



## 多重利空已释放 2012年将拨云见日

——安琪酵母（600298）2011 年报点评

2012 年 3 月 12 日

强烈推荐/维持

安琪酵母

财报点评

刘宏伟	食品饮料行业首席分析师 MSN: <a href="mailto:yynliw999@hotmail.com">yynliw999@hotmail.com</a> 执业证书编号: S1480510120001
	电话: 010-66554017
联系人: 李德宝	电话: 010-66554063 Email: <a href="mailto:lidb@dxzq.net.cn">lidb@dxzq.net.cn</a>

### 事件:

安琪酵母 3 月 10 日公布 2011 年报: 实现营业收入 25.06 亿元, 同比增长 19.27%; 归属于上市公司股东净利润 2.98 亿元; 同比增加 4.71%, 基本每股收益 0.9507 元, 分配方案为每 10 股派发现金 1.5 元 (含税)。同时, 公司预计 2012 年营业收入 30 亿元, 同比增长 20% 左右。

### 公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入 (百万元)	520	514	599	618	608	567	713
增长率 (%)	24.3%	21.6%	20.5%	32.4%	16.9%	10.1%	18.9%
毛利率 (%)	36.5%	32.6%	30.9%	32.2%	31.4%	29.2%	25.6%
期间费用率 (%)	15.0%	16.7%	17.5%	14.9%	16.7%	19.3%	17.7%
营业利润率 (%)	20.6%	15.0%	13.5%	16.6%	12.7%	8.0%	7.2%
净利润 (百万元)	100	72	86	94	97	81	58
增长率 (%)	9.2%	-5.2%	0.5%	20.7%	-2.9%	11.7%	-32.8%
每股盈利 (季度, 元)	0.27	0.22	0.26	0.28	0.29	0.22	0.15
资产负债率 (%)	49.2%	48.4%	47.3%	49.7%	48.8%	36.7%	35.0%
净资产收益率 (%)	7.2%	4.8%	5.5%	5.9%	5.8%	3.2%	2.2%
总资产收益率 (%)	3.7%	2.5%	2.9%	3.0%	2.9%	2.0%	1.4%

### 评论:

#### 积极因素:

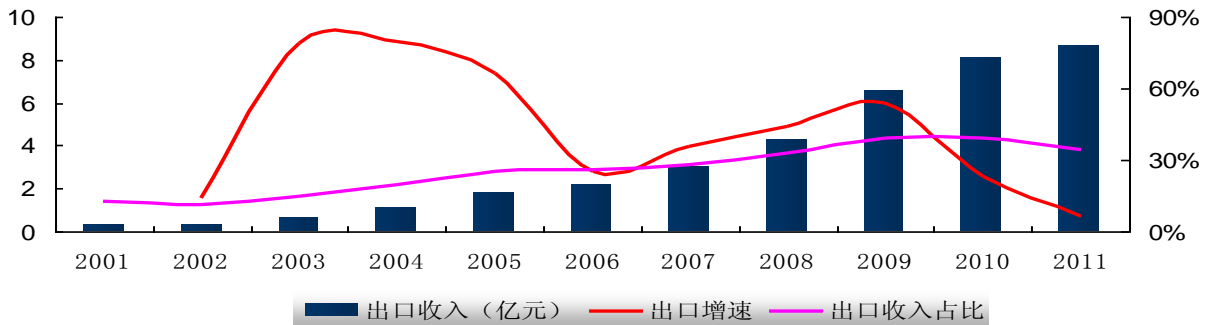
- **国内市场稳步增长27.71%，为06年以来最高增速水平。**公司目前为国内酵母绝对的龙头企业，在国内酵母市场占有率已超过50%。2011年国内市场虽受添加剂行业整顿事件牵连，但是依然强劲增长27.71%，增速同比2010年增加2.25个百分点，保障了公司在出口增速不达预期的情况收入增长19.27%。
- **酵母深加工产品成为公司新的增长点。**2011年，公司新产品实现销售收入约3.24亿元，占收入总额的12.9%，贡献利润约1.04亿元。其中：食品原料销量同比增长63%；替代血浆的复合酵母、微波蛋糕粉、酵母蛋白粉等酵母深加工产品均取得良好业绩；商超渠道形成了家用粮食制品原料和YE复合调味品两大系列。分产品来看，公司酵母产品销售收入增长20%，超越行业整体增长16%的表现；酵母抽提物销售收入达到3.6亿元，增长25%以上；保健品业务收入大约1.2亿元，增长30%左右，其中酵母抽提物、保

健品和动物营养等酵母深加工产品收入占比虽不大，但已成长为公司除传统酵母产品以外新的驱动力。

#### 消极因素：

- **出口增速大幅下滑至6.27%，为历史新低。**2011年公司出口增速为6.27%，相比于2010年大幅下滑近17个百分点，为公司历年来出口最低增速，出口收入占比也下滑4.22个百分点至34.51%。中东和北非政局不稳、人民币升值以及竞争对手冲击是出口增速创新低的主要原因。

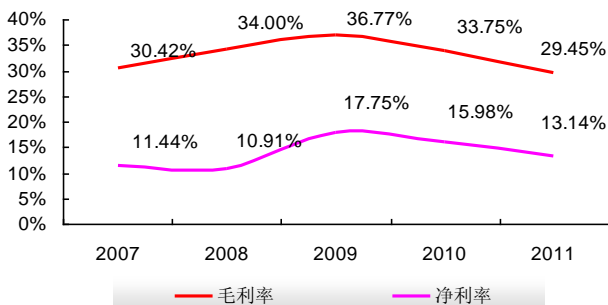
图 1：2001-2011 年公司出口收入、增速以及占比变化情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

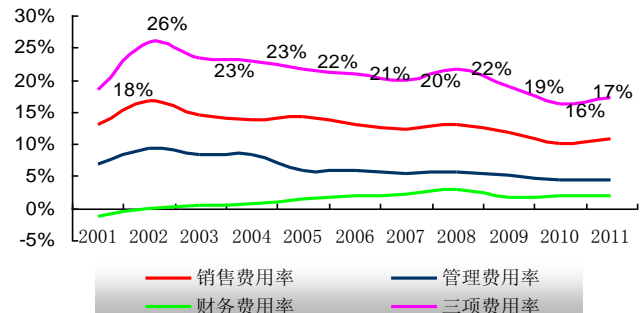
- **糖蜜价格高企致毛利率和净利率双双下滑。**2011年公司毛利率和净利率为29.45%和13.14%，同比分别下滑4.3个百分点或12.74%和2.84个百分点或17.77%。导致毛利率和净利率双双下滑的主要原因为2011年公司主要原材料糖蜜的价格大幅上涨。
- **三项费用率小幅上升。**2011年公司三项费用率为17.16%，小幅提升0.88个百分点。主要原因为销售费用率提升了0.88个百分点，而管理费用和财务费用率同比基本持平。

图 1：2007-2011 年公司毛利率和净利率变动情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2：2001-2011 年公司三项费用率变动情况



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

#### 业务展望：

- **糖蜜价格大幅下降，毛利率水平正在回升。**目前公司糖蜜采购已完成计划的53%，均价为900元/吨左右，相比于去年采购均价1250元/吨大幅下降30%，因此2012年公司毛利率有望回升到35%左右水平；
- **2012年公司产能集中释放，产能瓶颈有望缓解。**2012年宜昌生物产业园年产1万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2012年二季度建成投产；埃

及1.5万吨酵母生产项目计划在今年6月底进入生产线调试阶段，下半年全面投产运行；广西柳州、云南德宏各2万吨酵母生产线已经开工建设。

- **克服不利形势继续保出口增长。**2012年公司将采取三大措施来持续提升出口增速，首先，加大渠道的广度和深度建设，完善分销渠道，开发大经销商，同时积极发展二级经销商，深化渠道建设，扩大产品的受众面；其次，加大海外客户的服务力度和频度；最后，加大海外大客户的开发，力争进入跨国调味品和饲料公司的全球采购网。我们乐观估计，2012年公司出口增速可重回30%左右的水平。
- **保健品业务将在12年下半年开始发力。**公司目前保健品业务渠道已在全国铺开，2012年将在继续加强与营销策划公司合作的基础上，计划下半年在央视和一些省级卫视大面积投放广告，扩大产品影响力，我们认为在全国渠道的“推力”和高空广告的“拉力”双重力量作用下，公司保健品业务或将迎来发展良机。除此之外，公司从2012年初开始代理NBTY旗下的自然财富产品，该产品利润空间较大，丰富公司的产品结构，也可以促进公司保健品业务的发展。我们判断，未来3-5年公司保健品业务都会保持50%左右的增长，2015年有望实现8-10亿的销售收入。
- **致力成为国际化、专业化酵母大公司。**2011-2015年，公司将不断扩大酵母生产销售规模，加大海外投资与扩张，大力拓展国际酵母市场；持续发展酵母抽提物、烘焙原料、营养健康产品、动物饲料添加剂等新兴产业，将安琪培育成为国际知名的酵母品牌，全面实现“做国际化、专业化酵母大公司”、并向生物技术专业化跨越的战略目标，“十二五”末致力成为全球最大的干酵母产品供应商、全球最大的酵母抽提物产品供应商、全国知名的特种酶制剂供应和技术服务商。2015年确保实现营业收入50亿元，力争60亿元，酵母类产品全球市场占有率达12%，非酵母类生物技术产品收入占全部生物技术产品收入的比重达25%。

### 盈利预测与投资建议：

人民币升值、中东和北非政局不稳、添加剂安全大检查、糖蜜价格高企等多重不利因素导致2011年成为公司发展最为困难的一年，目前制约公司发展诸多不利因素大部分已消除，并且公司发展已迎来多重利好：糖蜜价格大幅下降、公司产能释放、出口增速得到回升以及酵母深加工产品成为公司发展新的增长点，因此我们认为2012年公司将迎来发展拐点，预计12-14年净利润增速48%、35%和32%，EPS分别为1.34元、1.81元和2.39元，对应PE 22、16和12倍，给予六个月目标价40元，对应PE30倍，还有40%左右提升空间，故继续“强烈推荐”。

**表 1：2010-2014 年公司盈利预测**

主要指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,100.98	2,505.78	3,057.06	3,821.32	4,814.87
(+/-)	24.59%	19.27%	22.00%	25.00%	26.00%
经营利润（EBIT）	353.87	276.78	371.44	510.73	701.44
(+/-)	21.40%	-21.78%	34.20%	37.50%	37.34%
净利润	285.00	298.42	441.90	596.57	789.26
(+/-)	35.59%	4.71%	48.08%	35.00%	32.30%
每股净收益（元）	0.98	0.95	1.34	1.81	2.39
市盈率（倍）	45.31	30.94	21.60	16.00	12.10

资料来源：东兴证券

表 2：公司主要财务数据同比发生重大变化的情况及主要原因

序号	指标	变动幅度	主要原因
1	货币资金	194.16%	公司定向增发募集资金留存所致
2	应收账款	160.29%	公司利用自身资金优势和出口信用保险政策，适度放宽信用政策扩大销售规模所致
3	长期借款	58%	公司部分长期借款将于一年内到期，将其重分类至一年内到期非流动负债所致
4	外币报表折算差额	216.57%	安琪埃及公司记账本位币为英镑，本报告期英镑兑人民币贬值所致
5	营业税金及附加	33.26%	上期公司地方教育费附加政策调整，由销售收入的 1‰改为按流转税的 2‰计提，税务局当年返还公司多缴税款冲减营业税金及附加所致
6	营业外收入	137.73%	公司收到的政府补助资金大幅增长所致
7	经营活动产生的现金流量净额	57.38%	公司为了促进销售适度放宽信用政策导致应收账款增加，同时加大原材料和成品储备导致现金流出增加所致
8	资本公积	202.85%	公司定向增发产生的溢价所致
9	资产减值损失	372.58%	公司坏账准备按应收账款余额百分比法计提，报告期内应收账款增长导致坏账准备计提增加所致

资料来源：东兴证券

## 分析师简介

### 刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席分析师，消费品研究小组负责人，研究所所长助理，1993 年进入证券市场，2007 年加盟东兴证券研究所，2010 年获得今日投资最佳独立见解分析师入围奖。

## 联系人简介

### 李德宝

食品科学硕士，2011 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。