



酵母巨头完善海外布局，业绩持续增长

——安琪酵母（600298）深度报告

2015年11月16日

强烈推荐/维持

安琪酵母

深度报告

报告摘要：

- 国资背景的酵母巨头。**安琪酵母是全球第三大酵母生产企业，公司近几年通过不断的扩大生产规模，在产能方面已具备坐三望二的实力。安琪酵母的大股东为湖北安琪生物集团，是宜昌市国资委下属全资子公司，在目前国企改革的大背景下，有一定的国企改革预期。
- 完善海外布局，进军俄罗斯市场。**安琪酵母投资的俄罗斯项目是公司继埃及项目之后的第二个海外项目，不断完善海外布局，俄罗斯项目建设完毕之后可充分利用其运距和成本优势补充和拓展中东非洲市场。对于投资建设俄罗斯基地的观点，俄罗斯国内酵母自身供应能力不足，该项目完工之后产能消化问题不大，且俄罗斯是制糖大国，甜菜资源丰富，公司未来的生产成本较低，另外，在前期卢布贬值较多情况下进行建设将会较大程度的减少建设费用。
- 收入利润持续增长，成本端短期承压。**传统酵母的恢复性增长、深加工等业务增速较快、出口好转等是公司近两年收入增长较快的主要原因。我们认为公司未来几年收入仍有望保持高速增长，首先，深加工产品空间广阔；其次，食品安全的规范，增加部分非家庭消费者使用酵母；第三，增量部分有望持续。成本端，由于14/15榨季我国南方甘蔗种植面积减少导致糖蜜供给下降，短期公司成本端承压，但是我们认为糖蜜价格大幅上涨基础不足，未来有望逐步好转。在业绩方面，随着糖厂扭亏、集中转固影响减小、和融资租赁公司的成立，公司净利率有望逐步恢复。
- 公司盈利预测及投资评级。**安琪酵母是全球第三、国内第一大酵母生产供应商，已逐步具备坐三望二的实力，公司不断开拓海外市场，国际化进程加速，在国内传统酵母行业增速放缓的情况下，公司通过海外扩张带来新的增量，我们看好公司业绩的增长。另外，公司实际控制人为宜昌市国资委，在国企改革大背景下，公司有望成为国改的重要标的，进一步提升管理层的动力。我们预计公司2015-2017年的EPS分别为0.81元、1.15元、1.4元，对应PE38倍、27倍、22倍，维持公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,119.38	3,654.11	4,455.59	4,895.84	5,189.22
增长率(%)	14.95%	17.14%	21.93%	9.88%	5.99%
净利润(百万元)	182.03	176.82	266.19	378.25	460.65
增长率(%)	-35.04%	-2.86%	50.54%	42.10%	21.78%
净资产收益率(%)	5.35%	5.22%	6.98%	9.73%	11.57%
每股收益(元)	0.44	0.45	0.81	1.15	1.40
PE	69.84	69.50	38.43	27.04	22.20
PB	3.74	3.62	2.68	2.63	2.57

分析师：

徐昊

Tel: 010-66554017

Email: xuhao@dxzq.net

执业证书编号：

S1480514070003

焦凯

Tel: 010-66554144

Email: jiaokai@dxzq.net.cn

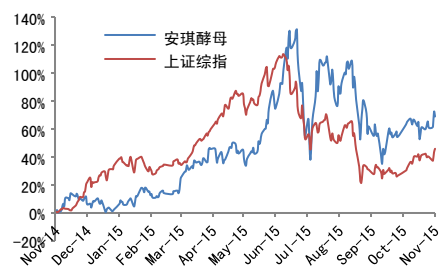
执业证书编号：

S1480512090001

交易数据

52周股价区间(元)	19.11-29.93
总市值(亿元)	98.66
流通市值(亿元)	96.98
总股本/流通A股(万股)	33000/32400
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.69

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 《安琪酵母（600298）：酵母龙头明年业绩好转，看好YE在国内发展》2014-11-17

目录

1. 国资背景的酵母巨头	4
1.1 全球第三、国内最大的酵母企业	4
1.2 国资背景，存在国企改革预期	5
1.3 酵母应用广泛，衍生品前景广阔	6
2. 完善海外布局，进军俄罗斯市场	8
2.1 不断完善海外布局	8
2.2 预计俄罗斯厂区产能易消化且低成本运营	9
3. 收入利润持续增长，成本端短期承压	10
3.1 收入增长有望持续	10
3.2 内减外控致成本增加，短期承压	13
3.3 净利率不足历史一半，有望逐步恢复	15
4. 盈利预测	17
5. 投资评级	17
6. 风险提示	18

表格目录

表 1: 安琪酵母发展历程.....	4
表 2: 全球前四大酵母企业排名.....	4
表 3: YE 应用领域及其常用量、应用效果.....	7
表 4: 公司收入预测表.....	17
表 5: 公司盈利预测表.....	19

插图目录

图 1: 国内酵母行业市场占有率情况.....	5
图 2: 安琪酵母股权示意图.....	5
图 3: 近 10 年国内酵母产量.....	6
图 4: 酵母的应用领域.....	6
图 5: YE 在调味品中的应用.....	8
图 6: 完善海外布局.....	9
图 7: 卢布兑美元和人民币走势.....	9
图 8: 公司收入逐步恢复.....	10
图 9: 公司近两年收入增长四要素.....	11
图 10: 公司收入有望持续增长.....	13
图 11: 广西榨季食糖产量.....	14
图 12: 糖蜜供需关系.....	14
图 13: 酒精主产区价格走势.....	15
图 14: 安琪酵母期间费用率.....	16
图 15: 国内白糖现货价格走势.....	16
图 16: 公司近五年折旧和转固情况.....	16
图 17: 公司历年净利率.....	16

1. 国资背景的酵母巨头

1.1 全球第三、国内最大的酵母企业

安琪酵母主营业务为酵母及其衍生品的生产和销售，成立于 1986 年，公司在湖北、广西、云南、新疆、山东、河南均有生产基地。

表 1：安琪酵母发展历程

时间	事件
1986 年	第一条生产线在宜昌动工
1989 年	第一条生产线建成投产
1994 年	通过二期技术改造成为国内规模最大的酵母生产基地
2001 年	总部年产 15000 吨干酵母生产线投入运行
2001 年	控股喜旺食品有限公司
2003 年	控股安琪酵母（赤峰）有限公司
2003 年	总部年产 5000 吨酵母抽提物生产线投入运行
2004 年	成立安琪酵母（伊犁）有限公司
2004 年	成立安琪酵母（睢县）有限公司
2005 年	第一条鲜酵母生产线在安琪酵母（滨州）有限公司建成投产
2006 年	安琪酵母（滨州）有限公司鲜酵母生产线建成投产
2006 年	安琪酵母（崇左）有限公司生产线开始建设
2012 年	安琪酵母（埃及）生产线建成投产
2012 年	安琪酵母（柳城）生产线建成投产
2013 年	蓝天糖业建成投产

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

安琪酵母是全球第三大酵母生产企业，公司酵母产能约为 16 万吨，仅次于法国乐斯福约 35 万吨和英联马利约 25 万吨产能，公司近几年通过不断的扩大生产规模，在产能方面已具备坐三望二的实力。

表 2：全球前四大酵母企业排名

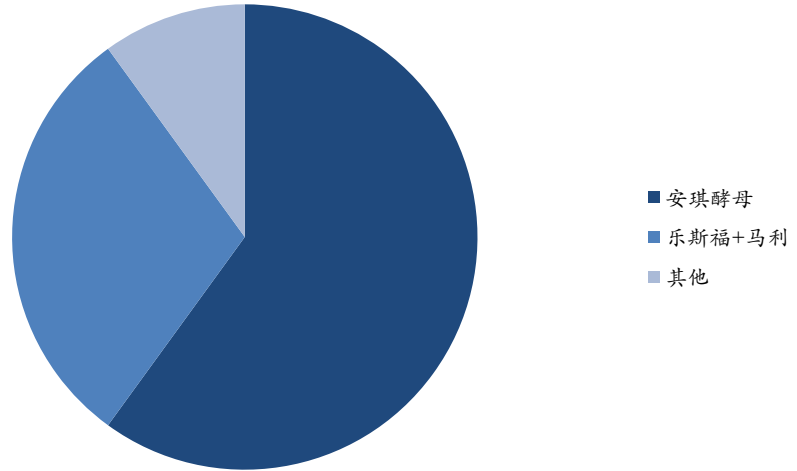
全球前几大酵母企业排名	酵母产能
法国乐斯福	35
英联马利	25
安琪酵母	16
拉曼	9

资料来源：东兴证券研究所

从国内来看，公司是第一大酵母生产企业，在传统酵母业务上产能远高于排名第二乐斯福 4.5 万吨的产能，公司在国内酵母行业中的市场占有率在 60% 以上，收入和利润来源也主要来自酵母系列产品，其中收入占比 80% 以上，利润占比约 90%。另外，公司的酵母衍生品 YE 有 4 万吨的产能，在英联马利关闭其在哈尔滨 3 万吨 YE 工厂之

后，国内较大的 YE 生产企业仅有乐斯福 1 万吨的产能供给其旗下企业，公司的 YE 在国内占据绝对龙头地位。

图 1：国内酵母行业市场占有率情况



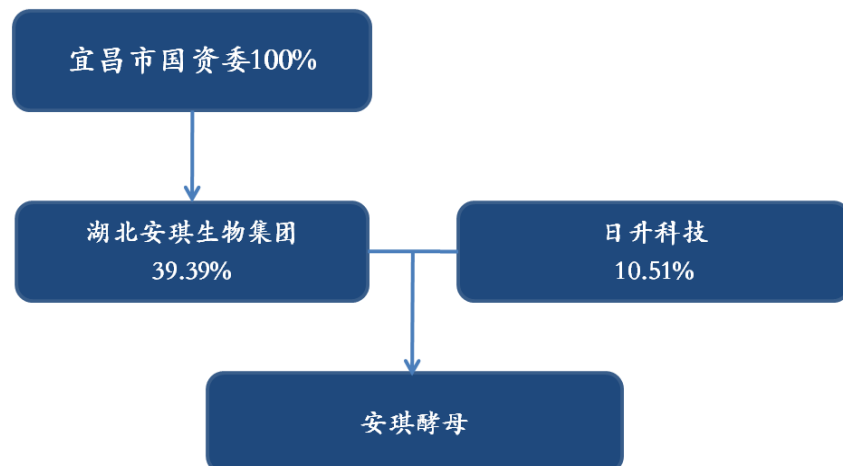
资料来源：东兴证券研究所

1.2 国资背景，存在国企改革预期

安琪酵母的大股东为湖北安琪生物集团，是宜昌市国资委下属全资子公司，二股东日升科技为公司的员工持股企业，从股权比例来看公司具有国资背景，在目前国企改革的大背景下，有一定的国企改革预期。

湖北省政府早于 2014 年上半年即出台《关于深化国有企业改革的意见》，并且省内 5 家省属建筑工程设计类企业率先破冰整合为一家，为其省内其他国有企业改革进行试水，我们认为公司进行国企改革也将势在必行，将进一步激发管理层的积极性，提升公司盈利水平。

图 2：安琪酵母股权示意图

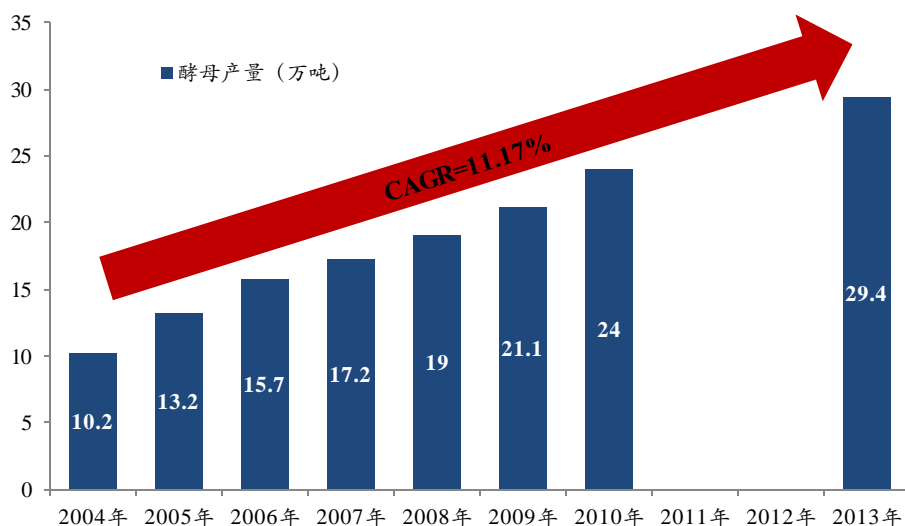


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 酵母应用广泛，衍生品前景广阔

酵母的使用由来已久，早于 4000 年前即被古埃及人应用于面包的发酵，酵母在工业上的应用，从最初的啤酒酵母泥开始在市场上销售算起，酵母工业的发展历史仅 200 多年。中国酵母生产始于 1922 年，1949 年以前只有上海大华利酵母厂，20 世纪 80 年代中期安琪酵母的投产，标志着国内酵母生产作为一种产业出现。近十年以来国内酵母行业发展较为迅速，我国酵母产量从 2004 年的 10.2 万吨达到 2013 年的 29.4 万吨，复合增速达 11.17%。

图 3：近 10 年国内酵母产量



资料来源：酵母工业协会，东兴证券研究所

酵母的使用较为广泛，主要的应用领域有：食品工业领域，如面食的发酵、食品调味；生物化工领域，如生物新能源、微生物营养、酶制剂等；人类健康领域，如功能性食品中蛋白粉等；动物营养与健康领域，如酵母源生物饲料等。目前酵母的主要用途仍为食品发酵等，但是该领域的酵母使用附加值偏低，生物化工领域和人类健康领域未来在酵母的使用上具有更高的附加值和更为广阔的市场空间。

图 4：酵母的应用领域



资料来源：东兴证券研究所

目前酵母的衍生品中发展较为成熟的为酵母抽提物（YE），YE 属于食品配料，非食品添加剂。百度百科的YE定义为：采用以蛋白质含量丰富的食用酵母为原料，采用自溶、酶解、分离、浓缩等现代生物高新技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的一种棕黄色可溶性膏状或浅黄色粉状纯天然制品。安琪酵母现有 4.6 万吨的 YE 产能，是国内最大，全球排名前三的 YE 生产供应商。

YE 因具有较高含量的呈味核苷酸（I+G），以及具有微咸、提鲜的功效，主要应用于食品调味领域。前期国内 YE 主要用于方便面调料，因其对 I+G 含量要求不高，致使国内的 YE 售价偏低。由于 YE 具有低钠、提鲜、健康等优势，目前国内的 YE 还应用于高端酱油产品，上述产品由于对 I+G 含量要求有所增加，带动 YE 价格的提升。

表 3：YE 应用领域及其常用量、应用效果

主要应用领域	常用量（%）	应用效果
方便面调料	0.5-4.0	调料包中添加可增强产品的鲜味、醇厚感，提高产品适口性和营养
方便面面身	0.5-1.5	面身中添加可以改善和提高面饼的口感，增加营养
鸡精	0.5-4.0	有效提高鸡精中的氨基氮、总氮及呈味核苷酸含量，更容易达到标准要求；有效增鲜，使鸡精的香味纯正，口感醇厚、鲜美，提升产品档次
食用香精	2.0-15	作为香精基料，提供口感及香气的载体，使香精效果更充分体现
肉制品	0.2-1.0	增强色泽；烘托肉风味，掩蔽不良气味；增强产品鲜美感，改善产品肉质原味及醇厚味，提高象真度；改善切片性能；使组织更致密，切面更光滑
酱卤制品	0.6-4.0	增强色泽；强化风味，增强产品鲜味、肉质感及厚味，增进食欲；提高了卤水老汤的利用率
餐饮火锅	0.2-5.0	增强鲜美感及醇厚感、掩盖肉腥味
培烤食品	1.0 以内	提供风味,改善口感及结构
膨化食品	0.5-5.0	协调各种香辛料的香气；平衡各种滋味料的口感；增强醇厚感，丰富味道

酱油 0.4-1.5

掩盖加工中产生的不良气味，突出产品酱香；协调、平衡滋味，缓和产品直冲感，使口感更自然柔和、醇厚；提高产品氨基酸态氮等质量指标

调味酱类 0.5-5.0

增强鲜美味，丰富滋味，使口感更醇厚；掩盖发酵产生的不良气味和味道，稳定香味

资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

图 5：YE 在调味品中的应用



资料来源：京东商城，东兴证券研究所

2. 完善海外布局，进军俄罗斯市场

2.1 不断完善海外布局

公司早于 2010 年即着手布局国际市场，通过非公开增发的 2.85 亿元用于埃及 1.5 万吨酵母项目。埃及地处亚非欧交界处，中东和非洲（特别是北非）居民以发酵面食为主食，欧洲国家 YE 使用较为成熟，公司在埃及建设生产基地有利于公司布局亚非欧三大洲的市场，此项目是公司扩大国际市场的第一步，目前该项目已经投产运营。

在埃及基地达产之后基本满足部分与埃及拥有关税优惠协定的中东非洲国家需求，其他中东非洲国家仍需从国内海运，运费高时间长。安琪酵母于 7 月公布对外投资公告，公司将在俄罗斯西南部投资 2 万吨的酵母产能，是公司继埃及项目之后的第二个海外项目，进一步扩大国际市场影响力，不断完善海外布局，俄罗斯项目建设完毕之后可充分利用其运距和成本优势补充和拓展中东非洲市场。

我们认为在国内酵母市场不断饱和的情况下，公司国际化的战略是其成长为一个伟大企业的桥梁，公司两次的海外布局均为供给端（原材料充足）+需求端（本地或周边地区供给有缺口），我们认为未来公司不排除再次开拓海外基地，如糖蜜供给丰富的巴西，以及东南亚等地区，完善拉美和亚洲地区布局，进一步的市场国际化。

图 6：完善海外布局



资料来源：东兴证券研究所

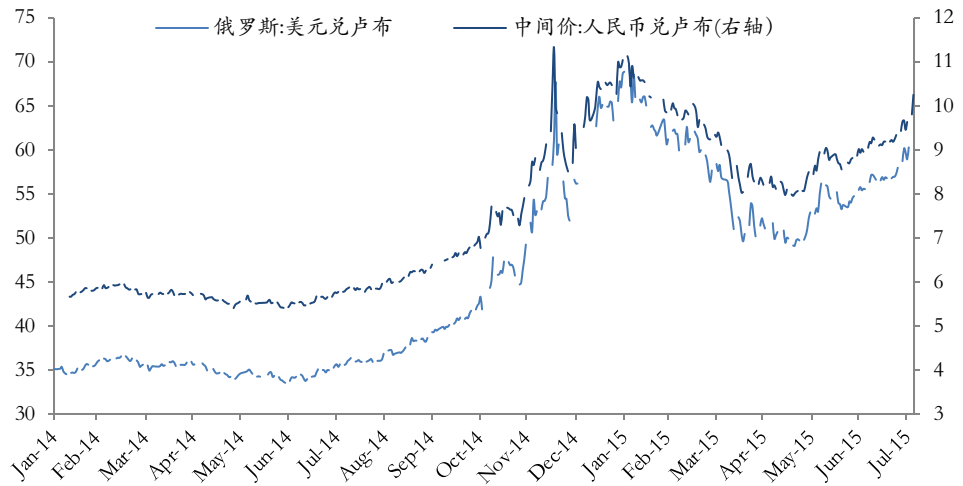
2.2 预计俄罗斯厂区产能易消化且低成本运营

对于投资建设俄罗斯基地的观点，我们认为该项目完工之后产能消化问题不大，且具有较低的生产成本和建设成本。

俄罗斯国内酵母自身供应能力不足，每年需进口超过 1 万吨，并且以俄罗斯为主体成立的欧亚经济联盟拥有 1.7 亿人口的市场，和俄罗斯加入独联体自由贸易区协议，相互取消进口关税，酵母产品潜在需求量较大，2014 年公司出口俄罗斯、独联体市场酵母超过 4000 吨，同时也出口产品至阿尔及利亚、沙特、伊拉克等市场，我们预计公司的 2 万吨酵母项目建设完毕之后产能消化问题不大。

在生产成本方面，俄罗斯是制糖大国，甜菜资源丰富，公司所需主要原材料糖蜜资源较为充裕且其应用有限，俄罗斯每年都有大量的出口，公司在俄罗斯厂区选址地是甜菜的主要产区，并且临近的各州糖业也很发达，在此环境下公司有望降低成本，我们预计公司的俄罗斯项目利润情况将高于平均水平，并且未来不排除从俄罗斯进口糖蜜到国内市场，以提升公司整体利润水平。在建设成本方面，由于卢布前期贬值较多，选择现在时点进行建设将会较大程度的减少建设费用，在资金募集上预计将主要来自银行贷款和部分自有资金，我们认为短期内将导致财务费用部分增加。

图 7：卢布兑美元和人民币走势



资料来源: wind, 东兴证券研究所

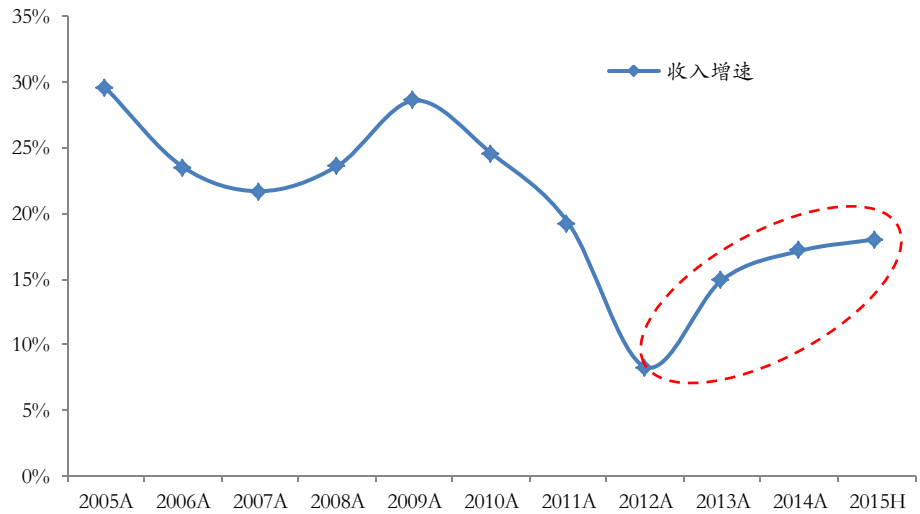
3. 收入利润持续增长，成本端短期承压

安琪酵母的传统产品酵母虽然在国内市场的占有率较高，但是其酵母深加工 YE 和保健品仍具有较大市场潜力，未来将承载公司在国内市场的发展。另外，公司在海外市场不断开拓海外基地，国际化进程加速，带来酵母销售的增量，在海外市场的开拓同时也有望借助国外较低的原材料成本提升公司的整体盈利水平，我们看好公司未来的成长空间。

3.1 收入增长有望持续

安琪酵母近两年收入增长较快，2014 年和 2015 年上半年公司的收入增速分别为 17.14%、18.04%，收入增速正在逐步恢复我们认为公司 15 年收入预计在 20% 以上的增速。

图 8：公司收入逐步恢复

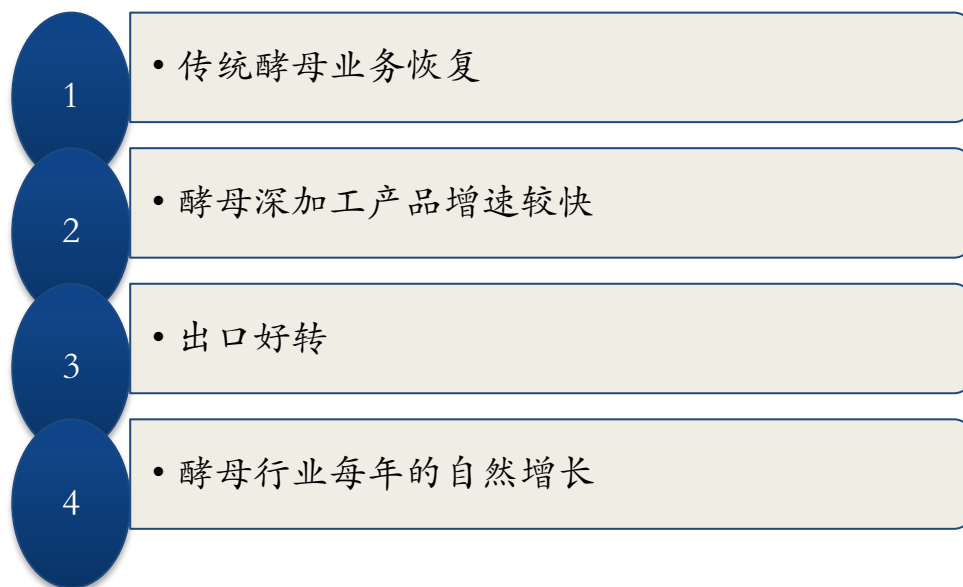


资料来源：wind，东兴证券研究所

公司收入近两年保持快速增长的主要原因来自：

- 传统酵母的恢复性增长。由于公司前两年有部分产品转型做 B2C，例如调味品、酶制剂等，工作重心不在传统酵母产品，导致传统酵母业务的部分客户的流失，近两年公司重新将工作重心放在传统酵母业务方面；
- 深加工 YE、保健品等业务增速较快。这两部分业务基本保持在 20% 以上的增速，虽然目前占收入比重仍然比较小，但是未来持续的增长仍然值得期待；
- 出口好转。公司目前出口和埃及基地主要出口亚洲、非洲、南美地区等国家，前两年由于部分出口国地缘政治因素导致出口放缓，随着该因素的好转公司出口也正在逐步的回复，增速在 20% 以上；
- 酵母每年个位数的自然增长。

图 9：公司近两年收入增长四要素



资料来源：东兴证券研究所

对未来公司收入增长，我们认为仍有望保持高速增长：

首先，深加工产品空间广阔。酵母的深加工主要是将酵母分解为核苷酸、蛋白质和微量元素，其中核苷酸和部分微量元素是酵母抽提物（YE）的主要成分，蛋白质和部分微量元素主要用于蛋白粉等保健品。

YE 具有呈味核苷酸，是一种天然调味剂，主要用于调味产品，比如方便面料包、酱油等，公司目前 YE 产能为 4.1 万吨，预计今年能够满产，在国内较大的 YE 生产商除了乐斯福供给一品鲜的 1 万吨产能之外，其他 YE 产量占比很小，公司的 YE 产品在国内占有绝对的市场份额，在国外，YE 消费量较大的欧美地区，YE 不想酵母具有较高的集中度，小生产厂商较多，且分散，对于公司而言进入欧美等高端 YE 市场具有一定的优势和空间。由于 YE 的性价比较高，并且下游更为广阔，我们认为未来在传统酵母饱和之后，YE 将承载公司持续发展的动力。

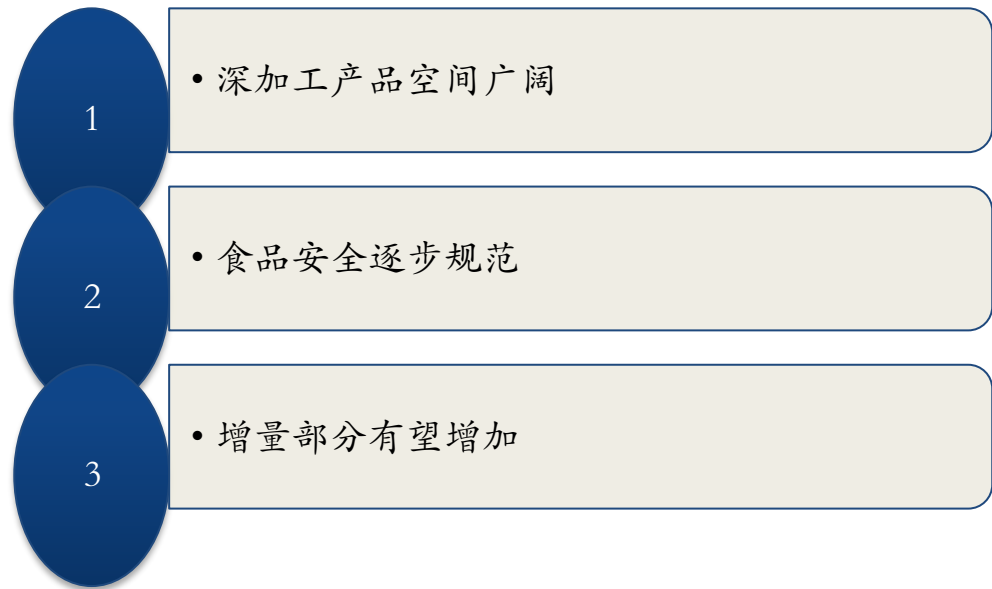
在保健品方面，公司主要的产品有蛋白粉系列、补锌系列和补钙系列等 10 多种产品，酵母中 48% 是蛋白质，剩下的有含有锌、钙、铬、酵母 B 族，这些产品全部都是酵母中提取的，保健品蓝帽即将放开，未来公司保健产品的品类将会逐步丰富，目前公司保健品给经销商的折扣已经和主流保健品企业相差无几，并且保健品具有专门事业部，单独核算，具有进行 B2C 业务的基础。

其次，食品安全的规范，增加部分非家庭消费者使用酵母。酵母的主要下游为面食、烘焙等食品的发酵，这部分占比预计在 50% 以上，其他下游为深加工和酿酒等。在食品发酵使用中，一般有酵母、老面和化学蓬松剂，前两者属于食品，而化学蓬松剂属于添加剂，其中的泡打粉和明矾会导致铝元素积累，去年国家卫生计生委等 5 部门联合发文：从 2014 年 7 月 1 日起，国家禁止将酸性磷酸铝钠、硅铝酸钠和辛烯基琥珀

酸铝淀粉用于食品添加剂生产、经营和使用，膨化食品生产中不得使用含铝食品添加剂，小麦粉及其制品(除油炸面制品、面糊、裹粉、煎炸粉外)生产中不得使用硫酸铝钾和硫酸铝铵。国家出于食品安全角度禁止含铝的化学蓬松剂在发酵等领域的使用，使用化学蓬松剂用于发酵的一般为非家庭消费，从此角度来看，将进一步扩大酵母的使用量。

第三，增量部分有望持续。公司规划在俄罗斯建设生产基地预计将于 2017 年中期投产，预计俄罗斯的酵母发酵多用于面包等食品，需要发酵能力较强的酵母，与出口到中东等地区部分需要发酵能力一般的产品不同，据我们测算 2 万吨的酵母产能将提升公司传统酵母收入近 10%，俄罗斯产能有望接力国内传统酵母市场恢复带来的增量。据公司公告，对于目前全球酵母市场来看，仍有近 100 万吨左右的空间，而公司目前的出口量约为 5 万吨，国外的市场空间仍然巨大，此次投资俄罗斯主要出于原材料价格低廉等因素，我们认为未来不排除在国外其他地区新建基地的可能，比如东南亚地区，同样具有丰富的原材料资源，并且也是公司的主要出口地区，未来如果不断的海外市场扩张，将带来持续的增量。

图 10：公司收入有望持续增长



资料来源：东兴证券研究所

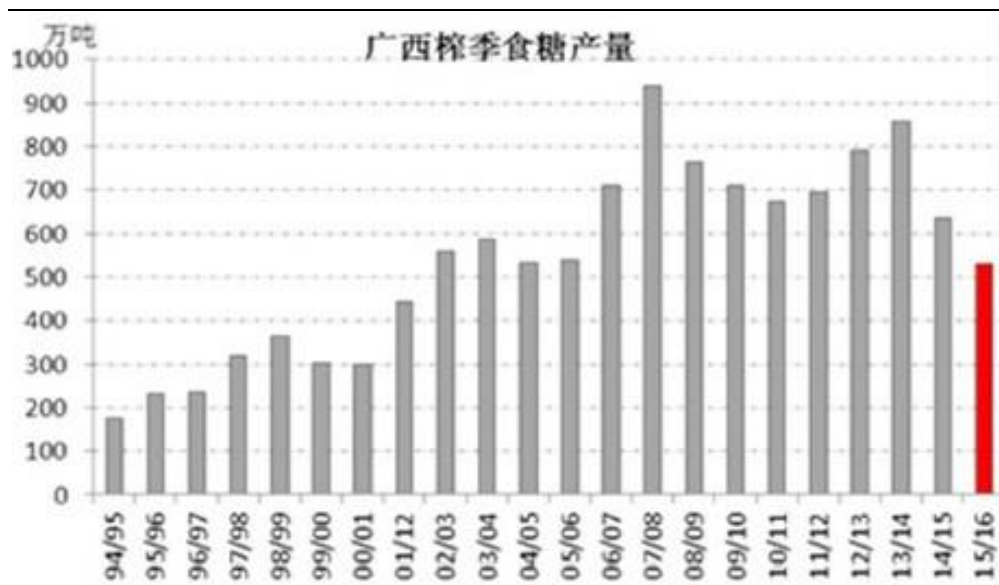
3.2 内减外控致成本增加，短期承压

公司的酵母是用糖蜜进行微生物分解而来，其主要原材料糖蜜是制糖的废液，主要产于甘蔗和甜菜种植地区，我们预计糖蜜成本占酵母业务成本的 40-50%，是公司酵母生产的主要原材料，糖蜜的价格波动对公司毛利率有较大的影响，本年度由于国内甘蔗种植面积减少和糖蜜进口受控预计将导致公司成本的增加。

从糖蜜的供需关系来看，在国内供给方面，国内的糖蜜年产量约为 450 万吨，我国的产糖大省主要集中在广西、云南等地，今年南方榨季已经结束，由于前期糖价低迷，

蔗农种植积极性下降，以及天气等因素导致今年南方甘蔗种植面积减少，广西 14/15 榨季甘蔗种植面积减少约 100 万亩，14/15 榨季全国产糖 1055.6 万吨，比上榨季少 276.2 万吨。甘蔗种植面积的减少，导致产糖量的下降进而影响糖蜜的供给，我们认为国内糖蜜供给减少是今年糖蜜价格上涨的主要因素。

图 11：广西榨季食糖产量

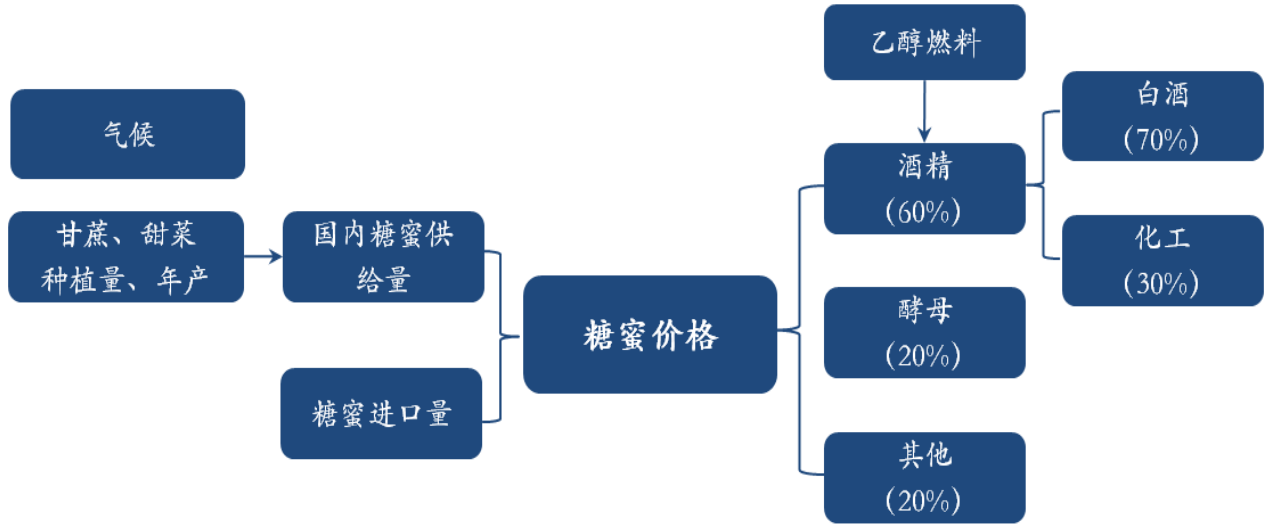


资料来源：网络公开资料，东兴证券研究所

在进口方面，全球糖蜜年产量约为 5500-6000 万吨，主要产地为泰国、巴西等产糖国，由于一直以来糖蜜被列为废料，属于限制进口的产品，进口糖蜜需要通过环保部门审批配额，今年相关部门对糖蜜制定检验标准，在标准制定期间所批复的进口额度有限，导致糖蜜进口不畅，虽然每年审批的糖蜜进口配额较低，但是在国内减产的情况下也间接推高国内糖蜜价格。对于糖蜜的进口，我们认为未来在俄罗斯基地建设完成之后，不排除将俄罗斯的糖蜜低价进口到国内，以降低国内生产的成本。在内减外控的情况下，公司今年在南方收购的糖蜜单价较去年增长 80 元左右，增长近 10%，短期内，公司在成本方面有所承压。

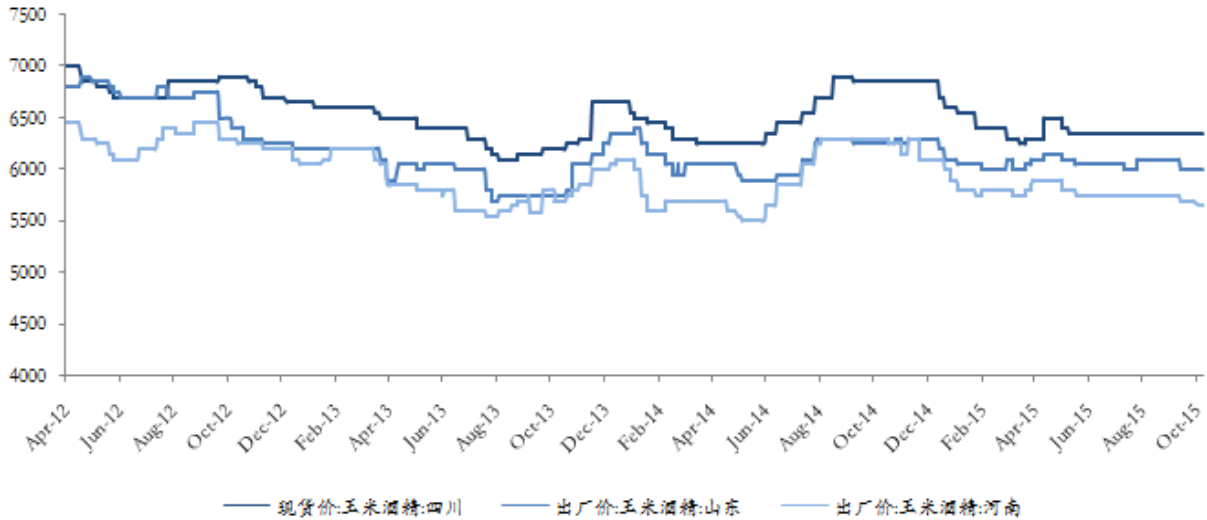
从糖蜜需求端来看，糖蜜价格与食用酒精价格相关度较大，在国内糖蜜主要用于食用酒精和酵母生产，糖蜜的价格与酒精价格关联度较高，食用酒精占糖蜜需求量约 60%，其中近 70% 用于酿造白酒。白酒行业受反腐以及自身产能过剩等因素影响，目前白酒行业虽然正在逐步复苏，但仍需时日，行业景气度仍在底部，自 2012 年以来食用酒精的价格基本维持低位。另外，从糖蜜其他下游来看，燃料乙醇价格持续下行，北方粮食酒精产能过剩、广西木薯连年丰产等原因导致酒精市场竞争激烈，以及环保压力加大，我们预计国内糖蜜的价格大幅上涨的可能性不大。

图 12：糖蜜供需关系



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 13：酒精主产区价格走势

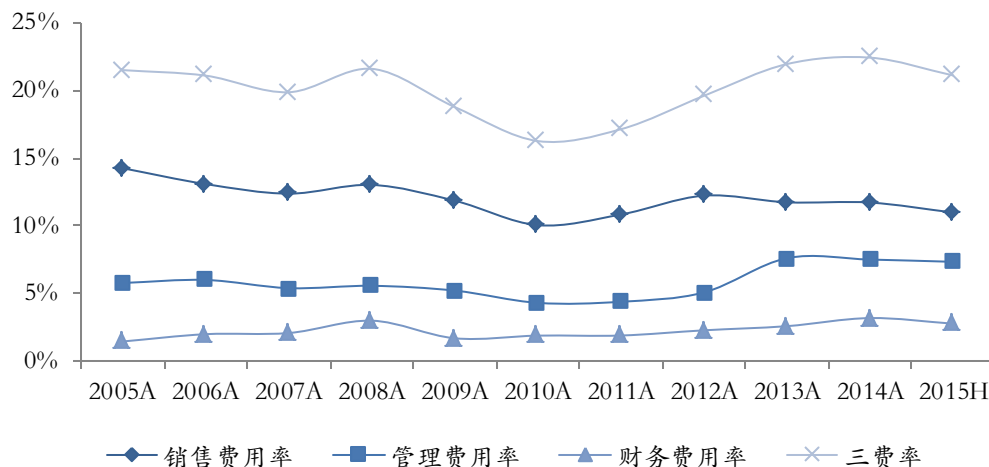


资料来源：wind，东兴证券研究所

3.3 净利率不足历史一半，有望逐步恢复

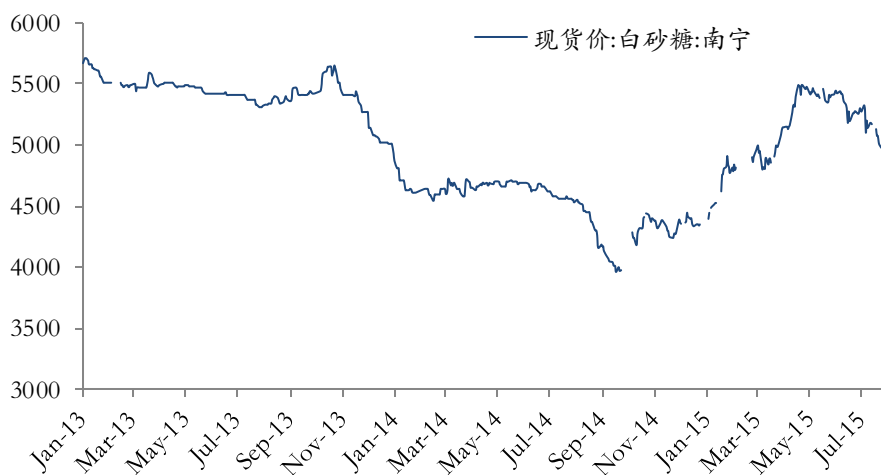
安琪酵母 2015 年中报净利润同比增长近 60%，净利润增幅远高于收入增幅，一改近几年的业绩下滑，我们认为主要原因为近年来生产基地集中投放导致前期费用成本较高，随着产能的不断投产销售费用率和财务费用率有所下降，以及由于去年糖价较为低迷，公司在内蒙赤峰和新疆伊犁投资的两家糖厂合计亏损近 6000 万，今年受巴西等主产区减产，以及厄尔尼诺的极端天气等因素影响导致国际糖价快速上涨，目前国内的糖价较去年低点增长近 30%，虽然由于公司糖厂所在地甜菜制糖的榨季在四季度，但是从全年来看糖价有望保持高位运行，公司投资的糖厂今年有望扭亏。

图 14：安琪酵母期间费用率



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 15：国内白糖现货价格走势

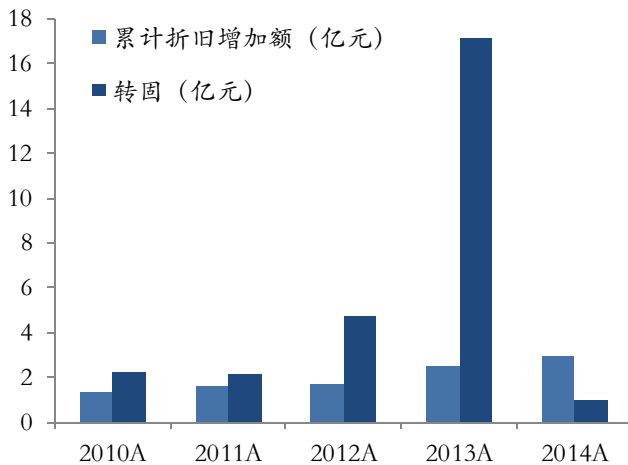


资料来源：wind，东兴证券研究所

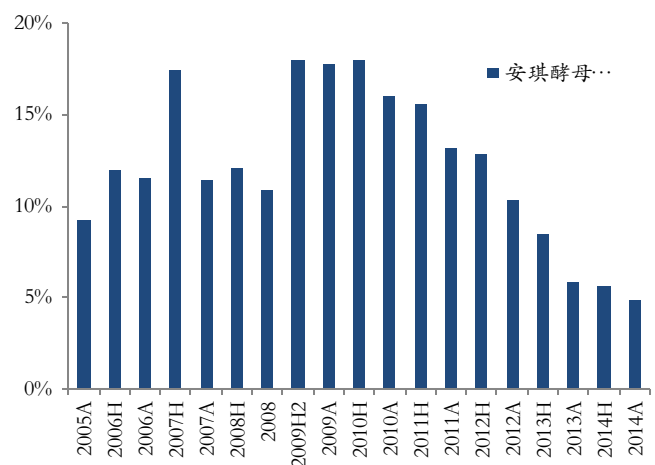
由于公司的销售模式主要以 B2B 为主，其利润率一般要高于在销售费用投资较大的 B2C 类企业，但是目前公司的净利率不足 5%，甚至低于部分 B2C 类企业的水平，从公司历史净利率情况来看，尚不足历史平均水平的一半，我们认为随着公司近两年集中转固之后，折旧成本将会有所降低，且公司在上海自贸区设立融资租赁公司，未来财务费用也有望降低，公司净利率的最低点即将过去，我们预计公司未来几年净利率将逐步恢复。

图 16：公司近五年折旧和转固情况

图 17：公司历年净利率



资料来源：公司公告、东兴证券研究所



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4. 盈利预测

我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 44.56 亿元、48.96 亿元和 51.89 亿元，增速分别为 22%、10%和 6%。其中 2015 年的酵母业务受原材料糖蜜价格上涨导致该业务毛利率下降，我们预计虽然短期内由于国内甘蔗种植面积的减少导致糖蜜价格有所上涨，但是糖蜜价格大幅上涨的基础不足，其主要下游白酒仍处于低迷期。我们认为随着白糖收购价格预期提高、进口和私糖的管控和打击，蔗农种植的积极性有望提高，进而增加糖蜜的供给，从中长期来看，糖蜜检测制度正在完善，未来俄罗斯基地建设完毕之后有低价进口糖蜜的预期，我们对糖蜜收购价格进行调整。

表 4：公司收入预测表

(亿元)	2014A	2015E	2016E	2017E
酵母系列收入	29.9	37.4	41.3	43.7
非酵母产品收入	6.6	7.1	7.7	8.2
合计	36.5	44.6	49.0	51.9
酵母系列成本	20.7	26.0	27.6	28.5
非酵母产品成本	5.1	5.4	5.8	6.2
合计	25.8	31.4	33.4	34.7
酵母系列毛利率	30.8%	30.5%	33.0%	34.7%
综合毛利率	29.3%	29.6%	31.7%	33.2%

资料来源：东兴证券研究所

5. 投资评级

安琪酵母是全球第三、国内第一大酵母生产供应商，已逐步具备坐三望二的实力，公司不断开拓海外市场，国际化进程加速，在国内传统酵母行业增速放缓的情况下，公司通过海外扩张带来新的增量，酵母巨头再起航。

我们预计公司收入仍将保持快速增长，在海外扩张的同时降低原材料成本，费用的控制逐步恢复净利率，提升盈利能力，我们看好公司业绩的增长。另外，公司实际控制人为宜昌市国资委，在国企改革大背景下，公司有望成为国改的重要标的，进一步提升管理层的动力。我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.15 元、1.4 元，对应 PE38 倍、27 倍、22 倍，目前公司估值已具备一定的安全边际，我们维持公司“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

- 1.原材料成本上涨风险；
- 2.收入、利润恢复增速低于预期风险。

表 5: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	2177	2181	2972	3215	3379	营业收入	3119	3654	4456	4896	5189
货币资金	628	599	891	979	1038	营业成本	2206	2584	3135	3342	3468
应收账款	413	365	488	537	569	营业税金及附加	19	24	27	29	31
其他应收款	40	18	22	24	25	营业费用	366	428	535	588	623
预付款项	143	109	125	141	159	管理费用	238	274	334	367	389
存货	923	932	1289	1373	1425	财务费用	81	117	84	85	77
其他流动资产	0	121	121	121	121	资产减值损失	-1.91	18.86	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	4162	4101	3971	3782	3593	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	38	23	23	23	23	投资净收益	-0.20	-15.12	2.00	2.00	2.00
固定资产	3704.44	3658.26	#####	3423.65	3275.59	营业利润	211	193	342	488	603
无形资产	271	275	248	220	193	营业外收入	37.00	46.96	30.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	9	0	0	0	营业外支出	1.26	2.14	15.00	10.00	15.00
资产总计	6339	6282	6943	6997	6972	利润总额	247	238	357	508	618
流动负债合计	2349	2684	2922	2917	2814	所得税	65	61	91	129	158
短期借款	1495	1456	1602	1528	1369	净利润	182	177	266	378	461
应付账款	623	424	515	549	570	少数股东损益	36	30	0	0	0
预收款项	48	63	90	119	150	归属母公司净利润	146	147	266	378	461
一年内到期的非	82	500	500	500	500	EBITDA	813	882	693	845	956
非流动负债合计	1058	566	0	0	0	EPS (元)	0.44	0.45	0.81	1.15	1.40
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	1000	500	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	3408	3251	2922	2917	2814	成长能力					
少数股东权益	195	209	209	209	209	营业收入增长	14.95%	17.14%	21.93%	9.88%	5.99%
实收资本(或股	330	330	330	330	330	营业利润增长	-21.22%	-8.70%	77.29%	42.48%	23.70%
资本公积	1145	1145	2023	2023	2023	归属于母公司净利润	-39.78%	0.51%	80.85%	42.10%	21.78%
未分配利润	1193	1283	1123	1104	1081	获利能力					
归属母公司股东	2736	2822	3812	3888	3980	毛利率(%)	29.27%	29.29%	29.63%	31.75%	33.17%
负债和所有者权益	6339	6282	6943	7014	7002	净利率(%)	5.84%	4.84%	5.97%	7.73%	8.88%
现金流量表						总资产净利润(%)		2.31%	2.34%	3.83%	5.41%
						ROE(%)	5.35%	5.22%	6.98%	9.73%	11.57%
经营活动现金流	488	699	235	647	761	偿债能力					
净利润	182	177	266	378	461	资产负债率(%)	54%	52%	42%	42%	
折旧摊销	520.43	572.45	0.00	272.74	275.57	流动比率	0.81	1.02	1.10	1.20	
财务费用	81	117	84	85	77	速动比率	0.47	0.58	0.63	0.69	
应付帐款的变化	0	0	-123	-48	-37	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	27	29	31	总资产周转率	0.53	0.58	0.67	0.70	0.74
投资活动现金流	-661	-400	-135	-98	-98	应收账款周转率	7	9	10	10	9
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.79	6.98	9.48	9.20	9.27
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	-15	2	2	2	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.81	1.15	1.40
筹资活动现金流	-91	-211	192	-461	-604	每股净现金流(最新	-0.80	0.27	0.89	0.27	0.18
应付债券增加	0	0	-500	0	0	每股净资产(最新摊	8.30	8.56	11.56	11.79	12.07
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	69.84	69.50	38.43	27.04	22.20
资本公积增加	-2	0	878	0	0	P/B	3.74	3.62	2.68	2.63	2.57
现金净增加额	-263	88	292	88	59	EV/EBITDA	14.98	13.70	16.50	13.35	11.57

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

分析师：徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，5 年食品饮料行业研究经验。

联系人：焦凯

2010 年加盟天相投资顾问有限公司，从事煤炭行业研究；2012 年加盟东兴证券研究所，从事食品饮料行业研究，3 年食品饮料行业研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。