

证券研究报告—动态报告

食品饮料

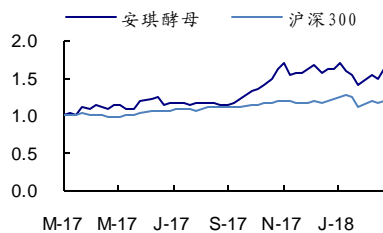
食品

安琪酵母(600298)
买入

2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 03 月 16 日

一年该股与沪深 300 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)	27,434/27,434
上证综指/深圳成指	3,291/11,164
12 个月最高/最低(元)	37.28/20.22

相关研究报告:

《安琪酵母-600298-2017 年三季报点评: 成本规模现优势, 产能护航塑龙头》——2017-10-25

《安琪酵母-600298-重大事件快评: 产能落地, 成本稳降, 业绩向好》——2017-09-26

证券分析师: 陈梦瑶

电话: 18520127266

E-MAIL: chenmengyao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517080001

联系人: 郭尉

电话: 15210587234

E-MAIL: guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

衍生品拉动高增, 海内外彰显优势

● 业绩符合预期, 目标设置积极

公司 2017 年实现营收 57.78 亿元, 同增 18.83%; 归母净利润 8.47 亿元, 同增 58.33%, 实现 EPS1.03 元, 符合预期。Q4 收入 15.93 亿元, 同增 17.17%, 利润 2.36 亿元, 同增 54.72%, 海内外收入分别提升 17.8/18.8%。全年毛利率 37.64%, 同增 5pcts, Q4 毛利率超 40%同增 6pcts 主因糖蜜成本下降及规模效益。销售费用率 10.89%同减 0.6pct, 管理费用率 7.97%同增 0.8pct 主因研发费同增 53%, 财务费用同增 0.27pcts 主因人民币升值造成汇兑损失。净利润率 15.46%, 同增 3.6pcts, 业绩稳步上升。2018 年确保实现主营收 65 亿元, 力争达 68 亿目标, 利润增速高于收入增速。

● 多品类业务均衡发展, 衍生品增速领衔

公司传统酵母产能达 20.3 万吨同增 9%, 收入增速 12%稳定发展, 小包装/烘焙酵母超 30%/20%增长; 保健品/微生物营养/调味品收入 3.5/4/7 亿, 同增达 60/40/30%, 其中保健品业务毛利率超 70%, 贡献利润达 6000 万元, 计划今年将保持 50%高速增长, 贡献利润翻番。此外动物营养业务 17 年亦同增 20%, 下游衍生品的高速发展有利于公司全面提升盈利能力, 打破 2B 到 2C 端发展限制, 随着酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟, 以保健品为首的下业业务在公司重点推广、多渠道覆盖、大单品策略下有望获得持续高增良机。

● 糖蜜价格仍有下行预期, 灵活采购避免波动

公司年前已采购 10 万吨俄罗斯糖蜜吨价约 100 元, 低于预算 400 元, 10 万吨埃及糖蜜价格 860 元持平, 20 万吨北方糖蜜 1100 元同减 10%, 45 万吨南方甘蔗已采购一半均价 810 元同增约 10%, 剩余部分视糖蜜价格降幅定采购计划, 若降价不及预期, 将选择关联公司供应抹平涨价影响。考虑到糖蜜产量供给充足, 需求预期回落, 价格大概率下降, 整体判断 18 年糖蜜均价有望低于 800 元, 同比持平或小幅下降, 打消市场对糖蜜价格波动影响盈利的顾虑。

● 高效产能保驾护航, 国际化打造中国酵母名片

产能建设匹配需求提升。俄罗斯 2 万吨产能 17 年投产完毕, 柳州 2 万吨产能 17 年达产 30%、18 年达产 80%, 赤峰 1.6 万吨扩增产能今年 4-5 月投产, 埃及 1.2 万吨 YE 产能有望明年 Q1 落地, 匹配保健品、包材产能建设满足下游需求增长。测算每年产能爬坡增长约 10%, 预计 2020 年产能 28 万吨超越安联马利; 高效产能开拓国际市场, 目前俄罗斯及埃及工厂产能共计 4.2 万吨占比总产能约 20%, 俄罗斯/埃及工厂的毛利率、净利率分别达 44%/50%、22%/30%高于平均, 全球/国内产能占比达 13%/55%, 海外市场优势提升, 公司是印度烘焙酵母第一品牌, 占埃及/俄罗斯/巴西市场份额约 25%/30%/30%, 随着国际化战略深化, 有望稳步进军南美、东南亚地区, 拓张西半球市场, 实现 2020 年海外业务占比 1/3 以上, 拉动盈利能力提升, 打造中国酵母名片。

● 龙头优势强化定价权, 业绩提升可期

公司国内绝对龙头定价权强, 据了解春节前对占比 10-20%的下游衍生品已小幅提价 1-2%, 后续针对海外产品、衍生品仍有提价预期, Q1 经营乐观, 有望满足收入同增 15%, 利润同增 30%的年度增长目标。近期公司高管增持释放信心, 日升科技可交债进入转股期未见明显压力。公司衍生品高增, 海外扩张强化龙头优势, 预测 2018-20EPS 为 1.40/1.87/2.45 元, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	4861	5776	6913	8181	9619
(+/-%)	15.36%	18.83%	19.68%	18.35%	17.58%
净利润(万元)	535	847	1153	1543	2019
(+/-%)	81.22%	58.33%	36.05%	33.89%	30.84%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.03	1.40	1.87	2.45
EBIT Margin	15.0%	17.1%	22.0%	24.3%	26.6%
净资产收益率(ROE)	16.4%	22.0%	25.0%	27.5%	29.0%
市盈率(PE)	51.3	32.4	23.8	17.8	13.6
EV/EBITDA	27.3	22.5	20.2	15.0	11.5
市净率(PB)	8.4	7.1	6.0	4.9	3.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	149	1037	1227	1443	营业收入	5776	6913	8181	9619
应收款项	687	753	951	1053	营业成本	3602	4098	4717	5409
存货净额	1537	1741	2033	2294	营业税金及附加	62	69	82	96
其他流动资产	269	329	327	394	销售费用	629	691	777	866
流动资产合计	2642	3860	4538	5183	管理费用	460	518	597	673
固定资产	4475	4658	4649	4639	财务费用	86	102	87	64
无形资产及其他	295	295	295	295	投资收益	4	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	26	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31	其他收入	0	0	0	0
资产总计	7737	8943	9609	10244	营业利润	912	1434	1920	2512
短期借款及交易性金融负债	1586	2304	1246	740	营业外净收支	10	40	40	40
应付款项	984	597	1223	864	利润总额	975	1433	1918	2510
其他流动负债	118	167	160	214	所得税费用	78	215	288	376
流动负债合计	2688	3068	2629	1818	少数股东损益	45	65	87	114
长期借款及应付债券	902	902	902	902	归属于母公司净利润	847	1153	1543	2019
其他长期负债	54	54	54	54					
长期负债合计	956	956	956	956	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3644	4024	3585	2774	净利润	847	1153	1543	2019
少数股东权益	251	316	403	518	资产减值准备	26	0	0	0
股东权益	4094	4919	6024	7470	折旧摊销	355	12	12	10
负债和股东权益总计	7737	8943	9609	10244	公允价值变动损失	0	0	0	0
					财务费用	86	86	102	87
关键财务与估值指标					营运资本变动	96	(464)	424	(473)
每股收益	1.03	1.40	1.87	2.45	其它	(241)	(134)	(234)	(188)
每股红利	0.35	0.48	0.64	0.83	经营活动现金流	1143	651	1847	1455
每股净资产	4.66	5.59	6.82	8.44	资本开支	(927)	0	0	0
ROIC	18%	20%	21%	27%	其它投资现金流	20	(1)	(1)	(1)
ROE	22%	25%	27%	29%	投资活动现金流	(907)	(1)	(1)	(1)
毛利率	38%	41%	42%	44%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	17%	22%	24%	27%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	22%	24%	27%	支付股利、利息	0	392	525	687
收入增长	19%	20%	18%	18%	其它融资现金流	(101)	(154)	(2180)	(1925)
净利润增长率	58%	36%	34%	31%	融资活动现金流	(101)	238	(1655)	(1238)
资产负债率	47%	45%	37%	27%	现金净变动	105	888	190	216
息率	1.1%	1.4%	1.9%	2.5%	货币资金的期初余额	333	149	1037	1227
P/E	32.4	23.8	17.8	13.6	货币资金的期末余额	149	1037	1227	1443
P/B	7.1	6.0	4.9	3.9	企业自由现金流	(601)	468	1646	1233
EV/EBITDA	22.5	20.2	15.0	11.5	权益自由现金流	(666)	1111	527	689

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032