

评级：审慎推荐（维持）
食品饮料
公司半年报点评

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)——

国外销售依旧低迷，产能将进入集中释放期

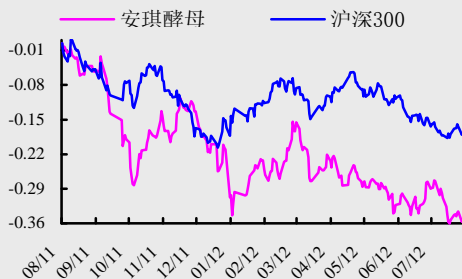
交易数据

上一日交易日股价（元）	23.44
总市值（百万元）	7,727
流通股本（百万股）	271
流通股比率（%）	82.33

资产负债表摘要（06/12）

股东权益（百万元）	2,591
每股净资产（元）	7.86
市净率（倍）	2.98
资产负债率（%）	38.60

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：

公司发布2012年半年度报告，实现营业收入13.9亿元，同比下降13.32%。实现净利润1.59亿元，同比下降8.58%，EPS0.48元。

点评：

- 业绩增速低于预期。**2012Q2实现营业收入7.20亿元，同比增长18.29%；实现营业毛利2.19亿元，同比增长14.34%；归属上市公司股东的净利润为0.87亿元，同比下降1.35%，实现EPS0.27元，低于市场预期。
- 国内销售保持稳健增长，国外销售依旧低迷。**2012上半年国内销售增速仍有23.29%至9.37亿元，占整体营业收入的比重已达到68%。由于国际经济危机、中东、北非地区政局动荡、人民币升值及国际市场竞争加剧，以及中东北非政局持续动荡等诸多不利因素，国外销售额同比下降3.66%为4.48亿元，另外出口市场竞争加剧，产品价格有所下降，导致出口毛利率同比下滑6.6个百分点至13.6%，远低于国内38.85%的毛利率。
- 酵母销售增长稳健，新开发产品表现不俗。**酵母及深加工产品营业收入同比增长10.3%达到12.43亿元，占公司整体营业收入的89.8%；除国外销售影响外，新业务人员储备、渠道建设及市场开发费用增加等原因导致酵母毛利率下降1.15个百分点至31.6%，抵消了原料糖蜜价格下降的产生的利好因素。其他行业营业收入较上年增长61.07%达到1.01亿元，主要是因为公司肥料产品产销规模扩大以及调味系列新产品逐步推向市场所致，预计上半年保健食品的销售情况与去年同期基本持平。
- 新增产能预计下半年集中释放。**截止2012年6月，安琪埃及年产15000吨干酵母生产线项目计划年内全面投产运行；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，力争在三、四季度陆续投产；柳州2万吨酵母抽提物项目，计划今年11月底试车；云南德宏2万吨干酵母生产线项目，计划明年3月份调试；内蒙赤峰3000吨/日甜菜制糖项目已完成工程设计，进入开工建设阶段。
- “审慎推荐”评级** 公司主要原料糖蜜价格的大幅下降，而对毛利率的提升有限，故下调2012年的盈利预测，预计2012~2014年EPS为1.06(22X)、1.33(18X)、1.58(15X)，给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示** 食品安全事故发生，国外销售持续恶化



盈利预测

单位: 亿元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	49.83	60.28	63.91	73.49	88.19
同比 (%)	18.7%	21.0%	6.0%	15.0%	20.0%
营业毛利	37.25	45.88	48.69	56.00	67.19
同比 (%)	23.8%	23.2%	6.1%	15.0%	20.0%
归属母公司净利润	14.34	19.07	21.30	24.36	28.30
同比 (%)	27.2%	33.0%	11.7%	14.4%	16.2%
总股本 (亿股)	6.85	6.85	6.85	6.85	6.85
每股收益 (元)	2.09	2.78	3.11	3.55	4.13
ROE	37.4%	38.0%	33.6%	27.7%	24.4%
P/E (倍)	29.3	22.0	19.7	17.2	14.8

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



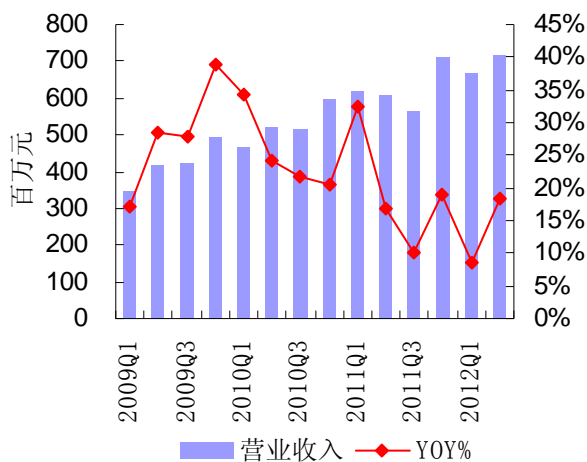
业绩增速低于预期

2012年上半年实现营业收入13.89亿元，同比上涨13.32%；营业毛利达到4.26亿元，同比上涨9.03%；实现净利润1.59亿元，同比下降8.58%，每股收益为0.48元，低于市场预期。

2012Q2实现营业收入7.20亿元，同比增长18.29%；实现营业毛利2.19亿元，同比增长14.34%；归属上市公司股东的净利润为0.87亿元，同比下降1.35%，实现EPS0.27元。

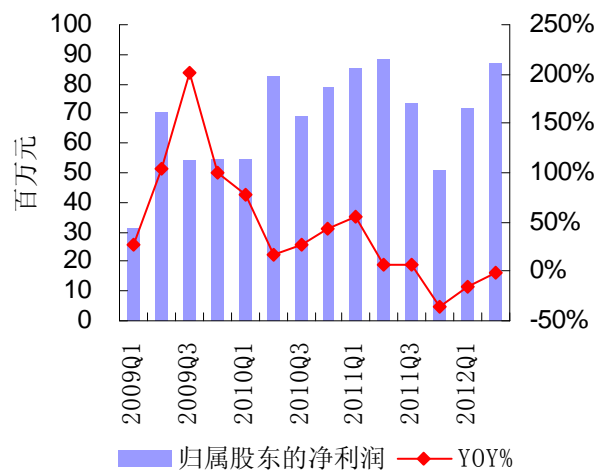
2012Q2应收账款和存货继续创新高。2012年上半年应收账款达到6.04亿元同比增长83%，与一季度末相比增加了约1亿元，创历史新高。另外，公司存货也达到6.94亿元同比增长15.7%，其中原材料和库存商品占比分别为49.2%和33.4%，仍在较为合理的水平。

图1 2012Q2 营业收入增长18%



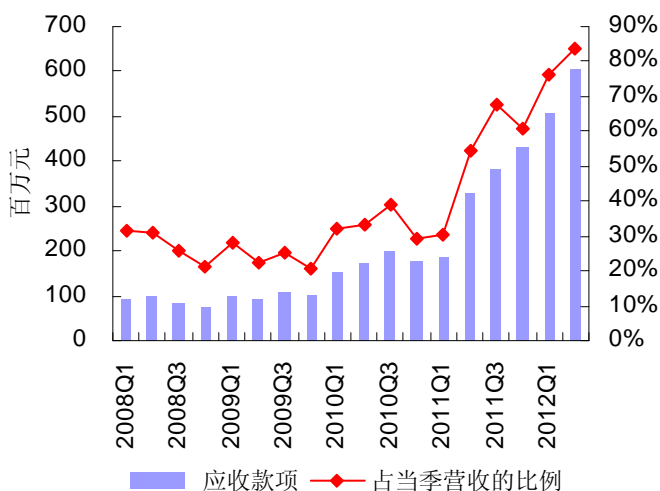
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图2 2012Q2 净利润下降1.35%



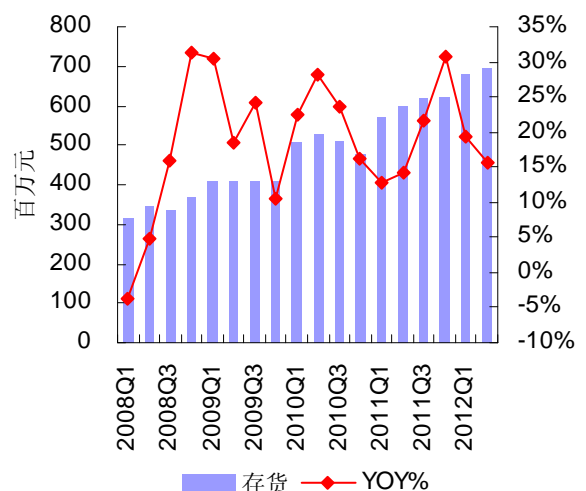
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图3 2012Q2 应收账款达到6.04亿元，同比增长83%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图4 2012Q2 存货超过6.94亿元，同比增长15.7%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

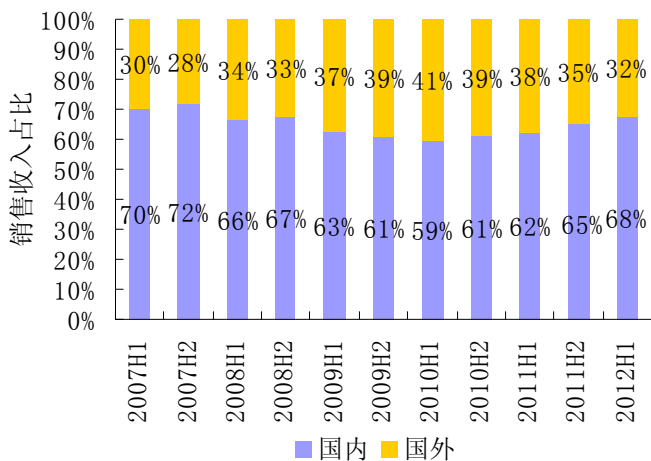


国内销售保持稳健增长，而国外销售依旧低迷

公司依据其在国内市场绝对的领先优势，在国内经济下行，消费需求不旺等大环境的不利影响，公司国内销售增速仍达到 23.29%至 9.37 亿元，占整体营业收入的比重已达到 68%。

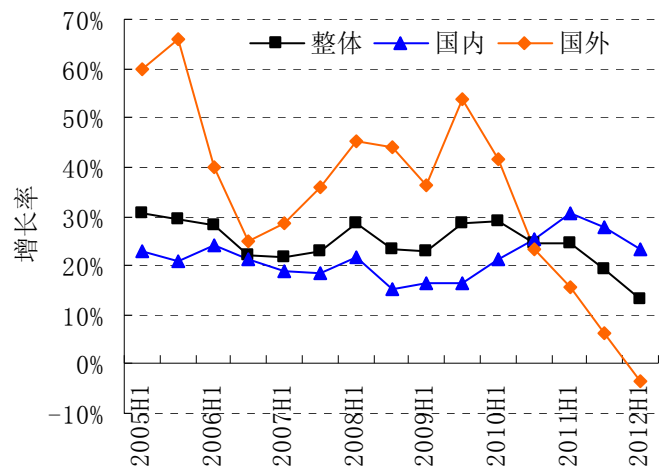
由于国际经济危机、中东、北非地区政局动荡、人民币升值及国际市场竞争加剧，以及中东北非政局持续动荡等诸多不利因素，2012 上半年出口销售额为 4.48 亿元同比下降 3.66%，占营业收入的比例下滑至 32%，而促销和国际市场投入进一步压缩了公司出口产品的盈利空间，以及出口市场竞争加剧，产品价格有所下降，导致出口毛利率同比下滑 6.6 个百分点至 13.6%，远远低于国内 38.85%的毛利率，这是在原料糖蜜大幅下滑的情况下，毛利率仍未有所提升的主要原因之一。

图 5 出口销售占比下滑至 32%



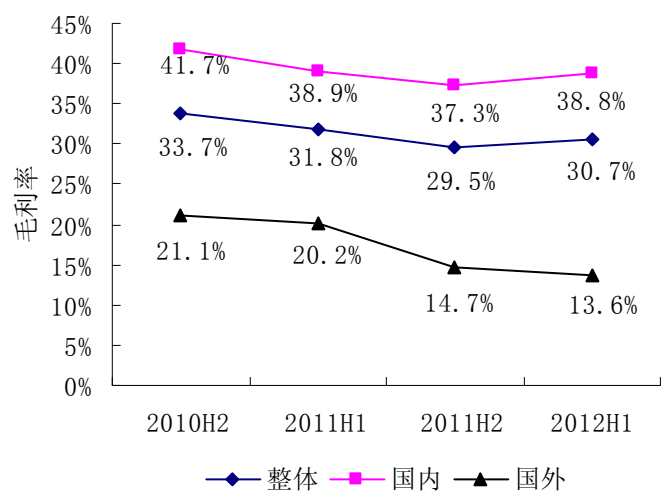
数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 6 国外销售同比下滑 3.66%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 7 国外销售的毛利率下滑至 13.6%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

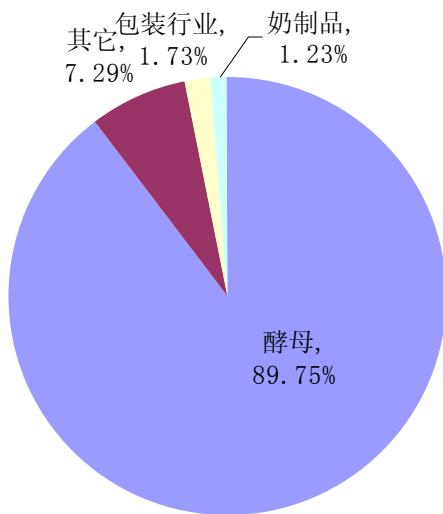


酵母销售增长稳健，新开发产品已有不俗表现

酵母及深加工产品营业收入同比增长 10.3% 达到 12.43 亿元，占公司整体营业收入的 89.8%；主要受出口市场竞争加剧，产品价格有所下降，以及新业务人员储备、渠道建设及市场开发费用增加，导致产品毛利率下降 1.15 个百分点至 31.6%，抵消了原料糖蜜价格下降的利好因素。

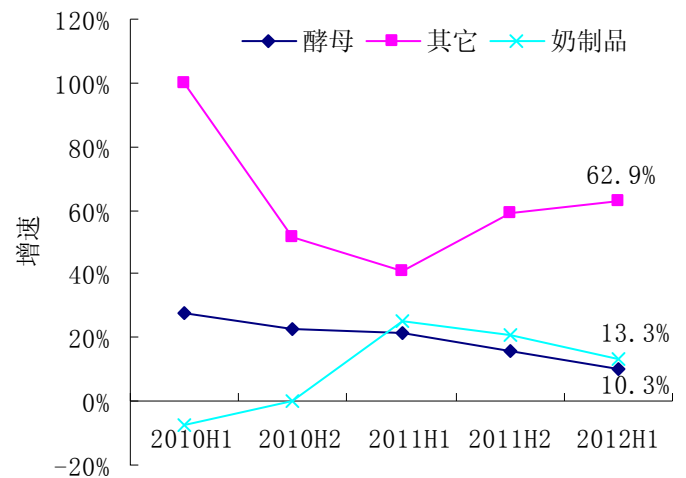
其他行业营业收入较上年增长 61.07% 达到 1.01 亿元，主要是因为公司肥料产品产销规模扩大以及调味系列新产品逐步推向市场所致，预计上半年保健食品的销售情况与去年同期基本持平。

图 8 酵母销售占营业收入的比例为 89.75%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

图 9 酵母增速下滑至 10.3%



数据来源：公司公告 第一创业证券研究所

新增产能预计下半年集中释放

截止 2012 年 6 月，安琪埃及年产 15000 吨干酵母生产线项目计划年内全面投产运行；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，力争在三、四季度陆续投产；柳州 2 万吨酵母抽提物项目，计划今年 11 月底试车；云南德宏 2 万吨干酵母生产线项目，计划明年 3 月份调试；内蒙赤峰 3000 吨/日甜菜制糖项目已完成工程设计，进入开工建设阶段。

表 1 2012 年是新增产能做多的一年

	2010	2011	2012E	2013E
活性干酵母	8.26	10.26	11.76	13.76
调味品	1.3	2.3	5.3	5.3
酶制剂		0	0.5	0.5
饲料添加剂	0	0.2	1	1

数据来源：公司公告 第一创业证券研究所



“审慎推荐”评级 公司主要原料糖蜜价格的大幅下降，而对毛利率的提升有限，故下调 2012 年的盈利预测，预计 2012~2014 年 EPS 为 1.06(22X)、1.33(18X)、1.58(15X)，给予“审慎推荐”评级。

风险提示： 食品安全事故发生，国外销售持续恶化

盈利预测

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,101.0	2,505.8	2,950.6	3,511.2	4,221.4
同比 (%)	24.6%	19.3%	17.8%	19.0%	20.2%
营业毛利	709.2	738.0	859.0	1,001.3	1,204.0
同比 (%)	14.4%	4.1%	16.4%	16.6%	20.2%
归属母公司净利润	285.0	298.4	348.5	438.3	521.1
同比 (%)	35.6%	4.7%	16.8%	25.8%	18.9%
总股本 (亿股)	3.30	3.30	3.30	3.30	3.30
每股收益 (元)	0.86	0.91	1.06	1.33	1.58
ROE	19.7%	12.0%	12.5%	13.6%	13.9%
P/E (倍)	27	26	22	18	15

资料来源：公司公告 第一创业证券研究所整理



主要财务指标预测

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
流动资产	1,705.3	1,987.2	2,698.9	3,504.6	一、营业收入	2,505.8	2,950.6	3,511.2	4,221.4
货币资金	492.4	352.3	726.5	1,142.2	减: 营业成本	1,767.8	2,091.5	2,509.8	3,017.4
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	15.9	19.5	22.7	27.3
应收款项	431.5	634.0	772.5	928.4	销售费用	271.6	309.0	369.0	443.6
预付款项	141.7	220.3	271.8	327.2	管理费用	110.2	134.9	159.4	191.3
存货	623.1	737.2	884.7	1,063.6	财务费用	47.7	14.6	-29.0	-29.0
其他流动资产	16.5	43.3	43.3	43.3	资产减值损失	17.2	11.2	3.5	4.0
非流动资产	2,323.6	2,751.1	2,620.9	2,490.7	加: 公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
股权投资	40.1	39.1	39.1	39.1	投资收益	1.3	2.1	6.3	6.3
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	2.1	6.3	6.3
固定资产	1,765.4	1,636.9	1,477.1	1,317.3	二、营业利润	276.8	372.0	482.0	573.0
在建工程	368.1	924.5	954.1	983.6	加: 营业外收入	96.0	66.3	69.6	71.7
油气和生物性资产	0.1	0.0	0.0	0.0	减: 营业外支出	1.4	1.0	1.5	1.6
无形及递延性资产	135.1	133.5	133.5	133.5	三、利润总额	371.4	437.4	550.1	643.1
其它非流动资产	14.8	17.1	17.1	17.1	减: 所得税费用	42.1	43.3	60.4	70.5
资产总计	4,028.9	4,738.3	5,319.8	5,995.3	四、净利润	329.3	394.0	489.8	572.6
流动负债	1,210.2	1,600.3	1,692.0	1,795.0	归属母公司净利润	298.4	348.5	438.3	521.1
短期借款	856.8	1,133.5	1,133.5	1,133.5	少数股东损益	30.9	45.6	51.5	51.5
应付账款	302.4	416.7	508.1	610.6	五、总股本(百万股)	329.6	329.6	329.6	329.6
预收帐款	31.4	40.2	48.3	58.1	EPS (元)	0.91	1.06	1.33	1.58
其它流动负债	19.6	9.9	2.1	-7.2					
非流动负债	200.7	186.0	186.0	186.0	主要财务比率				
长期借款	180.0	167.0	167.0	167.0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
专项及预计负债	2.0	2.0	2.0	2.0	成长能力				
其它非流动负债	18.7	17.0	17.0	17.0	营业收入	19.3%	17.8%	19.0%	20.2%
负债合计	1,410.9	1,786.4	1,878.1	1,981.1	营业毛利	4.1%	16.4%	16.6%	20.2%
少数股东权益	133.1	171.5	222.9	274.4	主业盈利	-13.9%	16.3%	13.8%	20.3%
股本	329.6	329.6	329.6	329.6	母公司净利	4.7%	16.8%	25.8%	18.9%
资本公积与其它	1,224.6	1,221.2	1,221.2	1,221.2	获利能力				
留存收益	930.6	1,229.6	1,667.9	2,189.0	毛利率	29.5%	29.1%	28.5%	28.5%
股东权益合计	2,484.9	2,780.4	3,218.7	3,739.9	主业盈利/收入	13.6%	13.4%	12.8%	12.8%
负债和股东权益	4,028.9	4,738.3	5,319.8	5,995.3	ROS	13.1%	13.4%	13.9%	13.6%
					ROE	12.0%	12.5%	13.6%	13.9%
					ROIC	9.3%	9.7%	10.8%	11.4%
					偿债能力				
					资产负债率	35.0%	37.7%	35.3%	33.0%
					利息保障倍数	6.9	27.1	-16.9	-19.8
					速动比率	0.88	0.75	1.05	1.34
					经营现金净额/当期债务	0.17	0.21	0.33	0.36
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.62	0.66	0.70
					应收款天数	61.99	77.36	79.20	79.17
					存货天数	126.89	126.90	126.90	126.90
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	1.03	1.20	1.37	1.64
					每股经营现金流	0.45	0.72	1.12	1.24
					每股净资产	7.13	7.91	9.09	10.51
					估值比率				
					P/E	25.89	22.17	17.63	14.83
					P/B	3.29	2.96	2.58	2.23
					P/S	3.08	2.62	2.20	1.83
					EV/EBITDA	16.05	15.42	13.81	11.46

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

第一创业证券股份有限公司

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