

安琪酵母 (600298.SH)

调味发酵品行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

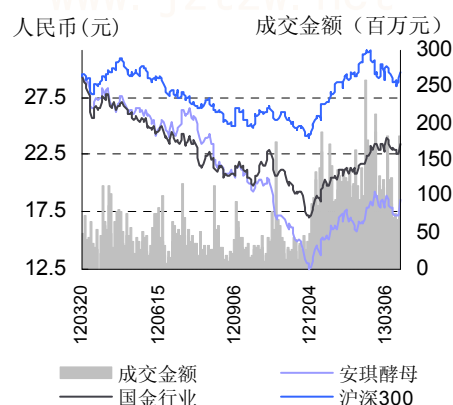
市价(人民币): 18.56元

目标(人民币): 21.40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)	61.18
年内股价最高最低(元)	28.98/12.50
沪深300指数	2610.17
上证指数	2317.37



相关报告

- 1.《全渠道公司经营压力陡升,业绩低于预期》, 2012.10.25
- 2.《下半年同比改善,资源和战略正式向民品转移》, 2012.9.16

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

12年是困难一年,13年逐步恢复正常增长

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.905	0.738	0.939	1.177	1.442
每股净资产(元)	7.54	8.12	10.60	11.32	12.53
每股经营性现金流(元)	0.45	0.95	1.87	1.65	1.76
市盈率(倍)	32.49	22.13	19.77	15.77	12.87
行业优化市盈率(倍)	27.58	22.50	28.01	28.01	28.01
净利润增长率(%)	4.71%	-18.51%	27.26%	25.32%	22.57%
净资产收益率(%)	12.01%	9.09%	8.27%	9.70%	10.74%
总股本(百万股)	329.63	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 年全年实现净利润 1.889 亿元, 同比下降 13.77%, EPS 0.737 元, 业绩情况市场已基本预期; 全年实现营业收入 27.14 亿, 同比 11 年增长 8.3%。利润分配方案, 每 10 股派现金 1.5 元, 12 年不转增。

经营分析

- 12 年国内收入增长 11.45%, 国外增长 1.83%, 海外拖累公司收入增长, 国内收入占比上升至 67.21% (11 年是 65.3%): 由于 12 年中东北非地区政治不稳, 经济不振, 国外酵母需求降低; 同时, 12 年公司的糖蜜成本在 1050 附近, 相比海外在成本上没有优势, 一旦整体需求减少, 价格竞争成为必然, 而公司的降价空间低于国际竞争对手, 使产品竞争力下降。**2013 年的变化:** 就我们了解, 公司出口情况在年初有所恢复, 今年有利的是, 中东北非政局有所企稳、埃及产能投产、国内糖蜜价格下降、公司事业部结构的调整, 不利的是人民币仍有升值压力。
- 12 年毛利率并没有因糖蜜下降 200 元/吨而有大幅上升, 主要受海外毛利率下降拖累, 主要原因是国内外需求不振使公司采取相应降价措施: 12 年国内毛利率上升 2.2 个百分点, 但是国外毛利率下降 2.3 个百分点, 主要因国内外需求不振, 而公司资产较重, 需保持一定的开工率, 降价销售是这种情况下的理性应对: 国内, 公司产品高于玛丽和乐斯福, 是一线定价, 经济不好需求向低端产品转移; 国外, 公司成本仍没有优势, 而国际竞争者又采取价格战策略, 公司必须跟随。**2013 年的变化:** 目前糖蜜 (12/13 榨季) 价格已下降到 700 附近, 为今年毛利率带来正贡献, 但由于去年投产了埃及和宜昌科技产业园项目, 折旧压力增大, 我们预计今年毛利率会有提升, 但幅度有限。
- 13 年逐步恢复正常增长, 公司 15 年目标 50 亿以上收入: 15 年, 公司目标是确保 50 亿力争 60 亿, 对应未来三年每年复合 22.6%-30.3% 的增长, 我们认为这主要还需 30% 占比的非酵母占比发力, 而宜昌科技产业园的投产正对应公司此战略取向, 考虑到基数问题, 预计收入增速将逐季好转。

盈利调整和投资建议

- 我们维持公司 2013-2014 年的净利润 3.10 亿/3.88 亿的预测, 同比增长达到 27.3%/25.3%, 对应 EPS 为 0.939 元/1.177 元。目标价至 22.53 元, 相当于 24x13E PE。

图表1: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,101.0	2,505.8	2,713.7	3,307.5	4,015.3	4,975.0
增长率		19.3%	8.3%	21.9%	21.4%	23.9%
主营业务成本	-1,391.8	-1,767.8	-1,885.3	-2,290.0	-2,761.7	-3,424.5
%销售收入	66.2%	70.5%	69.5%	69.2%	68.8%	68.8%
毛利	709.2	738.0	828.4	1,017.6	1,253.7	1,550.5
%销售收入	33.8%	29.5%	30.5%	30.8%	31.2%	31.2%
营业税金及附加	-11.9	-15.9	-19.1	-19.8	-28.1	-34.8
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
营业费用	-211.2	-271.6	-331.9	-400.2	-481.8	-587.1
%销售收入	10.1%	10.8%	12.2%	12.1%	12.0%	11.8%
管理费用	-90.6	-110.2	-138.0	-165.4	-200.8	-248.8
%销售收入	4.3%	4.4%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	395.4	340.3	339.3	432.1	542.9	679.9
%销售收入	18.8%	13.6%	12.5%	13.1%	13.5%	13.7%
财务费用	-39.8	-47.7	-62.1	-59.8	-39.4	-48.9
%销售收入	1.9%	1.9%	2.3%	1.8%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-3.6	-17.2	-7.2	-4.5	-0.4	-1.2
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	1.9	1.3	-1.6	1.0	1.0	1.0
%税前利润	0.5%	0.3%	n.a	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	353.9	276.8	268.4	368.8	504.1	630.8
营业利润率	16.8%	11.0%	9.9%	11.2%	12.6%	12.7%
营业外收支	38.9	94.6	65.7	55.0	30.0	30.0
税前利润	392.8	371.4	334.2	423.8	534.1	660.8
利润率	18.7%	14.8%	12.3%	12.8%	13.3%	13.3%
所得税	-57.0	-42.1	-54.0	-59.3	-74.8	-92.5
所得税率	14.5%	11.3%	16.1%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	335.7	329.3	280.2	364.5	459.3	568.3
少数股东损益	50.7	30.9	37.0	55.0	71.5	93.0
归属于母公司的净	285.0	298.4	243.2	309.5	387.8	475.4
净利率	13.6%	11.9%	9.0%	9.4%	9.7%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	336	329	0	364	459	568
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	139	183	0	220	244	273
非经营收益	42	44	0	27	12	22
营运资金变动	-169	-407	0	49	-131	-243
经营活动现金净流	349	149	0	660	584	621
资本开支	-322	-509	-1,278	-521	-679	-380
投资	-36	0	0	-1	0	0
其他	16	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-343	-509	-1,278	-521	-678	-379
股权募资	0	805	11	792	-87	0
债权募资	516	7	996	-964	341	-46
其他	-455	-127	-112	-51	-89	-99
筹资活动现金净流	61	684	894	-223	165	-146
现金净流量	66	324	-384	-84	71	96

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	167	492	415	331	402	498
应收款项	195	448	579	518	574	711
存货	477	623	755	753	908	1,126
其他流动资产	131	142	123	231	278	344
流动资产	971	1,705	1,871	1,832	2,162	2,679
%总资产	33.1%	42.3%	34.4%	31.9%	33.0%	37.2%
长期投资	38	40	38	39	38	38
固定资产	1,777	2,134	3,270	3,690	4,177	4,333
%总资产	60.6%	53.0%	60.0%	64.2%	63.8%	60.2%
无形资产	138	135	246	185	165	148
非流动资产	1,963	2,324	3,575	3,917	4,383	4,521
%总资产	66.9%	57.7%	65.6%	68.1%	67.0%	62.8%
资产总计	2,934	4,029	5,446	5,749	6,545	7,200
短期借款	602	857	1,446	24	365	317
应付款项	296	347	546	575	694	860
其他流动负债	33	6	-24	92	101	114
流动负债	930	1,210	1,968	690	1,159	1,291
长期贷款	429	180	87	87	87	88
其他长期负债	28	21	542	1,000	1,000	1,000
负债	1,386	1,411	2,597	1,777	2,246	2,379
普通股股东权益	1,447	2,485	2,675	3,743	3,998	4,428
少数股东权益	100	133	174	229	300	393
负债股东权益合计	2,934	4,029	5,446	5,749	6,545	7,200

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.931	0.905	0.738	0.939	1.177	1.442
每股净资产	4.728	7.538	8.116	10.597	11.319	12.535
每股经营现金净流	1.140	0.451	0.948	1.870	1.654	1.757
每股股利	0.130	0.150	0.150	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	19.70%	12.01%	9.09%	8.27%	9.70%	10.74%
总资产收益率	9.71%	7.41%	4.47%	5.38%	5.93%	6.60%
投入资本收益率	13.11%	8.26%	5.83%	7.31%	8.12%	9.39%
增长率						
主营业务收入增长率	24.59%	19.27%	8.30%	21.88%	21.40%	23.90%
EBIT增长率	23.34%	-13.94%	-0.29%	27.35%	25.64%	25.22%
净利润增长率	35.59%	4.71%	-18.51%	27.26%	25.32%	22.57%
总资产增长率	25.33%	37.33%	35.18%	5.57%	13.83%	10.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	22.3	41.9	62.1	50.0	45.0	45.0
存货周转天数	116.3	113.5	133.4	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	47.1	46.8	66.7	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	283.5	257.2	283.5	245.8	228.6	188.6
偿债能力						
净负债/股东权益	55.75%	20.80%	56.80%	19.64%	24.43%	18.83%
EBIT利息保障倍数	9.9	7.1	5.5	7.2	13.8	13.9
资产负债率	47.26%	35.02%	47.69%	30.91%	34.32%	33.05%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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	0	0	1
增持	0	1	3	3	8
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

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 2011-12-26	增持	29.39	N/A
2 2012-03-12	增持	29.48	39.20 ~ 39.20
3 2012-03-16	增持	30.68	N/A
4 2012-04-08	增持	27.49	39.20 ~ 39.20
5 2012-04-23	增持	27.08	39.20 ~ 39.20
6 2012-08-15	买入	21.79	31.40 ~ 31.40
7 2012-09-16	买入	21.19	N/A
8 2012-10-25	增持	18.33	23.50 ~ 23.50

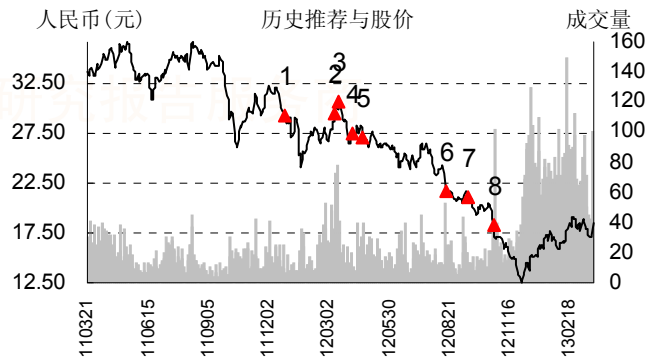
来源：国金证券研究所

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net