

安琪酵母 (600298.SH)

预增符合预期，短期催化不断

评级： 买入 **前次： 增持**
目 价 (元) : 21.8
 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7月4日

基本状况

总股本(百万股)	824.08
流通股本(百万股)	810.72
市价(元)	18.65
市值(百万元)	15369.09
流通市值(百万元)	15119.93

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3,654.11	4,213.36	4,905.54	5,710.59	6,659.18
营业收入增速	17.14%	15.30%	16.43%	16.41%	16.61%
净利润增长率	0.51%	90.29%	64.62%	30.09%	19.63%
摊薄每股收益 (元)	0.45	0.85	0.56	0.73	0.87
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					
市盈率 (倍)	41.34	35.80	28.13	21.63	18.08
PEG	80.57	0.40	0.44	0.72	0.92
每股净资产 (元)	8.74	9.44	4.64	5.36	6.23
每股现金流量 (元)	2.12	1.73	0.86	1.06	1.11
净资产收益率	5.11%	9.00%	12.07%	13.57%	13.97%
市净率	2.11	3.22	3.40	2.93	2.52
总股本 (百万元)	329.63	329.63	824.08	824.08	824.08

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 事件：安琪酵母发布业绩预增公告，公司预计 2016 年上半年归属于上市公司股东净利润约为 23,834.54 万元-26,638.61 万元，同比增长 70%-90%，对应 Q2 单季增速 38.5%-69.2%。同时，今日公司收盘价再创历史新高。**
- 点评：公司二季度业绩继续同比高增长，增速由于基数原因环比有所降低，但基本符合预期。1H 公司业绩的大幅增长首先源于收入增长的稳健，预计上半年增速 15%-16%；其次，公司期间费用率和税率下降，且分别于 1 月和 5 月对酵母抽提物和酵母进行提价，产品的盈利水平获得提升；另外，公司前期计提的应收款项坏账准备转回也对上半年业绩产生了贡献。展望三季度，去年受停产检修影响基数较低，公司业绩有望继续实现大幅增长，全年看业绩增速有望超过 70%。我们 6 月 13 日上调公司至买入评级，进行强烈推荐，推荐以来上涨幅度接近 20%，公司业绩反转继续，近期催化不断——行业格局改善（英联马利考虑退出国内糖业，酵母业务有望继续收缩）、竞争对手提价（二线厂商圣琪近期跟进提价，验证行业高景气），是高确定性的长线绝对收益品种，继续强烈推荐。**
- 重申推荐逻辑：（1）公司业绩反转继续，费用率和税率下降使得今明两年公司利润增速仍将显著高于收入增速（今年日升最后一年解锁保证业绩确定性释放），短期内净利率 10% 绝非终点；（2）行业格局持续改善，提价通道逐步打开，带动毛利率稳步提升，支撑公司利润增长可以持续超越收入增长；（3）未来公司增长路径清晰，循环经济下多点开花，收入复合增速保持 15% 以上，长期看有望成为全球酵母龙头。估值方面，行业本身固有属性和公司独特经营模式铸就高壁垒，参照历史及海外估值，向好阶段可给予公司 25-30 倍 PE 水平（具体参考我们 6 月 13 日推荐报告《安琪酵母_研究简报：业绩反转继续、格局持续改善，可长线布局的绝对收益品种》）。**

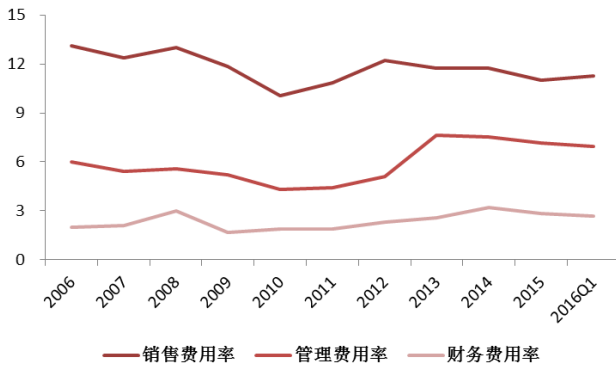
- 目标价 21.8 元，维持“买入”评级。预计 2016-2018 年实现销售收入 49.1、57.1、66.6 亿元，同比增长 16.4%、16.4%、16.6%，实现归母净利润 4.61、6.00、7.18 亿元，同比增长 64.6%、30.1%、19.6%，对应 EPS 为 0.56、0.73、0.87 元。中报后有望估值切换，给予 2017 年 30 倍 PE，对应目标价 21.8 元，12 个月 20% 空间，公司业绩释放动力足，高确定性的绝对收益品种，维持“买入”评级。
- 风险提示：原材料糖蜜价格大幅上涨、海外工厂不能按时建成投产、汇率大幅波动。

图表 1：近期报告汇总

报告名称	日期	类型	评级	调整理由
《业绩反转继续、格局持续改善，可长线布局的绝对收益品种》	20160612	研究简报	买入	股价回落，业绩确定性高，短期催化显著
《一季报点评：收入稳增，利润异彩》	20160419	公司点评	增持	—
《一季度预增100%-150%，略超预期、持续向好》	20160405	公司点评	增持	涨幅较大，估值回到相对合理水平
《业绩符合预期，高送转彰显信心》	20160310	公司点评	买入	—
《产品升级快于预期，中期业绩拐点确定》	20160202	跟踪报告	买入	—
《业绩预增70%-100%，符合预期、反转继续》	20160119	公司点评	买入	基于公司估值及四季度业绩情况上调
《Q3净利润增速略低于预期，中期拐点仍然确定》	20151029	公司点评	增持	—
《业绩反转确立，全球扩张的中国酵母龙头》	20150818	公司深度	增持	—

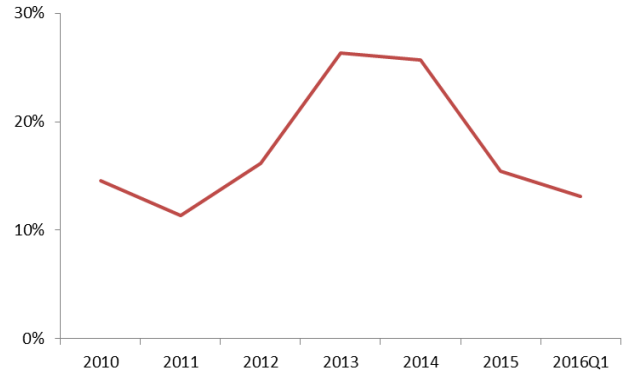
来源：中泰证券研究所

图表 2：公司三项费用率处于下降通道 (%)



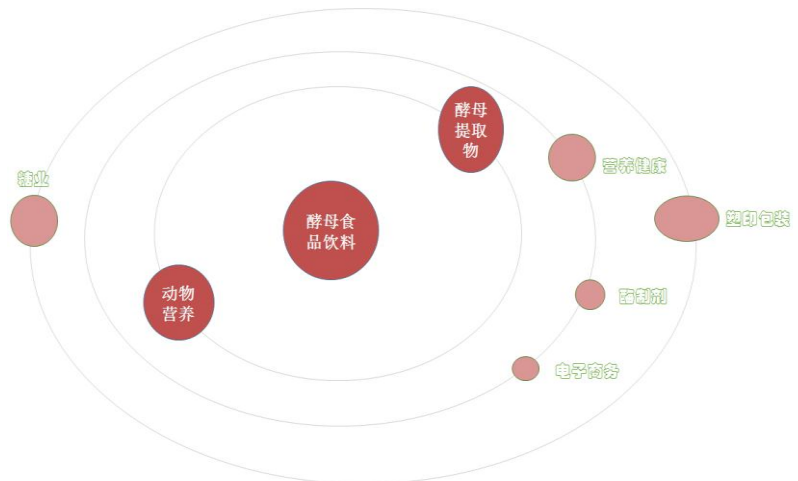
来源：WIND、中泰证券研究所

图表 3：公司所得税率仍有下降空间



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 4：公司产业集群——循环经济下多点开花



来源：中泰证券研究所

图表 5: 键入图表的标题

产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
酵母系列						
销售收入	2,582.93	2,992.95	3,377.01	3,917.33	4,528.44	5,248.46
增长率 (YOY)	—	15.87%	12.83%	16.00%	15.60%	15.90%
毛利率	31.47%	30.80%	32.30%	33.50%	34.10%	33.90%
销售成本	1,770.15	2,071.17	2,286.24	2,605.03	2,984.24	3,469.23
增长率 (YOY)	—	17.01%	10.38%	13.94%	14.56%	16.25%
毛利	812.78	921.78	1,090.77	1,312.31	1,544.20	1,779.23
增长率 (YOY)	—	13.41%	18.33%	20.31%	17.67%	15.22%
占总销售额比重	83.80%	82.51%	80.64%	80.27%	79.58%	79.05%
占主营业务利润比重	89.26%	85.84%	86.94%	88.19%	86.58%	86.40%
包装						
销售收入	72.61	129.76	140.04	154.04	177.15	203.72
增长率 (YOY)	—	78.71%	7.92%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	16.90%	15.86%	18.82%	19.70%	20.00%	20.00%
销售成本	60.34	109.18	113.68	123.70	141.72	162.98
增长率 (YOY)	—	80.94%	4.13%	8.81%	14.57%	15.00%
毛利	12.27	20.58	26.36	30.35	35.43	40.74
增长率 (YOY)	—	67.73%	28.06%	15.14%	16.75%	15.00%
占总销售额比重	2.36%	3.58%	3.34%	3.16%	3.11%	3.07%
占主营业务利润比重	1.35%	1.92%	2.10%	2.04%	1.99%	1.98%
制糖和奶制品						
销售收入	98.53	102.55	171.45	180.00	185.00	187.00
增长率 (YOY)	—	4.08%	67.19%	4.99%	2.78%	1.08%
毛利率	14.72%	14.47%	6.95%	10.94%	10.79%	10.36%
销售成本	84.03	87.71	159.53	160.30	165.04	167.62
增长率 (YOY)	—	4.38%	81.88%	0.48%	2.96%	1.56%
毛利	14.50	14.84	11.92	19.70	19.96	19.38
增长率 (YOY)	—	2.35%	-19.66%	65.23%	1.32%	-2.91%
占总销售额比重	3.20%	2.83%	4.09%	3.69%	3.25%	2.82%
占主营业务利润比重	1.59%	1.38%	0.95%	1.32%	1.12%	0.94%
其他						
销售收入	328.29	401.96	499.50	628.80	800.00	1,000.00
毛利率	21.65%	29.02%	25.15%	20.00%	23.00%	22.00%
毛利	71.07	116.65	125.62	125.76	184.00	220.00
占总销售额比重	10.65%	11.08%	11.93%	12.88%	14.06%	15.06%
占主营业务利润比重	7.81%	10.86%	10.01%	8.45%	10.32%	10.68%
销售收入小计	3082.36	3627.22	4188.00	4880.18	5690.59	6639.18
销售成本小计	2171.74	2553.37	2933.32	3392.06	3907.00	4579.83
毛利	910.62	1073.85	1254.68	1488.11	1783.59	2059.35
平均毛利率	29.54%	29.61%	29.96%	30.49%	31.34%	31.02%

来源: 中泰证券研究所

图表 6：安琪酵母财务预测三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,119	3,654	4,213	4,906	5,711	6,659	货币资金	628	599	301	589	628	737
增长率	14.95%	17.1%	15.3%	16.4%	16.4%	16.6%	应收款项	484	416	602	665	755	888
营业成本	-2,206	-2,584	-2,954	-3,417	-3,927	-4,600	存货	923	932	985	1,180	1,338	1,561
%销售收入	70.7%	70.7%	70.1%	69.7%	68.8%	69.1%	其他流动资产	143	235	200	231	247	279
毛利	913	1,070	1,259	1,488	1,784	2,059	流动资产	2,177	2,181	2,088	2,664	2,969	3,466
%销售收入	29.3%	29.3%	29.9%	30.3%	31.2%	30.9%	%总资产	34.3%	34.7%	33.7%	40.7%	43.0%	47.0%
营业税金及附加	-19	-24	-23	-27	-33	-37	长期投资	38	23	23	23	23	23
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	3,784	3,726	3,696	3,474	3,518	3,501
营业费用	-366	-428	-463	-515	-600	-686	%总资产	59.7%	59.3%	59.7%	53.0%	51.0%	47.4%
%销售收入	11.7%	11.7%	11.0%	10.5%	10.5%	10.3%	无形资产	317	315	322	325	324	323
管理费用	-238	-274	-302	-343	-383	-440	非流动资产	4,162	4,101	4,108	3,889	3,932	3,914
%销售收入	7.6%	7.5%	7.2%	7.0%	6.7%	6.6%	%总资产	65.7%	65.3%	66.3%	59.3%	57.0%	53.0%
息税前利润 (EBIT)	291	344	470	603	769	897	资产总计	6,339	6,282	6,197	6,553	6,900	7,380
%销售收入	9.3%	9.4%	11.2%	12.3%	13.5%	13.5%	短期借款	1,577	1,956	2,003	1,665	1,428	895
财务费用	-81	-117	-120	-54	-24	1	应付款项	776	588	683	860	959	1,117
%销售收入	2.6%	3.2%	2.8%	1.1%	0.4%	0.0%	其他流动负债	-4	141	154	384	174	197
资产减值损失	2	-19	-19	0	0	0	流动负债	2,349	2,684	2,840	2,908	2,560	2,208
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-15	2	8	1	0	其他长期负债	1,002	504	11	11	11	11
%税前利润	—	—	0.7%	1.3%	0.1%	0.0%	负债	3,351	3,189	2,851	2,919	2,571	2,219
营业利润	211	193	334	557	746	898	普通股股东权益	2,783	2,881	3,112	3,820	4,420	5,137
营业利润率	6.8%	5.3%	7.9%	11.4%	13.1%	13.5%	少数股东权益	195	209	228	303	398	512
营业外收支	36	45	43	62	49	52	负债股东权益合计	6,330	6,279	6,191	7,042	7,389	7,869
税前利润	247	238	377	619	794	950	比率分析						
利润率	7.9%	6.5%	8.9%	12.6%	13.9%	14.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-65	-61	-58	-84	-99	-119	每股指标						
所得税率	26.4%	25.7%	15.4%	13.5%	12.5%	12.5%	每股收益 (元)	0.444	0.447	0.850	0.560	0.728	0.871
净利润	182	177	319	535	695	832	每股净资产 (元)	8.443	8.740	9.440	4.635	5.363	6.234
少数股东损益	36	30	39	74	95	114	每股经营现金净流 (元)	1.481	2.121	1.731	0.857	1.059	1.111
归属于母公司的净利润	146	147	280	461	600	718	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	4.7%	4.0%	6.6%	9.4%	10.5%	10.8%	回报率						
				10.9%	12.2%	12.5%	净资产收益率	5.26%	5.11%	9.00%	12.07%	13.57%	13.97%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.31%	2.34%	4.52%	6.55%	8.12%	9.12%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	4.38%	5.19%	7.92%	10.07%	12.02%	13.56%
净利润	182	177	319	535	695	832	增长率						
少数股东损益	0	0	0	74	95	114	营业总收入增长率	14.95%	17.14%	15.30%	16.43%	16.41%	16.61%
非现金支出	258	332	343	313	316	328	EBIT增长率	-14.33%	18.22%	36.79%	28.28%	27.49%	16.72%
非经营收益	93	140	109	-14	-10	-36	净利润增长率	-39.78%	0.51%	90.29%	64.62%	30.09%	19.63%
营运资金变动	-46	51	-200	-129	-129	-207	总资产增长率	16.22%	-0.80%	-1.40%	5.75%	5.30%	6.95%
经营活动现金净流	488	699	571	780	968	1,030	资产管理能力						
资本开支	693	415	276	32	310	258	应收账款周转天数	53.9	38.8	35.4	39.6	38.1	38.1
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	138.8	131.0	118.4	126.0	124.3	123.9
其他	32	15	33	8	1	0	应付账款周转天数	89.1	73.9	56.1	67.6	64.8	64.3
投资活动现金净流	-661	-400	-243	-24	-309	-258	固定资产周转天数	340.1	367.7	314.8	258.4	205.1	165.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	544	-121	-452	-339	-237	-533	净负债/股东权益	65.44%	60.09%	50.96%	26.10%	16.59%	2.79%
其他	-651	-106	226	-56	-286	-16	EBIT利息保障倍数	3.6	2.9	3.9	11.1	32.2	-824.0
筹资活动现金净流	-107	-227	-226	-395	-524	-549	资产负债率	52.94%	50.78%	46.05%	41.46%	34.80%	28.20%
现金净流量	-280	72	101	362	135	223							

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。