

安琪酵母 (600298)

买入/维持评级

股价 : RMB28.36

分析师

洪婷

SAC 执业证书编号:S1000510120012

(021)6849 8639

hongting@mail.hthsc.com.cn

逯海燕

SAC 执业证书编号:S1000510120030

(021)6849 8637

luhy@mail.hthsc.com.cn

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.hthsc.com.cn

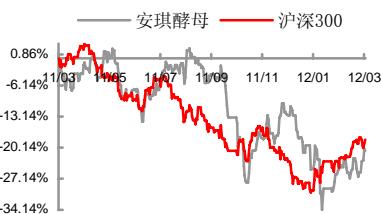
安琪酵母 (600298) 收入增速放缓、毛利率环比提升

- 2012 年一季度，公司实现营业收入 6.7 亿元，同比增长 8.43%；营业利润 8235 万元，同比下降 19.68%；归属上市公司股东的净利润 7146 万元，同比下降 16.09%；每股收益 0.22 元，略低于预期。
- 收入增速放缓，下游衍生产品逐渐成为增长来源。**一季度，营业收入同比增长 8.43%，低于全年收入增速目标，主要是一月份春节因素，以及出口恢复较为缓慢。海外经济整体仍是较弱的状态，需求不太旺盛，导致出口低于预期。国内酵母自然需求增速也有所放缓，但是衍生产品（酵母味素、动物营养、烘焙原料等）表现靓丽，逐渐成为增长来源。公司针对出口现状采取了一系列措施，新榨季糖蜜价格下降对出口竞争力也有所提升，但全球经济减弱仍对出口有拖累。后续出口恢复进度情况，仍有待观察。
- 高价酵母、糖蜜库存，使得毛利率没有充分反映原料成本下降；费用率有所上升。**一季度，公司综合毛利率 30.9%，同比下降 1.33 个百分点，环比大幅增加 5.31 个百分点。新榨季收购的低价甘蔗糖蜜，没有完全反应在一季度的成本中，主要是因为高价酵母、糖蜜库存，以及运费、能源等其他成本有所上升。二季度，糖蜜成本下降将全部体现在毛利率中。报告期内，销售费用率 10.34%，同比增加 1.34 个百分点；管理费用率 4.82%，同比增加 1.05 个百分点。期间费用率上升，主要是募投项目、拓展下游衍生产品等，需要增加人员费用等，预计全年费用率将维持高位。
- 盈利预测与评级。**我们下调公司盈利预测，预计 2012-2014 年 EPS 分别为 1.21、1.55 和 1.89 元，目前股价对应 2011-2013 年 PE 分别为 23X、18X 和 15X。尽管出口恢复进度仍有不确定性，但估值已处于低位，维持买入评级。
- 风险提示：**食品安全；中东北非局势恶化。

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)	9,546

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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2506	3086	3793	4626
(+/-%)	19.3	23.2	22.9	22.0
归属母公司净利润(百万元)	298	400	510	623
(+/-%)	4.7	34.1	27.5	22.2
EPS(元)	0.91	1.21	1.55	1.89
P/E(倍)	31.5	23.4	18.3	15

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					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1705	2518	3205	4020	营业收入	2506	3086	3793	4626
现金	492	1131	1508	1945	营业成本	1768	2059	2523	3076
应收账款	415	203	255	319	营业税金及附	16	17	19	25
其他应收款	17	39	52	55	营业费用	272	339	410	504
预付账款	142	117	157	207	管理费用	110	151	182	217
存货	623	794	945	1144	财务费用	48	38	35	32
其他流动资	0	234	288	351	资产减值损失	17	0	0	0
非流动资产	2324	1967	2014	1987	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	40	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1765	1738	1761	1739	营业利润	277	481	624	771
无形资产	99	122	133	144	营业外收入	96	40	40	40
其他非流动	0	108	120	104	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	4029	4486	5220	6007	利润总额	371	520	663	809
流动负债		936	1088	1167	所得税	42	68	86	105
短期借款	539	200	200	200	净利润	329	452	576	704
应付账款	301	321	382	481	少数股东损益	31	52	66	81
其他流动负	318	414	506	486	归属母公司净	298	400	510	623
非流动负债	201	329	329	329	EBITDA	501	720	886	1054
长期借款	180	329	329	329	EPS (元)	0.91	1.21	1.55	1.89
其他非流动	21	0	0	0					
负债合计	1411	1264	1417	1495					
少数股东权	133	184	251	332					
股本	330	330	330	330					
资本公积	1147	1285	1285	1285					
留存收益	1107	1423	1938	2565					
归属母公司	2485	3038	3552	4179					
负债和股东	4029	4486	5220	6007					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现	149	288	381	487	成长能力				
净利润	329	452	576	704	营业收入	19.3%	23.2%	22.9%	22.0%
折旧摊销	160	200	227	250	营业利润	-21.8%	73.9%	29.7%	23.5%
财务费用	50	38	35	32	归属母公司净	4.7%	34.1%	27.5%	22.2%
投资损失	-1	0	0	0	获利能力				
营运资金变	-376	-403	-457	-500	毛利率(%)	29.5%	33.3%	33.5%	33.5%
其他经营现	0	0	0	0	净利率(%)	0.0%	13.9%	14.8%	11.9%
投资活动现	-509	-324	-274	-223	ROE(%)	16.2%	17.9%	18.5%	18.5%
资本支出	509	310	258	208	ROIC(%)	11.9%	17.3%	20.3%	22.6%
长期投资	0	-0	0	0	偿债能力				
其他投资现	0	-14	-16	-15	资产负债率(%)	37.1%	34.3%	32.1%	28.7%
筹资活动现	683	345	415	268	净负债比率(%)	46.93	41.81	37.31%	35.35
短期借款	-300	300	300	200	流动比率	1.76	1.84	2.21	2.75
长期借款	-180	100	150	100	速动比率	0.83	0.99	1.34	1.77
普通股增加	24	0	0	0	营运能力				
资本公积增	1147	0	0	0	总资产周转率	0.83	0.90	0.94	0.96
其他筹资现	-96	-38	-35	-32	应收账款周转	15	17	17	16
现金净增加	324	209	372	432	应付账款周转	7.02	6.80	7.17	7.12

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.hthsc.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.hthsc.com.cn

免责申明

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。