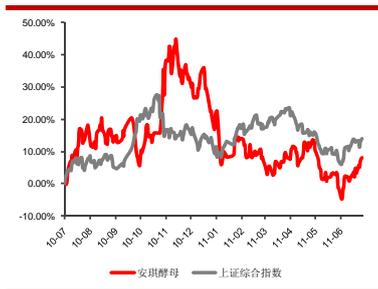


公司评级

推荐（维持）

公司近一年走势



相关报告

《成本压力未减 明年高增可期——安琪酵母（600298）中报点评》

2011年7月18日

《等待产能释放和新业务发力——安琪酵母（600298）年报点评》

2011年1月28日

《寻找确定性——食品饮料行业2011年中期投资策略》

2010年6月30日

《通胀&升级 酒香四溢——食品饮料行业2011年投资策略》

2010年12月30日

《行业估值略显压力 白酒涨价预期持续——食品饮料4季度投资策略》

2010年10月8日

《白酒业绩喜人 旺季消费将启——食品饮料9月投资策略》

2010年9月1日

研发部

分析师：冉伶俐

SAC 执业证书编号：S1340510120003

联系电话：010-68858132

Email: ranlingli@cnpsec.com

2012年：成本回落、产能释放、新品上市

——安琪酵母（600298）2011年三季度报点评

事件：

公司公布2011年三季度报告。

点评：

- **业绩概况：增速低于计划。**2011年1-9月，公司实现营业收入17.93亿元，同比增长19.4%，收入增速低于全年计划的33%；归属于母公司的净利润24754万元，同比增长20.2%；每股收益0.75元。
- **Q3 盈利环比下滑。**7-9月，公司实现营业收入5.67亿元，同比增长10.1%，环比下降6.9%；归属于母公司所有者的净利润7382万元，同比下降16.6%，环比增长7.4%；每股收益0.22元；综合毛利率29.15%，环比下降2.27个百分点。
- **费用率增加1.1个百分点，营业外收入大增。**报告期内，公司销售费用率、管理费用率和财务费用率均上升约0.4个百分点，合计使用期间费用率上升1.1个百分点至16.9%。因公司收到的新兴产业政府扶持发展资金大幅增长，营业外收入同比增长335.64%，达8362万元，占利润总额的27%。
- **糖蜜价格高企影响盈利，出口业务增速放缓。**糖蜜占公司生产成本的40%，公司于上年10月到本年4月完成糖蜜采购。本榨季，糖蜜价格持续上行，价格上涨至1250元/吨。受此影响，上半年公司酵母及深加工毛利率下降3.68个百分点，前三季度公司综合毛利率下降3.89个百分点。糖蜜价格高企影响公司盈利。另外由于中东、北非政局动荡，欧债危机以及人民币升值，对公司出口业务形成影响，公司出口业务增速由正常年份的30%下降到10%多。
- **明年看点有三：（1）糖蜜成本回落。**目前糖蜜价格已有明显回落，价格在1100元/吨左右，预计新榨季开始价格会进一步下降，公司明年成本压力将明显下降，我们预计糖蜜成本下降幅度有望接近20%；（2）**募投项目投产，新品上市将带来新看点。**公司8月份完成了定向增发，发行价格34.5元。增发项目包括：年产5000吨新型酶制剂生产线项目、年产10000吨生物复合调味料生产线项目、年产8000吨复合生

物饲料生产线项目、生物保健食品生产基地项目和埃及年产 15000 吨高活性干酵母项目。预计募投项目将在明年 2 季度陆续投产，其中酶制剂技术门槛高，有望成为公司新的利润增长点；(3) **明年酵母产能大幅释放**。公司目前酵母产能 10.7 万吨，明年将新增埃及 1.5 万吨产能、广西柳州 2 万吨产能和云南德宏 2 万吨产能，产能达 16.2 万吨，预计公司 2015 年酵母产能将扩张至 20 万吨。

总的而言，我们认为 2011 年可能是公司业绩的低点，2012 年随着相关产能的释放和糖蜜成本的下降，业绩有望实现快速增长。

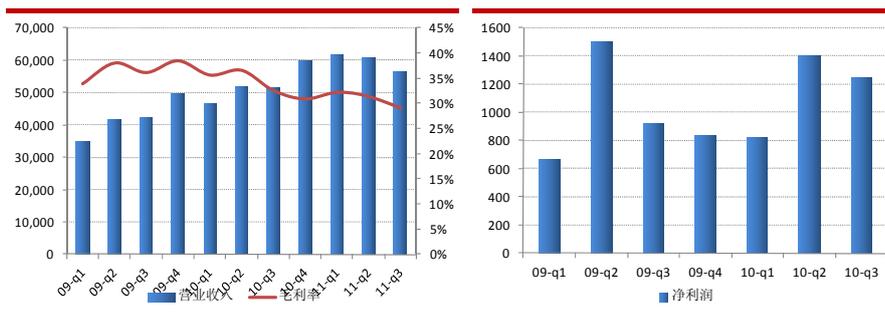
- **盈利预测和评级**。我们略微下调公司的盈利预测，预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 1.08 元、1.47 元和 1.82 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 33X、24X 和 20X，维持“推荐”的评级。
- **风险提示**。埃及政局的稳定性或影响公司埃及项目的进度以及出口业务的开展；糖蜜价格回落低于预期的风险；项目建设进展不达预期的风险。

图表 1：公司前三季度毛利率和费用率情况

	2,008	2,009	2,010	2010年前三季度	2011年前三季度	变动
毛利率	34.00%	36.77%	33.75%	34.88%	30.98%	下降3.89个百分点
销售费用率	13.02%	11.85%	10.05%	9.90%	10.25%	上升0.35个百分点
管理费用率	5.57%	5.22%	4.31%	4.05%	4.47%	上升0.42个百分点
财务费用率	3.00%	1.70%	1.90%	1.83%	2.18%	上升0.35个百分点
期间费用率	21.59%	18.77%	16.26%	15.78%	16.90%	上升1.12个百分点

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 2：公司分季度收入和净利润



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 3：糖蜜价格走势



数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 4：公司增发项目预计明年二季度投产

项目	项目金额	项目进度
年产5000吨新型酶制剂生产线	17,400	9.83%
年产8000吨复合生物饲料生产线	7,800.00	12.49%
年产10000吨生物复合调味料生产线	14,200.00	10.61%
生物保健食品生产基地生产线	12,200.00	10.43%
埃及15000吨酵母生产线	5,100	19.93%

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 5：公司产能扩张节奏

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
宜昌本部	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
新疆伊犁	1.5	1.5	3	3	3	3
内蒙古赤峰	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
山东滨州	0.4	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
河南睢县	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
广西崇左		0.9	2	2	3.5	3.5
埃及					1.5	1.5
广西柳州						2
云南德宏						2
合计	5.2	6.1	9.2	10.7	12.2	16.2

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

图表 6：公司盈利预测表

单位：万元	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	168,634	210,098	248,728	314,824	396,389
增长率	28.60%	24.59%	18.39%	26.57%	25.91%
减：营业税金及附加	1,157	1,191	1,492	1,889	2,378
销售费用	19,990	21,119	25,868	32,742	41,224
管理费用	8,799	9,061	10,695	13,223	16,648
财务费用	2,863	3,984	3,731	1,889	3,171
期间费用率	18.77%	16.26%	16.20%	15.20%	15.40%
资产减值损失	592	363	0	0	0
加：公允价值变动净收益	(66)	0	0	0	0
投资净收益	611	189	0	0	0
营业利润	29,150	35,387	37,632	57,133	71,889
增长率(%)	100.49%	21.40%	6.35%	51.82%	25.83%
加：营业外收入	1,947	4,037	9,000	4,000	4,000
减：营业外支出	57	145	1,000	0	1
利润总额	31,040	39,279	45,632	61,133	75,888
增长率(%)	104.67%	26.54%	16.17%	33.97%	24.14%
利润率(%)	18.41%	18.70%	18.35%	19.42%	19.14%
减：所得税费用	1,109	5,704	4,563	6,113	7,589
实际税负比率(%)	3.57%	14.52%	10.00%	10.00%	10.00%
净利润	29,931	33,575	41,069	55,020	68,299
归属母公司所有者的净利润	21,019	28,500	35,730	48,417	60,103
增长率	101.15%	35.59%	25.37%	35.51%	24.14%
净利润率(%)	17.75%	15.98%	16.51%	17.48%	17.23%
少数股东损益	8,912	5,075	5,339	6,602	8,196
总股本(万股)	0	0	0	0	0
每股收益(元)	0.64	0.86	1.08	1.47	1.82

数据来源：中邮证券研发部 公司公告

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。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。

中邮证券有限责任公司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。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。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。