

安琪酵母 (600298.SH)

评级: **买入**

前次: **增持**

目标价(元):

33.3

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S074051070001

zhangshuai@r.qizq.com.

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

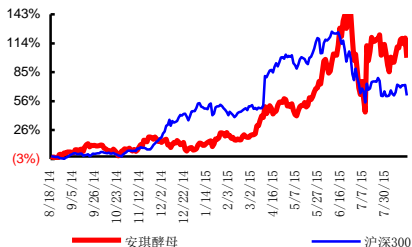
2016年1月19日

业绩预增 70%-100%，符合预期、反转继续

基本状况

总股本(百万股)	329.63
流通股本(百万股)	324.29
市价(元)	28.72
市值(百万元)	9466.97
流通市值(百万元)	9313.61

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3,119.3	3,654.1	4,309.9	4,955.9	5,701.4
营业收入增速	14.95%	17.14%	17.95%	14.99%	15.04%
净利润增长率	-39.78%	0.51%	82.19%	36.05%	26.79%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.45	0.81	1.11	1.40
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	38.87	41.34	41.40	30.43	24.00
PEG	—	1.38	0.50	0.84	0.90
每股净资产(元)	8.30	8.56	9.23	10.33	11.74
每股现金流量(元)	1.48	2.12	1.22	2.15	2.29
净资产收益率	5.35%	5.22%	8.82%	10.71%	11.96%
市净率	2.08	2.16	3.65	3.26	2.87
总股本(百万元)	329.63	329.63	329.63	329.63	329.63

备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 安琪酵母公布 2015 年业绩预告，净利润预计同比增长 70%-100%，符合市场预期。公司预计 2015 年实现归属于上市公司股东净利润 2.49-2.94 亿元，同比增长 70%-100%，即 Q4 实现净利润同比增长 132%-322%，符合市场预期。
- Q4 业绩大幅增长源于收入增速恢复及制糖业务扭亏，2016 年公司成本及费用管控有望继续加强。(1) Q3 公司收入增速及毛利率受到停产检修、环保问题等影响，Q4 这些短期因素均已消除，且为销售旺季，公司收入增速恢复至 18%-19%，全年看接近 43 亿元的经营目标；(2) 糖价今年大幅上涨，公司制糖业务扭亏，其影响在 Q4 集中体现，另外公司去年净利润基数也相对较小。对于 2016 年，受新压榨季糖蜜价格下降影响（相比去年同期下降 50 元/吨，5%左右），公司毛利率有望改善，三费尤其是财务费用管控继续加强，而人民币贬值将利于公司出口业务，抢占全球市场（目前海外业务占比 30%）。另外，公司重启 B2C 业务，1 月 12 日公告投资贝太厨房，布局烘焙电商，新模式、新思路，未来值得期待。
- 中长期看，公司业绩反转依然确立——收入重回稳健增长轨道，预计未来 3 年复合增速 15%以上，费用率下降带来利润拐点，未来 3 年净利率有望突破 10%。长期看，通过不断加强海外布局，公司有望成长为全球酵母龙头。公司未来增长来源于：(1) 酵母业务的稳健增长——通过海外拓展布局，预计未来 3 年将保持 10%左右增长；(2) 酵母抽提物的高速增长——公司短期内主要的增长动力，预计未来 3 年复合增速 30%；(3) 以及酶制剂、保健品、动物营养等酵母衍生品不断贡献新的增长点——预计未来 20%以上复合增长，从而未来 3 年公司整体收入复合增速有望达到 15%以上。
- 目标价 33.3 元，上调至“买入”评级。预计公司 2015-2017 年收入 43.1、49.6、57.0 亿元，同比增长 17.9%、15.0%、15.0%；实现净利润 2.68、3.65、4.63 亿元，同比增长 82.2%、36.1%、26.8%，对应

EPS 为 0.81、1.11、1.40 元。目标价 33.3 元，对应 2016 年 30xPE，上调至“买入”评级。

- **风险提示：**食品安全问题、原材料糖蜜价格大幅上涨、海外工厂不能按时建成投产、汇率大幅波动。

图表 1: 安琪酵母销售预测表

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
酵母系列						
销售收入	2,388.10	2,582.93	2,992.95	3,540.66	4,071.76	4,682.52
增长率 (YOY)	—	8.16%	15.87%	18.30%	15.00%	15.00%
毛利率	31.31%	31.47%	30.80%	33.00%	33.20%	33.30%
销售成本	1,640.28	1,770.15	2,071.17	2,372.24	2,719.93	3,123.24
增长率 (YOY)	—	7.92%	17.01%	14.54%	14.66%	14.83%
毛利	747.82	812.78	921.78	1,168.42	1,351.82	1,559.28
增长率 (YOY)	—	8.69%	13.41%	26.76%	15.70%	15.35%
占总销售额比重	88.39%	83.80%	82.51%	82.15%	82.16%	82.13%
占主营业务利润比重	90.55%	89.26%	85.84%	90.94%	89.24%	87.94%
包装						
销售收入	45.39	72.61	129.76	136.25	147.15	158.92
增长率 (YOY)	—	59.97%	78.71%	5.00%	8.00%	8.00%
毛利率	20.62%	16.90%	15.86%	19.50%	19.70%	20.00%
销售成本	36.03	60.34	109.18	109.68	118.16	127.14
增长率 (YOY)	—	67.47%	80.94%	0.46%	7.73%	7.60%
毛利	9.36	12.27	20.58	26.57	28.99	31.78
增长率 (YOY)	—	31.09%	67.73%	29.10%	9.11%	9.64%
占总销售额比重	1.68%	2.36%	3.58%	3.16%	2.97%	2.79%
占主营业务利润比重	1.13%	1.35%	1.92%	2.07%	1.91%	1.79%
制糖和奶制品						
销售收入	34.62	98.53	102.55	153.00	157.00	150.00
增长率 (YOY)	—	184.60%	4.08%	49.20%	2.61%	-4.46%
毛利率	18.98%	14.72%	14.47%	11.65%	11.52%	12.47%
销售成本	28.05	84.03	87.71	135.18	138.91	131.30
增长率 (YOY)	—	199.58%	4.38%	54.12%	2.76%	-5.48%
毛利	6.57	14.50	14.84	17.82	18.09	18.70
增长率 (YOY)	—	120.68%	2.35%	20.08%	1.52%	3.37%
占总销售额比重	1.28%	3.20%	2.83%	3.55%	3.17%	2.63%
占主营业务利润比重	0.80%	1.59%	1.38%	1.39%	1.19%	1.05%
其他						
销售收入	233.65	328.29	401.96	480.00	580.00	710.00
毛利率	26.59%	21.65%	29.02%	15.00%	20.00%	23.00%
毛利	62.13	71.07	116.65	72.00	116.00	163.30
占总销售额比重	8.65%	10.65%	11.08%	11.14%	11.70%	12.45%
占主营业务利润比重	7.52%	7.81%	10.86%	5.60%	7.66%	9.21%
销售收入小计	2701.76	3082.36	3627.22	4309.91	4955.91	5701.44
销售成本小计	1875.88	2171.74	2553.37	3025.10	3441.00	3928.38
毛利	825.88	910.62	1073.85	1284.81	1514.90	1773.06
平均毛利率	30.57%	29.54%	29.61%	29.81%	30.57%	31.10%

来源: 中泰证券研究所

图表 2：安琪酵母财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	2,714	3,119	3,654	4,310	4,956	5,701
增长率	8.30%	15.0%	17.1%	17.9%	15.0%	15.0%
营业成本	-1,885	-2,206	-2,584	-3,025	-3,441	-3,928
%销售收入	69.5%	70.7%	70.7%	70.2%	69.4%	68.9%
毛利	828	913	1,070	1,285	1,515	1,773
%销售收入	30.5%	29.3%	29.3%	29.8%	30.6%	31.1%
营业税金及附加	-19	-19	-24	-28	-32	-35
%销售收入	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-332	-366	-428	-478	-545	-630
%销售收入	12.2%	11.7%	11.7%	11.1%	11.0%	11.1%
管理费用	-138	-238	-274	-315	-354	-393
%销售收入	5.1%	7.6%	7.5%	7.3%	7.2%	6.9%
息税前利润 (EBIT)	339	291	344	463	584	714
%销售收入	12.5%	9.3%	9.4%	10.7%	11.8%	12.5%
财务费用	-62	-81	-117	-75	-48	-29
%销售收入	2.3%	2.6%	3.2%	1.7%	1.0%	0.5%
资产减值损失	-7	2	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	0	-15	-8	-9	-10
%税前利润	—	—	—	—	—	—
营业利润	268	211	193	380	527	676
营业利润率	9.9%	6.8%	5.3%	8.8%	10.6%	11.8%
营业外收支	66	36	45	45	44	45
税前利润	334	247	238	426	570	721
利润率	12.3%	7.9%	6.5%	9.9%	11.5%	12.6%
所得税	-54	-65	-61	-94	-120	-150
所得税率	16.1%	26.4%	25.7%	22.0%	21.0%	20.8%
净利润	280	182	177	332	450	571
少数股东损益	37	36	30	64	86	108
归属于母公司的净利润	243	146	147	268	365	463
净利率	9.0%	4.7%	4.0%	6.2%	7.4%	8.1%
				7.7%	9.1%	10.0%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	280	182	177	332	450	571
少数股东损益	0	0	0	64	86	108
非现金支出	180	258	332	316	319	329
非经营收益	54	93	140	40	27	8
营运资金变动	-201	-46	51	-287	-88	-152
经营活动现金净流	313	488	699	466	793	864
资本开支	1,278	693	415	77	339	285
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	32	15	-8	-9	-10
投资活动现金净流	-1,278	-661	-400	-85	-348	-295
股权募资	11	0	0	0	0	0
债权募资	996	544	-121	-321	-221	-393
其他	-112	-651	-106	-78	-111	-43
筹资活动现金净流	894	-107	-227	-399	-332	-436
现金净流量	-71	-280	72	-18	113	133
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	415	628	599	517	545	570
应收款项	579	484	416	649	718	816
存货	755	923	932	1,111	1,262	1,436
其他流动资产	123	143	235	287	303	325
流动资产	1,871	2,177	2,181	2,564	2,828	3,147
%总资产	34.4%	34.3%	34.7%	39.6%	41.6%	44.2%
长期投资	38	38	23	23	23	23
固定资产	3,270	3,784	3,726	3,501	3,543	3,526
%总资产	60.0%	59.7%	59.3%	54.1%	52.1%	49.5%
无形资产	246	317	315	347	368	386
非流动资产	3,575	4,162	4,101	3,907	3,970	3,971
%总资产	65.6%	65.7%	65.3%	60.4%	58.4%	55.8%
资产总计	5,446	6,339	6,282	6,471	6,798	7,118
短期借款	1,446	1,577	1,956	1,635	1,414	1,021
应付款项	546	776	588	836	961	1,086
其他流动负债	-24	-4	141	120	92	110
流动负债	1,968	2,349	2,684	2,590	2,467	2,216
长期贷款	87	0	0	0	0	0
其他长期负债	542	1,058	566	566	566	566
负债	2,597	3,408	3,251	3,157	3,033	2,783
普通股股东权益	2,675	2,736	2,822	3,041	3,406	3,869
少数股东权益	174	195	209	273	358	467
负债股东权益合计	5,446	6,339	6,282	6,471	6,798	7,118
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.738	0.444	0.447	0.814	1.107	1.403
每股净资产 (元)	8.116	8.300	8.562	9.226	10.332	11.736
每股经营现金净流 (元)	0.948	1.481	2.121	1.219	2.147	2.293
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.150	0.150	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.09%	5.35%	5.22%	8.82%	10.71%	11.96%
总资产收益率	4.47%	2.31%	2.34%	4.14%	5.37%	6.50%
投入资本收益率	6.42%	4.42%	5.25%	7.36%	9.02%	10.75%
增长率						
营业总收入增长率	8.30%	14.95%	17.14%	17.95%	14.99%	15.04%
EBIT增长率	-0.29%	-14.33%	18.22%	34.78%	26.02%	22.37%
净利润增长率	-18.51%	-39.78%	0.51%	82.19%	36.05%	26.79%
总资产增长率	35.18%	16.39%	-0.89%	3.00%	5.06%	4.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.1	53.9	38.8	47.7	45.8	45.3
存货周转天数	133.4	138.8	131.0	134.0	133.8	133.4
应付账款周转天数	66.7	89.1	73.9	77.8	78.4	77.5
固定资产周转天数	260.5	340.1	367.7	298.1	239.6	196.3
偿债能力						
净负债/股东权益	56.80%	66.50%	61.25%	48.81%	36.35%	21.92%
EBIT利息保障倍数	5.5	3.6	2.9	6.2	12.1	24.6
资产负债率	47.69%	53.76%	51.75%	48.78%	44.62%	39.09%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。