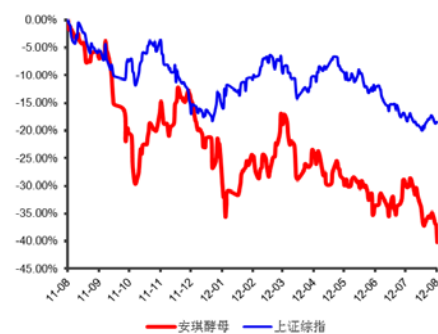


2012年8月15日

评级：谨慎推荐

## ——安琪酵母（600298）2012年半年报点评

### 52周走势



### 报告作者

分析师 周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

### 联系人

周纪庚

电话：021-38991500-815

Email: zhoujg@glsc.com.cn

### 相关报告

### 独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**公告：**公司上半年实现营业收入 13.899 亿元，较上年同期增长 13.32%；实现归属于母公司的净利润 15882 万元，较上年同期下降 8.58%；每股收益 0.482 元，同比下降 15.14%。

### 分析结论：

#### ● 国内市场继续保持良好增长态势

上半年收入同比增长 13.32%，其中二季度收入同比增长 18.29%，较一季度的 8.43% 环比提升近 10 个百分点；公司加大国内市场开发，积极拓宽销售渠道和网络，改进销售措施，国内市场继续保持良好增长态势，较上期同比增长 23.33% 至 9.37 亿元；2012 年上半年由于受到国际经济危机、中东北非政局动荡的影响，公司出口收入下降 3.75% 至 4.47 亿元。

#### ● 糖蜜成本走低不敌价格走弱，毛利率环比同比下降

上半年公司综合毛利率为 30.63%，同比下降 1.2 个百分点，其中二季度为 30.37%，环比一季度下降 0.53 个百分点。虽然新榨季糖蜜价格降至 900 元/吨，但整体对公司酵母产品毛利率的影响低于我们预期，主要原因是出口市场竞争加剧，产品价格有所下降，同时各子公司人力成本上升明显。

#### ● 品牌、渠道投入增加，费用率同比上升

上半年公司销售费用率为 10.43%，同比上升 0.8 个百分点，管理费用率同比上升 0.5 个百分点，主要是因为上半年公司加大了品牌推广，着力提升民用产品及保健品的品牌影响力，同时为了满足未来产能投放的需求，公司新业务人员储备、渠道建设及市场开发费用也有所增加。

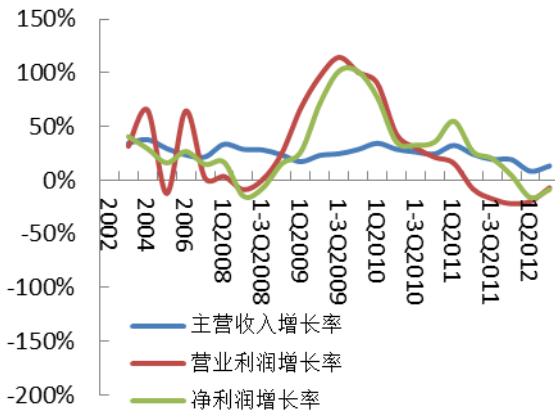
#### ● 给予“谨慎推荐”评级

公司下半年海外产能以及酵母衍生品逐步投产，在市场需求特别是海外需求没有明显好转的情况下，产能利用率下降将导致盈利能力下降。预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.94 元、1.21 元和 1.57 元，对应目前股价 PE 分别为 25.1 倍、19.5 倍和 15 倍，给予“谨慎推荐”评级。

#### ● 风险提示：宏观经济下滑、市场开拓不达预期

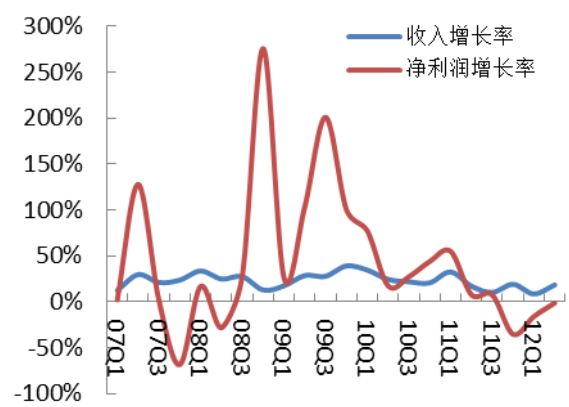
单位：百万元	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	2,506	2,983	3,726	4,711
YOY	19.3%	19.0%	24.9%	26.4%
归属母公司净利润	298	309	398	518
EPS(元)	0.91	0.94	1.21	1.57
P/E	25.9	25.1	19.5	15.0
P/B	3.1	2.9	2.7	2.5

图表 1: 公司季度累计成长情况



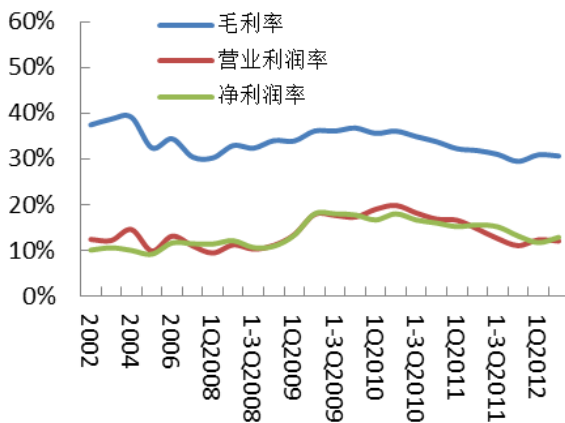
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度成长情况



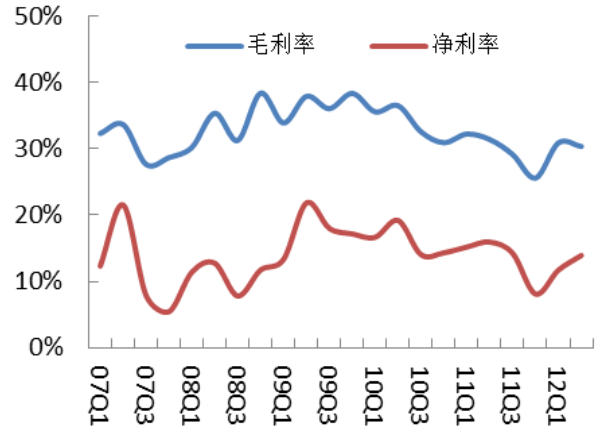
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 3: 公司季度累计盈利情况



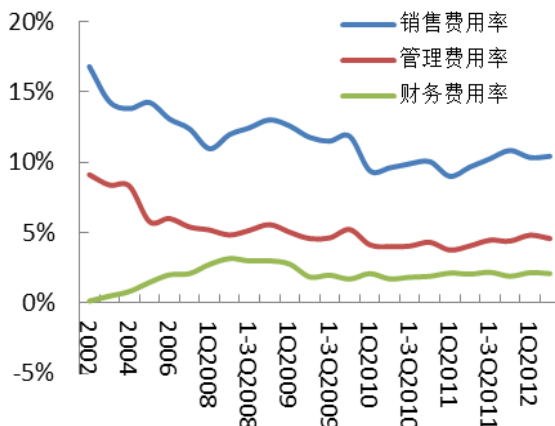
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 2: 公司单季度盈利情况



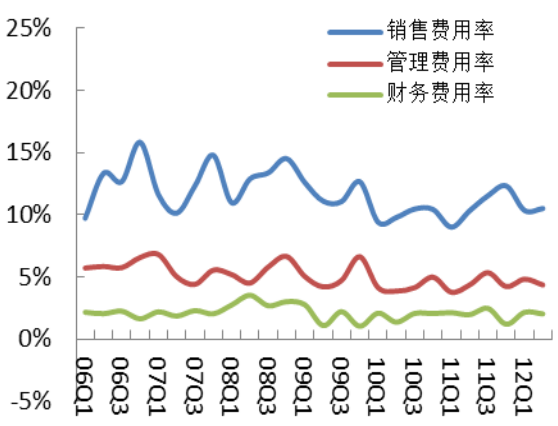
数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 5: 公司季度累计费用情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

图表 6: 公司单季度费用情况



数据来源: WIND 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 12/08/14

利润表					资产负债表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,506	2,983	3,726	4,711	现金	492	60	178	195
营业成本	1,768	2,066	2,552	3,148	应收款项净额	448	654	613	516
营业税金及附加	16	21	26	38	存货	623	937	1,040	1,217
销售费用	272	328	410	565	其他流动资产	142	169	211	267
管理费用	106	149	205	283	<b>流动资产总额</b>	<b>1,705</b>	<b>1,819</b>	<b>2,041</b>	<b>2,195</b>
<b>EBIT</b>	<b>344</b>	<b>415</b>	<b>529</b>	<b>674</b>	固定资产	1,765	1,964	2,078	2,117
财务费用	48	56	58	49	无形资产	99	95	91	87
资产减值损失	-17	0	0	0	长期股权投资	40	42	44	46
投资净收益	1	6	6	6	其他长期资产	51	51	51	51
<b>营业利润</b>	<b>277</b>	<b>364</b>	<b>477</b>	<b>630</b>	<b>资产总额</b>	<b>4,029</b>	<b>4,303</b>	<b>4,566</b>	<b>4,695</b>
营业外净收入	95	40	40	40	短期借款	857	942	898	630
<b>利润总额</b>	<b>371</b>	<b>404</b>	<b>517</b>	<b>670</b>	应付款项	302	322	402	502
所得税	42	61	78	101	其他流动负债	51	56	70	90
<b>净利润</b>	<b>329</b>	<b>344</b>	<b>440</b>	<b>570</b>	<b>流动负债</b>	<b>1,210</b>	<b>1,320</b>	<b>1,370</b>	<b>1,222</b>
少数股东损益	31	35	42	52	长期借款	180	180	180	180
<b>归属母公司净利润</b>	<b>298</b>	<b>309</b>	<b>398</b>	<b>518</b>	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	21	13	6	-1
					<b>负债总额</b>	<b>1,411</b>	<b>1,513</b>	<b>1,556</b>	<b>1,401</b>
					少数股东权益	133	151	172	198
					股东权益	2,485	2,639	2,838	3,097
					<b>负债和股东权益</b>	<b>4,029</b>	<b>4,303</b>	<b>4,566</b>	<b>4,695</b>
主要财务比率					现金流量表				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>					税后利润	298	309	398	518
营业收入	19.3%	19.0%	24.9%	26.4%	加: 少数股东损益	20	18	21	26
营业利润	-21.8%	31.7%	30.9%	32.1%	公允价值变动	17	0	0	0
净利润	4.7%	3.5%	28.7%	30.3%	折旧和摊销	0	191	211	227
<b>获利能力</b>					营运资金的变动	-401	-529	-17	-25
毛利率(%)	29.5%	30.7%	31.5%	33.2%	<b>经营活动现金流</b>	<b>-66</b>	<b>-11</b>	<b>613</b>	<b>746</b>
净利率(%)	13.1%	11.5%	11.8%	12.1%	短期投资	0	0	0	0
ROE(%)	12.0%	11.7%	14.0%	16.7%	长期股权投资	-2	-2	-2	-2
ROA(%)	7.4%	7.2%	8.7%	11.0%	固定资产投资	-335	-350	-250	-200
<b>偿债能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>-336</b>	<b>-352</b>	<b>-252</b>	<b>-202</b>
流动比率	1.41	1.38	1.49	1.80	股权融资	324	0	0	0
速动比率	0.89	0.67	0.73	0.80	负债净变化	-249	0	0	0
资产负债率%	35.0%	35.2%	34.1%	29.8%	支付股利、利息	-109	-154	-199	-259
<b>营运能力</b>					其它融资现金流	1,119	85	-44	-268
总资产周转率	62.2%	69.3%	81.6%	100.3%	<b>融资活动现金流</b>	<b>728</b>	<b>-69</b>	<b>-243</b>	<b>-527</b>
应收账款周转天数	65.26	80.00	60.00	40.00	<b>现金净变动额</b>	<b>325</b>	<b>-432</b>	<b>118</b>	<b>17</b>
存货周转天数	127.51	180.00	160.00	150.00					
<b>每股收益</b>	<b>0.91</b>	<b>0.94</b>	<b>1.21</b>	<b>1.57</b>					
每股净资产	7.54	8.01	8.61	9.40					
<b>P/E</b>	<b>25.9</b>	<b>25.1</b>	<b>19.5</b>	<b>15.0</b>					
<b>P/B</b>	<b>3.1</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>2.5</b>					

数据来源: 国联证券研究所

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责声明:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。