

2014年08月01日

证券研究报告·公司研究·食品饮料

安琪酵母(600298)调研报告

增持(首次)

当前价: 16.76元



业绩筑底, 企稳趋势明显

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与安琪酵母管理层就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **经营回顾: 业绩筑底, 企稳趋势明显。** 2014H1 收入 17.4 亿元、24.4%, 净利润 0.86 亿元、-11.5%, EPS0.26 元。2014Q2 收入 9.4 亿元、27.1%, 净利润 0.50 亿元、7.07%, EPS0.15 元, 单季度收入、净利润同比增速均有好转, 且净利润增速连续两个季度企稳回升, Q2 实现正增长。分产品结构: 酵母及深加工产品收入 14.5 亿元, 增 14.1%, 毛利率 33.76%, 升 1.36pct; 包装收入 0.76 亿元, 增 121.5%, 毛利率 13.40%, 降 6.05pct; 奶制品 0.21 亿元, 增 24.1%, 毛利率 27.78%, 降 2.96pct; 制糖收入 0.14 亿元, 毛利率 -9.42%, 2013H2 新增业务; 其他收入 1.7 亿元, 增 136.6%, 毛利率 18.36%, 降 8.68pct。
- **各项业务齐头并进, 收入快速增长。** 2014H1 收入快速增长主因: 一、重回酵母主业, 传统酵母继续保持稳定增长, 20%左右; 二、埃及公司投产、人民币贬值等因素出口增 23%; 三、酵母抽提物(YE)下游需求强劲, 增 30%左右, 其中方便面酱包需求较为稳定、调味品(原酿造酱油、鸡精等)快速增长, 生物技术用 YE 市场开拓顺利, 随着消费者对 YE 认知的逐步提升, 预计将保持快速增长趋势。四、动物营养增 13%; 保健品业务梳理整顿, 上半年扭亏为盈。
- **毛利率逐步提升, 净利率有望改善。** 公司从三个方面提升两率: 一、酵母主业毛利率提升: 2013 年柳州、埃及、德宏及蓝天糖业产能投产转固, 造成当年折旧、摊销和费用大幅增加, 毛利率下滑, 今明两年公司已无大额在建项目。依托完善营销网络及低成本优势, 酵母主业稳定增长, 毛利率逐季改善。二、严控三费: 加强营销渠道改革, 销售费用率有望逐步下移; 控制员工数量, 人工支出趋于稳定。三、所得税率有改善空间: 2013 年随着各子公司产能相继投产及盈利能力的逐步提升, 子公司缴纳所得税额大幅增加; 而母公司承担大量研发、库存、运输及管理费用的薪酬等, 导致亏损, 但母子公司之间不能抵扣所得税, 致使 2013 年以来所得税率大幅提升, 削弱净利率。未来公司将通过内部产品定价及其他方式寻求改革, 降低所得税率, 净利率有望逐步改善。
- **估值与评级:** 2014-2016 年净利润 CAGR 达到 23.19%, EPS 分别为 0.50 元、0.64 元、0.83 元, 对应动态 PE 分别为 33.9 倍、26.2 倍、20.2 倍。我们认为目前估值较为合理, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动; 所得税率继续提升。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3119.38	3834.51	4706.37	5667.58
增长率	14.95%	22.93%	22.74%	20.42%
归属母公司净利润(百万元)	146.44	163.23	210.73	273.74
增长率	-39.78%	11.46%	29.10%	29.90%
每股收益 EPS(元)	0.44	0.50	0.64	0.83
净资产收益率 ROE	5.35%	5.70%	6.93%	8.42%
PE	37.73	33.85	26.22	20.18
PB	2.02	1.93	1.83	1.71

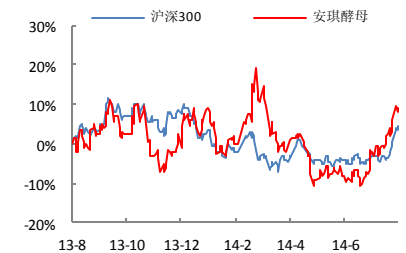
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 梁从勇
 执业证号: S1250511110003
 电话: 010-57631180
 邮箱: lcyong@swsc.com.cn

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	3.3
流通 A 股(亿股)	3.2
52 周内股价区间(元)	13.86-19.03
总市值(亿元)	56.37
总资产(亿元)	64.07
每股净资产(元)	8.39

相关研究

请务必阅读正文后的免责声明部分

附：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	654.48	1028.50	1365.40	1490.72	营业收入	3119.3	3834.51	4706.37	5667.58
应收和预付款项	626.24	694.78	790.75	916.66	减:营业成本	2206.3	2681.21	3310.88	4000.92
存货	923.19	991.96	1077.34	1208.90	营业税金及附加	18.50	22.75	27.92	33.62
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	366.19	440.97	531.82	623.43
长期股权投资	38.25	38.25	38.25	38.25	管理费用	237.58	292.05	358.45	431.66
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	80.95	123.35	123.32	118.12
固定资产和在建工程	3783.89	3726.16	3768.03	3693.89	资产减值损失	-1.91	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	307.52	340.52	362.93	384.73	加:投资收益	-0.20	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	9.30	4.65	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6342.86	6824.82	7402.70	7733.16	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1494.87	1694.87	1794.87	1694.87	营业利润	211.47	274.18	353.97	459.82
应付和预收款项	776.44	893.31	1158.05	1311.65	加:其他非经营损益	35.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	1000.00	1000.00	1000.00	1000.00	利润总额	247.22	274.18	353.97	459.82
其他负债	140.19	140.19	140.19	140.19	减:所得税	65.19	71.29	92.03	119.55
负债合计	3411.50	3728.36	4093.11	4146.70	净利润	182.03	202.90	261.94	340.27
股本	329.63	329.63	329.63	329.63	减:少数股东损益	35.59	39.67	51.21	66.53
资本公积	1145.27	1145.27	1145.27	1145.27	归属母公司股东净利润	146.44	163.23	210.73	273.74
留存收益	1261.00	1386.43	1548.35	1758.69	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2735.90	2861.33	3023.25	3233.59	经营性现金净流量	487.05	525.18	699.03	586.84
少数股东权益	195.46	235.13	286.34	352.87	投资性现金净流量	-660.9	-190.00	-290.00	-180.00
股东权益合计	2931.36	3096.45	3309.59	3586.46	筹资性现金净流量	-90.67	38.84	-72.13	-281.52
负债和股东权益合计	6342.86	6824.82	7402.70	7733.16	现金流量净额	-281.1	374.02	336.91	125.32

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn