

## 安琪酵母 (600298)

# 2013年业绩低于预期，等待2H14的业绩拐点

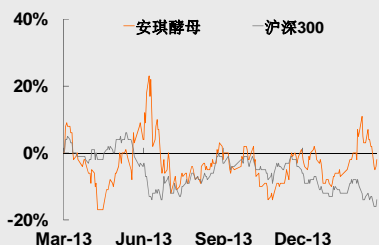
### 推荐 (维持)

现价: 16.19 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)	53.37
流通 A 股市值(亿元)	51.07
每股净资产(元)	8.3
资产负债率(%)	53.8

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

**汤玮亮** 投资咨询资格编号  
S1060512040001  
0755-22624571  
TANGWEILIAN978@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

**事项:** 安琪酵母公布年报。2013 年实现营收 31.2 亿元, 同比增长 15.0%, 归属母公司股东净利 1.46 亿元, 同比降 39.8%, 每股收益 0.44 元。4Q13 营收和净利分别为 9.8 亿元和 0.14 亿元, 营收同比增 29.0%, 净利同比降 68.3%, 每股收益 0.04 元。

#### 平安观点:

- **2013 年营收基本符合我们预期, 增长 15%:** (1) 估计 13 年面用酵母增 5-10%, 增速较慢主要因为国内需求低迷, 同时渠道去库存, 估计国内增速仅为 0-5%。(2) 受益于调味品行业需求旺盛, 估计 13 年 YE 增速可超过 30%, 预计 2014 年仍可保持 25% 的增速。(3) 扣除新增的制糖业务影响, 4Q13 营收增长 21% 左右。
- **2014 年净利低于我们的预期, 下滑 39.8%, 原因:** (1) 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, 2013 年固定资产同比增加 16 亿, 折旧增加 0.83 亿, 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。(2) 新厂投产人员大幅增加, 同时新品研发支出增加, 管理费率同比上升 2.5pct。(3) 政府补助减少, 营业外收入同比减 0.3 亿。(4) 所得税率同比大幅上升。
- **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, 管理费用率则继续维持高位。(4) 考虑到 2013 年转固项目较多, 预计 2014 年财务费用可能同比上升, 超过 1 亿, 预计 2015 年财务费用同比可下降。
- **我们维持 2014 年净利预测, 预计 2014-2015 年营收增长 12.2%、13.0%, 净利增长 23.1%、49.8%, EPS 为 0.55、0.82 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。

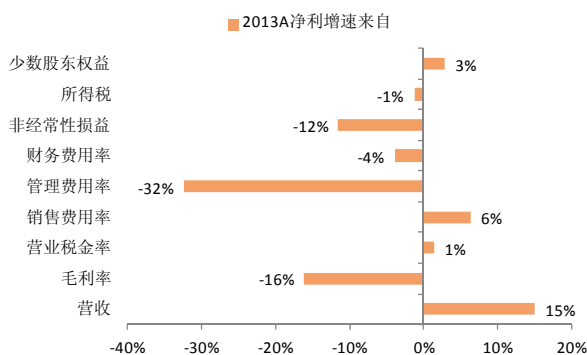
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,506	2,714	3,119	3501	3954
YoY(%)	19.3	8.3	15.0	12.2	13.0
净利润(百万元)	298	243	146	180	270
YoY(%)	4.7	-18.5	-39.8	23.1	49.8
毛利率(%)	29.5	30.5	29.3	28.5	29.3
净利率(%)	11.9	9.0	4.7	5.1	6.8
ROE(%)	12.0	9.1	5.4	6.1	8.4
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.44	0.55	0.82
P/E(倍)	17.9	21.9	36.4	29.6	19.8
P/B(倍)	2.1	2.0	2.0	1.8	1.7

图表 1 2013年报快读：营收、净利分别增15.0%、-39.8%

	4Q12	4Q13	同比变化	FY2012	FY2013	同比变化	
营业收入	757	977	29.0%	2,714	3,119	15.0%	2014 年营收基本符合我们预期，其中酵母及衍生品收入增 8.1%。
营业成本	519	707	36.2%	1,885	2,206	17.0%	
毛利率	31.4%	27.6%	-3.8%	30.5%	29.3%	-1.3%	折旧大幅增加，低毛利率业务收入占比提升，毛利率同比下降。
毛利	237	269	13.4%	828	913	10.2%	
营业税金及附加	4	5	38.2%	19	19	-3.1%	
销售费用	101	97	-4.1%	332	366	10.3%	新厂投产人员大幅增加，同时新品研发支出增加，管理费率同比上升 2.5pct。
管理费用	43	102	140.2%	138	238	72.1%	
财务费用	22	16	-27.7%	62	81	30.4%	
资产减值损失	1	-1	-215.5%	7	-2	-126.7%	
公允价值变动收益	0	0	NA	0		NA	
投资收益	0	1	675.1%	-2	0	87.8%	
营业利润	68	51	-24.5%	268	211	-21.2%	
营业利润率	9.0%	5.3%	-3.7%	9.9%	6.8%	-3.1%	
营业外收入	13	17	483.0%	67	37	-44.7%	
营业外支出	1	1	19.9%	1	1	10.7%	
利润总额	80	68	-14.9%	334	247	-26.0%	
所得税	27	45	68.1%	54	65.2	20.8%	
所得税率	39.8%	90.8%	51.0%	20.0%	30.8%	10.8%	
少数股东损益	10.04	9.08	-9.6%	37.02	35.59	-3.9%	
归属于母公司净利润	43	14	-68.3%	243	146	-39.8%	
净利率	5.7%	1.4%	-4.3%	9.0%	4.7%	-4.3%	净利率下降主要来源于毛利率下降、管理费用率提升。
EPS	0.13	0.04	-68.3%	0.74	0.44	-39.8%	

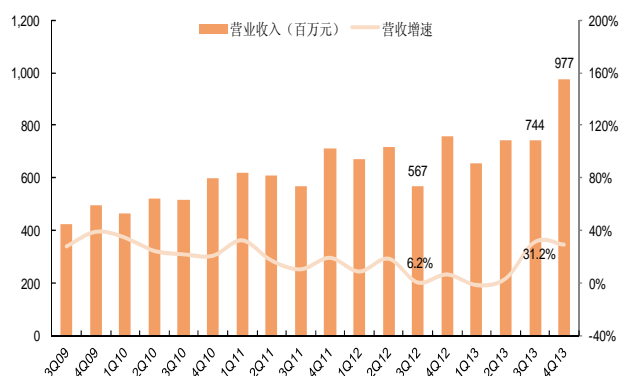
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 2013年业绩下滑主要因为毛利率下降、管理费用率提升



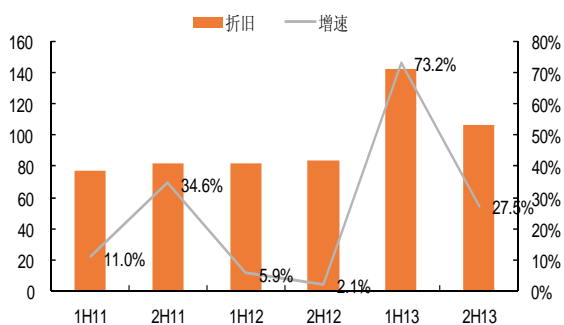
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 4Q13营收增长29.0%



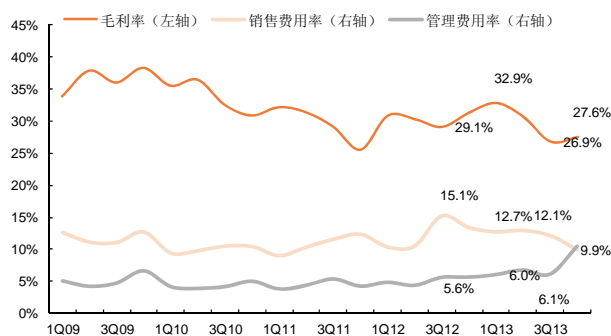
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 2013年折旧同比大幅增加



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 4Q13毛利率同比大幅下降



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 6 重点公司年度盈利预测 单位：元

股票名称	股价 03月14日	EPS				PE				评级
		12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E	
贵州茅台	163.87	12.82	14.81	14.25	15.04	12.8	11.1	11.5	10.9	推荐
五粮液	17.58	2.62	2.10	1.58	1.80	6.7	8.4	11.2	9.8	中性
洋河股份	53.36	5.70	4.65	4.20	5.15	9.4	11.5	12.7	10.4	中性
泸州老窖	19.50	3.13	2.46	1.75	1.80	6.2	7.9	11.1	10.8	中性
青青稞酒	17.52	0.67	0.84	0.91	1.05	26.2	20.9	19.2	16.7	推荐
山西汾酒	17.99	1.53	1.46	1.20	1.39	11.7	12.3	15.0	13.0	中性
顺鑫农业	13.97	0.29	0.45	1.38	0.94	48.7	31.0	10.1	14.8	推荐
张裕 A	26.37	2.48	1.85	1.92	1.97	10.6	14.3	13.8	13.4	中性
青岛啤酒	39.63	1.30	1.63	1.57	1.72	30.4	24.3	25.2	23.1	推荐

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	03月14日	12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E	
海天味业	68.87	1.70	2.24	2.67	3.23	40.5	30.7	25.8	21.3	
中炬高新	9.93	0.16	0.27	0.33	0.38	62.1	36.8	30.1	26.1	推荐
伊利股份	37.54	0.84	1.51	1.64	2.07	44.7	24.8	22.8	18.1	强烈推荐
贝因美	27.18	0.80	1.13	1.52	1.99	34.1	24.2	17.9	13.6	强烈推荐
南方食品	12.88	0.08	0.18	0.41	0.77	170.5	72.4	31.4	16.8	推荐
安琪酵母	16.19	0.74	0.44	0.55	0.82	21.9	36.8	29.6	19.8	推荐
双汇发展	42.06	1.31	1.75	2.20	2.60	32.1	24.0	19.1	16.2	强烈推荐
大北农	13.00	0.42	0.47	0.82	1.40	30.9	26.6	15.8	9.3	强烈推荐
均值						35.3	24.6	19.0	15.5	

资料来源：平安证券研究所、Wind

损益表 (百万元, 元/股)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,119	3,501	3,954	4,399
YoY	15.0%	12.2%	13.0%	11.3%
营业成本	2,206	2,503	2,794	3,101
毛利率	29.3%	28.5%	29.3%	29.5%
营业税金及附加	19	21	23	26
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	366	390	425	462
管理费用	238	259	269	286
财务费用	81	101	85	79
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	211	227	358	446
加: 营业外收入	37	37	37	37
减: 营业外支出	1	1	1	1
利润总额	247	263	394	482
减: 所得税	65	45	67	82
净利润	182	218	327	400
减: 少数股东损益	36	38	57	69
归属母公司所有者净利润	146	180	270	330
YoY	-39.8%	23.1%	49.8%	22.3%
销售净利润率	4.7%	5.1%	6.8%	7.5%
EPS (当年股本)	0.44	0.55	0.82	1.00
EPS (最新股本摊薄)	0.44	0.55	0.82	1.00

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	36.4	29.6	19.8	16.2
PEG	1.6	0.6	0.9	0.6
PB	2.0	1.8	1.7	1.5
P/S	10.9	16.1	8.4	7.9
EV/EBITDA	13.5	11.9	9.9	8.8
股息收益率	2.8%	0.7%	1.0%	1.2%
经营回报率				
ROE	5.4%	6.1%	8.4%	9.5%
ROA	2.3%	2.8%	4.2%	5.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	53.8%	49.9%	45.5%	40.2%
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
运营效率				
存货周转率	2.6	2.5	2.5	2.5
流动资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6
固定资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.3

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	182	218	327	400
折旧摊销	260	298	312	320
营运资金投资	-127	299	92	126
经营活动现金净流量	488	332	632	674
资本开支	596	164	100	100
投资活动现金净流量	-661	-164	-100	-100
债务融资	544	-128	-400	-432
股权融资	-2	0	0	0
支付红利	-49	0	-36	-54
融资活动现金净流量	-91	-261	-521	-565
当年现金净流量	-280	-94	11	10

资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	628	534	545	555
应收款项	413	547	606	663
预付款项	143	162	181	201
存货	923	1,046	1,167	1,295
其他流动资产	31	35	39	44
流动资产合计	2,177	2,369	2,592	2,816
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	3,704	3,666	3,465	3,248
无形资产	271	271	271	271
其他非流动资产	148	38	32	31
非流动资产合计	4,162	4,013	3,806	3,589
资产总计	6,339	6,382	6,398	6,405
短期借款	1,495	1,449	1,549	1,117
应付款项	623	610	716	795
预收款项	48	47	56	61
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	232	126	146	160
流动负债合计	2,349	2,185	2,411	2,072
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	1,058	1,000	500	500
非流动负债合计	1,058	1,058	1,000	500
负债合计	3,408	3,185	2,911	2,572
归属母公司所有者权益	2,736	2,963	3,198	3,474
其中: 实收资本	330	330	330	330
少数股东权益	195	233	290	359
股东权益合计	2,931	3,197	3,487	3,833
负债及股东权益总计	6,339	6,382	6,398	6,405

## 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  $\pm 10\%$ 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  $\pm 5\%$ 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：

此报告旨在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 PINGAN

### 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