中国平安 PING AN 平安证券公司

食品饮料

2016 年 02 月 26 日

安琪酵母 (600298)

行业竞争格局改善，16年业绩继续快速增长

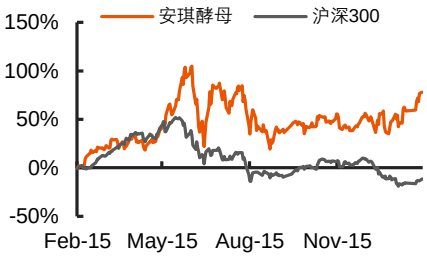
强烈推荐（维持）

现价：32.68 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）	107.72
流通 A 股市值(亿元)	105.98
每股净资产(元)	8.93
资产负债率(%)	48

行情走势图



相关研究报告

《安琪酵母*600298*业绩符合预期，4Q15 净利高增长将打消市场疑虑》 2016-01-19
《安琪酵母*600298*生产线改造导致 3Q15 营收增速不快，预计 4Q15 回升至 20%以上》 2015-10-30
《安琪酵母*600298*看好逻辑逐步兑现，股市调整买点再现》 2015-09-30
《安琪酵母*600298*2Q15 净利高增长如期兑现，继续强烈推荐》 2015-08-17

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

事项：我们草根调研了安琪酵母的经销商，对销售情况、竞争格局、成本费用情况进行了更新。

平安观点：

- **估计 1Q16 收入可增 15-20%，16 年剑指 50 亿。**估计 15 年营收增 16-17%，估计 2015 年传统面用酵母与公司总体增速差不多，虽然 YE 因产能和汇率原因 2015 年增速可能环比下降，但猪价回升推动了动物营养产品快速增长，成为酵母系列中最大的亮点。根据我们最新草根调研，16 年 1-2 月销售保持了较好的增长势头，估计 1Q16 有望实现 15-20%的增长。
- **行业竞争格局改善，预计产品将全线提价。**酵母行业国内已形成了安琪、乐斯福、马利三家寡头垄断格局，估计产能占比超过 90%。安琪和乐斯福发展态势相对较好，竞争格局持续改善。16 年 1 月乐斯福国内全线产品提价了 5%左右，虽然安琪国内产品总体价格高于乐斯福，但跟进提价是大概率事件，有利于提升盈利能力水平。
- **16 年各项盈利能力指标继续向好，业绩弹性高，净利有望实现 70%的高速增长。**预计 2016 年酵母业务毛利率同比可上升，主要来自于主力产品提价、折旧额占比下降、内部成本有效控制。16 年公司并无大规模招聘计划，人员数量增速将明显低于收入增速，人员费用占比可继续下降，有利于销售和管理费用率。结合固定资产投资情况判断，预计 16 年财务费用绝对额有望继续下降。内部利润分配趋于合理，所得税率 16 年也可继续下降。2016 年制糖产能利用率提升，糖业继续减亏。
- **我们维持 15 年净利预测，考虑提价因素，上调 16 年净利预测 4%，预计 2015-2016 年 EPS 为 0.86、1.45 元，同比增 92%、70%。**我们认为安琪是可以穿越牛熊周期的好品种，国内竞争格局改善程度好于预期，4Q15、1Q16 持续高增长将打消市场对公司业绩释放潜力的疑虑，维持“强烈推荐”的评级。
- **风险提示：**原料成本上涨幅度超预期；湘桂 16-17 年可能持续扩产。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3119	3654	4256	4946	5654
YoY(%)	15.0	17.1	16.5	16.2	14.3
净利润(百万元)	146	147	282	479	583
YoY(%)	-39.8	0.5	91.7	69.7	21.8
毛利率(%)	29.3	29.3	29.5	31.0	31.3
净利率(%)	4.7	4.0	6.6	9.7	10.3
ROE(%)	5.4	5.3	9.6	14.9	16.1
EPS(摊薄/元)	0.44	0.45	0.86	1.45	1.77
P/E(倍)	73.6	73.2	38.2	22.5	18.5
P/B(倍)	3.9	3.8	3.6	3.2	2.8

一、估计 1Q16 收入可增 15–20%，16 年剑指 50 亿

估计 15 年营收增 16-17%，实现营收 42-43 亿。根据公司的成本、费用、所得税、糖价等指标推算，估计利润接近业绩预告的上限。估计 2015 年传统面用酵母增速与公司总体增速差不多，虽然 YE 因产能和汇率原因 2015 收入增速可能环比下降，但猪价回升推动了动物营养产品快速增长，成为酵母系列品种中最大的亮点。

根据我们最新草根调研，16 年 1-2 月销售保持了较好的增长势头，估计 1Q16 有望实现 15-20%的增长，预计 16 年实现 50 亿的收入计划难度不大。

产能理性投建，与收入增长基本匹配，既无后顾之忧，又合理控制成本，并可营造供应紧张的市场氛围。15 年产能利用率约为 90%，现有产能可以支撑 16 年 50 亿收入。YE 在 2H15 曾出现产能瓶颈，不过通过内部调整，产能有一定弹性，另外柳州 1.5 万吨 YE 产能将于 16 年下半年投产，因此产能对 YE 销售的影响可逐步减小。16 年埃及、云南可能分别小幅扩产，俄罗斯 2 万吨产能也将于 16 年底或 17 年上半年投入使用，未来 2 年产能无后顾之忧。产能投建与收入增长基本匹配，保持了供应偏紧的局面，不会大幅增加成本，又可以提高议价能力。

二、行业竞争格局改善，预计产品将全线提价

酵母行业中国国内已形成了安琪、乐斯福、马利三家寡头垄断格局，估计产能占比超过 90%，其它小厂占比很小。其中，安琪和乐斯福发展态势相对较好，竞争格局持续改善。

估计安琪干酵母产能国内占比 50-60%。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，中国产能 30 万吨左右。安琪酵母产能 16-17 万吨，占全球干酵母产能比重约为 12%左右，占比不高。但安琪国内占比较高，估计 50-60%。

图表1 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。15 年与湘桂合作后，估计中国国内产能超过 5 万吨。
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。估计国内 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，正在建设俄罗斯基地。

资料来源：公司网站，平安证券研究所

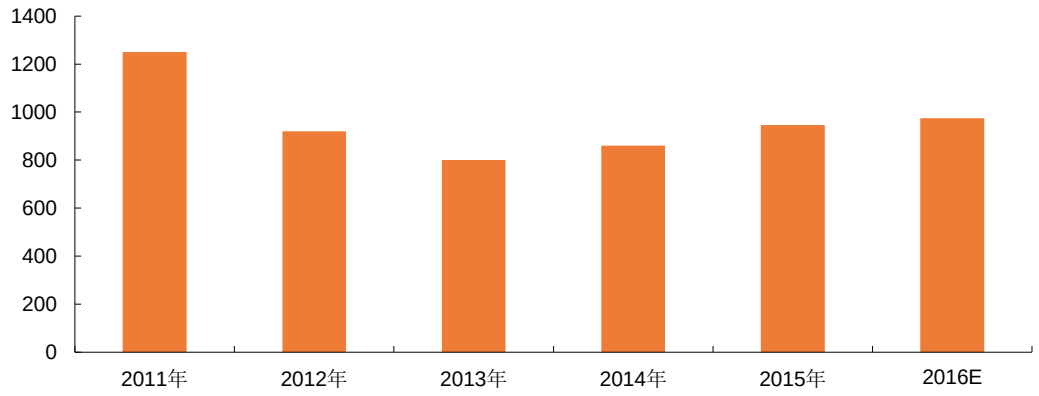
乐斯福与湘桂合作，同时原有业务增速较快，估计 2015 年市占率大幅提升。2015 年 11 月乐斯福与湘桂签署了合作协议，乐斯福以增资扩股方式认购湘桂酵母及湘桂生物的股权，湘桂进入乐斯福阵营。与湘桂合作后，估计乐斯福在中国产能超过 5 万吨，超过马利。估计 15 年乐斯福原有业务也有 10-20%的增长，增速较快。

随着行业竞争格局改善，16 年 1 月乐斯福国内全线产品提价了 5%左右。虽然安琪国内产品总体价格高于乐斯福，但跟进提价是大概率事件。安琪的 YE 已经提价了，其它酵母产品接下来可能陆续提价。由于提价幅度不大，我们判断对下游需求影响很小。

三、16 年各项盈利能力指标继续向好，业绩弹性高

估计糖蜜原料价格 16 年同比变化不大。综合考虑 2015/2016 榨季广西糖蜜供需情况，预计 2016 年安琪使用的糖蜜价格变化不大。回顾 2015 年，估计安琪酵母采购的糖蜜价格上涨了 10%左右，从财务指标来看，公司通过内部挖潜抵消了大部分成本上涨压力，因此即使未来原料价格出现超预期上涨，公司也有能力稳定毛利率水平。中长期来看，如果能够优化产能布局，如逐步将宜昌总部产能转移至原料产地，则成本可以明显下降。

图表2 估计2015/16新榨季公司采购的糖蜜均价变化不大　单位：元/吨



资料来源：平安证券研究所

估计2015年糖业亏损大幅减少至0.2亿左右，16年糖业有望继续减亏。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，由于糖价回升和产能利用率提高，估计2015年糖业亏损大幅减少至0.2亿左右。考虑到蓝天糖业已经运作了3年，由于合作趋于稳定，农户甜菜种植积极性提高，估计16年甜菜收购量可进一步提高。估计15年蓝天糖业产能利用率不到50%，若未来能提升至70%，则可实现盈利。长期来看，由于制糖业务与公司战略方向并不匹配，我们认为未来存在剥离的可能性。

综合判断， 2016 年仍是成本费用下降年，净利有望实现 70%的高速增长。预计 2016 年酵母业务毛利率同比可上升，主要来自于主力产品提价、折旧额占比下降、内部成本有效控制。16 年公司并无大规模招聘计划，人员数量增速将明显低于收入增速，人员费用占比可继续下降，有利于销售和管理费用率。结合固定资产投资情况判断，预计 16 年财务费用绝对额有望继续下降。内部利润分配趋于合理，所得税率 16 年也可继续下降。2016 年制糖产能利用率提升，糖业继续减亏。

四、盈利预测与投资评级

我们维持 15 年净利预测，考虑提价因素，上调 16 年净利预测 4%，预计 2015-2016 年 EPS 为 0.86、1.45 元，同比增 92%、70%。我们认为安琪是可以穿越牛熊周期的好品种，国内竞争格局改善程度好于预期，4Q15、1Q16 持续高增长将打消市场对公司业绩释放潜力的疑虑，维持“强烈推荐”的评级。

图表3　重点公司年度盈利预测

股票名称	股价（元）2 月 25 日	EPS（元/股）			P/E			评级	2015 年 EPS 预测值调整
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	212.41	12.22	12.61	13.86	17.4	16.8	15.3	强烈推荐	
五粮液	23.08	1.54	1.57	1.82	15.0	14.7	12.7	强烈推荐	
洋河股份	57.71	2.99	3.35	3.80	19.3	17.2	15.2	推荐	
泸州老窖	20.80	0.63	1.01	1.27	33.2	20.6	16.3	中性	
青青稞酒	15.83	0.71	0.54	0.61	22.5	29.5	25.9	中性	↓-9%（1 月 30 日）
山西汾酒	15.41	0.41	0.50	0.57	37.5	31.1	27.0	推荐	↑+12%（1 月 15 日）
顺鑫农业	19.27	0.63	0.66	0.81	30.6	29.0	23.7	强烈推荐	
古井贡酒	26.74	1.19	1.29	1.49	22.6	20.7	17.9	推荐	
张裕 A	33.86	1.45	1.57	1.70	23.4	21.5	19.9	推荐	
青岛啤酒	26.55	1.47	1.26	1.08	18.0	21.1	24.7	中性	↓-15%（1 月 24 日）
海天味业	26.71	0.77	0.92	1.08	34.6	29.1	24.7	强烈推荐	
中炬高新	11.48	0.36	0.31	0.34	31.9	37.5	33.3	推荐	
伊利股份	12.97	0.68	0.73	0.81	19.0	17.8	15.9	强烈推荐	
光明乳业	10.65	0.46	0.29	0.47	23.1	37.3	22.4	中性	
黑芝麻	14.20	0.20	0.22	0.25	72.7	64.5	56.8	中性	
安琪酵母	32.68	0.45	0.86	1.45	73.2	38.2	22.5	强烈推荐	↑+4%（2 月 25 日）
双汇发展	17.74	1.22	1.28	1.37	14.5	13.9	13.0	推荐	↑+4%（1 月 16 日）
三全食品	8.28	0.10	0.06	0.19	82.4	128.3	43.2	强烈推荐	↓-30%（1 月 12 日）
贝因美	10.88	0.07	0.10	0.10	161.5	105.0	103.9	中性	↑扭亏（1 月 26 日）
均值					32.0	29.3	24.3		

备注：P/E均值不含贝因美、三全食品
资料来源：平安证券研究所、Wind

五、风险提示

原料成本上涨幅度超预期；湘桂16-17年可能持续扩产。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产	2181	2189	2452	2823
现金	599	464	482	617
应收账款	398	442	543	621
其他应收款	18	21	24	27
预付账款	109	127	144	164
存货	932	1050	1160	1281
其他流动资产	126	85	99	113
非流动资产	4101	4109	4264	4406
长期投资	23	23	23	23
固定资产	3726	3736	3882	4017
无形资产	275	275	280	285
其他非流动资产	77	74	79	81
资产总计	6282	6298	6716	7229
流动负债	2684	2438	2397	2352
短期借款	1456	1056	856	656
应付账款	503	585	665	756
其他流动负债	725	798	877	940
非流动负债	566	566	566	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	566	566	566	566
负债合计	3251	3005	2964	2919
少数股东权益	209	261	348	454
股本	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1406	1592	1964	2416
归属母公司股东权益	2822	3033	3405	3857
负债和股东权益	6282	6298	6716	7229

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	699	717	805	961
净利润	147	282	479	583
折旧摊销	30	52	87	106
财务费用	117	100	62	55
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	104	57	165	140
其他经营现金流	302	227	12	77
投资活动现金流	-400	-319	-463	-464
资本支出	240	303	439	441
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-640	-622	-902	-904
筹资活动现金流	-211	-533	-325	-363
短期借款	-39	-400	-200	-200
长期借款	418	0	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	-590	-133	-125	-163
现金净增加额	88	-135	17	135

利润表 单位：百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3654	4256	4946	5654
营业成本	2584	3001	3412	3883
营业税金及附加	24	28	32	37
营业费用	428	445	485	554
管理费用	274	302	326	351
财务费用	117	100	62	55
资产减值损失	19	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-15	0	2	2
营业利润	193	370	620	767
营业外收入	47	47	47	47
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	238	415	665	812
所得税	61	81	99	122
净利润	177	334	566	689
少数股东损益	30	52	87	106
归属母公司净利润	147	282	479	583
EBITDA	638	778	989	1141
EPS（元）	0.45	0.86	1.45	1.77

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	17.1	16.5	16.2	14.3
营业利润(%)	-8.7	91.8	67.4	23.6
归属于母公司净利润(%)	0.5	91.7	69.7	21.8
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.3	29.5	31.0	31.3
净利率(%)	4.0	6.6	9.7	10.3
ROE(%)	5.3	9.6	14.9	16.1
ROIC(%)	4.5	7.0	10.6	12.1
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	51.7	47.7	44.1	40.4
净负债比率(%)	63.4	50.3	38.4	25.6
流动比率	0.81	0.90	1.02	1.20
速动比率	0.47	0.47	0.54	0.66
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.58	0.68	0.76	0.81
应收账款周转率	9.4	10.8	10.8	10.7
应付账款周转率	4.9	6.5	6.5	6.5
每股指标（元）	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.86	1.45	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	2.12	2.18	2.44	2.92
每股净资产(最新摊薄)	9.20	9.99	11.38	13.08
估值比率	-	-	-	-
P/E	73.2	38.2	22.5	18.5
P/B	3.8	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	21.2	16.9	13.2	11.4

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±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：

此报告旨为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 2016 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

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 邮编：518048 传真：（0755）82449257	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	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033