中国平安 PING AN 平安证券公司

平安食品

2014 年 3 月 11 日

安琪酵母 (600298)

2014年业绩增速将前低后高，拐点或在下半年

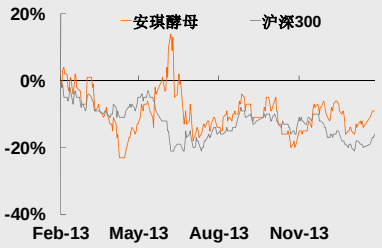
推荐（维持）

现价：16.33 元

主要数据

行业	平安食品
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司/39.37%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/39.37%
总股本(百万股)	330
流通 A 股(百万股)	315
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	55.67
流通 A 股市值(亿元)	53.28
每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	53.3

行情走势图



证券分析师

汤玮亮
投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献
投资咨询资格编号
S1060511010014
0755-22627143
wenxian001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光
一般从业资格编号
S1060113090015
0755-22627143
zhangyuguang467@pingan.com.cn

王俏怡
一般从业资格编号
S1060113110013
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

投资要点

- **预计 2014 年公司使用的糖蜜均价上涨 6%左右，对成本影响不大**，理由：（1）2012/13 榨季公司采购的广西糖蜜价格 720-730 元/吨，北方甜菜糖蜜价格 1000 元/吨左右，预计 2013/14 榨季广西糖蜜采购价上涨 10%至 800 元左右，但北方甜菜糖蜜价格变化不大，因此总体糖蜜采购价增 5-10%。（2）由于 2013 年销售量低于计划，因此 1Q14 公司仍可使用部分 2012/13 榨季采购的低价糖蜜库存。

- **大企业扩产速度放缓，小企业的影响有待观察**。安琪的毛利率水平大幅下降、马利关停中国 YE 业务，已经反映了当前产能过剩的压力，大企业扩产速度放缓，大企业间竞争最激烈的时点正在过去。近期市场有担心一些采用新原料、新工艺的小酵母厂也可能威胁安琪的市场份额，综合考虑品牌、技术、工艺、成本等因素，我们初步判断对安琪的影响还在可控范围内，但后续影响需密切观察。

- 综合考虑收入、成本折旧、三项费用的变化情况，我们认为 1H14 业绩增长可能仍面临一定压力，预计 3Q14 开始有望出现业绩拐点，2015 年业绩可出现较快增长：（1）营销服务+技术优势”将支撑酵母业务持续增长，预计 2014 年酵母业务收入总体增长 10-12%。（2）折旧对 2014 年成本的影响将逐季减弱，下半年开始占成本的比重下降，2015 年折旧将基本停止增长。（3）预计 2014 年销售费用率同比可小幅下降，主要考虑到专注传统业务后招人速度放缓，管理费用率则继续维持高位，同比持平。（4）预计 2014 年财务费用可能同比上升，达到 1.2 亿左右，主要考虑到 2013 年转固项目较多，预计 2015 年财务费用同比可下降。

- 考虑到费用投入和蓝天糖业的亏损幅度可能超我们预期，我们下调 2013 年、2014 年净利预测 8%、27%，预计 2013-2015 年营收增长 14.3%、14.8%、13.5%，净利增长-30.0%、7.2%、49.6%，EPS 为 0.52、0.55、0.83 元。综合考虑收入增长、毛利率、费用率的变化情况，2014 年下半年可能出现业绩拐点，我们维持“推荐”的投资评级。

- **风险提示：**（1）2014 年糖蜜价格上涨幅度超预期。（2）2014 年小酵母厂新产能投放对行业的冲击超预期。

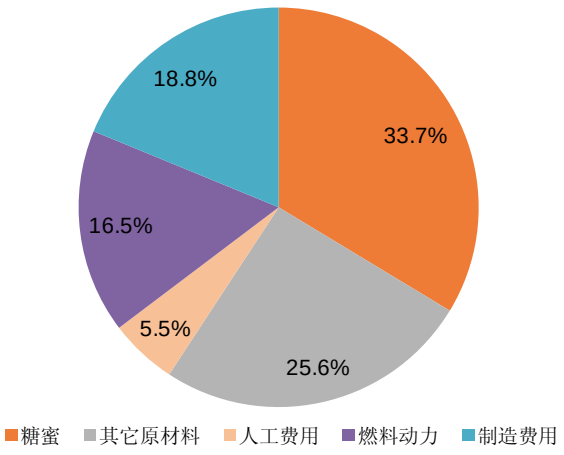
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,506	2,714	3,101	3,559	4,040
YoY(%)	19.3	8.3	14.3	14.8	13.5
净利润(百万元)	298	243	170	182	273
YoY(%)	4.7	-18.5	-30.0	7.2	49.6
毛利率(%)	29.5	30.5	29.7	28.4	29.3
净利率(%)	11.9	9.0	5.5	5.1	6.8
ROE(%)	12.0	9.1	6.1	6.2	8.7
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.52	0.55	0.83
P/E(倍)	19.1	23.4	33.5	31.2	20.9
P/B(倍)	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8

近期我们对投资者较为关注的糖蜜成本、行业竞争环境、2014年业绩拐点可能的的时点进行了跟踪分析。

一、预计 2014 年广西糖蜜小幅涨价对成本影响不大

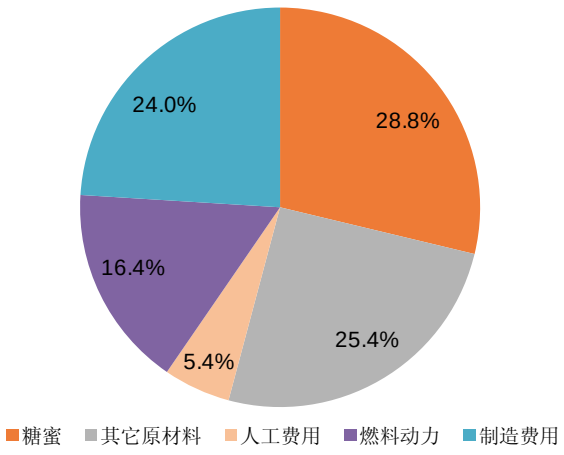
糖蜜是安琪酵母生产成本的主要组成部分，估计2013年安琪采购糖蜜60-70万吨，占成本的比重接近30%。我们预计2014年公司使用的糖蜜均价上涨6%左右，对成本影响不大，理由：1. 2012/13榨季公司采购的广西糖蜜价格720-730元/吨，北方甜菜糖糖蜜价格1000元/吨左右，预计2013/14榨季广西糖蜜采购价上涨10%至800元左右，但北方甜菜糖糖蜜价格变化不大，因此总体糖蜜采购价5-10%。2. 由于2013年销售量低于计划，因此1Q14公司仍可使用部分2012/13榨季采购的低价糖蜜库存。

图表1　估计2012年糖蜜成本比重30-35%



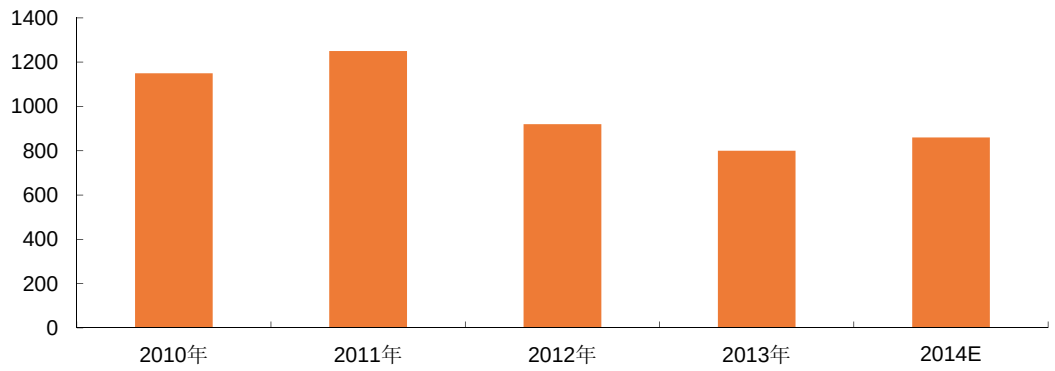
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2　估计2013年糖蜜占成本比重降至30%以内



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3　预计2013/14新榨季公司的糖蜜均价小幅上涨6%左右　单位：元/吨

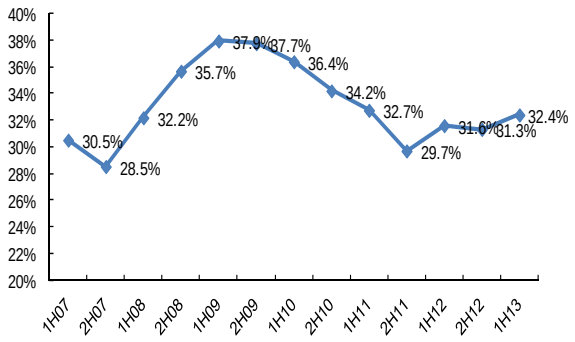


资料来源：平安证券研究所

二、大企业扩产速度放缓，小企业的影响有待观察

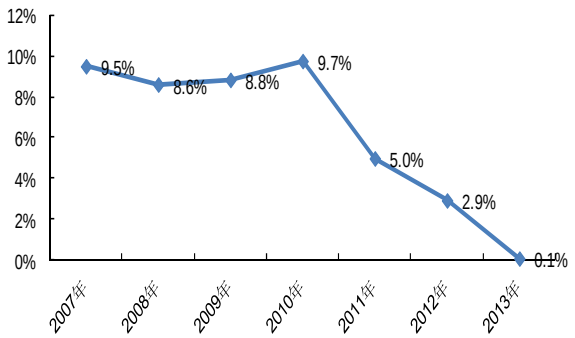
安琪的毛利率水平大幅下降、马利关停中国YE业务，已经反映了当前产能过剩的压力，大企业扩产速度放缓。行业产能经历前几年的高速扩张之后，2012-2013年行业产能出现相对过剩，同时小厂商纷纷通过价格战抢占市场份额，产能增加导致市场开发难度加大，产品盈利能力下降，安琪酵母现阶段的30%左右的低毛利率水平已经反映了行业恶劣的竞争环境。目前暂未了解到乐斯福、英联马利有扩产计划，同时由于竞争力弱，英联马利2013年11月提出计划关闭中国酵母抽提物工厂，2010-2013财年英联马利食品原辅料业务（包括酵母及烘焙配料）营业利润率持续下降，2013财年仅为0.1%。我们认为大企业间竞争最激烈的时点正在过去，预计未来行业的竞争格局将利好安琪。与对手相比，安琪过去的高增长体现了公司竞争能力强于主要对手，只要公司自身战略不出现失误，未来增速可继续超越行业水平。

图表4　2011年-2013年安琪酵母业务毛利率持续处于低位徘徊



资料来源：wind、平安证券研究所

图表5　2010-2013财年英联马利食品原辅料业务(酵母及烘焙配料）营业利润率大幅下降，2013财年仅为0.1%



资料来源：wind、平安证券研究所

近期市场有担心一些采用新原料、新工艺的小酵母厂也可能威胁安琪的市场份额，我们初步判断对安琪的影响还在可控范围内，理由：

- 小酵母企业的品牌、渠道等建立需要时间，同时酵母行业需要较多的前期技术积累。因此， 短期内小企业很难超越行业龙头。
- 由于技术原因，我们认为现阶段生产酵母最好的原料仍是糖蜜，采用新原料、新工艺，如甘薯淀粉等，能否顺利实现大规模量产尚有一定的不确定性。
- 同时，考虑到长距离运输因素，离广西糖蜜产品较远的酵母厂由于运输成本问题，产品的竞争力不足，也难以对安琪形成明显威胁。

但由于小企业新产能投放之后，可能会通过低价持续冲击酵母行业来抢夺市场，短期影响行业盈利能力的回升，因此后续影响还需密切跟踪观察。

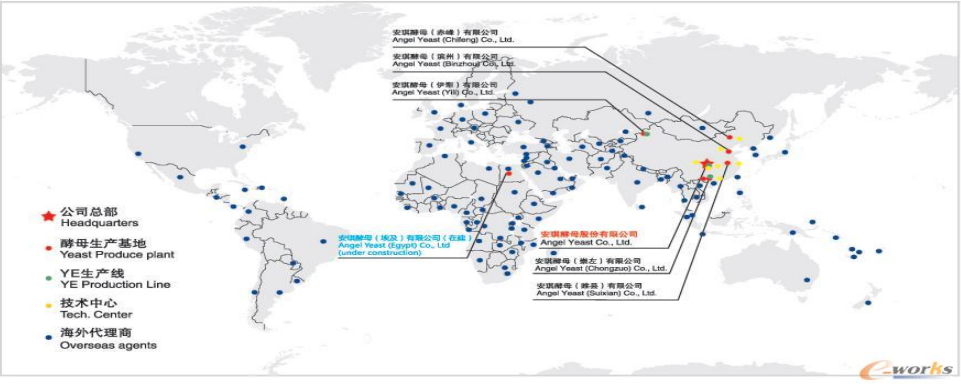
三、“营销服务+技术优势”将推动酵母业务持续增长

重新专注传统业务之后，安琪 3Q13 收入出现恢复性高增长，我们认为“营销服务+技术优势”将支撑酵母业务持续增长，预计 2014 年酵母及相关业务收入总体可增长 10%-12%。

安琪酵母的营销服务能力很强，营销网络和服务体系覆盖全面，团队优秀，同时依托权威机构推广公司产品：

- **公司建立了“应用技术+销售”方案营销模式，营销网络和服务体系覆盖全面**。全国设有 26 个酵母销售办事处，300 多名应用工程师，5000 多个经销商，通过公司网站、中国面包师网、中华面点网、营养健康网、CRM 系统、400 热线电话等资讯平台，为用户提供远程商务和技术服务。公司成立了烘焙与发酵面食技术中心，在北京等地建立了培训中心，通过持续开展技术推广会、产品演示会、“好伙伴”服务等活动，向用户提供全套的技术解决方案。公司定期向顾客发送《中国安琪》、《Angel Herald》等内部刊物，普及产品知识。

图表6　安琪酵母的生产线、技术中心、代理商服务分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

- **应用技术服务团队优秀**。安琪酵母拥有一支由相关各应用领域的烘焙师、酿造师、生物营养师、YE 调味及生物发酵师组成的应用技术服务团队。如厦门五润包子，安琪的面点师多次到工厂进行辅导，提供了多种技术解决方案，现已成为厦门著名的餐饮企业。
- **依托权威机构，推广公司产品，安琪已经成为国内酵母的代名词**。公司依托以安琪为主发起人的中国烘焙协会面包师分会、中国粮油协会发酵面食分会等为用户提供全方位、专业化技术服务。公司通过相关行业组织，开展了发酵面食大赛、面点师之乡认定等活动。发酵面食分会组织了以安琪酵母为核心的技术人员，在面点师集中的县乡，举办面点新技术培训。每年年底，安琪酵母会派出几十支专业技术队伍，分赴各地“馒乡”开展应用技术推广活动。

安琪前身是宜昌食用酵母基地，通过技术起家，技术优势突出：

- **国内主要的酵母产业化创新平台**。公司前身为宜昌食用酵母基地，现阶段拥有行业内唯一的国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室和湖北省酵母工程中心。公司构建了由发酵基础技术研究所、烘焙和发酵面食技术中心、YE 食品调味研究所等组成的全球一流的酵母产业化创新平台。

- **科技人员的激励政策到位**。从 2001 年开始，公司以当年实现的净利润为基数提取不超过 5%设立科技人员奖励基金，2010 年完成的定增也实现了科技骨干与公司利益的一致，形成了有利于技术创新的激励机制。

四、2014 年业绩增速将前低后高，拐点或在下半年

综合考虑收入、成本折旧、三项费用的变化情况，我们认为1H14业绩增长可能仍面临一定压力，预计3Q14开始有望出现业绩拐点， 2015年可出现较快增长。

- 我们近期草根调研了安琪的销售渠道，估计 1-2 月面用酵母业务收入同比增速较慢，主要由于基数原因，但我们估计 3 月开始可以恢复正常增长，预计 2014 全年酵母及相关产品收入可增长 10-12%。

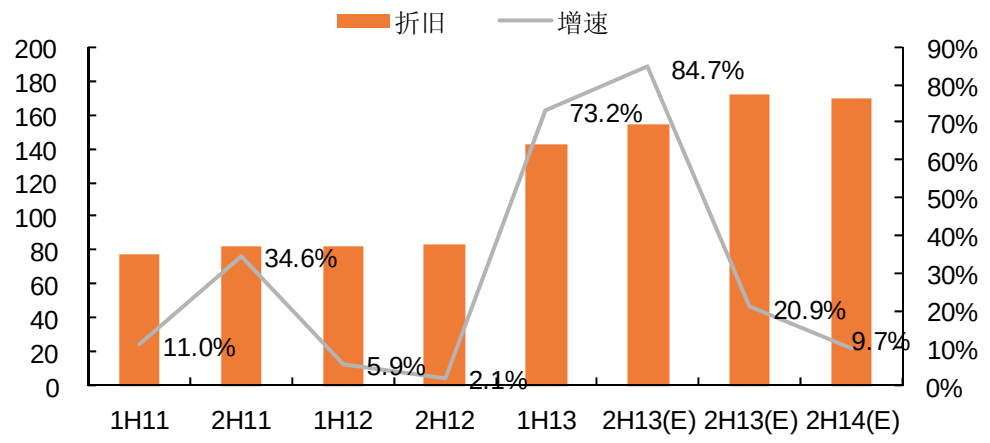
- 折旧对 2014 年成本的影响将逐季减弱，下半年开始占成本的比重下降，2015 年折旧将基本停止增长。2012-2013 年公司产能集中释放，带来固定成本上升，折旧大幅增加，增速高于收入增速。1H13 固定资产环比增加 12 亿，折旧增加 0.6 亿，随着新项目折旧在 2H13 完全体现和赤峰甜菜糖投产，我们估计 2H13 折旧同比增加 0.7 亿左右。由于基数原因，预计 2014 年折旧增速将放缓，同比增长 0.45-0.5 亿，增 16%左右，季度同比增速将逐季下降。根据我们的测算 2014 年下半年开始折旧占成本的比重可明显下降，2015 年折旧将基本停止增长。

图表7　2H12-2013年新投建产能　单位：百万元，万吨

	项目名称	产品	产量	转固数	预算
2H12	安琪产业园	/	/	397	500
1Q13	埃及酵母项目	酵母	1.5	368	458
1Q13	柳州酵母生产线项目	YE	2	444	387
2Q13	云南德宏	酵母	2	346	400
2Q13	宜昌浓缩废水优化			55	58
4Q13	赤峰甜菜糖	甜菜糖	0.3	287（平安预测）	287

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8　安琪酵母折旧变化情况估算　单位：百万元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

- 预计 2014 年销售费用率同比可小幅下降，主要考虑到专注传统业务后招人速度放缓。管理费用率则继续维持高位，同比持平。
- 预计 2014 年财务费用可能同比上升，达到 1.2 亿左右，主要考虑到 2013 年转固项目较多，而现金流入无法抵消转固带来的财务费用率增长。预计 2015 年财务费用同比可下降。

五、盈利预测与投资评级

考虑到费用投入和蓝天糖业的亏损幅度可能超我们预期，我们下调2013年、2014年净利预测8%、27%，预计2013-2015年营收增长14.3%、14.8%、13.5%，净利增长-30.0%、7.2%、49.6%，EPS为0.52、0.55、0.83元。综合考虑收入增长、毛利率、费用率的变化情况，2014年下半年可能出现业绩拐点，我们维持“推荐”的投资评级。

六、风险提示

- 2014年糖蜜价格上涨幅度超预期。
- 2014年小酵母厂新产能投放对行业的冲击超预期。

损益表（百万元，元/股）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	**2,714**	**3,101**	**3,559**	**4,040**
YoY	8.3%	14.3%	14.8%	13.5%
营业成本	1,885	2,179	2,550	2,856
毛利率	30.5%	29.7%	28.4%	29.3%
营业税金及附加	19	22	25	28
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	332	386	422	463
管理费用	138	197	223	244
财务费用	62	105	120	104
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	**268**	**212**	**220**	**344**
加：营业外收入	67	30	30	30
减：营业外支出	1	2	0	0
利润总额	**334**	**240**	**250**	**374**
减：所得税	54	36	37	56
净利润	**280**	**204**	**212**	**318**
减：少数股东损益	37	34	30	45
归属母公司所有者净利	**243**	**170**	**182**	**273**
YoY	-18.5%	-30.0%	7.2%	49.6%
销售净利润率	9.0%	5.5%	5.1%	6.8%
EPS（当年股本）	**0.74**	**0.52**	**0.55**	**0.83**
EPS（最新股本摊薄）	**0.74**	**0.52**	**0.55**	**0.83**

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	23.4	33.5	31.2	20.9
PEG	-0.8	4.7	0.6	0.8
PB	2.1	2.0	1.9	1.8
P/S	2.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	14.8	13.5	11.5	9.7
股息收益率	2.6%	1.2%	1.2%	1.2%
经营回报率				
ROE	9.1%	6.1%	6.2%	8.7%
ROA	4.5%	3.1%	3.2%	4.9%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.7%	45.8%	43.8%	39.1%
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.7
运营效率				
存货周转率	2.7	0.0	0.0	0.0
流动资产周转率	1.5	1.7	1.9	1.9
固定资产周转率	1.4	1.1	1.1	1.3

现金流量表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	280	204	212	318
折旧摊销	173	237	309	321
营运资金投资	89	-102	166	113
经营活动现金净流量	313	623	482	636
资本开支	1,254	464	100	100
投资活动现金净流量	-1,278	-464	-100	-100
债务融资	996	-12	-176	-374
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-49	-49	-66	-66
融资活动现金净流量	895	-174	-361	-544
当年现金净流量	-71	-15	21	-8

资产负债表（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	415	399	420	412
应收款项	508	501	608	689
预付款项	123	153	175	197
存货	755	651	762	854
其他流动资产	27	26	30	35
流动资产合计	**1,871**	**1,767**	**2,039**	**2,239**
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	2,108	3,416	3,312	3,101
无形资产	210	210	210	210
其他非流动资产	1,219	134	30	20
非流动资产合计	**3,575**	**3,798**	**3,590**	**3,369**
资产总计	**5,446**	**5,565**	**5,630**	**5,608**
短期借款	1,271	1,934	1,759	1,385
应付款项	455	416	505	580
预收款项	26	33	36	42
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	242	112	117	142
流动负债合计	**1,968**	**2,462**	**2,380**	**2,106**
长期借款	87	87	87	87
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	542	0	0	0
非流动负债合计	**629**	**629**	**87**	**87**
负债合计	**2,597**	**2,549**	**2,467**	**2,193**
归属母公司所有者权益	2,675	2,809	2,925	3,132
其中：实收资本	330	330	330	330
少数股东权益	174	207	237	282
股东权益合计	**2,849**	**3,016**	**3,162**	**3,414**
负债及股东权益总计	**5,446**	**5,565**	**5,630**	**5,608**

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所
地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257