

安琪酵母(600298)

收入增长放缓、毛利率下滑

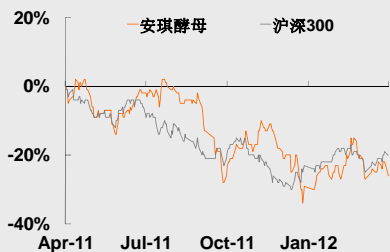
推荐 (维持)

现价: 18.33 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司/39.37%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/39.37%
总股本(百万股)	329.63
流通 A 股(百万股)	271.40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	60.42
流通 A 股市值(亿元)	54.07
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	41.29

行情走势图



证券分析师

解 睿

投资咨询资格编号: S1060512070005
0755-22621631
xierui097@pingan.com.cn

文 献 CFA 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号: S1060209040123
0755-22627143
wenxian@pasc.com.cn

汤 玮 亮

投资咨询资格编号: S0260511020009
0755-22624571
tangweiliang978@pasc.com.cn

丁 芸 洁

投资咨询资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 安琪酵母发布了 2012 年三季报。报告期内, 公司实现营业收入 19.6 亿元, 同比增长 9.1%; 实现归属于母公司股东净利润 2 亿元, 同比下降 19.1%; 基本每股收益为 0.61 元, 期末每股净资产为 7.99 元。

■ 业绩低于预期

公司业绩低于预期, 收入增速和毛利率均低于我们之前的预测: Q3 单季收入为 5.67 亿, 同比无增长; Q3 单季净利为 4100 万, 同比下滑 44%; 1-3Q 毛利率为 30.2%, 同比下降 0.8 个百分点, Q3 单季毛利率为 29.1%, 同比持平, 环比 Q2 下降 1.3 个百分点。国内销售放缓、出口恢复缓慢导致公司收入增速放缓; 而出口产品结构的调整、新项目投产初期折旧的增加抑制了公司毛利率的上升。

■ 收入增速大幅放缓

公司收入增速的放缓幅度超出我们的预期: Q3 单季收入无增长, 1-3Q 累计收入仅增长 9% 至 19.6 亿元。全年来看, 销售低于 30 亿元的年初目标已成定局, 预计为 27 亿元左右。我们分析, 导致公司销售减速的主要原因是: 1、经济增速的放缓对于酵母的需求产生影响, 而上半年提价之前的压货也导致经销商库存压力加大, Q3 这些压力开始释放, 国内酵母销售显著放缓; 2、出口业务恢复缓慢, 中东局势依然一触即发, 埃及项目投产时间也延后至年底, 预计 2012 全年出口收入基本持平。

■ 毛利率环比下滑

公司 Q3 单季毛利率为 29.1%, 环比下滑 1.3 个百分点, 出乎我们的意料。现在来看, 市场和我们之前都过高的估计了糖蜜价格下降对于公司毛利率的提升程度, 而忽略了以下因素的影响: 1、出口增长缓慢倒逼公司调整出口产品结构, 拉低了销售均价和毛利率; 2、上半年以来陆续投产的新项目投资额超过 5 亿, 投产初期产能利用率依然很低, 而大额折旧的产生已经开始影响成本; 3、糖蜜之外的人工、运输等成本上涨较多。鉴于负面因素已经充分暴露, 未来毛利率有望趋于稳定, 预计公司全年毛利率为 30% 左右。

■ 下调盈利预测, 维持“推荐”评级

我们下调 2012 营收增速至 8.1%, 毛利率至 30.3%, 对应 EPS 由 1.10 下调至 0.86 元。调整后, 预计 2012-2014 年营收 CAGR 为 15%, 净利润 CAGR 为 11%, 2012、2013、2014 年的 EPS 分别为 0.86、1.01、1.23 元, 最新收盘价对应的 PE 分别为 21、18 和 15 倍。尽管业务层面低于预期, 但是长期来看, 作为酵母行业龙头企业, 公司仍具备持续稳定增长的能力, 且近期股价调整比较充分, 目前估值水平具备一定安全边际, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示。新项目的达产进度低于预期。

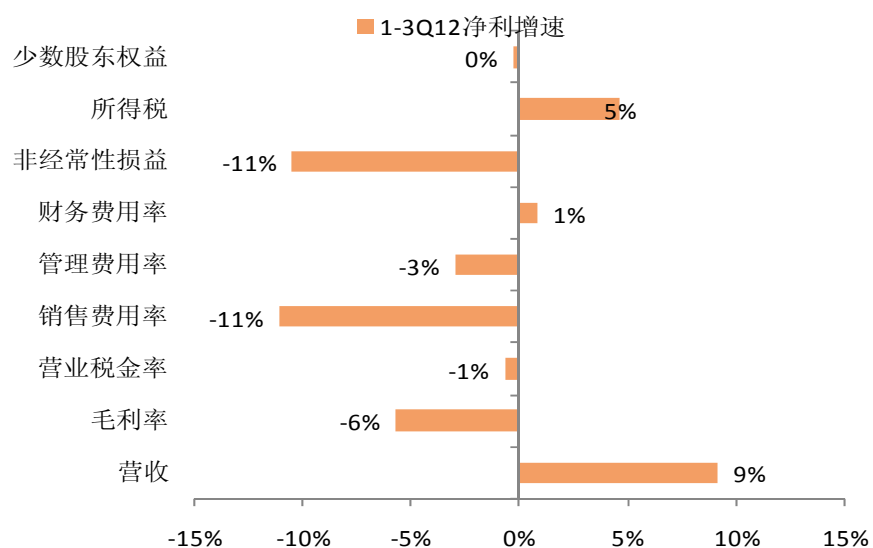
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2,101	2,506	2,708	3,205	3,811
YoY(%)	24.6	19.3	8.1	18.4	18.9
净利润(百万元)	285	298	284	334	407
YoY(%)	35.6	4.7	-4.9	17.7	21.8
毛利率(%)	33.8	29.5	30.3	30.9	31.4
净利率(%)	16.0	13.1	11.8	11.7	12.0
ROE(%)	22.9	15.2	11.4	12.7	13.8
EPS(摊薄/元)	0.86	0.91	0.86	1.01	1.23
P/E(倍)	19.7	20.2	21.3	18.1	14.8
P/B(倍)	3.9	2.4	2.4	2.2	1.9

图表 1 三季报快读：收入增速放缓、毛利率下滑导致业绩负增长（单位：百万元）

	3Q11	3Q12	QoQ	(1-3)Q11	(1-3)Q12	YoY	
营业收入	567	567	0.1%	1,793	1,957	9.1%	Q3 单季增速大幅放缓
营业成本	401	402	0.1%	1,238	1,366	10.4%	
毛利率	29.2%	29.1%	0.0%	31.0%	30.2%	-0.8%	出口产品结构的调整影响了毛利率
毛利	165	165	0.0%	556	591	6.4%	
营业税金及附加	5	6	29.0%	12	15	23.7%	
销售费用	65	86	31.4%	184	231	25.5%	加大了营销力度
管理费用	30	32	4.9%	80	95	19.1%	
财务费用	14	11	-18.1%	39	41	3.5%	
资产减值损失	5	-4	-169.2%	14	7	-54.1%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	0	-1	-1748.8%	-0	-2	-428.8%	
营业利润	46	33	-27.1%	225	200	-11.1%	
营业利润率	8.0%	5.9%	-2.2%	12.6%	10.2%	-2.3%	
营业外收入	50	25	-49.4%	84	54	-35.1%	收到的政府补助大幅减少
营业外支出	0	0	33.9%	1	0	-62.4%	
利润总额	95	58	-38.9%	308	254	-17.4%	
所得税	15	10	-33.5%	36	27	-25.4%	
所得税率	32.5%	28.9%	-3.6%	16.0%	13.4%	-2.7%	
少数股东损益	7	7	4.1%	24	27	12.1%	
归属于母公司净利润	74	41	-43.9%	248	200	-19.1%	主要是营业外收入减少
净利率	14.2%	8.6%	-5.7%	15.1%	11.6%	-3.5%	费用率上升，政府补助减少
EPS	0.22	0.13	-43.9%	0.75	0.61	-19.1%	

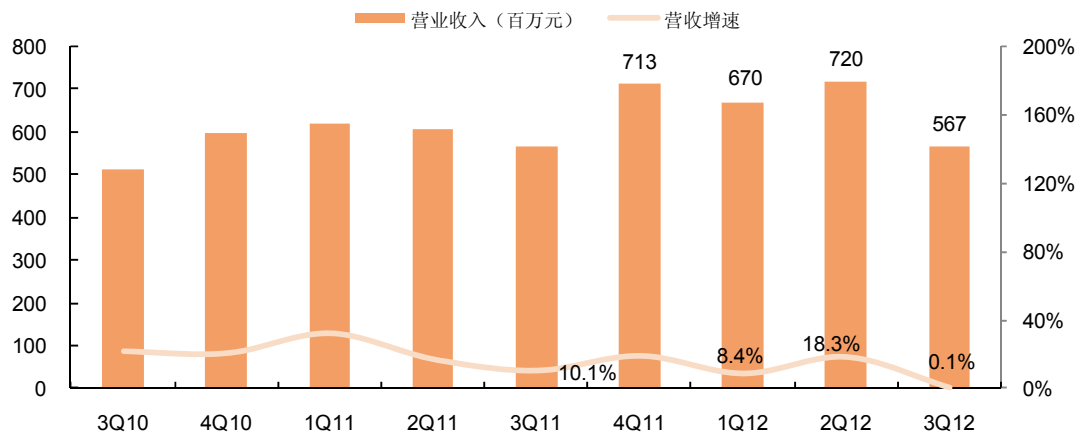
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 1-3Q12净利负增长主要受费用率上升和营业外收入减少拖累



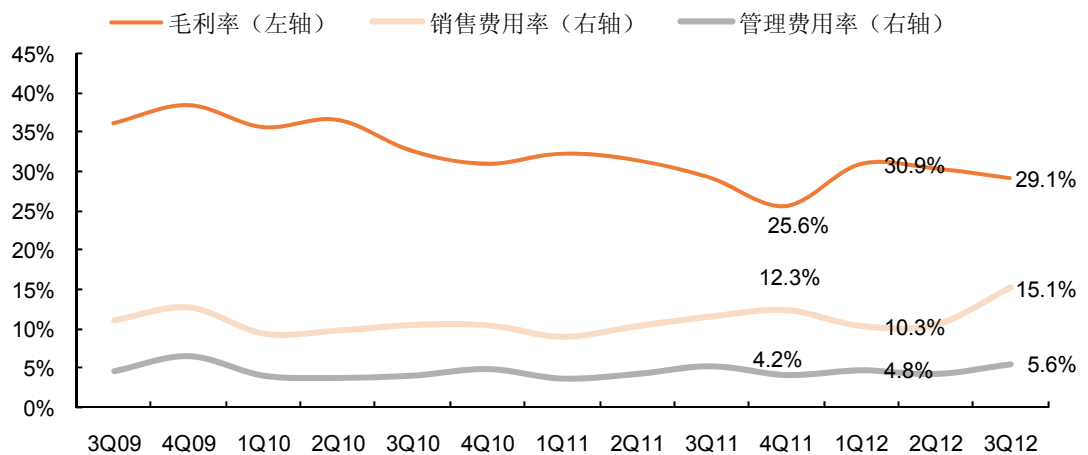
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表3 Q3单季营收增速大幅下滑至0.1%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表4 Q3单季毛利率下滑至29.1%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表5 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	10月25日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
泸州老窖	38.89	2.08	3.22	4.24	18.7	12.1	9.2	强烈推荐
五粮液	34.12	1.63	2.53	3.15	20.9	13.5	10.8	强烈推荐
贵州茅台	246.07	8.44	13.67	20.07	29.1	18.0	12.3	强烈推荐
沱牌舍得	31.74	0.58	1.12	1.83	54.8	28.3	17.3	强烈推荐
山西汾酒	43.45	0.90	1.57	2.38	48.2	27.6	18.3	强烈推荐
洋河股份	123.56	3.72	6.29	9.16	33.2	19.6	13.5	强烈推荐
古井贡酒	37.74	1.12	1.67	2.23	33.6	22.6	16.9	推荐
酒鬼酒	57.25	0.59	2.00	2.86	96.6	28.6	20.0	推荐

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
	10月25日	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	
张裕 A	47.83	2.78	3.00	3.56	17.2	16.0	13.4	强烈推荐
安琪酵母	18.33	0.91	0.86	1.01	20.2	21.3	18.1	推荐
双汇发展	59.70	1.23	2.73	3.40	48.5	21.9	17.6	强烈推荐
大北农	21.40	0.63	0.85	1.10	34.0	25.2	19.5	强烈推荐
伊利股份	21.20	0.95	0.95	1.21	22.3	22.3	17.5	推荐
贝因美	20.72	1.03	1.15	1.27	20.1	18.0	16.3	推荐
燕京啤酒	5.77	0.32	0.33	0.38	17.8	17.5	15.2	推荐
青岛啤酒	31.57	1.29	1.46	1.75	24.5	21.6	18.0	推荐
黑牛食品	10.13	0.33	0.40	0.53	31.0	25.3	19.1	推荐
汤臣倍健	57.85	0.85	1.39	2.06	67.9	41.6	28.1	推荐
承德露露	15.59	0.48	0.56	0.67	32.4	27.6	23.4	推荐
均值					35.3	22.6	17.1	

资料来源: Wind、平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2,101	2,506	2,708	3,205	3,811	净利润	336	329	319	375	457
YoY	24.6%	19.3%	8.1%	18.4%	18.9%	折旧摊销	136	165	197	197	200
营业成本	1,392	1,768	1,887	2,214	2,615	营运资金投资	-541	-403	72	-253	-167
毛利率	33.8%	29.5%	30.3%	30.9%	31.4%	经营活动现金净流量	349	149	451	398	578
营业税金及附加	12	16	19	22	27	资本开支	-147	-141	-194	-233	-228
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-343	-509	-194	-233	-228
销售费用	211	272	311	369	438	债务融资	552	-1	100	100	100
管理费用	91	110	122	144	171	股权融资	0	0	0	0	0
财务费用	40	48	50	54	57	支付红利	-35	-55	-48	-33	-38
投资净收益	2	1	1	1	1	融资活动现金净流量	58	63	683	2	14
营业利润	354	277	303	387	486	当年现金净流量	69	323	259	178	355
加: 营业外收入	40	96	60	50	50						
减: 营业外支出	1	1	1	1	1						
利润总额	393	371	361	435	535	资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
减: 所得税	57	42	42	60	78	货币资金	167	492	738	917	1,271
净利润	336	329	319	375	457	应收款项	176	431	347	481	530
减: 少数股东损益	51	31	35	41	50	预付款项	131	142	165	185	224
归属母公司所有者净利	285	298	284	334	407	存货	477	623	656	775	912
YoY	35.6%	4.7%	-4.9%	17.7%	21.8%	其他流动资产	19	17	21	23	29
销售净利率	16.0%	13.1%	11.8%	11.7%	12.0%	流动资产合计	971	1,705	1,927	2,381	2,965
EPS (当年股本)	0.93	0.91	0.86	1.01	1.23	长期股权投资	38	40	40	40	40
EPS (最新股本摊薄)	0.86	0.91	0.86	1.01	1.23	固定资产	1,776	2,133	2,128	2,164	2,191
						无形资产	101	99	100	101	101
						其他非流动资产	47	52	52	52	52
重要指标速览	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	非流动资产合计	1,963	2,324	2,321	2,357	2,385
估值						资产总计	2,934	4,029	4,248	4,738	5,350
PE	19.7	20.2	21.3	18.1	14.8	短期借款	602	539	639	739	839
PEG	3.6	1.9	1.0	0.8	0.6	应付款项	251	302	332	384	457
PB	3.9	2.4	2.4	2.2	1.9	预收款项	31	31	37	42	51
PS	2.7	2.4	2.2	1.9	1.6	应付股利	2	0	33	39	47
EV/EBITDA	12.8	14.8	13.4	11.8	10.3	其他流动负债	44	337	360	350	362
股息收益率	1.0%	0.8%	0.5%	0.6%	0.8%	流动负债合计	930	1,210	1,401	1,554	1,756
经营回报率						长期借款	429	180	180	180	180
ROE	22.9%	15.2%	11.4%	12.7%	13.8%	应付债券	0	0	0	0	0
ROA	12.5%	7.9%	7.2%	8.2%	9.0%	其他非流动负债	28	21	21	21	21
资本结构及偿债能力						非流动负债合计	457	201	201	201	201
资产负债率	47.3%	35.0%	37.7%	37.0%	36.6%	负债合计	1,386	1,411	1,601	1,755	1,956
速动比率	0.5	0.9	0.9	1.0	1.2	归属母公司所有者权益	1,447	2,485	2,478	2,774	3,134
运营效率						其中: 实收资本	306	330	330	330	330
存货周转率	3.1	3.2	3.0	3.1	3.1	少数股东权益	100	133	168	209	259
流动资产周转率	2.5	1.9	1.5	1.5	1.4	股东权益合计	1,547	2,618	2,646	2,983	3,394
固定资产周转率	1.3	1.3	1.3	1.5	1.8	负债及股东权益总计	2,934	4,029	4,248	4,738	5,350

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257