

安琪酵母 (600298)

2Q16 净利维持较快增速，预计 3Q16 营收有望明显提速

投资评级：买入（首次）

2016 年 8 月 17 日

事件：安琪酵母公布 16 年中报。1H16 年实现营收 23.8 亿，同比增长 15.8%，净利 2.6 亿元，同比增 85.2%，每股收益 0.32 元。2Q16 营收和净利分别为 12.5 亿和 1.47 亿，营收同比增 16.8%，净利同比增 61.8%，每股收益 0.18 元。营收符合我们预期，净利位于业绩预告的偏上限位置。

证券分析师 **马浩博**

执业资格证书号码：

S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

点评：

证券分析师 **汤玮亮**

执业资格证书号码：

S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

■ **1H16 营收保持快速增长，同比增 16%，其中 2Q16 增 17%，估计食品原料等业务增速较快，预计 3Q16 营收有望明显提速。**

(1) 分业务看，1H16 酵母及深加工业务营收增 11%，增速不快，一方面现阶段酵母业务存在产能瓶颈，另一方面 1H15 同期基数高，增速高达 18%。其它业务收入同比增 40%，估计主要来自于食品原料快速增长，现阶段已经满产，公司正新建 3 万吨产能，生产线已进入设备安装阶段。(2) 分区域看，1H16 国内收入增 20%，市占率提升，行业竞争格局改善，国外仅增 6%，我们判断可能与埃及基地产能已饱和有关。(3) 由于 3Q15 伊犁停产检修，收入基数较低，同比仅增 10%，同时结合 7-8 月草根调研判断，预计 3Q16 收入同比可增 20%，明显提速。

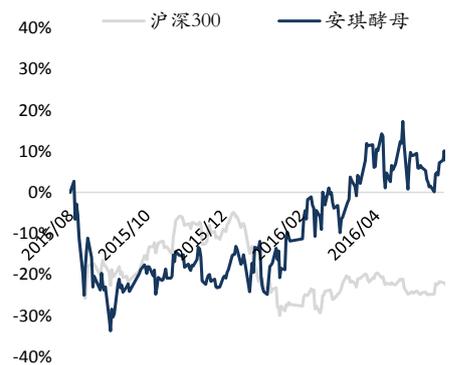
(4) 16 年营收保底目标 48.5 亿，同比增 15%，公司团队能力优秀，技术服务体系对手难以超越，有望持续超越行业，16 年可顺利实现或超过该目标。

■ **2Q16 净利同比增 61.8%，维持了较快增速，主要来自于毛利率上升、期间费用率下降、所得税率下降，预计 2H16 将延续高增长态势。** (1) 年初至今公司陆续对主力产品提价，同时 2Q16 折旧和人员成本占比下降，而糖蜜价格同比变化不大，因此毛利率上升 1.5pct。(2) 2Q16 期间费用率和所得税率均出现明显下降，管理费用率同比 0.6pct，财务费用同比降 45%，所得税率同比降 10pct。(3) 预计收入规模持续扩张将推动净利率向历史高位靠拢，同时行业竞争格局改善，2H16 将延续高增长态势。

■ **盈利预测与投资建议：**我们维持 16 年净利预测，预计 2016-2017 年 EPS 为 0.62、0.72 元，同比增 82%、16%。安琪的规模扩张将推动净利率持续提升，维持买入评级。

■ **风险提示：**海外建厂进度低于预期。原料成本上涨幅度超预期。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	18.68
一年最低价/最高价	14.56/42.92
市净率	4.85
流通市值 (亿)	151.44

基础数据

每股净资产	8.93
资产负债率	50.3
总股本 (百万股)	824.08
流通股 A 股 (百万股)	810.72

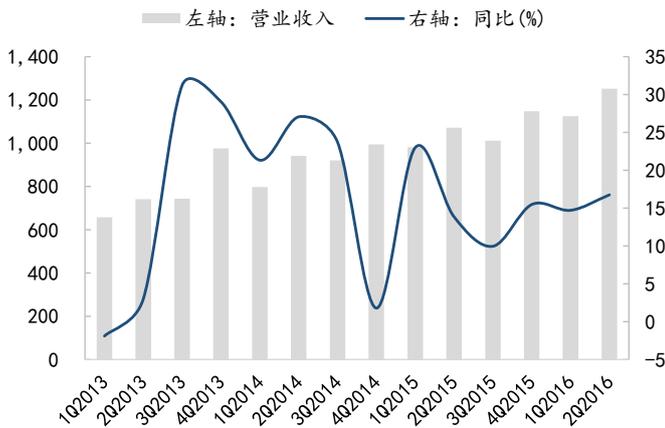
图表 1: 1H16 酵母业务收入增 10.7%

(单位: 百万元)

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16
酵母系列	1446	1547	1706	1671	1889
同比增长	21.5%	11.1%	18.0%	8.0%	10.7%
毛利率	33.8%	28.0%	33.1%	31.5%	34.7%
同比变化	-0.3%	-1.2%	-0.7%	3.5%	1.6%
包装	76	54	63	77	78
同比增长	121.5%	40.6%	-17.1%	43.0%	24.1%
毛利率	13.4%	19.3%	19.7%	18.1%	22.4%
同比变化	-6.1%	4.7%	6.3%	-1.2%	2.6%
制糖	14	42	42	80	76
同比增长	-	-27.5%	197.3%	90.6%	80.4%
毛利率	-1.4%	-20.2%	3.1%	-5.6%	3.5%
同比变化	-1.4%	-24.6%	4.5%	14.6%	0.3%
奶制品	21	25	22	27	27
同比增长	24.1%	6.3%	4.2%	8.0%	21.4%
毛利率	27.8%	35.5%	30.2%	30.9%	22.8%
同比变化	-2.9%	7.2%	2.4%	-4.5%	-7.4%
其他	173	229	206	294	289
同比增长	136.6%	-10.2%	19.1%	28.1%	40.1%
毛利率	18.4%	37.1%	18.0%	30.2%	24.3%
同比变化	-8.7%	17.0%	-0.4%	-6.9%	6.4%
中国大陆	1165	1259	1377	1486	1658
同比增长	25.3%	8.8%	18.2%	18.0%	20.4%
毛利率	38.0%	NA	NA	NA	NA
同比变化	-0.8%	NA	NA	NA	NA
国外	565	638	662	662	700
同比增长	22.5%	19.6%	17.3%	3.8%	5.8%
毛利率	16.3%	NA	NA	NA	NA
同比变化	-1.3%	NA	NA	NA	NA

资料来源: 公司中报、年报, 东吴证券研究所

图表 2: 1H16 收入同比增 16%，其中 2Q16 增 17%



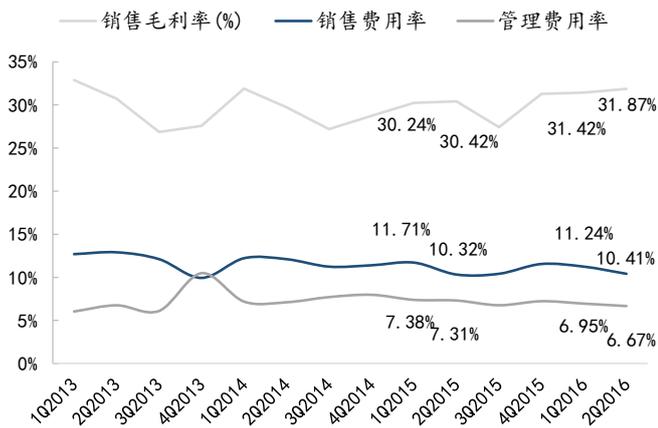
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 2Q16 净利同比降幅高达 62%



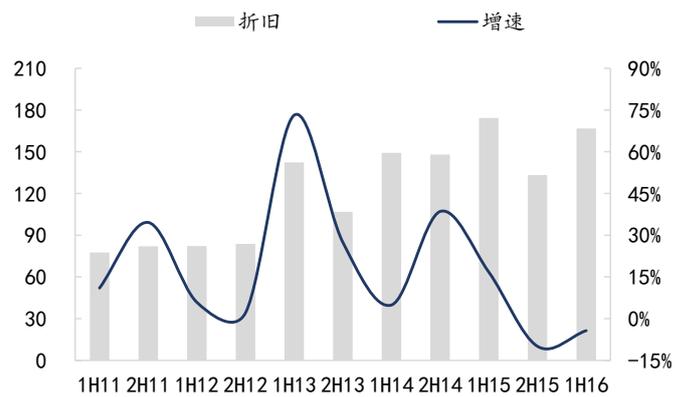
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 2Q16 毛利率同比+1.5pct, 销售费用率+0.09pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 1H15 折旧同比增长 16.7%，增幅高于我们预期，估计主要是季度间确认不均所致



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6：安琪酵母三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2088.3	2350.1	2648.9	2967.6	营业收入	4213.4	4908.2	5632.9	6421.5
现金	301.3	300.0	300.0	300.0	营业成本	2954.2	3346.5	3828.8	4334.5
应收款项	602.3	701.6	805.2	917.9	营业税金及附加	23.3	27.2	31.2	35.6
存货	984.8	1115.5	1276.3	1444.9	营业费用	463.5	510.5	563.3	635.7
其他	200.0	233.0	267.4	304.8	管理费用	302.2	337.4	370.3	409.3
非流动资产	4108.5	4213.7	4307.5	4380.9	财务费用	119.6	94.3	94.2	91.7
长期股权投资	23.2	23.2	23.2	23.2	投资净收益	2.5	2.5	2.5	2.5
固定资产	3696.5	3815.6	3923.5	4010.8	其他	-19.0	26.0	0.0	-0.0
无形资产	279.8	265.8	251.8	237.8	营业利润	334.0	621.0	747.5	917.2
其他	109.1	109.1	109.1	109.1	营业外净收支	42.8	42.8	42.8	42.8
资产总计	6196.8	6563.8	6956.4	7348.5	利润总额	376.8	663.8	790.3	960.0
流动负债	2840.1	2967.3	3081.9	3141.2	所得税费用	58.1	86.3	110.6	134.4
短期借款	2003.3	2020.8	2001.2	1918.6	少数股东损益	38.6	70.0	82.4	100.0
应付账款	596.1	675.2	772.5	874.5	归属母公司净利润	280.1	507.5	597.3	725.6
其他	240.7	271.4	308.1	348.1	EBIT	493.4	714.0	870.5	1042.0
非流动负债	89.4	112.5	135.6	158.7	EBITDA	811.4	982.4	1164.4	1362.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	89.4	112.5	135.6	158.7	每股收益(元)	0.34	0.62	0.72	0.88
负债总计	2929.5	3079.8	3217.5	3299.9	每股净资产(元)	3.69	3.92	4.19	4.52
少数股东权益	228.3	254.6	285.5	323.0	发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
归属母公司股东权益	3039.0	3229.4	3453.4	3725.6	ROIC(%)	7.4%	11.1%	12.9%	14.8%
负债和股东权益总计	6196.8	6563.8	6956.4	7348.5	ROE(%)	9.2%	15.7%	17.3%	19.5%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	29.9%	31.8%	32.0%	32.5%
经营活动现金流	570.5	679.9	781.7	930.3	EBIT Margin(%)	11.7%	14.5%	15.5%	16.2%
投资活动现金流	-243.4	-381.4	-388.9	-394.3	销售净利率(%)	6.6%	10.3%	10.6%	11.3%
筹资活动现金流	-228.8	-299.7	-392.8	-536.1	资产负债率(%)	47.3%	46.9%	46.3%	44.9%
现金净增加额	101.0	-1.3	0.0	0.0	收入增长率(%)	15.3%	16.5%	14.8%	14.0%
折旧和摊销	317.9	268.4	293.9	320.0	净利润增长率(%)	90.3%	81.2%	17.7%	21.5%
资本开支	-251.4	-381.4	-388.8	-394.2	P/E	55.02	30.36	25.80	21.24
营运资本变动	-113.5	-96.3	-140.5	-152.8	P/B	5.07	4.77	4.46	4.14
企业自由现金流	443.7	411.8	513.2	669.1	EV/EBITDA	22.60	18.82	16.00	13.74

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

增持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上;

中性:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

