

安琪酵母(600298)

业绩低于预期，2013有望重回增长轨道

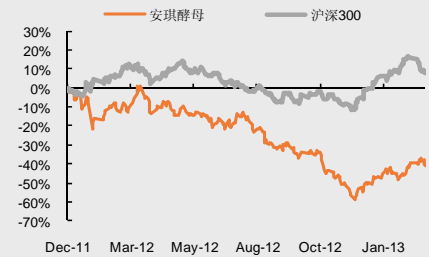
推荐 (维持)

现价: 18.56 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)	294.99
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	61.18
流通 A 股市值(亿元)	54.75
每股净资产(元)	8.12
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

一般证券从业资格编号: S1060110040054
0755-22625697
dingyunjie640@pingan.com.cn

投资要点

事项: 安琪酵母发布了 2012 年年报。报告期内, 公司实现营业收入 27.1 亿元, 同比增长 8.3%; 实现归属于母公司股东净利润 2.4 亿元, 同比下降 18.5%; 基本每股收益为 0.74 元, 期末每股净资产为 8.12 元。

■ 业绩低于预期

公司收入增长完全符合我们的预期, 但是净利润下滑幅度超预期: Q4 单季收入为 7.6 亿, 同比无增长 6.2%; Q4 单季净利为 4300 万, 同比下滑 16%; 全年毛利率为 30.5%, 同比提升 1.1 个百分点, Q4 单季毛利率为 31.4%, 同比增 5.8 个百分点。费用率超预期和政府补助的大幅减少是导致公司业绩低于预期的主因。

■ 2013 收入增速有望逐步恢复

公司 2012 收入增速大幅放缓至 8.3%, 其中: 国内收入为 18.2 亿元, 同比增 11.5%; 出口收入为 8.8 亿元, 同比仅增 1.8%。导致公司收入放缓的主要原因是: 1、经济不景气影响了酵母整体需求; 2、行业产能出现相对过剩, 小厂商纷纷通过价格战抢占市场份额; 3、主要出口区域局势持续动荡, 影响国外需求; 4、人民币升值叠加人工成本上升削弱公司产品的出口竞争力。我们认为公司 2013 年收入增速有望逐步恢复, 理由是: 1、随着经济企稳, 国内需求将复苏; 2、随着埃及项目的投产, 公司产品的出口竞争力将增加。

■ 全年利润率仍有压力

公司 2012 全年的净利率仅为 9%, 同比大幅下降 2.9 个百分点, 主要原因是: 1、期间费用率同比增加了 2.5 个百分点; 2、政府补贴大幅减少。展望 2013 年, 我们判断公司的利润率仍有压力, 理由是: 1、糖蜜成本相对上一个榨季有上涨的压力; 2、随着募投项目的集中投产, 固定资产折旧将大幅增加; 3、行业产能经历前几年的高速扩张之后已经相对过剩, 价格战仍难以避免; 4、随着在建项目的减少, 政府补贴可能进一步下降。

■ 维持“推荐”评级

预计 2013-2015 年营收 CAGR 为 18%, 净利润 CAGR 为 21%, 2013、2014、2015 年的 EPS 分别为 0.85、1.05、1.31 元, 最新收盘价对应的 PE 分别为 22、18 和 14 倍。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 2013 年有望重回增长轨道, 目前估值水平具备一定安全边际, 维持“推荐”评级。

■ 风险提示。新投产项目产能释放进度低于预期; 糖蜜价格大幅上涨。

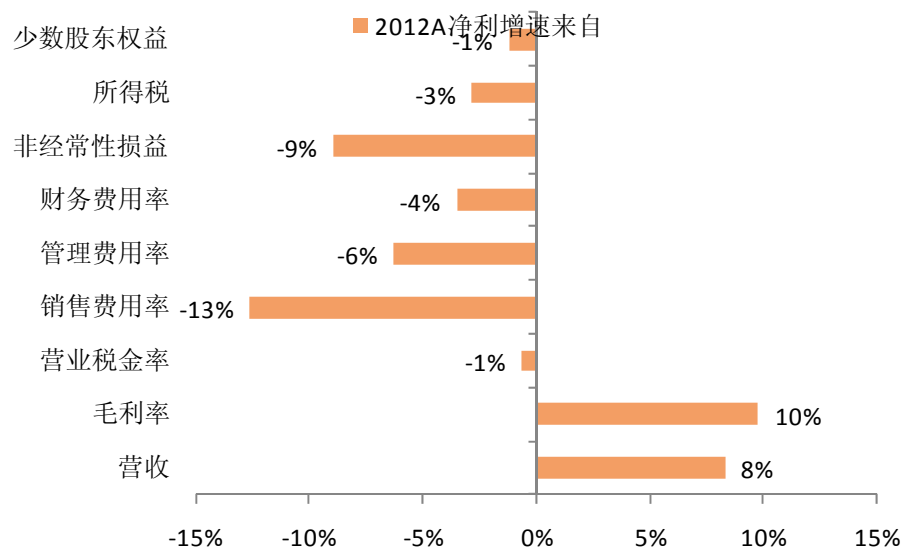
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	2,506	2,714	3,205	3,811	4,449
YoY(%)	19.3	8.3	18.1	18.9	16.7
净利润 (百万元)	298	243	281	347	432
YoY(%)	4.7	-18.5	15.4	23.7	24.6
毛利率(%)	29.5	30.5	30.9	31.4	32.2
净利率(%)	13.1	10.3	10.1	10.5	11.2
ROE(%)	15.2	9.4	10.0	11.3	12.7
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.85	1.05	1.31
P/E(倍)	20.5	25.2	21.8	17.6	14.2
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

图表 1 年报快读：收入增速放缓、费用率上升导致业绩负增长（单位：百万元）

	4Q11	4Q12	同比变化	FY2011	FY2012	同比变化	
营业收入	713	757	6.2%	2,506	2,714	8.3%	主要由销量增长驱动
营业成本	530	519	-2.0%	1,768	1,885	6.6%	
毛利率	25.6%	31.4%	5.8%	29.5%	30.5%	1.1%	受益于糖蜜成本的大幅下降
毛利	182	237	30.2%	738	0	-100.0%	
营业税金及附加	3	4	8.0%	16	19	20.3%	
销售费用	88	101	15.2%	272	332	22.2%	为新项目市场储备了销售人员及运费增加所致
管理费用	30	43	41.7%	110	138	25.3%	管理人员增加及人力成本上升
财务费用	9	22	153.2%	48	62	30.2%	对外投资增加导致短期借款大幅增长
资产减值损失	3	1	-78.6%	17	7	-58.3%	
公允价值变动收益	0	0		0	0		
投资收益	2	2		1	0		
营业利润	51	68	32.6%	277	268	-3.0%	
营业利润率	7.2%	9.0%	1.8%	11.0%	9.9%	-1.2%	
营业外收入	12	13	26.7%	96	67	-30.3%	政府补贴减少
营业外支出	0	1	592.1%	1	1	-19.2%	
利润总额	64	80	25.8%	371	334	-10.0%	
所得税	6	27	358.9%	42	54.0	28.3%	
所得税率	11.8%	40.7%	28.9%	15.3%	20.1%	4.8%	
少数股东权益	6.80	10.04		30.86	37.02		
归属于母公司净利润	51	43	-15.5%	298	243	-18.5%	费用率增加导致利润负增长

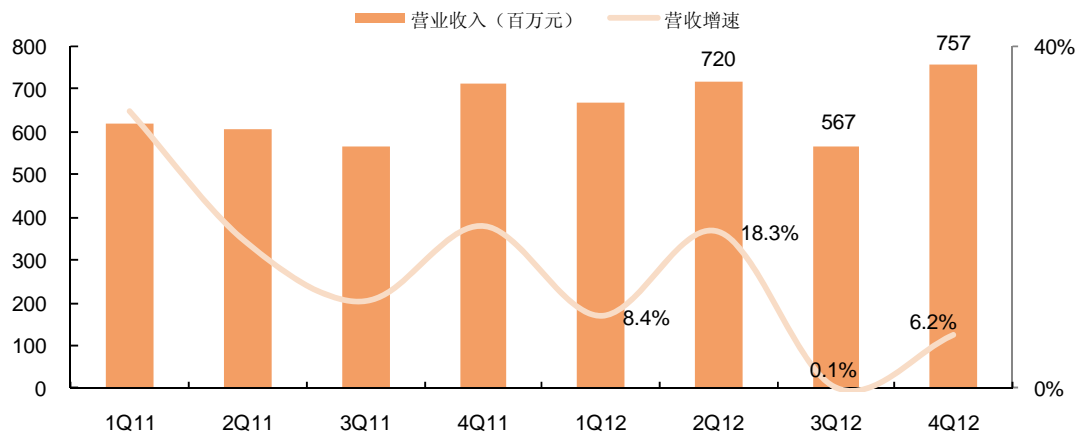
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表2 2012净利负增长主要受期间费用率上升拖累



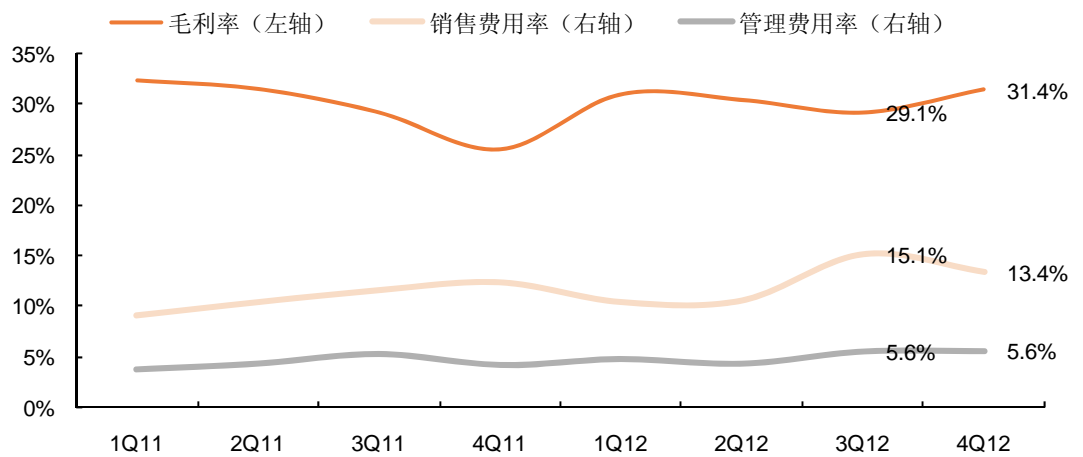
资料来源：公司公告，平安证券研究所，Wind

图表3 Q4单季营收增速回升至6.2%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表4 Q4单季毛利率回升至31.4%



资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元, 元/股)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,506	2,714	3,205	3,811	4,449	净利润	329	280	323	400	498
YoY	19.3%	8.3%	18.1%	18.9%	16.7%	折旧摊销	165	173	269	264	267
营业成本	1,768	1,885	2,214	2,615	3,017	营运资金投资	-403	-94	-89	-169	-250
毛利率	29.5%	30.5%	30.9%	31.4%	32.2%	经营活动现金净流量	149	313	646	584	608
营业税金及附加	16	19	23	27	31	资本开支	-143	-188	-204	-311	-306
股权激励费用	0	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-509	-1,278	-204	-311	-306
销售费用	272	332	392	466	544	债务融资	-1	1,018	-200	0	0
管理费用	110	138	163	194	226	股权融资	0	0	0	0	0
财务费用	48	62	66	61	60	支付红利	-55	-48	-39	-45	-55
投资净收益	1	-2	-2	-2	-2	融资活动现金净流量	63	683	895	-305	-106
营业利润	277	268	339	439	562	当年现金净流量	323	-71	136	168	187
加: 营业外收入	96	67	50	50	50						
减: 营业外支出	1	1	1	1	1	资产负债表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利润总额	371	334	388	488	611	货币资金	492	415	545	713	900
减: 所得税	42	54	65	88	113	应收款项	431	535	481	530	643
净利润	329	280	323	400	498	预付款项	142	123	185	224	255
减: 少数股东损益	31	37	43	53	66	存货	623	755	775	912	1,054
归属母公司所有者净利	298	243	281	347	432	其他流动资产	17	44	23	29	33
YoY	4.7%	-18.5%	15.4%	23.7%	24.6%	流动资产合计	1,705	1,871	2,009	2,407	2,885
销售净利率	13.1%	10.3%	10.1%	10.5%	11.2%	长期股权投资	40	38	38	38	38
EPS (当年股本)	0.91	0.74	0.85	1.05	1.31	固定资产	2,133	3,270	3,211	3,256	3,292
EPS (最新股本摊薄)	0.91	0.74	0.85	1.05	1.31	无形资产	99	210	203	206	208
						其他非流动资产	52	58	55	56	56
						非流动资产合计	2,324	3,575	3,508	3,556	3,594
重要指标速览	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产总计	4,029	5,446	5,517	5,963	6,479
估值						短期借款	539	1,271	1,071	1,071	1,071
PE	20.5	25.2	21.8	17.6	14.2	应付款项	302	501	384	457	525
PEG	4.0	1.2	0.9	0.7	0.6	预收款项	31	26	42	51	59
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7	应付股利	0	9	45	56	69
PS	2.4	2.3	1.9	1.6	1.4	其他流动负债	337	161	206	216	212
EV/EBITDA	15.0	16.7	12.2	10.8	9.4	流动负债合计	1,210	1,968	1,748	1,850	1,937
股息收益率	0.8%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	长期借款	180	87	87	87	87
经营回报率						应付债券	0	500	500	500	500
ROE	15.2%	9.4%	10.0%	11.3%	12.7%	其他非流动负债	21	42	42	42	42
ROA	7.9%	5.6%	5.9%	7.0%	8.0%	非流动负债合计	201	629	629	629	629
资本结构及偿债能力						负债合计	1,411	2,597	2,377	2,479	2,566
资产负债率	35.0%	47.7%	43.1%	41.6%	39.6%	归属母公司所有者权益	2,485	2,675	2,923	3,215	3,578
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.8	0.9	其中: 实收资本	330	330	330	330	330
运营效率						少数股东权益	133	174	216	269	335
存货周转率	3.2	2.7	2.9	3.1	3.1	股东权益合计	2,618	2,849	3,140	3,484	3,913
流动资产周转率	1.9	1.5	1.7	1.7	1.7	负债及股东权益总计	4,029	5,446	5,517	5,963	6,479
固定资产周转率	1.3	1.0	1.0	1.2	1.4						

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 2013 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 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257