

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

2018 年, 诸多产能投产带来可观增长

——安琪酵母(600298)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

买入(维持)

市场数据(2018-03-14)

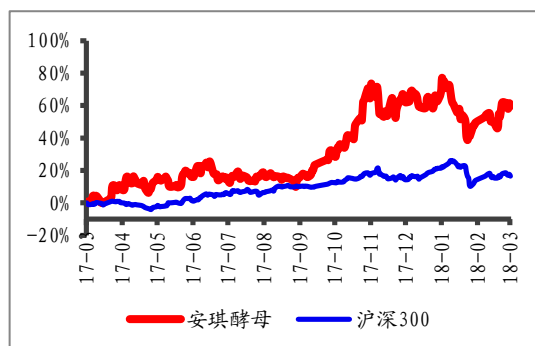
发布日期: 2018 年 03 月 16 日

收盘价(元)	32.56
一年内最高/最低(元)	37.28/20.36
沪深 300 指数	4073.35
市净率(倍)	8.25
流通市值(亿元)	268.32

基础数据(2017-9-30)

每股净资产(元)	4.37
每股经营现金流(元)	0.84
毛利率(%)	36.61
净资产收益率-摊薄(%)	16.99
资产负债率(%)	50.49
总股本/流通股(万股)	82408.09/82408.09
B 股/H 股(万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: WIND 数据, 中原证券

相关报告

联系人: 叶英刚

电话: 021-50588666-8135

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 公司自 2013 年以来, 不断持续地通过技改或新建来扩张产能, 以满足日益增大的市场和需求。我们梳理了 2013 年以来公司的新增产能, 并重点提炼了 2018、2019 年将集中投产的产能情况。
- 2018 年, 安琪赤峰新增的 1.5 万吨酵母产能将会投产, 连同原有的 0.9 万吨酵母产能, 总计 2.4 万吨酵母产能, 覆盖东北华北市场。新建产能是原有产能的 1.67 倍, 如果 2018 年完全投产, 且产能利用率达到 70%, 安琪赤峰 2018 年的主业增长将会超过 100%。
- 公司在云南德宏的工厂始建于 2011 年, 经过两年的建设, 2013 年, 2 万吨高活性干酵母产能完全投产。2014、2015 年安琪德宏通过新建的方式扩产新增 0.6 万吨干酵母。2016 年, 安琪德宏继而新增干酵母产能 0.4 万吨, 并于 2017 年 5 月投产。此时, 安琪德宏的高活性干酵母产能总计达到 3 万吨。2018 年是安琪德宏经过两次扩产后的第一个完整财年。
- 2016 年, 安琪柳州通过技改和新建, 将 YE 产能扩大至 3.7 万吨, 新增 1.7 万吨。新增的 1.7 万吨 YE 产能将会在 2017、2018 年陆续投产并产生利润, 体现在安琪柳州的报表中。
- 由于需求旺盛, 安琪埃及于 2016 年通过技改将产能提升至 2.3 万吨, 相当于新增酵母产能 0.8 万吨, 产能提升幅度达到 53.33%。通过 2016 年的运营, 市场对新增产能吸收较好, 当年的产能利用率就达到了 77%; 我们预计, 安琪埃及 2017、2018 年的产能利用率仍将提升, 未来两年的业绩将好于 2016 年, 正常情况下净利率能够达到 13%至 14%。此外, 安琪埃及于 2017 年投产建设 YE 生产线, 初期设计产能为 1.2 万吨, 将于 2019 年 3 月投产, YE 生产线的利润将会反映在 2019 年及其之后的财报中。
- 安琪俄罗斯的 2 万吨高活性干酵母产能于 2018 年正式体现利润, 将会是公司 2018 年业绩增长的重要一部分。
- 我们预测公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.45 元, 同比分别增长 61.5%、21.9%和 13.3%, 参照 2018 年 3 月 14 日的收盘价, 对应的 PE 分别为 31 倍、25.4 倍和 22.5 倍。我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示: 海外政治和汇率风险; 制糖业务亏损加大; 生产安全隐患。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,213.4	4,860.5	7,598.5	8,636.2	9,057.8
增长比率	15.3%	15.4%	56.3%	13.7%	4.9%
净利润(百万元)	280.1	535.1	867.3	1,055.1	1,195.4
增长比率	90.3%	91.0%	61.5%	21.9%	13.3%
每股收益(元)	0.34	0.65	1.05	1.28	1.45
市盈率(倍)	95.8	50.1	31.01	25.4	22.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 2018 年，新增产能集中投产

公司自 2013 年以来，不断持续地通过技改或新建来扩张产能，以满足日益增大的市场和需求。我们梳理了 2013 年以来公司的新增产能，并重点提炼了 2018、2019 年将集中投产的产能情况。如下图：

图表 1：公司 2018、2019 年新增投产情况

	安琪赤峰	安琪埃及	安琪俄罗斯	安琪德宏	安琪柳州
2017 年		2015、2016 年技改后，酵母产能由 1.5 万吨至 2.3 万吨，产能提高 53%，反映在 2016 年以后的报表中：2016 年产能利用率 77%，约 1.78 万吨；2017 年的产能利用率是关键。		2017 年 5 月，新建产能投产后，德宏的干酵母产能达到 3 万吨。	1.2 万吨新建 YE 产能投产。
2018 年	2017 年制糖业技改，扩大制糖产能至 5.87 万吨/年，扩大糖蜜产能至 2.43 万吨/年。尽管不能满足 12 万吨的糖蜜年需，但是通过扩大生产规模，可有效降低单位制糖成本 16%，在糖价下跌的年份里减少亏损。这部分的成本下降将反映在 2018 年安琪赤峰的财报里，表现为净利率的提升。 2018 年，安琪赤峰有 1.5 万吨新建酵母产能投产，覆盖东北华北市场。新建产能是原有产能的 1.67 倍。	2018 年开始，电价上涨 36%，天然气补贴取消，生产成本上升。关键问题：产能利用率如何？通过规模效应克服生产成本的上升。	总产能 2 万吨，辐射俄罗斯国内及欧亚联盟体市场。2016 年始建，2017 年 8 月投产，2018 年是第一个完整财年。	2018 年是德宏两次扩产后的第一个完整财年，总产能达到 3 万吨，较第二次扩产前的 2.6 万吨增加 15.38%。	扩产后 3.4 万吨 YE 产能投产的第一个完整财年。
2019 年	2019 年，安琪赤峰 0.9 万吨原有产能因搬迁恐面临停产。	2019 年 3 月，1.2 万吨 YE 产能投产，毛利率 30%、净利率 14%。关键问题：欧盟客户的签约情况。			

资料来源：中原证券、公司公告

1.1. 安琪赤峰

安琪赤峰是公司最重要的利润贡献单位之一，位于内蒙古赤峰，公司于 2013 年对安琪赤峰实施 100% 控股。2014 年，安琪赤峰吸收合并了蓝天糖业，形成了甜菜加工-制糖-酵母-有机肥的循环产业链。

2017 年，安琪赤峰一是在原有 0.9 万吨高活性干酵母的基础上扩建新增 1.5 万吨产能；二是对制糖业实施技改，扩大制糖产能至年产 5.87 万吨，扩大糖蜜产能至每年 2.43 万吨。

尽管不能满足 12 万吨的糖蜜年需，但是通过扩大生产规模，可有效降低单位制糖成本 16%，在糖价下跌的年份里减少亏损。这部分的成本下降将反映在 2018 年安琪赤峰的财报里，主要表现为净利率的提升。

此外，2018 年，安琪赤峰新增的 1.5 万吨酵母产能将会投产，连同原有的 0.9 万吨酵母产能，总计 2.4 万吨酵母产能，覆盖东北华北市场。新建产能是原有产能的 1.67 倍，如果 2018 年完全投产，且产能利用率达到 70%，安琪赤峰 2018 年的主业增长将会超过 100%。

1.2. 安琪德宏

安琪德宏也是公司最主要的利润贡献单位。公司在云南德宏的工厂始建于 2011 年，经过两年的建设，2013 年，2 万吨高活性干酵母产能完全投产。

2014、2015 年安琪德宏通过新建的方式扩产新增 0.6 万吨干酵母。

2016 年，安琪德宏继而新增干酵母产能 0.4 万吨，并于 2017 年 5 月投产。

此时，安琪德宏的高活性干酵母产能总计达到 3 万吨。2018 年是安琪德宏经过两次扩产后的第一个完整财年。

图表 2: 安琪德宏的盈利情况

	营业收入 (亿元)	增长 (%)	净利润 (亿元)	增长 (%)	净利率 (%)
2014	2.45	/	0.02	/	0.82%
2015	3.01	22.86%	0.16	700.00%	5.32%
2016	3.57	18.60%	0.27	68.75%	7.56%
2017E	4.28	20.00%	0.36	34.87%	8.50%
2018E	4.93	15.00%	0.44	21.76%	9.00%

资料来源：中原证券、公司 2014、2015、2016 年年报

1.3. 安琪柳州

安琪柳州主要生产酵母抽提物，简称 YE。

2011 年，安琪柳州的 2 万吨 YE 产能投产。

2016 年，安琪柳州通过技改和新建，将 YE 产能扩大至 3.7 万吨，新增 1.7 万吨。新增的 1.7 万吨 YE 产能将会在 2017、2018 年陆续投产并产生利润，体现在安琪柳州的报表中。

图表 3: 安琪柳州的盈利情况

	营业收入 (亿元)	增长 (%)	净利润 (亿元)	增长 (%)	净利率 (%)
2014	2.52	/	0.26		10.32%
2015	3.57	41.67%	0.22	-15.38%	6.16%
2016	4.18	17.09%	0.47	113.64%	11.24%
2017E	6.00	43.54%	0.72	53.19%	12.00%
2018E	8.00	33.33%	1.04	44.44%	13%

资料来源: 中原证券、公司 2014、2015、2016 年年报

1.4. 安琪埃及

安琪埃及成立于 2013 年,是公司在海外建厂的第一次尝试,初始产能为 1.5 万吨高活性干酵母。

埃及地理位置较好,一边连接非洲市场,一边连接欧洲市场,对于市场需求可迅速行动,也节省了物流成本。另外,埃及享受欧洲市场进口免关税的优惠政策,即安琪埃及向欧洲市场出口酵母产品可享有零关税。最后,埃及的糖蜜原料较为丰富,可以满足公司对糖蜜的迫切需求。但是,安琪埃及也面临着特殊的风险,比如:埃及的政局不稳,对工厂安全构成隐患的同时,也会直接影响到埃镑汇率,从而导致公司当年的汇兑损益。

安琪埃及自设立以来,运行良好,2013 年当年就已经盈利。

由于需求旺盛,安琪埃及于 2016 年通过技改将产能提升至 2.3 万吨,相当于新增酵母产能 0.8 万吨,产能提升幅度达到 53.33%。通过 2016 年的运营,市场对新增产能吸收较好,当年的产能利用率就达到了 77%;我们预计,安琪埃及 2017、2018 年的产能利用率仍将提升,未来两年的业绩将好于 2016 年,正常情况下净利率能够达到 13%至 14%。

此外,安琪埃及于 2017 年投产建设 YE 生产线,初期设计产能为 1.2 万吨,将于 2019 年 3 月投产, YE 生产线的利润将会反映在 2019 年及其之后的财报中。根据公司的预测, YE 产品线在埃及的销售净利率能够达到 14.24%,因而 YE 产品线的加入也有助于提升埃及工厂整体的盈利能力。

图表 4: 安琪埃及的盈利情况

	营业收入 (亿元)	增长 (%)	净利润 (亿元)	增长 (%)	净利率 (%)
2014	2.02		0.23		11.39%
2015	2.31	14.36%	0.03		1.30%
2016	2.57	11.26%			-1.19%
2017E	2.83	10.00%	0.34		12.00%
2018E	3.11	10.00%	0.40		13.00%
2019E	3.42	10%	0.48		14.00%

资料来源: 中原证券、公司 2014、2015、2016 年年报

1.5. 安琪俄罗斯

安琪俄罗斯是公司第二个海外工厂基地，于 2016 年始建，2017 年 8 月投产试运行，设计产能为 2 万吨高活性干酵母。经过 2017 年的试运行，2018 年随着产能利用率持续提升，俄罗斯基地将会贡献利润。

俄罗斯本土市场巨大，年需酵母 5 万吨。同时，俄罗斯与其它一些原独联体国家结成欧亚经济联盟，形成了一个接近 2 亿人口的巨大市场，安琪俄罗斯的出口产品在该市场内可享受免税政策。此外，俄罗斯有着极为丰富的甜菜和糖蜜资源，年出口糖蜜高达 120 万吨，且有着成本优势，就地解决了糖蜜原材料的供应问题。

安琪俄罗斯的 2 万吨高活性干酵母产能于 2018 年正式体现利润，将会是公司 2018 年业绩增长的重要一部分。

2. 投资评级

我们预测公司 2017、2018、2019 年的 EPS 分别为 1.05 元、1.28 元和 1.45 元，同比分别增长 61.5%、21.9%和 13.3%，参照 2018 年 3 月 14 日的收盘价，对应的 PE 分别为 31 倍、25.4 倍和 22.5 倍。我们维持对公司的“买入”评级。

3. 风险提示

- 1，公司在海外的产能目前 5 至 6 万吨，承受了较大的海外政治风险和汇率风险；
- 2，随着糖价下跌，公司在伊犁和赤峰等地的制糖业务亏损面可能会加大；
- 3，生产安全隐患导致的停产将会直接影响公司当年的业绩。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,213.4	4,860.5	7,598.5	8,636.2	9,057.8	成长性					
减: 营业成本	2,954.2	3,275.2	4,952.8	5,537.4	5,712.9	营业收入增长率	15.3%	15.4%	56.3%	13.7%	4.9%
营业税费	23.3	47.2	71.4	80.3	84.2	营业利润增长率	73.0%	79.4%	71.7%	21.8%	13.2%
销售费用	463.5	556.8	873.8	993.2	1,032.6	净利润增长率	90.3%	91.0%	62.1%	21.7%	13.3%
管理费用	302.2	351.1	531.9	604.5	625.0	EBITDA 增长率	25.1%	28.4%	60.0%	15.9%	9.9%
财务费用	119.6	58.9	136.8	164.1	181.2	EBIT 增长率	46.5%	45.1%	77.1%	21.6%	12.8%
资产减值损失	19.1	-24.6	3.0	3.5	3.6	NOPLAT 增长率	66.7%	53.3%	68.4%	21.6%	12.8%
加: 公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	-5.8%	31.4%	-17.7%	3.6%
投资和汇兑收益	2.5	3.4	-	-	-	净资产增长率	7.8%	7.1%	22.5%	13.6%	13.2%
营业利润	334.0	599.2	1,028.8	1,253.2	1,418.3	利润率					
加: 营业外净收支	42.8	47.0	41.0	41.0	41.0	毛利率	29.9%	32.6%	34.8%	35.9%	36.9%
利润总额	376.8	646.2	1,069.8	1,294.2	1,459.3	营业利润率	7.9%	12.3%	13.5%	14.5%	15.7%
减: 所得税	58.1	68.6	160.5	194.1	218.9	净利润率	6.6%	11.0%	11.4%	12.2%	13.2%
净利润	280.1	535.1	867.3	1,055.1	1,195.4	EBITDA/营业收入	18.3%	20.4%	20.9%	21.3%	22.3%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	10.8%	13.5%	15.3%	16.4%	17.7%
货币资金	301.3	332.8	607.9	690.9	724.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	310	260	172	152	129
应收帐款	476.2	491.5	1,197.1	674.1	1,252.1	流动营业资本周转天数	77	53	58	68	64
应收票据	126.1	60.3	177.1	132.0	186.1	流动资产周转天数	182	163	162	163	162
预付帐款	128.8	139.1	289.6	169.8	308.9	应收帐款周转天数	37	36	40	39	38
存货	984.8	1,214.1	2,151.0	1,540.0	2,301.7	存货周转天数	82	81	80	77	76
其他流动资产	71.2	81.9	92.9	82.0	85.6	总资产周转天数	533	480	369	334	309
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	416	352	253	230	202
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	23.2	26.5	26.5	26.5	26.5	ROE	9.2%	16.4%	21.7%	23.3%	23.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	8.5%	10.3%	15.3%	14.8%
固定资产	3,608.7	3,406.5	3,847.5	3,440.2	3,032.8	ROIC	7.9%	12.0%	21.5%	19.9%	27.3%
在建工程	79.9	457.5	-	-	-	费用率					
无形资产	279.8	303.4	291.8	280.3	268.7	销售费用率	11.0%	11.5%	11.5%	11.5%	11.4%
其他非流动资产	117.0	264.3	135.7	157.6	173.9	管理费用率	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	6.9%
资产总额	6,196.8	6,777.7	8,817.0	7,193.2	8,360.8	财务费用率	2.8%	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%
短期债务	1,108.3	1,389.1	1,688.2	426.4	145.3	三费/营业收入	21.0%	19.9%	20.3%	20.4%	20.3%
应付帐款	504.5	582.7	1,192.6	675.5	1,281.7	偿债能力					
应付票据	112.1	14.3	260.9	32.4	247.8	资产负债率	47.3%	48.4%	51.4%	32.3%	34.1%
其他流动负债	1,115.1	999.5	1,000.0	1,078.2	1,055.4	负债权益比	89.7%	93.8%	105.7%	47.7%	51.7%
长期借款	-	150.0	288.9	-	-	流动比率	0.74	0.78	1.09	1.49	1.78
其他非流动负债	89.4	144.3	100.0	111.2	118.5	速动比率	0.39	0.37	0.57	0.79	0.94
负债总额	2,929.5	3,280.0	4,530.6	2,323.7	2,848.7	利息保障倍数	3.79	11.17	8.52	8.64	8.83
少数股东权益	228.3	244.4	286.4	331.4	376.4	分红指标					
股本	329.6	824.1	824.1	824.1	824.1	DPS (元)	0.12	0.30	0.51	0.63	0.73
留存收益	2,782.0	2,724.9	3,175.9	3,714.0	4,311.7	分红比率	35.3%	46.2%	48.0%	49.0%	50.0%
股东权益	3,267.3	3,497.8	4,286.4	4,869.5	5,512.2	股息收益率	0.4%	0.9%	1.5%	1.9%	2.2%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	318.7	577.6	867.3	1,055.1	1,195.4	EPS (元)	0.34	0.65	1.05	1.28	1.45
加: 折旧和摊销	324.1	340.1	418.9	418.9	418.9	BVPS (元)	3.69	3.95	4.85	5.51	6.23
资产减值准备	19.1	-24.6	-	-	-	PE (X)	95.8	50.1	31.01	25.4	22.5
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-	PB (X)	8.8	8.2	6.7	5.9	5.2
财务费用	106.2	85.7	136.8	164.1	181.2	P/FCF	-126.0	59.3	104.7	46.5	44.5
投资收益	-2.5	-3.4	-	-	-	P/S	6.4	5.5	3.5	3.1	3.0
少数股东损益	38.6	42.5	42.0	45.0	45.0	EV/EBITDA	16.6	29.1	18.2	14.9	13.3
营运资金的变动	-148.0	370.7	-1,408.8	632.3	-614.4	CAGR (%)	51.1%	29.0%	61.5%	21.9%	13.3%
经营活动产生现金流量	570.5	780.3	56.2	2,315.4	1,226.1	PEG	1.9	1.7	0.5	1.2	1.7
投资活动产生现金流量	-243.4	-773.3	-360.0	-	-	ROIC/WACC	0.8	1.2	2.1	2.0	2.7
融资活动产生现金流量	-228.8	62.3	578.9	-2,232.4	-1,192.3	REP	3.3	5.2	2.2	2.8	1.9

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券投资的

高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何

侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且

不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

在法律许可的情况下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。