

安琪酵母 (600298)

利润率回升完成，持续增长仍可期

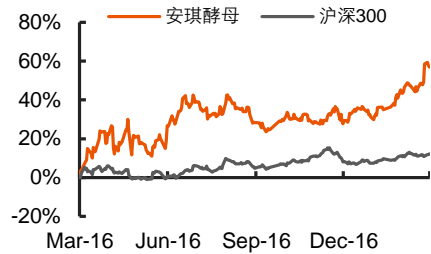
推荐 (下调)

现价: 20.58 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.angelyeast.com
大股东/持股	湖北安琪生物集团有限公司 /39.98%
实际控制人/持股	宜昌市国资委/%
总股本(百万股)	824
流通 A 股(百万股)	811
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	169.60
流通 A 股市值(亿元)	166.85
每股净资产(元)	3.95
资产负债率(%)	48.39

行情走势图



相关研究报告

《安琪酵母*600298*预告业绩符合预期，17年仍乐观展望》 2017-01-19
 《安琪酵母*600298*业绩持续高增长，酵母龙头全球启航》 2016-10-19

证券分析师

文献 投资咨询资格编号
 S1060511010014
 0755-22627143
 WENXIAN001@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项: 安琪酵母公布 16 年报，16 年实现营收 48.6 亿，同比增 15.4%；归母净利 5.35 亿，同比增 91%，每股收益 0.65 元。测算 4Q16 收入 13.6 亿，同比增 18.4%；归母净利 1.52 亿，同比增 76.8%，每股收益 0.18 元。分配预案为每 10 股派现金 3 元（含税）。

平安观点:

- **4Q16 收入、净利基本符合 1 月 19 日业绩预告。**
- **营收稳增长，原料、制糖助推增速。**上一轮产能投放在 15-16 年全面释放，推动酵母及衍生物销量年增约 10%。2016 年，无铝油条蓬松剂为代表食品原料同比增速或达 40%，制糖同比增 55%，前者受益于安琪品牌、渠道优势及所在行业分散度高，后者受益于糖价持续上涨。
- **净利率回升基本完成。**受益于产能利用率提升、提价、本币贬值、税率波动、糖业扭亏、减值会计政策变更等，安琪 16 年销售净利率已回升到 11.9%，较我们 2H14 率先全市场首次强烈推荐至今增约 150%，股价涨幅也接近。
- **新一轮产能投放更平缓持续，中长期看国际化可比华为。**16 年开始产能建设再次提速，海外俄罗斯 2 万吨、国内柳州 2 万吨、赤峰搬迁及扩建 25000 吨等。不同于 12 年上一轮，本次新增产能速度慢一些，迭加主业更健康，相信对报表影响会更柔和。往未来看，在国内，安琪技术、规模优势已很明显，往国际看，后发优势通过埃及工厂已得到验证，全球竞争路径可比华为，市场份额 5 年内可坐三望二，10 年内有望冲击全球第一。
- **市场乐观时我们更保守，下调评级至“推荐”。**不同于 2H14 市场悲观时我们很乐观，我们认为 17、18 年公司净利增速可能更宜保守。有利方面是主要原料甘蔗糖蜜税前节省或近 1 亿，及 4Q16 财务有所保留，1Q17 增速仍会较高；但新产能投放爬坡、运费上涨、税率、汇兑损益等对 17 年增速负面影响可能并不小。略下调 17、18 年 EPS 预测 3%、12%至 0.78、0.87 元，同比增 20%、12%，动态 PE 为 27、24 倍。始于 2H14 安琪赚超额收益明显机会逐渐逝去，公司未来持续成长机会仍明显，静态估值处于合理区间，综合，下调评级至“推荐”。
- **风险提示:** 原料价格波动，食品安全事件，海外建厂进度低于预期。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,213	4,861	5,571	6,334	6,968
YoY(%)	15.3	15.4	14.6	13.7	10.0
净利润(百万元)	280	535	640	718	824
YoY(%)	90.3	91.0	19.6	12.2	14.8
毛利率(%)	29.9	32.6	33.9	33.3	33.5
净利率(%)	7.6	11.9	12.3	12.1	12.6
ROE(%)	9.6	17.0	19.3	19.9	20.3
EPS(摊薄/元)	0.34	0.65	0.78	0.87	1.00
P/E(倍)	60.5	31.7	26.5	23.6	20.6
P/B(倍)	2.2	5.2	5.0	4.4	3.9

图表1 年报快读：4Q16收入增18.4%，净利增76.8% 单位：百万元，元/股

	4Q15	4Q16	同比变化	2015	2016	同比变化	
营业收入	1,148	1,359	18.4%	4,213	4,861	15.4%	制糖、食品原料高增长
营业成本	789	894	13.3%	2,954	3,275	10.9%	
毛利率	31.3%	34.2%	3.0%	29.9%	32.6%	2.7%	产品提价、产能爬坡、技改
毛利	359	465	29.6%	1,259	1,585	25.9%	
营业税金及附加	6	27	326.6%	23	47	102.2%	
销售费用	133	176	33.0%	463	557	20.1%	人员增长、运费、涨薪
管理费用	83	94	13.6%	302	351	16.2%	
财务费用	30	-11	-135.6%	120	59	-50.7%	人民币贬值汇兑损益约 0.28 亿
资产减值损失	12	8	-32.1%	19	-25	-228.6%	已计提坏账准备转回约 0.23 亿
公允价值变动收益	-2	0	100.0%	0	0	-100.0%	
投资收益	1	3	388.1%	2	3	35.0%	
营业利润	94	173	83.9%	334	599	79.4%	
营业利润率	8.2%	12.7%	4.5%	7.9%	12.3%	4.4%	
营业外收入	13	20	708.2%	45	51	13.7%	政府补助
营业外支出	2	1	-46.3%	2	4	85.4%	
利润总额	105	192	82.7%	377	646	71.5%	
所得税	8	25	216.7%	58	68.6	18.2%	
所得税率	8.3%	14.5%	6.2%	17.5%	11.5%	-6.0%	确认递延所得税资产 0.29 亿
少数股东权益	11.13	14.98	34.6%	38.62	42.49	10.0%	
归属于母公司净利润	86	152	76.8%	280	535	91.0%	
净利率	8.5%	12.3%	3.8%	7.6%	11.9%	4.3%	
EPS	0.10	0.18	76.8%	0.34	0.65	91.0%	

资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

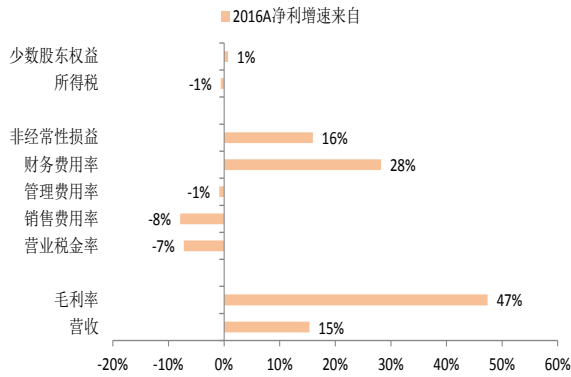
图表2 2H16酵母收入增长12.1% 单位：百万元

	1H14	2H14	1H15	2H15	1H16	2H16
酵母系列营收	1,446	1,547	1,706	1,671	1,889	1,873
同比增长	14.1%	17.5%	18.0%	8.0%	10.7%	12.1%
毛利率	33.8%	28.0%	33.1%	31.5%	34.7%	35.0%
同比变化	1.4%	-2.5%	-0.7%	3.5%	1.6%	3.5%
包装营收	76	54	63	77	78	88
同比增长	121.5%	40.6%	-17.1%	43.0%	24.1%	14.0%
毛利率	13.4%	19.3%	19.7%	18.1%	22.4%	27.1%
同比变化	-6.1%	4.7%	6.3%	-1.2%	2.6%	9.0%
制糖营收	14	42	42	80	76	114
同比增长		-27.5%	197.3%	90.6%	80.4%	42.0%
毛利率	-9.5%	-20.2%	3.1%	-5.6%	3.5%	16.0%
同比变化	-9.5%	-24.6%	12.6%	14.6%	0.4%	21.6%
奶制品营收	21	25	22	27	27	27
同比增长	24.1%	6.3%	4.2%	8.0%	21.4%	-1.8%
毛利率	27.8%	35.5%	30.2%	30.9%	22.8%	35.2%
同比变化	-2.9%	7.2%	2.4%	-4.5%	-7.4%	4.3%
其他营收	173	229	206	294	289	373
同比增长	136.6%	-10.2%	19.1%	28.1%	40.1%	26.8%
毛利率	18.4%	37.1%	18.0%	30.2%	24.3%	31.6%

同比变化 -8.7% 17.0% -0.4% -6.9% 6.4% 1.4%

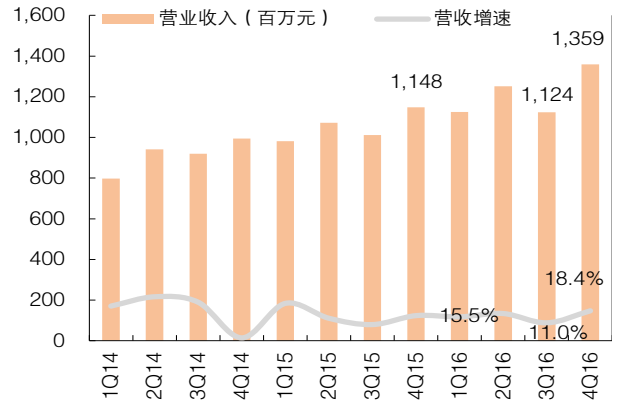
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表3 2016净利增长由营收、毛利率等推动



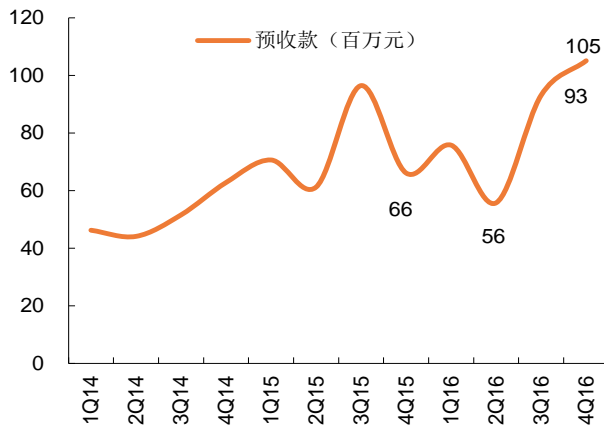
资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表4 4Q16公司营收同比增18.4%



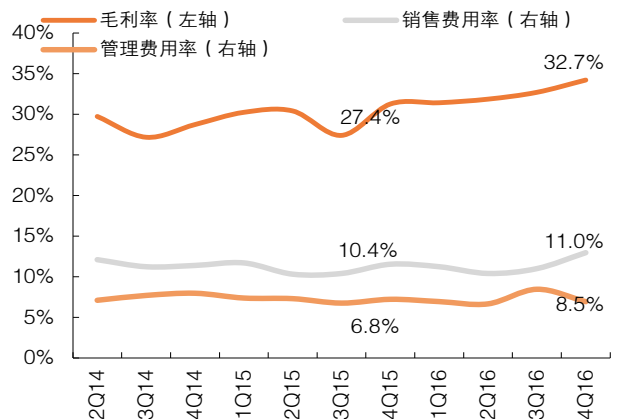
资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

图表5 4Q16末预收款环比3Q16升至1.05亿



资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表6 4Q16毛利率、销售费用率、管理费用率均同比提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所、wind

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,320	2,878	3,236	3,814
现金	333	780	836	1,180
应收账款	523	600	682	750
其他应收款	29	33	37	41
预付账款	139	156	179	197
存货	1,214	1,215	1,394	1,529
其他流动资产	82	94	107	117
非流动资产	4,458	4,610	4,776	4,947
长期投资	26	26	26	26
固定资产	3,864	4,009	4,165	4,326
无形资产	303	308	314	320
其他非流动资产	264	267	271	275
资产总计	6,778	7,488	8,012	8,761
流动负债	2,986	3,515	3,563	3,764
短期借款	1,389	1,589	1,589	1,589
应付账款	580	652	748	821
其他流动负债	1,017	1,274	1,225	1,354
非流动负债	294	294	294	294
长期借款	150	150	150	150
其他非流动负债	144	144	144	144
负债合计	3,280	3,809	3,857	4,058
少数股东权益	244	289	334	387
股本	824	824	824	824
资本公积	652	652	652	652
留存收益	2,073	2,210	2,640	3,135
归属母公司股东权益	3,253	3,390	3,821	4,315
负债和股东权益	6,778	7,488	8,012	8,761

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,447	1,102	968	968
净利润	535	640	718	718
折旧摊销	321	336	349	349
财务费用	59	98	121	121
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-441	73	323	323
其他经营现金流	973	-45	-543	-543
投资活动现金流	-644	-510	-534	-534
资本支出	496	481	504	504
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-147	-29	-30	-30
筹资活动现金流	-467	-145	-377	-377
短期借款	281	200	0	0
长期借款	-645	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-103	-345	-377	-377
现金净增加额	336	447	56	56

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,861	5,571	6,334	6,968
营业成本	3,275	3,683	4,225	4,633
营业税金及附加	47	54	62	68
营业费用	557	613	665	697
管理费用	351	390	431	467
财务费用	59	98	121	130
资产减值损失	(25)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	2	2	3
营业利润	599	736	833	976
营业外收入	51	51	51	51
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	646	783	880	1,023
所得税	69	99	116	146
净利润	578	684	764	877
少数股东损益	42	44	46	52
归属母公司净利润	535	640	718	824
EBITDA	995	1,188	1,321	1,486
EPS (元)	0.65	0.78	0.87	1.00

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.4	14.6	13.7	10.0
营业利润(%)	79.4	22.9	13.1	17.2
归属于母公司净利润(%)	91.0	19.6	12.2	14.8
获利能力				
毛利率(%)	32.6	33.9	33.3	33.5
净利率(%)	11.9	12.3	12.1	12.6
ROE(%)	17.0	19.3	19.9	20.3
ROIC(%)	11.0	13.5	14.4	15.5
偿债能力				
资产负债率(%)	48.4	50.9	48.1	46.3
净负债比率(%)	41.5	32.7	27.6	17.1
流动比率	0.78	0.82	0.91	1.01
速动比率	0.37	0.47	0.52	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.78	0.82	0.83
应收账款周转率	10.6	11.2	11.2	11.0
应付账款周转率	6.2	6.1	6.2	6.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.78	0.87	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	1.76	1.34	1.17	1.59
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.11	4.64	5.24
估值比率				
P/E	31.7	26.5	23.6	20.6
P/B	5.2	5.0	4.4	3.9
EV/EBITDA	19.1	16.2	14.6	13.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033