

分析师: 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490210080002
联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

受困成本、停产拖累，焉能更坏否？

事件描述

安琪酵母 (600298.SH) 今日公布 2010 年三季报:

- 前三季度累计实现收入 15 亿，同比增 26%；单季度收入 5.14 亿，同比增 21.6%。
- 2010 榨季采购的高成本糖蜜对利润的影响集中体现，三季度单季毛利率同比下降 3.5 个百分点。

事件评论

第一， 停产检修和成本上涨影响当期业绩

- 三季度单季收入 5.14 亿，同比增长 21.6%；致使前三季度收入同比增速降至 26.3%。7 月份停产检修对公司收入影响较大：公司一般每 2 年例行检修一次，今年 7 月对主要产能进行检修，重启产能后调试约 20 天才达稳定，乃至影响了 7 月和 8 月两月的销售收入。（不过，另一方面也说明即使如安琪酵母这类工艺领先成熟的企业，也不能轻松应对发酵链条的生产稳定性，可见经验和行业竞争的重要性。）
- 2010 榨季高价采购的糖蜜开始较显著影响公司利润率。相比 2009 年糖蜜平均成本仅约 800 元，今年高价糖蜜（一度高达 1300 元/吨）致使糖蜜成本上涨约 20%。部分消化原材料储备后，三季度公司毛利受到的影响开始显著体现。单季度 32.6% 的毛利同比下降 3.5 个点；前三季度综合毛利 34.9%，同比下降 1.2 个点。据此，我们预计 4 季度毛利率将略高于三季度，全年毛利率在 34% 左右。
- 公司年内两次上调出口产品价格，同时调整产品结构以应对成本压力；但由于国内产品尚未提价，故综合毛利还是有明显下降。同时，单季度 32.6% 的毛利率水平已经接近 2007 年底和 2008 年初的低点；而彼时低成本的崇左产能尚未建成，可见本次糖蜜成本上涨之猛烈。我们推断，若行业性成本上涨再持续，公司提高国内产品价格将顺理成章。对于糖蜜成本倾向性判断见下文表述。
- 此外，实际所得税率的上调也成为影响当期业绩的主要因素之一：由于新疆和赤峰所得税优惠政策的到期，公司综合税率有较大幅度上涨。实际税率 14.3% 较同期上涨 8.8 个百分点。

第二， 期间费率压缩和少数股权减少对冲部分影响

- 期间费用率累计降低 2.3 个百分点；其中销售费用率降低 1.6 个百分点。同时，值得注意的是财务费用率为 1.8%，对应目前公司约 7 个亿的短债。
- 少数股东损益将至 17.6%，同比降近 10 个点。我们预期年内崇左 30% 少数股权将对应约 4000 万净利润，少数股东损益将继续下降至 11% 左右。

第三， 单月销售创纪录；味素和出口业务依然旺盛

- 我们必须强调，公司的收入下滑主要因为停产，而非增长动力丧失：9月份公司单月实现收入 2.3 亿多，创历史新高。预计 4 季度公司依然会开足马力，将三季度的影响弥补。
- 高糖酵母的出口业务、饲料和 YE 调味品（味素）业务的增量形势较好。同时，公司有技术优势的酿酒酵母、富硒的饲料酵母出口也都增长很快。期内公司出口业务销量增长了接近 40%，合计增长 30%。

第四， 新年度糖蜜采购开始

- 目前，2011 年度糖蜜采购已经展开。北方年签的糖蜜价格已经确定，相比上年增加了几十元，现在不到 900 元。南方糖蜜开始采购，目前看供应量可以保证，但价格仍需观察。
- 上年度有三个因素共同造成了国内糖蜜价格的大幅上涨：1) 泰国、印度蔗糖减产，导致对中国糖蜜的进口需求大增；2) 国内蔗糖减产，总供应量减少；3) 干旱对市场价格的推动。目前看，印度 2010/2011 榨季的丰产有较大可能；泰国目前的预测是至少持平。同时，国内下榨季虽增产幅度不大，但应会高于今年产量。

第五， 期内公司经营的主要动向

- 收购上游糖厂

报告期内，公司收购了伊力特糖厂的 50% 股权；这是公司史上第一次收购上游甘蔗压榨业务，虽然该产能年产 30 万吨甜菜压榨能力、1.5 万吨糖蜜供应能力有限，但反映了公司对原材料资源的重视和对资源获取稳定性的经营性尝试。竞争对手英联马力本身即是欧洲最大的蔗糖供应商；其在国内设厂也多采取“酵母+糖厂”的一体化模式。我们认为，对糖厂-酵母联营模式的探索，对公司终将面对的成本问题意义重大。

- 调味品向餐饮渠道进军

近期调研中了解，公司已经成立专门的味素下属事业部，从事餐饮渠道的市场拓展。目前，YE 调味品还是以大客户（比如双汇、统一、康师傅等）为主，渠道集中于食品加工企业。但从加隆食品的招股说明书我们亦可得知，比食品加工企业空间更广阔的是餐饮渠道，大约占据调味品需求的 70% 份额。公司自己也认为这一市场的开拓稍显滞后，但广阔的空间和复合调味品的旺盛需求使得我们相信现在步入亦为时未晚。但不同渠道的经营方式或许差异明显，对此我们将密切跟踪。

第六， 盈利预测和投资建议

- 盈利预测

基于糖蜜成本上涨的略超预期，我们小幅修正了业绩预测：2010-2012 年 EPS 预计分别为 1.07 元，1.39 元和 1.80 元。2011 年的增长主要源于产能增量和产品结构调整，是否调整价格仍需跟踪。

- 投资建议

目前对公司的投资不确定性主要集中于两个方面：第一，对糖蜜价格的担忧；第二，对 2011 年增长来源的疑虑。

我们认为，根据现在确定的北方 900 元/吨，南方 1000 元/吨推断，2011 年糖蜜成本或上涨 5%；相比今年涨幅缓解。根据公司产能利用情况，可以看出行业的需求并没有恶化。那么，如果糖蜜成本上涨，行业性的提价或许会出现；如果糖蜜成本下降，对公司将是利好。

增长动能方面，崇左三期 1.5 万吨产能 11 月份将投产；其中有 8000 吨高毛利的味素产品。崇左产能的投产除带来 15% 的增量外，将改善产品结构，降低成本。同时，公司年内开始的调整产品结构措施亦将继续。我们认为，公司成长的空间、竞争力所在都没有弱化，所以如果季报的略低预期提供买入计划，向下建仓将是不错的选择。

附录：主要财务数据

资产负债表	2009Q1	2009H	2009Q3	2009A	2010Q1	2010H	2010Q3
货币资金(百万元)	87.45	104.42	66.38	88.9	57.03	147.35	112.21
应收票据(百万元)	4.64	4.28	4.89	5.52	6.74	10.16	16.24
应收账款(百万元)	92.62	90.06	102.65	96.7	143.52	162.91	184.36
存货(百万元)	411.67	409.54	411.98	410.33	504.74	524.65	509.78
固定资产(百万元)	1,378.33	1,456.79	1,461.03	1,491.95	1,479.06	1,477.64	1511.16
在建工程(百万元)	105.69	50.21	54.52	66.06	109.92	186.06	317.78
短期借款(百万元)	220.01	220.73	360	473	439.77	613	729
预收款项(百万元)	26.86	24.95	24.17	29.56	27.28	39.8	34.35

利润表(单季)	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2009P3	2010P3
营业收入(百万元)	347.44	418.79	422.9	497.2	467.05	520.37	514.4	1,189.13	1501.82
同比					34.4%	24.3%	21.6%		26.3%
营业成本(百万元)	229.6	259.93	270.34	306.4	300.85	330.35	346.84	759.87	978.03
同比					31.0%	27.1%	28.3%		28.7%
综合毛利率(%)	33.9%	37.9%	36.1%	38.4%	35.6%	36.5%	32.6%	36.1%	34.9%
营业税金及附加(百万元)	1.57	2.77	2.78	4.46	2.35	5.28	2.51	7.12	10.15
销售费用(百万元)	43.74	46.47	46.76	62.92	43.92	50.9	53.86	136.98	148.68
销售费用率	12.6%	11.1%	11.1%	12.7%	9.4%	9.8%	10.5%	11.5%	9.9%
管理费用(百万元)	17.49	17.6	19.93	32.96	19.33	20.09	21.32	55.03	60.75
管理费用率	5.0%	4.2%	4.7%	6.6%	4.1%	3.9%	4.1%	4.6%	4.0%
财务费用(百万元)	9.61	4.56	9.33	5.14	9.75	7.12	10.63	23.49	27.51
财务费用率	2.8%	1.1%	2.2%	1.0%	2.1%	1.4%	2.1%	2.0%	1.8%
营业利润(百万元)	46.59	90.38	72.91	81.62	88.6	107.23	77.15	209.88	272.98
营业外收入(百万元)	0.75	6.53	9.5	2.69	1.76	7.71	9.71	16.78	19.19
利润总额(百万元)	47.32	96.88	82.18	84.03	90.33	114.58	86.65	226.38	291.56
所得税(百万元)	1.06	5.38	6	-1.34	12.53	14.67	14.44	12.44	41.63
实际所得税率	2.2%	5.6%	7.3%	-1.6%	13.9%	12.8%	16.7%	5.5%	14.3%
净利润(百万元)	46.25	91.51	76.18	85.37	77.81	99.91	72.21	213.94	249.93
少数股东损益(百万元)	15.23	21.28	22.14	30.47	22.84	17.61	3.46	58.65	43.91
少数股东损益占比	32.9%	23.3%	29.1%	35.7%	29.4%	17.6%	4.8%	27.4%	17.6%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	31.02	70.22	54.04	54.91	54.97	82.3	68.75	155.29	206.02
同比					77.2%	17.2%	27.2%		32.7%
净利率	8.9%	16.8%	12.8%	11.0%	11.8%	15.8%	13.4%	13.1%	13.7%

财务报表及指标预测

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E

营业收入	1686	2103	2668	3151	货币资金	89	210	267	315
营业成本	1066	1386	1722	2034	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	620	717	946	1116	应收账款	131	173	220	259
% 营业收入	36.8%	34.1%	35.5%	35.4%	存货	410	534	663	783
营业税金及附加	12	14	18	22	预付账款	44	55	68	81
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	200	221	307	315	流动资产合计	680	978	1225	1447
% 营业收入	11.9%	10.5%	11.5%	10.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	88	84	107	126	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	29	24	23	10	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.1%	0.8%	0.3%	固定资产合计	769	1017	1216	1262
资产减值损失	6	3	3	3	无形资产	86	82	78	74
公允价值变动收益	-1	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	6	0	0	0	递延所得税资产	14	0	0	0
营业利润	291	372	489	641	其他非流动资产	792	792	792	792
% 营业收入	17.3%	17.7%	18.3%	20.3%	资产总计	2341	2870	3311	3576
营业外收支	19	20	20	20	短期贷款	490	587	458	55
利润总额	310	392	509	661	应付款项	487	581	721	852
% 营业收入	18.4%	18.6%	19.1%	21.0%	预收账款	30	32	40	47
所得税费用	11	59	76	99	应付职工薪酬	41	41	51	60
净利润	299	333	433	562	应交税费	14	44	57	72
归属于母公司所有者 的净利润	210.2	289.7	376.6	488.9	其他流动负债	66	84	106	123
少数股东损益	89	43	56	73	流动负债合计	1128	1368	1433	1210
EPS (元/股)	0.77	1.07	1.39	1.80	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	249	513	691	867	其他非流动负债	16	16	16	16
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	1144	1384	1449	1226
收回现金					归属于母公司	1041	1287	1607	2022
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	156	199	255	328
固定资产投资	-266	-421	-427	-332	股东权益	1197	1486	1862	2351
其他	5	0	0	0	负债及股东权益	2341	2870	3311	3576
投资活动现金流净额	-261	-421	-427	-332	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.774	1.068	1.388	1.801
银行贷款增加(减少)	-178	97	-128	-403	BVPS	3.36	4.16	5.25	6.61
筹资成本	91	-67	-79	-84	PE	41.63	30.20	23.23	17.90
其他	145	0	0	0	PEG	1.28	0.93	0.71	0.55
筹资活动现金流净额	58	29	-208	-487	PB	9.59	7.76	6.14	4.87
现金净流量	45	121	57	48	EV/EBITDA	20.82	15.96	12.02	9.03
					ROE	20.2%	22.5%	23.4%	24.2%

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场
中性： 相对表现与市场持平
看淡： 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

推荐： 相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间
中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减持： 相对大盘涨幅小于 -5%
无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。
