

**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

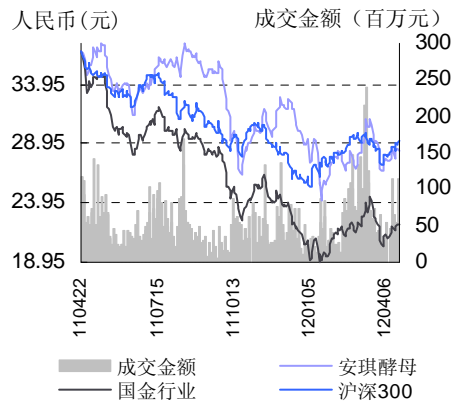
市价(人民币): 28.36元  
 目标(人民币): 39.20元

**毛利率环比提升, 收入增速将逐季恢复**

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)	271.40
总市值(百万元)	9,348.37
年内股价最高最低(元)	37.41/24.09
沪深 300 指数	2901.22
上证指数	2612.19



**公司基本情况(人民币)**

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.931	0.905	1.398	1.802	2.130
每股净资产(元)	4.73	7.54	10.48	11.78	13.64
每股经营性现金流(元)	1.14	0.45	2.29	1.86	2.32
市盈率(倍)	47.55	39.84	20.29	15.74	13.32
行业优化市盈率(倍)	132.98	102.88	102.88	102.88	102.88
净利润增长率(%)	35.59%	4.71%	54.42%	28.86%	18.22%
净资产收益率(%)	19.70%	12.01%	12.45%	14.27%	14.57%
总股本(百万股)	306.05	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 2012 年一季度实现归属于股东净利润 7145.96 万元, EPS 0.217 元, 净利润同比下降-16.09%。一季度, 公司实现收入 6.70 亿, 同比增长 8.43%。

**经营分析**

- **1 季度毛利率环比提升 5.3 个百分点, 2 季度会继续提升:** 公司一季度糖蜜平均成本有所下降, 我们估计下降幅度在 150-200 元/吨, 使得公司一季度毛利率环比提升 5.3 个百分点至 30.90%。我们认为公司 2 季度环比会继续上升的原因有两个, 一是公司糖蜜采购均价在采购期是逐步下降的过程, 二是公司 1 月份结转了去年 1250/吨的高价糖蜜, 2、3 月份才开始使用新榨季所采购的糖蜜, 基于这两个原因, 预计公司 2 季度毛利率会继续环比上升 2-3 个点。
- **1 季度收入增长慢主要因出口乏力, 3 月份出口同比增长开始恢复:** 1 季度收入增长 8.43%, 国内来看, 由于今年春节提前, 经销商在去年 12 月份备货增加, 影响了一部分一季度的收入, 但由于国内需求较稳, 公司国内收入增长预计仍在 15%左右; 影响国内增长的主要还是出口, 1-2 月份公司的出口没有明显增长, 但 3 月份同比增长开始恢复到两位数左右的水平, 预计出口会进一步延续回升趋势, 理由有二, 一是公司海外渠道广度的开拓在一季度进一步发力, 二是海外渠道深度挖掘的效果将继续显现。
- **未来衍生品是收入增长动力, 食品安全监管加强使对公司产品收入增速有进一步支撑:** 我们预计未来收入增长环比将稳步上升, 使全年收入完成 30-32 亿的目标; 国内提升的主要动力是 2 季度衍生品的投产, 以及衍生品持续旺销对产能的消化, 出口恢复的主要逻辑是去年的出口冲击多为一次性原因, 今年出口恢复将在销售网络加强的支撑下向正常增速靠拢。

**盈利调整**

■ 我们维持公司 2012E/2013E 实现净利润 4.61 亿 5.94 亿的盈利预测, 对应每股收益为 1.398 元和 1.802 元。

**投资建议**

■ 维持买入评级, 目前股价对应 20.29x12PE/15.74x13PE, 目标价 39.2 元, 对应 28.04x12PE 和 21.76x13PE。

**相关报告**

1. 《民用品占比提升迅速;酵母衍生品形成趋势》, 2012.4.8
2. 《糖蜜采购趋于尾声,成本弹性进一步确定》, 2012.3.16
3. 《2011 为业绩低点,2012 看酵母衍生品》, 2012.3.12

**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** 联系人  
 (8621)61038276  
 xiaozhe@gjzq.com.cn

**钟凯锋** 联系人  
 (8621)60870959  
 zhongkf@gjzq.com.cn

**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
强买	0	3	13	14	18
买入	0	1	6	6	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.30	1.30	1.31

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 2011-08-08	买入	35.36	46.80 ~ 46.80
2 2011-10-17	买入	29.55	46.80 ~ 46.80
3 2011-12-01	买入	32.01	N/A
4 2011-12-26	买入	29.69	N/A
5 2012-03-12	买入	29.78	39.20 ~ 39.20
6 2012-03-16	买入	31.04	N/A
7 2012-04-08	买入	27.69	39.20 ~ 39.20

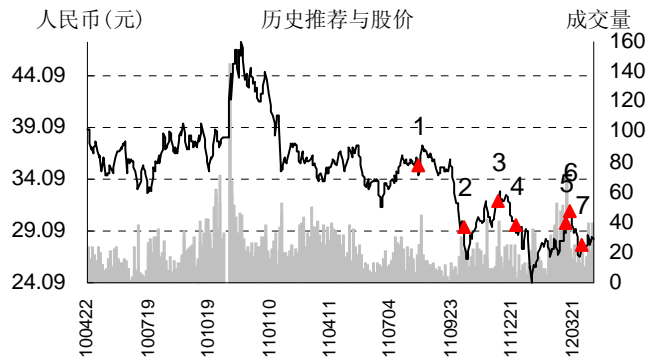
来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
 3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



**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：**

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

### 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	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B