



2017-10-25

公司点评报告

增持/维持

安琪酵母(600298)

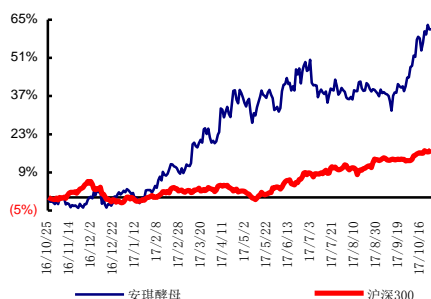
目标价: 33

昨收盘: 27.79

农林牧渔 农产品加工

安琪酵母动态点评：收入维持较高增长，赢利能力继续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	824/824
总市值/流通(百万元)	22,901/22,901
12 个月最高/最低(元)	28.07/16.72

相关研究报告：

《安琪酵母半年报点评：收入利润大幅增长，俄国项目即将完工》
--2017/07/14

《安琪酵母一季度业绩预增点评：收入快增成本下行，业绩再超市场预期。》--2017/04/07

《安琪酵母年报点评：收入略超预期，盈利持续增强。》--2017/03/16

证券分析师：黄付生

电话：010-88695133

E-MAIL: huangfs@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030002

证券分析师：王学谦

电话：010-88321966

E-MAIL: wangxq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511120001

点评事件：

安琪酵母公布 2017 年三季报。前三季度公司共实现营业收入 41.83 亿元，同比增长 19.47%；利润总额 7.18 亿元，同比增长 58.11%；归属母公司净利润 6.12 亿元，同比增长 59.76%；每股收益 0.74；销售净利率 15.45%，同比提升 3.73 个百分点。

三季度单季度，实现营业收入 12.73 亿元，同比增长 13.29%；利润总额 2.18 亿元，同比增长 59.93%；归属母公司净利润 1.91 亿元，同比增长 54.90%。

投资要点：

收入保持高速增长，盈利水平显著提升

前三季度，公司总体毛利率 36.61%，同比提高 4.62 个百分点。销售费用率 10.69%，同比下降 0.18 个百分点；管理费用率 7.44%，同比上升 0.11 个百分点。净利率 15.45%，同比提高 3.73 个百分点。三季度单季度，毛利率 37.57%，同比提高 4.86 个百分点。

收入快速增长和毛利率提高，是公司业绩大幅增长的主要原因。

需求带动产能支撑，龙头地位不断巩固。

近年来面包等西式烘焙食品在国内增长速度较快，中式面点生产中酵母的用量也在持续增长，消费者饮食习惯的变化和生产工艺变化的对酵母的需求有深远的影响。在下游需求带动下公司酵母产品收入保持了较快的增长速度。除了国内的需求，国外市场的扩展也为公司业绩增长作出了较大贡献，目前公司近三分之一的产品出口到国际市场。

酵母提取物和保健品目前约占公司收入的 20%。作为鲜味剂的 YE，目前的产量和下游使用量相对于潜在需求量仍然较小，未来有很大的发展空间。前几年公司 YE 产品的销售受到产能制约，随着近期产能改扩建项目的完成，将突破产能瓶颈，打破几年来 YE 收入徘徊不前的局面，实现快速增长。保健品等深加工产品虽然目前基数较小，但是市场前景可观，增长速度也较快。

公司近两年相继启动了多个产能项目，在柳州、德宏、赤峰进行了改扩建项目，在俄国新建 2 万吨产能，在埃及新建 12000 吨 YE 产能。这一系列项目投产后，将为公司的销售增长提供有力支撑。

相对于国内和国际竞争对手，公司在技术水平、规模效应、原料

成本和环保成本等方面的优势正在逐渐强化。近几年国内中小厂商面临各方面压力，正在逐步退出，AB 马利等国际巨头在国内的业务也在收缩，公司在国内市场的份额稳步提升，目前已经达到 55%，行业龙头地位巩固。

甘蔗种植面积继续增长，原材料成本有望保持低位。

成本下降，毛利率提升是公司业绩增长的另一个重要原因。

16/17 榨季以来，随着糖料产量的恢复，糖蜜产量增长，而需求端相对低迷，糖蜜价格明显下降。作为公司的主要原材料，糖蜜价格下降，使得公司生产成本明显下降，毛利率水平显著提升。

据有关部门最新监测统计数据，17/18 榨季国内各主要产区的糖料种植面积在上榨季基础上有进一步增长，广东和云南产区的增长尤为明显。而且近年来各产区糖料的单产和出糖率普遍提高，只要今年年底明年年初不发生严重的灾害，新榨季糖料增产是大概率事件。

从需求端来看，糖蜜主要其他用途需求不振，也不利于糖蜜价格。食用酒精和燃料乙醇等用途的消耗量均受到下游产品本身需求的制约，同时还要面临玉米和木薯等替代原料的竞争。尤其是玉米，由于陈玉米库存量巨大，除深加工之外难以用于其它用途，对糖蜜需求形成了很大压力。

综合考虑糖蜜的供给和需求，可以预计新榨季糖蜜价格仍将保持在较低水平，公司有望将成本控制在较低水平，保持较高的毛利率水平。

扩建德宏有机肥项目，降低风险提高效益

目前安琪德宏拥有 3 万吨干酵母产能，公司为了充分利用安琪德宏的发酵液浓浆价值，降低发酵液浓浆销售风险，计划在安琪德宏实施扩建年产 6 万吨有机肥料生产线项目，着力开发有机肥料产品。

项目按照年处理 10 万吨浓浆、9900 吨糖渣等固废进行设计。一方面，通过搬迁扩建，以废水浓浆为原料生产有机肥干粉原料，将每年产生的 8.5 万吨废水浓浆全部处理，生产干粉 4 万吨。另一方面，将建设颗粒肥料生产线，以糖渣等固体废料为原料生产颗粒肥料，年处理 9,900 吨固废，可生产颗粒肥料 2 万吨。项目达产后，可充分消化德宏酵母产能产生的废液和废渣，既降低了环保风险，又可以充分利用资源，为公司增加收益。

项目估算投资总额 5,360.94 万元，计划由安琪德宏银行借款 2,500 万元，剩余资金自筹解决。计划从 2017 年 12 月开始土建施工，2018 年 7 月完成设备调试，8 月底建成投产，建设期 8 个月。

盈利预测与评级：

安琪酵母作为酵母行业的垄断性龙头，收入持续高增长，盈利水平持续提升。预计 17-18 年生产成本将有望继续下行，盈利水平仍有提升空间。随着新产能建设项目投产以及下游需求继续改善，收入有望继续快速增长。毛利率提高，费用节约有助于公司净利率进一步提

高。

我们预计公司 2017-2018 年营收增速为 19%、17%，净利润增速为 57%、33%，对应 EPS 为 1.02、1.36。目标价 33 元，维持“增持”评级。

风险提示：

原材料价格波动，汇兑风险，食品安全问题。

主要财务指标

	2016A	2017E	2018E
营业收入(百万元)	4,861.00	5,784.59	6,767.97
同比增长	15.00%	19.0%	17.0%
净利润(百万元)	535.00	839.95	1,117.13
同比增长	91.00%	57.0%	33.0%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.02	1.36
PE	42.49	27.07	20.35
资料来源：Wind，太平洋证券			

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话: (8610)88321761/88321717

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。