

2016年01月22日

安琪酵母 (600298.SH)

## 业绩反转才刚开始，电商等新兴业务值得期待

### ■15年业绩大幅反转，16年高增长有望延续

公司公布15年全年业绩区间：2015年预计利润在2.49亿元-2.94亿元，与上年同期相比增加70%-100%。业绩区间较之前上调，我们预计全年利润增速偏上限，预计在90%-100%之间，四季度单季度利润增速在262%到324%之间，超出市场预期。我们预计在人民币贬值和降息周期下，2016年公司业绩高增长有望延续。

### ■出口业务受益于人民币贬值，海外工厂满产利于盈利能力提升

公司30%以上收入来自海外，海外竞争对手主要为乐斯福（法国）和英联马利（英国），2015年欧元对美元贬值明显而人民币相对坚挺导致公司海外业务受影响（出口收入增速从之前20%以上降到10%多），2016年初在人民币快速贬值背景下出口收入有望恢复，我们预计出口业务有望恢复至20%以上带动公司整体收入增长提速。同时，公司埃及工厂目前已处满产状态，部分市场率先提价，加之产能利用率提升后摊销费用下降有望带来海外盈利能力改善。

### ■降息周期下财务费用下降空间大，未来2-3年净利率有望提升至10%

我们自15年上半年就强调公司利润拐点来临，净利率有望趋势性改善：一方面公司2012年开始投产的产能相继达产，产能利用率起来后折旧等固定费用趋势性下降（表现为毛利率提升和管理费用率下降）；另一方面降息周期下财务费用下降弹性大。2015年预计公司仍有超过1亿元的财务费用，利率高达6%-7%，当前10年期国债利率仅2.8%，银行理财收益率4%，降息周期下公司财务费用下降弹性大，同时公司在上海自贸区的融资租赁公司注册完成，将有效利用海外低成本资金对当前高成本债务进行置换，预计16年公司财务费用率有望大幅下降带来净利率提升1pct以上，管理费用率和销售费用率下降带来净利率提升1pct，整体净利率有望超过8.5%，未来2-3年达到10%可期待。

### ■电商等创新业务有望超预期，利于整体估值提升

2015年预计电商已达到8000万收入规模。80-90后主妇也许不喜欢烧饭但一定不排斥烘焙，家庭烘焙行业欣欣向荣，而酵母是烘焙最基础的产品，安琪具备品牌基础和先发优势，有望成为家庭烘焙产业最先受益标的。近期公司收购《贝太厨房》加速向C端市场延伸，我们相信这仅是公司战略布局烘焙产业的开始。股价层面，电商渠道发力将有助于公司估值提升。

■投资建议：我们预计15-16年EPS分别为0.87/1.28元，16年估值仅23倍，维持“买入-A”评级，目标价40.96元。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	3,119.4	3,654.1	4,209.9	4,876.0	5,568.1
净利润	146.4	147.2	287.8	422.0	560.4
每股收益(元)	0.44	0.45	0.87	1.28	1.70
每股净资产(元)	8.30	8.56	9.36	10.23	11.39
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	67.8	67.5	34.5	23.5	17.7
市净率(倍)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
净利润率	4.7%	4.0%	6.8%	8.7%	10.1%
净资产收益率	5.4%	5.2%	9.3%	12.5%	14.9%
股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.4%	1.8%
ROIC	0.5	0.5	0.9	1.1	1.6

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

投资评级 **买入-A**

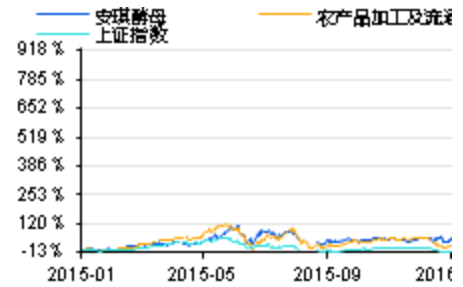
维持评级

6个月目标价：**40.69元**  
股价(2016-01-21) **30.12元**

### 交易数据

总市值(百万元)	9,928.53
流通市值(百万元)	9,767.55
总股本(百万股)	329.63
流通股本(百万股)	324.29
12个月价格区间	19.99/41.69元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.46	25.31	67.55
绝对收益	-3.06	9.41	59.7

苏斌

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

安琪酵母：收入增速有所放缓，利润依然亮丽	2015-11-02
安琪酵母：拐点来临，下半年成长性有望更突出	2015-08-17
安琪酵母：安琪酵母穿越周期品种，业绩拐点确定性来临	2015-07-21

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	3,119.4	3,654.1	4,209.9	4,876.0	5,568.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,206.4	2,583.7	2,951.5	3,389.2	3,843.9	营业收入增长率	15.0%	17.1%	15.2%	15.8%	14.2%
营业税费	18.5	24.0	29.5	34.1	39.0	营业利润增长率	-21.2%	-8.7%	109.3%	40.3%	32.2%
销售费用	366.2	428.2	446.2	512.0	556.8	净利润增长率	-39.8%	0.5%	95.5%	46.6%	32.8%
管理费用	237.6	274.5	265.2	302.3	323.0	EBITDA 增长率	9.4%	12.0%	32.6%	15.3%	18.2%
财务费用	80.9	116.6	100.2	58.3	42.9	EBIT 增长率	-11.5%	5.9%	62.9%	24.0%	26.7%
资产减值损失	-1.9	18.9	18.0	18.0	18.0	NOPLAT 增长率	-22.3%	6.9%	64.4%	32.2%	29.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.0%	0.0%	4.6%	-9.5%	6.2%
投资和汇兑收益	-0.2	-15.1	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	2.9%	3.4%	10.5%	10.9%	13.2%
<b>营业利润</b>	211.5	193.1	404.2	567.1	749.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	35.7	44.8	52.6	60.9	64.0	毛利率	29.3%	29.3%	29.9%	30.5%	31.0%
<b>利润总额</b>	247.2	237.9	456.8	628.0	813.6	营业利润率	6.8%	5.3%	9.6%	11.6%	13.5%
减:所得税	65.2	61.1	114.2	125.6	146.4	净利润率	4.7%	4.0%	6.8%	8.7%	10.1%
<b>净利润</b>	146.4	147.2	287.8	422.0	560.4	EBITDA/营业收入	17.6%	16.9%	19.4%	19.3%	20.0%
						EBIT/营业收入	9.4%	8.5%	12.0%	12.8%	14.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	335	363	302	241	193
货币资金	627.6	599.0	673.6	780.2	890.9	流动营业资本周转天数	99	80	93	90	90
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	234	215	223	217	216
应收账款	452.6	382.6	786.8	567.7	979.0	应收账款周转天数	58	41	50	50	50
应收票据	31.0	33.2	39.6	47.1	50.5	存货周转天数	97	91	93	92	91
预付账款	142.6	109.0	243.3	137.6	284.2	总资产周转天数	680	622	562	489	437
存货	923.2	932.1	1,241.5	1,260.9	1,548.8	投资资本周转天数	536	478	424	357	306
其他流动资产	0.0	125.5	41.8	55.8	74.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.4%	5.2%	9.3%	12.5%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.9%	2.8%	5.0%	7.8%	9.4%
长期股权投资	38.3	23.1	23.1	23.1	23.1	ROIC	4.8%	4.7%	7.8%	9.9%	14.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	3,704.5	3,658.3	3,395.0	3,127.8	2,856.6	销售费用率	11.7%	11.7%	10.6%	10.5%	10.0%
在建工程	78.9	67.7	67.7	67.7	67.7	管理费用率	7.6%	7.5%	6.3%	6.2%	5.8%
无形资产	271.3	275.1	275.1	274.8	274.1	财务费用率	2.6%	3.2%	2.4%	1.2%	0.8%
其他非流动资产	69.0	76.7	63.6	65.2	67.1	三费/营业收入	22.0%	22.4%	19.3%	17.9%	16.6%
<b>资产总额</b>	6,338.9	6,282.2	6,851.1	6,407.8	7,116.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	1,494.9	1,455.8	1,502.4	683.3	616.6	资产负债率	53.8%	51.7%	51.1%	42.0%	40.9%
应付账款	643.6	445.9	843.7	698.5	984.7	负权益比	116.2%	107.2%	104.6%	72.5%	69.2%
应付票据	84.6	79.1	101.4	106.5	131.7	流动比率	0.93	0.81	1.09	1.49	1.72
其他流动负债	126.2	703.6	332.8	422.2	488.4	速动比率	0.53	0.47	0.64	0.83	1.03
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.61	2.66	5.03	10.73	18.47
其他非流动负债	1,058.2	566.2	722.2	782.2	690.2	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	3,407.5	3,250.7	3,502.5	2,692.7	2,911.6	DPS(元)	0.15	0.15	0.26	0.41	0.54
少数股东权益	195.5	209.1	263.9	344.3	451.1	分红比率	33.8%	33.6%	29.2%	32.2%	31.7%
股本	329.6	329.6	329.6	329.6	329.6	股息收益率	0.5%	0.5%	0.8%	1.4%	1.8%
留存收益	2,453.6	2,551.3	2,755.0	3,041.2	3,424.1						
<b>股东权益</b>	2,931.4	3,031.5	3,348.6	3,715.1	4,204.8						

## 现金流量表

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	182.0	176.8	287.8	422.0	560.4	EPS(元)	0.44	0.45	0.87	1.28	1.70
加:折旧和摊销	260.4	312.7	313.2	317.6	321.9	BVPS(元)	8.30	8.56	9.36	10.23	11.39
资产减值准备	-1.9	18.9	-	-	-	PE(X)	67.8	67.5	34.5	23.5	17.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
财务费用	97.1	125.4	100.2	58.3	42.9	P/FCF	34.4	378.4	307.5	60.7	54.1
投资损失	0.2	15.1	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	3.2	2.7	2.4	2.0	1.8
少数股东损益	35.6	29.6	54.8	80.4	106.7	EV/EBITDA	14.2	13.2	14.6	11.8	9.9
营运资金的变动	-11.7	65.4	-471.3	210.3	-556.8	CAGR(%)	40.3%	55.7%	6.9%	40.3%	55.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	488.2	699.3	279.7	1,083.5	470.1	PEG	1.7	1.2	5.0	0.6	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-661.0	-400.4	-45.0	-45.0	-45.0	ROIC/WACC	0.5	0.5	0.9	1.1	1.6
<b>融资活动产生现金流量</b>	-90.7	-211.3	-160.1	-931.9	-314.4	REP	3.0	3.1	2.7	2.2	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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

苏毓、刘颜声明, 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
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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