

投资评级：增持（调低评级）

当前价格(元)： 18.33

合理价格区间(元)： 18~20

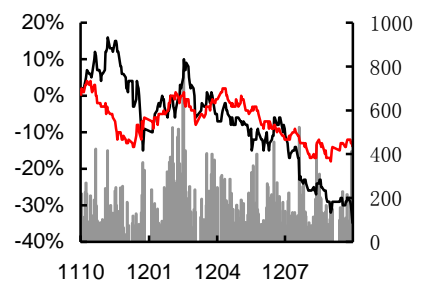
张芸 执业证书编号：S0570510120017
 研究员 025-83290884
 zylt4463@sina.com

逯海燕 执业证书编号：S0570512070063
 研究员 021-68498637
 luhuy@mail.htlhc.com.cn

相关研究

- 1 《安琪酵母(600298):收入回升、毛利率处低位》2012.08
- 2 《安琪酵母(600298)收入增速放缓、毛利率环比提升》2012.04
- 3 《安琪酵母(600298)原料高企拖累业绩、新产品发展提速》2012.03

股价走势图



■ 成交量 — 安琪酵母 — 沪深300

销售承压、毛利率低位

安琪酵母(600298)

投资要点：

◆ 2012年1-9月份，公司实现营业收入19.57亿元，同比增长9.13%；营业利润2个亿，同比下降11.11%；归属上市公司股东的净利润2个亿，同比下降19.12%；每股收益0.61元。其中，三季度收入5.67亿元，同比持平；归属上市公司股东的净利润4138万元，同比下降43.94%；每股收益0.13元。公司业绩低于预期，主要是出口持续低迷、销售费用增加、政府补贴减少。

◆ **出口低迷、国内市场承压。**三季度，公司营业收入同比基本持平，主要是出口依然没有好转。国外经济下行、政局动荡，影响了酵母的需求。公司产品受到一些低价杂牌酵母的冲击、人民币升值等，挤压了出口毛利率。同时，国内糖蜜价格略高于国外糖蜜，也在一定程度上削弱了公司的竞争力。受我国经济放缓影响，国内面用酵母市场也显现出疲软迹象，仅衍生产品（酵母味素、动物营养、烘焙原料等）继续保持较快增长。

◆ **毛利率同比基本持平、环比略有下降，销售费用率显著提升，营业外收入减少。**三季度，公司综合毛利率29.14%，同比基本持平，环比下降1.23个百分点，主要是人工、能源成本上升，以及部分产品价格折扣增加。三季度，销售费用8583万元，同比增加31.39%，可能是为新项目增加人员储备、加大市场开发力度所致。三季度营业外收入2529万元，同比下降49.43%，主要是政府补贴减少。

◆ **盈利预测与评级。**我们下调公司盈利预测，预计2012-2014年EPS分别为0.80、0.99和1.25元，目前股价对应2012-2014年PE分别为23X、19X和15X。国内糖蜜价格没有比较优势，出口竞争力削弱，国外市场需求下降，导致公司出口持续低迷；受国内经济放缓影响，国内面用酵母市场出现疲软迹象；公司下游B2C产品运作，还看不到起色；我们下调公司评级至增持。

◆ **风险提示：**食品安全；出口恢复低于预期。

公司基本资料

总股本(百万)	329.63
流通A股(百万)	294.99
52周内股价区间(元)	18.33-32.85
总市值(百万)	6,042.16
总资产(百万)	4,456.79
每股净资产(元)	7.86

经营预测指标与估值

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2506	2724	3170	3894
+/-%	19.3%	8.7%	16.4%	22.8%
净利润(百万)	298	264	325	412
+/-%	4.7%	-11.6%	23.2%	26.8%
EPS	0.91	0.80	0.99	1.25
PE	20.25	22.90	18.59	14.66

资料来源：公司公告

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度	单位：百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2014	2304	2720	3284
现金	849	1038	1259	1488
应收账款	167	179	213	268
其他应收账款	29	35	44	46
预付账款	98	109	137	182
存货	681	736	826	1004
其他流动资产	190	207	241	296
非流动资产	1843	1967	2014	1987
长期投资	0	0	0	0
固定资产投资	1642	1738	1761	1739
无形资产	112	122	133	144
其他非流动资产	89	108	120	104
资产总计	3858	4271	4734	5271
流动负债	666	882	977	1048
短期借款	50	200	200	200
应付账款	284	298	334	422
其他流动负债	332	384	443	426
非流动负债	429	329	329	329
长期借款	429	329	329	329
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1095	1210	1306	1377
少数股东权益	131	166	208	261
股本	330	330	330	330
资本公积	1285	1285	1285	1285
留存公积	1018	1281	1606	2018
归属母公司股	2632	2896	3220	3633
负债和股东权益	3858	4271	4734	5271

现金流量表

会计年度	单位：百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	466	494	525	482
净利润	329	298	367	466
折旧摊销	176	200	227	250
财务费用	48	31	31	29
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-73	-35	-100	-263
其他经营现金	-14	0	0	0
投资活动现金	-66	-324	-274	-223
资本支出	125	310	258	208
长期投资	-38	-0	0	0
其他投资现金	20	-14	-16	-15
筹资活动现金	281	19	-31	-29
短期借款	-552	150	0	0
长期借款	0	-100	0	0
普通股增加	24	0	0	0
资本公积增加	906	0	0	0
其他筹资现金	-96	-31	-31	-29
现金净增加额	682	189	220	230

利润表

会计年度	单位：百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2506	2724	3170	3894
营业成本	1768	1910	2207	2699
营业税金及附加	16	15	16	21
营业费用	272	327	374	452
管理费用	110	136	158	195
财务费用	48	31	31	29
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	277	304	384	497
营业外收入	96	40	40	40
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	371	343	422	535
所得税	42	45	55	70
净利润	329	298	367	466
少数股东损益	31	34	42	54
归属母公司净利润	298	264	325	412
EBITDA	501	535	641	776
EPS	0.91	0.80	0.99	1.25

主要财务比率

会计年度	单位：百万元			
	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	19.3%	8.7%	16.4%	22.8%
营业利润	-21.8%	9.9%	26.2%	29.5%
归属母公司净利润	4.7%	-11.6%	23.2%	26.8%
获利能力				
毛利率(%)	29.5%	29.9%	30.4%	30.7%
净利率(%)	11.9%	9.7%	10.3%	10.6%
ROE(%)	11.3%	9.1%	10.1%	11.3%
ROIC(%)	11.9%	11.4%	13.4%	15.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.4%	28.3%	27.6%	26.1%
净负债比率(%)	43.71%	43.67%	40.47%	38.39%
流动比率	3.02	2.61	2.78	3.13
速动比率	2.00	1.78	1.94	2.17
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.67	0.70	0.78
应收账款周转率	15	16	16	16
应付账款周转率	7.02	6.56	6.98	7.14
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.91	0.80	0.99	1.25
每股经营现金流(最)	1.41	1.50	1.59	1.46
每股净资产(最新摊)	7.98	8.78	9.77	11.02
估值比率				
PE	20.25	22.90	18.59	14.66
PB	4.51	4.10	3.69	3.27
EV_EBITDA	24	22	19	15

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

©版权所有 2012 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持 行业股票指数超越基准

中 性 行业股票指数基本与基准持平

减 持 行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入 股价超越基准 20%以上

增 持 股价超越基准 5%-20%

中 性 股价相对基准波动在-5%~5%之间

减 持 股价弱于基准 5%-20%

卖 出 股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000

电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034

电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码 518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120

电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501

电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn