安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 04 月 07 日

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

安琪酵母（600298.SH）

一季度业绩超预期，价值低估明显

■**事件：公司发布一季度业绩预增公告。**经财务部门初步测算，预计 2017 年第一季度归属于上市公司股东的净利润约为 2.02 亿元至 2.25 亿元，与上年同期相比增加 80%-100%。

■**需求端复苏明显，海内外均实现较快增长：**据此前草根调研数据，17 年以来海外需求复苏明显，预计一季度收入同比增速超过 30%；国内收入同比增速预计也超过 20%。根据海内外业务 7:3 的比例进行估算，对应一季度整体收入增速超过 23%。公司目前正在不断拓展产品下游应用领域，所面向客户范围也随之扩大，新客户加入对收入增量亦有贡献。此外公司产能利用率处于较高水平，据公司公告建设进度 17 年国内外均有新产能投产，产能压力将得到缓解，且公司的中长期产能建设计划也与十三五规划收入目标相匹配，收入有望保持中长期较快增长。

■**成本红利释放才刚开始，定价权突出具有较好提价基础：**据此前草根调研数据，2016-2017 榨季的糖蜜价格呈不断下降趋势，榨季初约 800 元/吨，后期则低于 700 元/吨，糖蜜综合价格约 750 元/吨，较去年同期降幅超过 15%，成本端红利大大增强了利润弹性。同时考虑到公司存货的计价方法为加权平均法，一季度糖蜜成本会略高于后三季度，故一季度成本红利释放只是开始。此外埃及镑汇率的持续低位也使得公司海外业务成本端受益明显。随着公司行业龙头地位不断强化，我们认为公司具备较强的定价权和较好的提价基础，若 17 年提价落地则有望进一步提升整体盈利能力。

■**费率下降主要受益负债结构改善：**随公司业务加速扩张，预计销售及管理费用率同比持平或略有上升；费用端弹性更多来自财务费用。此前公司财务费用率处于较高水平，且长期借款利息较多。随项目开展节奏趋于平稳，资金需求有所减少，公司已在主动调整负债结构，将部分长期借款置换为利率较低的中短期借款，节省了较多利息费用，从而带来了整体费率的下降。

■**投资建议：**我们上调公司 2017 年-2018 年的收入增速至 21%、22%，净利润增速分别上调至 54%、23%，成长性突出，维持买入-A 的投资评级，上调 6 个月目标价至 26.00 元，相当于 2017 年 26 的动态市盈率。

■**风险提示：**下游需求低于预期，业绩释放节奏低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	4,213.4	4,860.5	5,900.1	7,214.7	8,710.0
净利润	280.1	535.1	850.7	1,014.7	1,219.4
每股收益(元)	0.34	0.65	1.00	1.23	1.48
每股净资产(元)	3.69	3.95	4.96	5.76	6.72

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	63.4	33.2	21.6	17.5	14.6
市净率(倍)	5.8	5.5	4.3	3.7	3.2
净利润率	6.6%	11.0%	14.0%	14.1%	14.0%
净资产收益率	9.2%	16.4%	20.1%	21.4%	22.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.6%	2.0%	2.4%
ROIC	7.9%	12.0%	19.6%	23.1%	27.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

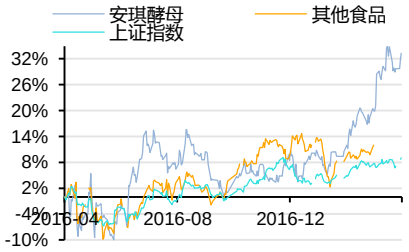
6 个月目标价： 26.00 元

股价（2017-04-06） 21.56 元

交易数据

总市值（百万元）	17,767.19
流通市值(百万元)	17,479.11
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	9.62	17.72	36.57
绝对收益	11.08	21.74	44.12

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

bixj@essence.com.cn

021-35082689

相关报告

安琪酵母：成长性突出，具备持续超预期潜力	2017-03-16
安琪酵母：海外需求旺盛，业绩成长确定性强	2017-03-10
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

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。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,213.4	4,860.5	5,900.1	7,214.7	8,710.0
减:营业成本	2,954.2	3,275.2	3,757.1	4,639.3	5,620.9
营业税费	23.3	47.2	42.9	54.2	71.1
销售费用	463.5	556.8	657.9	778.3	922.4
管理费用	302.2	351.1	418.7	489.0	573.4
财务费用	119.6	58.9	35.1	36.2	52.2
资产减值损失	19.1	-24.6	-10.0	-5.0	-
加:公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-
投资和汇兑收益	2.5	3.4	4.0	5.0	5.0
营业利润	334.0	599.2	1,002.3	1,227.8	1,475.1
加:营业外净收支	42.8	47.0	49.1	68.1	82.3
利润总额	376.8	646.2	1,051.4	1,296.0	1,557.3
减:所得税	58.1	68.6	136.7	168.5	202.5
净利润	280.1	535.1	823.2	1,014.7	1,219.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	301.3	332.8	944.0	1,154.4	1,393.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	476.2	491.5	754.1	728.9	1,037.3
应收票据	126.1	60.3	136.4	126.9	187.2
预付帐款	128.8	139.1	186.1	198.8	272.1
存货	984.8	1,214.1	1,338.7	1,753.7	2,026.1
其他流动资产	71.2	81.9	92.9	82.0	85.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	23.2	26.5	26.5	26.5	26.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,616.3	3,406.5	3,111.9	2,813.3	2,510.7
在建工程	79.9	457.5	457.5	457.5	457.5
无形资产	279.8	303.4	301.5	299.1	296.4
其他非流动资产	109.4	264.3	254.8	215.4	243.2
资产总额	6,196.8	6,777.7	7,604.2	7,856.4	8,536.1
短期债务	1,108.3	1,389.1	1,475.9	920.8	93.2
应付帐款	504.5	582.7	764.1	801.1	1,124.5
应付票据	112.1	14.3	194.5	51.3	224.4
其他流动负债	1,115.1	999.5	447.2	588.5	670.4
长期借款	-	150.0	-	-	-
其他非流动负债	89.4	144.3	300.0	300.0	300.0
负债总额	2,929.5	3,280.0	3,181.6	2,661.7	2,412.5
少数股东权益	228.3	244.4	335.9	448.6	584.1
股本	329.6	824.1	824.1	824.1	824.1
留存收益	2,782.0	2,724.9	3,262.7	3,922.0	4,715.4
股东权益	3,267.3	3,497.8	4,422.7	5,194.7	6,123.6

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	15.3%	15.4%	21.4%	22.3%	20.7%
营业利润增长率	73.0%	79.4%	67.3%	22.5%	20.1%
净利润增长率	90.3%	91.0%	53.8%	23.3%	20.2%
EBITDA 增长率	25.1%	28.4%	39.8%	16.7%	16.6%
EBIT 增长率	46.5%	45.1%	57.6%	21.8%	20.8%
NOPLAT 增长率	66.7%	53.3%	53.4%	21.8%	20.8%
投资资本增长率	1.0%	-5.9%	3.5%	1.0%	-3.4%
净资产增长率	7.8%	7.1%	26.4%	17.5%	17.9%
利润率					
毛利率	29.9%	32.6%	36.3%	35.7%	35.5%
营业利润率	7.9%	12.3%	17.0%	17.0%	16.9%
净利润率	6.6%	11.0%	14.0%	14.1%	14.0%
EBITDA/营业收入	18.3%	20.4%	23.5%	22.4%	21.6%
EBIT/营业收入	10.8%	13.5%	17.6%	17.5%	17.5%
运营效率					
固定资产周转天数	311	260	199	148	110
流动营业资本周转天数	77	53	49	64	63
流动资产周转天数	182	163	176	187	187
应收帐款周转天数	37	36	38	37	37
存货周转天数	82	81	78	77	78
总资产周转天数	533	480	439	386	339
投资资本周转天数	416	352	286	239	196
投资回报率					
ROE	9.2%	16.4%	20.1%	21.4%	22.0%
ROA	5.1%	8.5%	12.0%	14.4%	15.9%
ROIC	7.9%	12.0%	19.6%	23.1%	27.6%
费用率					
销售费用率	11.0%	11.5%	11.2%	10.8%	10.6%
管理费用率	7.2%	7.2%	7.1%	6.8%	6.6%
财务费用率	2.8%	1.2%	0.6%	0.5%	0.6%
三费/营业收入	21.0%	19.9%	18.8%	18.1%	17.8%
偿债能力					
资产负债率	47.3%	48.4%	41.8%	33.9%	28.3%
负债权益比	89.7%	93.8%	71.9%	51.2%	39.4%
流动比率	0.74	0.78	1.20	1.71	2.37
速动比率	0.39	0.37	0.73	0.97	1.41
利息保障倍数	3.79	11.17	29.57	34.88	29.27
分红指标					
DPS(元)	0.12	-	0.35	0.43	0.52
分红比率	35.3%	0.0%	34.7%	35.0%	34.9%
股息收益率	0.6%	0.0%	1.6%	2.0%	2.4%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	318.7	577.6	823.2	1,014.7	1,219.4
加:折旧和摊销	324.1	340.1	346.5	350.9	355.3
资产减值准备	19.1	-24.6	-	-	-
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-
财务费用	106.2	85.7	35.1	36.2	52.2
投资损失	-2.5	-3.4	-4.0	-5.0	-5.0
少数股东损益	38.6	42.5	91.5	112.7	135.5
营运资金的变动	-140.4	363.2	-446.9	-307.5	-167.3
经营活动产生现金流量	570.5	780.3	845.4	1,202.1	1,590.0
投资活动产生现金流量	-243.4	-773.3	-46.0	-45.0	-45.0
融资活动产生现金流量	-228.8	62.3	-188.2	-946.8	-1,305.7

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.34	0.65	1.00	1.23	1.48
BVPS(元)	3.69	3.95	4.96	5.76	6.72
PE(X)	63.4	33.2	21.6	17.5	14.6
PB(X)	5.8	5.5	4.3	3.7	3.2
P/FCF	-80.6	38.6	35.5	43.0	31.9
P/S	4.2	3.7	3.0	2.5	2.0
EV/EBITDA	15.4	16.2	13.3	11.0	9.0
CAGR(%)	52.4%	32.9%	72.9%	52.4%	32.9%
PEG	1.2	1.0	0.3	0.3	0.4
ROIC/WACC	0.8	1.2	1.9	2.3	2.7
REP	3.1	3.0	2.0	1.6	1.3

资料来源：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

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。