

**评级：强烈推荐（维持）**
**食品饮料**
**公司季报点评**
**证券研究报告**

分析师 李镜池 S1080511060001  
 联系人 晁岱秀 S1080110100006  
 电话：0755-82485059  
 邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

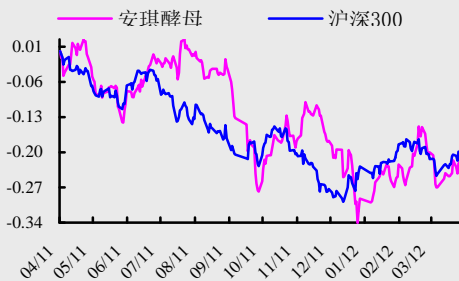
**安琪酵母(600298)——**
**毛利率拐点已现，营业收入略显疲软**
**预测价格区间(元)** 36 ~ 38

**交易数据**

上一日交易日股价(元) 28.36  
 总市值(百万元) 9,348  
 流通股本(百万股) 271  
 流通股比率(%) 82.33

**资产负债表摘要(03/12)**

股东权益(百万元) 2,504  
 每股净资产(元) 7.60  
 市净率(倍) 3.73  
 资产负债率(%) 41.29

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**
**事件：**

公司公布 2012 年一季度业绩报告，实现营业收入 6.7 亿元，同比增长 8.43%；归属于母公司所有者的净利润 0.71 亿元，同比下降 16.09%；每股收益为 0.22 元。

**点评：**

- 一季度营业收入低于预期，应收账款再创新高** 2012 年一季度实现营业收入 6.7 亿元，同比增加 8.43%，主要受春节提前和出口低迷的共同影响。而应收账款再创新高，达到 5.09 亿元同比增长 169.7%，占当季营业收入的比例高达 76%，主要为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，另一方面也显示公司产品销售存在较大压力，或对下季度的营业收入产生不利影响。
- 毛利率环比上升 5 个百分点至 30.9%，12Q2 或继续上升** 国内糖蜜价格自 1 月以来，一直维持在 910 元/吨~950 元/吨，公司的采购额已接近 35 万吨，几乎完成了全年的采购额，比去年回落 300 元/吨，促使 12Q1 的毛利率提升至 30.9%，比 11Q4 回升了 5.3 个百分点，12Q2 全部使用低成本糖蜜将使毛利率继续上升至 33%~35%。
- 新建产能将陆续释放，“十二五”营业收入确保 50 亿** 2012 年有多个产能陆续释放，分别有埃及干酵母生产线，宜昌生物产业园四大项目，广西柳州 2 万吨酵母生产线项目；另计划建设云南德宏 2 万吨酵母生产线项目，筹备内蒙赤峰甜菜制糖项目。在这些产能逐步释放的基础上，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%，成为全球最大的干酵母供应商，活性酵母总销量达 16 万吨。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%。并努力成为全球最大的酵母抽提物供应商、全国知名的特种酶制剂供应和技术服务商，酵母抽提物销量达 4 万吨，酶制剂销量 5000 吨；食品原料销量 1.5 万吨，调味料 0.8 万吨。
- 维持“强烈推荐”** 近期营业收入略显疲软，然糖蜜价格已明显回落，盈利拐点已出现，公司为酵母生产领域的龙头，可享受国内焙烤业高增长的红利，预计 12~13 年可实现 EPS1.24 (22X)、1.63 (17X)、1.98 (14X)，未来 9 个月的目标价区间为 36~38 元，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：** 短期销售收入不达预期

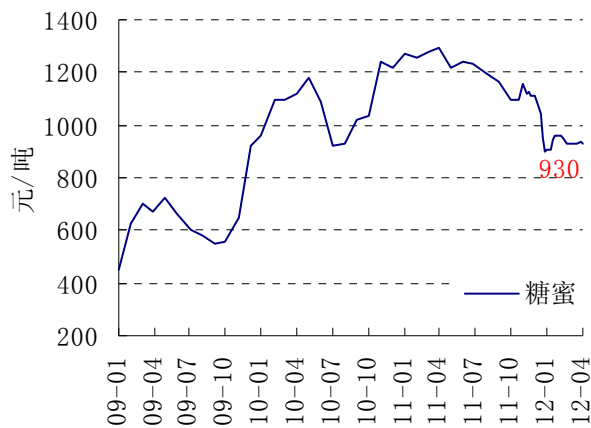


### 盈利预测

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,101.0	2,505.8	2,980.3	3,665.7	4,407.1
同比 (%)	24.6%	19.3%	18.9%	23.0%	20.2%
营业毛利	709.2	738.0	965.9	1,208.2	1,452.5
同比 (%)	14.4%	4.1%	30.9%	25.1%	20.2%
归属母公司净利润	285.0	298.4	410.3	538.2	654.0
同比 (%)	35.6%	4.7%	37.5%	31.2%	21.5%
总股本 (亿股)	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
每股收益 (元)	0.86	0.91	1.24	1.63	1.98
ROE	19.7%	12.0%	14.4%	15.9%	16.2%
P/E (倍)	31.5	30.1	21.9	16.7	13.7

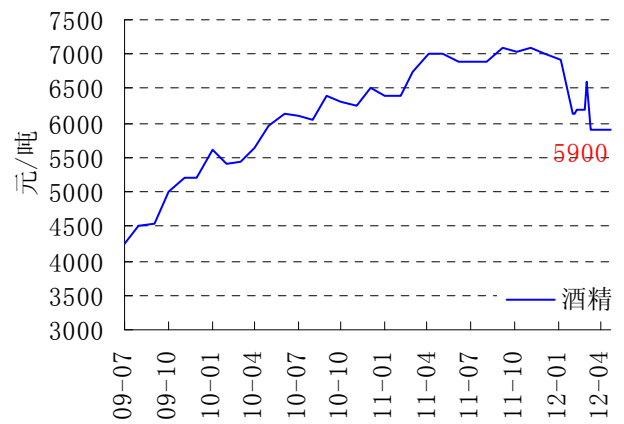
数据来源: 公司公告 第一创业研究所

图 1 糖蜜价格下降至 930 元/吨



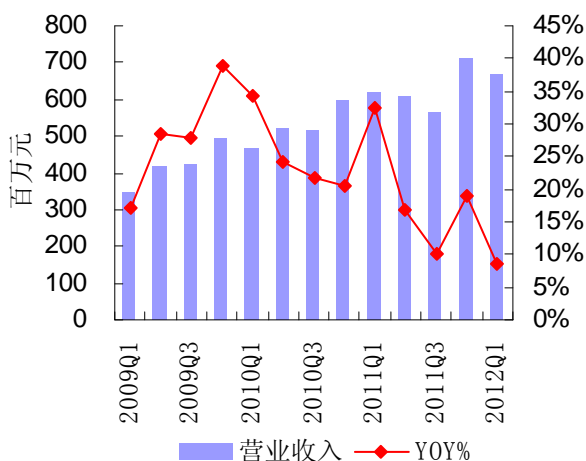
数据来源: 南宁商品交易所 第一创业证券研究所

图 2 广西酒精下降至 5900 元/吨



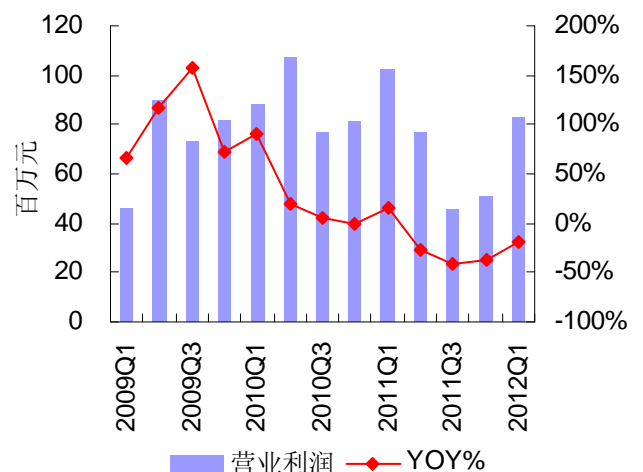
数据来源: 南宁商品交易所 第一创业证券研究所

图 3 12Q1 季度销售收入增长回落至 8.3%



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

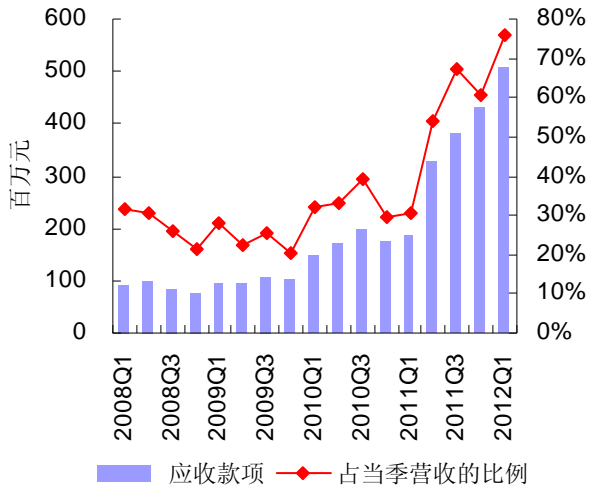
图 4 12Q1 季度营业利润略有好转



数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

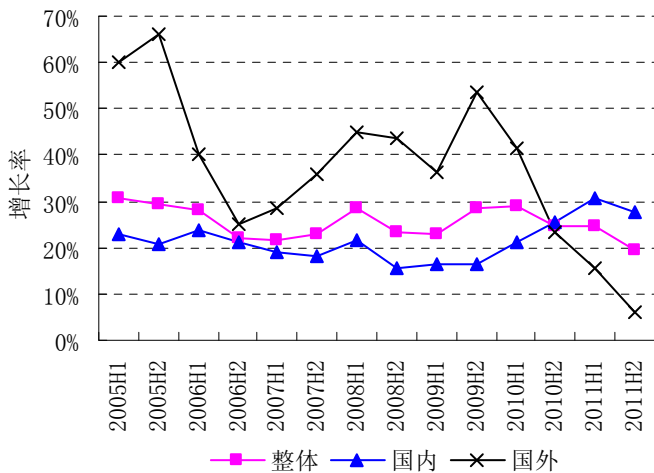


图 5 应收账款再创新高至 5.09 亿元，占当季营业收入的比例 76%



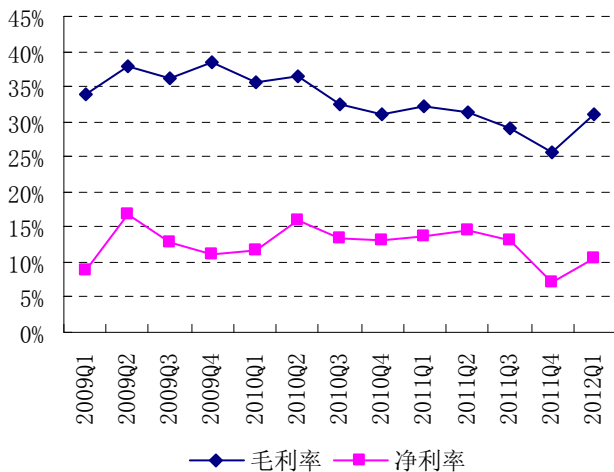
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 7 国内销售增长 27.7%，国际销售增长 6.3%



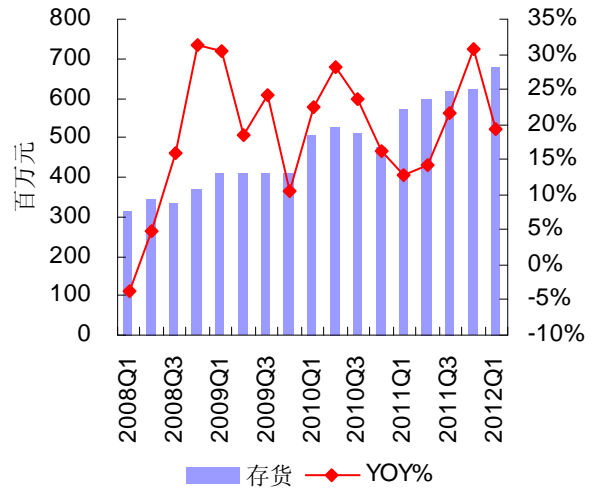
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 9 12Q1 季度毛利率、净利率回升明显



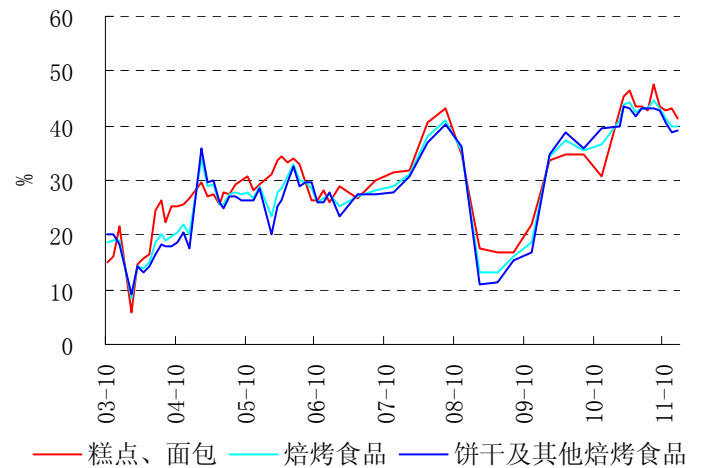
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 6 存货达到 6.8 亿元，源于收购大量糖蜜



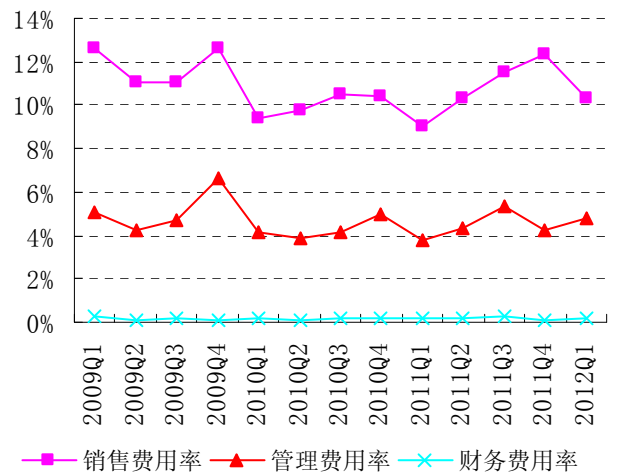
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 8 国内焙烤类食品仍然保持 40%左右的增长



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 10 12Q1 季度销售费用率略有回落



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1,705.3</b>	<b>2,500.9</b>	<b>3,282.9</b>	<b>4,189.9</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>2,505.8</b>	<b>2,980.3</b>	<b>3,665.7</b>	<b>4,407.1</b>
货币资金	492.4	980.6	1,417.9	1,955.1	减: 营业成本	1,767.8	2,014.4	2,457.5	2,954.7
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	15.9	23.7	29.6	35.6
应收款项	431.5	584.0	721.4	864.3	销售费用	271.6	308.3	379.2	455.9
预付款项	141.7	204.1	255.2	306.9	管理费用	110.2	136.6	163.9	196.7
存货	623.1	710.1	866.2	1,041.5	财务费用	47.7	60.5	61.4	61.3
其他流动资产	16.5	22.1	22.1	22.1	资产减值损失	17.2	4.8	3.5	3.7
<b>非流动资产</b>	<b>2,323.6</b>	<b>2,354.7</b>	<b>2,217.7</b>	<b>2,080.7</b>	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	40.1	39.0	39.0	39.0	投资收益	1.3	3.6	6.2	6.2
债权与公允价值资产	0.0	0.0	0.0	0.0	其中: 联营企业收益	1.3	4.7	6.2	6.2
固定资产	1,765.4	1,638.5	1,494.3	1,350.2	<b>二、营业利润</b>	<b>276.8</b>	<b>435.6</b>	<b>576.8</b>	<b>705.5</b>
在建工程	368.1	535.7	552.7	569.7	加: 营业外收入	96.0	58.7	61.6	63.5
油气和生物性资产	0.1	0.1	0.1	0.1	减: 营业外支出	1.4	0.1	0.1	0.1
无形及递延性资产	135.1	127.1	117.2	107.4	<b>三、利润总额</b>	<b>371.4</b>	<b>494.2</b>	<b>638.4</b>	<b>768.9</b>
其它非流动资产	14.8	14.4	14.4	14.4	减: 所得税费用	42.1	56.1	72.3	87.1
<b>资产总计</b>	<b>4,028.9</b>	<b>4,855.6</b>	<b>5,500.6</b>	<b>6,270.6</b>	<b>四、净利润</b>	<b>329.3</b>	<b>438.2</b>	<b>566.0</b>	<b>681.8</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,210.2</b>	<b>1,659.7</b>	<b>1,738.6</b>	<b>1,826.8</b>	归属母公司净利润	298.4	410.3	538.2	654.0
短期借款	856.8	1,245.2	1,245.2	1,245.2	少数股东损益	30.9	27.9	27.9	27.9
应付账款	302.4	369.3	451.0	540.6	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>329.6</b>	<b>329.6</b>	<b>329.6</b>	<b>329.6</b>
预收账款	31.4	46.3	58.9	71.2	<b>EPS(元)</b>	<b>0.91</b>	<b>1.24</b>	<b>1.63</b>	<b>1.98</b>
其它流动负债	19.6	-1.1	-16.5	-30.2	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>200.7</b>	<b>197.5</b>	<b>197.5</b>	<b>197.5</b>	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
长期借款	180.0	180.0	180.0	180.0	<b>成长能力</b>				
专项及预计负债	2.0	2.0	2.0	2.0	营业收入	19.3%	18.9%	23.0%	20.2%
其它非流动负债	18.7	15.5	15.5	15.5	营业毛利	4.1%	30.9%	25.1%	20.2%
<b>负债合计</b>	<b>1,410.9</b>	<b>1,857.2</b>	<b>1,936.2</b>	<b>2,024.4</b>	主业盈利	-13.9%	46.1%	27.8%	20.3%
<b>少数股东权益</b>	<b>133.1</b>	<b>155.6</b>	<b>183.4</b>	<b>211.3</b>	母公司净利	4.7%	37.5%	31.2%	21.5%
股本	329.6	329.6	329.6	329.6	<b>获利能力</b>				
资本公积与其它	1,224.6	1,221.8	1,221.8	1,221.8	毛利率	29.5%	32.4%	33.0%	33.0%
留存收益	930.6	1,291.4	1,829.6	2,483.5	主业盈利/收入	13.6%	16.7%	17.3%	17.3%
<b>股东权益合计</b>	<b>2,484.9</b>	<b>2,842.8</b>	<b>3,381.0</b>	<b>4,034.9</b>	ROS	13.1%	14.7%	15.4%	15.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,028.9</b>	<b>4,855.6</b>	<b>5,500.6</b>	<b>6,270.6</b>	ROE	12.0%	14.4%	15.9%	16.2%
					ROIC	9.3%	10.3%	11.8%	12.5%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
单位: 百万元					资产负债率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	利息保障倍数	6.9	7.2	9.2	11.1
<b>经营活动现金流</b>	<b>148.7</b>	<b>387.2</b>	<b>509.5</b>	<b>609.2</b>	速动比率	0.88	1.07	1.38	1.71
净利润	329.3	438.2	566.0	681.8	经营现金净额/当期债务	0.17	0.31	0.41	0.49
折旧摊销	182.5	161.6	157.5	157.7	<b>营运能力</b>				
财务费用	49.6	60.5	61.4	61.3	总资产周转率	0.62	0.61	0.67	0.70
投资损失	-1.3	-3.6	-6.2	-6.2	应收款天数	61.99	70.54	70.85	70.60
营运资金变动	-407.0	-229.5	-269.2	-285.4	存货天数	126.89	126.90	126.89	126.90
其它变动	-4.4	-40.0	0.0	0.0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-508.6</b>	<b>-162.5</b>	<b>-10.8</b>	<b>-10.8</b>	主业盈利/股本	1.03	1.51	1.93	2.32
资本支出	-508.6	-167.2	-17.0	-17.0	每股经营现金流	0.45	1.17	1.55	1.85
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产	7.13	8.15	9.70	11.60
其它变动	0.0	4.7	6.2	6.2	<b>估值比率</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>682.9</b>	<b>264.1</b>	<b>-61.4</b>	<b>-61.3</b>	P/E	30.11	21.90	16.70	13.74
债务融资	6.7	388.4	0.0	0.0	P/B	3.82	3.34	2.81	2.35
权益融资	804.9	0.0	0.0	0.0	P/S	3.59	3.02	2.45	2.04
其它变动	-128.7	-124.3	-61.4	-61.3	EV/EBITDA	18.46	14.52	11.55	9.39
<b>汇率变动影响</b>	<b>1.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>					
<b>现金净增加额</b>	<b>324.3</b>	<b>488.8</b>	<b>437.3</b>	<b>537.2</b>					

数据来源: 公司公告 第一创业证券研究所

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

## 投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

## 第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135