

## 安琪酵母 (600298)

## 内外部关键因素发生积极变化，2014年业绩高增长可期

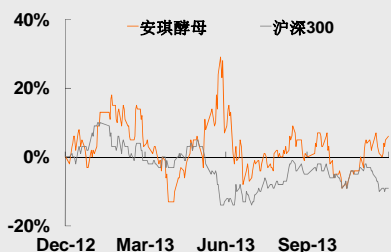
## 推荐 (维持)

现价: 17.08 元

## 主要数据

行业	平安食品
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)	315
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	56.93
流通 A 股市值(亿元)	54.48
每股净资产(元)	8.34
资产负债率(%)	53.3

## 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1060512040001  
0755-22624571  
tangweiliang978@pasc.com.cn

文献 食品饮料首席研究员

投资咨询资格编号1060209040123  
0755-22627143  
wenxian@pasc.com.cn

## 研究助理

张宇光

一般从业资格编号1060113090015  
zhangyuguang467@pasc.com.cn

## 投资要点

- 安琪酵母现阶段内外部关键因素正在发生积极的变化，3Q13 收入出现恢复性高增长，预计 2014 年基本面可以继续向好，收入增长 20%左右，净利同比增 30%以上，理由：(1) 重新专注传统业务，营销和技术优势可推动面用酵母恢复正常增长，预计 2014 年面用酵母可增长 20%左右。(2) 3Q13 出口快速恢复，预计 2014 年可增长 30%。(3) 预计 2014 年 YE 高增长继续，同比增长 20%，饲用酵母可恢复增长。(4) 新建项目大幅减少，预计 2014-2015 年折旧对成本的影响将逐步减弱，财务费用将停止增长。(5) 人员招聘速度放缓，2014 年开始费用率有望持续下降。(6) 行业竞争环境最差的时点正在过去。
- 预计 2013/14 新榨季总体糖蜜价格上涨 5%左右，对成本影响不大，投资者不必过于担心，理由：(1) 新榨季开榨之后，糖价继续下行，据此推断甘蔗和糖蜜供给量同比并未下跌；(2) 糖蜜下游主要需求方发酵酒精价格虽有反弹，但仍处于低位，糖蜜缺乏需求支撑。
- 高管股权逐步解锁，我们判断 2014 年公司业绩释放动力可能增强：(1) 虽然高管短期内不会减持，但我们判断未来可能会选择合适的时点减持部分股票兑现收益；(2) 日升科技还有 4.3%的股权未解禁，公司标的资产实现的净利润。
- 行业成长空间巨大，长期成长逻辑未变。2012 年国内活性干酵母产量 15-16 万吨，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有 2-3 倍的成长空间。预计未来几年中国传统面用酵母行业依然有望保持 5-10%左右的稳定增长，酵母深加工市场想象空间巨大，预计未来几年可以保持 10-20%的增速。
- 我们维持原有的盈利预测，预计 2013-2015 年营收增长 12.8%、19.0%、15.7%，净利增长-23.6%、31.1%、27.9%，EPS 为 0.56、0.74、0.94 元。综合考虑收入恢复情况、毛利率、费用率的变化情况，2014 年业绩快速增长的确定性很高，且公司释放业绩的动力可能增强，我们维持“推荐”的投资评级，按照 2014 年 30 倍 PE，12 个月目标价 22.2 元。
- 风险提示：2014 年糖蜜价格上涨幅度超预期。2014 年竞品新产能投放对行业的冲击超预期。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	2,506	2,714	3,062	3,644	4,217
YoY(%)	19.3	8.3	12.8	19.0	15.7
净利润(百万元)	298	243	186	244	311
YoY(%)	4.7	-18.5	-23.6	31.1	27.9
毛利率(%)	29.5	30.5	29.9	29.6	30.0
净利率(%)	11.9	9.0	6.1	6.7	7.4
ROE(%)	12.0	9.1	6.6	8.1	9.9
EPS(摊薄/元)	0.91	0.74	0.56	0.74	0.94
P/E(倍)	18.9	23.2	26.4	20.1	15.7
P/B(倍)	2.3	2.1	1.7	1.6	1.6

## 正文目录

<b>一、公司简介-中国酵母龙头企业</b> .....	<b>4</b>
<b>二、行业成长空间巨大，长期成长逻辑未变</b> .....	<b>5</b>
<b>三、积极的变化正在发生</b> .....	<b>7</b>
3.1 重新专注传统业务，营销和技术优势可推动面用酵母恢复正常增长.....	8
3.2 3Q13 出口快速恢复，预计 2014 年可增长 30%.....	9
3.3 预计 2014 年 YE 高增长继续，饲用酵母可恢复增长.....	10
3.4 2014-2015 年折旧对成本的影响将逐步减弱.....	11
3.5 行业竞争环境最差的时点正在过去 .....	12
<b>四、预计 2014 年糖蜜价格上涨 5%，对成本影响不大</b> .....	<b>13</b>
<b>五、2014 年公司业绩释放动力可能增强</b> .....	<b>14</b>
<b>六、盈利预测与投资评级</b> .....	<b>15</b>
<b>七、风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图表 1	安琪酵母发展历程.....	4
图表 2	安琪酵母分业务 1H13 营收占比.....	4
图表 3	安琪酵母分业务 1H13 毛利占比.....	4
图表 4	面用酵母收入占比虽然持续下降，但仍是主要收入来源.....	5
图表 5	酵母品种国内长期需求空间测算.....	5
图表 6	我国的人均面包消费量依然很低（2010 年）.....	6
图表 7	三大主要发酵用品比较.....	6
图表 8	三大主要酵母衍生品.....	6
图表 9	安琪酵母沿产业链进行纵向拓展.....	7
图表 10	安琪酵母 2012-1H13 营收增速大幅下降，3Q13 恢复高增长.....	7
图表 11	酵母衍生品 2012-1H13 营收增速大幅下降.....	7
图表 12	3Q13 营业利润增长 30%.....	8
图表 13	3Q13 营业外收入大幅下降，净利继续下滑.....	8
图表 14	2013 年销售人员数量继续快速增长，预计 2014 年招人速度放缓.....	9
图表 15	2012 年、1H13 出口收入同比基本持平，预计 2H13 增速将大幅上升.....	9
图表 16	出口在总收入中的比例 2011 年首次出现下滑，1H13 出口占比为 33%，预计 2H13 将大幅上升.....	9
图表 17	估计 2013 年安琪的 YE 增长可超过 30%.....	10
图表 18	2013 年饲料产量 13 年来首次下滑，预计 2014 年将恢复 单位：万吨.....	11
图表 19	2H12-2013 年新投建产能 单位：百万元.....	11
图表 20	产能集中投放导致 1H13 同比增 0.6 亿，预计 2013 年全年增 1.3 亿.....	12
图表 21	估计 2013 年安琪的干酵母产能可达到 15-16 万吨.....	12
图表 22	全球酵母行业龙头企业概况.....	12
图表 23	估计 2012 年糖蜜成本比重 30-35%.....	13
图表 24	估计 2013 年糖蜜占成本比重降至 30%以内.....	13
图表 25	预计 2013/14 新产季糖蜜价格小幅上涨 5%.....	14
图表 26	发酵酒精价格虽有反弹，但仍处于低位.....	14
图表 27	糖价继续下行.....	14
图表 28	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.....	15
图表 29	日升科技还有 4.3%股权在 2014 年后解禁.....	15
图表 30	日升科技股权结构.....	15
图表 31	收入预测关键假设 单位：万元，吨，万元/吨.....	15

## 一、公司简介-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，2013年干酵母产能达到15-16万吨，远高于其它竞争对手。

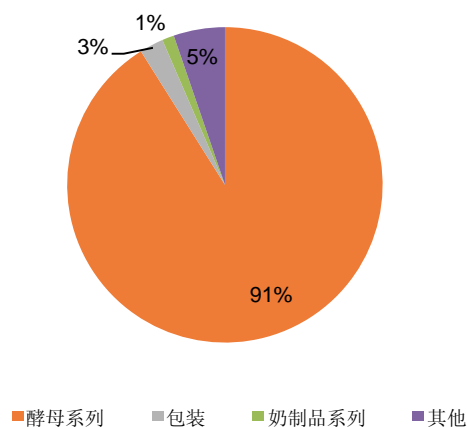
图表1 安琪酵母发展历程

1994	1997	2000	2001	2005	2006	2007	2008	2010	2011	2012	2013
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	荣获了湖北最高质量荣誉奖--“湖北省长江质量奖”	埃及工厂、德宏工厂的相继投产
	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提取物供应商”

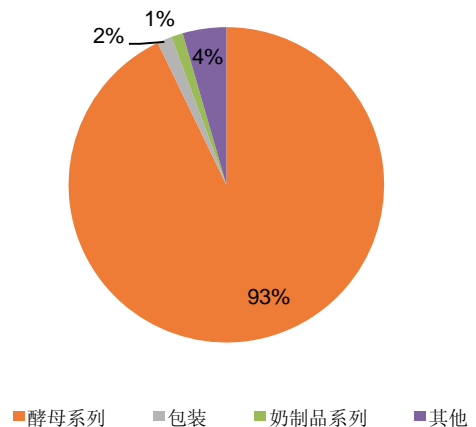
资料来源：公司网站、平安证券研究所

酵母及其衍生品是公司营收、利润的主要来源，1H13营收、毛利占比91%、93%。面用酵母为主要的传统酵母依然是公司创收的主力品种，2012年的收入结构来看，传统酵母收入占酵母系列产品比重70%左右，其中面用酵母占比65%左右，估计2013年面用酵母下降至61%左右。

图表2 安琪酵母分业务1H13营收占比



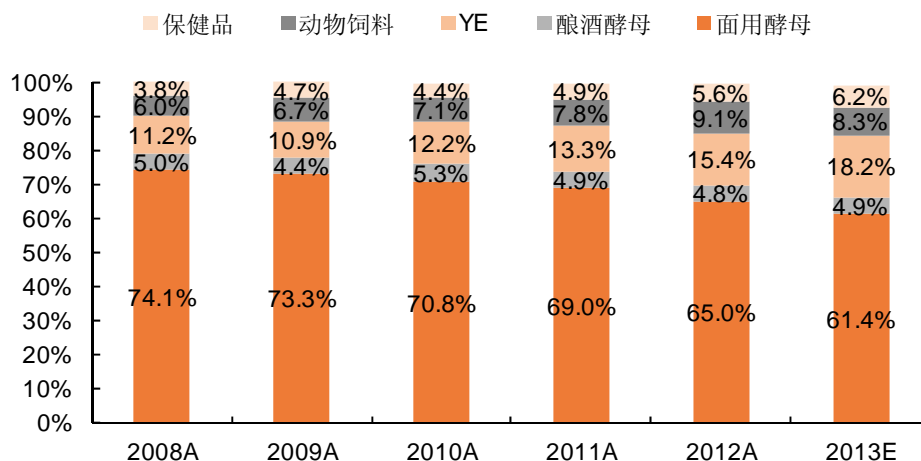
图表3 安琪酵母分业务1H13毛利占比



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 面用酵母收入占比虽然持续下降，但仍是主要收入来源



资料来源：平安证券研究所估算

## 二、行业成长空间巨大，长期成长逻辑未变

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 多年的历史了，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，一直维持在 10%左右，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。2012 年国内活性干酵母产量 15-16 万吨，预计 2013 年达到 17 万吨，根据现有数据静态测算，国内酵母行业仍有 2-3 倍的成长空间。

图表5 酵母品种国内长期需求空间测算

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	
	14	5	1%	7.0
馒头	全年消耗小麦粉 (万吨)	发酵面食占比	酵母添加比例	
	12853	40%	0.40%	20.6
酒精	全国酒精产量 (万千升)		酵母添加比例	
	900		0.05%	0.4
饲用酵母	中国饲料产量		酵母添加比例	
	17600 (万吨)		0.05%	8.8
药用酵母				3.0
其它特种酵母				2.0
合计				41.8

资料来源：公司公告、国家统计局、平安证券研究所预测

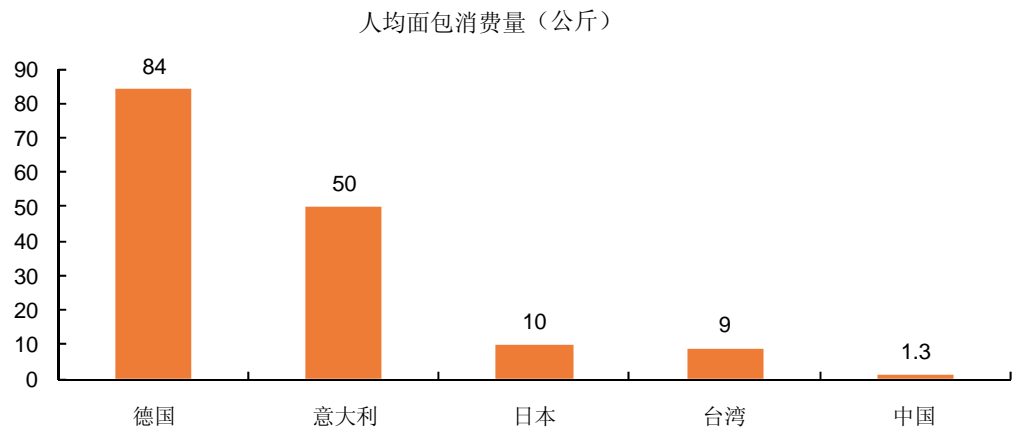
注：小麦粉和酒精产量均为2013年估算数据

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；3、酒精的发酵；4、药用及其它特种酵母需求。

我们判断,未来中国传统面用酵母行业依然有望保持 5-10%左右的稳定增长,主要的驱动因素是:1、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。

目前,我国的人均面包消费量约为 1.3 公斤每年,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6 我国的人均面包消费量依然很低(2010年)



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

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,酵母的使用群体会随之不断扩大。

图表7 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

酵母深加工市场想象空间巨大,预计未来几年可以保持 10-20%的增速。由于传统酵母行业相对成熟的,所以公司在巩固传统酵母领域优势的同时,也充分利用自身的研发和产品优势,沿酵母产业链进行了进一步的纵向拓展。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。

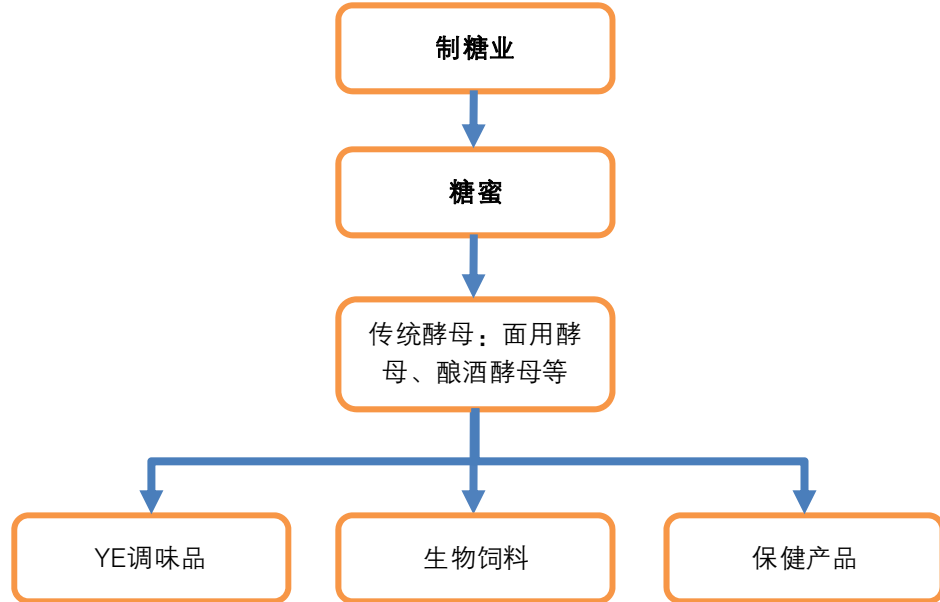
图表8 三大主要酵母衍生品

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

类别	用途	代表产品
保健品类	膳食营养补充	补充剂 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

图表9 安琪酵母沿产业链进行纵向拓展

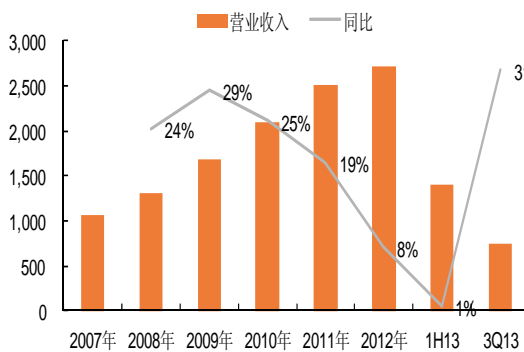


资料来源: 平安证券研究所

### 三、积极的变化正在发生

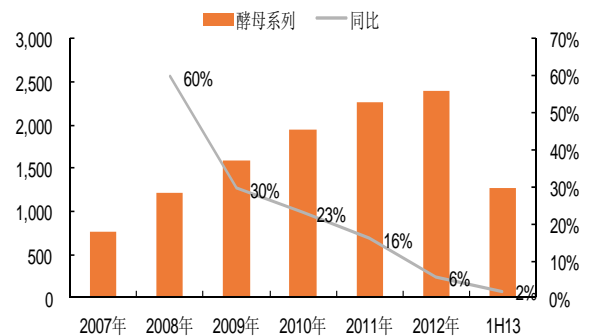
内忧外患导致安琪酵母2012年-1H13业绩大幅下滑,但3Q13营收、营业利润开始恢复增长。2012年-1H13营收增速持续放缓,公司2012收入增速大幅放缓至8.3%,1H13增速继续降至1%,营业利润、净利也出现了较大幅度的下滑。3Q13营收、营业利润均恢复高增长,分别同比增31%、30%,净利受营业外收入减少的影响继续下滑,但下滑幅度环比收窄。

图表10 安琪酵母2012-1H13营收增速大幅下降,3Q13恢复高增长



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

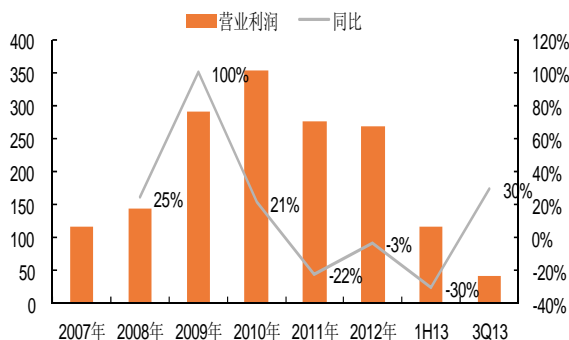
图表11 酵母衍生品2012-1H13营收增速大幅下降



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

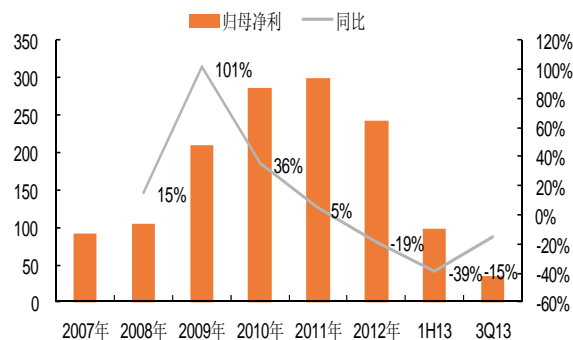


图表12 3Q13营业利润增长30%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表13 3Q13营业外收入大幅下降，净利继续下滑



资料来源：公司公告、平安证券研究所

安琪现阶段内外部关键因素正在发生积极的变化，3Q13收入出现恢复性高增长，预计2014年基本面可以继续向好，收入增长20%左右，净利同比增30%以上，理由：（1）重新专注传统业务，营销和技术优势可推动面用酵母恢复正常增长，预计2014年面用酵母可增长20%左右。（2）3Q13出口快速恢复，预计2014年可增长30%。（3）预计2014年YE高增长继续，同比增长20%，饲用酵母可恢复增长。（4）新建项目大幅减少，预计2014-2015年折旧对成本的影响将逐步减弱，财务费用将停止增长。（5）人员招聘速度放缓，2014年开始费用率有望持续下降。（6）行业竞争环境最差的时点正在过去。

### 3.1 重新专注传统业务，营销和技术优势可推动面用酵母恢复正常增长

**2012年-1H13公司战略出现失误，盈利能力较强的面用酵母销售乏力，其中1H13估计面用酵母下滑15%左右，下降了5000多吨。**虽然2013年国内产能仍有一定的过剩，但2013年面用酵母行业总体有增长，安琪出现下滑主要因为公司自身的战略出了问题，不专注于专业，主要精力放到食品原料等其它业务上，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，机构层级增多，架构的设计导致人浮于事，销售高层与市场的接触减少。因此安琪被竞争对手抢去了部分市场，1H13部分竞争对手增长20%以上，而公司出现下滑。

2013年中期开始我们看到公司做了一些积极的调整，2H13面用酵母出现恢复性增长，估计可增长20%-30%：（1）6月调整管理层，更换了公司总经理，目前暂由董事长兼任，预计未来可能从其它企业招聘优秀的职业经理人来担任。（2）营销中心的人员考核指标做了调整，加大传统酵母的重视程度。（3）公司也意识到机构臃肿的问题，降低了招人速度，控制费用，预计2014年人员数量增速将大幅降低。

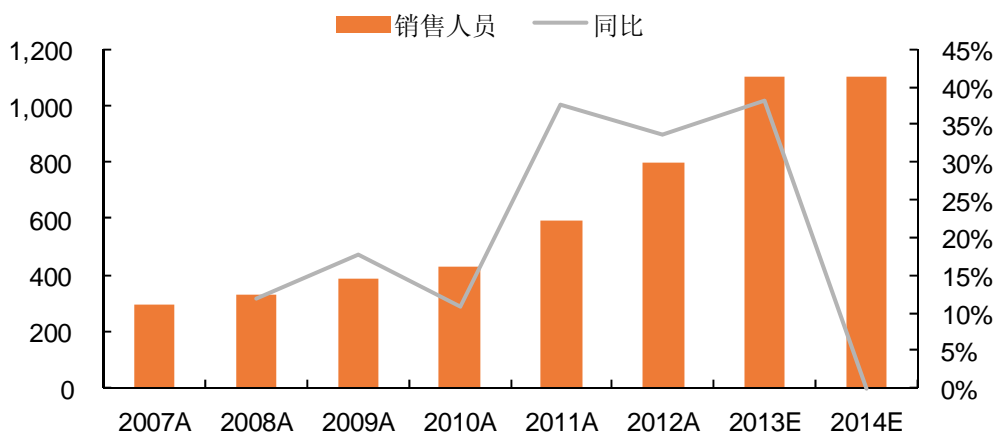
**营销服务能力和技术优势并未发生改变，随着公司的战略调整，重视传统酵母，预计2014年面用酵母可增长20%以上：**（1）营销服务能力很强。公司的营销服务网络遍布全球 140 个国家和地区，6 大技术培训中心、40 名国际知名酵母专家、80 多个驻外机构、300 多名应用工程师、5000 多个经销商，确保每一个用户享受专业服务，公司网站、中国面包师网、中华面点网、营养健康网、CRM 系统、400 热线电话等资讯平台，为用户提供远程商务和技术服务。（2）技术优势。公司拥有全球最为先进的酵母及酵母抽提物生产线，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、国家认可实验室（CNAS）等高层次研发平台。

**专注传统业务后招人速度放缓，预计2014年开始销售费用率可以降低。**2011-2013年销售人员增速远高于收入，导致销售费用率持续提高，2011年、2012年销售人员增速高达37.7%、33.8%，远高



于收入增幅。估计2013年销售人员数量超过1000人，由于销售人员增加导致2013年销售费用同比增长1000-2000万，预计2014年招人速度放缓可降低销售费用率。

**图表14 2013年销售人员数量继续快速增长，预计2014年招人速度放缓**



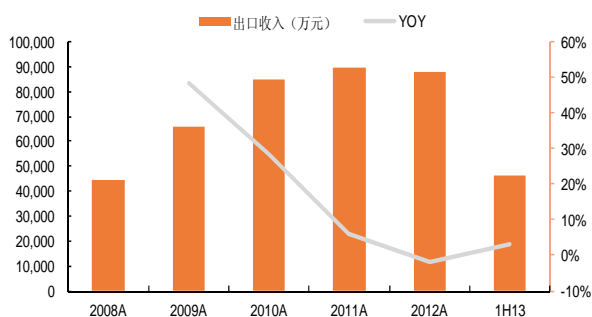
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.2 3Q13 出口快速恢复，预计 2014 年可增长 30%

传统酵母产品出口业务增长乏力导致过去 2010-2012 年出口占比持续下降，1H13 出口业务未见改善。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%。中东局势动荡、人民币升值、不够专注传统业务叠加导致出口下滑：

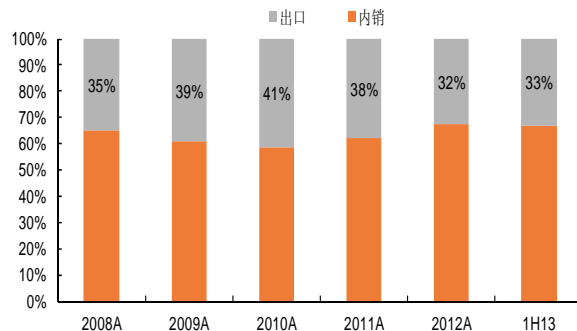
- 主要出口区域局势持续动荡，影响国外需求。中东、北非局势动荡，严重影响公司在这些区域的出口，而这些区域是公司传统酵母出口的重点地区；中东、北非局势动荡对安琪出口业务的影响从 2011 年开始就体现，我们估计 2012 年、1H13 中东、北非的出口业务继续下滑。
- 人民币升值叠加人工成本上升削弱公司产品的出口竞争力。人民币不断升值以及国内劳动力等成本的持续上涨，公司产品在国际市场构建在低价基础上的核心竞争力开始减弱。
- 公司高管和销售团队战略出现失误，对传统酵母业务不够专注，客户出现流失。

**图表15 2012年、1H13出口收入同比基本持平，预计2H13增速将大幅上升**



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**图表16 出口在总收入中的比例2011年首次出现下滑，1H13出口占比为33%，预计2H13将大幅上升**



资料来源：公司公告、平安证券研究所

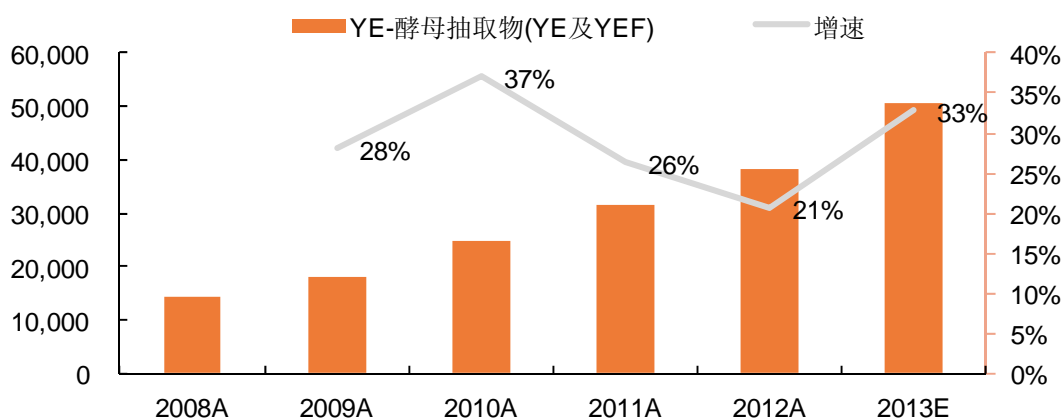
**3Q13出口大幅恢复增长，预计2013年出口增长超过20%，2014年可超过30%**，理由：1. 重新专注传统业务，面用酵母出现恢复性增长；2. 中东、北非局势虽然仍然动荡，但占比已经降低，同时这些区域局势已相对前两年缓和，逐渐趋于稳定，酵母又是必须生活品，需求有一定刚性。3. 埃及产能投产，可以降低人工、物流、关税等成本提高产品竞争力。4. 3Q13人民币升值速度放缓，提升公司的竞争力，中长期来看，人民币单边升值的态势不会持续。5. 主动调整出口产品结构，加大YE等高附加值产品的出口。

**出口占比提高，虽然会降低总体毛利率，但不会降低净利率。**国外常常采取定制的形式，经销商提前1、2个月发出订单，公司根据需求生产所需的酵母。公司主要销往中亚、东南亚、中东、北非、南美等地。国外酵母产品的销售均价高于国内，有投资者担心，若出口收入占比提升，可能会拉低总体毛利率水平。我们认为由于出口产品所需的费用较少，费用率水平比国内低。因此，总体上看，国外的销售收入占比提高不会影响公司净利率。

### 3.3 预计 2014 年 YE 高增长继续，饲用酵母可恢复增长

**2014年YE高增长继续。**调味品行正处于消费升级期，2013年1-10月酱油食醋行业收入同比增长15.5%，估计2013年安琪的YE增长可超过30%。受益于下游需求旺盛，预计2014年仍可保持20%的增速。

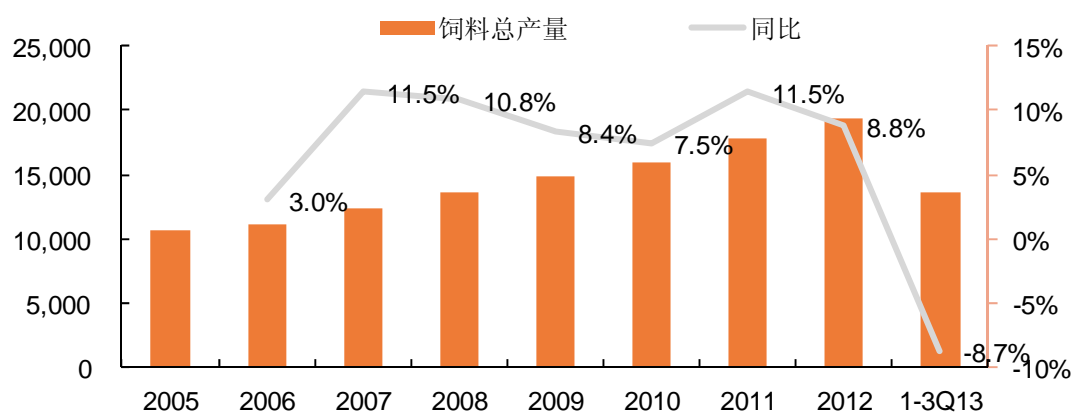
图表17 估计2013年安琪的YE增长可超过30%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

**2013年饲料产量出现下滑，估计2013年安琪的饲用酵母同比增速较低，2014年可恢复增长。**饲用酵母2012年销售规模2.0-2.5亿。由于养殖环境不景气，2013年全国工业饲料总产量将出现13年来第一次减产，2013年1-3季度，全国工业饲料总产量为1.36亿吨，同比减产8.7%，因此我们估计2013年饲用酵母同比增速较低。但我们看好饲料行业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，预计2014年可以恢复增长。

图表18 2013年中国饲料产量13年来首次下滑，预计2014年将恢复 单位：万吨



资料来源：饲料工业协会，平安证券研究所

### 3.4 2014-2015 年折旧对成本的影响将逐步减弱

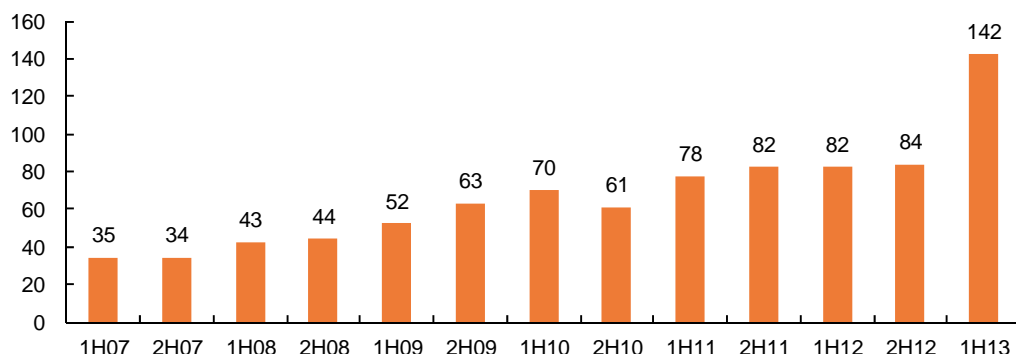
折旧对 2014-2015 年成本的影响将减弱，占成本的比重将下降。2012 年-2013 年公司产能集中释放，带来固定成本上升，折旧大幅增加，增速高于收入增速。1H13 固定资产环比增加 12 亿，折旧增加 0.6 亿，随着新项目折旧在 2H13 完全体现和赤峰甜菜糖投产，我们估计 2H13 折旧同比增加 0.7 亿左右。由于基数原因，预计 2014 年折旧增速将放缓，同比增长 0.5 亿左右，增 16%，季度同比增速将逐季下降。2015 年折旧将基本停止增长。

图表19 2H12-2013年新投建产能 单位：百万元，万吨

	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
2Q13	宜昌浓缩废水优化			55	58
4Q13	赤峰甜菜糖	甜菜糖	0.3	287 (平安预测)	287

资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表20 产能集中投放导致1H13同比增0.6亿，预计2013年全年增1.3亿 单位：百万元



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 估计2013年安琪的干酵母产能可达到15-16万吨 单位：万吨

	2009	2010	2011	2012	2013E
干酵母	9.2	9.2	10.7	12.1	15.6
YE	1.3	1.3	2.1	4.1	4.1
饲料添加剂	0	0	1	1.8	1.8
酶制剂	0	0	0	0.5	0.5
甜菜糖	0	0	0	0	0.3
保健品(亿元)	0	1	1	4.1	4.1

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.5 行业竞争环境最差的时点正在过去

全球范围来看，酵母属于成熟度高且集中度高的行业，全球酵母生产企业大概有 300 家左右，但是产量主要集中在少数几家生产企业。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。

图表22 全球酵母行业龙头企业概况

企业名称	国别	产能(万吨)	概况
LESAFFRE	法国	30	全球拥有 25 家以上的酵母工厂，国内 2-3 万吨产能
AB MAURI	英国	25	2004 英联食品(AB Food) 购买澳洲 BURNS PHILP 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 AB MAURI，国内 3-4 万吨产能
安琪酵母	中国	15-16	基本分布在宜昌本部、新疆伊犁、内蒙古赤峰、广西崇左、山东滨州和河南睢县

资料来源：公司公告、平安证券研究所

安琪的毛利率水平大幅下降、马利关停中国YE业务，已经反映了产能过剩的压力。行业产能经历前几年的高速扩张之后，2012-2013年行业产能出现相对过剩，同时小厂商纷纷通过价格战抢占市场份额，产能增加导致市场开发难度加大，产品盈利能力下降，安琪酵母现阶段的30%左右的低毛利率水平已经反映了行业恶劣的竞争环境。目前暂未了解到乐斯福、英联马利有扩产计划，同时由于竞争力弱，英联马利2013年11月提出计划关闭中国酵母抽提物工厂，我们认为行业竞争环境最差的

时点正在过去，预计未来行业的竞争格局将利好安琪。

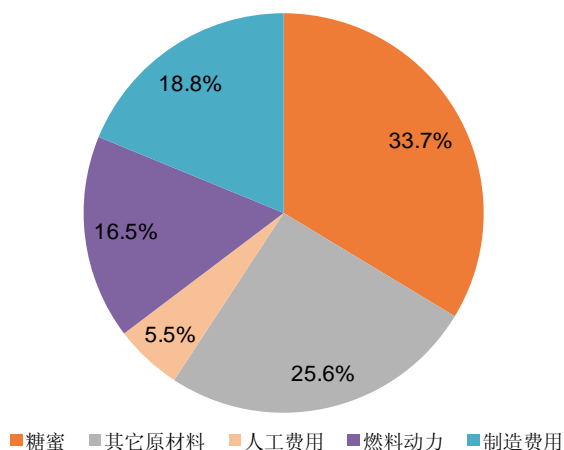
近期市场最大的担心来自于安琪原高管加盟山东宏河圣齐生物，该公司计划新增 2 万吨酵母产能，原料来自于甘薯淀粉，可能对行业产生不利影响。具体影响我们还需后续跟踪，初步判断对安琪的影响还在可控范围内，毕竟小企业从品牌、渠道等建立需要时间，同时甘薯淀粉能否顺利实现大规模量产也有一定的不确定性。与对手相比，安琪过去的高增长体现了公司竞争能力强于主要对手，只要公司自身战略不出现失误，未来增速可继续超越竞争对手。

#### 四、预计 2014 年糖蜜价格上涨 5%，对成本影响不大

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。公司生产1吨酵母需用5吨糖蜜，根据产品不同略有差异。2013年使用的糖蜜成本800元左右，同比出现较大幅度下降，估计占成本比重降至30%以内。

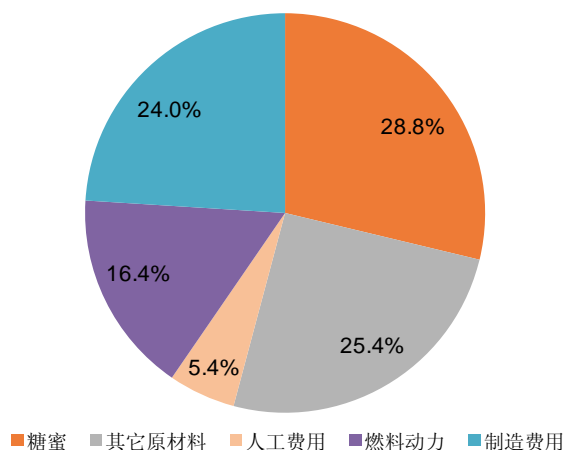
预计 2013/14 新榨季总体糖蜜价格上涨 5%左右。公司的糖蜜采购时间与制糖业的榨季相吻合，一般于当年 11 月至次年 4 月进行。根据我们对于糖蜜价格的跟踪，安琪近期糖蜜采购综合成本出现上涨，同比涨幅达到 10%。我们认为糖蜜价格不必过于担心，预计新榨季糖蜜价格上涨 5%，对成本影响不大，理由：1. 新榨季开榨之后，糖价继续下行，据此推断甘蔗供给量同比并未下跌；2. 糖蜜下游主要需求方发酵酒精价格虽有反弹，但仍处于低位，糖蜜缺乏需求支撑；3.中间商囤货可能是糖蜜价格阶段性上涨的原因，由于缺乏基本面支撑，持续性不强。

图表23 估计2012年糖蜜成本比重30-35%



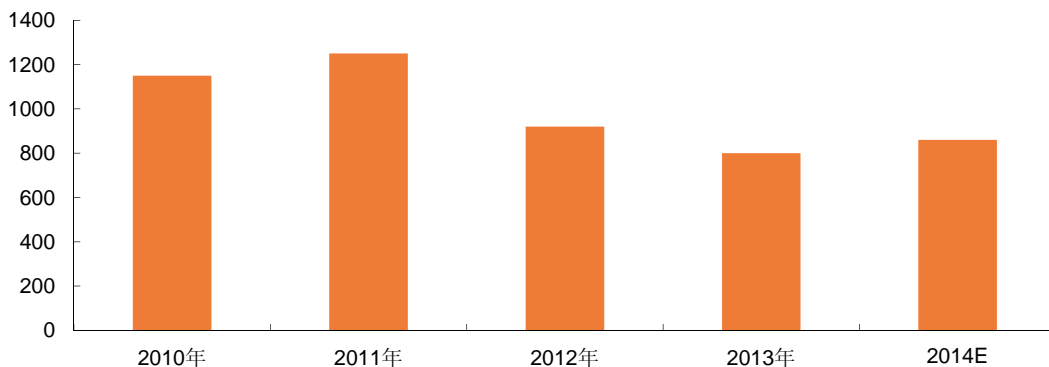
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表24 估计2013年糖蜜占成本比重降至30%以内



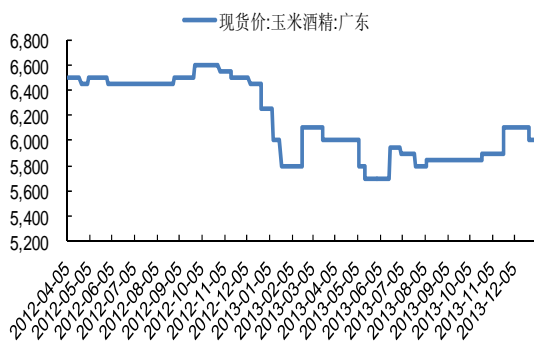
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表25 预计2013/14新产季糖蜜价格小幅上涨5% 单位：元/吨



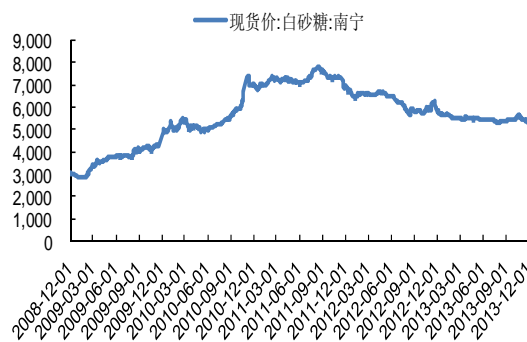
资料来源：南宁-东盟商品交易所、平安证券研究所

图表26 发酵酒精价格虽有反弹，但仍处于低位 单位：元/吨



资料来源：wind、平安证券研究所

图表27 糖价继续下行 单位：元/吨



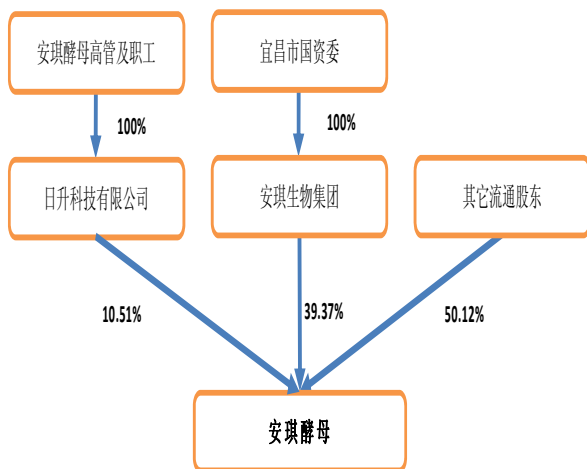
资料来源：wind、平安证券研究所

## 五、2014 年公司业绩释放动力可能增强

**高管股权逐步解锁，预计2014年业绩释放动力可能增强。**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。日升科技还有4.3%股权在2014年后逐步解禁。我们判断2014年高管业绩释放动力可能增强：1. 虽然高管短期内不会减持，但我们判断公司未来可能会选择合适的时点减持部分股票兑现收益；2. 日升科技还有4.3%股权未解禁，2014年后可解禁的数量还需要参考标的资产实现的净利润。

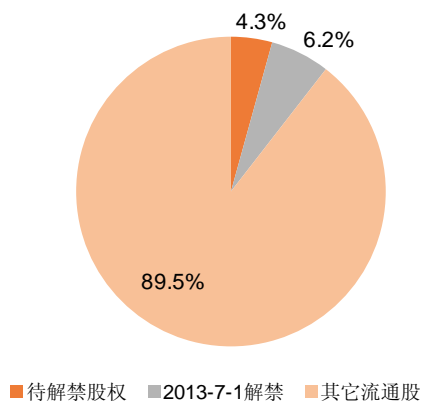


图表28 安琪集团持有上市公司39.37%的股份，日升科技持有10.51%的股份



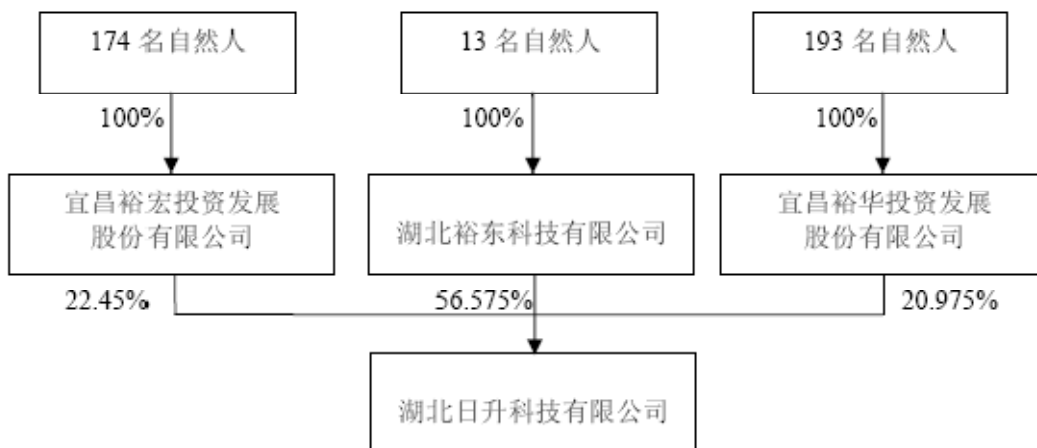
资料来源：平安证券研究所、Wind

图表29 日升科技还有4.3%股权在2014年后解禁



资料来源：平安证券研究所、Wind

图表30 日升科技股权结构



资料来源：公司资料、平安证券研究所

## 六、盈利预测与投资评级

图表31 收入预测关键假设 单位：万元，吨，万元/吨

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
传统酵母					
面用酵母	163,462	161,502	170,405	207,411	236,635
YOY	13%	-1%	6%	22%	14%
酿酒酵母	11,690	12,008	13,504	15,292	17,321
YOY	7%	3%	12%	13%	13%

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
YE-酵母提取物	31,570	38,127	50,617	60,740	72,889
YOY	26%	21%	33%	20%	20%
动物饲料	18,391	22,496	23,163	26,637	30,632
YOY	27%	22%	3%	15%	15%
保健品	11,506	13,817	17,271	21,589	25,907
YOY	27%	20%	25%	25%	20%

资料来源：平安证券研究所预测

#### 其它关键财务指标假设：

- 预计2014年酵母业务毛利率同比将基本持平。(1) 折旧对2014年成本的影响将减弱，增速低于收入增速。2012年-2013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。1H13固定资产环比增加12亿，折旧增加0.6亿，我们随着新项目折旧在2H13完全体现和赤峰甜菜糖投产，预计2H13折旧同比增加0.7亿左右。由于基数原因，预计2014年折旧增速将放缓，同比增长0.5亿左右，增16%，增速低于收入增速，同比增速逐季下降。(2) 我们认为糖蜜价格不必过于担心，预计新榨季糖蜜价格上涨5%，对成本影响不大。(3) 2014年人工费用的增速可能低于收入增速。
- 预计2014年销售费用率可继续小幅下降，原因：(1) 销售人员招聘速度放缓；(2) 面用酵母恢复性增长，收入占比可能小幅提升，而面用酵母销售费用率低于其它业务。
- 预计2014年管理费用率可出现下降，主要因为2014年招人速度放缓。
- 预计2014年财务费用将同比持平，主要考虑2014年新建项目大幅减少。

我们维持原有的盈利预测，预计2013-2015年营收增长12.8%、19.0%、15.7%，净利增长-23.6%、31.1%、27.9%，EPS为0.56、0.74、0.94元。综合考虑收入恢复情况、毛利率、费用率的变化情况，2014年业绩快速增长的确定性很高，且公司释放业绩的动力可能增强，我们维持“推荐”的投资评级，按照2014年30倍PE，12个月目标价22.2元。

## 七、风险提示

- 2014年糖蜜价格上涨幅度超预期。
- 2014年山东圣齐新产能投放对行业的冲击超预期。

损益表 (百万元, 元/股)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2,714	3,062	3,644	4,217
YoY	8.3%	12.8%	19.0%	15.7%
营业成本	1,885	2,145	2,563	2,950
毛利率	30.5%	29.9%	29.6%	30.0%
营业税金及附加	19	22	26	30
股权激励费用	0	1	2	3
销售费用	332	380	445	514
管理费用	138	194	223	253
财务费用	62	87	83	73
投资净收益	-2	0	0	0
营业利润	268	234	304	397
加: 营业外收入	67	30	30	30
减: 营业外支出	1	2	0	0
利润总额	334	262	334	427
减: 所得税	54	39	50	64
净利润	280	222	284	363
减: 少数股东损益	37	37	40	51
归属母公司所有者净利	243	186	244	311
YoY	-18.5%	-23.6%	31.1%	27.9%
销售净利润率	9.0%	6.1%	6.7%	7.4%
EPS (当年股本)	0.74	0.56	0.74	0.94
EPS (最新股本摊薄)	0.74	0.56	0.74	0.94

重要指标速览	2012A	2013E	2014E	2015E
估值				
PE	23.2	26.4	20.1	15.7
PEG	-0.9	0.8	0.7	0.6
PB	2.1	1.7	1.6	1.6
P/S	2.1	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	14.7	12.7	10.5	9.0
股息收益率	2.6%	1.2%	2.9%	4.7%
经营回报率				
ROE	9.1%	6.6%	8.1%	9.9%
ROA	4.5%	3.6%	4.6%	5.7%
资本结构及偿债能力				
资产负债率	47.7%	41.4%	39.2%	36.4%
速动比率	0.6	0.5	0.6	0.8
运营效率				
存货周转率	2.7	2.7	2.7	2.7
流动资产周转率	1.5	1.7	1.9	1.9
固定资产周转率	1.4	1.3	1.4	1.6

现金流量表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	280	222	284	363
折旧摊销	173	202	246	272
营运资金投资	89	-115	196	142
经营活动现金净流量	313	600	425	572
资本开支	1,254	64	100	100
投资活动现金净流量	-1,278	-64	-100	-100
债务融资	996	-407	-155	-242
股权融资	0	0	0	0
支付红利	-49	-49	-66	-165
融资活动现金净流量	895	-552	-304	-480
当年现金净流量	-71	-15	21	-8

资产负债表 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	415	399	420	412
应收款项	508	494	622	719
预付款项	123	151	176	204
存货	755	641	766	882
其他流动资产	27	26	31	37
流动资产合计	1,871	1,747	2,060	2,307
长期股权投资	38	38	38	38
固定资产	2,108	2,587	2,731	2,705
无形资产	210	210	210	210
其他非流动资产	1,219	598	309	164
非流动资产合计	3,575	3,433	3,288	3,117
资产总计	5,446	5,181	5,349	5,424
短期借款	1,271	1,539	1,384	1,142
应付款项	455	410	508	599
预收款项	26	32	37	44
应付股利	0	0	0	0
其他流动负债	242	110	118	147
流动负债合计	1,968	2,059	2,010	1,887
长期借款	87	87	87	87
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	542	0	0	0
非流动负债合计	629	87	87	87
负债合计	2,597	2,146	2,097	1,974
归属母公司所有者权益	2,675	2,824	3,002	3,148
其中: 实收资本	330	330	330	330
少数股东权益	174	210	250	302
股东权益合计	2,849	3,034	3,252	3,450
负债及股东权益总计	5,446	5,181	5,349	5,424

## 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

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257