

评级：审慎推荐（维持）
食品饮料
公司年报点评

证券研究报告

分析师 晁岱秀 S1080512090001

电话：0755-83026491

邮件：chaodaixiu@fcsc.cn

安琪酵母(600298)——

费用率提升导致业绩低于预期

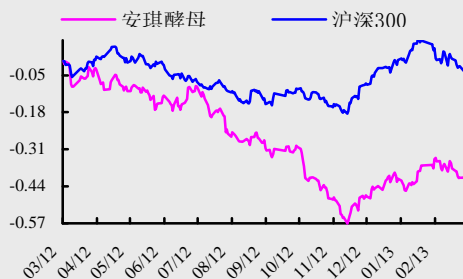
交易数据

| | |
|-------------|-------|
| 上一日交易日股价（元） | 18.56 |
| 总市值（百万元） | 6,118 |
| 流通股本（百万股） | 295 |
| 流通股比率（%） | 89.49 |

资产负债表摘要（12/12）

| | |
|-----------|-------|
| 股东权益（百万元） | 2,675 |
| 每股净资产（元） | 8.12 |
| 市净率（倍） | 2.29 |
| 资产负债率（%） | 47.69 |

公司与沪深300指数比较



相关报告

事件：

公司发布 2012 年度报告，实现营业收入 27.14 亿元，同比增长 8.3%。实现净利润 2.43 亿元，同比下降 18.5%，EPS0.74 元，略低于市场预期。

每 10 股分配现金股利 1.50 元(含税)。

点评：

- 营业收入增速略有好转，费用大幅增长导致利润低于预期。** 2012Q4 实现营业收入 7.56 亿元，同比增长 6.2%；实现营业毛利 2.37 亿元，同比增长 30.2%；归属上市公司股东的净利润为 0.43 亿元，同比下降 15.5%，实现 EPS0.13 元，低于市场预期。2012 年下半年公司加大品牌宣传和市场推广，产品销售有所恢复；为募投产能投产做准备，招聘大量生产和销售人员，以及新增 6 个多亿元的贷款，导致期间费用率提升 2.2 个百分点至 18.25%，造成利润增速低于市场预期，预计 2013 年期间费用率仍将维持在高位。
- 国内销售保持稳健增长，出口业务仍不乐观。** 2012 年国内销售增速为 11.5% 至 18.24 亿元，占整体营业收入的比重已达到 67%，毛利率也上升 2 个百分点至 39.5%。国际方面，随着人民币升值和国内生产成本上涨，公司产品的价格优势已不显著，以及国际市场竞争加剧，导致公司出口业务仅增长 1.85% 至 8.81 亿元，且出口业务的毛利率下降 2.2 个百分点至 12.5%。
- 传统酵母销售增长稳健，酵母衍生品表现不俗。** 酵母及深加工产品营业收入同比增长 5.66% 达到 23.88 亿元，受糖蜜价格下降影响毛利率提升 1.6 个百分点，2013 年糖蜜价格继续下降至 750 元/吨，下降幅度接近 20%，尽管行业竞争非常激烈，我们认为毛利率仍存在小幅提升空间。公司重点打造的酵母衍生品如 YE、味素、动物营养等产品销售增速都超过 20%，预计 2013 年仍将保持快速增长。
- “审慎推荐”评级** 随着国际经济环境逐渐复苏，公司在国内外市场做了更多的品牌宣传、渠道推广、终端产品的继续探索、以及新产能投产等工作，我们认为公司产品销售将逐渐好转，预计 2013~2015 年 EPS 为 0.91(20X)、1.15(16X)、1.43(13X)，估值已较为便宜，给予“审慎推荐”评级。
- 风险提示** 食品安全事故发生，加大市场推广导致费用持续增加



盈利预测

| 单位: 百万元 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2,505.8 | 2,713.7 | 3,283.5 | 3,992.3 | 4,800.7 |
| 同比 (%) | 19.3% | 8.3% | 21.0% | 21.6% | 20.2% |
| 营业毛利 | 738.0 | 828.4 | 1,040.0 | 1,264.5 | 1,520.6 |
| 同比 (%) | 4.1% | 12.2% | 25.6% | 21.6% | 20.2% |
| 归属母公司净利润 | 298.4 | 243.2 | 299.4 | 380.7 | 471.9 |
| 同比 (%) | 4.7% | -18.5% | 23.1% | 27.2% | 24.0% |
| 总股本 (亿股) | 3.30 | 3.30 | 3.30 | 3.30 | 3.30 |
| 每股收益 (元) | 0.91 | 0.74 | 0.91 | 1.15 | 1.43 |
| ROE | 12.0% | 9.1% | 10.2% | 11.5% | 12.5% |
| P/E (倍) | 21 | 25 | 20 | 16 | 13 |

资料来源: 公司公告 第一创业证券研究所整理



主要财务指标预测

| 资产负债表 | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 流动资产 | 1,870.8 | 2,353.7 | 3,031.9 | 3,825.0 | 一、营业收入 | 2,713.7 | 3,283.5 | 3,992.3 | 4,800.7 |
| 货币资金 | 414.5 | 503.9 | 772.1 | 1,117.4 | 减: 营业成本 | 1,885.3 | 2,243.5 | 2,727.8 | 3,280.1 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营业税金及附加 | 19.1 | 24.0 | 29.2 | 35.1 |
| 应收款项 | 534.7 | 727.1 | 898.9 | 1,080.0 | 销售费用 | 331.9 | 426.9 | 519.0 | 624.1 |
| 预付款项 | 122.9 | 180.9 | 225.3 | 271.0 | 管理费用 | 138.0 | 165.6 | 198.7 | 238.5 |
| 存货 | 754.7 | 897.7 | 1,091.5 | 1,312.5 | 财务费用 | 62.1 | 83.5 | 81.5 | 78.9 |
| 其他流动资产 | 44.0 | 44.0 | 44.0 | 44.0 | 资产减值损失 | 7.2 | 4.6 | 4.4 | 4.7 |
| 非流动资产 | 3,575.3 | 3,409.2 | 3,243.1 | 3,077.0 | 加: 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股权投资 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 38.5 | 投资收益 | -1.6 | 6.2 | 6.2 | 6.2 |
| 债权与公允价值资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其中: 联营企业收益 | -1.6 | 6.2 | 6.2 | 6.2 |
| 固定资产 | 2,107.8 | 1,904.0 | 1,700.1 | 1,496.3 | 二、营业利润 | 268.4 | 341.6 | 437.9 | 545.5 |
| 在建工程 | 1,162.4 | 1,200.1 | 1,237.9 | 1,275.7 | 加: 营业外收入 | 66.9 | 70.2 | 72.3 | 75.0 |
| 油气和生物性资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 减: 营业外支出 | 1.1 | 2.8 | 3.1 | 3.5 |
| 无形及递延性资产 | 246.1 | 246.1 | 246.1 | 246.1 | 三、利润总额 | 334.2 | 409.1 | 507.1 | 617.0 |
| 其它非流动资产 | 20.5 | 20.5 | 20.5 | 20.5 | 减: 所得税费用 | 54.0 | 69.5 | 86.2 | 104.9 |
| 资产总计 | 5,446.1 | 5,762.9 | 6,275.1 | 6,902.0 | 四、净利润 | 280.2 | 339.5 | 420.9 | 512.1 |
| 流动负债 | 1,967.9 | 1,994.6 | 2,085.9 | 2,200.7 | 归属母公司净利润 | 243.2 | 299.4 | 380.7 | 471.9 |
| 短期借款 | 1,445.8 | 1,445.8 | 1,445.8 | 1,445.8 | 少数股东损益 | 37.0 | 40.2 | 40.2 | 40.2 |
| 应付账款 | 501.3 | 527.6 | 630.3 | 754.9 | 五、总股本(百万股) | 329.6 | 329.6 | 329.6 | 329.6 |
| 预收帐款 | 26.0 | 33.5 | 40.9 | 49.1 | EPS(元) | 0.74 | 0.91 | 1.15 | 1.43 |
| 其它流动负债 | -5.3 | -12.2 | -31.2 | -49.1 | | | | | |
| 非流动负债 | 629.2 | 629.2 | 629.2 | 629.2 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 587.0 | 587.0 | 587.0 | 587.0 | 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 专项及预计负债 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 1.8 | 成长能力 | | | | |
| 其它非流动负债 | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 40.4 | 营业收入 | 8.3% | 21.0% | 21.6% | 20.2% |
| 负债合计 | 2,597.1 | 2,623.8 | 2,715.1 | 2,830.0 | 营业毛利 | 12.2% | 25.6% | 21.6% | 20.2% |
| 少数股东权益 | 173.7 | 213.9 | 254.1 | 294.3 | 主业盈利 | -0.3% | 24.8% | 22.2% | 20.3% |
| 股本 | 329.6 | 329.6 | 329.6 | 329.6 | 母公司净利 | -18.5% | 23.1% | 27.2% | 24.0% |
| 资本公积与其它 | 1,221.3 | 1,221.3 | 1,221.3 | 1,221.3 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 1,124.3 | 1,374.2 | 1,754.9 | 2,226.8 | 毛利率 | 30.5% | 31.7% | 31.7% | 31.7% |
| 股东权益合计 | 2,675.3 | 2,925.2 | 3,305.9 | 3,777.8 | 主业盈利/收入 | 12.5% | 12.9% | 13.0% | 13.0% |
| 负债和股东权益 | 5,446.1 | 5,762.9 | 6,275.1 | 6,902.0 | ROS | 10.3% | 10.3% | 10.5% | 10.7% |
| | | | | | ROE | 9.1% | 10.2% | 11.5% | 12.5% |
| | | | | | ROIC | 5.9% | 6.8% | 7.9% | 8.8% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 会计年度 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | 资产负债率 | 47.7% | 45.5% | 43.3% | 41.0% |
| 经营活动现金流 | 312.6 | 262.6 | 381.4 | 455.8 | 利息保障倍数 | 4.5 | 4.1 | 5.2 | 6.5 |
| 净利润 | 280.2 | 339.5 | 420.9 | 512.1 | 速动比率 | 0.54 | 0.71 | 0.91 | 1.12 |
| 折旧摊销 | 180.0 | 208.5 | 208.3 | 208.6 | 经营现金净额/当期债务 | 0.22 | 0.18 | 0.26 | 0.32 |
| 财务费用 | 59.4 | 83.5 | 81.5 | 78.9 | 营运能力 | | | | |
| 投资损失 | 1.6 | -6.2 | -6.2 | -6.2 | 总资产周转率 | 0.50 | 0.57 | 0.64 | 0.70 |
| 营运资金变动 | -201.1 | -362.7 | -323.1 | -337.6 | 应收款天数 | 70.93 | 79.72 | 81.06 | 80.99 |
| 其它变动 | -7.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 存货天数 | 144.10 | 144.05 | 144.05 | 144.05 |
| 投资活动现金流 | -1,278.1 | -31.6 | -31.6 | -31.6 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -1,278.1 | -37.8 | -37.8 | -37.8 | 主业盈利/股本 | 1.03 | 1.28 | 1.57 | 1.89 |
| 长期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股经营现金流 | 0.95 | 0.80 | 1.16 | 1.38 |
| 其它变动 | 0.0 | 6.2 | 6.2 | 6.2 | 每股净资产 | 7.59 | 8.23 | 9.26 | 10.57 |
| 筹资活动现金流 | 894.7 | -141.7 | -81.5 | -78.9 | 估值比率 | | | | |
| 债务融资 | 996.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/E | 25.16 | 20.44 | 16.07 | 12.96 |
| 权益融资 | 10.8 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | P/B | 2.45 | 2.26 | 2.00 | 1.76 |
| 其它变动 | -112.1 | -141.7 | -81.5 | -78.9 | P/S | 2.25 | 1.86 | 1.53 | 1.27 |
| 汇率变动影响 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EV/EBITDA | 15.14 | 12.34 | 10.42 | 8.72 |
| 现金净增加额 | -71.1 | 89.3 | 268.3 | 345.3 | | | | | |

数据来源: 公司公告 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135