

分析师: 乔洋 (8621) 68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007
 联系人: 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

风雨沐后 遥见空晴 -----安琪酵母 2011 中报点评

事件描述

安琪酵母 (600298.SH) 公布 2011 年中期财报: 上半年实现主营业务收入 12.3 亿, 同比增长 24%; 实现归属母公司净利润 1.73 亿, 同比增长 26%; 扣非经常性损益后归属母公司净利润 1.48 亿, 同比增 12.6%。实现 EPS0.57 元。

总体而言, 2011 年上半年加工环节的成本压力和出口方面、以及国内食品安全问题都构成了对公司经营的不利影响。因此, 对本分报表的解读, 我们着重分析主观和客观 (内生和外生) 原因, 剖析后续增长潜力。

事件评论

第一, 半年报增长低于预期; 收入和成本是主要原因

- 公司上半年实现净利润 1.73 亿, 同比增长 26%。但应当看到, 营业外收入同比增长 250%, 达 3300 万元; 其中政府补助占据较大份额。若扣除非经常性损益则净利润为 1.48 亿, 同比增长 12.6%。

表 1: 近年来政府补助增幅较大

	2008A	2009H	2009A	2010H	2011A	2011H
政府补助	724.81	637.4	1738.84	781.76	3768.35	3226.6
——同比增速			140%	23%	117%	313%
营业外收入	848.04	947.66	1947.3	947.66	4037.09	3359.66
营业外支出	220.96	5.24	56.58	39.15	144.74	119.24

资料来源: 长江证券研究部

- 少数股东损益的并表构成了净利润增长的另一个重要来源。根据过去崇左、新疆等子公司的盈利状况推断, 上半年由于少数股东损益并入带来的净利润约 1500 万元。扣除少数股东损益的影响, 公司上半年净利润增长在个位数 (约合 2.68%)。

表 2: 一季度 EPS 实际同比增长 14.88%

2011 年中报	2010 年中报	2010 年中报备	同口径同比增长
EPS	报表 EPS	考 EPS	(保守)
0.5676	0.4953	0.5528	2.68%

资料来源: 长江证券研究部 (注: 2010 年中报备考 EPS 为 (1.3727+0.3188)/3.06=0.5528)

- 2011 上半年公司实现主营业务收入 12.3 亿元, 同比增长 24%; 其中二季度实现 6.08 亿, 同比增长 17%。据此测算, 公司 6 月份应当实现销售收入 2.8 亿元左右。我们观察到, 公司传统的业绩分布是 1 季度最低,

二季度次高；本财务期间，二季度收入的低迷造成整体收入略低于年初规划，构成半年报低于预期的基础原因之一。

- 上半年总体毛利率 31.8%左右；其中，二季度毛利率略有下降，约 31.7%左右。相比 2010 年中期，毛利率下降了 4 个多百分点，同收口径测算影响毛利近 4000 万。

表 3: 主要财务数据汇总

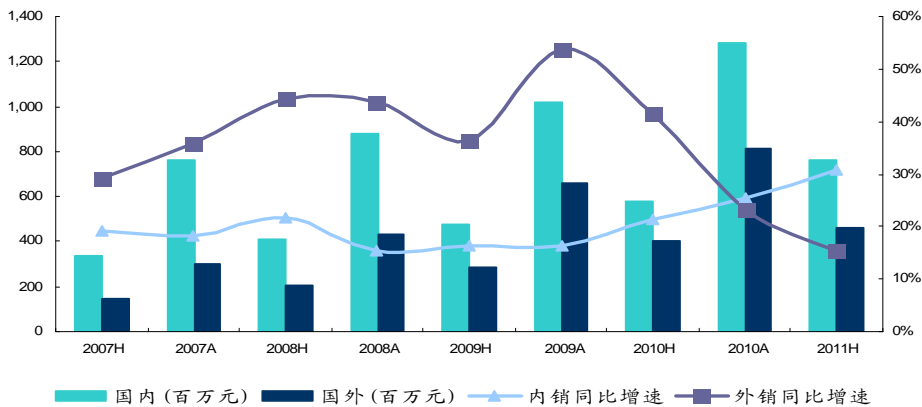
	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	3.47	4.19	4.23	4.97	4.67	5.20	5.14	5.99	6.18	6.08
毛利率	33.92%	37.93%	36.08%	38.38%	35.59%	36.52%	32.58%	30.94%	32.24%	31.42%
三项费用率	20.39%	16.39%	17.98%	20.32%	15.63%	15.01%	16.68%	17.47%	14.90%	16.66%
营业利润	0.47	0.90	0.73	0.82	0.89	1.07	0.77	0.81	1.03	0.77
营业外收支	0.01	0.07	0.09	0.03	0.02	0.08	0.10	0.20	0.03	0.30
利润总额	0.47	0.97	0.82	0.84	0.90	1.15	0.87	1.01	1.06	1.07
归属于母公司净利润	0.31	0.70	0.54	0.55	0.55	0.82	0.69	0.79	0.85	0.89
净利率	13.31%	21.85%	18.01%	17.17%	16.66%	19.20%	14.04%	14.32%	13.75%	14.63%
每股收益	0.11	0.26	0.20	0.20	0.20	0.29	0.22	0.26	0.28	0.29

资料来源：长江证券研究部

第二， 收入增长：国内仍可更好；国际需要调整

- 上半年 12.3 亿的收入增长中，国内销售 7.6 亿，同比增长 31%；出口销售 4.6 亿，同比增长 15%。国内销售增速在高基数上实现近年来的高增长，考虑到国内食品安全问题的影响，则这一增长速度还有向上空间。国内销售的快速增长是本财报的一大亮点。另一方面，出口增速从 2010 年中期之后快速下降，本年度仅有 15%左右，出口的增长成为公司需迫切需要重视的问题。

图 1: 南宁糖蜜现货价格已经呈现出高位回落的趋势

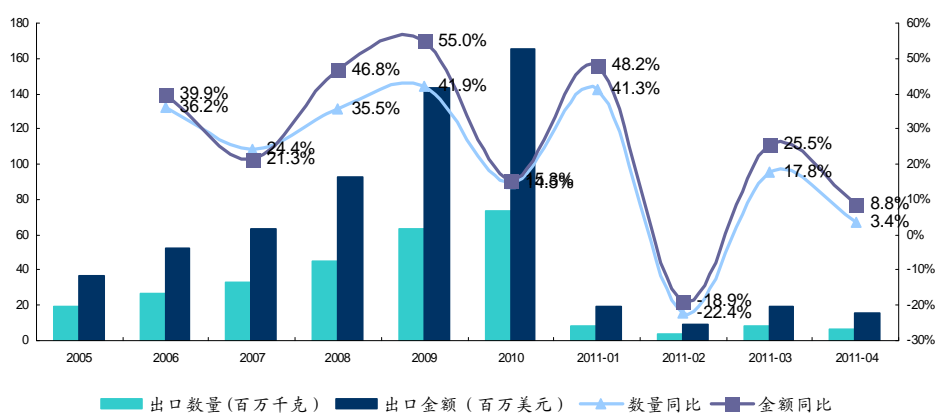


资料来源：长江证券研究部

- 内需方面，低糖酵母、YE 调味品、小包装产品均实现较快增长；而这三者的快速增长分表表明国内烘焙领域、调味领域和家庭领域的需求空间依然值得挖掘，这是公司增长的客观动力。需要一提的是，二季度国内食品安全问题带来部分区域流通渠道的产品下架、食品加工企业减少生产，对公司增长造成一定影响。这主要是由于公众对于酵母源产品认识不足造成的：实际上，安琪酵母的产品属于食品类（无需添加比例），其在健康性和安全性方面，同食品添加剂不属于同一概念。我们认为，食品安全问题是对于诸如安琪酵母之类的规范公司的最好宣传，需求的抑制更可能是需求的后移；甚至，由于消费者意识提升带来的替代性需求，将使后续增长动力更为充足。

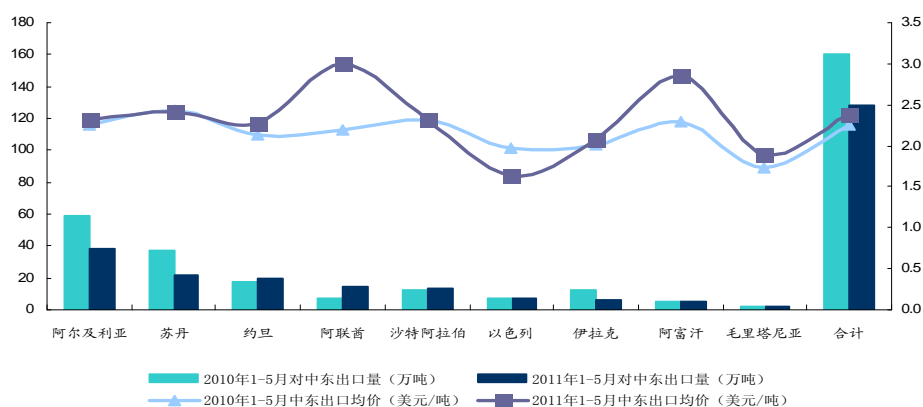
- 出口方面，饲料酵母和 YE 调味品的增长依然值得称道。但我们认为，出口增速 15% 所蕴含潜在原因应当重视，尤其是这种增速的下滑从 2010 年下半年即开始显现。概括而言，今年出口增速的影响可能有三方面的原因：1) 公司外销的基数持续提升，而过去所依赖的大经销商、大片区的渠道模式不能承载，这是内部原因、同时也是可以改进的。外销一直占据公司销售收入的 40% 左右，而整个外销队伍仅有 20 多人。反之，国内的销售队伍有 200 多人，销售收入占比 60%。公司已经意识到这个问题，并且着手进行外销队伍的建设。区域细化，人员增加，渠道完善和服务跟进将成为方向。2) 中东动荡影响显著。中东一直是公司出口的重要区域，比如也门这个国家，公司一年出口额有 7000 多万。今年以来阿拉伯国家的局势不稳，对公司产品的出口造成不利影响。不过，相比于第一条原因，我们认为酵母的基础性作用使得需求持续存在，所以这种外生性冲击应当只是暂时的。3) 汇兑损益的影响。2011 年中期人民币汇率较上年同期上涨 4.75%，意味着同收口径下汇兑损益影响收入（毛利）约 2000 万元。

图 2: 酵母出口量价及增速数据

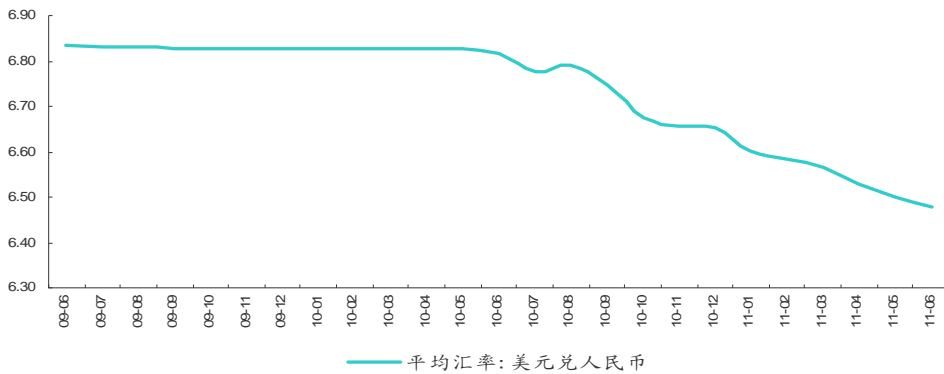


资料来源：长江证券研究

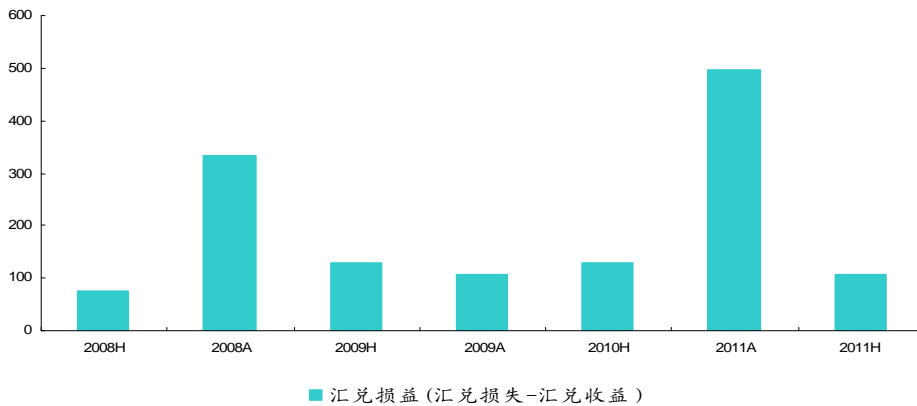
图 3: 今年 1-5 月份我国对中东地区酵母出口量减少约 4 成左右



资料来源：长江证券研究部

图 4：2011 年中期人民币汇率较上年同期上涨 4.75%


资料来源：长江证券研究部

图 5：公司所承担的汇兑损失近年来都在 100 万元以上


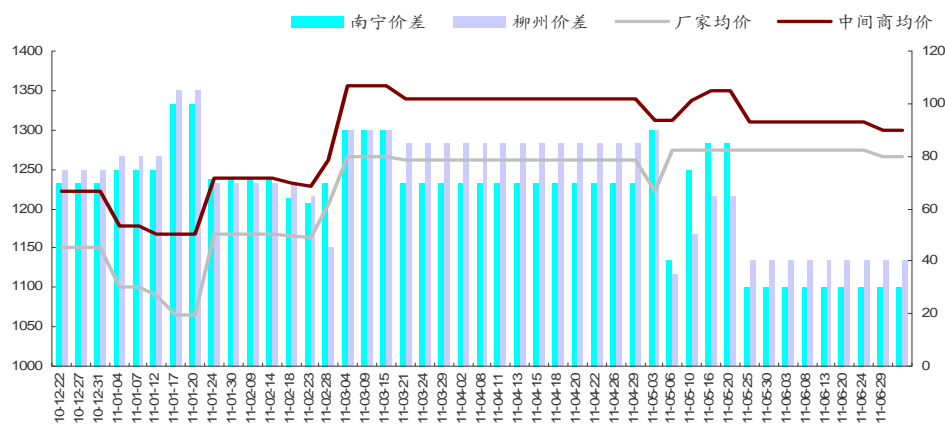
资料来源：长江证券研究部

- 概括而言，我们认为公司半年报的收入体现了国内的好和国际的忧。多产品趋势良好；内生性问题的改善将成为接下来的关注点。

第三，成本分析和弹性分析

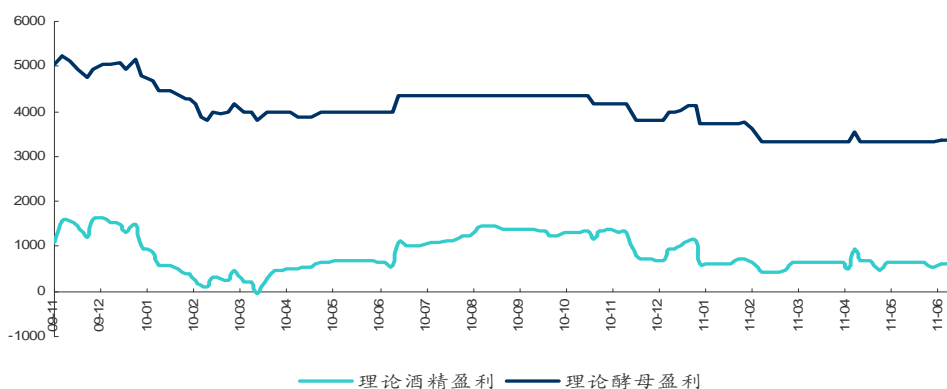
- 上半年约销售 6 万吨干酵母；每吨酵母的完全成本在 1 万 5 左右。其中，糖蜜成本约 6000 元/吨酵母，占比 40%。糖蜜成本是市场持续关注的问题，也是我们前期报告着重分析的问题。目前来看，由于甘蔗连续两年减产带来蔗糖种植意愿的加强、国外蔗糖丰产带来的糖蜜价格内外倒挂都将限制糖蜜价格的进一步上涨。据沟通，自 5 月份以来公司采购糖蜜价格已经回落 100 元/吨。而我们观察的厂商和中间商报价也略有回落，中间商报价的回落更能反映渠道预期。

图 6: 南宁糖蜜现货价格已经呈现出高位回落的趋势



资料来源: 长江证券研究部

图 7: 酵母和酒精理论盈利水平



资料来源: 长江证券研究部

- 作为原材料占比较高的产业之一, 若糖蜜价格回落将为公司的净利润提升带来较明显弹性。我们针对糖蜜价格的下行进行了毛利率和净利润的敏感性测算, 供投资者参考。

表 4: 糖蜜价格回落和毛利率净利率敏感性测算

糖蜜价格回落幅度	5%	10%	15%	20%	25%	30%
△糖蜜价格对应的△毛利率	3.37%	6.74%	10.12%	13.49%	16.86%	20.23%
△糖蜜价格对应的△净利率	2.53%	5.06%	7.59%	10.12%	12.65%	15.17%

资料来源: 长江证券研究部

第四, 员工工资分析; 费用率分析; 现金流分析

- 报告期内公司支付给员工的现金增长 33%, 不过工资成本占总成本的比例仅约 10%左右, 公司现代化的生产使得劳动密集型产业特征较小。
- 报告期内, 公司三项费用率基本正常。财务费用率有较大比例提升, 主要用于原材料的采购。目前公司资产负债率 48%左右, 基本维持在 50%以下, 并无显著提升。不过, 在建工程同比有 40%的提升, 这将增加未来的转固后折旧。
- 期内经营性现金流同比大幅减少 150%左右, 主要源自资金紧张情况下公司加大对下游客户的信用支持所

致。与之匹配的是应收账款接近 100% 的大幅增长。

第五， 公司规划和产能梳理

- 随同半年报一同公告的还有云南设立合资公司投产干酵母项目。这是公司年内继柳州项目之后的又一产能投放公告。并且，我们观察到本次产能投放进度有下列特点：1) 项目地位于资源、政策优势区域，符合综合成本最低的行业趋势（参考我们《小酵母 大事业》深度报告对行业发展趋势分析）；2) 子公司合资方为制糖企业，符合资源掌控的杠杆；3) 合资方本身的糖蜜满产用于酒精生产，在此基础上成立酵母生产工厂，比较充分的体现酵母—糖蜜企业的机会成本和合作模式。
- 公司十二五规划，酵母产能达到 20 万吨，届时将可望成为全球第二大的酵母综合生产企业。我们将近期公司的产能增长做一梳理，供投资者参考。

表 5: 公司产能分类和投放进度

	2010A		2011E		
	酵母	调味品	酵母	调味品	饲料添加剂
宜昌本部	1.7	0.5	1.7	0.5	-
新疆伊犁	2	0.8	2	0.8	-
内蒙古赤峰	0.8	-	0.8	-	-
河南睢县	0.2	-	0.2	-	-
山东滨州	0.66	-	0.66	-	-
广西崇左	2	-	2.5	0.8	0.2
埃及	-	-	-	-	-
宜昌生物产业园	-	-	-	-	-
广西柳州	-	-	-	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-
合计	7.36	1.3	7.86	2.1	0.2
YoY (%)			6.79%	61.54%	100%

资料来源：长江证券研究部

续表 5: 公司产能分类和投放进度

	2012E					2013E				
	酵母	调味品	饲料添加剂	酶制剂	保健品	酵母	调味品	饲料添加剂	酶制剂	保健品
宜昌本部	1.7	0.5	-	-	-	1.7	0.5	-	-	-
新疆伊犁	2	0.8	-	-	-	2	0.8	-	-	-
内蒙古赤峰	0.8	-	-	-	-	0.8	-	-	-	-
河南睢县	0.2	-	-	-	-	0.2	-	-	-	-
山东滨州	0.66	-	-	-	-	0.66	-	-	-	-
广西崇左	2.5	0.8	0.2	-	-	2.5	0.8	0.2	-	-
埃及	1.5	-	-	-	-	1.5	-	-	-	-
宜昌生物产业园	-	1	0.8	0.5	产值 3-5 亿元	-	1	0.8	0.5	产值 3-5 亿元
广西柳州	2	-	-	-	-	2	-	-	-	-
云南德宏	-	-	-	-	-	2	-	-	-	-
合计	11.36	3.1	1	0.5	产值 3-5	13.36	3.1	1	0.5	产值 3-5

	亿元								亿元
YoY (%)	44.53%	47.62%	400%	100%	-	17.61%	-	-	-

资料来源：长江证券研究部

第六， 盈利预测和投资建议

- 由于以上的原因分析，我们认为今年公司实现年初 28 亿元的收入规划有一定难度。因此我们略微调整公司 2011 年的盈利预测，2012 年暂不做调整。预测 2011-2013 年公司 EPS（不摊薄）为 1.16 元、1.73 元和 2.04 元；摊薄（2400 万股新增）为 1.08 元、1.61 元和 1.89 元。
- 我们认为，通过收入方面的主观、客观分析，公司产品的市场在逐步打开，所应当加强的是国内外市场的销售配置。原材料方面，糖蜜价格下降的概率较大。产能储备和投放，新产能盈利能力都较强。这些将构成明年公司增长的动能。
- 我们认为中报基本反映可预见的期间内，公司的负面情形。后续改善的概率更大。我们维持对于行业 and 公司的看好，维持推荐评级。建议积极参与增发。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2101	2726	3630	4084	货币资金	167	273	363	408
营业成本	1392	1840	2359	2654	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	709	886	1270	1429	应收账款	179	204	271	305
% 营业收入	33.8%	32.5%	35.0%	35.0%	存货	477	700	897	1009
营业税金及附加	12	15	21	23	预付账款	131	73	94	105
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	211	275	381	429	流动资产合计	971	1263	1643	1849
% 营业收入	10.1%	10.1%	10.5%	10.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	91	109	145	163	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	38	38	38	38
财务费用	40	53	57	51	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.0%	1.6%	1.2%	固定资产合计	1806	2107	2396	2570
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	101	96	91	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	36	36	36	36
投资收益	2	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	354	433	666	763	其他非流动资产	-28	-28	-28	-28
% 营业收入	16.8%	15.9%	18.4%	18.7%	资产总计	2934	3512	4177	4552
营业外收支	39	45	30	30	短期贷款	602	762	786	474
利润总额	393	478	716	833	应付款项	251	286	367	413
% 营业收入	18.7%	17.5%	19.7%	20.4%	预收账款	31	27	36	41
所得税费用	57	69	107	117	应付职工薪酬	35	55	70	79
净利润	336	408	609	717	应交税费	-6	1	1	1
归属于母公司所有者 的净利润	285.0	355.9	530.0	625.1	其他流动负债	17	22	29	32
少数股东损益	51	53	79	92	流动负债合计	930	1154	1289	1041
EPS (元/股)	0.93	1.16	1.73	2.04	长期借款	429	429	429	429
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	28	28	28	28
					负债合计	1386	1610	1746	1497
					归属于母公司	1447	1749	2200	2731
					所有者权益				
					少数股东权益	100	153	232	323
					股东权益	1547	1902	2432	3055
					负债及股东权益	2934	3512	4177	4552
					基本指标				
						2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	349	479	640	842	EPS	0.931	1.163	1.732	2.043
取得投资收益	0	0	0	0	BVPS	4.73	5.72	7.19	8.92
收回现金					PE	5.06	4.05	2.72	2.31
长期股权投资	0	0	0	0	PEG	0.17	0.14	0.09	0.08
无形资产投资	0	0	0	0	PB	1.00	0.82	0.66	0.53
固定资产投资	-322	-427	-436	-341	EV/EBITDA	4.35	3.82	2.62	1.96
其他	-21	0	0	0	ROE	19.7%	20.3%	24.1%	22.9%
投资活动现金流净额	-343	-427	-436	-341					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	0	0	0	0					
银行贷款增加(减少)	516	161	23	-311					
筹资成本	107	-107	-137	-144					
其他	-560	0	0	0					
筹资活动现金流净额	63	54	-113	-455					
现金净流量	69	105	90	45					

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
鞠雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。