重，抽提物和动物营养方面则有较好的增长。由于国内小企业在成本高企和大环境恶化的背景之下生存艰难，主要竞争对手仍然是国外巨头（7-8 两月季度国内酵母出口增速不到 8%，公司来看整个出口受影响较大尤其是中东和非洲，占比 40%，由于对价格比较敏感，导致人民币不断升值制约公司产品议价能力的同时对手通过不断降价抢夺了部分市场份额）。
- 对于受损较严重的烘焙酵母，由于固有的成本较高，为保证一定盈利水平公司不会跟随竞争对手降价，重点将放在渠道下沉围绕原来的市场做二次开发上（这一点和国内模式很像），例如一个国家原来只有 2 个经销商，公司会通过谈判增设 1 个经销商并着力拜访客户和培育市场，同时渠道方向会从大宗转向零售，未来重点依然在中东和非洲，会从南美洲东南亚和俄罗斯打开缺口；在新兴的抽提物和动物营养方面，主要会通过欧盟打开市场扩大规模和盈利能力（例如公司相关高层最近一个月都在德国访问），预计这一块儿在未来会有比较好的发展。

图 1：三季度公司收入和成本增速均有所下滑



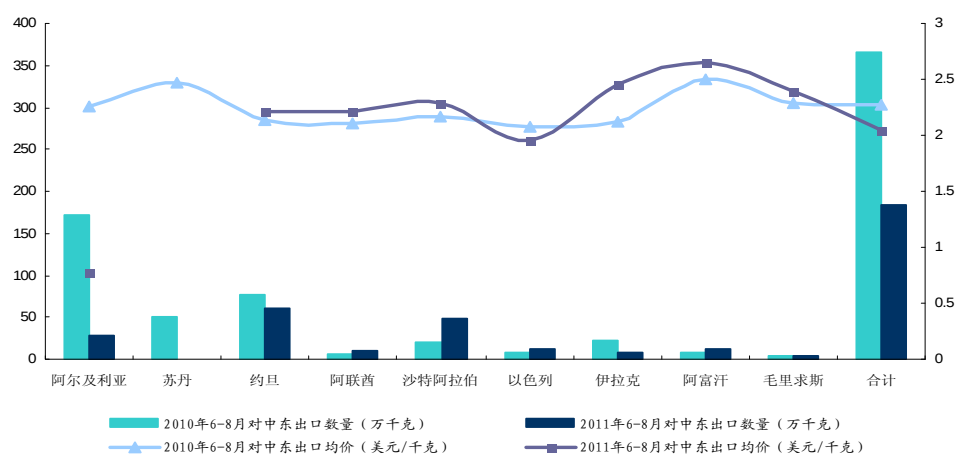
资料来源：长江证券研究部

图 2：7-8 两月国内酵母出口增速仅为 8%左右



资料来源：长江证券研究部

图 3：三季度中东和非洲仍是主要酵母出口受挫区域



资料来源：长江证券研究部

第三，毛利率下滑至 08 年以来最低，糖蜜价格走势不确定性较大

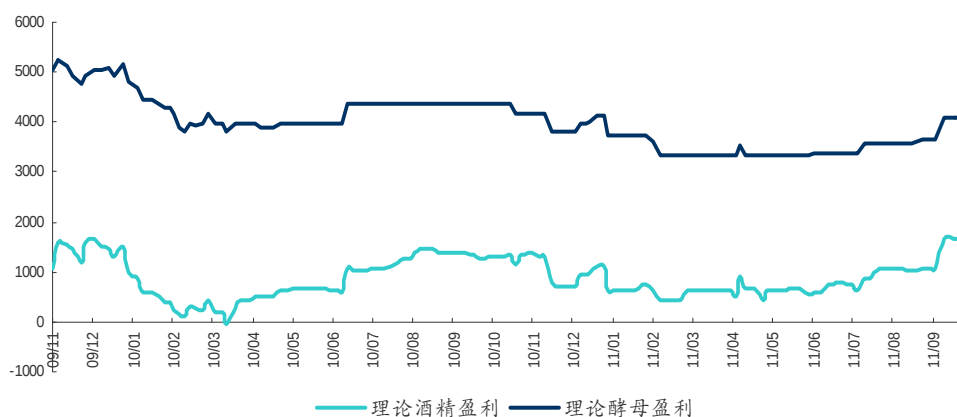
三季度公司毛利率来到 08 年以来的最低（不足 30%），在定价策略并未做出显著调整（即国内没有提价出口不会降价）的情况下，我们认为主要来自成本端的伤害。

公司成本可主要拆分为糖蜜（占比 45%以上）、固定（变动）制造费用、能源和人工等，目前甘蔗的新榨季未到因此公司目前还是以消化年初的高成本库存为主，由于本季糖蜜成本大致锁定在 1200 元/吨，并且三季度糖蜜价格较二季度有小幅下滑，能源和人工成本的上涨应该是三季度毛利率下滑至 30%以下的主要原因。

对于后续成本的看法，目前分歧较大，厂家报价已经跌至 1050 元/吨左右，而我们前期在广西草根调研的结果显示今年甘蔗收成较去年有所下降而这对于公司而言显然偏负面（草根样本有限因此仅供参考），同时从近期糖蜜中间商报价格走势也可看出渠道对于成本上行的担忧（当然不排除货币炒作的因素）；因此比较稳健的做法是观察 11 月初即将到来的甘蔗新榨季，而在不确定的背景下公司也已取得的 10 万吨进口糖蜜配额无论对于缓解自身成本还是掣肘上游都显得意义重大，目前公司已获得广西崇左和湖北宜昌各 5 万吨糖蜜进口的完备资格，预计价格会在 980 元/吨左右。

图 4：近期糖蜜厂家报价和中间商报价呈现背离趋势


资料来源：长江证券研究部

图 5：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

作为原材料占比较高的产业之一，若糖蜜价格回落将公司的净利润提升带来较明显弹性。我们针对糖蜜价格的下行进行了毛利率和净利润的敏感性测算，供投资者参考。

表 2：糖蜜价格回落和毛利率净利率敏感性测算

糖蜜价格回落幅度	5%	10%	15%	20%	25%	30%
△糖蜜价格对应的△毛利率	3.37%	6.74%	10.12%	13.49%	16.86%	20.23%
△糖蜜价格对应的△净利率	2.53%	5.06%	7.59%	10.12%	12.65%	15.17%

资料来源：长江证券研究部

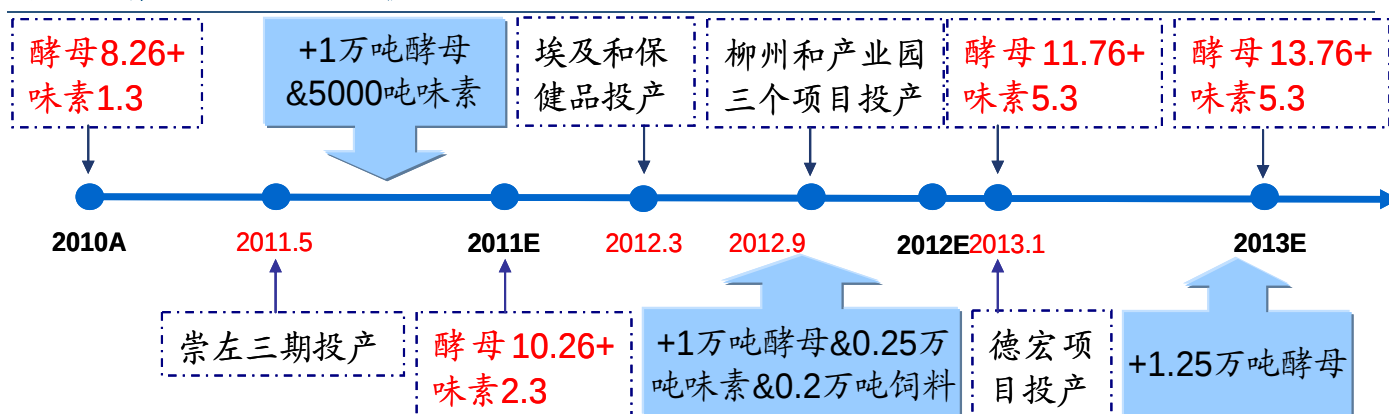
第四，2011 和 2012 年年化产量增速分别为 20%和 25%，2015 计划收入 60 亿

新增产能方面公司今年 5 月崇左三期（+1.5 万吨酵母&8000 吨味素）已经投产，加上宜昌本部扩建的 5000 吨酵母和 2000 吨味素预计今年年底公司的总产能可以达到 12.56 万吨（干酵母 10.26 万吨）。

埃及方面（1.5 万吨酵母产能）预计明年上半年（争取一季度）可以投产；而柳州的 2 万吨产能预计今年年底之前动工从而明年 10 月份左右投产；德宏方面（+2 万吨干酵母）预计 13 年 1 月投产；而生物产业园方面，第一个项目（保健品）3 月份投产，其他三个项目将会在 6-9 月份陆续投产。据此推算，2012 年底和 2013 年底公司的总产能分别为

18.56 万吨和 20.56 万吨（其中干酵母分别为 11.76 万吨和 13.76 万吨）。

图 6：公司产能时间与放量配比模拟



资料来源：长江证券研究部（空心框中标示产能，实心框中标示产量）

表 3：公司产能分类和投放进度

	2010A		2011E		
	酵母	调味品	酵母	调味品	饲料添加剂
宜昌本部	2	0.5	2.5	0.7	-
新疆伊犁	2.5	0.8	2.5	0.8	-
内蒙古赤峰	0.8	-	0.8	-	-
河南睢县	0.3	-	0.3	-	-
山东滨州	0.66	-	0.66	-	-
广西崇左	2	-	3.5	0.8	0.2
埃及	-	-	-	-	-
宜昌生物产业园	-	-	-	-	-
广西柳州	-	-	-	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-
合计	8.26	1.3	10.26	2.3	0.2
YoY (%)			24.21%	61.54%	100%

资料来源：长江证券研究部

续表 3：公司产能分类和投放进度

	2012E					2013E				
	酵母	调味品	饲料添加剂	酶制剂	保健品	酵母	调味品	饲料添加剂	酶制剂	保健品
宜昌本部	2.5	0.7	-	-	-	2.5	0.7	-	-	-
新疆伊犁	2.5	0.8	-	-	-	2.5	0.8	-	-	-
内蒙古赤峰	0.8	-	-	-	-	0.8	-	-	-	-
河南睢县	0.3	-	-	-	-	0.3	-	-	-	-
山东滨州	0.66	-	-	-	-	0.66	-	-	-	-
广西崇左	3.5	0.8	0.2	-	-	3.5	0.8	0.2	-	-
埃及	1.5	-	-	-	-	1.5	-	-	-	-
宜昌生物产	-	1	0.8	0.5	产值 3-5	-	1	0.8	0.5	产值 3-5

业 园	亿元								亿元
广西柳州	-	2	-	-	-	-	2	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-	2	-	-	-
产值 3-5									
合计	11.76	5.3	1	0.5	亿元	13.76	5.3	1	0.5 亿元
YoY (%)	14.63%	130%	400%	100%	-	17.01%	-	-	-

资料来源：长江证券研究部

第五，盈利预测与投资建议

国内销售情况向好的背景下长期来看我们依然维持前期的推荐逻辑，即期待成本回落带来高弹性和增发项目纵横蓝海。短期来看出口的恢复时点是一个不确定因素，上半年出口 4.8 个亿，原来预计全年 11.8 个亿，我们认为估计全年完成 9 个亿应该问题不大；四季度应该是一个比较关键的时点，公司传递出的信号是出口方面不会单纯跟随对手降价博得短期收益而是力求在渠道方面进行大手术，这反映出管理层在远景上的高瞻远瞩，但同时也意味着四季度出口即使有所回升也不会好太多，预计显著的好转要看到明年年初，并且一旦埃及的项目投产，成本端应该会有显著的下滑从而带来毛利率的恢复，这都构成了未来 3-6 个月的短期看点。

总体而言，公司三季报利润占比中较大份额的政府补贴加剧了对于全年业绩判断的不确定性，而这也是我们需要反思的方面；中报点评中我们建立在今年 1.08 元业绩基础上给到明年 1.60 元，现在看来拆分主业业绩才是关键所在。今年前三季度公司主业贡献业绩 0.54 元（股本按天加权摊薄），因此我们倾向于全年主业业绩介于 0.75-0.80 元之间，在此基础上中观情境下产能扩张 25%，糖蜜回落 200 元，则明年 1.30 元的主业业绩可期，另加 3000-3500 万元的营业外收支，则 2012 年 1.40 元的整体业绩可期。

进一步，我们预测 2011-2013 年公司 EPS（按 2400 万股新增期末摊薄）为 1.04 元、1.40 元和 1.79 元；而按照公司通行的做法，按新增股本加权摊薄后则 2011-2013 年 EPS 为 1.10 元、1.47 元和 1.88 元。

表 4：2012 年 EPS 模拟（基于糖蜜下行&产能释放）

		糖蜜价格变动（元/吨）					
		100	0	-100	-200	-300	-400
年化产量 (酵母+YE/万吨)	13.5	1.28	1.31	1.34	1.37	1.40	1.43
	14.0	1.33	1.36	1.39	1.42	1.45	1.48
	14.5	1.37	1.41	1.44	1.47	1.50	1.53
	15.0	1.41	1.44	1.48	1.51	1.54	1.58
	15.5	1.46	1.49	1.53	1.56	1.59	1.63
	16.0	1.51	1.54	1.58	1.61	1.65	1.68

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	2544	3315	3970	货币资金	167	273	363	408
营业成本	1392	1756	2195	2612	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	709	789	1121	1358	应收账款	179	190	248	297
% 营业收入	33.8%	31.0%	33.8%	34.2%	存货	477	668	835	993
营业税金及附加	12	14	19	23	预付账款	131	70	87	104
% 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	257	348	417	流动资产合计	971	1213	1549	1822
% 营业收入	10.1%	10.1%	10.5%	10.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	91	102	133	159	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	40	53	57	51	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.1%	1.7%	1.3%	固定资产合计	1806	2105	2391	2565
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	362	564	709	其他非流动资产	-28	-28	-28	-28
% 营业收入	16.8%	14.2%	17.0%	17.9%	资产总计	2934	3461	4078	4520
营业外收支	39	100	40	40	短期贷款	602	762	786	474
利润总额	393	462	624	789	应付款项	251	273	342	407
% 营业收入	18.7%	18.2%	18.8%	19.9%	预收账款	31	25	33	40
所得税费用	57	67	94	110	应付职工薪酬	35	52	65	78
净利润	336	395	530	679	应交税费	-6	1	1	1
归属于母公司所有者					其他流动负债	17	21	27	32
的净利润	285.0	344.3	461.6	591.8	流动负债合计	930	1135	1253	1031
少数股东损益	51	51	69	87	长期借款	429	429	429	429
EPS（元/股）	0.86	1.04	1.40	1.79	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	28	28	28	28
经营活动现金流净额	349	497	588	762	负债合计	1386	1592	1710	1488
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	1447	1740	2132	2635
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	100	151	220	307
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1547	1891	2352	2942
固定资产投资	-322	-425	-433	-340	负债及股东权益	2934	3482	4061	4430
其他	-21	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-343	-425	-433	-340		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.864	1.043	1.399	1.793
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.73	5.68	6.97	8.61
银行贷款增加（减少）	516	161	23	-311	PE	5.45	4.51	3.37	2.63
筹资成本	107	-105	-126	-139	PEG	0.20	0.16	0.12	0.10
其他	-560	0	0	0	PB	1.00	0.83	0.68	0.55
筹资活动现金流净额	63	56	-103	-450	EV/EBITDA	4.57	4.52	3.11	2.20
现金净流量	69	127	52	-28	ROE	19.7%	19.8%	21.7%	22.5%

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。