

安琪酵母 (600298.SH)

调味发酵品行业

评级: **买入** 维持评级

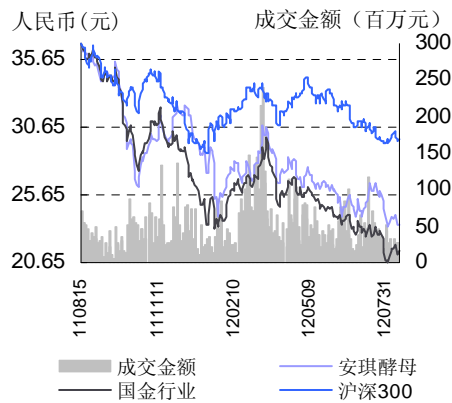
业绩点评

市价(人民币): 23.44元
 目标(人民币): 31.40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)	271.40
总市值(百万元)	77.27
年内股价最高最低(元)	36.76/23.35
沪深300指数	2357.02
上证指数	2142.53



相关报告

- 《毛利率环比提升,收入增速将逐季恢复》, 2012.4.23
- 《民用品占比提升迅速,酵母衍生品形成趋势》, 2012.4.8
- 《糖蜜采购趋于尾声,成本弹性进一步确定》, 2012.3.16

赵晓媛 联系人
 (8621)61038227
 zhaoxiy@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

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	1.215	1.565	1.846
每股净资产(元)	4.73	7.54	10.31	11.39	12.98
每股经营性现金流(元)	1.14	0.45	2.08	1.63	2.05
市盈率(倍)	47.55	39.84	23.34	18.12	15.37
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%	34.22%	28.82%	17.90%
净资产收益率(%)	19.70%	12.01%	11.00%	12.82%	13.27%
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 年上半年实现归属于股东净利润 1.59 亿元, EPS 0.482 元, 净利润同比下降-8.58% (扣非后同比下降 3.81%)。上半年, 公司实现收入 13.90 亿, 同比增长 13.32%。

经营分析

- 国内外收入增长两重天, 受益国内美好行业格局, 国内上半年收入增长达到 **23.33%** 领先食品行业。上半年, 国内收入同比增长 23.33%, 出口同比下降 3.75%。对比行业内其他优秀食品公司平均 10-15% 的收入增速, 公司 23.33% 的增长颇具亮点。我们一直强调公司价值决定因素之一的“行业格局”在安琪酵母身上得到充分体现, 3 月份、5 月份酵母产品的两次提价充分说明了安琪酵母在国内的绝对龙头地位。同时, 公司的提价是由经销商向上反馈的, 反映公司优秀的产品力和品牌力所形成的价格拉力。从海外情况看, 由于中东、北非政局出现动荡, 以及全球经济减速使石油需求下降, 主力地区的增长不容乐观; 从欧美国家看, 欧洲难言见底美国难言恢复, 增量市场有限。海外极端冲击是压抑公司估值的主要因素。
- 海外竞争格局较差使公司只能以降价应对经济减速, 拖累公司酵母产品毛利率同比下降 **1.15% 至 31.6%**。公司上半年糖蜜平均成本有所下降, 我们估计下降幅度在 200 元/吨左右, 使得公司今年上半年毛利率环比去年下半年提升 3.3 个百分点至 30.60%。公司上半年毛利率的恢复低于我们预期, 主要因素是安琪在海外的竞争地位较差, 在经济下行的环境下只能靠降价来保障需求, 预计当前主力产品的出口价格比内销价格低 15-20%。
- 产品结构向内销切换使下半年的增长结构更好, 同时去年下半年收入和利润基数都较低, 预计同比数据显著好转, 而衍生品和 **B-C** 在 2013 年的发力将保障公司的长期增长。公司的全年收入目标为 30 亿, 出口占比继续下降 2.2 个百分点至 32.32%, 下半年收入增长动力进一步向国内靠拢。国内 2011 年下半年为收入低点, 今年上半年两次提价为下半年同比增长奠定了基础。同时, 预计安琪下半年毛利率持稳, 相对去年下半年的毛利率将有 3 个点以上的提升。长期看, B-C 业务和衍生品业务将在 2013 年进入集中发力期, 基于公司良好的产品力和公司各个业务在健康和食品安全角度的前瞻性, 公司的收入增长有长期保障。同时, 公司的龙头地位也有助于公司在长期范围内保持相对稳定的毛利率。

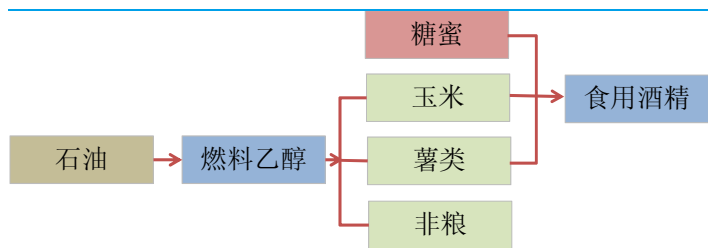
盈利调整和投资建议

■ 买入评级, 下调 12E/13E 预测至 1.215/1.565 元, 目标价 31.4 元。

公司基本要点的图形阐述:

一、主要原材料——糖蜜的定价机制

图表1: 以成本为核心的糖蜜价格定价机制



石油价格的上升带动燃料乙醇价格上升，生产燃料乙醇的主要材料是玉米、薯类和非粮原料，其中的玉米和薯类同时也是生产食用酒精的主要原料，燃料乙醇的价格上升带动各生产材料价格上涨，而玉米和薯类价格的上涨带动了食用酒精的价格上涨，从而拉动糖蜜价格上涨。

来源: 国金证券研究所

二、公司主要出口地区 (欧美不是出口的主要地区)

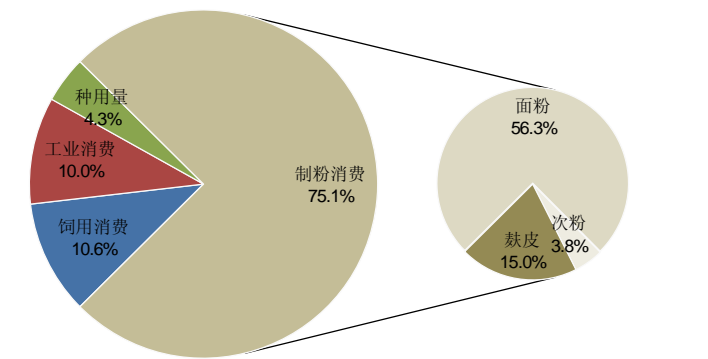
图表3: 中东北非地区 (浅黄色)



来源: 国金证券研究所

三、中国酵母需求情况: 仍有较大空间

图表5: 中国小麦消费结构 (2010, 总 1.08 亿吨)

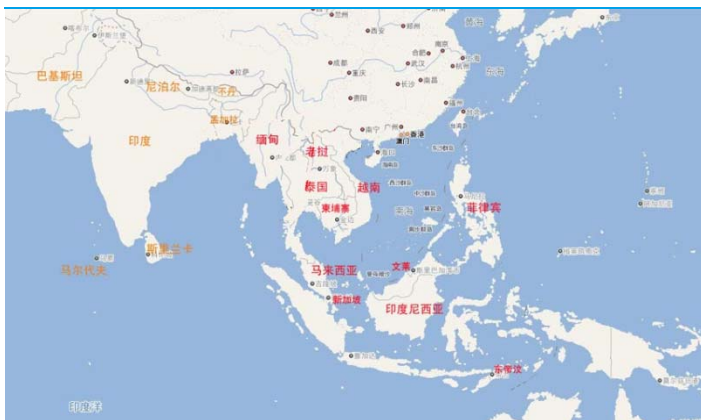


来源: 国家粮油信息中心, 国金证券研究所

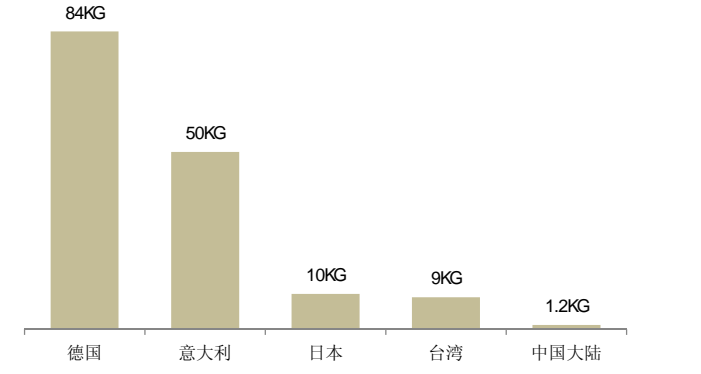
图表2: 各种原料生产食用酒精的理论盈亏额更新

项目	鲜木薯	木薯干片	甘蔗糖蜜	玉米
原料价格(元/吨)	530.0	1850.0	920.0	2212.2
原料单耗(吨)	7.0	2.8	5.0	3.0
原料成本(元/吨)	3710.0	5087.5	4600.0	6636.7
酒精加工费(元/吨)	908.3	911.4	862.5	1132.8
酒精生产成本(元/吨)	4618.3	5998.9	5462.5	7769.5
酒精市场价(元/吨)	6900.0	6900.0	6900.0	7100.0
盈亏额(元/吨)	2281.8	901.1	1437.5	(669.5)
副产品收益				1750.0
总体理论盈亏额(元/吨原料)	326.0	327.7	287.5	360.2

图表4: 东南亚 (红字) 和南亚 (黄字) 地区



图表6: 烘焙行业、糕点饼干和中式面点行业的增速



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	1	1	1	21
买入	0	0	2	2	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	1.00	1.50	1.57	1.37
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	增持	34.80	46.80 ~ 46.80
2 2011-10-17	增持	29.26	46.80 ~ 46.80
3 2011-12-01	增持	31.61	N/A
4 2011-12-26	增持	29.39	N/A
5 2012-03-12	增持	29.48	39.20 ~ 39.20
6 2012-03-16	增持	30.68	N/A
7 2012-04-08	增持	27.49	39.20 ~ 39.20
8 2012-04-23	增持	27.08	39.20 ~ 39.20

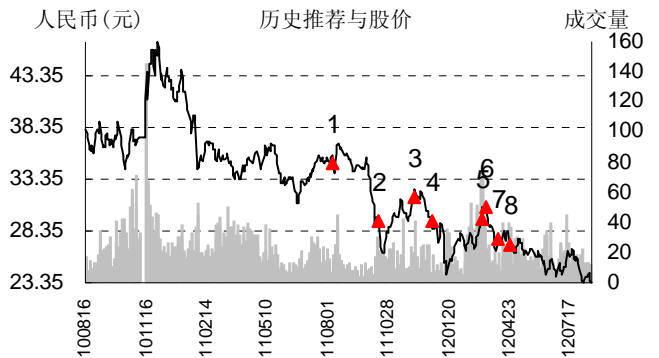
来源：国金证券研究所

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