

安琪酵母 (600298)

1Q14收入维持较快增速，2H14业绩拐点可期

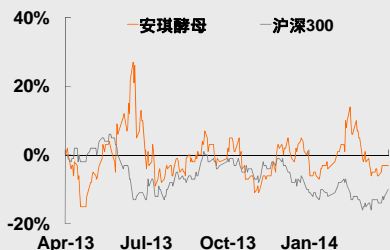
推荐 (维持)

现价：16.18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

- 1Q14 营业收入同比增长 20.8%，增速略高于我们和市场的预期。考虑到基数的原因，预计 2Q14 收入可继续保持较快增速，2H14 收入增速环比可能下降。1Q14 新增了制糖业务收入，扣除糖业影响，估计酵母及相关产品营收增速应在 15%左右。估计面用酵母业务收入增 10-15%，国外增速高于国内。由于面用酵母 2013 年 3 月开始清理渠道库存，因此同期基数较低，我们估计 2014 年 3 月面用酵母收入增速较快，预计 4-5 月可维持相对较快的收入增速。2014 年 1-2 月面用酵母的下游产业糕点和面包行业利润增速同比大幅提升，估计 1Q14 下游需求向好。受益于调味品行业需求旺盛，估计 1Q14 YE 业务继续保持较快增速。
- 1Q14 净利下滑 28%，原因：(1) 毛利率同比下降 1.4pct，估计主要来自于折旧增加和制糖业务。(2) 期间费用同比上升 25%，据此推算，期间费用率上升 0.8pct 至 23.5%，我们判断主要由于财务费用率和管理费率同比上升。(3) 所得税同比上升 206%，估计 1 季度实际所得税率 25%左右，与 2013 年全年税率差不多。
- 展望 2Q14，由于基数原因和制糖收入增量，预计收入可保持 15%以上的增长，折旧增速将低于收入增速，对毛利率有正面影响，不过 2Q14 公司将开始使用提价后的糖蜜，同时期间费用率同比可能继续小幅上升，而所得税率则可能同比继续上升，因此预计 2Q14 净利同比可能持平。
- 综合考虑收入、成本折旧、三项费用的变化情况，我们认为 3Q14 开始有望出现业绩拐点，4Q14-2015 年业绩可出现较快增长：(1) 折旧对 2014 年成本的影响将逐季减弱，2015 年折旧将基本停止增长。(2) 预计 2014 年销售费用率同比可小幅下降，管理费用率则全年继续维持高位，考虑人员招聘的进度，预计 1H14 管理费用率同比继续上升，2H14 同比可出现下降。(3) 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。(4) 4Q14 所得税可出现明显下降，随着公司内部利润的分配趋于合理，2015 年总体所得税率有望出现下降。
- 根据 1Q14 情况，我们小幅上调 2014 年收入预测，但考虑 2014 年所得税率可能超我们预期，我们下调 2014 年净利预测 7%，预计 2014-2015 年营收增长 13.0%、13.0%，净利增长 15.1%、59.1%，EPS 为 0.51、0.81 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：** 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	3526	3984
YoY(%)	19.3	8.3	15.0	13.0	13.0
净利润(百万元)	298	243	146	169	268
YoY(%)	4.7	-18.5	-39.8	15.1	59.1
毛利率(%)	29.5	30.5	29.3	28.5	29.3
净利率(%)	11.9	9.0	4.7	4.8	6.7
ROE(%)	12.0	9.1	5.4	5.7	8.4
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.44	0.51	0.81
P/E(倍)	17.8	21.9	36.3	31.6	19.8
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.67

一、1Q14 收入略超预期，净利低于预期

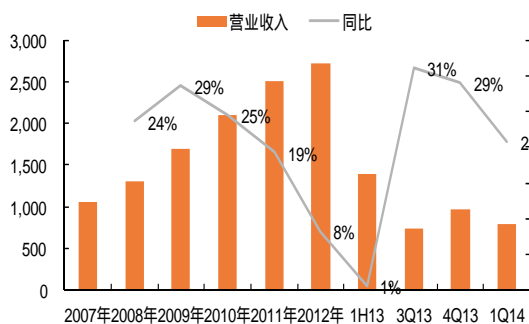
根据公司1季度业绩预告，1Q14营业收入同比增长20.8%，增速略高于我们和市场的预期。1Q14净利下滑28%，略低于市场预期。根据业绩预告数据，我们估算了公司1季度利润表的主要指标，如下表所示。

图表1 安琪酵母1季报利润表估算 单位：百万元

	1Q13	1Q14	同比	备注
营业收入	657.5	794.4	20.8%	1Q14 新增了制糖业务收入，扣除糖业影响，估计酵母及相关产品营收增速应在 15%左右。
营业成本	441.3	544.0	23.3%	
毛利率	32.9%	31.5%	-1.4%	
期间费用	148.7	186.3	25.3%	估计财务费用、管理费用同比增幅较大
期间费用率	22.6%	23.5%	0.8%	
利润总额	66.0	60.6	-8.2%	
所得税	5.0	15.2	206.3%	
所得税率	7.5%	25.1%	17.6%	
净利润	61.0	45.3	-25.7%	
少数股东损益比例	16.9%	19.5%	2.6%	假设 1 季度少数股东损益达到 2013 年全年的水平。
归母净利	50.71	36.5	-28.0%	净利下降主要由于所得税率同比大幅上升

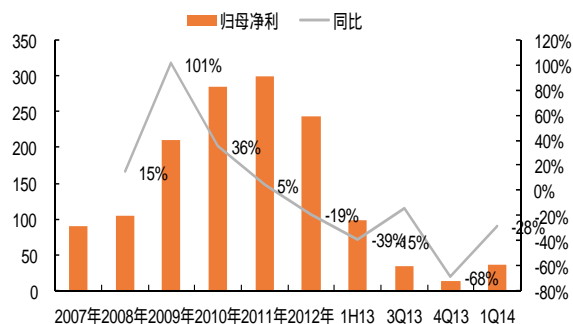
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 安琪酵母1Q14营收保持了3Q13以来的快速增长



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 安琪酵母1Q14净利继续下滑



资料来源：公司公告、平安证券研究所

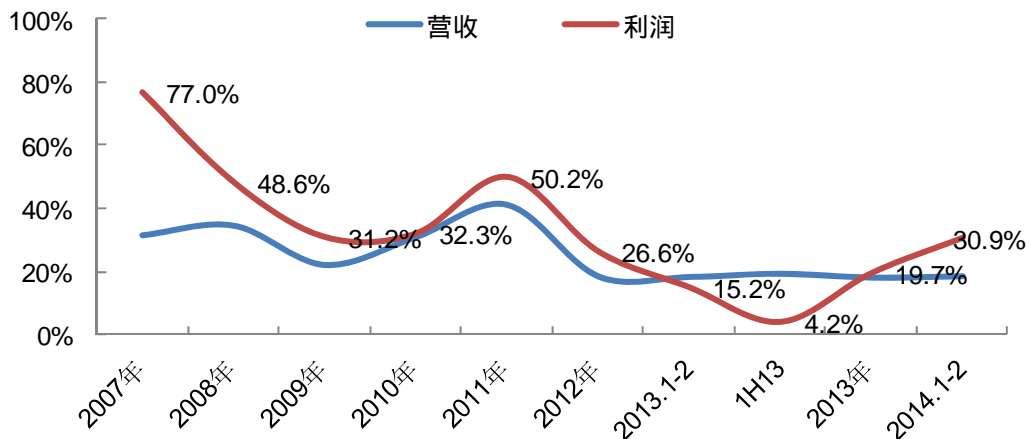
二、1Q14 面用酵母稳定增长，制糖业务贡献收入

1Q14营业收入同比增长20.8%，增速略高于我们的预期。考虑到基数的原因，预计2Q14收入可继续保持较快增速，2H14收入增速环比可能下降。

1Q14新增了制糖业务收入，扣除糖业影响，估计酵母及相关产品营收增速应在15%左右。估计面用

酵母业务收入增10-15%，国外增速高于国内。由于面用酵母2013年3月开始清理渠道库存，因此同期基数较低，我们估计2014年3月面用酵母收入增速较快，预计4-5月可维持相对较快的收入增速。2014年1-2月面用酵母的下游产业糕点和面包行业利润增速同比大幅提升，估计1Q14下游需求向好。受益于调味品行业需求旺盛，估计1Q14 YE业务继续保持了较快增长。

图表4 2014年1-2月糕点和面包行业利润增速同比大幅提升，预计2Q14行业利润保持较快增长 单位：百万元



资料来源：公司网站，平安证券研究所

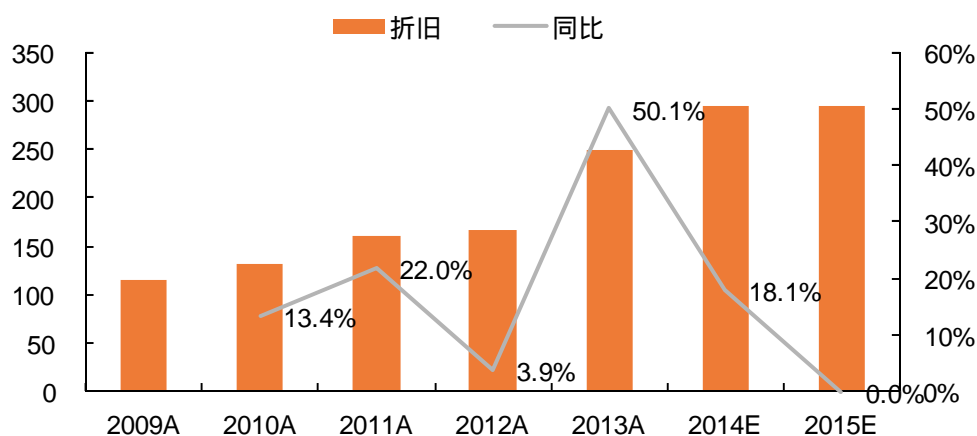
三、所得税率大升是净利低于预期的主要原因

1Q14净利下滑28%，原因：(1) 毛利率同比下降1.4pct，估计主要来自于折旧增加和制糖业务。(2) 期间费用同比上升25%，据此推算，期间费用率上升0.8pct至23.5%，我们判断主要由于财务费用率和管理费率同比上升。(3) 所得税同比上升206%，估计1季度实际所得税率25%左右，与2013年全年税率差不多，这也是净利低于预期的主要原因。

估计折旧增加和糖价低迷是1Q14毛利率下降1.4pct的主要原因。根据产能投产进度，我们估计1Q14折旧增幅2000万左右。1Q14糖蜜价格我们估计变化不大，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。若假设其它成本不变，则折旧增加导致的毛利率应该下降0.6pct。因此，除了折旧因素，估计由于糖价低迷，制糖业务毛利率较低拖累了总体毛利率。

预计折旧对2014-2015年成本的影响将减弱，占成本的比重将逐季下降。2012年-2013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年在建工程转固17亿左右，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0.4-0.5亿，1Q14是折旧增长高峰期，预计季度同比增速将逐季下降。2015年折旧将基本停止增长。

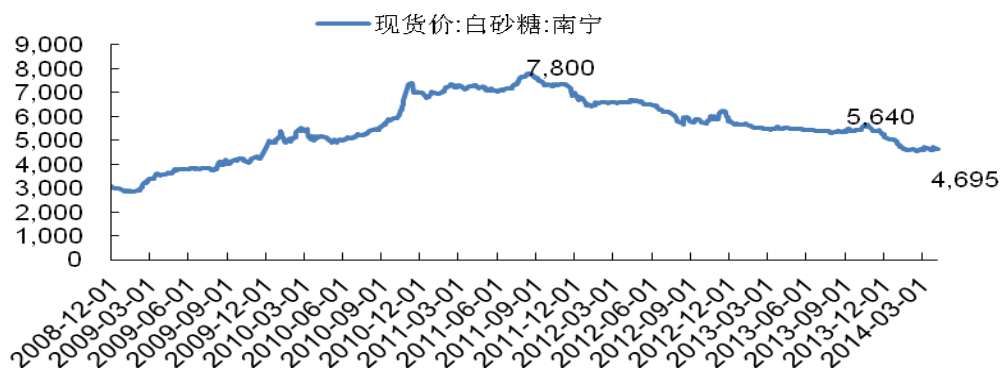
图表5 产能集中投放导致2013年折旧同比增0.83亿，预计2014年增0.4-0.5亿 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

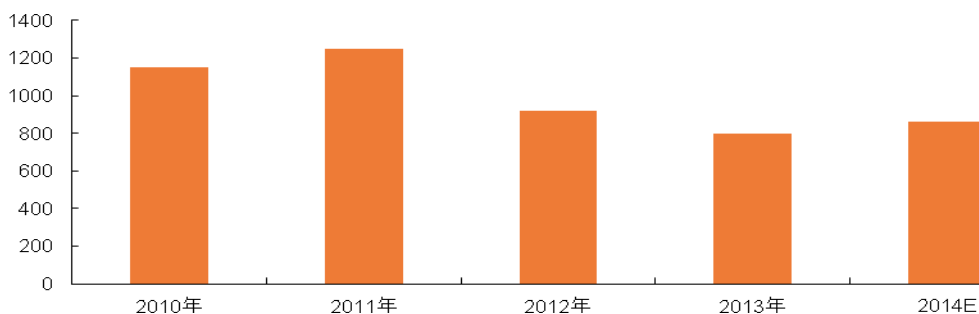
糖价继续处于低位，预计2014年糖业可能出现较大幅度亏损。2013年制糖业务实现收入0.58亿，毛利率仅为4.4%，估计亏损幅度较大。1Q14糖价继续低迷，均价仅为4600-4700元，环比继续下降。预计2014年蓝天糖业可实现收入1.5-2亿，但可能出现较大幅度的亏损。

图表6 1Q14糖价继续低迷，均价仅为4600-4700元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

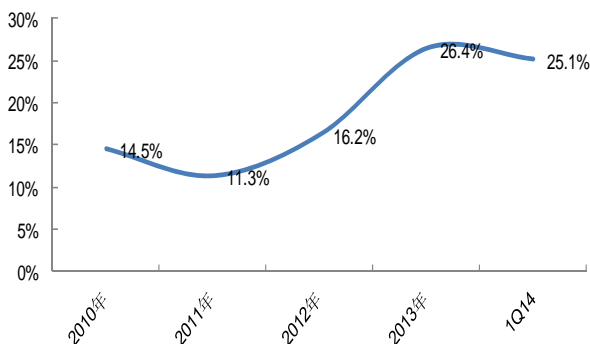
图表7 预计2014年公司使用的糖蜜均价小幅上涨6%左右 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

1Q14所得税同比上升206%，据此推算，1季度实际所得税率25%左右，与2013年全年税率差不多。我们判断，2013年、1Q14所得税率大增主要由于内部利润分配不合理所致，母公司扣除投资收益后出现较大幅度亏损，伊犁、崇左等几个主要子公司净利则下滑幅度较小。销售模式上，安琪的各个子公司产品主要通过宜昌本部统一进行销售，我们认为若能通过内部结算价格的合理调节，所得税率有较大的下调空间。

图表8 安琪酵母2013年、1Q14所得税率大幅上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 2013年本部和子公司税率变化不大

	2012	2013
本部	15%	15%
喜旺	25%	25%
滨州	15%	15%
睢县	15%	15%
赤峰	15%	15%
伊犁	15%	15%
崇左	12.5%	15%
柳州	25%	15%
德宏	25%	25%
宏裕	15%	15%
蓝天糖业	25%	25%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 安琪酵母主要子公司2014年净利下滑幅度较小 单位：万元

	净利润		同比
	2012年	2013年	
安琪酵母(伊犁)有限公司	24,237	21,325	-12.0%
安琪酵母(崇左)有限公司	8,501	9,351	10.0%
安琪酵母(滨州)有限公司	1,765	1,627	-7.8%
安琪酵母(赤峰)有限公司	4,781	5,834	22.0%
安琪酵母(睢县)有限公司	732	484	-33.9%

	净利润		同比
宜昌宏裕塑业有限责任公司	2,933	1,761	-40.0%
宜昌喜旺食品有限公司	121	169	39.6%
合计	43,070	40,551	-5.8%

资料来源：平安证券研究所

四、维持 14 年业绩增速前低后高的判断，拐点或在下半年

展望2Q14，由于基数原因和制糖业务的原因，预计收入可保持15%以上的增长，折旧增速将低于收入增速，对毛利率有正面影响，不过2Q14公司将开始使用提价后的糖蜜，同时期间费用率同比可能继续小幅上升，而所得税率则可能同比继续大幅上升，因此我们判断2Q14净利同比可能持平。

综合考虑收入、成本折旧、三项费用的变化情况，我们认为3Q14开始有望出现业绩拐点，4Q14-2015年业绩可出现较快增长：（1）折旧对2014年成本的影响将逐季减弱，2015年折旧将基本停止增长。（2）预计2014年销售费用率同比可小幅下降，管理费用率则全年继续维持高位，考虑人员招聘的进度，预计1H14管理费用率同比继续上升，2H14同比可出现下降。（3）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。（4）4Q14所得税可出现明显下降，随着公司内部利润的分配趋于合理，2015年总体所得税率有望出现下降。

五、盈利预测与投资评级

根据1Q14情况，我们小幅上调2014年收入预测，但考虑2014年所得税率可能超我们预期，我们下调2014年净利预测7%，预计2014-2015年营收增长13.0%、13.0%，净利增长15.1%、59.1%，EPS为0.51、0.81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)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,119	3,526	3,984	4,433
YoY	15.0%	13.0%	13.0%	11.3%
营业成本	2,206	2,521	2,815	3,124
毛利率	29.3%	28.5%	29.3%	29.5%
营业税金及附加	19	21	24	26
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	366	393	428	465
管理费用	238	261	271	288
财务费用	81	101	86	80
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	211	229	361	449
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	265	397	485
减: 所得税	65	58	71	87
净利润	182	207	325	398
减: 少数股东损益	36	38	57	70
归属母公司所有者净利	146	169	268	328
YoY	-39.8%	15.1%	59.1%	22.3%
销售净利润率	4.7%	4.8%	6.7%	7.4%
EPS (当年股本)	0.44	0.51	0.81	0.99
EPS (最新股本摊薄)	0.44	0.51	0.81	0.99

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	36.3	31.6	19.8	16.2
PEG	2.4	0.5	0.9	0.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.5
P/S	10.9	17.0	8.4	7.9
EV/EBITDA	13.4	11.8	9.8	8.7
股息收益率	2.8%	0.6%	1.0%	1.2%
经营回报率				
ROE	5.4%	5.7%	8.4%	9.5%
ROA	2.3%	2.6%	4.2%	5.1%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	53.8%	50.2%	45.8%	40.5%
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	207	325	398
折旧摊销	260	298	312	320
营运资金投资	-127	307	93	127
经营活动现金净流量	488	313	631	673
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	-108	-400	-429
股权融资	-2	0	0	0
支付红利	-49	0	-34	-54
融资活动现金净流量	-91	-243	-520	-563
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	551	611	668
预付款项	143	163	182	202
存货	923	1,053	1,175	1,305
其他流动资产	31	35	40	44
流动资产合计	2,177	2,382	2,607	2,833
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	6,395	6,413	6,422
短期借款	1,495	1,468	1,568	1,139
应付款项	623	614	721	801
预收款项	48	48	56	62
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	232	127	147	161
流动负债合计	2,349	2,210	2,437	2,101
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	629	1,058	1,000	500
负债合计	3,408	3,210	2,937	2,601
归属母公司所有者权益	2,736	2,952	3,186	3,460
其中: 实收资本	330	330	330	330
少数股东权益	195	234	291	361
股东权益合计	2,931	3,185	3,477	3,821
负债及股东权益总计	6,339	6,395	6,413	6,422

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