

安琪酵母 (600298.SH)

调味发酵品行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

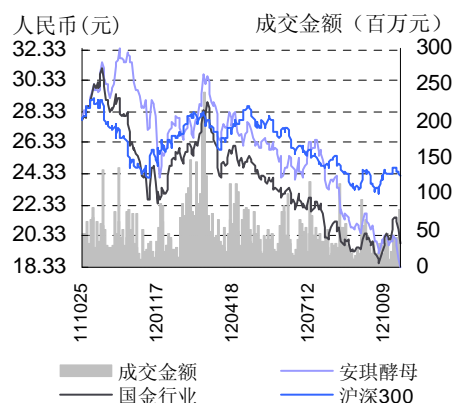
市价(人民币): 18.33元

目标(人民币): 23.50元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	294.99
总市值(百万元)	60.42
年内股价最高最低(元)	32.41/18.33
沪深300指数	2291.24
上证指数	2101.58



相关报告

- 《下半年同比改善,资源和战略正式向民品转移》, 2012.9.16
- 《国内增长超越周期,出口风险已在估值中释放》, 2012.8.15
- 《毛利率环比提升,收入增速将逐季恢复》, 2012.4.23

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

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.931	0.905	0.898	1.070	1.255
每股净资产(元)	4.73	7.54	10.01	10.63	11.67
每股经营性现金流(元)	1.14	0.45	1.83	1.45	1.62
市盈率(倍)	47.55	39.84	20.42	17.13	14.60
行业优化市盈率(倍)	132.98	102.88	102.88	102.88	102.88
净利润增长率(%)	35.59%	4.71%	-0.84%	19.20%	17.29%
净资产收益率(%)	19.70%	12.01%	8.37%	9.39%	10.03%
总股本(百万股)	306.05	329.63	329.63	329.63	329.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 安琪酵母 12 年单三季度实现收入 5.67 亿, 同比上升 0.1%, 实现净利润 4138.1 万元, EPS 0.126 元, 同比下降 46.38%; 前三季度, 公司实现收入 19.57 亿, 同比增长 9.13%, 实现净利润 2.27 亿, 同比下降 19.12%, 扣除非经常性损益后, 前三季度同比下降 9.61%。

经营分析

- **3 季度毛利率同比基本持平, 环比下降 1.23 个百分点:** 同比来看, 3 季度, 由于国内和海外的经济环境并没有明显好转, 公司仍维持较高的折扣力度, 抵消了糖蜜下降带来的成本下降。环比来看, 三季度是行业淡季, 公司三季度的产能利用率相对二季度降低, 使环比毛利率下降。
- **3 季度的收入同比持平, 环比有所下降:** 3 季度是行业淡季对酵母需求不足, 并且, 由于公司上半年进行了 2 次提价, 经销商的提前备货行为增加了渠道库存, 3 季度, 为了渠道体系的健康, 公司进行了渠道体系的库存清理, 综合两个原因使公司销售环比二季度下降。从出口看, 由于去年三季度以来海外情况开始恶化, 低基数使海外的同比增速有所好转。
- **销售费用同比上升 2050.8 万, 经济下行全渠道公司经营压力陡升:** 安琪酵母在国内的酵母市占率超过 50%, 渠道体系耕耘时间长, 经济下行时增量有限难以抵挡经济向下, 使公司加大了促销力度来抵御销量的下降, 同时一季度的销售人员的增加也使公司的销售费用提升。
- **补贴同比减少 2472.7 万, 加剧了业绩的波动。** 公司 12 年以来开工项目的下降使政府补贴仅为去年三季度的一半, 加剧了业绩的波动。
- **埃及项目投资预算上升。** 公司同时公告, 埃及 1.5 万吨干酵母项目的投资预算总额将提升 47%至 7500 万美元, 增加了 2400 万美元, 主要是由于埃及证据动荡、投资项目内容增加、项目建设期延长以及人民币汇率升值。

盈利调整

- 下调公司的 2012-2014 年的收入预测至 27.47 亿/33.64 亿/40.36 亿, 净利润为 2.96 亿/3.53 亿/4.14 亿, 对应 EPS 为 0.898 元/1.070 元/1.255 元。

投资建议

- 目前股价对应 12 年市盈率为 20.4x, 对应 13 年 PE 为 17.1x, 下调目标价至 23.54 元, 增持评级。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	8	12
增持	0	0	19	25	28
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.95	1.83	1.77

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-12-01	增持	31.61	N/A
2 2011-12-26	增持	29.39	N/A
3 2012-03-12	增持	29.48	39.20 ~ 39.20
4 2012-03-16	增持	30.68	N/A
5 2012-04-08	增持	27.49	39.20 ~ 39.20
6 2012-04-23	增持	27.08	39.20 ~ 39.20
7 2012-08-15	买入	21.79	31.40 ~ 31.40
8 2012-09-16	买入	21.19	N/A

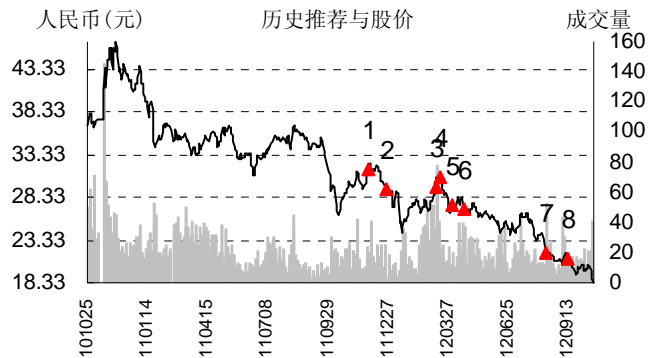
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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