

刘冉

执业证书编号: S0730516010001

021-50588666-8036

liuran@ccnew.com

公司步入景气周期

——安琪酵母(600298)调研点评

证券研究报告-公司点评

买入(首次)

发布日期: 2016年2月2日

报告关键要素:

安琪酵母(600298)步入景气周期,随着产能扩建的稳步进行,公司收入能够保持10%以上的增长。目前,公司产能满负荷运转,酵母市场供需紧平衡,行业有提价意向。

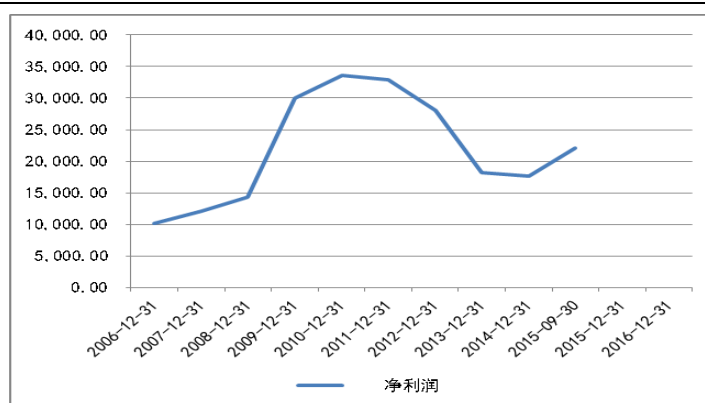
事件:

- 2016年1月21日,我们调研了上市公司安琪酵母(600298)。

点评:

- **公司步入景气周期。**公司预计2015年实现收入42亿元,同比增长16%,收入增长提速。公司的价格政策比较稳定即稳价增量,因此,公司收入增长主要来自放量。酵母属于寡头垄断型行业,从产能看,公司全球排名第三,跻身寡头行列。此外,由于酵母有刚需性质,全球需求端稳定,因此酵母行业受宏观经济周期的影响较小,公司业绩出现逆周期增长。在食品饮料行业普遍失速的背景下,公司的增速显得非常可贵。酵母的海外需求较为稳定,国内需求正在加速增长,需求端包括发酵面团、米面制品,调味品,方便食品,保健品和动物饲料等。发酵食品尤其烘焙食品、调味品和保健品行业的迅速发展是未来几年拉动酵母需求的主要动力。

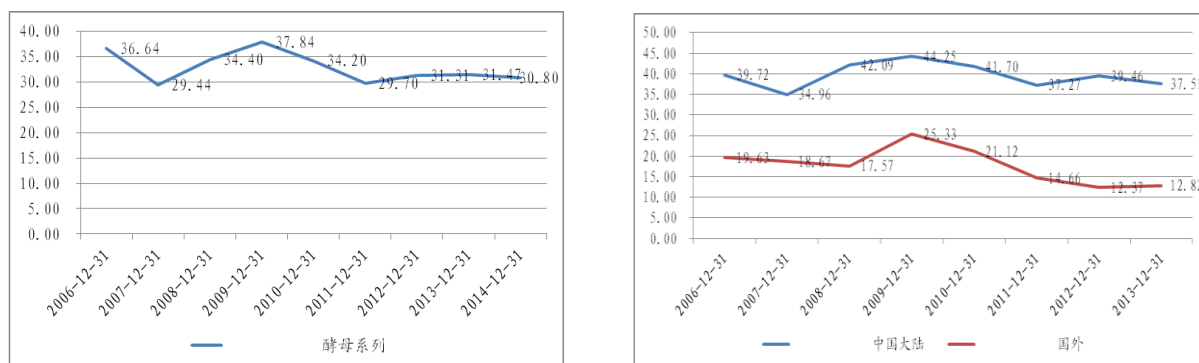
图表 1: 公司的业绩周期(净利润: 十万元)



资料来源: 中原证券 WIND

- **目前，公司开工接近满负荷，市场紧供应，局部已经提价。**2016年，公司16万吨总产能将达到满产，市场供需紧平衡，预计年内销量增幅达到10%，收入增长超过20%，整体增长超过2015年。2016年，公司将会完成局部提价，比如埃及工厂于上年四季度已经对酵母实施提价（海外市场，客户大、单量大，配合汇率波动，因而提价相对容易）；此外，继乐斯福之后，公司已经跟进对抽提物提价5%。国内酵母方面，公司对于提价一向较为保守，公司目前在等竞争对手先行提价，然后再跟进（由于竞争对手的采购成本比公司高、产品价格比公司低，提价需求比公司更迫切。）
- **公司糖业亏损减少。**公司糖业2015年预亏1000万元，亏损较2014年的6000万元减少5000万元。糖属于强周期行业，业绩波动大，影响到公司的整体业绩，公司目前正在逐步退出糖业。
- **公司产能投资稳健：生产线建设一条，满产一条，再建设一条，保持每两年2万吨产能的建设进度。公司不会大规模投资产能，通过稳步建设产能，将收入增速控制在10%-20%区间。**比如，俄罗斯产能2016年达产，2017年达到满产，2018年无法满足市场需求，市场会出现短暂缺口，新建产能再次跟上。公司倾向于新建酵母产能而不是收购，因为收购周期长、新建周期短。海外新建产能能够降低成本：公司海外产能地的糖蜜、人工、能源、物流等成本均低于国内。
- **2016年，由于成本价格降低，公司毛利率有望提升；由于种种叠加因素，公司净利润率有望达到10%。**叠加因素有：人民币贬值对公司出口的正面影响；所得税率大幅下降；各项费用率的持续下降；在建工程已经大幅减少；以及，糖厂减亏。2016年下半年，产能改造完毕后会促使费用进一步下调。
- **公司出口收入占总营收逾三成，出口价格低，仅是国际市场价的1/3，导致公司海外业务毛利率偏低，并且自2010年来连年下滑，2013年不到13%。**

图表 2：公司酵母毛利率（%）

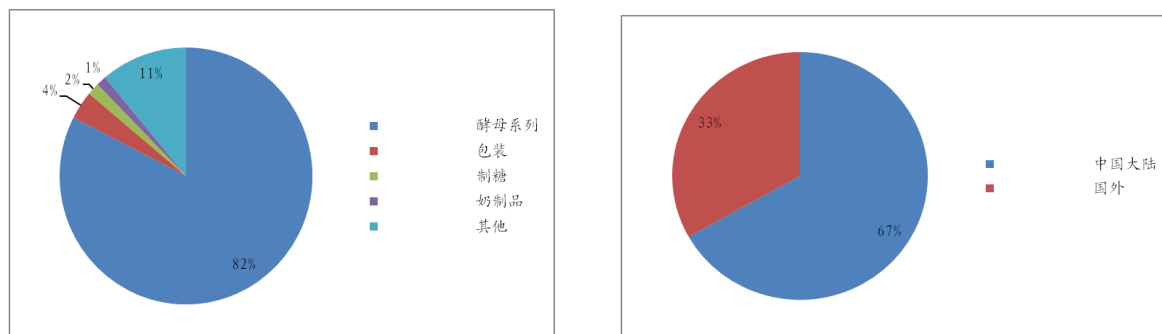


资料来源：中原证券 WIND

- **安琪电商起步。**公司的电商平台在十三五期间将会有很大的发展，公司的全部产品将会布局在电商平台，通过B2C实现销售，未来几年的目标是，安琪电商能够完成十亿元以上的销售额度。公司近期收购贝太厨房（美食杂志，贰拾万册订阅量），主要是为电商平台提供内容和素材。未来，公司筹划收购产业链相关的线上旗舰店和线下体验店，将公司产品融入同系列产品中。

2015年，安琪电商实现收入8000万元，净利润率达到10%，盈利800万元；公司规划，安琪电商2016年实现收入2亿元。作为B2C平台，安琪电商始终没有“烧钱”，也没有造成亏损，实属难得。安琪电商的意义在于，公司在B2C领域开始了有效拓展，以及通过建设美食圈子而形成“粉丝经济”和“粉丝效应”，增强知名度和美誉度。

图表 3: 公司收入结构 (2014年12月31日; %)



资料来源: 中原证券 WIND

注: 公司为了拓展国际市场, 通过下沉酵母价格获得出口竞争力, 公司产品的出口价格仅是国际市场价格¹/₃, 因此导致公司海外业务毛利率远低于国内业务, 也拉低了公司的综合盈利。但是, 这也说明公司在海外市场的提价空间非常大, 海外业务发展到一定阶段后, 公司能够通过提价来提升整体盈利。

- **给予“买入”评级。**公司进入景气周期, 未来两至三年业绩增长有保障; 酵母行业供需紧平衡, 行业提价预期强。预计公司2015年、2016年、2017年的EPS分别为1.27元、1.40元、2.00元, 按照1月29日收盘价29.85元计算, 对应市盈率分别为23.50倍、21.32倍、14.93倍, 对应估值较低, 给予公司“买入”投资评级, 2016年目标价格40元。
- **风险提示:** 需求端受经济下滑影响, 导致公司营业收入增长不及预期; 食品安全隐患。

盈利预测

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3654	4200	4620	6006
增长比率 (%)	17.10	16	10	13
净利润(百万元)	147	420	462	660.66
增长比率 (%)	0.5	185.71	10	43
基本每股收益(元)	0.45	1.27	1.40	2.00
市盈率(倍)	66.33	23.50	21.32	14.93

收盘价: 2016-1-29日收盘价29.85元

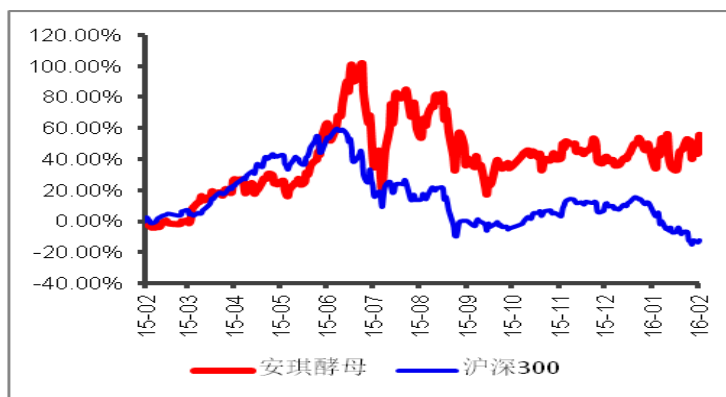
市场数据 (2016年1月29日)

收盘价(元)	29.85
一年内最高/最低(元)	44.40/13.97
沪深300指数	2946.09
市净率(倍)	3.58
流通市值(亿元)	98.40

基础数据 (2015年9月30日)

每股净资产(元)	8.93
每股经营现金流(元)	1.15
毛利率 (%)	29.37
净资产收益率 (%)	6.59
资产负债率 (%)	47.97
总股本/流通股(万股)	32963/32429
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。