

安琪酵母 (600298.SH)

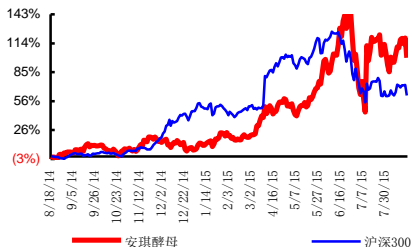
业绩反转继续，回调提供布局良机

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8月14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)	17.43
市值(百万元)	14363.71
流通市值(百万元)	14130.85

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

- 安琪酵母公布2016年中报，业绩符合预期、处于预增上限。**2016年H1公司实现销售收入23.77亿元，同比增加15.78%；实现归属于母公司股东净利润2.60亿元，同比增加85.25%（处于之前预增70%-90%的上限水平），扣非后为2.22亿元，同比增加101.01%，对应EPS为0.32元，ROE为8.28%。单就Q2来看，公司实现销售收入12.52亿元，同比增加16.75%，实现归母净利润1.47亿元，同比增加61.77%，符合市场预期。同时公司公布前三季度业绩指引，预计1-9月份净利润增速70%-100%。
- 酵母系列收入增速放缓，动物营养继续亮眼表现。**分品类看，H1主力产品酵母及酵母抽提物（占比80%）收入增长放缓，同比增速10.72%，其中酵母增速略高，预计10%-12%，酵母抽提物增速预计不足10%，主要受制于产能限制、汇率波动及消化提价影响，随着年底俄罗斯2万吨酵母工厂竣工投产、柳州酵母抽提物改造项目完成及国内烘焙市场的高速发展和竞争对手的战略收缩（上半年国内收入增长20%，海外只有5%），公司酵母系列产品收入增速有望逐步恢复；H1动物营养（占比10%左右）受益于养殖景气继续亮眼表现，预计收入增速30%-40%；其他业务板块包装、制糖和奶制品，上半年业也都实现20%以上的较高增长，其中制糖业务受益于糖价上涨实现80%以上的大幅增长。
- 毛利率受成本控制和提价带动提升，费用率和所得税率继续下行。**H1公司综合毛利率同比提升1.33个百分点至31.66%，其中酵母系列毛利率为34.71%，同比提升1.64个百分点，并创近五年新高，主要原因在于原材料和生产成本控制及上半年提价带动（1月、5月分别对酵母抽提物和部分酵母产品提价5%）。另外，公司动物营养业务毛利率也出现较大幅度提升，从20%提升至25%左右；费用率方面，H1公司三项费用率均出现下降，其中财务费用率下降最为明显，同比减少0.81个百分点，主要原因在于公司进行低息贷款替换。而通过母子公司价格调节和税收筹划，H1公司所得税率下降至12.3%，未来合理水平

即在 12% 左右。

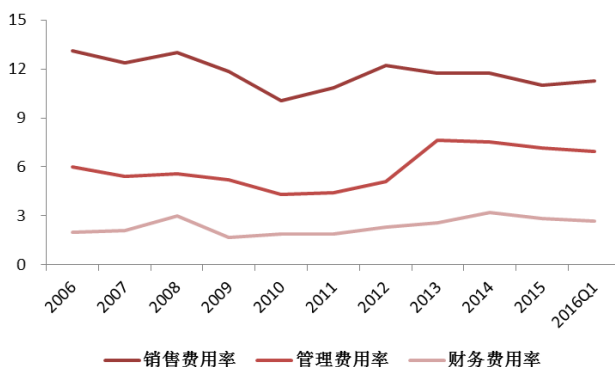
- **前三季度业绩指引 70%-100%，全年看有望超过 70%，业绩确定性高的绝对收益品种。**去年 Q3 受停产检修影响公司业绩基数较低，三季度预计继续实现大幅增长，公司前三季度业绩指引 70%-100%，预计落在中段水平，全年看业绩增速有望超过 70%。我们 6 月 13 日上调公司至买入评级，进行强烈推荐，推荐以来最高涨幅超过 20%，近期股价略微回调提供较好机会，公司业绩反转继续，是高确定性的长线绝对收益品种，继续强烈推荐。重申推荐逻辑：(1) 公司业绩反转继续，费用率和税率下降使得今明两年公司利润增速仍将显著高于收入增速（今年日升最后一年解锁保证业绩确定性释放），短期内净利率 10% 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 25% 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	—

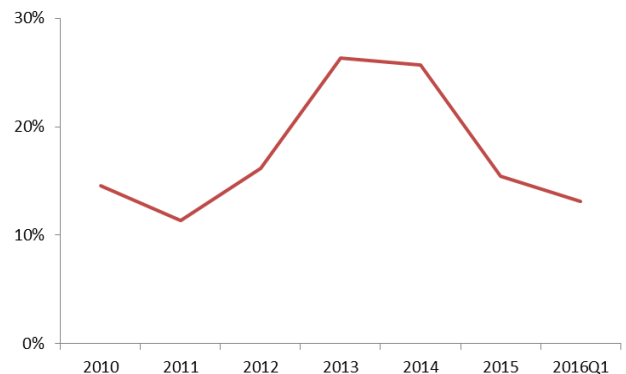
来源：中泰证券研究所

图表 2：公司三项费用率处于下降通道 (%)



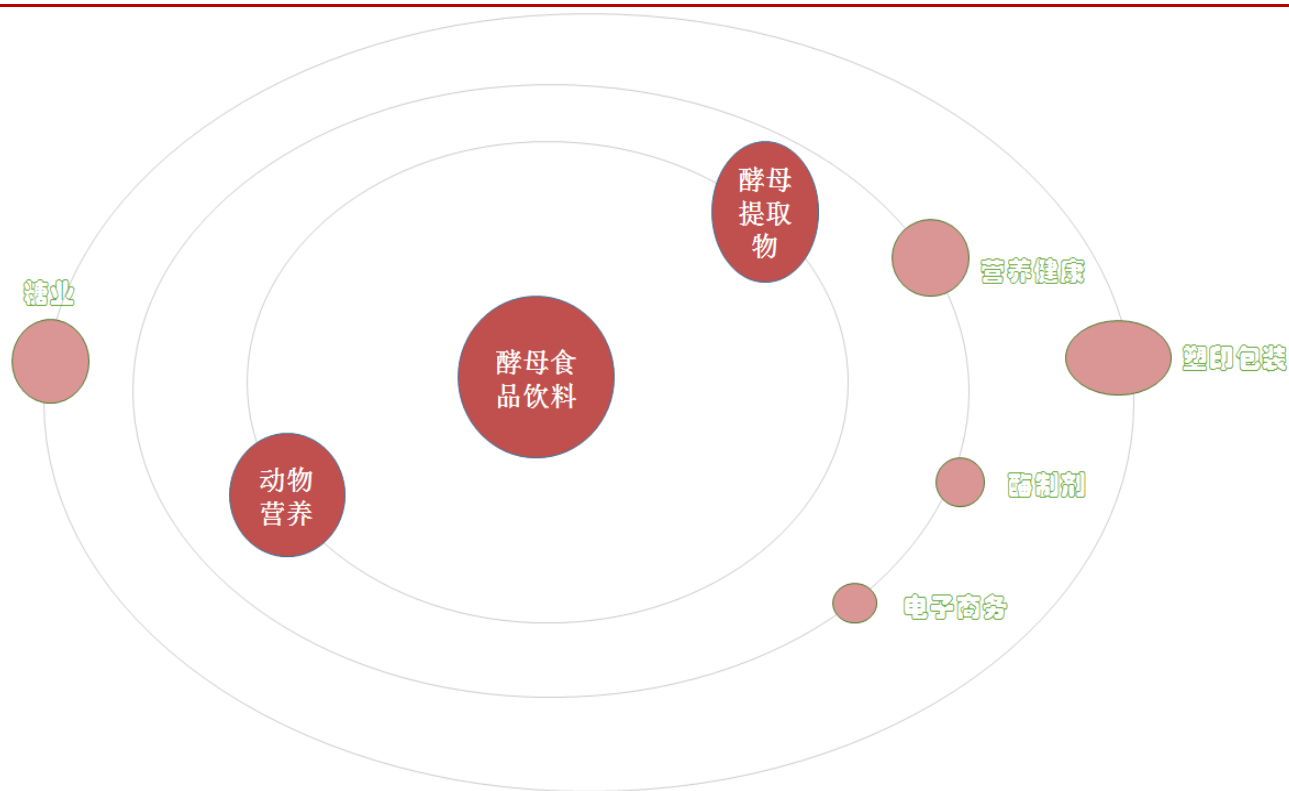
来源：WIND、中泰证券研究所

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：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	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)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,119	3,654	4,213	4,906	5,711	6,659
增长率	14.95%	17.1%	15.3%	16.4%	16.4%	16.6%
营业成本	-2,206	-2,584	-2,954	-3,417	-3,927	-4,600
%销售收入	70.7%	70.7%	70.1%	69.7%	68.8%	69.1%
毛利	913	1,070	1,259	1,488	1,784	2,059
%销售收入	29.3%	29.3%	29.9%	30.3%	31.2%	30.9%
营业税金及附加	-19	-24	-23	-27	-33	-37
%销售收入	0.6%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-366	-428	-463	-515	-600	-686
%销售收入	11.7%	11.7%	11.0%	10.5%	10.5%	10.3%
管理费用	-238	-274	-302	-343	-383	-440
%销售收入	7.6%	7.5%	7.2%	7.0%	6.7%	6.6%
息税前利润 (EBIT)	291	344	470	603	769	897
%销售收入	9.3%	9.4%	11.2%	12.3%	13.5%	13.5%
财务费用	-81	-117	-120	-54	-24	1
%销售收入	2.6%	3.2%	2.8%	1.1%	0.4%	0.0%
资产减值损失	2	-19	-19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-15	2	8	1	0
%税前利润	—	—	0.7%	1.3%	0.1%	0.0%
营业利润	211	193	334	557	746	898
营业利润率	6.8%	5.3%	7.9%	11.4%	13.1%	13.5%
营业外收支	36	45	43	62	49	52
税前利润	247	238	377	619	794	950
利润率	7.9%	6.5%	8.9%	12.6%	13.9%	14.3%
所得税	-65	-61	-58	-84	-99	-119
所得税率	26.4%	25.7%	15.4%	13.5%	12.5%	12.5%
净利润	182	177	319	535	695	832
少数股东损益	36	30	39	74	95	114
归属于母公司的净利润	146	147	280	461	600	718
净利率	4.7%	4.0%	6.6%	9.4%	10.5%	10.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	182	177	319	535	695	832
少数股东损益	0	0	0	74	95	114
非现金支出	258	332	343	313	316	328
非经营收益	93	140	109	-14	-10	-36
营运资金变动	-46	51	-200	-129	-129	-207
经营活动现金净流	488	699	571	780	968	1,030
资本开支	693	415	276	32	310	258
投资	0	0	0	0	0	0
其他	32	15	33	8	1	0
投资活动现金净流	-661	-400	-243	-24	-309	-258
股权筹资	0	0	0	0	0	0
债权筹资	544	-121	-452	-339	-237	-533
其他	-651	-106	226	-56	-286	-16
筹资活动现金净流	-107	-227	-226	-395	-524	-549
现金净流量	-280	72	101	362	135	223

来源：中泰证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	628	599	301	589	628	737
应收款项	484	416	602	665	755	888
存货	923	932	985	1,180	1,338	1,561
其他流动资产	143	235	200	231	247	279
流动资产	2,177	2,181	2,088	2,664	2,969	3,466
%总资产	34.3%	34.7%	33.7%	40.7%	43.0%	47.0%
长期投资	38	23	23	23	23	23
固定资产	3,784	3,726	3,696	3,474	3,518	3,501
%总资产	59.7%	59.3%	59.7%	53.0%	51.0%	47.4%
无形资产	317	315	322	325	324	323
非流动资产	4,162	4,101	4,108	3,889	3,932	3,914
%总资产	65.7%	65.3%	66.3%	59.3%	57.0%	53.0%
资产总计	6,339	6,282	6,197	6,553	6,900	7,380
短期借款	1,577	1,956	2,003	1,665	1,428	895
应付款项	776	588	683	860	959	1,117
其他流动负债	-4	141	154	384	174	197
流动负债	2,349	2,684	2,840	2,908	2,560	2,208
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,002	504	11	11	11	11
负债	3,351	3,189	2,851	2,919	2,571	2,219
普通股股东权益	2,783	2,881	3,112	3,820	4,420	5,137
少数股东权益	195	209	228	303	398	512
负债股东权益合计	6,330	6,279	6,191	7,042	7,389	7,869

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.444	0.447	0.850	0.560	0.728	0.871
每股净资产(元)	8.443	8.740	9.440	4.635	5.363	6.234
每股经营现金净流(元)	1.481	2.121	1.731	0.857	1.059	1.111
每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.26%	5.11%	9.00%	12.07%	13.57%	13.97%
总资产收益率	2.31%	2.34%	4.52%	6.55%	8.12%	9.12%
投入资本收益率	4.38%	5.19%	7.92%	10.07%	12.02%	13.56%
增长率						
营业总收入增长率	14.95%	17.14%	15.30%	16.43%	16.41%	16.61%
EBIT增长率	-14.33%	18.22%	36.79%	28.28%	27.49%	16.72%
净利润增长率	-39.78%	0.51%	90.29%	64.62%	30.09%	19.63%
总资产增长率	16.22%	-0.80%	-1.40%	5.75%	5.30%	6.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	53.9	38.8	35.4	39.6	38.1	38.1
存货周转天数	138.8	131.0	118.4	126.0	124.3	123.9
应付账款周转天数	89.1	73.9	56.1	67.6	64.8	64.3
固定资产周转天数	340.1	367.7	314.8	258.4	205.1	165.6
偿债能力						
净负债/股东权益	65.44%	60.09%	50.96%	26.10%	16.59%	2.79%
EBIT利息保障倍数	3.6	2.9	3.9	11.1	32.2	-824.0
资产负债率	52.94%	50.78%	46.05%	41.46%	34.80%	28.20%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

