

安琪酵母 (600298)

15-16年业绩有望持续超预期，再次强调现在仍是买入良机

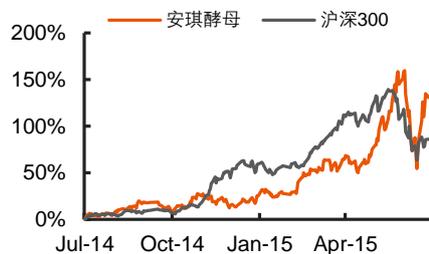
强烈推荐 (维持)

现价: 37.46 元

主要数据

行业	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)	324
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	123.62
流通 A 股市值(亿元)	121.37
每股净资产(元)	8.65
资产负债率(%)	50.30

行情走势图



相关研究报告

- 《安琪酵母*600298*海外扩张思路成熟，全球酵母龙头呼之欲出》 2015-07-14
- 《安琪酵母*600298*业绩预增传递正能量，高增长仅是开始》 2015-07-09
- 《安琪酵母*600298*好事连连，近期回调带来买入良机》 2015-07-02
- 《安琪酵母*600298*一季报业绩超预期，继续“强烈推荐”》 2015-04-24

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

投资要点

平安观点:

- **酵母行业成长空间巨大。**国内酵母行业销量与理论值仍有较大差距，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有 3-4 倍的成长空间。全球范围来看，安琪酵母市占率约为 11%-12%，提升空间很大。
- **安琪是治理结构完善的中国酵母龙头企业。**现阶段安琪是国内酵母产销规模最大的企业，2014 年干酵母产能达到 16-17 万吨，远高于其它竞争对手，全球干酵母产能排名第三，其中酵母抽提物全球第一。公司实际控制人是宜昌市国资委，第二大股东是管理层持股的日升科技，治理结构完善。我们认可董事长和安琪管理团队的能力，眼光长远，风格稳健。
- **预计 15-16 年收入可保持较快增速，持续超越行业。**安琪酵母国内发展态势好于主要竞争对手，全球范围来看，安琪发展速度也比乐斯福、英联马利快，竞争力强于主要对手。行业利润率继续下降的可能性不大，竞争格局利好安琪。安琪的技术服务体系对手难以超越，预计 15-16 年面用酵母年均均可增 15%。受益于下游旺盛需求，预计 YE 15 年可增长 30%。
- **2015-2016 年各项盈利能力指标将持续改善。**2015 年糖蜜价格上升，但折旧占比降低，预计毛利率保持稳定。随着收入规模快速扩张，15-16 年期间费用率可明显下降。内部利润分配有望趋于合理，所得税率 15-16 年可持续下降。2015 年糖价回升，糖业亏损将大幅减少。
- **再次强调现在仍是买入良机。**考虑到期间费用率降幅和糖业亏损幅度可能好于预期，我们上调 15 年净利预测 9%，预计 2015-2016 年营收增长 18%、16%，净利增长 95%、61%，EPS 为 0.87、1.40 元，15-16 年有望持续超市场预期，维持“强烈推荐”的投资评级。按照 2016 年 35 倍 PE，6 个月目标价 49 元。
- **风险提示。**糖蜜成本上涨幅度超预期。海外扩张的速度低于预期。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	2714	3119	3654	4307	5002
YoY(%)	8.3	15.0	17.1	17.9	16.1
净利润(百万元)	243	146	147	286	462
YoY(%)	-18.5	-39.8	0.5	94.6	61.2
毛利率(%)	30.5	29.3	29.3	29.5	30.1
净利率(%)	9.0	4.9	3.7	6.8	10.0
ROE(%)	9.4	5.4	5.3	9.8	14.4
EPS(摊薄/元)	0.74	0.44	0.45	0.87	1.40
P/E(倍)	50.8	84.3	83.9	43.1	26.7
P/B(倍)	4.6	4.5	4.4	4.1	3.6

正文目录

一、行业简介-酵母行业成长空间巨大.....	3
1.1 面用酵母稳健增长，其它产品想象空间大	5
1.2 安琪全球市占率还有较大提升空间	8
二、公司简介-治理结构完善的中国酵母龙头企业	8
2.1 中国酵母龙头企业.....	8
2.2 酵母系列产品是公司营收、利润的主要来源	9
2.3 公司治理结构完善，管理层风格稳健.....	10
三、预计 15-16 年收入可保持较快增速，持续超越行业	12
3.1“营销+技术”优势推动公司顺利实现 15-16 年增长目标	12
3.2 行业竞争环境利好安琪酵母	13
3.3 技术服务体系对手难以超越，预计 15-16 年面用酵母年均增 15%	14
3.4 受益于下游旺盛需求，YE 增速较快	15
四、全球扩张打开想象空间	16
4.1、安琪酵母的全球市占率提升空间较大	16
4.2 乘“一带一路”之风，全球酵母行业龙头指日可待	16
五、15-16 年盈利能力指标将持续改善.....	17
5.1 折旧占比降低、糖蜜价格上升，预计 2015 年毛利率保持稳定	17
5.2 收入规模快速扩张，15-16 年期间费用率可明显下降	19
5.3 内部利润分配有望趋于合理，所得税率 15-16 年可持续下降	21
5.4 糖价回升，2015 年糖业亏损将大幅减少	21
六、盈利预测与投资评级	22
七、风险提示	22

图表目录

图表 1	酵母品种国内长期需求空间测算.....	5
图表 2	我国的人均面包消费量依然很低（2010 年），估计现阶段不超过 2 公斤.....	6
图表 3	糕点、面包制造业虽然增速高峰期已过，但仍可保持稳健增长.....	6
图表 4	三大主要发酵用品比较.....	6
图表 5	调味品中酱醋行业的利润维持较快增速 单位：万吨.....	7
图表 6	2013-1H15 年中国饲料产量增速低位徘徊，预计猪价回升，2H15 行业将恢复增长 单位：万吨.....	7
图表 7	三大主要酵母衍生品.....	8
图表 8	全球酵母行业龙头企业概况.....	8
图表 9	安琪酵母发展历程.....	8
图表 10	安琪酵母分业务 2014 年营收占比.....	10
图表 11	安琪酵母分业务 2014 年毛利占比.....	10
图表 12	估计 2014 年在酵母系列产品中，面用酵母收入占比 60%以上，仍是主要收入来源，YE 占比超过 20%.....	10
图表 13	安琪集团持有上市公司 39.37%的股份，日升科技持有 10.51%的股份.....	11
图表 14	日升科技还有 1.6%股权在 2017 年解禁.....	11
图表 15	日升科技股权结构.....	11
图表 16	安琪酵母 3Q13 开始营收触底回升，连续 7 个季度保持较快增长.....	12
图表 17	收入占比最高的酵母系列产品是营收反转的主要动力.....	12
图表 18	安琪酵母的生产线、技术中心、代理商服务分布.....	12
图表 19	乐斯福营收增速较慢 单位：百万欧元.....	14
图表 20	英联马利（包括原料等其它业务，酵母为主）营收增速较慢 单位：百万英镑...14	14
图表 21	2011 年-2014 年安琪酵母业务毛利率持续处于低位徘徊.....	14
图表 22	2014 财年英联马利食品原辅料业务（酵母及烘焙配料）营业利润率回升，仍位于低位.....	14
图表 23	估计 2012-14 年安琪的面用酵母业务收入增速持续回升 单位：百万元.....	15
图表 24	估计 2014 年安琪的 YE 增长可达到 30% 单位：百万元.....	16
图表 25	2012-2014 年出口收入增速持续回升.....	16
图表 26	2014 年出口在总收入中的比例 33%，预计未来有望持续上升.....	16
图表 27	埃及公司营收和净利润 单位：百万元.....	17
图表 28	埃及公司净利润率与国内主要子公司差不多.....	17
图表 29	估计 2014 年糖蜜占成本比重 30-40%.....	18
图表 30	估计 2014/15 新榨季公司采购的糖蜜均价上涨 10%左右 单位：元/吨.....	18
图表 31	2012-2015 年大型固定资产投资 单位：百万元，万吨.....	18
图表 32	14-15 年无大型固定资产投资，估计 15 年折旧同比基本持平 单位：百万元.....	19
图表 33	2014 年招人速度放缓，报表中销售人员数量出现下降.....	20

图表 34	预计 2015-16 年销售费用率将持续下降	20
图表 35	预计 2015-16 年管理费用率将持续下降	20
图表 36	预计 2015-16 年财务费用将持续下降	20
图表 37	安琪酵母 2013 年-1Q15 所得税率大幅上升	21
图表 38	2014 年本部和子公司税率变化不大	21
图表 39	2015 年糖价同比回升 单位：元/吨	21
图表 40	重点公司年度盈利预测	22

一、行业简介-酵母行业成长空间巨大

1.1 面用酵母稳健增长，其它产品想象空间大

国内酵母行业销量与理论值仍有较大差距。酵母菌是人类文明史中被应用得最早的微生物，全球范围内的酵母工业化已经有 200 多年的历史，我国酵母的产业化生产开始于 80 年代左右。经历了 90 年代末和 20 世纪初的高速发展后，近年来行业的整体增速开始趋于稳定，总体维持在 10-15%，国内酵母行业的发展已经步入成熟阶段，未来的平稳增长依然可以期待。估计 2014 年国内活性干酵母产量 20 万吨左右，其中国内消化 12-14 万吨，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有 3-4 倍的成长空间。

图表1 酵母品种国内长期需求空间测算

品种	假设条件			理论容量 (万吨)
面包	人口 (亿)	人均面包消费量 (公斤)	酵母添加比例	7.0
	14	5	1%	
馒头	全年消耗小麦粉 (万吨)	发酵面食占比	酵母添加比例	12.7
	14116	40%	0.40%	
YE	味精产量 (万吨)		替代比例	10.0
	200		5%	
饲用酵母	中国饲料产量		酵母添加比例	8.8
	17600 (万吨)		0.05%	
酒精	全国酒精产量 (万千升)		酵母添加比例	0.4
	984		0.05%	
其它酵母				5.0
合计				43.9

资料来源：公司公告、国家统计局、平安证券研究所预测

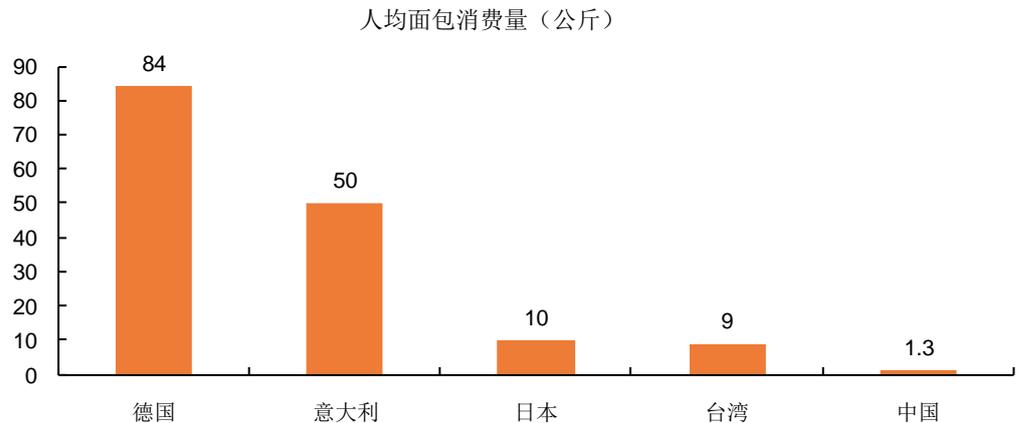
注：小麦粉和酒精产量均为2014年数据

传统酵母的下游需求主要包括：1、面包发酵，西式面包的制作一般都使用酵母作为发酵品；2、馒头等传统面食发酵，在我国，传统面食的发酵除了酵母之外，还普遍使用苏打和老面，估计现阶段馒头中使用酵母的比例 70%左右，实际用量不到理论值的 50%；3、酒精的发酵；4、药用及其它特种酵母需求。

我们判断，未来几年中国传统面用酵母行业依然有望保持 10%左右的稳定增长，主要的驱动因素是：1、面用酵母下游，糕点面包制造业虽然增速高峰期已过，但可保持稳健增长，在面包发酵领域，人均面包消费量增加所带来的酵母使用量增长；2、在传统面食发酵领域，酵母对于苏打和老面的替代。

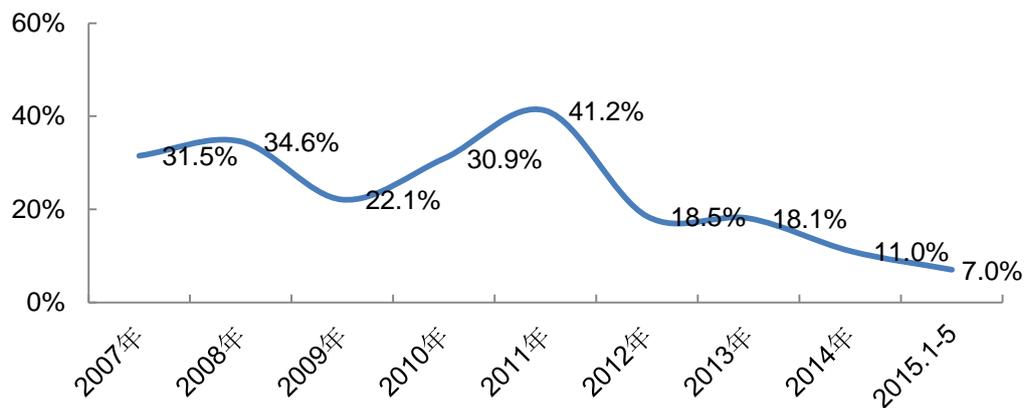
我们估算现阶段中国的人均面包年消费量不超过 2 公斤，远低于发达国家。尽管由于各个国家地区间的饮食结构和消费习惯差异很大，简单的数字比较不能说明问题。但是我们认为，参考饮食习惯相近的日本和台湾，我国的人均面包消费量依然有非常大的提升空间。

图表2 我国的人均面包消费量依然很低（2010年），估计现阶段不超过2公斤



资料来源：《中国面包行业发展趋势及投资分析报告》平安证券研究所

图表3 糕点、面包制造业虽然增速高峰期已过，但仍可保持稳健增长



资料来源：wind，平安证券研究所

酵母发酵在发酵效果、营养价值和便利性上都具有非常明显的优势，而价格是当前阶段阻碍酵母推广应用的壁垒。但是，随着人均收入的提高和各类食品终端销售价格的增长，工业客户和家庭客户对于酵母价格的敏感性会不断下降，酵母的使用群体会持续扩大。

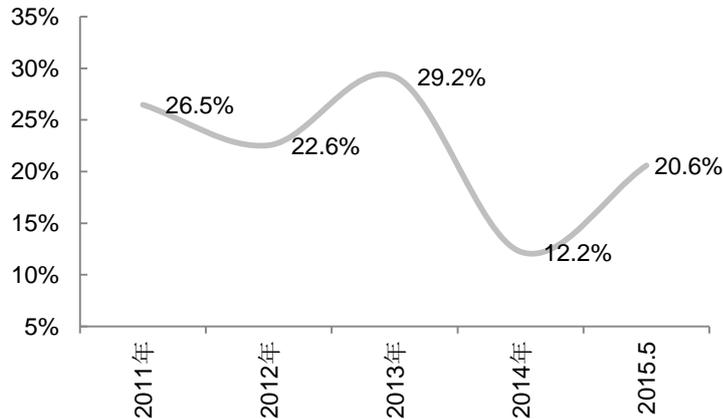
图表4 三大主要发酵用品比较

发酵方法	发酵原理	优缺点
酵母	在适宜的条件下，产生大量的二氧化碳气体，使面团呈蜂窝状结构，疏松而富有弹性	加快面团的发酵速度，增加发酵食品的风味，提高发酵食品的营养价值；劣势主要是价格相对较高
化学膨松剂发酵	1. 碱性膨松剂：在一定温度下在面团中缓慢分解，释放出二氧化碳，使面团膨胀；2. 复合膨松剂：由碱剂、酸剂与填充剂混合而成，在加热的面团中，酸和碱会发生反应释放二氧化碳	1. 破坏食物中某些营养成分如维生素等；2. 部分化学膨松剂含有铝，铝与老年性痴呆症有密切关系，同时也减退记忆力和抑制免疫功能，阻碍神经传导
老面发酵	靠来自空气中的野生酵母和各种杂菌（主要是乳酸菌等）的发酵作用，使面团膨胀	1. 产酸细菌较多导致面团产生不良酸味，需要加碱中和，但加碱量很难控制；2. 碱和面粉中的黄酮色素结合，是面粉发黄，加碱会破坏面团中的B族维生素等营养成分；3. 老面发酵时间长，费时费力且不卫生

资料来源：百度百科、平安证券研究所整理

酵母抽提物 YE 的成长前景最明确。YE 是具有食品属性、非食品添加剂的鲜味物质，具有增鲜增味，降盐淡盐，平衡异味，耐受性强等特点，广泛应用于休闲食品、肉制品、方便面、酱油等食品调味领域。受益于调味领域快速的消费升级需求，YE 成长前景最明确，我们估计 13-14 年安琪的 YE 业务可实现年均 30% 左右的增长，15 年也有望保持较快增速。

图表5 调味品中酱醋行业的利润维持较快增速



资料来源: wind, 平安证券研究所

饲用酵母长期成长潜力大，2015 年有望恢复较快增长。我们看好饲用酵母长期持续增长的能力，消费升级大趋势决定了饲用酵母仍有较大的成长空间。养殖效益下滑影响未来饲料市场需求，2013-1H15 年中国饲料产量增速低位徘徊，不过近期猪价回升，预计 2H15 行业将恢复增长，饲用酵母有望恢复较快增长。酵母近期进入了饲料原料目录，预计可以更好地与其它饲料添加剂有效区隔，也有助于产品推广。

图表6 2013-1H15年中国饲料产量增速低位徘徊，预计猪价回升，2H15行业将恢复增长 单位：万吨



资料来源: 饲料工业协会, 平安证券研究所

酵母深加工市场想象空间巨大，部分品种可能出现爆发式增长，主要看企业对消费者的培育情况。YE 调味品、生物饲料和保健品是安琪的三大酵母深加工产品，也是公司酵母产业链纵向拓展的主力品种。

图表7 三大主要酵母衍生品

类别	用途	代表产品
YE(酵母提取物)	食品调味原料	新型 YE 鸡精、特种 YE 调味料、风味 YE 调味料、餐饮 YE 调味料
酵母源生物饲料	替代抗生素	复合益生菌、复合有机微量元素、饲料品质改良剂、复合发酵菌剂、特殊营养补充剂
保健品类	膳食营养补充	安琪系列即食酵母粉, 康普力星系列, 开智系列、安琪纽特等

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

1.2 安琪全球市占率还有较大提升空间

全球范围来看, 安琪的酵母市占率约为 11%-12%, 成长空间很大。全球范围来看, 估计 CR5 酵母产能占比 60-70%。目前, 全球知名的酵母生产企业包括法国的乐斯福 (LESAFFRE)、英国的联合马利 (AB MAURI) 和中国的安琪酵母等。我们估计现阶段全球干酵母产能 140-150 万吨, 中国酵母产能 25-30 万吨, 安琪酵母产能 16-17 万吨, 安琪占全球干酵母产能比重约为 11-12%, 占比较低。

图表8 全球酵母行业龙头企业概况

企业名称	国别	产能	概况
LESAFFRE	法国	30 万吨左右	乐斯福来自法国北部、具有 160 年历史的家族企业, 包括酵母、配料、烘焙、贸易业务, 全球 40 多个国家拥有 70 多家子公司, 40 多个生产基地, 80% 的员工在法国以外, 40-50% 的员工在欧洲以外。2014 年销售收入 16 亿欧元。
AB MAURI	英国	20-25 万吨	AB MAURI 的酵母和烘焙原料业务在 26 个国家 54 个厂, 2014 年销售收入 12.6 亿英镑。国内 4-5 万吨产能。
安琪酵母	中国	16-17 万吨	主要在中国, 分布在宜昌本部、新疆伊犁、内蒙古赤峰、广西崇左、云南德宏等地, 国外有埃及生产基地, 拟建设俄罗斯基地。

资料来源: 饲料工业协会, 平安证券研究所估算

二、公司简介—治理结构完善的中国酵母龙头企业

2.1 中国酵母龙头企业

公司前身为宜昌食用酵母基地, 始建于 1986 年, 是由原国家科委中国生物工程开发中心、中科院微生物所、国家计委科技司 3 家联合建议立项, 国家计委布点的全国唯一一家活性干酵母工业性试验基地。1998 年改制设立安琪酵母股份有限公司, 2000 年挂牌上市。现阶段安琪是国内酵母产销规模最大的企业, 2014 年干酵母产能达到 16-17 万吨, 远高于国内其它竞争对手。全球干酵母产能排名第三, 其中酵母抽提物全球第一。

图表9 安琪酵母发展历程

1994	1997	2000	2001	2005	2006	2007	2008	2010	2011	2013	2015
通过二期技术改造成为国内最大的酵母生产基地	通过 ISO9001 质量体系认证	股票在上海证券交易所上市	安琪商标被认定为“中国驰名商标”	安琪酵母技术中心被认定为国家级企业技术中心	安琪商标荣登《中国最有价值商标 500 强》	安琪酵母被认定为“中国名牌”	安琪纽特获“中国保健品十佳品牌”	安琪酵母(埃及)公司成立	安琪成都总部成立	埃及工厂、德宏工厂的相继投产	埃及工厂达产运作, 计划投资建设俄罗斯工厂

1994	1997	2000	2001	2005	2006	2007	2008	2010	2011	2013	2015
	国家科技部批准建立“国家酵母技术研究推广中心”		国家人事部批准建立“博士后科研工作站”	安琪酵母(伊犁)有限公司建成投产	安琪酵母滨州鲜酵母生产线投产	食品原料生产线建成投产			安琪开罗总部成立	成为“全球规模最大的酵母抽提物供应商”	宏裕塑业拟新三板挂牌上市

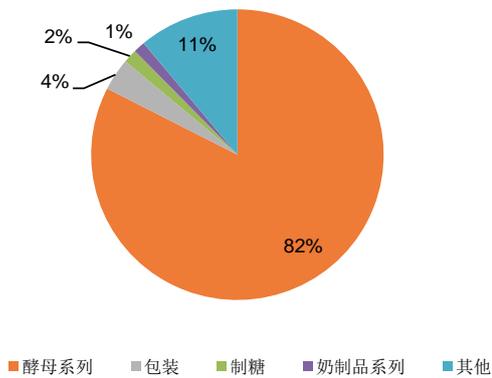
资料来源：平安证券研究所

公司的战略目标是做国际化、专业化生物技术大公司，现阶段以 B2B 酵母业务为主。安琪的远景目标是立足以发酵工程和酶工程为支撑的生物技术领域，不断为全球各行业提供多种生物技术产品和服务，致力成为“国际化、专业化的生物技术大公司”。2011-2013 年公司曾致力于发展 B2C 的家庭和个人消费品，导致了公司传统主营业务在的增长放缓，而新业务又因能力储备不足未达到预期目标。2013 年下半年公司及时调整经营策略，主营业务重新恢复较快增长。我们判断，公司现阶段发展以 B2B 酵母业务为主，适当发展 B2C 业务，保持稳健发展。

2.2 酵母系列产品是公司营收、利润的主要来源

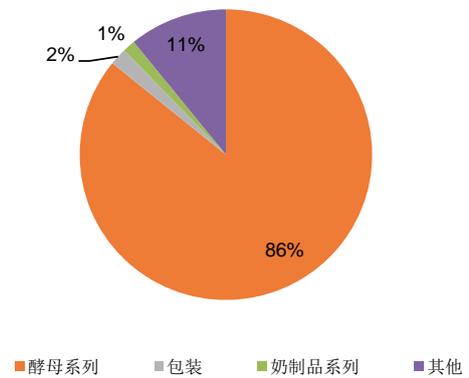
酵母系列产品是公司营收、利润的主要来源，2014 年营收、毛利占比 82%、86%。面用酵母为主要的传统酵母依然是公司收入的主力品种，2014 年的酵母系列产品中收入结构来看，估计面用酵母占比 60%以上，YE 占比超过 20%。

图表10 安琪酵母分业务2014年营收占比



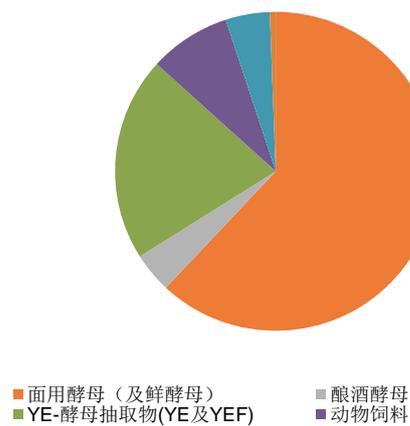
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 安琪酵母分业务2014年毛利占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 估计2014年在酵母系列产品中，面用酵母收入占比60%以上，仍是主要收入来源，YE占比超过20%

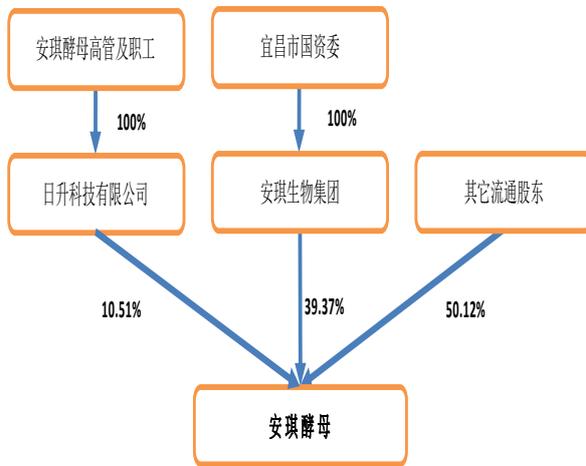


资料来源：公司公告、平安证券研究所估算

2.3 公司治理结构完善，管理层风格稳健

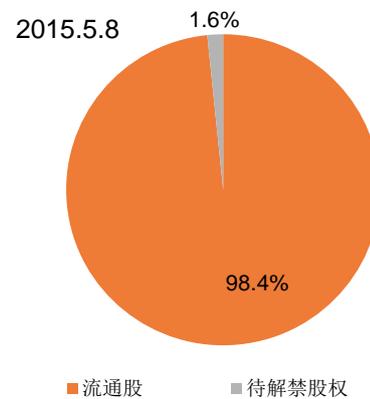
公司的实际控制人是宜昌市国资委，第二大股东是管理层持股的日升科技。公司的实际控制人是宜昌市国资委，通过旗下全资子公司安琪集团持有公司 39.4%的股权；另外，经过 2010 年的定向增发后，主要由高管及职工持股的日升科技成为了公司的第二大股东，占比为 10.5%。安琪集团持有上市公司 39.37%的股份，日升科技持有 10.51%的股份，其中日升科技剩余的 1.6%限售股将在 2017 年解禁。

图表13 安琪集团持有上市公司39.37%的股份，日升科技持有10.51%的股份



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表14 日升科技还有1.6%股权在2017年解禁

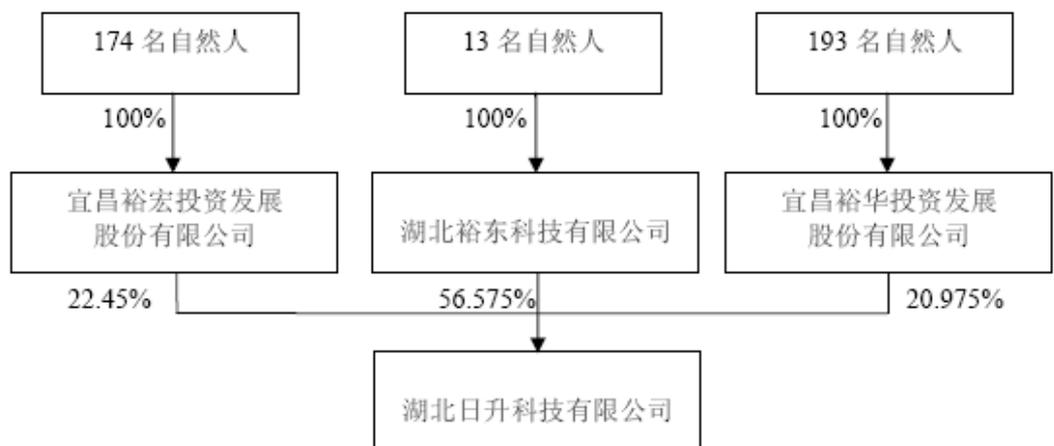


资料来源：平安证券研究所、Wind

国有控股，股权结构合理。国有控股，宜昌国资委全资控股安琪集团，集团持有上市公司股权39%。管理层持有的日升科技公司持股10.5%，高管激励问题得到解决，并且拥有较大的话语权，类似于白酒中的洋河。国企改革的背景下，我们猜测公司有望实现新的突破，如推进员工持股计划等，解决新进高管、销售、技术团队的激励问题。

高管股权逐步解锁，公司业绩释放动力可能增强。考虑日升科技作为独立运行的公司，有较大的资金需求。我们判断随着高管股权逐步解锁，公司业绩释放动力可能增强。

图表15 日升科技股权结构



资料来源：公司网站、平安证券研究所

管理层风格稳健，能力优秀。我们认可董事长和安琪管理团队的能力，眼光长远，风格稳健，能看到B2B酵母业务的成长和盈利前景，中长期战略思路清晰，可驱动公司稳健增长。

三、预计 15-16 年收入可保持较快增速，持续超越行业

3.1 “营销+技术”优势推动公司顺利实现 15-16 年增长目标

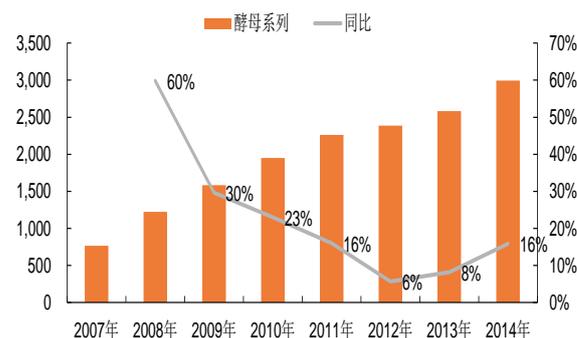
预计2015、2016年公司收入可顺利实现43、50亿的目标，分别增长18、16%。重新专注传统业务之后，安琪酵母3Q13至今收入持续增长，我们认为“营销服务+技术优势”将支撑酵母业务持续增长，2015、2016年公司收入可顺利实现43、50亿的目标。

图表16 安琪酵母3Q13开始营收触底回升，连续7个季度保持较快增长(单位：百万元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表17 收入占比最高的酵母系列产品是营收反转的主要动力(单位：百万元)

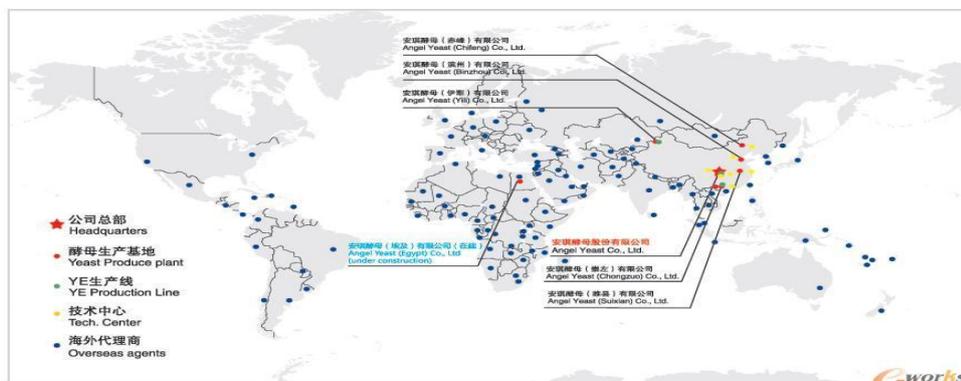


资料来源：公司公告、平安证券研究所

安琪酵母的营销服务能力很强，营销网络和服务体系覆盖全面，团队优秀，同时依托权威机构推广公司产品：

- 公司建立了“应用技术+销售”方案营销模式，营销网络和服务体系覆盖全面。全国设有 26 个酵母销售办事处，300 多名应用工程师，5000 多个经销商，通过公司网站、中国面包师网、中华面点网、营养健康网、CRM 系统、400 热线电话等资讯平台，为用户提供远程商务和技术服务。公司成立了烘焙与发酵面食技术中心，在北京等地建立了培训中心，通过持续开展技术推广会、产品演示会、“好伙伴”服务等活动，向用户提供全套的技术解决方案。公司定期向顾客发送《中国安琪》、《Angel Herald》等内部刊物，普及产品知识。

图表18 安琪酵母的生产线、技术中心、代理商服务分布



资料来源：公司网站，平安证券研究所

- 应用技术服务团队优秀。安琪酵母拥有一支由相关各应用领域的烘焙师、酿造师、生物营养师、

YE 调味及生物发酵师组成的应用技术服务团队。

- **依托权威机构，推广公司产品，安琪已经成为国内酵母的代名词。**公司依托以安琪为主发起人的中国烘焙协会面包师分会、中国粮油协会发酵面食分会等为用户提供全方位、专业化技术服务。公司通过相关行业组织，开展了发酵面食大赛、面点师之乡认定等活动。发酵面食分会组织了以安琪酵母为核心的技术人员，在面点师集中的县乡，举办面点新技术培训。每年年底，安琪酵母会派出几十支专业技术队伍，分赴各地“馒乡”开展应用技术推广活动。
- **积极拥抱互联网对营销模式的变革。**2011 年安琪就成立了健康产品网络购物平台，“安琪 e 家倍爱全家”（www.fornature.com），有安琪自己生产的，也有部分代加工产品。另外，公司也在天猫、京东等平台上设立了旗舰店。尽管电商规模不大，但显示公司积极拥抱互联网对营销模式的变革。

安琪前身是宜昌食用酵母基地，通过技术起家，技术优势突出：

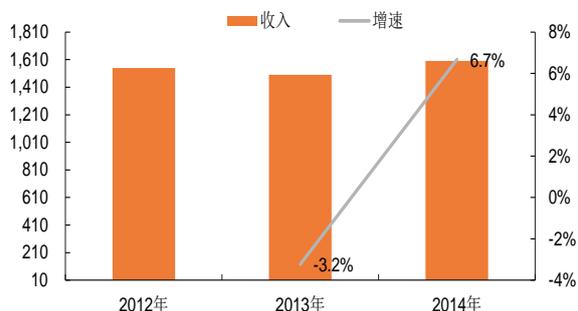
- **国内主要的酵母产业化创新平台。**公司前身为宜昌食用酵母基地，现阶段拥有行业内唯一的国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室和湖北省酵母工程中心。公司构建了由发酵基础技术研究所、烘焙和发酵面食技术中心、YE 食品调味研究所等组成的全球一流的酵母产业化创新平台。酵母抽提物是安琪承担并完成的国家九五科技攻关项目，被列入国家级火炬计划及国家高新技术产品出口目录，安琪还是国家标准的主要起草单位
- **科技人员的激励政策到位。**从 2001 年开始，公司以当年实现的净利润为基数提取不超过 5% 设立科技人员奖励基金，2010 年完成的定增也实现了科技骨干与公司利益的一致，形成了有利于技术创新的激励机制。国企改革背景下，我们猜测公司有望实现新的突破，如推进员工持股计划，解决新进高管、销售、技术团队的激励问题。

3.2 行业竞争环境利好安琪酵母

安琪酵母国内发展态势好于主要竞争对手，估计国内市占率 50% 以上。根据我们查询的信息，乐斯福、马利这两年均没有大规模新建酵母产能，营收增速均不超过 10%。与对手相比，安琪过去的高增长体现了公司竞争能力强于主要对手，只要公司自身不出现失误，未来增速可继续超越行业水平。

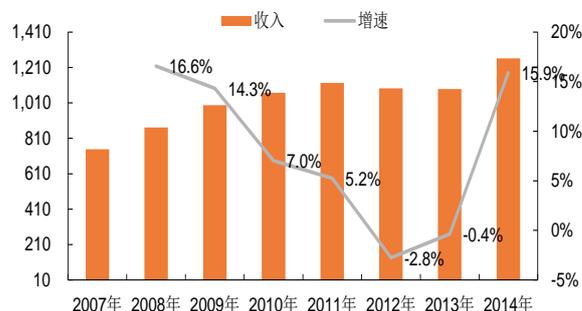
全球范围来看，安琪发展速度也比乐斯福、英联马利快，竞争力强于主要对手。对比 2012-2014 年收入数据，安琪酵母的收入增速明显好于主要对手。乐斯福是家族企业，以保持市场份额稳定为目标，2012-14 年收入基本没有增长。英联马利好些，但由于酵母相关业务占比不高，酵母业务发展缓慢，2012-14 年复合增速 5-10%。从 2012-2014 年的成长速度来看，安琪的发展势头好于乐斯福和马利，复合增速超过 15%。

图表19 乐斯福营收增速较慢 单位：百万欧元



资料来源：平安证券研究所估算

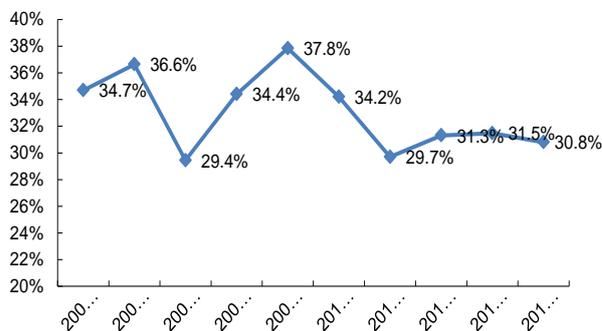
图表20 英联马利（包括原料等其它业务，酵母为主）营收增速较慢 单位：百万英镑



资料来源：平安证券研究所估算

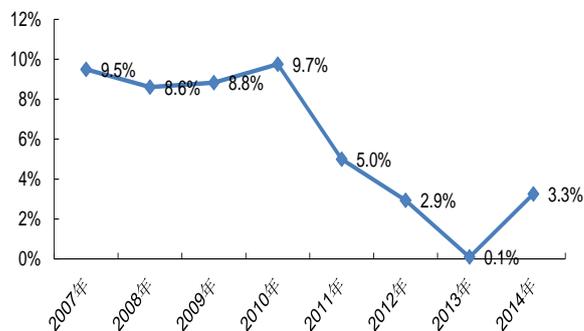
行业利润率继续下降的可能性不大，竞争格局利好安琪，增速有望持续超越行业。由于2012-2014年行业曾经出现阶段性产能过剩的压力，盈利能力持续下降。2011-2014年安琪酵母业务毛利率持续处于低位徘徊。2010-2013财年英联马利食品原辅料业务（包括酵母及烘焙配料）营业利润率持续下降，2013财年仅仅为0.1%，2014年恢复至3.3%，仍位于低位。总体来看，行业竞争正趋于缓和，未来大规模的价格战发生的概率低，预计未来行业的竞争格局将利好安琪。

图表21 2011年-2014年安琪酵母业务毛利率持续处于低位徘徊



资料来源：wind、平安证券研究所

图表22 2014财年英联马利食品原辅料业务（酵母及烘焙配料）营业利润率回升，仍位于低位



资料来源：wind、平安证券研究所

3.3 技术服务体系对手难以超越，预计15-16年面用酵母年均增15%

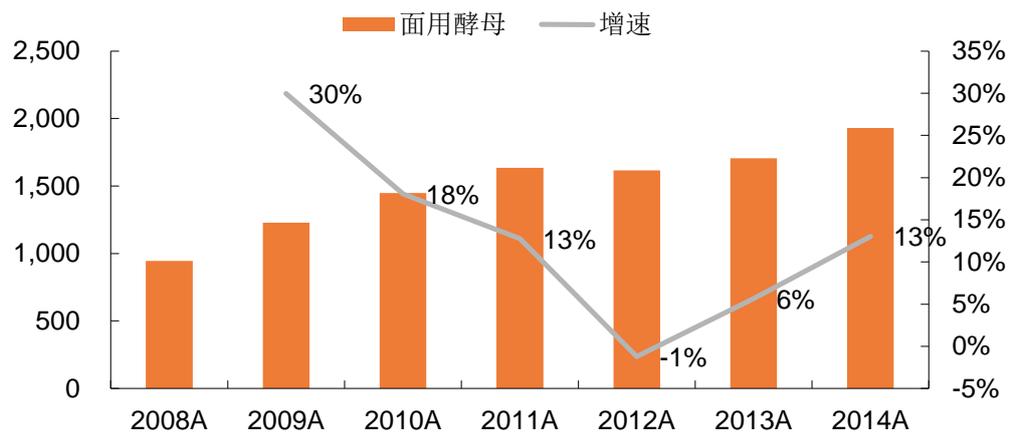
2012年-1H13公司战略偏向于酵母下游业务，如酶制剂等生物制药产品，而盈利能力较强的面用酵母销售乏力。虽然2012-2013年国内产能仍有一定的过剩，但2013年面用酵母酵母行业总体有增长，安琪出现下滑主要因为公司偏离酵母主业，看好下游衍生品、酶制剂、保健品等产品，安琪的销售人员侧重于新产品，对传统酵母客户端拜访频率减少。同时，人员大幅增加，机构层级增加，效率降低，导致费用增加。

2013年中期开始公司做了积极的调整，包括公司的战略重心、管理层人员、销售团队考核指标等，3Q13至今面用酵母持续较快增长，预计2015-16年面用酵母年均可增长15%，增长来源于：1.国内外行业需求均有增长，估计国内可增长10%；2.安琪竞争力强于主要对手，获得了相对较多的行业

增量。

公司已经构建了完善的技术服务体系，竞争对手难以复制和超越。安琪依托烘焙与发酵面食技术中心，为全球烘焙、糕点与中式发酵面食行业提供酵母、食品原料和技术解决方案。安琪在北京、上海、成都、宜昌、沈阳、武汉、广州设立区域总部及技术中心，在开罗设立中东、非洲区域总部技术中心，并在菲律宾马尼拉、印尼雅加达等地设立国际合作培训机构。服务的三个方向：1.专业烘焙，面包酵母和烘焙原料的开发生产；2.中式面食与调味领域，酵母及面食原料创新，餐饮调味品；3.家庭DIY。

图表23 估计2012-14年安琪的面用酵母业务收入增速持续回升 单位：百万元



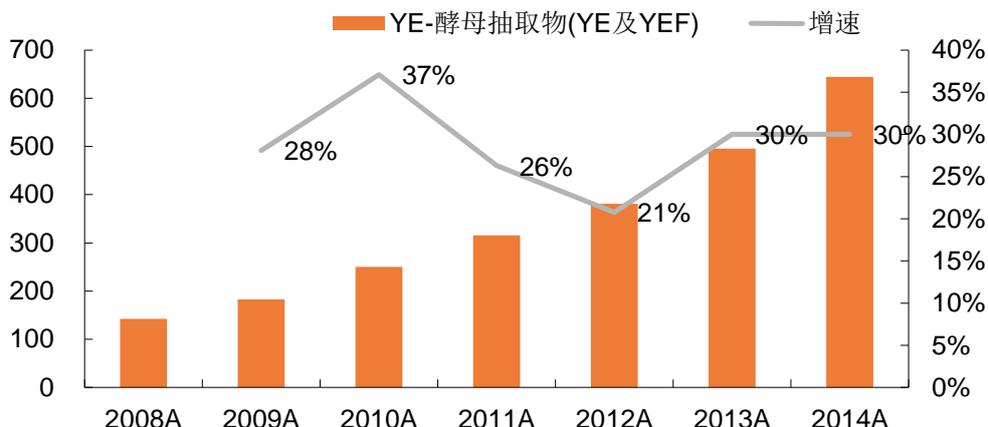
资料来源：wind、平安证券研究所估算

3.4 受益于下游旺盛需求，YE 增速较快

YE 受益于调味品行业旺盛的产品升级需求，13-14年增速均大幅超越公司平均水平，估计复合增速达到30%，预计2015年YE可维持30%的增速。

安琪 YE 产能已是全球第一，有助于提高品牌知名度。公司湖北宜昌、新疆伊犁、广西崇左、柳州有四条酵母抽提物生产线。估计现阶段公司拥有 4.6 万吨酵母抽提物产能，产能规模已是全球第一。估计中国酵母抽提物产能超过 10 万吨，全球超过 20 万吨，安琪占全球的比重超过 20%，预计还有提升空间。由于下游需求较好，公司已经着手开始建设柳州 1.5 万吨扩充项目，预计 2016 年底完成，本项目完成后公司 YE 总产能将达到 6.1 万吨。产能成为全球第一，有助于提高全球品牌知名度，形成销售规模与品牌知名度的良性循环。

图表24 估计2014年安琪的YE增长可达到30% 单位：百万元



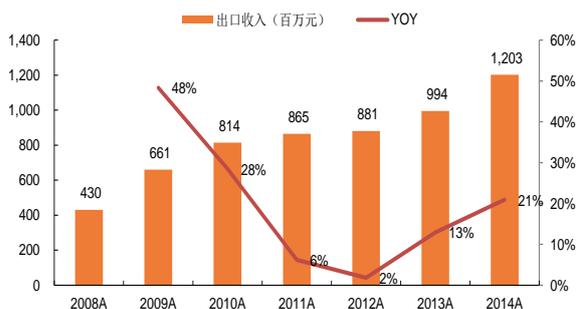
资料来源：wind、平安证券研究所估算

四、全球扩张打开想象空间

4.1、安琪酵母的全球市占率提升空间较大

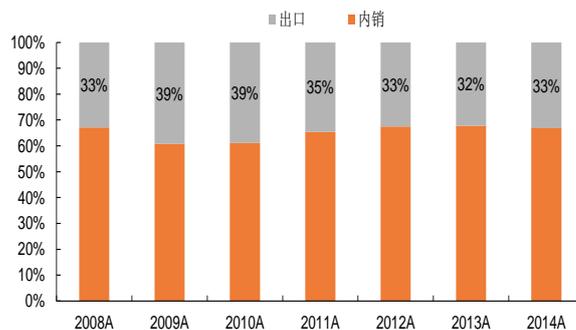
安琪全球占比较低，全球市场成长空间大，长期来看，安琪的出口业务占比有望持续上升。2012-2014年出口收入增速持续回升，2014年安琪出口业务实现收入12亿，增长21%，占比33%。考虑到安琪产能全球化布局可能加速，预计中长期出口收入占比有望持续上升。全球范围来看，安琪发展速度比乐斯福、英联马利快，竞争力明显强于主要对手。

图表25 2012-2014年出口收入增速持续回升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表26 2014年出口在总收入中的比例33%，预计未来有望持续上升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

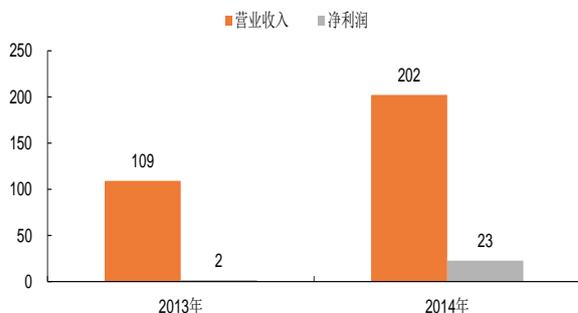
4.2 乘“一带一路”之风，全球酵母行业龙头指日可待

安琪的酵母业务海外建厂，一方面可以降低原料、物流、关税等成本，另一方面更好的理解当地消费者的需求，并易于得到当地客户的认可，有助于提高产品竞争力。

安琪在国外的第一个生产基地是埃及工厂，几经波折，终成正果。2010-2012年，埃及项目运作初期，恰逢中东局势动荡、人民币升值，因此导致出口业务低于预期。公司2010年的出口收入占比高

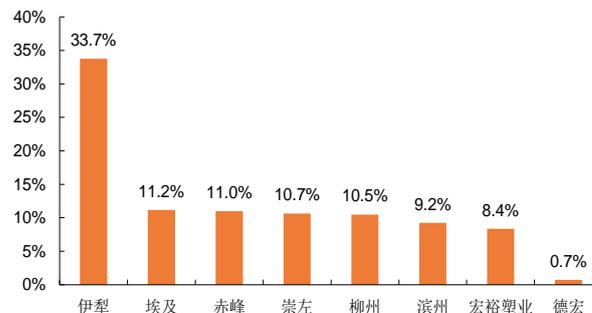
达 41%，但 2011 年开始占比持续下降，2012 年、1H13 为 32%、33%，因此埃及项目贡献利润的时点较迟。经过安琪内部战略调整，同时公司也适应了动荡的市场环境下的产品销售，且酵母是必须生活品，需求有一定刚性，因此 3Q13 开始出口大幅恢复增长。2013 年安琪埃及公司实现收入 1.1 亿，实现微利，2014 年实现收入 2.0 亿，净利 0.23 亿，净利润率可与国内主要子公司持平。

图表27 埃及公司营收和净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表28 埃及公司净利润率与国内主要子公司接近



资料来源：公司公告，平安证券研究所

俄罗斯建厂将是安琪海外扩张的标志性事件，为海外扩张打开想象空间。俄罗斯建厂将促进独联体和中东地区产品销售，同时也显示公司海外扩张思路趋于成熟，中长期海外市场成长空间巨大。安琪酵母 7 月初公告，计划在俄罗斯投资新建年产 2 万吨酵母项目，项目建设资金总需求 4.98 亿元，地点在利佩茨克州丹科夫经济特区，计划 2017 年上半年建成投产。预计项目建成后将有两个好处：（1）可加快俄罗斯等独联体国家以及周边市场的开发，俄罗斯是全球重要的酵母消费市场，年需求总量折合近 5 万吨，而自身供应能力不足，2012-2014 年期间，每年从外部进口酵母超过 1 万吨。（2）安琪埃及公司已基本满产运作，部分中东非洲国家仍需从中国工厂长途海运，新产能投产后有助巩固并拓展中东地区市场。同时，从原料端来看，俄罗斯甜菜制糖业比较发达，副产品糖蜜年产量超过 120 万吨。综合考虑俄罗斯项目的区位优势，和安琪在埃及酵母项目的成功经验，我们判断该项目达到预期目标的概率较高。另外，俄罗斯项目显示公司扩张思路趋于成熟，海外扩张的想象空间打开。

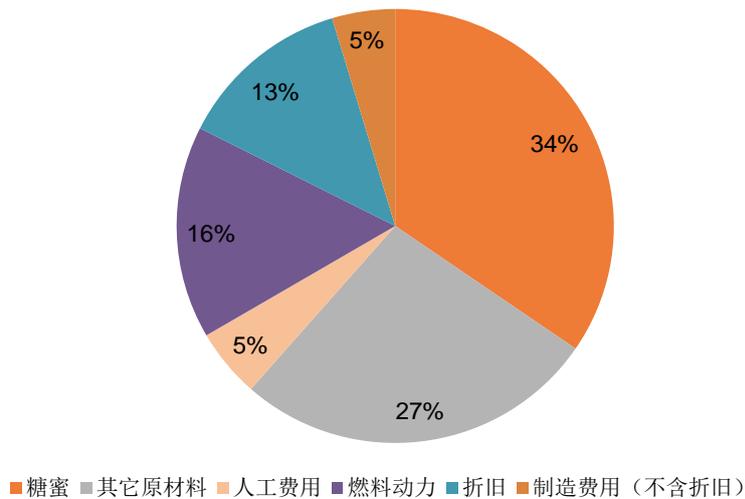
安琪的国外重点区域正好与“一带一路”契合，预计可乘“一带一路”之风，成为全球酵母龙头。公司现重点拓展区域包括中亚、中东、非洲、东南亚、南美等，公司通过差异化、性价高的产品抢夺了其他酵母企业的市场份额。现阶段，中亚市场略显饱和，但独联体、中东、非洲、东南亚、南美市场潜力仍很大，这些市场大多数与“一带一路”契合。根据《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，鼓励中国优势产业参与沿线国家基础设施建设和产业投资，预计未来安琪在这些区域的投资计划可得到政府的支持，包括新建产能和并购整合。长远来看，随着安琪规模的扩大和品牌知名度的提升，欧洲、美国市场也有望取得突破。

五、15-16 年盈利能力指标将持续改善

5.1 折旧占比降低、糖蜜价格上升，预计 2015 年毛利率保持稳定

糖蜜是原料成本的主要部分。酵母的生产成本主要由糖蜜、环保成本、蒸汽水电、包装、辅料、人工等构成，估计公司生产 1 吨干酵母需用 5 吨糖蜜，根据产品不同略有差异。根据酵母产品销量推算，估计 2014 年糖蜜占成本的比重 30-40%。

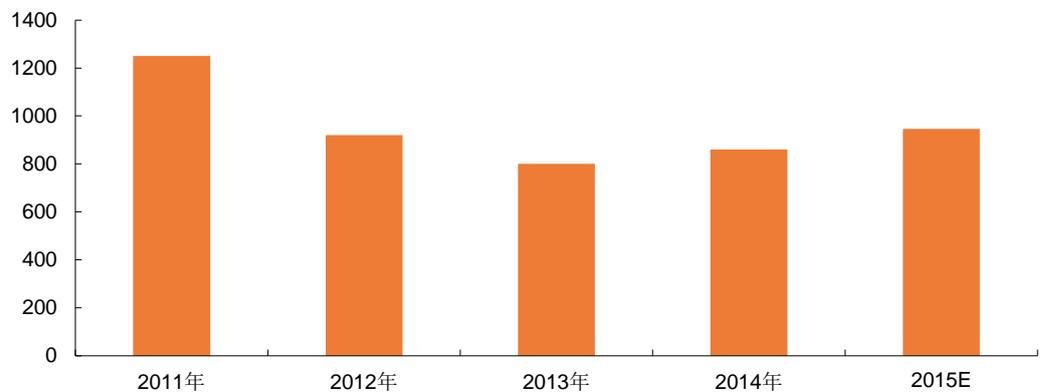
图表29 估计2014年糖蜜占成本比重30-40%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

糖蜜价格上涨对2015年毛利率有负面影响。根据我们草根调研，由于甘蔗种植面积下滑，而短期糖蜜进口受阻，估计2015年安琪酵母采购的糖蜜价格总体上涨10%左右，对2015年毛利率有负面影响。5-6月糖蜜价格上涨速度较快，我们判断应该是短期现象，估计主要由于糖蜜进口渠道受阻，而当前市场上流通量较少。

图表30 估计2014/15新榨季公司采购的糖蜜均价上涨10%左右 单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

2015-2016年折旧占比将持续降低，有利于毛利率的稳定。2012年-2013年公司产能集中释放，带来固定成本上升，折旧大幅增加，增速高于收入增速。2013-2014年折旧分别同比增长50%、19%。由于14年开始固定资产投资大幅减少，估计折旧2015、2016年占成本的比重将下降。

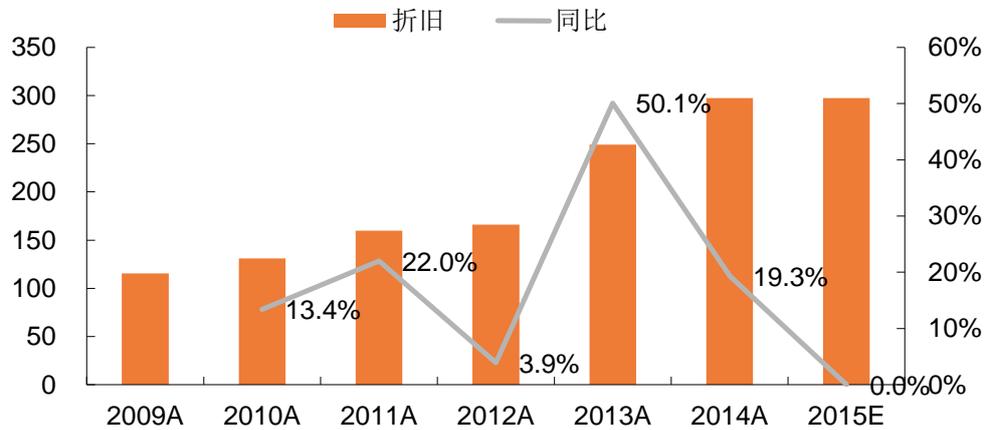
图表31 2012-2015年大型固定资产投资 单位：百万元，万吨

年份	项目名称	产品	产量	转固数	预算
2H12	安琪产业园	/	/	397	500
1Q13	埃及酵母项目	酵母	1.5	368	458
1Q13	柳州酵母生产线项目	YE	2	444	387
2Q13	云南德宏	酵母	2	346	400

	项目名称	产品	产量	转固数	预算
4Q13	赤峰甜菜糖	甜菜糖	0.3	298	287
3Q15	云南德宏扩建	酵母	0.6	-	84

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表32 14-15年无大型固定资产投资，估计15年折旧同比基本持平 单位：百万元



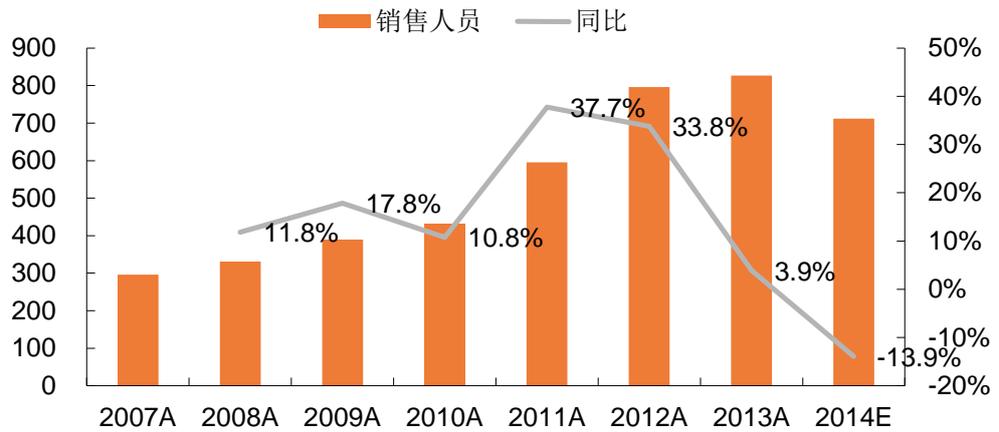
资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.2 收入规模快速扩张，15-16年期间费用率可明显下降

随着15-16年收入的快速增长，而部分费用增幅较小，如人员薪酬等，因此我们判断15-16年销售和管理费用率均有望持续下行。专注传统业务后，2014-15年招人速度放缓。考虑到15-16年销售和管理人员数量不会出现明显增加，同时经过1Q14销售和管理人员大幅提薪之后，预计15-16年人员工资同比不会出现明显增加。

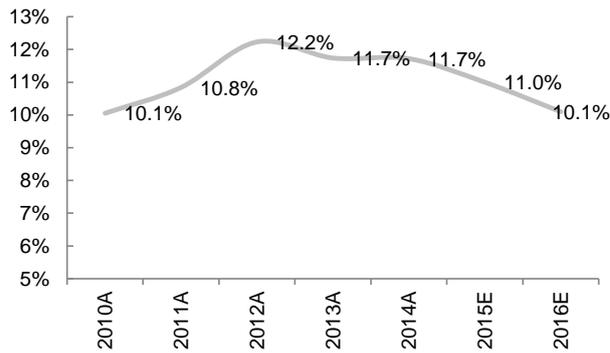
14年固定资产投资减少和设立融资租赁公司都有助于降低财务费用。财务费用与固定资产投资紧密相关，由于14年固定资产投资大幅减少，估计15-16年财务费用绝对值可持续下降。设立融资租赁公司锦上添花，有助于进一步节约财务费用。公司拟在上海自贸区设立融资租赁公司，预计可节约财务费用，安琪出口业务有很多，有机会得到低息的境外贷款，而外资融资租赁公司的融资额度相对较大。

图表33 2014年招人速度放缓，报表中销售人员数量出现下降



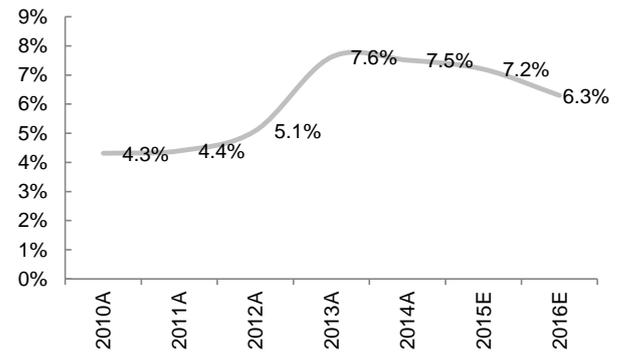
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表34 预计2015-16年销售费用率将持续下降



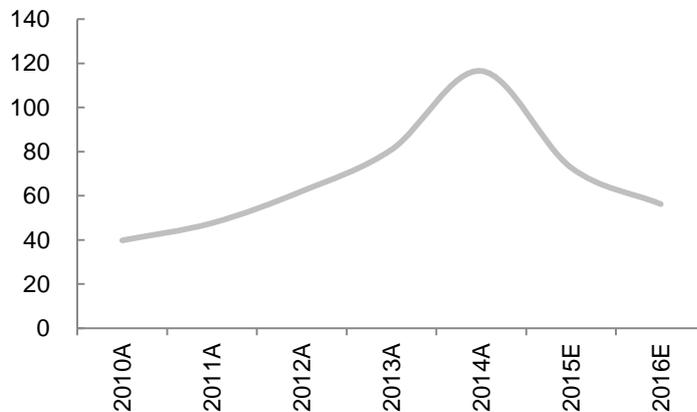
资料来源：公司公告、平安证券研究所估算

图表35 预计2015-16年管理费用率将持续下降



资料来源：平公司公告、安证券研究所估算

图表36 预计2015-16年财务费用将持续下降（单位：百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所估算

5.3 内部利润分配有望趋于合理，所得税率 15-16 年可持续下降

安琪所得税大幅上升从2013年开始，估计主要由于内部利润分配不合理所致，2013-2014年母公司扣除投资收益后出现亏损，伊犁、崇左等几个主要子公司净利则下滑幅度较小。销售模式上，安琪的各个子公司产品主要通过宜昌本部统一进行销售，我们认为若能通过内部结算价格的合理调节，合并报表所得税率有较大的下调空间。

图表37 安琪酵母2013年-1Q15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38 2014年本部和子公司税率变化不大

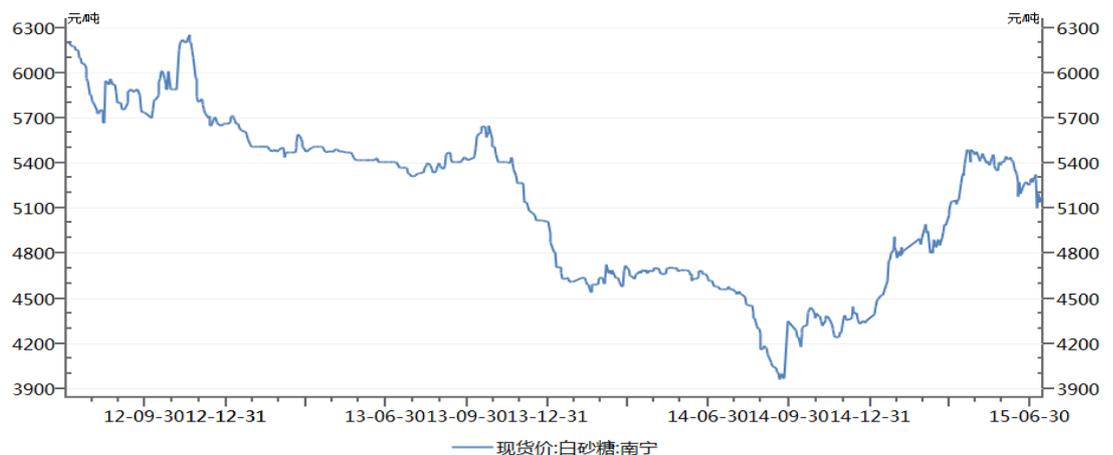
	2013年	2014年
本部	15%	15%
喜旺	25%	25%
滨州	15%	15%
睢县	15%	15%
赤峰	15%	15%
伊犁	15%	15%
崇左	15%	15%
柳州	15%	15%
德宏	25%	15%
埃及	-	25%
蓝天糖业	25%	25%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

5.4 糖价回升，2015 年糖业亏损将大幅减少

糖业亏损幅度较大是2014年净利率较低的重要原因，由于糖价同比大幅下跌，而成本费用相对固定，2014年蓝天糖业亏损0.48亿，伊力特糖业亏损减少了公司利润0.15亿。考虑到2015年糖价回升，同时公司加大了高毛利率的小包装品种推广力度，预计糖业亏损将大幅减少至0.2亿以内。

图表39 2015年糖价同比回升 单位：元/吨



资料来源：wind，平安证券研究所

六、盈利预测与投资评级

安琪酵母是过去一年平安食品团队持续重点推荐的品种，我们认为2Q15利润的爆发仅是开始，预计这一轮业绩的高增长至少将延续至2016年末，15-16年业绩有望持续超市场预期。除了业绩之外，俄罗斯建厂又带来了新的惊喜，配合国家的“一带一路”政策，打开了安琪全球扩张的想象空间。国企改革预期也可能为2H15、2016年的股价表现锦上添花。

再次强调现在仍是买入良机。考虑到期间费用率降幅和糖业亏损幅度可能好于预期，我们再次上调15年净利预测9%，预计2015-2016年营收增长18%、16%，净利增长95%、61%，EPS为0.87、1.40元，15-16年有望持续超市场预期，维持“强烈推荐”的投资评级。按照2016年35倍PE，6个月目标价49元。

图表40 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 7月23日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	219.54	12.22	13.14	14.30	18.0	16.7	15.4	强烈推荐	
五粮液	27.90	1.54	1.66	1.92	18.1	16.8	14.5	强烈推荐	
洋河股份	67.50	2.99	3.26	3.59	22.6	20.7	18.8	中性	
泸州老窖	25.61	0.63	1.14	1.25	40.7	22.5	20.5	中性	
青青稞酒	27.00	0.71	0.73	0.80	38.0	37.0	33.8	中性	
山西汾酒	20.15	0.41	0.44	0.56	49.1	45.8	36.0	推荐	
顺鑫农业	21.93	0.63	0.69	0.78	34.8	31.8	28.1	推荐	↓ 8% (7月11日)
古井贡酒	38.40	1.19	1.29	1.48	32.3	29.8	25.9	中性	
张裕A	43.28	1.45	1.47	1.57	29.8	29.4	27.6	中性	
青岛啤酒	41.38	1.47	1.41	1.55	28.1	29.3	26.7	中性	↓ 6% (7月11日)
海天味业	34.50	0.77	0.90	1.06	44.8	38.3	32.5	强烈推荐	
中炬高新	21.62	0.36	0.30	0.36	60.1	72.1	60.1	推荐	
伊利股份	18.63	0.68	0.95	1.10	27.4	19.6	16.9	强烈推荐	
贝因美	18.00	0.07	0.04	0.03	257.1	450.0	600.0	中性	↓ 43% (7月8日)
光明乳业	18.08	0.32	0.92	1.19	56.5	19.7	15.2	推荐	
黑芝麻	23.69	0.20	0.51	0.68	118.5	46.5	34.8	推荐	
安琪酵母	37.46	0.45	0.87	1.40	83.9	43.1	26.7	强烈推荐	↑ 9% (7月23日)
双汇发展	21.86	1.22	1.35	1.49	17.9	16.2	14.7	推荐	
大北农	17.34	0.29	0.43	0.65	59.8	40.3	26.7	强烈推荐	
三全食品	15.60	0.10	0.13	0.25	156.0	120.0	62.4	强烈推荐	
均值					57.7	55.5	58.1		

资料来源：平安证券研究所、Wind

七、风险提示

糖蜜成本上涨幅度超预期。

海外扩张的速度低于预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2177	2181	2207	2670
现金	628	599	462	660
应收账款	444	398	447	550
其他应收款	40	18	21	24
预付账款	143	109	128	148
存货	923	932	1063	1189
其他流动资产	0	126	86	100
非流动资产	4162	4101	4109	4149
长期投资	38	23	23	23
固定资产	3783	3726	3736	3774
无形资产	271	275	275	276
其他非流动资产	69	77	74	76
资产总计	6339	6282	6316	6819
流动负债	2349	2684	2452	2512
短期借款	1495	1456	1056	956
应付账款	707	503	592	681
其他流动负债	147	725	805	876
非流动负债	1058	566	566	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1058	566	566	566
负债合计	3408	3251	3019	3079
少数股东权益	195	209	262	346
股本	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1308	1406	1595	1954
归属母公司股东权益	2736	2822	3036	3394
负债和股东权益	6339	6282	6316	6819

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	488	699	688	767
净利润	146	147	286	462
折旧摊销	36	30	53	84
财务费用	81	117	73	56
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	104	68	178
其他经营现金流	338	302	208	-14
投资活动现金流	-661	-400	-319	-348
资本支出	763	240	303	331
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1424	-640	-622	-679
筹资活动现金流	-91	-211	-506	-220
短期借款	224	-39	-400	-100
长期借款	-180	418	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-590	-106	-120
现金净增加额	-263	88	-137	198

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3119	3654	4307	5002
营业成本	2206	2584	3037	3496
营业税金及附加	19	24	28	33
营业费用	366	428	474	505
管理费用	238	274	310	315
财务费用	81	117	73	56
资产减值损失	-2	19	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	-2	0
营业利润	211	193	383	597
营业外收入	37	47	47	47
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	247	238	428	641
所得税	65	61	88	95
净利润	182	177	339	546
少数股东损益	36	30	53	84
归属母公司净利润	146	147	286	462
EBITDA	553	638	766	962
EPS (元)	0.44	0.45	0.87	1.40

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.0	17.1	17.9	16.1
营业利润(%)	-21.2	-8.7	98.2	55.9
归属于母公司净利润(%)	-39.8	0.5	94.6	61.2
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.3	29.3	29.5	30.1
净利率(%)	4.9	3.7	6.8	10.0
ROE(%)	5.4	5.3	9.8	14.4
ROIC(%)	4.1	4.5	6.8	10.2
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.8	51.7	47.8	45.1
净负债比率(%)	68.5	63.4	50.3	36.4
流动比率	0.93	0.81	0.90	1.06
速动比率	0.53	0.47	0.47	0.59
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.53	0.58	0.68	0.76
应收账款周转率	6.8	9.4	10.8	10.8
应付账款周转率	4.1	4.9	6.6	6.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.87	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	2.12	2.09	2.33
每股净资产(最新摊薄)	8.89	9.20	10.00	11.35
估值比率	-	-	-	-
P/E	84.3	83.9	43.1	26.7
P/B	4.5	4.4	4.1	3.6
EV/EBITDA	27.5	23.7	19.3	15.3

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±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±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替行使独立判断。

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 2015 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

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033