

安琪酵母 (600298)

买入/维持评级

股价: RMB29.78

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.htlhc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8639

luhy@mail.htlhc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhc.com.cn

# 安琪酵母 (600298) 不利因素叠加、业绩处于底部区域

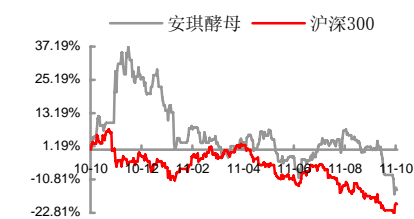
- 2011年 1-9 月份, 公司实现营业收入 17.93 亿元, 同比增长 19.4%; 归属母公司股东净利润 2.48 亿元, 同比增长 20.2%; 每股收益 0.80 元。其中, 三季度营业收入 5.67 亿元, 同比增长 10.1%; 归属母公司股东净利润 7382 万元, 同比增长 7.4%, 低于我们的预期。
- 出口拖累收入增长。**继二季度收入增速环比大幅下降, 三季度收入增速环比下降 6.78 个百分点, 主要是出口拖累。高企的糖蜜价格不仅侵蚀利润, 也削弱了公司在国际市场上的竞争力。公司出口连续多年高速增长, 主要得益于显著的成本优势。但今年国内糖蜜价格一直远高于国际糖蜜价格(国内 1100-1200 元/吨, 国际不足 900 元/吨), 再加上为应对原料成本压力, 年初提价约 5%, 公司产品在国际市场上价格优势明显下降, 导致三季度出口几无增长。国内市场相对平稳, 保持着高于 GDP 的增速。我们认为, 四季度也有可能延续这种态势, 明年糖蜜价格下降后, 出口有望逐渐恢复。
- 毛利率下滑幅度, 超出我们的预期; 政府补助抵消了营业利润下降。**新榨季之前, 糖蜜价格处于高位, 我们预计毛利率在 31% 左右见底。但三季度毛利率仅为 29.15%, 同比、环比分别下降 3.43、2.27 个百分点, 主要是能源价格、工资上涨, 以及人民币升值超出预期。11 月份进入新榨季, 预计明年糖蜜价格有望下降, 缓解成本压力。一方面国际糖蜜到岸价约 900 元/吨, 形成了压制, 另一方面酒精出口退税取消, 减少了对糖蜜的需求。三季度营业外收入 5002 万元, 同比激增 415%, 主要是收到新兴产业政府扶持发展资金大幅增长, 弥补了营业利润的下滑。
- 盈利预测与评级。**我们下调盈利预测, 预计 2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.97、1.26 和 1.60 元, 目前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 31X、24X 和 19X, 不利因素叠加已经过去大半, 公司业绩处于底部区域, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 食品安全; 原料价格继续上涨; 中东北非局势恶化。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	330
流通 A 股 (百万股)	330
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	9,816

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2101	2403	3020	3709
(+/-%)	24.6	14.4	25.7	22.8
归属母公司净利润(百万元)	285	320	414	526
(+/-%)	35.6	12.4	29.3	27.0
EPS(元)	0.86	0.97	1.26	1.60
P/E(倍)	34.4	30.6	23.7	18.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	971	1224	1859	2549	<b>营业收入</b>	2101	2403	3020	3709
现金	167	120	490	886	营业成本	1392	1665	2042	2474
应收账款	160	160	198	250	营业税金及附加	12	13	17	19
其他应收款	19	28	39	51	营业费用	211	245	302	371
预付账款	131	93	116	154	管理费用	91	106	121	148
存货	477	641	787	926	财务费用	40	54	40	42
其他流动资产	17	182	229	282	资产减值损失	4	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1963	1843	1967	2014	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	38	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1632	1642	1738	1761	<b>营业利润</b>	354	320	499	655
无形资产	101	112	122	133	营业外收入	40	90	40	30
其他非流动资产	192	89	108	120	营业外支出	1	0	2	2
<b>资产总计</b>	2934	3068	3827	4563	<b>利润总额</b>	393	410	537	683
<b>流动负债</b>	930	638	929	1071	所得税	57	53	69	89
短期借款	602	55	200	200	净利润	336	358	468	594
应付账款	219	268	319	375	少数股东损益	51	37	54	68
其他流动负债	110	315	410	496	归属母公司净利	285	320	414	526
<b>非流动负债</b>	457	429	429	429	EBITDA	529	550	739	923
长期借款	429	429	429	429	EPS (元)	0.93	0.97	1.26	1.60
其他非流动负	28	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1386	1066	1358	1500	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	100	138	191	260	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	306	330	330	330	<b>成长能力</b>				
资本公积	379	494	494	494	营业收入	24.6%	14.4%	25.7%	22.8%
留存收益	765	1039	1454	1980	营业利润	21.4%	-9.5%	55.8%	31.3%
归属母公司股	1447	1864	2278	2804	归属母公司净利	35.6%	12.4%	29.3%	27.0%
<b>负债和股东权</b>	2934	3068	3827	4563	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	33.8%	30.7%	32.4%	33.3%
					净利率(%)	13.6%	13.3%	13.9%	13.6%
					ROE(%)	19.7%	17.2%	18.2%	18.8%
					ROIC(%)	14.1%	13.8%	18.0%	21.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	47.3%	34.8%	35.5%	32.9%
					净负债比率(%)	74.30	45.39	46.30	41.91
					流动比率	1.04	1.92	2.00	2.38
					速动比率	0.53	0.91	1.15	1.51
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.80	0.80	0.88	0.88
					应收账款周转率	16	15	17	17
					应付账款周转率	7.75	6.84	6.96	7.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	0.86	0.97	1.26	1.60
					每股经营现金流	1.06	1.60	1.79	2.16
					每股净资产(最新	4.39	5.65	6.91	8.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	34.44	30.64	23.70	18.66
					P/B	8.21	6.38	5.22	4.24
					EV/EBITDA	23	22	16	13

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

#### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

#### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。