

2017年03月10日

安琪酵母 (600298.SH)

海外需求旺盛，业绩成长确定性强

■海外需求旺盛，收入端量价齐升可期：据近期草根调研数据，安琪酵母2017年1、2月份海外销售情况良好，同比增速显著提升，预计有望超过25%。2016年受汇率因素影响，安琪海外业务同比增速仅不到10%，我们认为今年的高增长更多来自于旺盛的需求，且由于同比基数较低，全年有望延续这一趋势保持较高增速。按照此前国内外业务约7:3的比例进行估算，预计国内收入保持两位数稳健增长的情况下，一季度整体收入增速有望超过20%。产能方面，据公司此前公告的建设计划，俄罗斯2万吨酵母产能和柳州2万吨YE产能有望于今年6、7月份投产，今年可贡献约2万吨产能增量，德宏4000吨酵母产能已于去年底投产，2017年公司总产能有望达到近21万吨。随着新产能的投产，安琪在国内外的龙头地位将得到强化，定价权也将随之凸显，2017年具有一定提价预期，若提价落地则收入端有望实现量价齐升。

■成本端降幅超预期增强17年利润弹性，费率仍有压缩空间：据草根调研数据，新榨季糖蜜价格下降超预期，采购均价约750元/吨，低于此前预期的800元/吨，同2016年的920元/吨相比降幅超过18%。按照生产1吨酵母需要约5吨糖蜜进行测算，2017年安琪的糖蜜需求将超过90万吨，糖蜜价格大幅下降有望带动酵母业务毛利率提升3-4pct，利润端弹性得以进一步增强。另外公司费用率同历史相比处于较高水平，公司方面主动控费意愿较强，费率下降有望助力盈利能力持续改善。

■海外业务有望贡献持续增长动力，品类扩张仍有亮点：未来公司将更加重视海外市场的拓展，海外渗透率仍有充分提升空间，有望成为中长期重要增长点。同时俄罗斯工厂投产有助于公司以更低成本覆盖更多海外市场，实现海外业务收入与盈利能力的同步提升。而公司除干酵母以外的其他品类也在稳步发展，其中YE可替代传统调味品或应用于微生物营养等领域，行业成长性良好，公司也在积极扩产强化布局；营养健康和食品配料等业务目前体量不大，但增长较快也可贡献一定收入增量。

■投资建议：我们将2017年收入增速上调至16.1%，净利润增速上调至43.1%；维持买入-A的投资评级，6个月目标价上调至24.84元，相当于2017年27倍的动态市盈率。

■风险提示：海外需求不达预期，产能扩张进度低于预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,654.1	4,213.4	4,910.8	5,702.7	6,582.1
净利润	147.2	280.1	527.0	754.4	884.0
每股收益(元)	0.18	0.34	0.64	0.92	1.07
每股净资产(元)	3.42	3.69	4.80	5.40	6.10
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	109.6	57.6	30.6	21.4	18.3
市净率(倍)	5.7	5.3	4.1	3.6	3.2
净利润率	4.0%	6.6%	10.7%	13.2%	13.4%
净资产收益率	5.2%	9.2%	13.3%	17.0%	17.6%
股息收益率	0.3%	0.6%	1.1%	1.6%	1.9%
ROIC	4.7%	7.9%	12.4%	16.9%	21.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

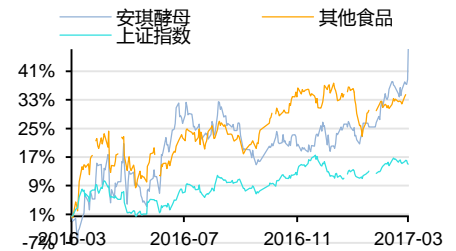
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：24.84元
股价(2017-03-10) 20.78元

交易数据

总市值(百万元)	17,124.40
流通市值(百万元)	16,846.75
总股本(百万股)	824.08
流通股本(百万股)	810.72
12个月价格区间	14.56/42.92元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.85	10.93	19.7
绝对收益	8.78	10.31	31.94

苏铖

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

毕晓静

报告联系人

相关报告

- 安琪酵母：16年完美收官，17年看点仍多 2017-01-19
- 安琪酵母：17年利润弹性突出，中长期发展逻辑扎实 2016-12-06
- 安琪酵母：安琪酵母：业绩反转已至，盈利能力有望继续提升 2016-03-11
- 安琪酵母：业绩反转才刚开始，电商等新兴业务值得期待 2016-01-22

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,654.1	4,213.4	4,910.8	5,702.7	6,582.1	成长性					
减:营业成本	2,583.7	2,954.2	3,327.6	3,693.9	4,307.6	营业收入增长率	17.1%	15.3%	16.6%	16.1%	15.4%
营业税费	24.0	23.3	29.5	34.4	38.6	营业利润增长率	-8.7%	73.0%	87.9%	49.3%	15.3%
销售费用	428.2	463.5	528.2	592.5	659.0	净利润增长率	0.5%	90.3%	88.2%	43.1%	17.2%
管理费用	274.5	302.2	365.6	401.4	440.2	EBITDA 增长率	12.0%	25.1%	34.8%	29.3%	9.3%
财务费用	116.6	119.6	88.3	79.4	57.8	EBIT 增长率	5.9%	46.5%	57.8%	42.0%	11.9%
资产减值损失	18.9	19.1	-35.0	-15.0	-	NOPLAT 增长率	6.9%	66.7%	58.6%	42.0%	11.9%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-	-	-	投资资本增长率	0.0%	1.0%	4.2%	-11.6%	10.8%
投资和汇兑收益	-15.1	2.5	21.0	21.0	1.0	净资产增长率	3.4%	7.8%	29.8%	13.7%	14.0%
营业利润	193.1	334.0	627.6	937.0	1,079.9	利润率					
加:营业外净收支	44.8	42.8	61.4	49.1	75.7	毛利率	29.3%	29.9%	32.2%	35.2%	34.6%
利润总额	237.9	376.8	689.0	986.1	1,155.6	营业利润率	5.3%	7.9%	12.8%	16.4%	16.4%
减:所得税	61.1	58.1	103.3	147.9	173.3	净利润率	4.0%	6.6%	10.7%	13.2%	13.4%
净利润	147.2	280.1	527.0	754.4	884.0	EBITDA/营业收入	16.9%	18.3%	21.2%	23.6%	22.3%
						EBIT/营业收入	8.5%	10.8%	14.6%	17.8%	17.3%
						运营效率					
						固定资产周转天数	363	311	255	202	160
						流动资产周转天数	80	77	95	94	94
						流动营业资本周转天数	215	182	207	212	211
						应收账款周转天数	41	37	58	57	56
						存货周转天数	91	82	86	81	80
						总资产周转天数	622	533	503	450	400
						投资资本周转天数	478	416	366	303	260
						投资回报率					
						ROE	5.2%	9.2%	13.3%	17.0%	17.6%
						ROA	2.8%	5.1%	7.8%	12.5%	12.4%
						ROIC	4.7%	7.9%	12.4%	16.9%	21.4%
						费用率					
						销售费用率	11.7%	11.0%	10.8%	10.4%	10.0%
						管理费用率	7.5%	7.2%	7.4%	7.0%	6.7%
						财务费用率	3.2%	2.8%	1.8%	1.4%	0.9%
						三费/营业收入	22.4%	21.0%	20.0%	18.8%	17.6%
						偿债能力					
						资产负债率	51.7%	47.3%	43.6%	28.4%	30.4%
						负债权益比	107.2%	89.7%	77.4%	39.7%	43.7%
						流动比率	0.81	0.74	1.22	1.96	2.18
						速动比率	0.47	0.39	0.75	1.22	1.34
						利息保障倍数	2.66	3.79	8.11	12.79	19.69
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.12	0.22	0.31	0.37
						分红比率	33.6%	35.3%	34.2%	34.4%	34.6%
						股息收益率	0.3%	0.6%	1.1%	1.6%	1.9%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	176.8	318.7	527.0	754.4	884.0	EPS(元)	0.18	0.34	0.64	0.92	1.07
加:折旧和摊销	312.7	324.1	324.2	328.5	332.9	BVPS(元)	3.42	3.69	4.80	5.40	6.10
资产减值准备	18.9	19.1	-	-	-	PE(X)	109.6	57.6	30.6	21.4	18.3
公允价值变动损失	-	-0.1	-	-	-	PB(X)	5.7	5.3	4.1	3.6	3.2
财务费用	125.4	106.2	88.3	79.4	57.8	P/FCF	615.0	-73.2	104.3	76.9	43.7
投资损失	15.1	-2.5	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	4.4	3.8	3.3	2.8	2.5
少数股东损益	29.6	38.6	58.6	83.8	98.2	EV/EBITDA	13.2	15.4	16.6	12.0	11.0
营运资金的变动	65.4	-140.4	-593.5	405.2	-792.5	CAGR(%)	68.0%	45.5%	47.6%	68.0%	45.5%
经营活动产生现金流量	699.3	570.5	403.5	1,650.4	579.4	PEG	1.6	1.3	0.6	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	-400.4	-243.4	-49.0	-49.0	-49.0	ROIC/WACC	0.5	0.8	1.2	1.7	2.2
融资活动产生现金流量	-211.3	-228.8	129.9	-1,474.6	-389.8	REP	3.5	3.1	2.7	2.1	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034