

安琪酵母 (600298)

2Q14净利如期恢复增长，利润爆发看2015年

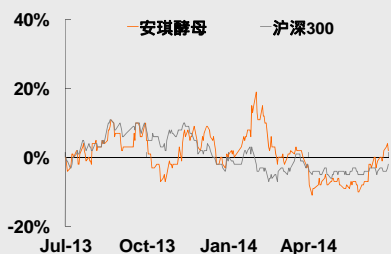
推荐 (维持)

现价：16.14元

主要数据

行业	平安食品饮料
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)	320
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	53.20
流通A股市值(亿元)	51.63
每股净资产(元)	8.41
资产负债率(%)	54.3

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
TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

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

证券分析师

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14年中报。1H14年实现营收17.4亿元，同比增长24.4%，归属母公司股东净利0.86亿元，同比降11.5%，每股收益0.26元。2Q14营收和净利分别为9.4亿元和0.50亿元，营收同比增27.1%，净利同比增7.1%，每股收益0.15元。

平安观点：

■ **1H14 营收略超我们预期，增长24.4%，其中酵母及深加工产品营收增21.5%，收入增速较快的可能原因：**(1) 由于3Q13开始公司重新专注传统酵母业务，营销和技术优势推动了传统酵母业务连续4个季度出现较快的恢复性增长，估计1H14面用酵母可增长20%左右。(2) 受益于调味品行业旺盛的需求，估计1H14 YE可维持2013年的高增速，达到30-40%。(3) 由于公司的酵母产品2013年3-5月清理渠道库存，因此1H13收入基数较低。

■ **毛利率下降，管理、财务费用率、所得税率上升，2Q14 净利增长7.1%，净利率同比继续下降：**(1) 2Q14毛利率同比降1.0pct，主要因为酵母以外其它低毛利率的业务收入占比上升，其中酵母业务毛利率同比下降0.3pct，估计主要因为糖蜜价格上升和低毛利率的酵母出口收入占比提升；(2) 1H14销售体系人员得到优化和精简，销售费用率同比降0.8pct；(3) 新生产线转固后资本化利息减少以及贷款规模增长，财务费用率同比升0.3pct。(4) 所得税率同比上升12pct至28%。

■ **2Q14 净利拐点已如期出现，考虑收入、折旧、费用、所得税的变化情况，我们认为2015年净利可出现50-60%的增长：**(1) 结合公司的产能投放计划分析，2015年折旧将基本停止增长。(2) 结合人员招聘情况判断，预计2015年销售费用率和管理费用率均有望小幅下降。(3) 由于2013年转固项目较多，2014年财务费用可能同比上升，超过1亿，随着现金流的改善，预计2015年财务费用同比可下降。(4) 预计2015年公司内部利润的分配将趋于合理，总体所得税率有望出现下降。

■ **我们上调2014年收入预测，维持原来的净利预测，预计2014-2015年营收增长17.0%、13.1%，净利增长22.5%、55.4%，EPS为0.55、0.85元。**考虑到4Q14-2015年净利有望出现较快增长，未来管理层释放业绩意愿有增强的可能性，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。

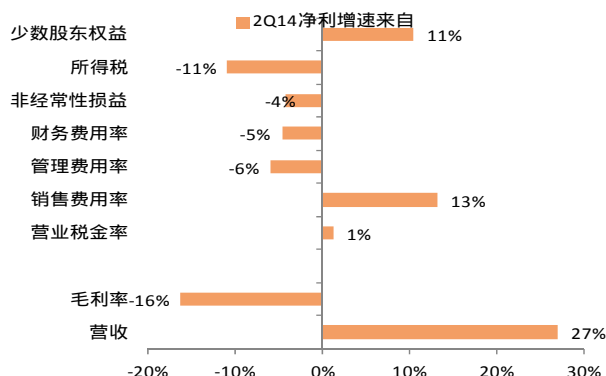
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2714	3119	3650	4128	4588
YoY(%)	8	15	17	13	11
净利润(百万元)	243	146	179	279	340
YoY(%)	-19	-40	22	55	22
毛利率(%)	30.5	29.3	28.6	29.4	29.6
净利率(%)	9.0	4.7	4.9	6.8	7.4
ROE(%)	9	5	6	9	10
EPS(摊薄/元)	0.74	0.44	0.55	0.85	1.03
P/E(倍)	21.8	36.3	29.6	19.1	15.6
P/B(倍)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.5

图表 1 2014中报快读：2Q14营收、净利分别增27.1%、7.1%

	2Q13	2Q14	QoQ	1H13	1H14	HoH	
营业收入	741	942	27.1%	1,399	1,740	24.4%	1H14 营收略超我们预期，增长24.4%，其中酵母及深加工产品营收增 21.5%。
营业成本	514	662	28.8%	955	1,205	26.2%	
毛利率	30.7%	29.7%	-1.0%	31.7%	30.7%	-1.0%	毛利率同比下降 1.0pct，主要因为酵母以外的低毛利率业务收入占比上升，其中酵母业务毛利率同比下降 0.3pct，估计主要因为糖蜜价格上升和酵母出口收入占比提升。
毛利	228	280	23.0%	444	535	20.4%	
营业税金及附加	5	5	10.9%	8	11	28.5%	
销售费用	96	114	19.2%	179	212	18.1%	销售体系人员得到优化和精简，2Q14销售费用率同比降 0.8pct。
管理费用	50	67	33.7%	90	124	38.4%	
财务费用	20	28	40.3%	45	67	47.2%	
资产减值损失	1	3	151.8%	3	3	-3.6%	
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	-1	-2	-178.4%	-1	-4	-179.6%	伊力特糖业出现亏损，
营业利润	56	61	10.4%	117	114	-2.1%	
营业利润率	7.5%	6.5%	-1.0%	8.4%	6.6%	-1.8%	
营业外收入	10	14	34.4%	15	18	18.0%	
营业外支出	0	1	425.8%	0	1	159.0%	
利润总额	66	74	13.1%	132	131	-0.2%	
所得税	9	18	94.6%	14	32	127.0%	
所得税率	16.2%	28.0%	11.8%	11.9%	26.9%	15.1%	
少数股东损益	10	7	-33.6%	20	13	-34.7%	
归属于母公司净利润	47	50	7.1%	98	86	-11.5%	
净利率	7.6%	6.0%	-1.6%	8.4%	5.7%	-2.7%	净利率下降主要来源于毛利率下降、管理费用率和财务费用率提升、所得税率提升。
EPS	0.14	0.15	7.1%	0.30	0.26	-11.5%	

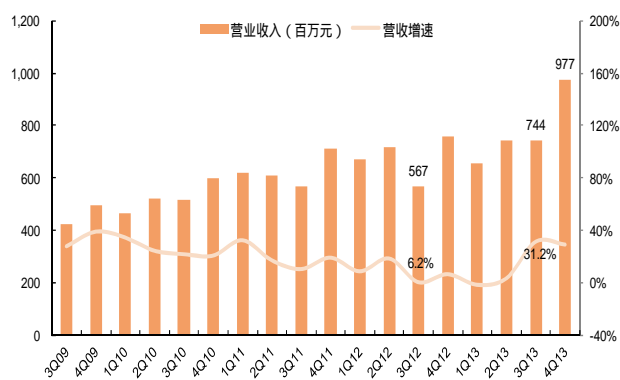
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 2Q14净利增长主要来自于营收增长、销售费用率下降



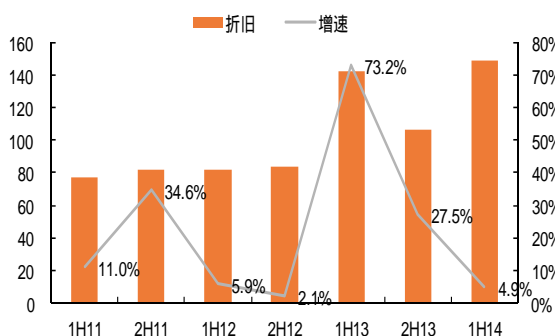
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 2Q14营收增长27.1%



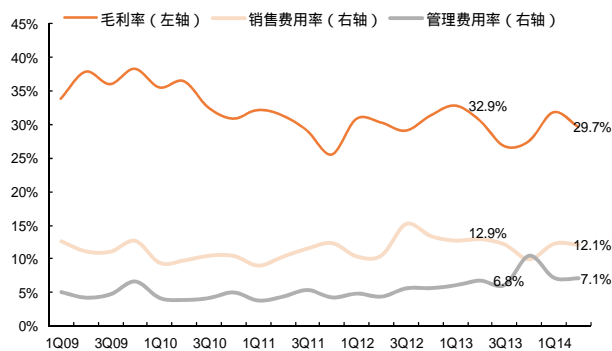
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1H14年折旧同比小幅增长4.9%，增幅低于我们预期估计主要是会计口径的问题



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 5 2Q14毛利率同比降1.0pct



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 07月24日	EPS				PE				评级
		2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
贵州茅台	163.53	11.65	13.25	12.96	13.68	14.0	12.3	12.6	12.0	中性
五粮液	19.50	2.62	2.10	1.80	1.94	7.5	9.3	10.9	10.1	中性
洋河股份	57.19	5.72	4.65	4.21	4.73	10.0	12.3	13.6	12.1	中性
泸州老窖	17.50	3.13	2.45	1.43	1.47	5.6	7.1	12.2	11.9	中性
青青稞酒	16.06	0.67	0.83	0.81	0.92	24.0	19.4	19.9	17.4	中性
山西汾酒	15.48	1.53	1.11	0.69	0.81	10.1	14.0	22.6	19.1	中性
顺鑫农业	14.35	0.22	0.35	0.73	0.87	65.1	41.4	19.7	16.4	推荐
张裕 A	25.12	2.48	1.53	1.35	1.32	10.1	16.4	18.6	19.0	中性

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	07月24日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E	
青岛啤酒	40.91	1.30	1.46	1.58	1.77	31.4	28.0	25.9	23.1	推荐
海天味业	32.75	0.81	1.07	1.32	1.63	40.6	30.5	24.8	20.0	强烈推荐
中炬高新	9.82	0.16	0.27	0.36	0.50	62.2	36.8	26.9	19.5	推荐
伊利股份	23.71	0.56	1.56	1.96	2.26	42.3	15.2	12.1	10.5	强烈推荐
贝因美	14.36	0.50	0.71	0.56	0.78	28.8	20.4	25.8	18.3	中性
南方食品	12.03	0.08	0.17	0.34	0.69	159.3	71.9	35.7	17.5	推荐
安琪酵母	16.12	0.74	0.44	0.55	0.85	21.9	36.3	31.5	19.8	推荐
双汇发展	33.70	1.31	1.75	2.14	2.46	25.7	19.2	15.8	13.7	强烈推荐
大北农	12.19	0.41	0.47	0.68	1.16	29.6	26.0	17.9	10.5	强烈推荐

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	3,650	4,128	4,588
YoY	15.0%	17.0%	13.1%	11.1%
营业成本	2,206	2,606	2,914	3,230
毛利率	29.3%	28.6%	29.4%	29.6%
营业税金及附加	19	22	24	27
股权激励费用	0	0	0	0
销售费用	366	405	442	482
管理费用	238	266	281	298
财务费用	81	104	90	84
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	211	246	377	467
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	282	412	503
减: 所得税	65	62	74	90
净利润	182	220	338	412
减: 少数股东损益	36	41	59	72
归属母公司所有者净利	146	179	279	340
YoY	-39.8%	22.5%	55.4%	21.9%
销售净利润率	4.7%	4.9%	6.8%	7.4%
EPS (当年股本)	0.44	0.55	0.85	1.03
EPS (最新股本摊薄)	0.44	0.55	0.85	1.03

重要指标速览	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	36.3	29.6	19.1	15.6
PEG	1.6	0.5	0.9	0.6
PB	1.9	1.8	1.7	1.5
P/S	10.9	18.3	8.3	7.7
EV/EBITDA	13.4	11.4	9.5	8.5
股息收益率	2.8%	0.7%	1.0%	1.3%
经营回报率				
ROE	5.4%	6.2%	8.8%	9.9%
ROA	2.3%	2.8%	4.3%	5.2%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	53.8%	51.2%	46.8%	41.4%
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
运营效率				
存货周转率	2.6	2.6	2.5	2.5
流动资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.6
固定资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.4

现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
净利润	182	220	338	412
折旧摊销	260	298	312	320
营运资金投资	-127	346	97	130
经营活动现金净流量	488	291	644	688
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	-34	-406	-439
股权融资	-2	0	0	0
支付红利	-49	-49	-36	-56
融资活动现金净流量	-91	-221	-533	-578
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	570	633	692
预付款项	143	169	189	209
存货	923	1,089	1,217	1,349
其他流动资产	31	37	41	46
流动资产合计	2,177	2,445	2,680	2,911
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	6,458	6,487	6,500
短期借款	1,495	1,542	1,636	1,197
应付款项	623	635	746	828
预收款项	48	49	58	64
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	232	132	153	167
流动负债合计	2,349	2,309	2,535	2,192
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	3,309	3,035	2,692
归属母公司所有者权益	2,736	2,913	3,156	3,440
其中: 实收资本	330	330	330	330
少数股东权益	195	236	295	368
股东权益合计	2,931	3,149	3,451	3,808
负债及股东权益总计	6,339	6,458	6,487	6,500

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：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	