

安琪酵母（600298）半年报点评：

## 基本面未见好转，下半年经营压力较大

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年7月22日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

## 事件：

公司发布 2013 年中报，报告期内公司实现营业收入 139883.68 万元，较上年同期增长 0.64%；归属于母公司的净利润 9751.66 万元，较上年同期下降 38.60%；每股收益 0.296 元，同比下降 38.60%；扣除非经常性损益后每股收益 0.260 元，同比下降 39.25%。归属于公司普通股股东加权平均净资产收益率为 3.60%。

## 点评：

1、需求萎缩，库存积压，现金流持续恶化，公司下半年经营压力较大。受到国内外经济疲软、上半年人民币升值导致出口利润率下降等因素的影响，上半年公司营业收入仅同比增长 0.64%，其中内销收入下降 0.75%，而出口收入略增 2.98%，不过中东北非等公司产品主要出口地区的政局依旧动荡不安可能在下半年对出口业务产生不利影响。而且由于动销不畅上半年公司库存商品账面余额达到 3.51 亿元，比年初大幅增长了 53.25%，再加上本期政府补助偏少且新项目建成后公司采购原材料比年初增长 14.65%，所以上半年公司经营性现金流为负。此外，根据 2013 年上半年国内外经济环境及自身的经营状况，公司将 2013 年的经营目标由之前的主营业务收入力争 33 亿元下调为确保实现 31 亿元的年度收入目标，不过鉴于基本面尚未好转，公司产品动销不畅，预计公司下半年依旧存在较大的经营压力。

2、三费大幅上涨抵销毛利率回升，新建项目转固后可能拖累净利润。酵母的主要原材料为糖蜜，糖蜜在酵母总成本中的占比为 40%左右，2012 年以来糖蜜价格下行对缓解酵母行业的成本压力作用巨大，2013 年上半年公司毛利率 31.74%，同比增加 1.11 个百分点。但是这些年来公司三费却呈现出持续大幅增加的态势，2013 年上半年公司三费占比却达到 22.44%，同比增加 5.32 个百分点，三费大幅上涨吞噬了毛利率回升的利好并导致公司净利率明显下降。此外，随着上半年埃及工厂、德宏工厂相继投产，公司又新增 35000 吨干酵母产能，而柳州酵母抽提物工厂的建成投产，也使得公司一跃成为全球规模最大的酵母抽提物供应商，但是由于需求萎缩、动销不畅，公司新产能投产后未必能大幅增加公司的利润，反而产能建成转固所带来的折旧增加和资本化利息减少却将在短期内拖累公司的业绩表现。

3、给予公司“持有”评级。经过测算，我们预测公司 2013—2015 年的业绩分别为 0.59 元、0.64 元、0.73 元，对应 PE 分别为 26X、23X、20X，单从市盈率角度看，目前公司估值水



联讯证券

平并不高。考虑到公司产品动销不畅，行业基本面未见好转，原总经理辞职的影响可能需要一段时间来消化，所以我们暂时给予公司“持有”的投资评级，预测未来6个月公司合理股价为14.6元。

**4、主要风险提示：**1、糖蜜价格大幅上涨；2、需求大幅萎缩；3、食品安全问题。

**图表1 公司盈利预测（万元）**

	2011年A	2012年A	2013年E	2014年E	2015年E
营业收入	250578.5	271366.3	276793.6	301705.1	346960.8
增速	19.27%	8.30%	2.00%	9.00%	15.00%
营业成本	176778.5	188529.8	188950	205955.5	236848.8
毛利率	29.45%	30.53%	31.74%	31.74%	31.74%
销售费用	27163.94	33193.18	35440.57	38630.22	44424.75
管理费用	11016.84	13801.62	17766.05	19365	22269.74
财务费用	4767.34	6209.45	8951.134	9756.736	11220.25
营业利润	27678.05	26842.68	23142.87	25225.72	29009.58
利润总额	37135.11	33417.17	26061.77	28407.33	32668.43
所得税	4206.61	5396.642	2783.201	3033.689	3488.743
归属母公司净利润	29842.05	24318.62	19296.03	21032.67	24187.57
增速	4.71%	-18.51%	-20.65%	9.00%	15.00%
EPS（元）	0.91	0.74	0.59	0.64	0.73

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确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。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。