

安琪酵母 (600298)

3Q14营收维持较快增速，4Q14、2015年利润将爆发式增长

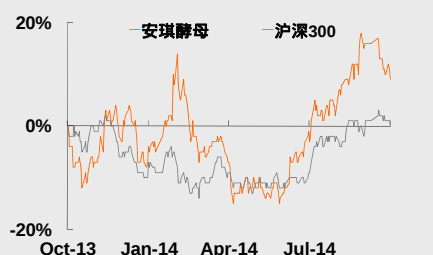
强烈推荐 (上调)

现价：17.26 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)	57.45
流通 A 股市值(亿元)	55.76
每股净资产(元)	8.39
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
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

事项：安琪酵母公布 14 年 3 季报。1-3Q14 年实现营收 26.6 亿元，同比增长 24.1%，归属母公司股东净利 1.2 亿元，同比降 7.0%，每股收益 0.37 元。3Q14 营收和净利分别为 9.2 亿元和 0.37 亿元，营收同比增 23.7%，净利同比增 5.3%，每股收益 0.11 元。3Q14 营收、净利基本符合我们的预期。

平安观点：

- **3Q14 营收增 23.7%，预计 4Q14 可维持 10-20%的增速。**估计 3Q14 传统酵母和 YE 仍是收入增长的主要来源，出口和内销收入增速差不多。3Q13 开始公司重新专注传统酵母业务之后，营销和技术优势推动了传统酵母业务连续 5 个季度保持 20%左右的增速。YE 受益于调味品行业旺盛的需求，估计 3Q14 增速可继续高于公司平均水平。从毛利率同比变化情况推断，估计 3Q14 出口和内销收入增速差不多。
- **3Q14 净利增长 5.3%，管理费用率、财务费用率、所得税率上升是净利低于收入的主要原因，预计 4Q14 净利有望实现爆发式增长。**(1) 3Q14 毛利率同比升 0.3pct，3Q13 以来首次单季同比实现增长，虽然所用糖蜜价格同比上升，但由于收入快速增长，折旧占收入的比重下降，因此毛利率同比实现增长，预计 4Q14-2015 年可以维持上升趋势。(2) 3Q14 销售费用率同比降 0.9pct，估计主要来自于销售体系人员的优化，预计 2015 年可维持下降趋势。(3) 3Q14 管理费用率同比上升 1.6pct，我们判断公司人员数量增幅不明显，但由于竞争对手加大人才争夺力度，因此员工工资涨幅较大，由于 4Q13 管理费用率高达 10%，我们预计 4Q14 管理费用率有望小幅下降。(4) 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 0.7pct 随着现金流的改善，预计 2015 年财务费用同比可下降。(5) 3Q14 所得税率同比上升 6.2pct 至 20%，由于季度间结算差异的原因 4Q13 确认了较多的所得税，我们判断 4Q14 所得税率可恢复正常，同比将出现明显下降，另外，随着公司内部利润分配趋于合理，2015 年总体所得税率有望出现下降。
- 我们维持原来的净利预测，预计 2014-2015 年营收增长 21.3%、14.7%，净利增长 13.1%、67.3%，EPS 为 0.50、0.84 元。考虑到 4Q14-2015 年净利有望出现较快增长，未来公司释放业绩意愿有增强的可能性，近期股价回落提供了建仓良机，我们上调评级由“推荐”至“强烈推荐”。
- **风险提示：**4Q14 糖业亏损超预期。

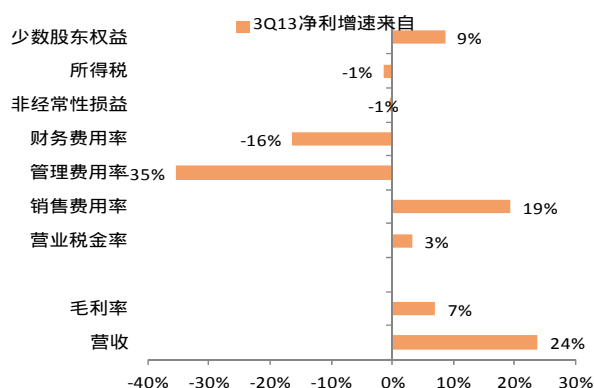
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2714	3119	3783	4340	4773
YoY(%)	8.3	15.0	21.3	14.7	10.0
净利润(百万元)	243	146	166	277	328
YoY(%)	-18.5	-39.8	13.1	67.4	18.4
毛利率(%)	30.5	29.3	29.1	30.4	30.5
净利率(%)	9.0	4.7	4.4	6.4	6.9
ROE(%)	9.1	5.4	5.7	8.8	9.6
EPS(摊薄/元)	0.74	0.44	0.50	0.84	1.00
P/E(倍)	23.4	38.9	34.3	20.5	17.3
P/B(倍)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.7

图表 1 2014年3季报快读：3Q14营收、净利分别增23.7%、5.3%

	3Q13	3Q14	QoQ	1-3Q13	1-3Q14	HoH	
营业收入	744	920	23.7%	2,143	2,660	24.1%	3Q14 营收增 23.7%，预计 4Q14 可维持 10-20%的增速。估计传统酵母和 YE 仍是收入增长的主要来源，出口和内销收入增速差不多。
营业成本	544	670	23.2%	1,499	1,875	25.1%	
毛利率	26.9%	27.2%	0.3%	30.0%	29.5%	-0.5%	3Q14 毛利率同比升 0.3pct，3Q13 以来首次单季同比实现增长，虽然糖蜜价格同比上升，但由于收入快速增长，折旧占收入的比重下降，因此毛利率恢复增长。
毛利	200	250	25.2%	644	785	21.9%	
营业税金及附加	5	5	-2.7%	13	16	16.7%	3Q14 管理费用率同比上升 1.6pct，我们判断人员数量略有增长，由于竞争对手加大人才争夺力度，员工工资涨幅较大，由于 4Q13 管理费用率高达 10%，我们预计 4Q14 管理费用率有望小幅下降。
销售费用	90	103	14.8%	269	315	17.0%	
管理费用	45	71	56.2%	135	195	44.4%	
财务费用	20	32	57.7%	65	98	50.4%	
资产减值损失	-4	-0	91.2%	-1	3	317.9%	伊力特糖业出现亏损，
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	-0	-2	-903.0%	-2	-6	-268.8%	
营业利润	43	37	-13.3%	160	152	-5.1%	
营业利润率	5.8%	4.1%	-1.7%	7.5%	5.7%	-1.8%	净利率下降主要来源于管理费用率和财务费用率提升、所得税率提升。
营业外收入	4	12	162.8%	20	29	50.9%	
营业外支出	0	-0	-171.8%	0	1	68.3%	
利润总额	47	49	3.7%	179	181	0.8%	
所得税	6	8	33.1%	20	40	99.5%	
所得税率	13.4%	19.6%	6.2%	12.3%	25.1%	12.8%	
少数股东损益	6	4	-32.4%	27	17	-34.2%	
归属于母公司净利润	35	37	5.3%	133	123	-7.0%	
净利率	5.6%	4.5%	-1.1%	7.4%	5.3%	-2.1%	
EPS	0.11	0.11	5.3%	0.40	0.37	-7.0%	

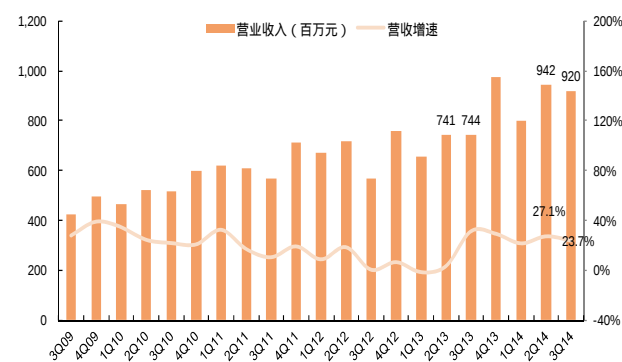
资料来源：公司公告，平安证券研究所、Wind

图表 2 3Q14净利增长主要来自于营收增长、销售费用率下降



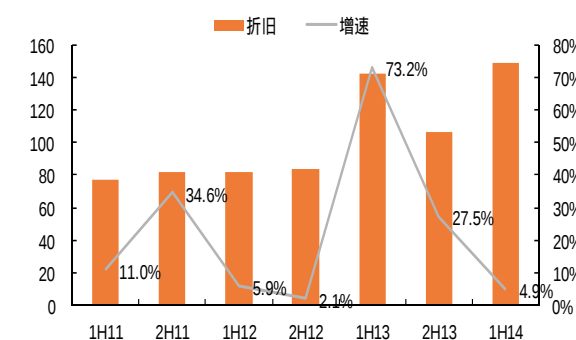
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 3Q14营收增长23.7%



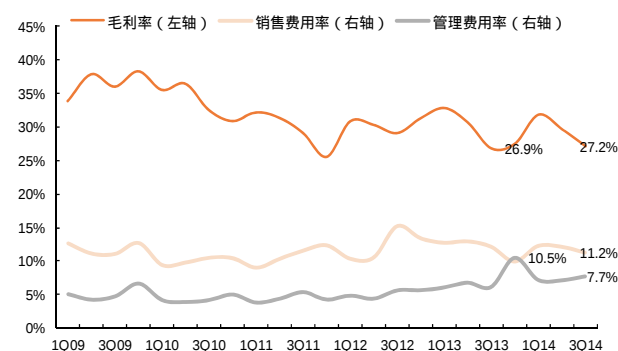
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 4 1H14年折旧同比小幅增长4.9%，增幅较低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 3Q14毛利率同比升1.6pct



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	EPS					PE				评级
	10月23日	12A	13A	14E	15E		12A	13A	14E	15E	
贵州茅台	159.05	11.65	13.25	12.96	13.68		13.6	12.0	12.3	11.6	推荐
五粮液	17.26	2.62	2.10	1.76	1.89		6.6	8.2	9.8	9.1	暂不评级
洋河股份	62.10	5.72	4.65	4.21	4.73		10.9	13.4	14.7	13.1	中性
泸州老窖	16.20	3.13	2.45	1.16	1.17		5.2	6.6	14.0	13.9	中性
青青稞酒	16.43	0.67	0.83	0.73	0.81		24.5	19.8	22.4	20.3	中性
山西汾酒	16.06	1.53	1.11	0.47	0.56		10.5	14.5	33.9	28.7	中性
顺鑫农业	17.20	0.22	0.35	0.69	0.87		78.0	49.7	24.9	19.7	推荐

股票名称	股价	EPS				PE				评级
	10月23日	12A	13A	14E	15E	12A	13A	14E	15E	
古井贡酒	23.42	1.44	1.24	1.22	1.38	16.3	19.0	19.1	17.0	中性
张裕 A	28.97	2.48	1.53	1.45	1.47	11.7	18.9	20.0	19.7	中性
青岛啤酒	38.24	1.30	1.46	1.52	1.70	29.4	26.2	25.2	22.5	推荐
海天味业	36.73	0.81	1.07	1.36	1.66	45.5	34.2	27.0	22.2	强烈推荐
中炬高新	10.04	0.16	0.27	0.39	0.50	63.6	37.6	25.9	20.3	推荐
伊利股份	22.76	0.56	1.04	1.30	1.61	40.6	21.9	17.4	14.1	强烈推荐
贝因美	15.89	0.50	0.71	0.35	0.46	31.9	22.5	45.5	34.8	中性
南方食品	16.60	0.08	0.17	0.34	0.69	219.8	99.3	49.2	24.1	推荐
安琪酵母	17.26	0.74	0.44	0.50	0.84	23.4	38.9	34.3	20.5	强烈推荐
双汇发展	33.50	1.31	1.75	2.10	2.31	25.6	19.1	16.0	14.5	推荐
大北农	12.91	0.41	0.47	0.60	0.92	31.4	27.5	21.5	14.0	强烈推荐

资料来源：平安证券研究所、Wind

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	3,783	4,340	4,773	净利润	182	204	337	399
YoY	15.0%	21.3%	14.7%	10.0%	折旧摊销	260	298	312	320
营业成本	2,206	2,683	3,023	3,319	营运资金投资	-127	387	115	121
毛利率	29.3%	29.1%	30.4%	30.5%	经营活动现金净流量	488	250	630	689
营业税金及附加	19	22	26	28	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	-170	-100	-100
销售费用	366	428	482	520	债务融资	544	20	-391	-435
管理费用	238	303	339	363	股权融资	-2	0	0	0
财务费用	81	115	94	89	支付红利	-49	-49	-33	-55
投资净收益	0	-6	0	0	融资活动现金净流量	-91	-174	-519	-579
营业利润	211	226	377	454	当年现金净流量	-280	-94	11	10
加：营业外收入	37	40	40	40					
减：营业外支出	1	1	1	1	资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
利润总额	247	265	416	493	货币资金	628	534	545	555
减：所得税	65	61	79	94	应收款项	413	591	666	720
净利润	182	204	337	399	预付款项	143	174	196	215
减：少数股东损益	36	38	60	71	存货	923	1,122	1,262	1,386
归属母公司所有者净利	146	166	277	328	其他流动资产	31	38	43	48
YoY	-39.8%	13.1%	67.4%	18.4%	流动资产合计	2,177	2,508	2,770	2,986
销售净利润率	4.7%	4.4%	6.4%	6.9%	长期股权投资	38	38	38	38
EPS（当年股本）	0.44	0.50	0.84	1.00	固定资产	3,704	3,666	3,465	3,248
EPS（最新股本摊薄）	0.44	0.50	0.84	1.00	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	6,521	6,577	6,575
					短期借款	1,495	1,597	1,706	1,271
					应付款项	623	655	774	851
					预收款项	48	51	61	66
					应付股利	0	0	0	0
					其他流动负债	232	136	160	173
					流动负债合计	2,349	2,388	2,640	2,295
					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	3,388	3,140	2,795
					归属母公司所有者权益	2,736	2,899	3,144	3,416
					其中：实收资本	330	330	330	330
					少数股东权益	195	234	293	364
					股东权益合计	2,931	3,133	3,437	3,781
					负债及股东权益总计	6,339	6,521	6,577	6,575

重要指标速览				
	2013A	2014E	2015E	2016E
估值				
PE	38.9	34.3	20.5	17.3
PEG	3.0	0.5	1.1	0.7
PB	2.1	2.0	1.8	1.7
P/S	11.7	22.7	9.0	8.3
EV/EBITDA	14.1	12.3	9.9	9.0
股息收益率	2.6%	0.6%	1.0%	1.2%
经营回报率				
ROE	5.4%	5.7%	8.8%	9.6%
ROA	2.3%	2.5%	4.2%	5.0%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	53.8%	52.0%	47.7%	42.5%
速动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
运营效率				
存货周转率	2.6	2.6	2.5	2.5
流动资产周转率	1.5	1.6	1.6	1.7
固定资产周转率	1.1	1.0	1.2	1.4

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	