



辞旧迎新 12 年将迎利润率拐点

安琪酵母 (600298)

公司公告 2011 年报

2011 年公司实现营业收入 25.1 亿，同比增长 19.3%；实现营业利润 2.8 亿，下降 21.8%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.98 亿，同比增长 4.7%；基本每股收益 0.95 元，摊薄每股收益 0.91 元，基本符合预期。

国内销售受益深加工产品 海外销售不理想

11 年国内销售同比增长 27.7%，我们估计传统酵母增长不到 15%，主要收入增长来自于小包装酵母、YE、保健品和动物饲料等深加工产品，估计这些产品的收入增长率都在 30% 以上。海外收入同比增长仅 6.3%，为 8.6 亿，低于预期，主要出口区中东北非的政局动荡、人民币升值、欧洲经济衰退是造成出口乏力的主要原因。另外，公司应收账款占资产比重达到 10.3% 的高水平，原因是放宽信用政策扩大了销售规模，进而导致坏账计提增加、经营性现金流下降。

成本上涨侵蚀毛利率 今年毛利率有望大幅回升

公司去年毛利率仅 29.45%，同比下降 4.3 个百分点。其中国内毛利率 37.3%，降 4.4 个百分点；出口毛利率 14.7%，降 6.5 个百分点。毛利率下降主要原因是原材料糖蜜价格高企、人工和能源成本上涨、人民币升值。目前，主要原材料糖蜜价格在 900-950 元/吨之间，我们估计公司目前已完成原材料采购总量的 50% 以上，平均采购价约 900 元/吨，比去年的平均采购价下降约 25%。成本下降的确定性和幅度进一步清晰，今年毛利率有望大幅回升。对于未来糖蜜价格走势，我们认为 12 年国内糖蜜市场供大于求的态势不会改变，即使价格反弹，重回千元以上的概率也非常小，更可能是维持在 850-950 元/吨的价格区间。

放眼国际定位龙头 “十二五” 争取 60 亿

公司讨论了“十二五”发展规划，要扩大酵母生产规模、加大海外扩张、持续发展酵母抽提物、保健品、动物饲料等新兴产业，将目标定位为做全球最大的干酵母供应商和酵母抽提物供应商、全国知名的特种酶制剂供应和技术服务商，2015 年收入突破 50 亿，争取 60 亿，按 50 亿算 11-15 年 CAGR19%。公司依托传统酵母业务并纵向延伸的发展思路清晰可见，其中对 YE 业务最为重视。与“十二五”发展战略相对应，今年公司将有大量产能投放，其中埃及项目 6 月可试产，估计全年贡献 6000 吨产量；柳州 2 万吨酵母生产线项目预计 10 月底投产；崇左、伊犁 YE 产能改造项目，改造后产能可提高 3000 吨；产业园的三个项目预计在二季度投产。综上所述，我们估计酵母全年新增产量约 1 万吨，同比增长约 10%；YE 新增产量约 1 万吨，同比增长 30%-50%。

维持

买入

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn

010-85130307

执业证书编号：S1440510120024

发布日期：2012 年 3 月 12 日

当前股价：28.96 元

目标价格 6 个月：35 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	5.40/2.49	-10.82/-15.35	-19.30/-1.14
12 月最高/最低价 (元)			37.78/23.71
总股本 (万股)			32963.24
流通 A 股 (万股)			27140.00
总市值 (亿元)			95.92
流通市值 (亿元)			78.98
近 3 月日均成交量 (万)			184.21
主要股东			
湖北安琪生物集团有限公司			39.37%

股价表现



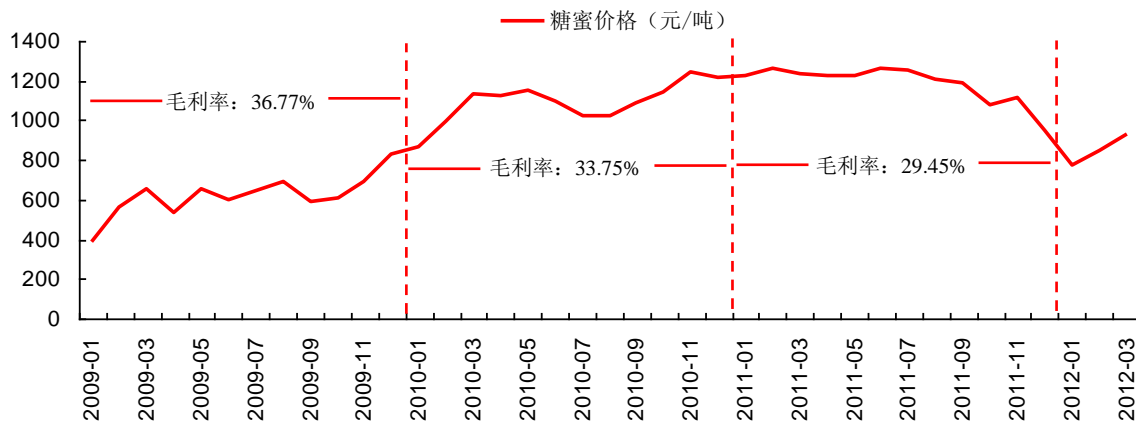
相关研究报告

12.02.02	成本下降将成业绩增长主动力
11.10.17	四季度或将显现毛利率拐点
11.07.18	下半年经营情况会好转

盈利预测：

公司提出 2012 年收入计划为 30 亿，同比增长 20%。基于埃及、柳州、产业园等项目的预期达产进度，以及公司可能的涨价预期，我们认为公司 12 年收入总额将超过 30 亿，毛利率有望回到 2010 年 34% 的水平。预测 12-14 年 EPS 为 1.42、1.85、2.22 元，对应 P/E 为 20、16、13 倍，维持“买入”评级，目标价 35 元。

图：糖蜜价格走势（元/吨）



资料来源：公开资料，中信建投研发部

预测和比率

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万）	2505.78	3096.66	3992.50	4726.22
营业收入增长率	19.27%	23.58%	28.93%	18.38%
EBITDA（百万）	371.35	802.23	1041.30	1255.09
EBITDA 增长率	-29.74%	116.03%	29.80%	20.53%
净利润（百万）	298.42	468.69	610.56	732.91
净利润增长率	4.71%	57.06%	30.27%	20.04%
ROE	12.58%	13.35%	14.91%	15.39%
EPS（元）	0.91	1.42	1.85	2.22
P/E	39.73	20.37	15.64	13.03
P/B	4.77	2.54	2.21	1.91
EV/EBITDA	33.81	10.99	9.35	7.03



分析师介绍

黄付生：经济学博士，曾在哥伦比亚大学商学院进修。首席食品饮料、农林牧渔行业分析师，2年宏观策略、4年行业公司研究经验。2010年、2011年入围《新财富》食品饮料行业最佳分析师。

报告贡献人

吕昌 010-85136328 lvchang@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚莘 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010