

## 安琪酵母 (600298)

# 出口放缓影响营收增长，净利大增超出市场预期

投资评级：买入（维持）

2016年10月19日

**事件：**安琪酵母公布16年3季报。1-3Q16年实现营收35亿，同比增长14.2%，净利3.8亿元，同比增97.4%，每股收益0.46元。3Q16营收和净利分别为11.2亿和1.2亿，营收同比增11.0%，净利同比增129%，每股收益0.15元。营收略低于我们预期，净利超预期。

**点评：**

■ **出口增速下滑，3Q16营收增11%，增速慢于1H16的16%，预计2016年可实现48.5亿、增15%的收入目标规划。**由于3Q15伊犁停产检修，收入基数较低，但3Q16收入仅增11%，低于我们和市场预期。根据草根调研判断，3Q16国内收入可接近上半年的增速，但出口可能明显放缓。估计非洲市场出现下降，可能与埃及基地产能饱和、收紧信用政策这两个因素有关。3Q16现金流质量较好，3Q16营收环比2Q16降10%，但销售商品提供劳务收到的现金环比增1%，同时经营活动产生的现金流量净额高达3亿，公司减少了应收票据，降低经营风险。16年营收保底目标48.5亿，同比增15%，我们判断实现难度不大，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，同时新增的3万吨食品原料产能已于3季度投产，产能瓶颈得到缓解。

■ **3Q16净利同比增129%，环比1H16提速，主要来自于毛利率上升、财务费用下降、所得税率下降，预计4Q16将延续高增长态势。**1) 毛利率同比大幅上升5.3pct，主要由于国内收入占比明显提升，不过也导致了销售费用率和管理费用率分别上升0.6pct和1.7pct。若剔除区域结构变化的影响，估计3Q16国内酵母产品毛利率同比也有明显上升，1H16公司陆续对主力产品提价，同时折旧和人员成本占比下降，而糖蜜价格同比变化不大。2) 3Q16财务费用同比降30.4%，主要由于新增产能较少，所得税率同比降10pct。3) 展望4Q16，虽然所得税率大幅下降的红利将结束，但毛利率可继续提升、财务费用继续下降，预计可延续50%的高增长。

■ **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、0.77元，同比增82%、25%。我们看好公司全球扩张的能力，规模提升后净利率可持续提升，维持买入的评级。

■ **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。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

[mahb@research.dwstock.com.cn](mailto:mahb@research.dwstock.com.cn)

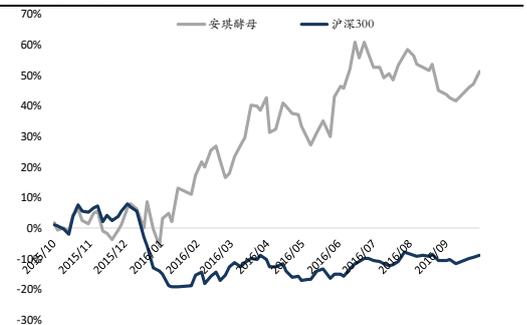
联系方式：021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码：S0600516070002

[tangwl@dwzq.com.cn](mailto:tangwl@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.53
一年最低价/最高价	10.45/19.25
市净率	4.51
流通市值(亿)	142.12

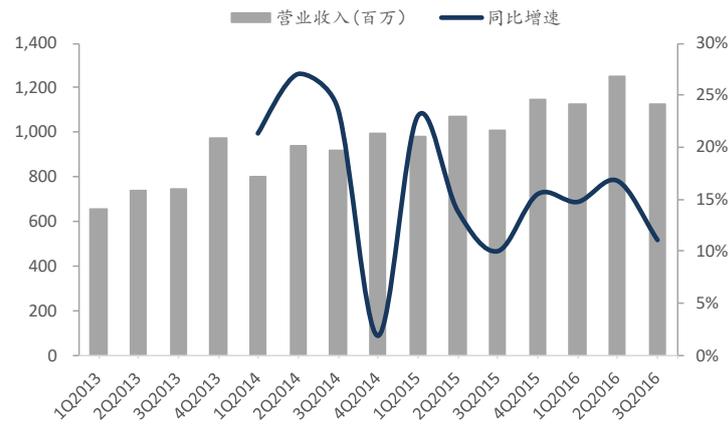
### 基础数据

每股净资产	3.96
资产负债率	46.73
总股本(百万股)	824
流通股A股(百万股)	811

### 相关研究

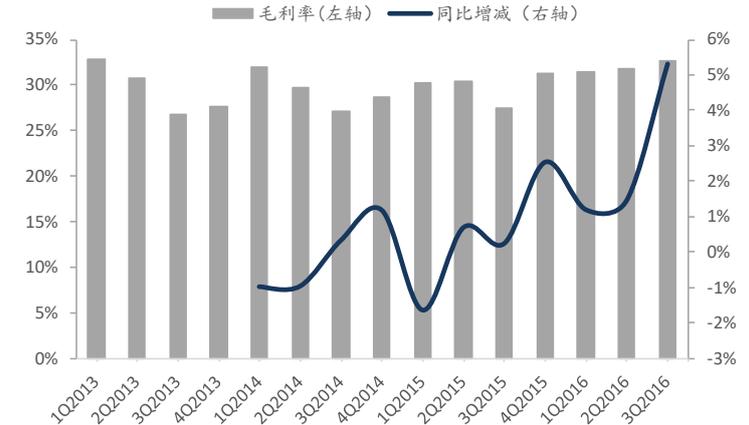
**安琪酵母：2Q16 净利维持较快增速，预计3Q16 营收有望明显提速 -20160822**

图表 1: 3Q2016 营业收入同比+11%



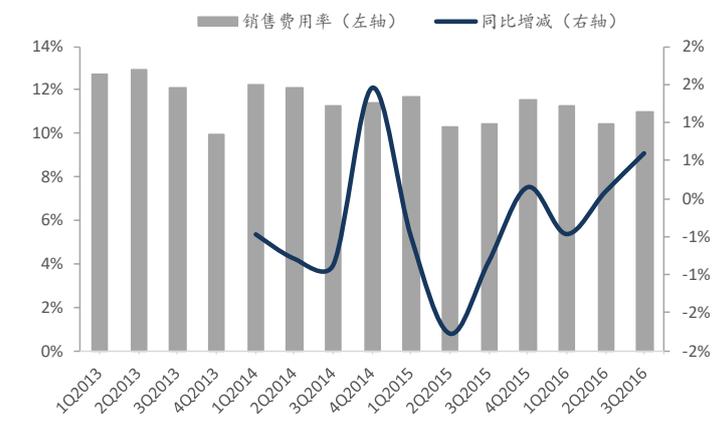
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 3Q2016 毛利率上升 5.3pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 3Q2016 销售费用率同比上升 0.6pct



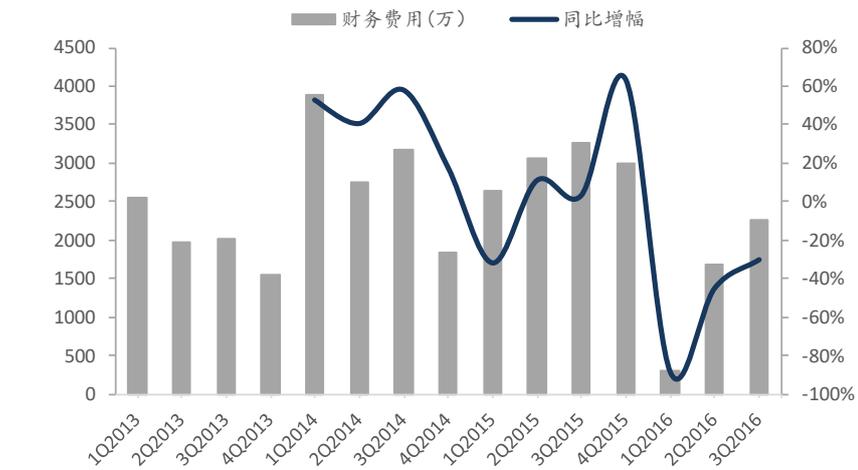
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 3Q2016 销售费用率同比上升 1.7pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 3Q2016 财务费用同比-30.4%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 安其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
<b>流动资产</b>	<b>2088.3</b>	<b>2350.1</b>	<b>2641.5</b>	<b>2967.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>4213.4</b>	<b>4908.2</b>	<b>5632.9</b>	<b>6421.5</b>
现金	301.3	300.0	300.0	300.0	营业成本	2954.2	3346.5	3806.6	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	1268.9	1444.9	营业费用	463.5	510.5	557.7	629.3
其他	200.0	233.0	267.4	304.8	管理费用	302.2	337.4	359.0	396.4
<b>非流动资产</b>	<b>4108.5</b>	<b>4213.7</b>	<b>4307.5</b>	<b>4380.9</b>	财务费用	119.6	94.3	93.8	90.7
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	<b>营业利润</b>	<b>334.0</b>	<b>621.0</b>	<b>787.1</b>	<b>937.5</b>
其他	109.1	109.1	109.1	109.1	营业外净收支	42.8	42.8	42.8	42.8
<b>资产总计</b>	<b>6196.8</b>	<b>6563.8</b>	<b>6949.0</b>	<b>7348.5</b>	<b>利润总额</b>	<b>376.8</b>	<b>663.8</b>	<b>829.9</b>	<b>980.3</b>
<b>流动负债</b>	<b>2840.1</b>	<b>2967.3</b>	<b>3058.6</b>	<b>3115.1</b>	所得税费用	58.1	86.3	107.9	127.4
短期借款	2003.3	2020.8	1985.0	1893.7	少数股东损益	38.6	70.0	87.5	103.3
应付账款	596.1	675.2	768.0	874.5	<b>归属母公司净利润</b>	<b>280.1</b>	<b>507.5</b>	<b>634.5</b>	<b>749.5</b>
其他	240.7	271.4	305.6	346.8	EBIT	493.4	714.0	909.6	1061.2
<b>非流动负债</b>	<b>89.4</b>	<b>112.5</b>	<b>135.6</b>	<b>158.7</b>	EBITDA	811.4	982.4	1203.5	1381.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	89.4	112.5	135.6	158.7	每股收益(元)	0.34	0.62	0.77	0.91
<b>负债总计</b>	<b>2929.5</b>	<b>3079.8</b>	<b>3194.2</b>	<b>3273.8</b>	每股净资产(元)	3.69	3.92	4.21	4.55
少数股东权益	228.3	254.6	287.4	326.1	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	3467.4	3748.5	ROIC(%)	7.4%	11.1%	13.6%	15.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6196.8</b>	<b>6563.8</b>	<b>6949.0</b>	<b>7348.5</b>	ROE(%)	9.2%	15.7%	18.3%	20.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	29.9%	31.8%	32.4%	32.5%
经营活动现金流	570.5	679.9	821.2	953.9	EBIT Margin(%)	11.7%	14.5%	16.1%	16.5%
投资活动现金流	-243.4	-381.4	-388.9	-394.3	销售净利率(%)	6.6%	10.3%	11.3%	11.7%
筹资活动现金流	-228.8	-299.7	-432.3	-559.6	资产负债率(%)	47.3%	46.9%	46.0%	44.6%
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%	25.0%	18.1%
资本开支	-251.4	-381.4	-388.8	-394.2	P/E	51.13	28.22	22.57	19.11
营运资本变动	-113.5	-96.3	-140.1	-154.4	P/B	4.71	4.44	4.13	3.82
企业自由现金流	443.7	411.8	556.4	694.6	EV/EBITDA	21.26	17.71	14.55	12.74

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>

