

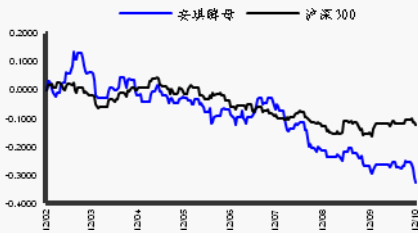
研究所

证券分析师：孙霞 S0350208120571
0755-83706347 sunx@ghzq.com.cn

下游需求下降，业绩低于预期

——安琪酵母（600298）2012年三季度报分析

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
安琪酵母	-8.4	-28.5	-36.3
沪深300	3.4	0.7	-15.4

市场数据

2012-10-25

当前价格(元)	18.33
52周价格区间(元)	18.29-33.1
总市值(百万)	6042.16
流通市值(百万)	5407.09
总股本(万股)	32963.24
流通股(万股)	29498.58
日均成交额(百万)	47.86
近一月换手(%)	10.17

相关报告

《安琪酵母2012年中报分析：国内外两重天》，2012.8.15

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

投资要点：

- 业绩低于预期** 公司前三季度实现收入 19.57 亿元，同比增长 9.13%，实现净利润 2.27 亿元，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%。第三季度实现收入 5.67 亿元，同比上升 0.1%，实现净利润 0.41 亿元，同比下降 46.38%。
- 第三季度业绩净利润大幅下滑** 从国内外销售看，因国外竞争加剧，相对于去年同期的低基数，国外收入仅持平；前期因提价，国内经销商提前备货，国内销售收入增速环比同比下降。另一个主要原因是，政府补贴下降致营业外收入较上年同期减少 2473 万元，降幅达 51%。
- 毛利率与上年同期基本持平** 前三季度公司毛利率为 30.2%，与上年同期基本持平。因下游需求低迷，行业竞争激烈，抵消了主要原料糖蜜价格大幅下降带来的成本降低。第三季度毛利率环比出现下降，主要是因为国内销售下降所致。
- 期间费用率上升** 前三季度期间费用率为 18.73%，较去年同期上升 1.83 个 bp。主要是因为销售渠道下沉及销售人数增加，致公司的销售费用较上年同期增加了 2050.8 万元，提升 1.54 个 bp。
- 下调评级为“中性”** 下调盈利预测，预计 2012、2013、2014 年的 EPS 分别为 0.88、0.97、1.27 元，对应的 PE 分别为 21、19、14 倍，下调评级为“中性”。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2506	2781	3337	4022
增长率(%)	19%	11%	20%	21%
净利润(百万元)	298	290	319	419
增长率(%)	5%	-3%	10%	31%
摊薄每股收益(元)	0.91	0.88	0.97	1.27
ROE(%)	11.40%	10.26%	10.36%	12.30%

表 1、安琪酵母盈利预测

证券代码:	600298.sh	股票价格:	18.33	投资评级:	中性	日期:	2012/10/25		
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	10%	10%	12%	EPS	0.91	0.88	0.97	1.27
毛利率	29%	30%	30%	31%	BVPS	7.54	8.10	8.71	9.51
期间费率	18%	18%	19%	19%	估值				
销售净利率	12%	10%	10%	10%	P/E	20.25	20.80	18.92	14.42
成长能力					P/B	2.43	2.26	2.10	1.93
收入增长率	19%	11%	20%	21%	P/S	2.41	2.17	1.81	1.50
利润增长率	5%	-3%	10%	31%					
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
总资产周转率	0.62	0.63	0.67	0.72	营业收入	2506	2781	3337	4022
应收账款周转率	5.59	5.59	5.59	5.59	营业成本	1768	1956	2324	2766
存货周转率	2.84	2.84	2.84	2.84	营业税金及附加	16	21	26	31
偿债能力					销售费用	272	301	375	452
资产负债率	35%	36%	38%	39%	管理费用	110	121	155	181
流动比	1.41	0.91	1.32	1.67	财务费用	48	62	87	95
速动比	0.89	0.37	0.76	1.05	其他费用/(-收入)	(16)	(7)	(9)	(13)
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	277	312	363	484
现金及现金等价物	492	(170)	330	745	营业外净收支	95	49	53	56
应收款项	448	497	597	719	利润总额	371	360	417	540
存货净额	623	697	828	986	所得税费用	42	41	47	61
其他流动资产	142	157	189	228	净利润	329	319	369	479
流动资产合计	1705	1181	1944	2678	少数股东损益	31	29	50	60
固定资产	1765	3003	2833	2669	归属于母公司净利润	298	290	319	419
在建工程	367	56	46	46	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
无形资产及其他	99	99	89	79	经营活动现金流	149	357	397	427
长期股权投资	40	40	40	40	净利润	329	319	369	479
资产总计	4029	4431	5004	5565	少数股东权益	31	29	50	60
短期借款	539	589	689	739	折旧摊销	165	186	310	292
应付款项	302	338	402	479	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	31	35	42	50	营运资金变动	(377)	(178)	(333)	(404)
其他流动负债	337	337	337	337	投资活动现金流	(509)	(926)	180	163
流动负债合计	1210	1300	1470	1605	资本支出	(357)	(926)	180	163
长期借款及应付债券	180	280	430	530	长期投资	(2)	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21	其他	(150)	0	0	0
长期负债合计	201	301	451	551	筹资活动现金流	(303)	43	133	(4)
负债合计	1411	1600	1921	2156	债务融资	(311)	150	250	150
股本	330	330	330	330	权益融资	805	0	0	0
股东权益	2618	2831	3083	3408	其它	(797)	(107)	(117)	(154)
负债和股东权益总计	4029	4431	5004	5565	现金净增加额	(663)	(526)	710	587

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

孙霞，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中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。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

机构销售部人员联系方式

北京区：北京市海淀区西直门外大街 168 号腾达大厦 1509 室

姓名	固话	手机	邮箱
林 莉	010-88576898-836	13824397011	linl@ghzq.com.cn
张志鹏	010-88576898-832	13552580746	zhangzhipeng@ruc.edu.cn
刘盛宇	010-88576898-832	13581912759	liushengyu1@163.com

上海区：上海市浦东新区世纪大道 787 号 5 楼

姓名	固话	手机	邮箱
郭 强	021-20281098	13381965719	guoq01@ghzq.com.cn
陈 蓉	021-20281099	13801605631	chenr@ghzq.com.cn
曹 莹	021-20281095	15013819353	caoy01@ghzq.com.cn
胡 超	021-20281096	13761102952	huc@ghzq.com.cn
颜 彦	0771- 5536202	15978141626	yany@ghzq.com.cn

广深区：深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦 3 楼

姓名	固话	手机	邮箱
徐伟平	0755-83705955	15012898363	xuwp@ghzq.com.cn
张亦潇	0755-83702462	13725559855	zhangyx01@ghzq.com.cn
王 帆	0755-83025049	13509639899	wangf01@ghzq.com.cn
张宇松	0755-83700919	13530666614	zhangys01@ghzq.com.cn