

安琪酵母 (600298)

业绩转正时点渐行渐近

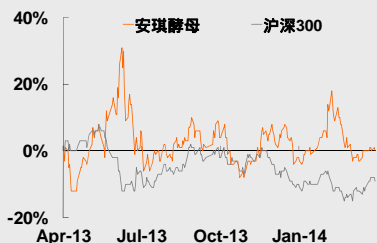
推荐 (维持)

现价：15.92 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)	52.87
流通 A 股市值(亿元)	50.60
每股净资产(元)	8.3
资产负债率(%)	53.8

行情走势图



证券分析师

汤玮亮 投资咨询资格编号
S1060512040001
0755-22624571
TANGWEILIAN@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 2014 年 1 季报。1Q14 实现营收 7.98 亿元 同比增 21.3%，归属母公司股东净利 0.36 亿元，同比降 28.6%，每股收益 0.11 元。1 季报业绩与 4 月 5 日的业绩预告基本相符。

平安观点：

- **面用酵母出现恢复性增长，YE 快速增长，新增制糖业务收入，1Q14 营收同比增长 21.3%，略高于业绩预告 20.8% 的增速。** 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低于 20%。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。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。
- **毛利率下降，管理、财务费用率、所得税率上升，营业外收入同比下降，1Q14 净利下滑 28.6%：**(1) 毛利率同比下降 1.0pct，估计主要来自于折旧增加和制糖业务。(2) 管理费用率同比增 1.1pct，财务费用率同比增 1.0pct，销售费用率同比降 0.5pct。(3) 所得税率同比上升 17.7pct 至 25.7%。(4) 营业外收入同比下降 17.3%。
- **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。
- **考虑收入、成本折旧、费用、所得税的变化情况，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。
- **我们维持现有盈利预测，**预计 2014-2015 年营收增 13.0%、13.0%，净利增 15.1%、59.1%，EPS 为 0.51、0.81 元。综合考虑收入、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。

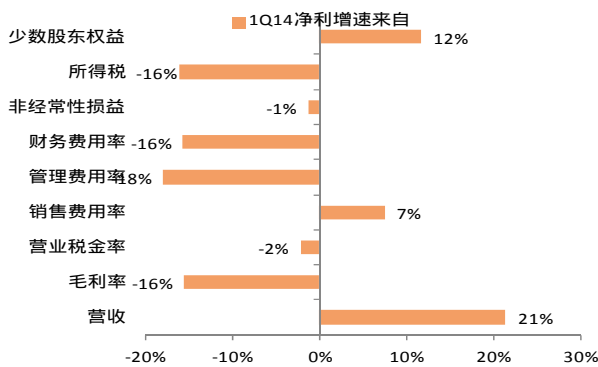
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,506	2,714	3,119	3526	3984
YoY(%)	19.3	8.3	15.0	13.0	13.0
净利润(百万元)	298	243	146	169	268
YoY(%)	4.7	-18.5	-39.8	15.1	59.1
毛利率(%)	29.5	30.5	29.3	28.5	29.3
净利率(%)	11.9	9.0	4.7	4.8	6.7
ROE(%)	12.0	9.1	5.4	5.7	8.4
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.44	0.51	0.81
P/E(倍)	17.8	21.6	35.8	31.1	19.6
P/B(倍)	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6

图表 1 2014年1季报快读：收入增21.3%，净利下滑28.6%

	1Q13	1Q14	QoQ	
营业收入	658	798	21.3%	1Q14 营收同比增长 21.3% ,略高于业绩预告 20.8% 的增速。
营业成本	441	543	23.1%	
毛利率	32.9%	31.9%	-1.0%	
毛利	216	254	17.7%	
营业税金及附加	3	5	53.2%	
销售费用	83	97	16.8%	1Q14 销售费用率同比下降,预计未来 2 个季度同比可继续下降。
管理费用	40	57	44.3%	公司规模扩大导致人员薪酬及管理成本上升,支付给职工以及为职工支付的现金较上年同期增加了 30%。
财务费用	26	39	52.5%	新生产线上年转固投产后,利息资本化减少。
资产减值损失	2	0	-96.6%	
公允价值变动收益	0		0.0%	
投资收益	-1	-2	-180.6%	合营公司新疆伊力特糖业公司亏损额较 1Q13 增加。
营业利润	61	53	-13.5%	营业利润增速低于收入主要因为管理和财务费用率同比大幅上升。
营业利润率	9.3%	6.7%	-2.7%	
营业外收入	5	4	-17.3%	
营业外支出	0	0	-95.3%	
利润总额	66	57	-13.5%	
所得税	5	14	186.4%	母公司亏损额预计未来期间无法产生足够的应纳税所得额用于弥补,因此未确认递延所得税所致。
所得税率	8.0%	25.7%	17.7%	
少数股东权益	10	7	-35.8%	
归属于母公司净利润	51	36	-28.6%	
净利率	7.7%	4.5%	-3.2%	
EPS	0.15	0.11	-28.6%	

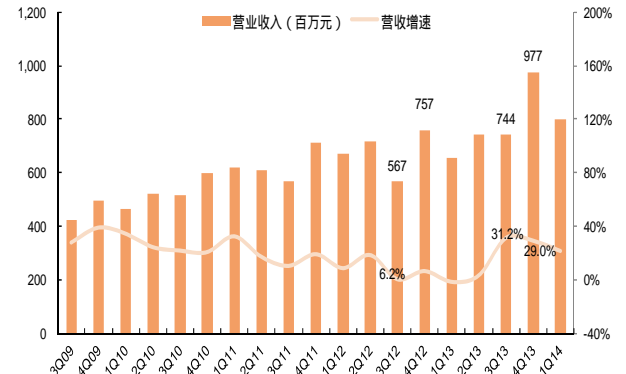
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 2 1Q14毛利率下降，管理费用率、财务费用率、所得税率上升导致业绩下滑



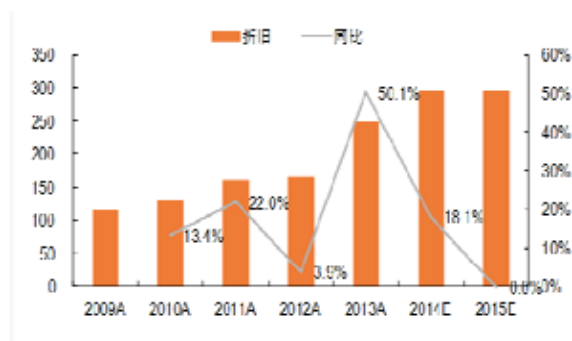
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 1Q14营收增21.3%



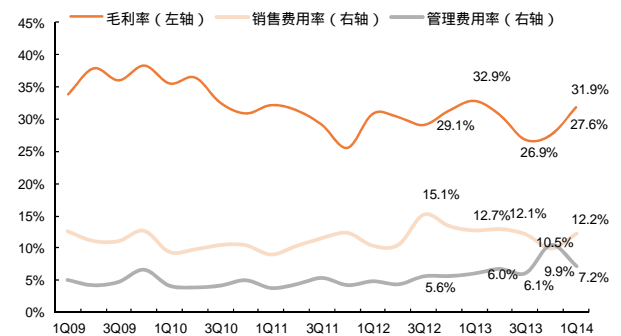
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 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



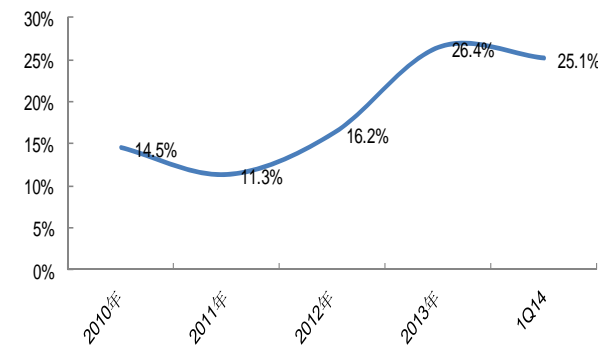
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 1Q14毛利率同比下降1.0pct



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 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7 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8 安琪酵母主要子公司2013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%
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：公司公告，平安证券研究所

图表9 食品饮料重点公司估值对比 单位：元

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	04月17日	12A	13E	14E	15E	12A	13E	14E	15E	
贵州茅台	175.20	12.82	14.81	14.25	15.04	13.7	11.8	12.3	11.6	推荐
五粮液	17.67	2.62	2.10	1.58	1.80	6.8	8.4	11.2	9.8	中性
洋河股份	53.88	5.70	4.65	4.20	5.15	9.5	11.6	12.8	10.5	中性
泸州老窖	17.67	3.13	2.46	1.43	1.47	5.6	7.2	12.4	12.0	中性
青青稞酒	17.06	0.67	0.84	0.91	1.05	25.5	20.3	18.7	16.2	推荐
山西汾酒	15.72	1.53	1.11	0.93	1.15	10.3	14.2	17.0	13.7	中性
顺鑫农业	15.12	0.29	0.45	1.13	1.18	52.7	33.5	13.4	12.8	推荐
张裕 A	26.54	2.48	1.85	1.92	1.97	10.7	14.3	13.8	13.4	中性
青岛啤酒	40.45	1.30	1.46	1.58	1.77	31.1	27.7	25.6	22.8	推荐
海天味业	71.22	1.70	2.26	2.64	3.35	41.9	31.5	27.0	21.2	
中炬高新	10.32	0.16	0.27	0.34	0.43	64.5	38.2	30.6	24.1	推荐
伊利股份	37.81	0.84	1.51	1.64	2.07	45.0	25.0	23.0	18.3	强烈推荐
贝因美	27.04	0.80	1.13	1.32	1.81	33.9	24.0	20.5	15.0	强烈推荐
南方食品	13.57	0.08	0.18	0.41	0.77	179.7	76.3	33.1	17.7	推荐
安琪酵母	15.92	0.74	0.44	0.51	0.81	21.6	36.2	31.1	19.6	推荐
双汇发展	39.35	1.31	1.75	2.20	2.60	30.0	22.4	17.9	15.1	强烈推荐
大北农	12.66	0.42	0.47	0.73	1.24	30.1	26.9	17.5	10.2	强烈推荐
均值						36.0	25.3	19.9	15.5	

资料来源：wind，平安证券研究所

损益表 (百万元, 元/股)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,119	3,526	3,984	4,433	净利润	182	207	325	398
YoY	15.0%	13.0%	13.0%	11.3%	折旧摊销	260	298	312	320
营业成本	2,206	2,521	2,815	3,124	营运资金投资	-127	307	93	127
毛利率	29.3%	28.5%	29.3%	29.5%	经营活动现金净流量	488	313	631	673
营业税金及附加	19	21	24	26	资本开支	596	164	100	100
股权激励费用	0	0	0	0	投资活动现金净流量	-661	-164	-100	-100
销售费用	366	393	428	465	债务融资	544	-108	-400	-429
管理费用	238	261	271	288	股权融资	-2	0	0	0
财务费用	81	101	86	80	支付红利	-49	0	-34	-54
投资净收益	0	0	0	0	融资活动现金净流量	-91	-243	-520	-563
营业利润	211	229	361	449	当年现金净流量	-280	-94	11	10
加: 营业外收入	37	37	37	37					
减: 营业外支出	1	1	1	1	资产负债表 (百万元)				
利润总额	247	265	397	485	货币资金	628	534	545	555
减: 所得税	65	58	71	87	应收款项	413	551	611	668
净利润	182	207	325	398	预付款项	143	163	182	202
减: 少数股东损益	36	38	57	70	存货	923	1,053	1,175	1,305
归属母公司所有者净利	146	169	268	328	其他流动资产	31	35	40	44
YoY	-39.8%	15.1%	59.1%	22.3%	流动资产合计	2,177	2,382	2,607	2,833
销售净利润率	4.7%	4.8%	6.7%	7.4%	长期股权投资	38	38	38	38
EPS (当年股本)	0.44	0.51	0.81	0.99	固定资产	3,704	3,666	3,465	3,248
EPS (最新股本摊薄)	0.44	0.51	0.81	0.99	无形资产	271	271	271	271
					其他非流动资产	148	38	32	31
重要指标速览					非流动资产合计	4,162	4,013	3,806	3,589
估值					资产总计	6,339	6,395	6,413	6,422
PE	35.8	31.1	19.6	16.0	短期借款	1,495	1,468	1,568	1,139
PEG	2.4	0.5	0.9	0.6	应付款项	623	614	721	801
PB	1.9	1.8	1.6	1.5	预收款项	48	48	56	62
P/S	10.7	16.8	8.3	7.8	应付股利	0	0	0	0
EV/EBITDA	13.3	11.7	9.7	8.7	其他流动负债	232	127	147	161
股息收益率	2.8%	0.6%	1.0%	1.2%	流动负债合计	2,349	2,210	2,437	2,101
经营回报率					长期借款	0	0	0	0
ROE	5.4%	5.7%	8.4%	9.5%	应付债券	0	0	0	0
ROA	2.3%	2.6%	4.2%	5.1%	其他非流动负债	1,058	1,000	500	500
资本结构及偿债能力					非流动负债合计	629	1,058	1,000	500
资产负债率	53.8%	50.2%	45.8%	40.5%	负债合计	3,408	3,210	2,937	2,601
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	归属母公司所有者权益	2,736	2,952	3,186	3,460
运营效率					其中: 实收资本	330	330	330	330
存货周转率	2.6	2.5	2.5	2.5	少数股东权益	195	234	291	361
流动资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.6	股东权益合计	2,931	3,185	3,477	3,821
固定资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.3	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 $\pm 10\%$ 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

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200041	邮编：100031
传真：(0755) 82026711	传真：(021) 33830395	