安信证券 ESSENCE SECURITIES

2015 年 07 月 21 日

安琪酵母（600298.SH）

公司深度分析

证券研究报告

食品饮料

安琪酵母

穿越周期品种，业绩拐点确定性来临

■酵母行业需求受经济增长波动不大，行业格局稳定：酵母作为涉及民生的基础工业食品，广泛存在消费者的食物之中，酵母需求受经济波动影响小。酵母市场主要分为面包酵母、酵母抽提物和自溶酵母以及啤酒酵母，三者占据了酵母市场的 80%左右的份额。全球酵母工业 2010 年市场为 29 亿美元，2016 年将达到 51 亿美元，复合年增长率为 8.6%。中国酵母的年产量在 30 万吨左右，过去几年保持在 10%左右的增速；全球酵母生产企业大概有 300 家左右，但市场份额主要集中在法国的乐斯福、英国的联合马利）、中国的安琪酵母和加拿大的拉曼等少数几家生产企业，全球前 4 家的企业占据了 70%以上的市场份额。产业已经过了跑马圈地、竞争环境良性，这决定了行业高盈利能力的可能性；

■安琪酵母是亚洲第一大、全球第三大酵母生产商，在国内拥有定价权。安琪拥有酵母产能 14.5 万吨（埃及 1.5 万吨，全球 16 万吨），酵母抽提物产能 4.6 万吨，乐斯福在国内的酵母产能约 5 万吨，英联马利在国内的酵母产能约 4 万吨。安琪酵母在国内的市场占有率达到 50%，是第二名和第三名的 3 倍，稳居国内市场第一。同时市场份额远远高于竞争对手也决定了安琪在国内拥有绝对的定价权，虽然安琪为国产品牌，但实际上其产品价格比竞争对手高出 30%。

■产能布局的国际化推动市场布局的全球化。在拓展国内市场的同时公司还积极布局海外，公司在埃及建设 1.5 万吨生产线，利用埃及丰富的糖蜜资源、廉价劳动力以及关税等优势，增强了海外竞争力;同时拟在俄罗斯建设 2 万吨酵母产能，国际化战略进一步落地。目前发达市场用鲜酵母较多，但发展中国家对成本优势明显的干酵母需求依然很大，安琪借助产能扩张进入国际市场可期；

■YE：调味品行业下一个升级方向。随着调味品高端化，传统的味精、鸡精逐渐被 YE 替代（国外中高档调味品中 YE 用量占比 60%以上）。随着消费者对 YE 认知提升，未来 YE 将是公司又一个成长大品类。目前安琪与斯宾格（乐思福子公司）产能相当，安琪 YE 产能是 4.6 万吨，乐斯福 YE 是 4.5 万吨。

■经过 4 年的利润低于预期，2015 年公司业绩拐点确定性来临。我们预计 2015-2017 年公司净利率将逐渐从当期的 4.5%逐步提升至 10%。我们预计 15-16 年 EPS 为 0.93、1.23 元，同比分别增长 109%、32%，当前 PE 40、30 倍，公司处于周期拐点启动之时，我们认为应给予估值溢价，目标价 49.2 元，首次给予“买入-A”评级。

■风险提示：食品安全问题；产能释放进度低于预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,119.4	3,654.1	4,377.6	5,072.2	5,793.7
净利润	146.4	147.2	307.0	406.2	512.8
每股收益(元)	0.44	0.45	0.93	1.23	1.56
每股净资产(元)	8.30	8.56	9.40	10.23	11.30

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	83.4	82.9	39.8	30.0	23.8
市净率(倍)	4.5	4.3	3.9	3.6	3.3
净利润率	4.7%	4.0%	7.0%	8.0%	8.9%
净资产收益率	5.4%	5.2%	9.9%	12.0%	13.8%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%	1.3%
ROIC	4.8%	4.7%	7.9%	9.4%	13.0%

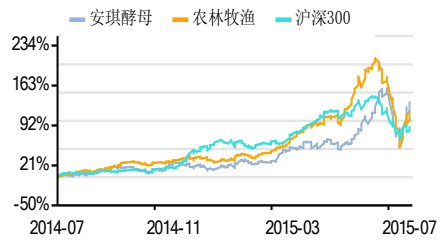
数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级	买入-A
	首次评级
6 个月目标价	49.20 元
股价（2015-07-20）	37.03 元

交易数据

总市值（百万元）	12,206.29
流通市值（百万元）	12,008.37
总股本（百万股）	329.63
流通股本（百万股）	324.29
12 个月价格区间	15.92/41.69 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	4.54	50.47	39.48
绝对收益	-5.73	42.48	131.73

苏铖 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-68767593

刘颜 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060003
liuyan@essence.com.cn
012-68767593

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

正文目录

1. 行业分析：酵母行业市场规模及竞争格局分析 3
1.1 酵母行业市场规模 3
1.2 酵母行业竞争格局：乐斯福、英联马利、安琪酵母三足鼎立 4
1.3 全球主要酵母生产商产能布局 5
2. 酵母行业产业链分析 6
2.1 酵母行业产业链 6
2.2 酵母行业产业链上游分析 6
2.2.1 国内外甘蔗和甘蔗糖产量布局 6
2.2.2 国内外甜菜和甜菜糖产量布局 8
2.2.3 国内外糖蜜和甘蔗价格走势 9
2.3 酵母行业产业链下游分析 10
3. 公司分析 11
3.1 安琪酵母国内酵母行业龙头 11
3.2 产品延酵母产业链拓展，家庭消费和工业领域全面覆盖 12
3.3 产能布局从全国化走向全球化 13
3.4 竞争优势：品牌+规模+产能布局+技术研发 15
4. YE，调味品下一个升级方向 17
4.1YE：唯一食品属性的鲜味物质，调味品未来升级方向 17
4.2 YE 相比于传统味精、鸡精的优势 17
4.3 YE 广泛应用于食品调味领域和生物发酵领域 18
4.4 目前安琪 YE 情况及发展空间 19
5. 2015 年，业绩确定性反转，净利率有 2-3 倍提升空间 20
5.1 过去影响利润的主要在于费用的提升 20
5.2 净利率逐渐从 4%提升至 10%的合理水平 21
6. 关于估值 22
6.1 相对估值：安琪各项估值均低于行业平均水平 22
6.2 绝对估值：安琪绝对估值中枢在 40-50 倍 22
7. 风险提示 23

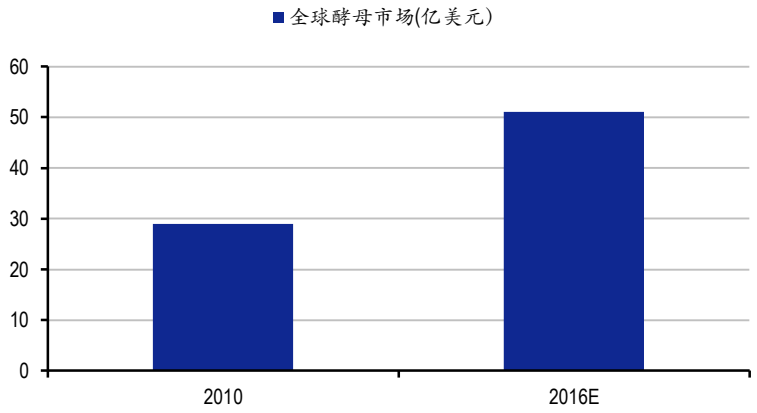
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 行业分析：酵母行业市场规模及竞争格局分析

1.1 酵母行业市场规模

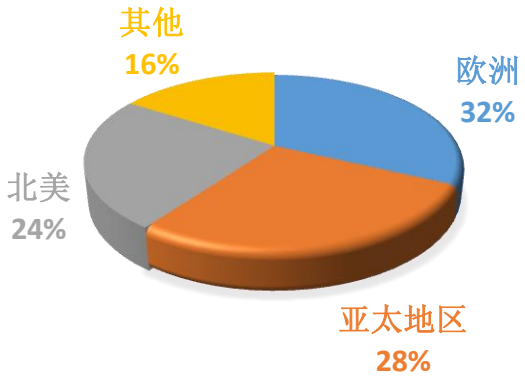
- **全球酵母工业 2010 年到 2016 年复合年增长率 8.6%。**全球酵母工业 2010 年市场为 29 亿美元，2016 年将达到 51 亿美元，复合年增长率为 8.6%。其中欧洲、亚太区域、北美的市场份额分别是 32%、28%和 24%，其他区域占比 16%。预计未来几年北美的增长最快，复合年增长率达到 9.7%，2016 年将达到 13 亿美元。2011－2016 年亚太地区复合年增长率将达到 8.8%。
- **中国近两年酵母产量保持 10%左右的稳健增长。**中国酵母的产量在 2010 年之前保持 10%以上的年增长率，在 2010 年到 2013 年复合增长率是 7%。

图 1：全球酵母行业市场规模



数据来源：foodnavigator，安信证券研究中心

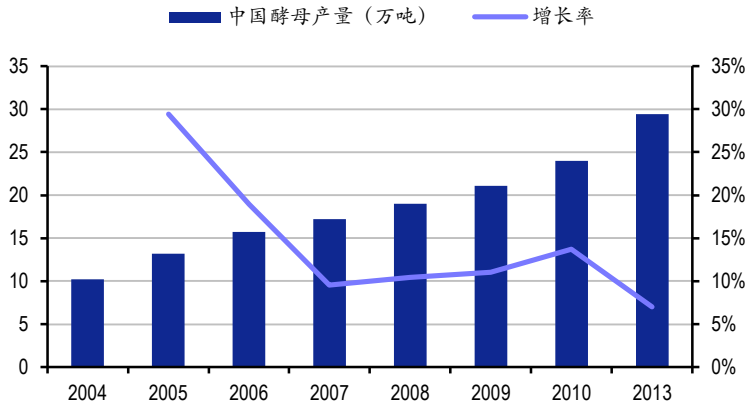
图 2：全球酵母行业市场份额分布



数据来源：foodnavigator，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 3：中国酵母产量



数据来源：安信证券研究中心

1.2 酵母行业竞争格局：乐斯福、英联马利、安琪酵母三足鼎立

- **全球酵母行业市场集中度高。**在国际市场，酵母行业已经属于成熟且相对集中的行业，行业发展成熟，市场相对饱和。全球酵母生产企业大概有 300 家左右，但市场份额主要集中在法国的乐斯福（LESAFFRE）、英国的联合马利（AB MAURI）、中国的安琪酵母和加拿大的拉曼（LALLEMAND）等少数几家生产企业，全球前 4 家的企业占据了 70%以上的市场份额。乐斯福在全球拥有酵母产能约 30 万吨、YE 产能 4.5 万吨，是全球最大的酵母厂商，2012 年收入约达到 20 亿美元。英联马利为全球第二大酵母生产企业，全球产能约为 25 万吨，英联马利所属 ABF 集团 2014 年收入为 214.28 亿美元，利润为 13.62 亿美元。安琪酵母目前全球酵母产能 16 万吨， YE 产能 4.6 万吨，酵母产能全球第三，YE 产能全球第一，2014 年收入为 5.97 亿美元，净利润为 0.29 亿美元。
- **国内竞争格局，安琪酵母稳居第一。**目前在国内安琪酵母是第一生产厂商，乐思福名列第二，英联马利名列第三。安琪酵母在国内的市场份额达到 50%，稳居第一。安琪酵母在国内产能约 14.5 万吨（埃及 1.5 万吨），YE 产能约 4.6 万吨。乐斯福在国内的酵母产能约 5 万吨，YE 产能约 1 万吨。英联马利在国内的酵母产能约 4 万吨。

表 1：主要竞争对手产能、收入和利润情况

公司名称	全球酵母产能（万吨）	YE 产能（万吨）	收入（亿美元）	净利润（亿美元）
安琪酵母	16	4.6	5.97	0.29
乐斯福	30	4.5	20	--
英联马利	25	--	214.28	13.61

据

来源：Wind，Bloomberg，安信证券研究中心

备注：英联马利的收入和利润采用的是其集团 ABF 的数据，乐斯福的收入是 2012 年的，其他收入和利润均是 2014 年

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1.3 全球主要酵母生产商产能布局

- **安琪酵母立足国内，积极进行海外拓展。**安琪酵母已在湖北、新疆、内蒙古、广西、云南、山东、河南、香港及埃及开罗等地拥有 13 家控股或全资子公司，拥有酵母产能 16 万吨、酵母抽提物产能 4.6 万吨，主要市场在国内、东南亚、非洲。安琪酵母在 2010 年之后积极进行产能扩张，国内方面在广西柳州建设了 2 万吨的酵母生产线，云南德宏建设了 2 万吨的酵母生产线，海外方面在埃及建设了 1.5 万吨的酵母生产线，并且拟在俄罗斯新建 2 万吨的酵母生产线。安琪酵母在厂址选择时抢占糖蜜资源丰富的地区，国内方面广西、云南糖蜜资源丰富，埃及也有较丰富的糖蜜资源，俄罗斯盛产甜菜，甜菜是糖蜜的主要原材料之一。
- **乐斯福拥有全球最大酵母产能，实现全球产能布局。**乐斯福为全球最大的酵母生产企业，全球产能约 30 万吨、 YE 产能 4.5 万吨，在 26 个国家分布有约 50 家生产厂，销售网络遍布世界各地，主要是在欧洲、美国和非洲，乐斯福收购了荷兰的吉斯特，约 9 万吨酵母产能。乐斯福在国内拥有酵母产能约 5 万吨， YE 产能 1 万吨， 1999 年完成了对安徽明光的收购，改制建成乐斯福（明光）有限公司，成为乐斯福在中国的第一个大型生产基地。乐斯福和广东省著名民营企业东糖集团签署合资协议，在广西来宾建立广西丹宝利酵母有限公司和广西一品鲜生物科技有限公司，用于酵母和酵母抽提物生产基地。
- **英联马利全球第二大酵母生产企业，全球布局产能。**英联马利为全球第二大酵母生产企业，是由英联食品（ AB Food）购买澳洲 BURNSPHILP 集团 MAURI 发酵公司酵母烘焙业务，并与原添加剂业务重组建立的，全球产能约为 25 万吨，拥有巴西、中国&东亚太平洋地区、欧洲&非洲、拉美、北美、南亚&西亚 6 个事业部，主要市场是在澳洲、美国、欧洲、南美。目前在中国酵母产能约 4 万吨，分别在番禺、烟台、河北、新疆等地建立了工厂。

表 2：主要竞争对手产能布局情况

公司名称	产能	产能布局
安琪酵母	酵母产能 16 万吨、酵母抽提物产能 4.6 万吨	在中国内地、香港、埃及开罗拥有 13 家控股或全资子公司
乐斯福 LESAFFRE	酵母产能 30 万吨、酵母抽提物产能 4.5 万吨，其中在中国酵母产能约 5 万吨， YE 产能 1 万吨。	在 26 个国家分布有约 50 家生产厂，主要是在欧洲、美国和非洲。乐斯福收购了荷兰的吉斯特，约 9 万吨酵母产能。在中国的安徽和广西来宾布局了产能。
英联马利 AB MAURI	酵母产能 25 万吨，其中在中国酵母产能约 4 万吨。	拥有巴西、中国&东亚太平洋地区、欧洲&非洲、拉美、北美、南亚&西亚 6 个事业部，主要市场是在澳洲、美国、欧洲、南美。在中国内地番禺、烟台、河北、新疆设有工厂。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

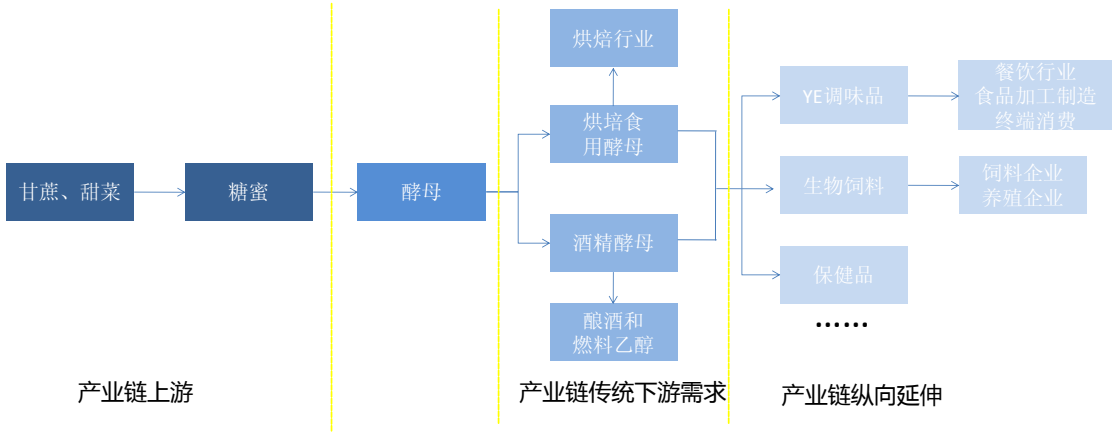
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 酵母行业产业链分析

2.1 酵母行业产业链

- **酵母产业链的上游较为单一，主要是糖蜜。**酵母的产业链上游主要是糖蜜，糖蜜作为酵母的主要原材料，其供应量和价格都会对酵母行业产生很大的影响。生产糖蜜的主要原材料有甘蔗和甜菜。糖蜜、甘蔗和甜菜构成了酵母产业链的上游，其产量和价格主要是受天气的影响。
- **酵母产业链下游不断延伸。**酵母的传统下游行业包括烘焙与发酵面食行业、酿酒行业和燃料乙醇行业。随着产业的发展，以及人们对食品口味、安全和营养的要求提高，酵母行业纵向延伸程度加深。同时，随着人们生活水平的提高，对饮食质量和食物口味要求提高，调味品市场快速发展。酵母抽提物是一种纯天然、安全、健康的调味增鲜剂，可显著减少盐分添加，既能够满足人们对食物美味的追求，又能够满足吃出健康的需求，以酵母抽提物为基料开发的调味品发展空间巨大。追求食品的安全、健康、营养是整个食品行业的发展趋势，对于动物性食品，首先要保证的是饲料安全，生物饲料可以避免传统观抗生素的种种弊端，保证饲料的安全，在饲料下游行业饲料企业和养殖企业的巨大需求下，生物饲料行业有良好的发展空间。随着生活水平的提高，以及亚健康人群的增加，人们对于身体保健的意识逐渐增强，酵母系列的生物类保健食品受到广泛的欢迎。

图 4：酵母行业产业链



数据来源：安信证券研究中心

2.2 酵母行业产业链上游分析

2.2.1 国内外甘蔗和甘蔗糖产量布局

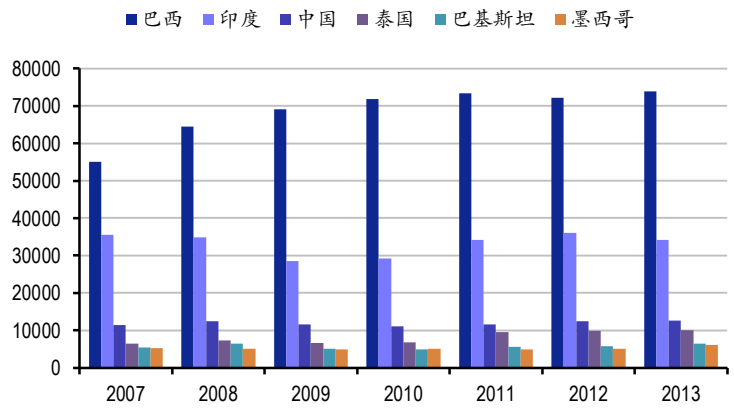
- **巴西、印度和中国成为甘蔗全球主要产区，甘蔗年产量 10 亿吨以上。**全世界有一百多个国家出产甘蔗，最大的甘蔗生产国是巴西、印度和中国。巴西是甘蔗产量最多的国家，近几年每年的产量在 7 亿吨以上，其次是印度，每年产量在 3 亿吨左右，中国的甘蔗年产量在 1 亿吨左右。
- **我国甘蔗产量稳步增长，广西、云南和广东甘蔗资源丰富。**我国有着丰富的甘蔗资源，甘蔗是温带和热带农作物，适合栽种于土壤肥沃、阳光充足、冬夏温差大的地方，所以产地主要集中在广西、广东、海南、云南、四川、江西、湖南、湖北，气候对甘蔗的产量有直接的影响。我国 2014 年甘蔗的总产量达到 1.26 亿吨，其中广西是甘蔗产量最丰富的地方，广西的甘蔗产量占到全国总产量的 60%，其次是云南和广东，甘蔗的产量也在全国总产量的 10%以上，广西、云南和广东三地甘蔗的总

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

产量达到全国产量的 90%以上。

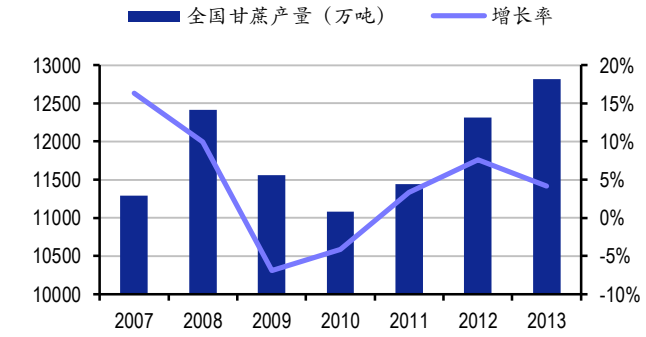
- **2015 年我国甘蔗糖产量下降，广西、广东减产最多。**截止至 2015 年 6 月我国甘蔗糖产量是 981.82 万吨，同比下降 21.9%，我国甘蔗糖资源最丰富的地方广西、云南和广东，2015 年广西、云南、广东甘蔗糖的产量分别是 634 万吨、230.68 万吨、79.85 万吨，占全国甘蔗糖总产量比重分别是 65%、23%、8%。2015 年甘蔗糖的产量各地几乎都有下降，其中广西、广东甘蔗糖产量同比分别下降 26%、33%，云南省产量同比持平。2015 年甘蔗糖产量的下降会对糖蜜产量以及价格产生影响。

图 5：全球甘蔗产量布局



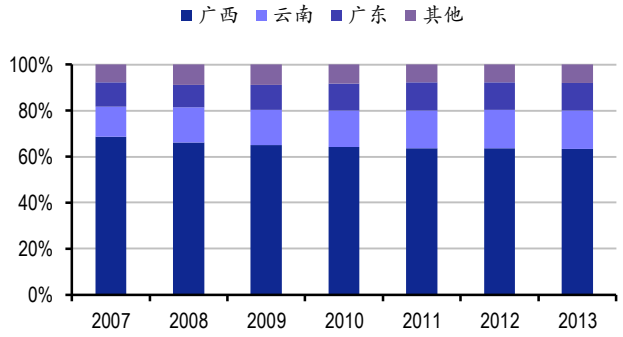
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：我国甘蔗产量



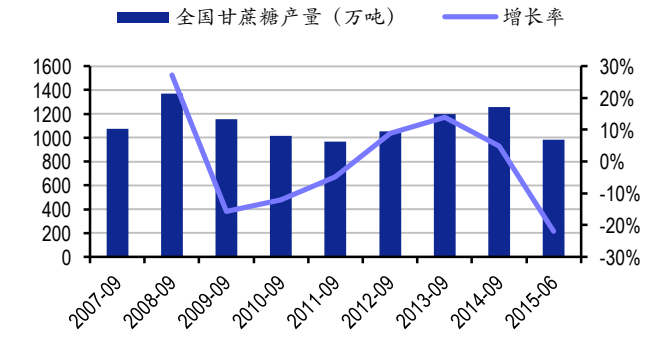
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：我国甘蔗产量分布



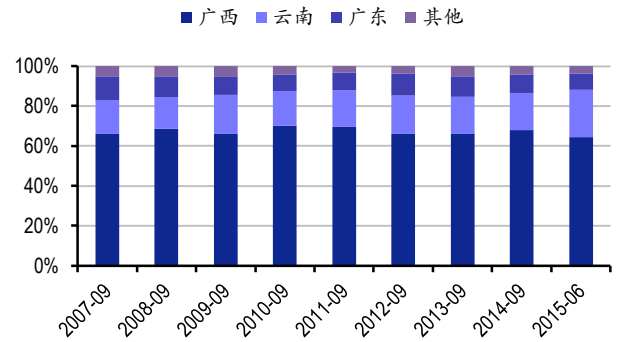
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：我国甘蔗糖产量



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 9：我国甘蔗糖产量分布



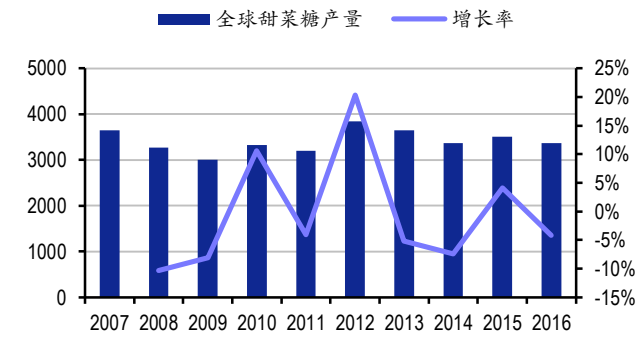
数据来源：Wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2.2.2 国内外甜菜和甜菜糖产量布局

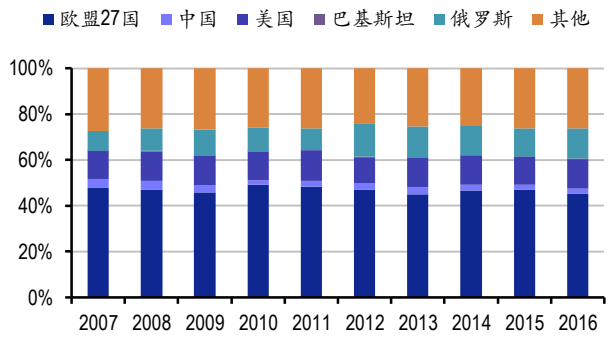
- **全球甜菜产量下降，但俄罗斯、美国、中国主产区并未受影响。**据最新统计，全球甜菜糖产量为 3369.60 万吨，同比下降 4.11%。全球甜菜糖产量主要集中在俄罗斯、美国和中国，合计占全球甜菜糖总产量约 30%。其中俄罗斯甜菜糖产量达到 450 万吨，同比增长 3.45%，美国和中国的甜菜糖产量分别是 432.7 万吨、82 万吨，同比增长率分别是 0%、3%，虽然全球甜菜糖产量有所下降，但是俄罗斯、美国和中国这些主产区并没有受到影响。
- **我国甜菜产区主要集中在北方，近两年产量呈下降趋势。**甜菜适宜在无霜期短、积温较少、日照较长、昼夜温差较大的区域生长，我国甜菜的主产区在北纬 40°以北，包括东北、华北、西北三个产区，气候对甜菜的产量有直接的影响。我国甜菜的产量在 2012 年后有所下降，2012 年我国的甜菜产量达到 1174 吨，2014 年我国的甜菜产量仅有 800 万吨，自 2012 年下降幅度高达 31.86%，我国甜菜资源最丰富的地区是新疆、内蒙古、新疆和河北，其中新疆 2013 年甜菜的产量达到 476.5 万吨，占全国总产量 50%以上，内蒙古、新疆、河北 2013 年甜菜产量分别是 181.4 万吨、123.2 万吨、74.2 万吨，占全国总产量的比重分别是 20%、13%和 8%。
- **我国甜菜糖产量下降。**2015 年我国甜菜糖产量为 73.78 万吨，同比下降 1.14%，我国甜菜糖产量最对的地方是在新疆，2015 年新疆甜菜糖的产量达到 44.55 万吨，占全国总产量 60%，其次是内蒙古 2015 年甜菜糖产量是 17.7 万吨，占总产量 24%。

图 10：全球甜菜糖产量



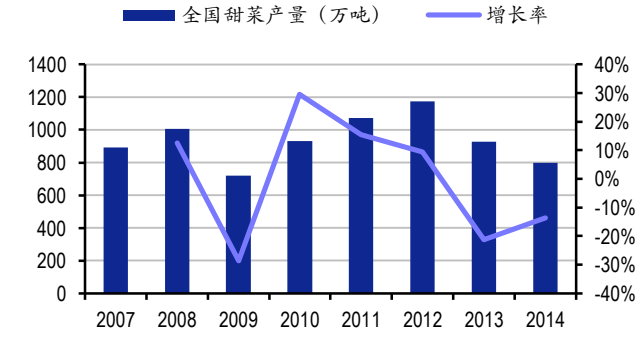
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：全球甜菜糖产量分布



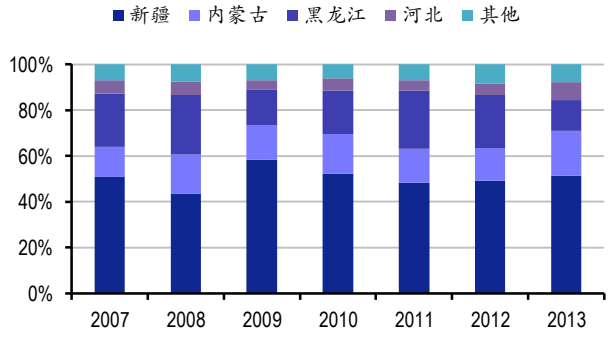
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 12：我国甜菜产量



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：全国甜菜产量分布

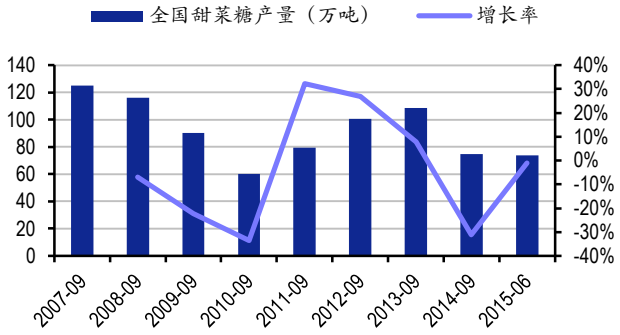


数据来源：Wind，安信证券研究中心

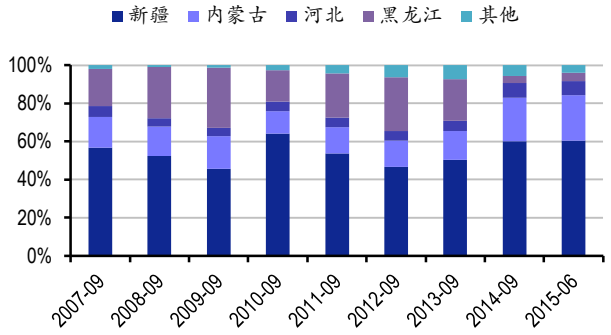
图 14：我国甜菜糖产量

图 15：我国甜菜糖产量分布

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。



数据来源：Wind，安信证券研究中心

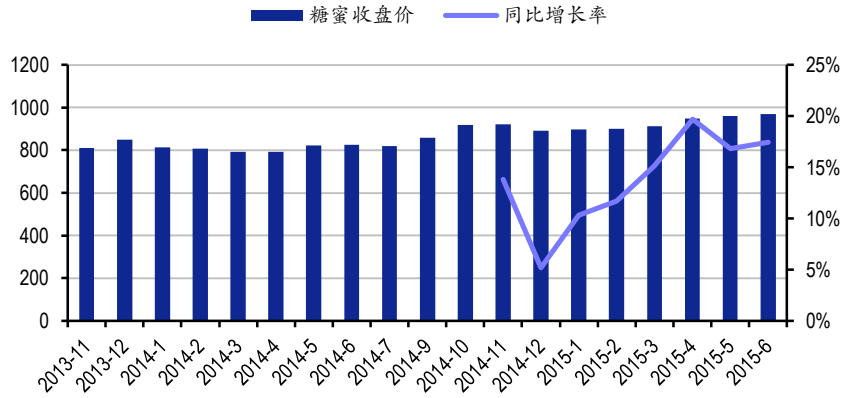


数据来源：Wind，安信证券研究中心

2.2.3 国内外糖蜜和甘蔗价格走势

- **受我国甘蔗和甜菜产量下降的影响，糖蜜价格持续走高。**2015 年我国甘蔗糖产量和甜菜糖产量同比分别下降 21.9%和 1.14%，导致 2015 年糖蜜的价格持续走高，截止至 2015 年 6 月，同比增长 17.43%，相对于年初增长 8.74%。糖蜜价格的上涨，会使酵母行业承受成本持续走高压力。但是从历史上来看，安琪具备充分的定价权和向下游转嫁的能力；
- **国内甘蔗价格回落，印度甘蔗价格上升，但依旧高于印度。**自 2011 年 11 月甘蔗的价格走势呈下降趋势。截止至 2014 年 12 月甘蔗的价格已经降至 400 元/吨，相对 2011 年 11 月甘蔗的最高价 500 元/吨，价格已经回落 20%。印度甘蔗的最低支持价在 210 元/吨左右，低于国内的甘蔗价格，印度的甘蔗价格自 2011 年起持续走高，国内的甘蔗价格自 2011 年后持续走低，但是价格依旧高于印度。

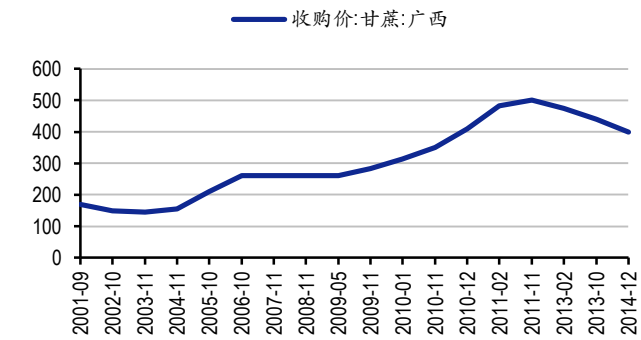
图 16：糖蜜价格走势



数据来源：南宁（中国-东盟）商品交易所，安信证券研究中心

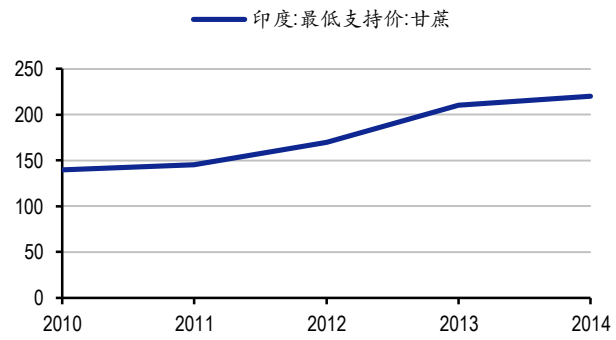
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 17：我国甘蔗价格走势



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：印度甘蔗价格走势

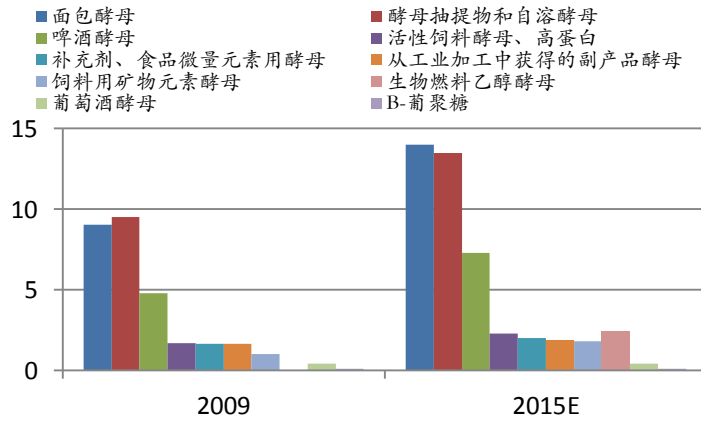


数据来源：Wind，安信证券研究中心

2.3 酵母行业产业链下游分析

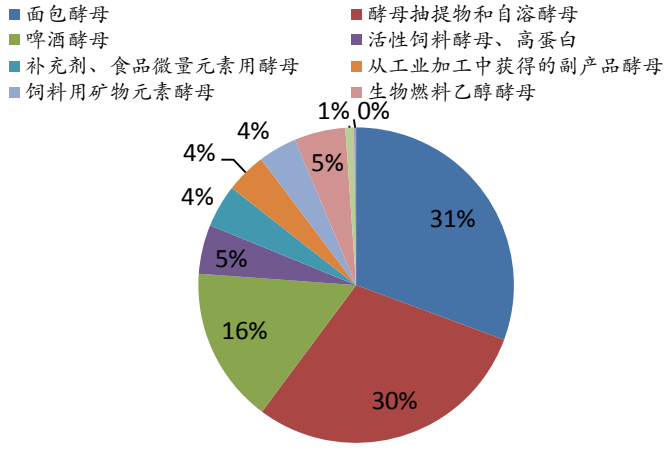
- **面包酵母、酵母抽提物和自溶酵母以及啤酒酵母占据了酵母市场的 80%左右的份额。**酵母市场主要分为面包酵母、啤酒酵母、酵母抽提物和自溶酵母、饲料酵母、葡萄酒酵母、生物燃料乙醇酵母等。据统计面包酵母、酵母抽提物和自溶酵母以及啤酒酵母占据了酵母市场的 80%左右的份额。2009 年面包酵母市值达到 9.04 亿美元，预计在 2015 年市值达到 14 亿美元，年复合增长率达到 7.56%。酵母抽提物和自溶酵母，2009 年约为 9.5 亿美元，预计 2015 年达到 13.5 亿美元，年复合增长率达到 6.03%。啤酒酵母，2009 年约为 4.8 亿美元，2015 年约为 7.3 亿美元，年复合增长率达到 7.24%。

图 19：酵母行业下游需求



数据来源：BBC Research，安信证券研究中心

图 20：酵母行业下游需求结构



数据来源：BBC Research，安信证券研究中心

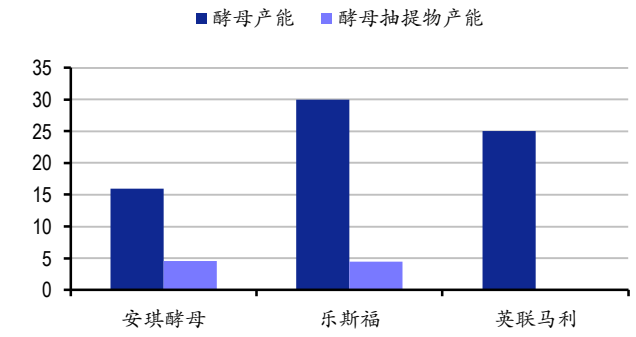
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 公司分析

3.1 安琪酵母国内酵母行业龙头

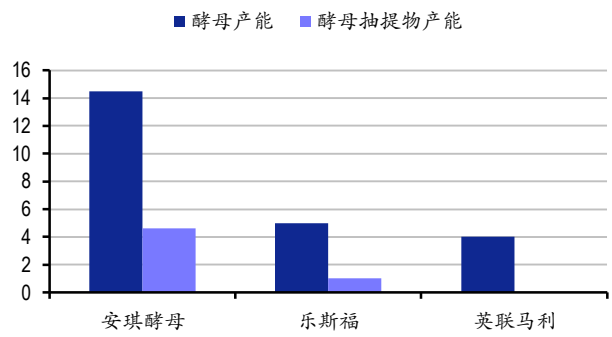
- **安琪酵母国内酵母行业龙头，全球第三大酵母企业。**安琪酵母成立于 1986 年，主要产品包括面包酵母、酿酒酵母、酵母抽提物、营养健康产品、生物饲料添加剂等，产品广泛应用于烘焙食品、发酵面食、酿酒及酒精工业、食品调味、医药及营养保健、动物营养等领域。通过近 30 年的发展，安琪酵母已经发展成为全球化的公司，在湖北、新疆、内蒙古、广西、云南、山东、河南、香港及埃及开罗等地拥有 13 家控股或全资子公司，拥有酵母产能 16 万吨，酵母抽提物产能 4.6 万吨，在国内的市场占有率达到 50%，是国内酵母行业龙头，公司酵母产能仅次于乐斯福和英联马利，成为全球第三大酵母企业，酵母抽提物产能全球第一，已成为全球最大酵母抽提物供应商。
- **安琪酵母延酵母产业链拓展业务，从全国化走向全球化。**安琪酵母在 2011 年之前积极进行国内产能布局，先后在滨州、崇左、河南睢县、赤峰等地布局产能，在 2011 年安琪完成增发，主要用于产业链的纵向扩展以及产能布局。一方面安琪酵母在巩固传统酵母领域优势的同时，沿酵母产业链进行纵向拓展。另一方面安琪酵母除了在国内云南德宏以及广西柳州两大糖蜜主产区布局产能之后，还在埃及布局产能，并且拟在俄罗斯布局产能，扩展海外市场。

图 21：全球产能布局情况



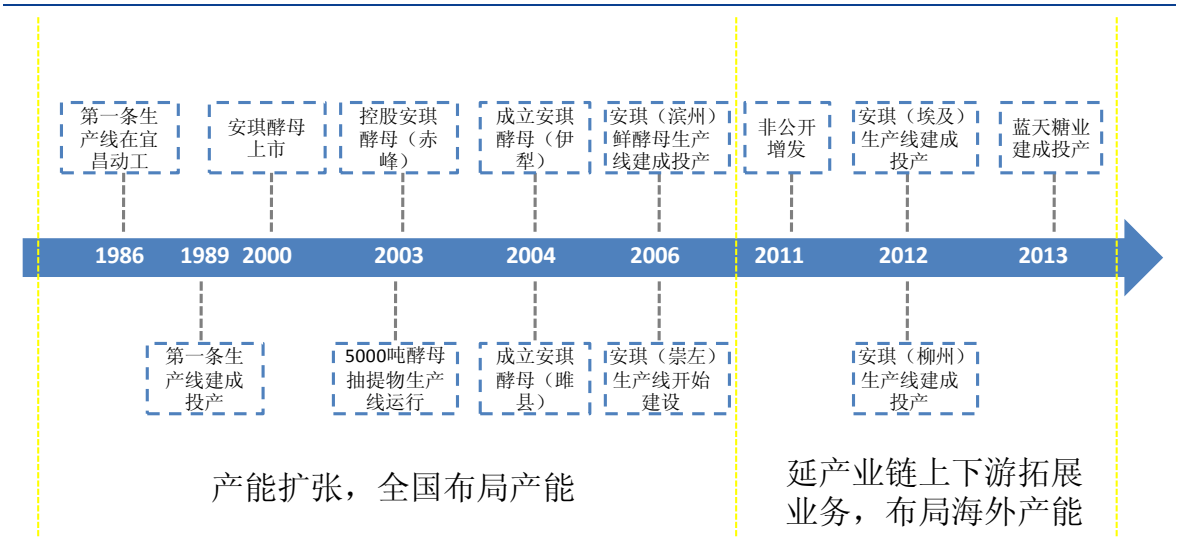
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：我国产能布局情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 23：安琪酵母发展历程



数据来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3.2 产品延酵母产业链拓展，家庭消费和工业领域全面覆盖

- **安琪酵母产品延酵母产业链上下游拓展。**公司 2011 年定向增发，募集资金的部分资金用于建设年产 10,000 吨生物复合调味料生产线项目、年产 8,000 吨复合生物饲料生产线项目和生物保健食品生产基地项目，体现了安琪向酵母产业链下游 YE 调味品、生物饲料以及保健品领域延伸。公司凭借在传统酵母领域的研发、产品、渠道等优势，可以更好的发展延伸领域业务。由于糖蜜是生产酵母的主要原材料，大概占到酵母生产成本的 45%左右，为了更好的控制成本，减少糖蜜价格的上升带来的成本压力，公司积极向产业链上游延伸，旗下有赤峰制糖和新疆伊力特糖业。
- **安琪酵母产品种类齐全，家庭消费和工业领域全面覆盖。**工业领域产品主要包括酵母传统领域的烘焙酵母、中式发酵酵母以及酿酒酵母，酵母延伸领域主要包括 YE 工业食品调味原料和生物饲料，公司 5 千克/袋以及 10 千克/袋的大容量的酵母产品是专门针对工业领域的。相对于工业领域的大容量产品，公司面向家庭消费的产品基本都是 500 克/袋的小容量酵母。家庭消费领域的产品主要包括烘焙家庭用酵母、中式发酵家庭通用酵母、家庭酿酒酵母等传统领域产品，以及 YE 调味品和专门针对家庭用的保健品系列产品等延伸领域产品。

表 3：安琪酵母产品

		家庭消费			工业领域	
酵母传统领域	烘焙	安琪高活性干酵母 	安琪面包改良剂 		安琪耐高糖高活性干酵母 5 千克 	安琪面包改良剂
	中式发酵	高活性干酵母 	安琪馒头改良剂 	安琪油条膨松剂 	百钻无铝双效泡打粉 5KG 复合膨松剂 	安琪馍片专用馒头改良剂
	酿酒	安琪葡萄酒果酒专用酵母 	安琪酿酒曲 		安琪超级酿酒酵母 5 千克 	安琪生香酿酒高活性酵母
酵母	YE 调味品	安琪鸡精	安琪 YE 鲜味汁	安琪香菇精	安琪酵母抽提物 TS08	馅旺猪肉味

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

延伸领域

安琪纽特即食酵母粉

康普力星酵母锌补锌颗粒

纽邦钙镁片

保健品

福邦酵母细胞壁多糖（畜禽专用）

福邦饲用酵母细胞壁多糖

生物饲料

数据来源：公司官网，安信证券研究中心

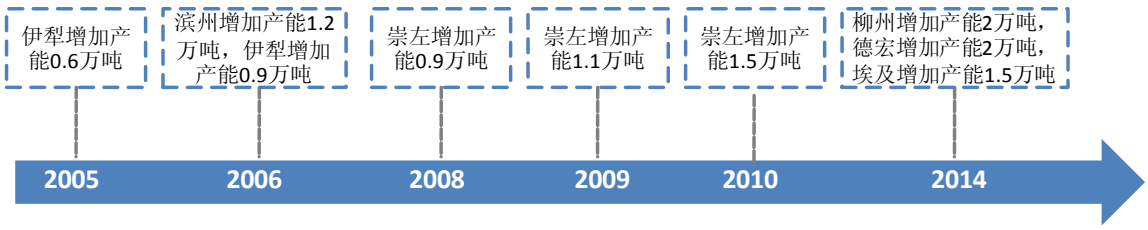
3.3 产能布局从全国化走向全球化

- **积极在糖蜜产地布局产能。**我国糖蜜资源较丰富的地区分布在广西、云南和广东，其中广西的糖蜜资源最丰富，甘蔗糖的产量占到全国总产量的 60%以上，其次是云南，产量达到 20%左右，安琪酵母积极在糖蜜产地布局产能，广西崇左、广西柳州和云南德宏的酵母产能分别达到 3.5 万吨、2 万吨和 2 万吨，占公司酵母总产能的 45%以上，广西崇左和广西柳州的酵母抽提物的产能达到大约 2.6 万吨，占公司酵母抽提物总产能的 50%以上。公司的主要竞争对手乐斯福在国内的产能主要是在安徽和广西来宾，英联马利在国内的产能主要分布在番禺、烟台、河北和新疆，英联马利在 2013 年关闭了哈尔滨酵母厂，黑龙江省并不具备糖蜜原料的优势，可见酵母行业在糖蜜资源丰富的地方布局产能的重要性。从三家主要竞争对手在国内的产能布局情况来看，安琪更具备产能布局优势。
- **布局埃及产能，扩展海外业务。**安琪酵母在 2014 年完成了埃及 1.5 万吨产能的建设，主要面向非洲、中东以及欧洲市场，2013 年和 2014 年公司海外收入分别是 9.94 亿元和 12.03 亿元，其中埃及子公司的收入分别是 1.09 亿元和 2.02 亿元，同比增长 85%。公司海外业务在 2007 至 2009 年经过快速发展，收入增速远远超过国内收入增速，在 2010 至 2012 年期间公司海外业务拓展速度变慢，收入增速明显下滑，2014 年海外收入增速达到 21.03%，自 2010 年以来首次超过国内收入增速。2014 年海外收入增长 2.09 亿元，其中埃及子公司增长 0.93 亿元，2014 年海外收入的增长大部分来自于埃及子公司的收入增长贡献。
- **拟在俄罗斯新建 2 万吨的酵母产能。**公司在俄罗斯布局产能，有利于公司国际化战略的进一步落地，有利于俄罗斯等独联体国家以及周边市场的开发。俄罗斯有着丰富的甜菜资源，据最新数据显示，全球甜菜产量达到 3369.6 万吨，其中俄罗斯产量达到 450 万吨，占全球总产量的 13.35%，甜菜是生产糖蜜的重要原材料，公司在俄罗斯建厂可以充分利用其丰富的糖蜜资源。中东非洲市场是公司的传统优势市场，每年保持稳步较快增长。实施俄罗斯项目，充分利用其运距优势和成本优势，部分

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

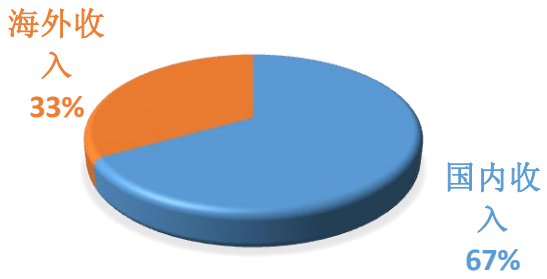
补充公司中国 工厂的产能，既可快速响应市场需求，又有助于进一步巩固并拓展中东非洲市场。

图 24：安琪酵母近年产能布局情况



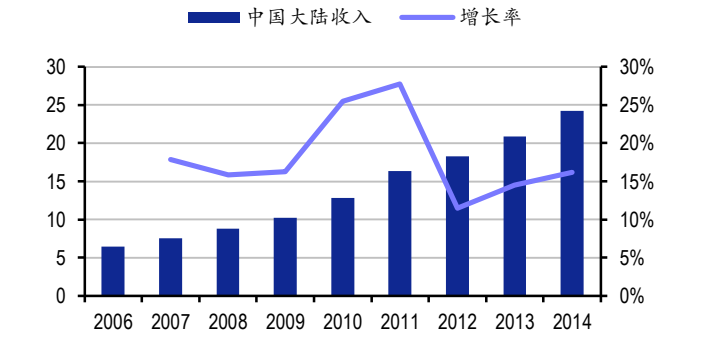
数据来源：安信证券研究中心

图 25：国内收入和国际收入占比



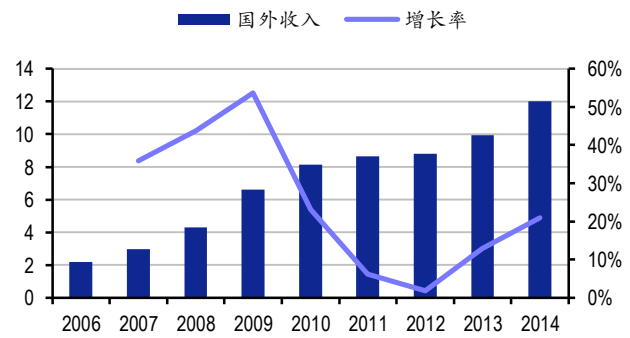
数据来源：安信证券研究中心

图 26：安琪酵母国内收入情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 27：安琪酵母国外收入情况



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 4：主要竞争对手国内产能布局情况

公司名称	生产线	产能（万吨）	产能布局情况	
			地域	产能（万吨）
安琪酵母	酵母	16	湖北宜昌	2.5
			新疆伊犁	1.5
			内蒙古赤峰	0.8
			山东滨州	2
			河南睢县	0.2
			广西崇左	3.5
			广西柳州	2
			云南德宏	2
			埃及	1.5
	酵母抽提物	4.6	湖北宜昌	0.5
			新疆伊犁	1.5
			广西崇左	2.6
			广西柳州	
乐斯福 LESAFFRE	酵母和酵母抽提物	中国酵母产能约 5 万吨，YE 产能 1 万吨	安徽	酵母 5 万吨，YE1 万吨
			广西来宾	
英联马利 AB MAURI	酵母	中国酵母产能约 4 万吨	番禺	4
			烟台	
			河北	
			新疆	

数据来源：安信证券研究中心

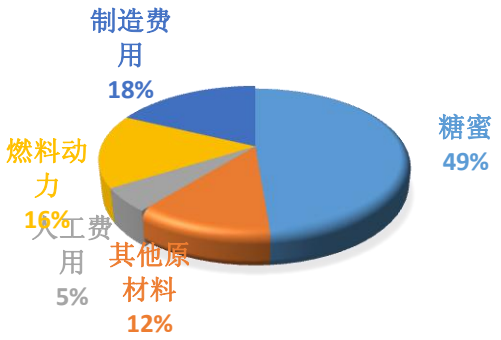
3.4 竞争优势：品牌+规模+产能布局+技术研发

- **品牌和产能规模优势。**公司经过近 30 年的发展，已经成为国内酵母行业的龙头企业和全球第三大酵母企业，在国内和全球市场都有一定的影响力和美誉度，在 2014 中国最有价值品牌评选中，公司位列第 84 位，蝉联中国最有价值品牌百强。公司已经在在湖北、新疆、内蒙古、广西、云南、山东、河南、香港及埃及开罗等地拥有 13 家控股或全资子公司，拥有酵母产能 16 万吨，酵母抽提物产能 4.6 万吨，酵母产能全球第三，酵母抽提物产能全球第一。在国内市场占有率达到 50%，稳居国内第一。
- **糖蜜产区以及埃及产能布局带来成本优势。**2014 年公司酵母产品原材料占总成本的 61.47%，糖蜜占原材料比重约为 80%，糖蜜大概占总成本的 48%，糖蜜价格自 2014 年 4 月份持续走高，受到糖蜜价格的影响，2014 年产品原材料占总成本的比重上升，可以看出糖蜜价格的变动对产品的成本有非常重要的影响。公司已经在广西、云南蜜糖资源丰富的地区布局了 7.5 万吨的酵母产能，能够减少运输费用等成本，为公司带来成本优势。公司在埃及建设 1.5 万吨产能的生产线，海外收入占比提高到 33%，但过去海外毛利率大幅低于国内毛利率，随着公司在埃及布局产能，利用埃及丰富的蜜糖资源、较廉价的劳动力以及运距优势，获得成本优势，提高海外业务的盈利能力，有利于公司增强海外市场竞争力。
- **技术研发优势。**公司拥有全球最为先进的酵母及酵母抽提物生产线，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）等高层次研发平台，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

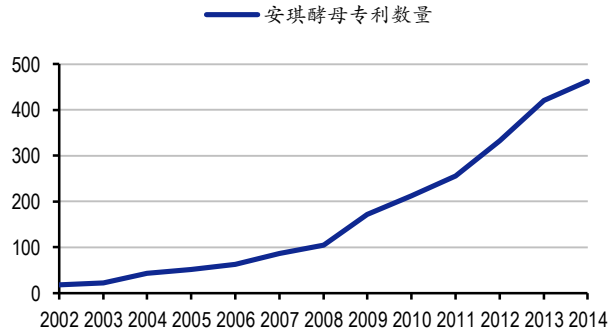
拥有分子生物学实验室、发酵室、工程装备、应用技术等完整的研究设施和手段，拥有发酵技术、烘焙与发酵面食技术、YE 食品调味、营养健康、酿造及生物能源、动物营养、酶技术、菌种 8 个研究所（室）和中试生产线，截止至 2014 年公司已经拥有 463 项专利，具有快速识别市场需求、整合多项专业技术、开发新产品的能力。同时公司为了提高研发能力，提出开放办科研，更好地发挥了外聘专家的作用，扩大专家的活动领域，工作小组方式的应用，促使关键产品的工艺改进获得重大突破。

图 28：安琪酵母成本构成



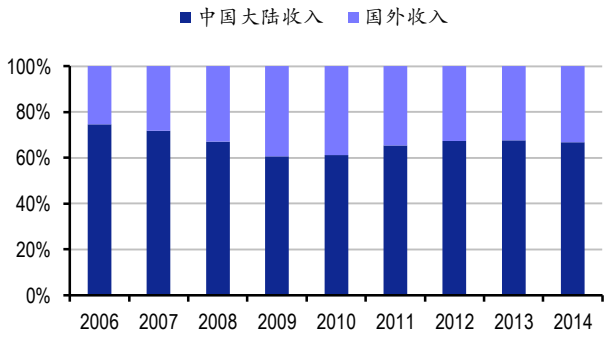
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 29：安琪酵母专利数量



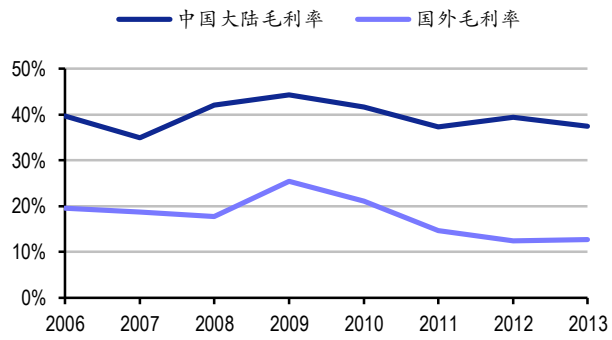
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 30：安琪酵母国内外收入分布



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 31：安琪酵母国外收入毛利率对比



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

4. YE，调味品下一个升级方向

4.1YE：唯一食品属性的鲜味物质，调味品未来升级方向

- **YE 是食品工业三大鲜味物质中唯一具有食品属性的产品，市场广阔。**味精（MSG）、I+G、酵母抽提物（YE）并称食品工业三大鲜味物质，其中 YE 是唯一具有食品属性的产品，成为调味品行业欢迎的天然、营养的调味剂。酵母抽提物作为一种天然的新型调味品，目前已经在美国、日本以及欧洲等发达国家得到了广泛应用，大有代替味精等人们日常使用的调味品的势头。在美国和欧洲，味精的用量已经下降了，主要是因为据 FDA 的报告，化学味精综合症或味精副作用能导致麻木感、灼热感、刺痛感、哮喘呼吸困难等症状。因此大部分的跨国食品公司选择适当的酵母抽提物调整配方，来满足消费者对于食品安全的需求。
- **全球味精淡出市场，酵母抽提物逐步取代。**在消费者对健康和食品安全需求的驱动下，调味品市场的“降盐”和“不添加味精”的趋势引领欧洲、日韩等地区的调味变革。酵母抽取物能够实现安全健康和在低盐状况下保持极好鲜味的需求，首先酵母抽提物以蛋白质含量丰富的食用酵母为原料，天然、安全、营养丰富，具有食品属性，是味精和 I+G 最好替代品，能够符合调味剂食品对安全需求的发展趋势；其次酵母抽提物能够在低盐的状况下保持极好的鲜味，因此在调味品中加入酵母抽提物可以在盐含量低的情况下依旧保持鲜味，满足“降盐”的需求。

4.2 YE 相比于传统味精、鸡精的优势

- **YE 具有纯天然、营养丰富的特性。**YE 是以蛋白质含量丰富的食用酵母为原料，采用生物技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的天然调味料，主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素，具有纯天然、营养丰富、味道鲜美醇厚等优点。目前味精作为一种主要的调味品，其主要成分为谷氨酸钠，对人体并没有直接的营养价值，并且食用不当，可能会导致麻木感、灼热感、刺痛感、哮喘呼吸困难等症状。传统的鸡精是在味精的基础上加入化学调料制成的，味道要比味精更鲜，但是欠缺钙、铁、胡萝卜素、硫胺素、核黄素、尼克酸以及各种维生素和粗纤维，长期食用易导致身体亚健康。相比于味精和传统的鸡精，酵母抽提物更具有天然、安全和营养丰富的特性。对食品安全的愈加重视和消费者对健康的关注，必定成为酵母抽提物快速发展的直接推动力。
- **YE 在提高和保持鲜味方面更具有优势。**酵母抽提物鲜味比味精更加醇厚，并且能够使鲜味保持的时间更长，后味更好。味精虽能立刻感觉到鲜味，但持续时间短。酵母抽提物可大幅度提高和改善鲜味的表现力，延长味感持续时间，使人获得味觉上的满足。并且味精若在水溶液中长时间加热会少部分失水生成焦谷氨酸钠，导致失去鲜味。随着人们对食物口感要求的提高，酵母抽提物的市场空间会逐渐增加。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 5：YE 与传统味精、鸡精对比

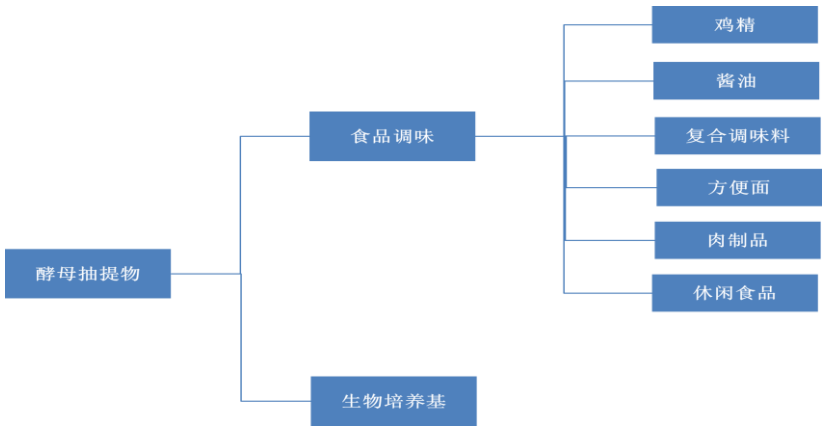
	味精	传统鸡精	YE
成分	主要成分为谷氨酸钠	在味精的基础上加入化学调料制成的	以蛋白质含量丰富的食用酵母为原料，采用生物技术，将酵母细胞内的蛋白质、核酸等进行降解后精制而成的天然调味料，主要成分为多肽、氨基酸、呈味核苷酸、B 族维生素及微量元素
营养程度	没有直接营养	营养较少	营养丰富
提高鲜味程度	可以提高食物鲜味	比味精更鲜	可大幅度提高和改善鲜味
维持鲜味时间	短	短	长
副作用	食用不当，可能会导致麻木感、灼热感、刺痛感、哮喘呼吸困难等症状。	长期食用易导致身体亚健康	无

数据来源：安信证券研究中心

4.3 YE 广泛应用于食品调味领域和生物发酵领域

- **YE 在食品调味领域有着广泛的应用。**酵母抽提物具有的“增鲜增味、降盐淡盐、掩盖异味、耐受性强、食品属性”五大优势，所以酵母抽提物被广泛应用于食品调味品领域。随着生活水平的提高，消费者对食品安全的关注度提高，消费升级直接带来调味品产品结构的升级，越来越多的食品领域开始应用 YE，主要包括鸡精、酱油、复合调味料、方便面行业、肉制品和休闲食品等。
- **YE 在生物发酵应用领域优势突出。**酵母抽提物（该领域称为“酵母浸出物”）作为一类重要的有机氮源，富含大量的氨基酸、多肽以及维生素、核苷酸等生长因子，酵母浸出物具有生物利用度高、非动物源、品质稳定等优势，成为取代动物蛋白胨、鱼粉、玉米浆等动植物氮源的良好选择，可以作为种子培养基主要原料，满足发酵工业中多种营养苛求菌种以及诱变菌种、基因工程构建菌的营养需求。

图 32：YE 主要应用领域



数据来源：安信证券研究中心

4.4 目前安琪 YE 情况及发展空间

- **安琪酵母全球最大的酵母抽提物供应商。**2003 年以来公司已经先后在湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左、柳州，新建了四条酵母抽提物生产线，目前其总产能达 4.6 万吨，已经成为全球最大的酵母抽提物供应商，安琪 YE 占据中国市场份额超过 40%。公司注重 YE 市场开发力度，在酱油、肉制品、方便面、醋、蚝油、鸡精、酱、香精香料、休闲食品等众多领域实现了应用，近年来保持了年度 30%左右的增长速度。
- **凭借技术优势，积极进行产品种类开发。**公司在酵母抽提物方面具有技术优势，是酵母抽提物的行业标准的主要起草单位，并且凭借公司专业的酵母生产原料，为生产优质稳定的酵母抽提物提供了可靠的基础。目前公司酵母抽提物主要的种类包括基础味（纯味型）、Umami 味（高 I+G 型）、KOKUMI 味（KOKUMI 型）和特征味（肉类风味型/酱油专用型）。
- **调味品消费升级和产品结构升级，为 YE 带来广阔市场空间。**YE 作为高端调味品的添加剂，在消费升级和产品结构升级下，市场空间巨大。国内三大酱油品牌海天、中炬高新和加加已经相继推出高端调味品，并且都清晰标明使用了酵母抽提物，安琪酵母作为原材料供应商将受益。

表 6：安琪酵母 YE 产品

产品名称	成分和功能
基础味（纯味型）	产品富含氨基酸、肽等物质，具有典型的酵母抽提物基础风味，能提供纯正的肉汤口感。
Umami 味（高 I+G 型）	产品含有大量的天然呈味核苷酸和谷氨酸，具有典型的 UMAMI 口感，鲜味强劲。
KOKUMI 味（KOKUMI 型）	产品相比普通 YE 含有更多的多肽成分，具有典型的 KOKUMI 特征风味，提供持久的回味和醇厚口感。
特征味（肉类风味型/酱油专用型）	可提供比普通酵母抽提物更具特征风味的产品，如鸡肉风味、酱香风味等，还可提供无肉源风味产品。

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 33：国内三家酱油公司高端酱油产品

数据来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

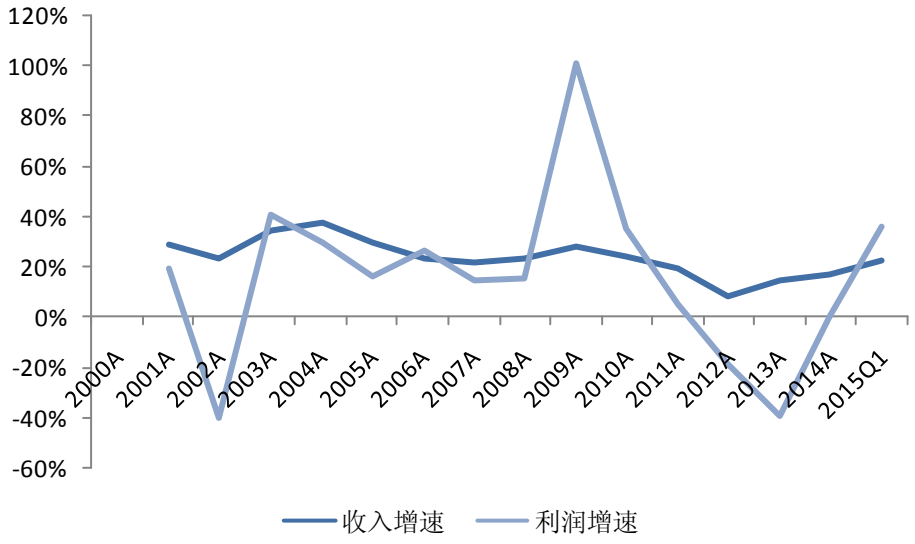
5. 2015 年，业绩确定性反转，净利率有 2-3 倍提升空间

5.1 过去影响利润的主要在于费用的提升

自 2011 年公司收入呈稳步增长的趋势，但是归属于母公司的净利润呈现负增长的趋势。公司过去几年毛利率基本保持在 30%左右，但净利率却从 10%以上下降至 4.5%，毛利率的大幅下降与最近几年公司产能持续扩张但产能利用率未能充分市场导致费用摊销高企有关。

同时，公司产能扩张导致资产负债率不断提升，财务费用率持续高企：公司 2014 年整体利润 1.6 亿，但财务费用就高达 1 个多亿，成为侵蚀利润最大负担。

图 34：2011 年开始公司利润跟收入增速出现背离



数据来源：安信证券研究中心

图 35：公司净利率下降主要由于费用率提升

数据来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5.2 净利率逐渐从 4%提升至 10%的合理水平

公司在 13 年之前正常情况下净利率水平均在 10%以上，2013-2014 年受累于新产能投放导致的折旧摊销费用增加及去年两个糖业子公司的巨幅亏损，公司利润受到严重影响，13-14 年净利率降至 4.7%和 4%，仅为正常年份的一半。2015 年下游需求波动不大，我们预计公司收入依然保持 20%左右的增速，收入达到 43.8 亿，而公司利润率水平大概率将提升至 7%以上。

净利率的逻辑在于:

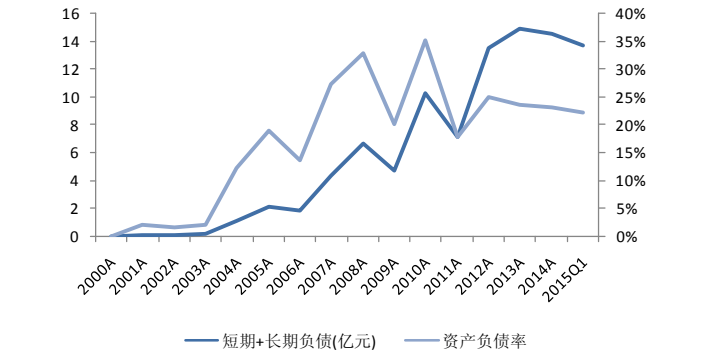
糖价上行，糖业公司将大幅扭亏带来盈利改善: 由于近年来糖价一直向下，去年两个糖业子公司亏损 6329 万元，毛利率为-17%，剔除两个糖业公司亏损，公司去年实际上的利润为 2.1 亿（增长 44%）。2015 年随着糖价上行，一季度两个糖业公司已经基本达到盈亏平衡，我们预计今年全年将会看到大幅减亏，糖业的减亏对公司毛利率和利润率提振在 0.5-1.5pct;

新增工厂产能利用率提升至 90%以上，折旧摊销费用将有所下降: 公司管理费用率因近年固定投资高企，费用率从过去 5%提升至 7.5%，我们认为随着公司产能利用率上来，收入规模效益体现，有望下降至 7%，带来利润率 0.5pct 提升;

财务费用将处于长期下降通道: 公司账面上 13.7 亿负债（其中短期 9.7 亿，长期 4 亿），去年仅财务费用 1.17 亿，借款利率高达 8.5%，财务费用占其税后整体利润的 60%。今年降息周期背景下有利于整体借款利率降低，同时公司在上海自贸区成立融资租赁公司，可以利用境外的低息贷款置换境外的贷款（海外融资利率与国内融资利率点数至少在 4 个点）。我们预计全年财务费用预计将从去年 3.2%以上下降至 1.7%，带来利润率提升 1.5 个 pct；同时，公司资产负债率的长期降低所带来的财务费用结余也将是其净利率提升潜力所在;

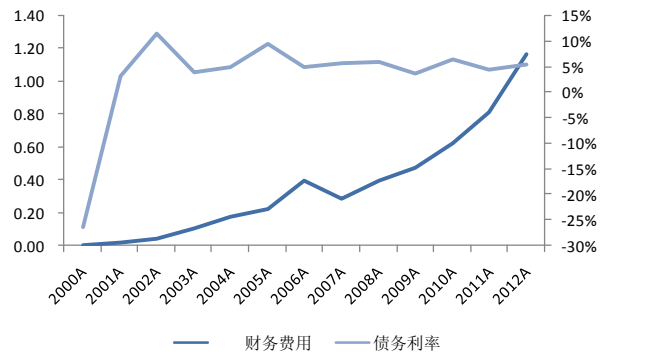
我们预计这三方面因素将推动公司净利率从 4%提升 2.5-3.5pct 至 6.5%-7.5%，同时管理费用率和财务费用率的长期下降潜力巨大，未来 3 年公司净利率回归至过去 10%可期。

图 36：安琪酵母的负债及资产负债率持续高企



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 37：安琪酵母的财务费用率持续高升



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

6. 关于估值

6.1 相对估值：安琪各项估值均低于行业平均水平

我们统计了食品行业市值在200亿以下公司的估值，2015年行业平均估值在73倍，左右，行业平均PS为5倍，PEG为0.93倍，安琪酵母PE、PS、PEG为40、4.6、0.93，均低于行业平均值；

表7：食品行业公司估值

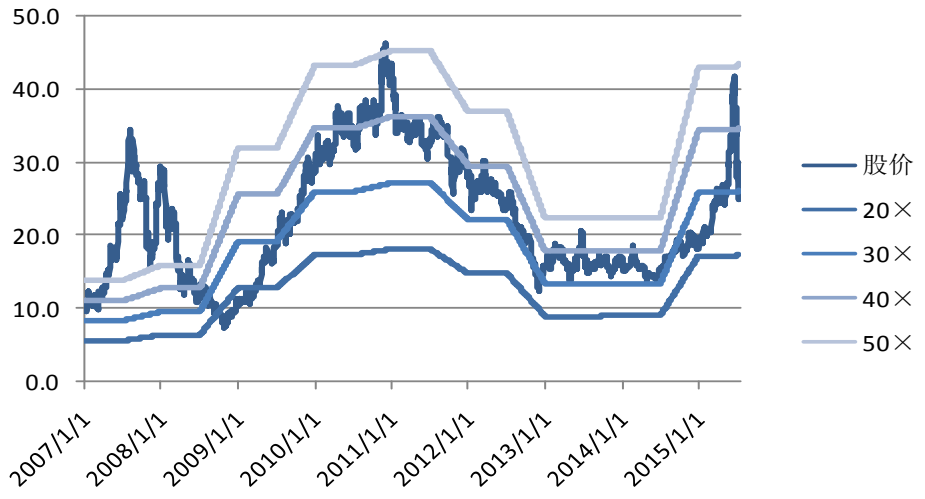
证券代码	证券简称	股价	总市值（亿元）	营业收入（亿元）	EPS	PE	PS	PEG
000716.SZ	黑芝麻	23.69	75	19	0.46	52	4.0	0.87
002216.SZ	三全食品	15.27	123	49	0.16	96	2.2	0.94
002481.SZ	双塔食品	34.71	175	13	0.55	64	13.9	1.06
002495.SZ	佳隆股份	9.19	61	4	0.06	142	13.5	2.05
002507.SZ	涪陵榨菜	21.96	71	11	0.51	43	6.3	0.38
002557.SZ	洽洽食品	16.38	83	35	0.71	23	2.4	0.22
002570.SZ	贝因美	15.90	163	53	0.25	64	2.6	0.67
002582.SZ	好想你	20.83	31	12	0.43	48	2.1	0.57
002650.SZ	加加食品	13.66	63	20	0.38	36	3.2	0.47
002661.SZ	克明面业	44.77	38	19	1.01	44	1.9	0.50
002695.SZ	煌上煌	33.50	42	13	1.06	32	2.9	0.36
002702.SZ	海欣食品	25.07	71	10	0.16	159	6.8	1.65
600305.SH	恒顺醋业	26.50	80	14	0.66	40	5.0	0.62
600429.SH	三元股份	9.72	146	52	0.05	197	2.6	2.96
600872.SH	中炬高新	21.62	172	31	0.41	53	5.6	0.64
均值						73	5	0.93
600298.SH	**安琪酵母**	**37.03**	**122**	**44**	**0.93**	**40**	**2.5**	**0.66**

资料来源：wind，安信证券研究中心

6.2 绝对估值：安琪绝对估值中枢在40-50倍

公司历史PE-BAND中枢在40-50倍，考虑到公司基本面大幅改善，以及当前市场环境，我们认为给予公司明年40倍历史估值相对合理，目标价49.2元。

图38：公司历史PE-BAND中枢在40-50倍



数据来源：安信证券研究中心

7. 风险提示

食品安全风险；安琪产能释放低于预期风险。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总(2015 年 07 月 21 日)

利润表

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**3,119.4**	**3,654.1**	**4,377.6**	**5,072.2**	**5,793.7**
减:营业成本	2,206.4	2,583.7	3,033.5	3,499.2	3,979.0
营业税费	18.5	24.0	30.6	35.5	40.6
销售费用	366.2	428.2	481.5	542.7	608.3
管理费用	237.6	274.5	306.4	329.7	347.6
财务费用	80.9	116.6	74.9	60.6	47.1
资产减值损失	-1.9	18.9	18.0	18.0	18.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.2	-15.1	-	-	-
营业利润	**211.5**	**193.1**	**432.6**	**586.5**	**753.1**
加:营业外净收支	35.7	44.8	54.7	58.3	60.8
利润总额	**247.2**	**237.9**	**487.3**	**644.8**	**813.9**
减:所得税	65.2	61.1	121.8	161.2	203.5
净利润	**146.4**	**147.2**	**307.0**	**406.2**	**512.8**

资产负债表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	627.6	599.0	700.4	811.5	927.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	452.6	382.6	833.4	575.6	1,033.8
应收票据	31.0	33.2	42.5	47.7	53.9
预付帐款	142.6	109.0	253.1	140.1	296.5
存货	923.2	932.1	1,301.8	1,281.7	1,626.7
其他流动资产	-	125.5	41.8	55.8	74.4
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	38.3	23.1	23.1	23.1	23.1
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,704.5	3,658.3	3,395.0	3,127.8	2,856.6
在建工程	78.9	67.7	67.7	67.7	67.7
无形资产	271.3	275.1	275.1	274.8	274.1
其他非流动资产	69.0	76.7	63.6	65.2	67.1
资产总额	**6,338.9**	**6,282.2**	**6,997.6**	**6,471.0**	**7,300.8**
短期债务	1,494.9	1,455.8	1,586.6	726.1	782.3
应付帐款	643.6	445.9	879.5	712.7	1,029.7
应付票据	84.6	79.1	106.4	108.2	138.3
其他流动负债	126.2	703.6	337.0	423.2	493.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1,058.2	566.2	722.2	782.2	690.2
负债总额	**3,407.5**	**3,250.7**	**3,631.8**	**2,752.4**	**3,134.1**
少数股东权益	**195.5**	**209.1**	**267.6**	**345.0**	**442.6**
股本	329.6	329.6	329.6	329.6	329.6
留存收益	2,453.6	2,551.3	2,768.6	3,044.0	3,394.4
股东权益	**2,931.4**	**3,031.5**	**3,365.8**	**3,718.6**	**4,166.7**

财务指标

（百万元）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
成长性					
营业收入增长率	15.0%	17.1%	19.8%	15.9%	14.2%
营业利润增长率	-21.2%	-8.7%	124.0%	35.6%	28.4%
净利润增长率	-39.8%	0.5%	108.6%	32.3%	26.2%
EBITDA 增长率	9.4%	12.0%	33.1%	17.5%	16.3%
EBIT 增长率	-11.5%	5.9%	63.9%	27.5%	23.7%
NOPLAT 增长率	-22.3%	6.9%	65.4%	27.5%	23.7%
投资资本增长率	9.0%	0.0%	6.1%	-10.5%	7.8%
净资产增长率	2.9%	3.4%	11.0%	10.5%	12.0%
利润率					
毛利率	29.3%	29.3%	30.7%	31.0%	31.3%
营业利润率	6.8%	5.3%	9.9%	11.6%	13.0%
净利润率	4.7%	4.0%	7.0%	8.0%	8.9%
EBITDA/营业收入	17.6%	16.9%	18.7%	19.0%	19.4%
EBIT/营业收入	9.4%	8.5%	11.6%	12.8%	13.8%
运营效率					
固定资产周转天数	335	363	290	231	186
流动营业资本周转天数	99	80	93	90	90
流动资产周转天数	234	215	220	216	215
应收帐款周转天数	58	41	50	50	50
存货周转天数	97	91	92	92	90
总资产周转天数	680	622	546	478	428
投资资本周转天数	536	478	411	346	297
投资回报率					
ROE	5.4%	5.2%	9.9%	12.0%	13.8%
ROA	2.9%	2.8%	5.2%	7.5%	8.4%
ROIC	4.8%	4.7%	7.9%	9.4%	13.0%
费用率					
销售费用率	11.7%	11.7%	11.0%	10.7%	10.5%
管理费用率	7.6%	7.5%	7.0%	6.5%	6.0%
财务费用率	2.6%	3.2%	1.7%	1.2%	0.8%
三费/营业收入	22.0%	22.4%	19.7%	18.4%	17.3%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	51.7%	51.9%	42.5%	42.9%
负债权益比	116.2%	107.2%	107.9%	74.0%	75.2%
流动比率	0.93	0.81	1.09	1.48	1.64
速动比率	0.53	0.47	0.64	0.83	0.98
利息保障倍数	3.61	2.66	6.77	10.68	16.98
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.15	0.27	0.40	0.49
分红比率	33.8%	33.6%	29.2%	32.2%	31.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.7%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	182.0	176.8	307.0	406.2	512.8
加:折旧和摊销	260.4	312.7	313.2	317.6	321.9
资产减值准备	-1.9	18.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	97.1	125.4	74.9	60.6	47.1
投资损失	0.2	15.1	-	-	-
少数股东损益	35.6	29.6	58.5	77.4	97.7
营运资金的变动	-11.7	65.4	-545.9	269.9	-633.4
经营活动产生现金流量	**488.2**	**699.3**	**207.7**	**1,131.7**	**346.0**
投资活动产生现金流量	**-661.0**	**-400.4**	**-50.0**	**-50.0**	**-50.0**
融资活动产生现金流量	**-90.7**	**-211.3**	**-56.2**	**-970.5**	**-180.6**

业绩和估值指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
EPS(元)	0.44	0.45	0.93	1.23	1.56
BVPS(元)	8.30	8.56	9.40	10.23	11.30
PE(X)	83.4	82.9	39.8	30.0	23.8
PB(X)	4.5	4.3	3.9	3.6	3.3
P/FCF	42.3	465.2	199.8	73.5	67.0
P/S	3.9	3.3	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	14.2	13.2	17.4	13.9	12.0
CAGR(%)	38.5%	51.1%	9.3%	38.5%	51.1%
PEG	2.2	1.6	4.3	0.8	0.5
ROIC/WACC	0.5	0.5	0.9	1.0	1.4
REP	3.1	3.2	3.2	2.8	1.9

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖、刘颜分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。