

安琪酵母 (600298.SH) 调味发酵品行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

赵晓媛
联系人
(8621)61038227
zhaoxy@gjzq.com.cn

陈钢
分析师 SAC 执业编号: S1130511030031
(8621)61038215
cheng@gjzq.com.cn

肖喆
分析师 SAC 执业编号: S1130512070001
(8621)61038276
xiaozhe@gjzq.com.cn

钟凯锋
联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

下半年同比改善, 资源和战略正式向民品转移

事件

我们于近期与安琪酵母的董事长、董秘、营销总监等高管进行了交流, 就公司上半年的经营情况、海外经营和建设的情况, 以及 B-C 业务发展的现状和前景进行了沟通。

评论

国内经营好是受益行业格局, 产能利用率和毛利率都没有明显提升, 下半年有望改善: 上半年, 国内收入同比增长 23.33%, 对比行业内其他优秀食品公司平均 10-15% 的收入增速, 公司 23.33% 的增长颇具亮点。我们一直强调公司价值决定因素之一的“行业格局”在安琪酵母身上得到充分体现, 3 月份、5 月份酵母产品的两次提价充分说明了安琪酵母在国内的绝对龙头地位。同时, 公司的提价是由经销商向上反馈的, 反映公司优秀的产品力和品牌力所形成的价格拉力。但是, 由于经济向下, 公司的销量增长受到影响, 且由于排产出现问题, 产能利用率有所下降, 公司已经意识到这一问题并着手解决。毛利率方面, 去年上半年是全年毛利率高点 (有低价糖蜜库存), 而今年上半年是全年毛利率低点 (有高价糖蜜库存), 预计下半年毛利率将有较大幅度的同比改善。

海外经营未看到明显好转, 董事长全力推进埃及产能投放: 从海外情况来看, 上半年中东北非经济未见明显好转, 政治局势不稳定也加剧了经济向下的幅度。下半年来看, 美国 QE3 推出, 原油价格见底回升有望推动中东北非地区经济的好转。埃及产能方面, 公司生产基地建设并未受到政局不稳定的影响, 但公司是首次在埃及建立生产基地, 对埃及地区的工作效率和流程的准备不足, 致使埃及产能的投产不断推迟。在本次交流中, 董事长强调已与埃及政府方面就生产基地的建设达成共识, 预计埃及生产基地的达产速度将受到直接推动。

向 B-C 方向发展的决心建立, 同时会利用已有的 B-C 渠道并借助主力产品加速民品推广: 公司对于民品之前一直有策划和战略考虑, 但由于 B-B 业务增长态势良好, 并不能完全下决心做 B-C 产品的资源投入。但是, 随着公司经历 2011 年成本大涨致毛利率发生波动、海外业务探索曲折加大业绩波动、国内经济形势向下对全渠道产品产生影响, 公司对 B-C 产品高毛利高护城河的认知更深, 同时, 近期国内调味品行业龙头企业和厨房食品的蓬勃发展也给了公司带来了启发, 公司有了更强的决心推动 B-C 业务的发展。我们预计, 公司 B-C 的发展计划会在近期加速制定完成, 并通过调味品做为突击手加速 B-C 业务的发展, 同时利用小包装酵母这个 B-C 高毛利 (>50%) 主力产品完成对公司整体 B-C 收入增长的带动。认识安琪酵母 B-C 业务要从他的历史来看, 公司一开始发展酵母产品的时候采取了民品+工业品的战略, 但是由于公司在十年前预见就餐外部化的趋势, 将战略重点和资源配置转移到了 B-B 业务, 历史证明公司的策略是十分正确的, 之后的迅速发展证明了公司的战略眼光。但同时, 公司并没有放弃对 B-C 业务的开发, 只是未重点塑造产品和渠道, 只是自然增长, 近年才开始逐步将眼光转向以小包装酵母为代表的 B-C 产品, 但公司在发展中虽然资源和战略未向民品倾斜, 但有自然的准备和积累, 使公司目前在渠道方面具有优势。我们认为, 公司民品业务并非没有基础, 且由于公司工业品的全渠道化以及公司产品的历史长, 使民品渠道深度够深, 只是未投入资金和产品在渠道广度开发上, 但渠道深度反应了一个公司在 B-C 产品上经营的智慧和能力, 我们认为, 随着公司资源和战略向民品倾斜, 民品业务的发展会在近期得以启动。

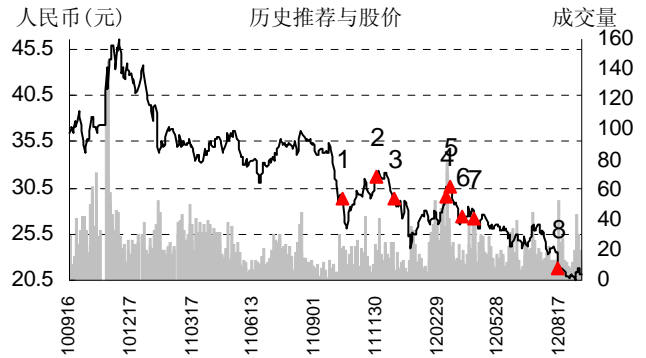
投资建议

买入评级, 12E/13E 盈利预测为 1.215/1.565 元, 目标价 31.4 元。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-10-17	增持	29.26	46.80 ~ 46.80
2	2011-12-01	增持	31.61	N/A
3	2011-12-26	增持	29.39	N/A
4	2012-03-12	增持	29.48	39.20 ~ 39.20
5	2012-03-16	增持	30.68	N/A
6	2012-04-08	增持	27.49	39.20 ~ 39.20
7	2012-04-23	增持	27.08	39.20 ~ 39.20
8	2012-08-15	买入	21.79	31.40 ~ 31.40

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B