

安琪酵母 (600298)

17 年业绩将延续高增长, 长期成长空间巨大

2016 年 12 月 05 日

投资评级: 买入 (维持)

事件: 我们近期对安琪酵母进行了跟踪研究。

投资要点:

- **预计 4Q16、2017 年营收可实现较快增长。**由于出口增速下滑, 3Q16 营收仅增 11%, 1-3Q 仅增 14.2%。而公司 16 年计划增长 15%, 当前公司并未公告将调整年度计划, 因此我们推断 4Q16 收入增速环比 3Q16 将明显回升, 大概率增长 15% 以上, 从而实现全年计划, 有望打消市场前期对安琪增长潜力的担忧。公司团队能力优秀, 明显强于主要对手, 有望持续超越行业, 估计安琪全球市占率仅为 10-15%, 全球市场成长空间大, 随着 17 年俄罗斯新产能投产, 海外业务有望提速。产能瓶颈也可逐步得到缓解, 根据公司公告中披露的建设进度, 估计新增的 3 万吨食品原料产能已于 16 年 3 季度投产, 预计柳州 2 万吨 YE、俄罗斯 2 万吨酵母项目将于 17 年上半年陆续投产。
- **17 年各项盈利能力指标将继续向好, 业绩向上弹性较高。**一方面糖蜜需求继续疲软, 另一方面广西甘蔗种植面积回升, 糖蜜供给将增加, 因此我们预计 17 年所用糖蜜价格可能下降至 800-850 元。而 16 年安琪采购的广西糖蜜均价超过 900 元, 预计 17 年酵母业务毛利率可继续提升。虽然 4Q16 开始所得税率下降的红利结束, 但随着规模的扩张, 期间费用率未来仍有压缩空间。预计 17 年业绩弹性高, 净利有望实现 30% 以上的高增长。
- **分品类看, 安琪潜在增长点较多, 饲用酵母、保健品均有成为下一个 YE 的潜质。**长远来看, 酵母行业成长空间巨大, 酵母衍生品众多, 有望多点开花。根据国内饲料产量和每单位饲料中添加的酵母比例经验数字估算国内饲用酵母理论需求量 8.8-17.6 万吨, 至少 2 倍以上成长空间, 全球潜在空间更大, 中长期来看, 食品安全、鱼粉短缺趋势都可能推动饲用酵母需求爆发。酵母保健品产品独特, 想象空间大, 等待营销体系出现变革。
- **盈利预测与投资建议:** 预计 2016-2017 年 EPS 为 0.62、0.84 元, 同比增 82%、35%。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, 公司治理结构好、业绩释放动力足, 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

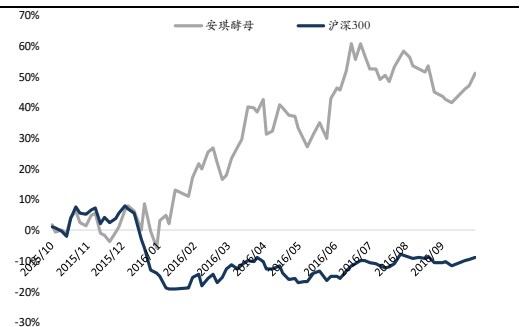
联系方式: 021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码: S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价 (元) | 17.33 |
| 一年最低价/最高价 | 10.45/19.25 |
| 市净率 | 4.42 |
| 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

1. 安琪酵母: 出口放缓影响营收增长, 净利大增超出市场预期 -20161019
2. 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: 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 | 2626.6 | 2952.4 | 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 | 3762.2 | 4288.9 |
| 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 | 1254.1 | 1429.7 | 营业费用 | 463.5 | 510.5 | 546.4 | 616.5 |
| 其他 | 200.0 | 233.0 | 267.4 | 304.8 | 管理费用 | 302.2 | 334.9 | 344.9 | 380.4 |
| 非流动资产 | 4108.5 | 4213.7 | 4307.5 | 4380.9 | 财务费用 | 119.6 | 94.3 | 93.2 | 88.8 |
| 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 | 623.4 | 857.5 | 1013.9 |
| 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 | 6934.2 | 7333.3 | 利润总额 | 376.8 | 666.3 | 900.3 | 1056.7 |
| 流动负债 | 2840.1 | 2966.5 | 3020.0 | 3051.2 | 所得税费用 | 58.1 | 86.6 | 117.0 | 137.4 |
| 短期借款 | 2003.3 | 2020.1 | 1959.9 | 1843.8 | 少数股东损益 | 38.6 | 70.2 | 94.9 | 111.4 |
| 应付账款 | 596.1 | 675.2 | 759.1 | 865.3 | 归属母公司净利润 | 280.1 | 509.4 | 688.3 | 807.9 |
| 其他 | 240.7 | 271.2 | 301.1 | 342.0 | EBIT | 493.4 | 716.4 | 979.4 | 1135.8 |
| 非流动负债 | 89.4 | 112.5 | 135.6 | 158.7 | EBITDA | 811.4 | 984.8 | 1273.3 | 1455.7 |
| 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 | 0.84 | 0.98 |
| 负债总计 | 2929.5 | 3079.0 | 3155.6 | 3209.9 | 每股净资产(元) | 3.69 | 3.92 | 4.23 | 4.60 |
| 少数股东权益 | 228.3 | 254.7 | 290.3 | 332.1 | 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 | 3230.1 | 3488.3 | 3791.3 | ROIC(%) | 7.4% | 11.1% | 14.7% | 16.4% |
| 负债和股东权益总计 | 6196.8 | 6563.8 | 6934.2 | 7333.3 | ROE(%) | 9.2% | 15.8% | 19.7% | 21.3% |
| 现金流量表 (百万元) | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 毛利率(%) | 29.9% | 31.8% | 33.2% | 33.2% |
| 经营活动现金流 | 570.5 | 681.7 | 879.3 | 1015.2 | EBIT Margin(%) | 11.7% | 14.6% | 17.4% | 17.7% |
| 投资活动现金流 | -243.4 | -381.4 | -388.9 | -394.3 | 销售净利率(%) | 6.6% | 10.4% | 12.2% | 12.6% |
| 筹资活动现金流 | -228.8 | -301.5 | -490.4 | -620.9 | 资产负债率(%) | 47.3% | 46.9% | 45.5% | 43.8% |
| 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% | 81.9% | 35.1% | 17.4% |
| 资本开支 | -251.4 | -381.4 | -388.8 | -394.2 | P/E | 51.28 | 28.20 | 20.87 | 17.78 |
| 营运资本变动 | -113.5 | -96.5 | -138.6 | -154.6 | P/B | 4.73 | 4.45 | 4.12 | 3.79 |
| 企业自由现金流 | 443.7 | 413.8 | 618.5 | 759.3 | EV/EBITDA | 21.31 | 17.71 | 13.76 | 12.07 |

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>