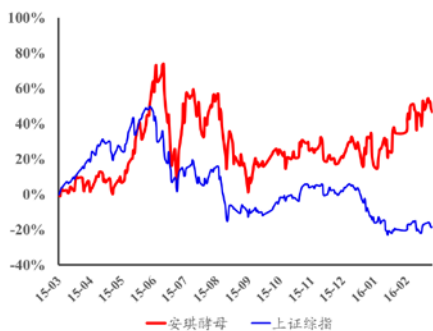


2016年3月14日

安琪酵母（600298.SH）年报点评

评级：首次覆盖给予“推荐”评级

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

联系人：

马群星 石亮 夏文奇

电话：0510-82833337

Email: maqx@gjls.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件： 3月11日发布年报，公司2015年全年实现营收42.13亿元，同比增长15.30%。归母净利润2.80亿元，同比增长90.29%。EPS 0.8497元。扣非净利润2.44亿元，同比增长117.46%。同时公告，拟10股分配现金股利3元（含税），同时以资本公积金向全体股东每10股转增15股。

点评：

- **业绩靓丽主要由酵母业务推动。** 公司全年酵母系列业务实现33.77亿元，同比增长12.83%，毛利率由2014年的30.80%上升至32.30%，毛利由9.22亿元上升至10.91亿元，是业绩的主要推动力。制糖业务营收1.22亿元，同比上升117.63%，毛利率由-12.30%上升至2.61%，亏损大幅减少。包装业务和奶制品业务营收同比增长7.92%和6.28%。
- **综合毛利提升，费用率下降。** 公司2015年综合毛利率29.96%，同比增加0.59个百分点。同时费用率稳中趋降，销售费用、管理费用和财务费用分别为11.00%、7.17%和2.84%，同比降低0.72、0.34和0.35个百分点。净利率7.56%，同比增加2.72个百分点。
- **高成长有望延续。** 分地区看，亚太地区特别是中国已经成为酵母需求增长最快的区域，公司2015年国内业务营收增速18.10%，未来酵母需求将随着居民生活水平提升而不断释放，公司作为龙头企业将持续受益；国外业务增速10.14%，低于国内增速，但未来随着安琪酵母（俄罗斯）等项目的投产，公司海外业务将迎来新的发展。分业务看，酵母传统应用-面包发酵、烘焙、酿酒等已发展相对成熟，但在饲料养殖、生物发酵等领域仍有具有的市场空间；酵母衍生品在风味、营养、健康等领域应用的广度和深度正在进一步拓展。总体看，公司的高成长有望延续。
- **首次覆盖给予“推荐”评级。** 预计2016~2018年EPS分别为1.29、1.65和2.05元，给予2017年25倍PE，目标价41.25元，首次覆盖给予“推

荐”评级。

- **风险提示：** 1): 全球化进程低于预期, 2): 市场开拓不及预期

财务报表预测与财务指标

单位：百万

更新日期：16/03/14

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,654	4,213	4,887	5,621	6,408	现金	426	88	489	562	836
营业成本	2,584	2,954	3,421	3,906	4,421	应收款项净额	525	731	886	971	1,143
营业税金及附加	24	23	27	31	36	存货	932	985	1,431	1,327	1,794
销售费用	428	463	503	573	647	其他流动资产	121	71	71	71	71
管理费用	274	302	335	377	423	流动资产总额	2,003	1,875	2,877	2,931	3,845
EBI T	345	478	621	753	901	固定资产和在建工程	3,726	3,696	3,362	3,027	2,692
财务费用	117	120	59	35	4	无形资产	311	316	299	282	265
资产减值损失	19	19	12	12	12	长期股权投资	23	23	23	23	23
投资净收益	-15	3	0	0	0	其他长期资产	12	49	46	43	43
营业利润	193	334	530	686	865	资产总额	6,077	5,959	6,607	6,307	6,868
营业外净收入	45	43	41	41	41	短期借款	1,456	1,108	1,036	388	0
利润总额	238	377	571	727	906	应付款项	588	683	1,039	922	1,293
所得税	61	58	86	109	136	其他流动负债	500	895	895	895	895
净利润	177	319	485	618	770	流动负债	2,544	2,686	2,970	2,205	2,188
少数股东损益	30	39	59	75	93	长期借款	500	0	0	0	0
归属母公司净利润	147	280	426	543	677	其他长期负债	1	6	6	6	6
						负债总额	3,045	2,692	2,976	2,211	2,194
主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	少数股东权益	209	228	287	362	455
成长能力						股东权益	2,822	3,039	3,344	3,734	4,219
营业收入	17.1%	15.3%	16.0%	15.0%	14.0%	负债和股东权益	6,077	5,959	6,607	6,307	6,869
营业利润	4.9%	38.3%	30.0%	21.3%	19.6%						
净利润	-2.9%	80.2%	52.2%	27.5%	24.6%	现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
获利能力						税后经营利润	193	317	450	583	735
毛利率(%)	29.3%	29.9%	30.0%	30.5%	31.0%	折旧和摊销	313	324	343	343	340
净利率(%)	4.8%	7.6%	9.9%	11.0%	12.0%	公允价值变动	19	19	12	12	12
ROE(%)	5.2%	9.2%	12.7%	14.6%	16.0%	利息费用	125	106	50	26	-5
ROA(%)	5.7%	8.0%	9.4%	11.9%	13.1%	营运资金的变动	51	-200	-245	-262	0
偿债能力						其他	-2	4	0	0	0
流动比率	0.79	0.70	0.97	1.33	1.76	经营活动现金流	709	589	610	866	813
速动比率	0.37	0.30	0.46	0.70	0.90	短期投资	15	33	-1	-1	-1
资产负债率(%)	50.1%	45.2%	45.0%	35.1%	31.9%	长期股权投资	0	0	0	0	0
营运能力						固定资产投资	-415	-276	0	0	0
总资产周转率	60.1%	70.7%	74.0%	89.1%	93.3%	投资活动现金流	-400	-243	35	35	35
应收账款周转率	9.18	7.29	7.41	7.36	7.46	股权融资	0	0	0	0	0
存货周转率	2.77	3.00	2.39	2.94	2.46	负债净变化	-21	-54	-72	-648	-388
每股收益	0.45	0.85	1.29	1.65	2.05	支付股利、利息	-191	-175	-171	-180	-186
每股净资产	8.56	9.22	10.15	11.33	12.80	其它融资现金流	0	0	0	0	0
P/E	78.8	41.4	27.2	21.3	17.1	融资活动现金流	-211	-229	-244	-828	-574
P/B	4.1	3.8	3.5	3.1	2.7	现金净变动额	81	120	401	73	274

数据来源：国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-8283337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。