

食品制造

安琪酵母 (600298.SH) / 18.89 元

需求低迷，仍需等待

事项

安琪酵母公布三季报，2012年1-9月实现营业收入19.57亿元，同比增长9.15%，归属上市公司净利润2.00亿元，同比下滑19.03%；其中，7-9月份实现收入5.67亿元，与去年持平，实现净利润0.41亿元，同比下滑44.59%。

主要观点

1. 消费需求平淡，国内外收入保持平稳。

三季度公司在国内国外的收入基本与去年持平，初步判断主要原因仍然是经济下滑需求低迷，整体的消费环境不佳，国内竞争加剧；公司在海外市场投入了大量人力，三季度暂时止住了下滑的势头，保持平稳，但竞争的加剧导致毛利率有所下降。

2. 利润下滑主要因为费用率大幅增加和政府补贴当期减少。

第三季度的利润下滑44.59%，一是由于销售费用同比增加约两千万，对于经销商的折扣和促销力度加大，同时新招的工作人员7月入职，人力方面的支出剧增；二是由于政府补贴当期减少约四千万，两方面的因素叠加在一起拖累利润增长。

3. 糖蜜今年依然保持低位。

从目前的情况来看，北方糖蜜价格略降，南方糖蜜目前报价在800元/吨，预计今年的价格600-800元/吨左右，仍然处于低位，预计明年成本端原材料价格的压力并不大。

4. 新产能延后，需求低迷仍需等待。

目前低迷的外围环境下，新产能的建设和投产继续延后，埃及项目仍然在建设中，年底有望投产，宜昌的生物产业园和柳州项目预计12月份投产，今年的折旧增加不多，主要会在明年，预计会增加五千万左右的折旧。

目前外围需求低迷，原有模式经过二十多年的发展到了一定瓶颈，公司转型的思路还在摸索中，内部仍需协调。我们预计2012E-2014E的EPS为1.06元、1.33元和1.81元，目前的股价表现已经在一定程度上体现了风险的释放，维持“推荐”评级。

风险提示

1. 国外政治环境动荡，需求持续低迷。
2. 转型成本过高。

附录：财务预测表

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

分析师助理：金凤
Tel: 010-66500878
Email: jinfeng@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	32963
流通A股/B股(万股)	29499/0
资产负债率(%)	29.2
每股净资产(元)	8.59
市盈率(倍)	26.22
市净率(倍)	3.22
12个月内最高/最低价	33.1/18.83

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《等待出口复苏》	2012-08-15
《突破自己，稳中求进》	2012-04-26
《毛利率有望回升》	2012-04-23
《期待2012业绩反转》	2012-03-12
《今年几成定局，明年业绩可期》	2011-10-17

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1705	2135	2775	3542
现金	492	1266	1814	2528
应收账款	415	224	266	302
其它应收款	17	23	20	20
预付账款	142	106	126	125
存货	623	503	534	554
其他	16	13	15	15
非流动资产	2324	2137	1977	1778
长期投资	40	26	35	34
固定资产	1765	2091	2392	2164
无形资产	99	105	108	108
其他	420	-85	-557	-528
资产总计	4029	4272	4752	5321
流动负债	1210	1091	1079	1129
短期借款	539	538	560	546
应付账款	235	198	217	217
其他	436	355	303	367
非流动负债	201	158	205	121
长期借款	180	136	182	99
其他	21	22	23	22
负债合计	1411	1249	1284	1251
少数股东权益	133	190	236	281
股本	330	330	330	330
资本公积金	1147	1147	1147	1147
留存收益	1018	1366	1764	2322
归属母公司股东权益	2485	2833	3232	3789
负债和股东权益	4029	4272	4752	5321

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	149	1036	539	803
净利润	329	405	483	642
折旧摊销	165	170	211	231
财务费用	48	42	22	1
投资损失	-1	-3	-2	-2
营运资金变动	-407	419	-149	-37
其它	15	4	-25	-31
投资活动现金流	-509	18	-23	-1
资本支出	509	0	-0	-0
长期投资	0	-14	9	-1
其他	1	4	-14	-2
筹资活动现金流	683	-281	31	-88
短期借款	-62	-1	22	-14
长期借款	-249	-44	45	-82
普通股增加	24	0	0	0
资本公积增加	768	0	0	0
其他	202	-236	-36	8
现金净增加额	324	773	548	714

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2506	2941	3518	4159
营业成本	1768	1943	2367	2793
营业税金及附加	16	18	21	26
营业费用	272	382	440	499
管理费用	110	162	193	208
财务费用	48	42	22	1
资产减值损失	17	9	10	12
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	1	3	2	2
营业利润	277	398	487	652
营业外收入	96	52	63	70
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	371	449	548	721
所得税	42	44	65	79
净利润	329	405	483	642
少数股东损益	31	57	46	45
归属母公司净利润	298	348	437	597
EBITDA	490	610	719	884
EPS (元)	0.91	1.06	1.33	1.81

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	19.3%	17.4%	19.6%	18.2%
营业利润	-21.8%	43.9%	22.2%	33.9%
归属母公司净利润	4.7%	16.7%	25.5%	36.6%
获利能力				
毛利率	29.5%	33.9%	32.7%	32.8%
净利率	11.9%	11.8%	12.4%	14.4%
ROE	12.0%	12.3%	13.5%	15.8%
ROIC	9.2%	15.8%	18.0%	25.3%
偿债能力				
资产负债率	35.0%	29.2%	27.0%	23.5%
净负债比率	73.49%	62.91%	68.85%	66.82%
流动比率	1.41	1.96	2.57	3.14
速动比率	0.89	1.49	2.08	2.65
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.71	0.78	0.83
应收帐款周转率	9	9	14	15
应付帐款周转率	7.80	8.98	11.40	12.88
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.06	1.33	1.81
每股经营现金	0.45	3.14	1.64	2.44
每股净资产	7.54	8.59	9.80	11.50
估值比率				
P/E	30.60	26.22	20.90	15.30
P/B	3.67	3.22	2.83	2.41
EV/EBITDA	20	16	14	11

食品饮料组分析师介绍

薛玉虎:

华创证券食品饮料行业（酒类）高级分析师，食品饮料小组组长。曾任国内知名酒业咨询公司北京副总监（高级咨询师），参与古井贡酒、洋河酒业、山西汾酒、五粮液、酒鬼酒等企业的市场规划及运作，专注于行业研究。

金凤:

华创证券食品饮料行业分析师。中央财经大学工商管理硕士，曾在原商业部国贸食品科学研究所工作 5 年，参与并独立负责过多起部级食品安全、食品工艺科研项目。

冀楠:

华创证券食品饮料行业助理分析师。南开大学世界经济学硕士。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京	杨晓昊	机构销售总监	010-66500808	yangxiaohao@hcqz.com
	刘玄	机构销售经理	010-66500807	liuxuan@hcqz.com
	石翌飞	机构销售经理	010-66500836	shizhaofei@hcqz.com
	翁波	机构销售经理	010-66500810	wengbo@hcqz.com
	赵翌帆	机构销售经理	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
	周琼	机构销售助理	010-66500838	zhou.vivian@yahoo.com
广深	李涛	机构销售总监	0755-82027736	litao@hcqz.com
	张娟	机构销售经理	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	孔令瑶	机构销售经理	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	宋唯瑛	机构销售经理	0755-83711905	songweiyi@hcqz.com
	汪丽燕	机构销售助理	0755-88283119	wangliyan@hcqz.com
	刁建楠	机构销售助理	0755-88283039	diaojiannan@hcqz.com
上海	魏媛红	机构销售总监	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	王维昌	机构销售经理	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	李茵茵	机构销售经理	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	吴丽平	机构销售经理	021-50581878	wuliping@hcqz.com
	晏宗飞	机构销售经理	021-50157561	yanzongfei@hcqz.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558