

安琪酵母（600298）

业绩预告符合预期，理性看待股东减持计划

2017年07月03日

投资评级：买入（维持）

事件：1、安琪酵母公布半年度业绩预告，预计1H17归母净利润同比增50%-70%；2、公告二股东湖北日升科技未来计划减持约3%。

投资要点：

■ **业绩预告基本符合预期。**根据业绩预告测算2Q17净利增速20%-55%，基本符合预期。我们预计2Q17公司营收增约15%，毛利率提升及费用率下降共同推动净利增40%-50%。

■ **预计2Q17营收增速略有放缓，全年收入稳健增长。**我们估计2Q17公司营收增速略有放缓，原因可能在于，一是去年同期基数略高；二是新疆工厂停产检修带来短期扰动；三是下游衍生业务影响：保健品春节期间旺销后二季度增速回落，动物营养饲料2Q17受肉价下行影响较大。分产品看，估计酵母双位数增长，其中西式增速更快；YE受制于产能瓶颈增量较少。往全年展望，16年底新增柳州、德宏产能、2H17俄罗斯产能投放，产能释放+技术服务，预计17年收入规模达56亿，同比增16%。

■ **毛利率提升应是2Q17净利增长主因，成本下降、规模效应是主要推手。**预计2Q17净利增速40%-50%，毛利率提升应是主因：一方面主要原料糖蜜价格由930元/吨下降至730元/吨，降幅达20%以上；另一方面产能释放后规模效应增加。此外费用率也呈下降趋势：一是终端营销时侧重于高端客户，费效比增加；二是采取了包括在上海建立融资租赁公司等多种渠道进行融资，财务费用持续下降。未来所得税率将稳定在12%左右，17年末确认递延所得税可抵扣亏损约1.1亿，有望增厚业绩0.17亿。往全年看预计归母净利润7.9亿，同比增长约48%，净利率达14%水平。

■ **理性看待日升科技减持计划。**公司实际控制人为宜昌市国资委，二股东是由高管及公司员工持股的日升科技，持股比例10.5%。17年初日升科技所有股权均已解禁，此次公告日升科技欲减持3%，是兑现此前员工激励，属正常企业经营管理行为，对此市场早有充分预期。此次通过集中竞价方式减持1%，大宗交易方式减持2%，短期可能对股价产生冲击，长期来看，酵母行业稳定增长，安琪做为国内龙头，具有较高技术与品牌壁垒。未来公司将继续全球化进程，向全球第二目标靠拢。

■ **盈利预测与估值：**暂维持盈利预测不变，预计17-19年EPS为0.96、1.14、1.34元，同比增48%、19%、18%，最新股价对应PE分别为27、23、19倍。考虑到原料降价推动安琪酵母毛利率持续提升，国内市场空间广阔，全球扩张是长期趋势，维持“买入”投资评级。

■ **风险提示：**海外建厂进度低于预期。原料成本上涨幅度超预期。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0600515090002

mahb@dwzq.com.cn

021-60199762

证券分析师 张宇光

执业资格证书号码：S0600517040003

zhangyg@dwzq.com.cn

0755-23945049

股价走势



市场数据

收盘价（元）	25.87
一年最低价/最高价	15.88/26.59
市净率	6.61
流通市值（亿）	210

基础数据

每股净资产	3.91
资产负债率	48.88
总股本（百万股）	824.08
流通股A股（百万股）	810.72

相关研究

1. 安琪酵母：业绩持续高增长，全年净利率提升趋势不变——20170419
2. 安琪酵母：年报业绩符合预期，17年将延续高成长——20170316

图表 1: 安琪酵母三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2319.6	3307.1	4010.1	4866.4	营业收入	4860.5	5619.2	6504.7	7541.0
现金	332.8	1055.7	1407.2	1848.6	营业成本	3275.2	3663.4	4231.7	4906.7
应收款项	551.8	637.9	738.4	856.0	营业税金及附加	47.2	54.6	63.2	73.2
存货	1214.1	1358.0	1568.7	1818.9	营业费用	556.8	584.4	644.0	731.5
其他	221.0	255.5	295.8	342.9	管理费用	351.1	348.4	390.3	437.4
非流动资产	4458.1	4531.5	4623.6	4696.0	财务费用	58.9	76.0	73.3	86.0
长期股权投资	26.5	29.8	33.1	36.4	投资净收益	3.4	3.4	3.4	3.4
固定资产	3894.9	3980.1	4084.1	4168.4	其他	24.6	26.0	0.0	0.0
无形资产	303.4	288.2	273.1	257.9	营业利润	599.2	921.9	1105.7	1309.6
其他	233.3	233.3	233.3	233.3	营业外净收支	47.0	47.0	47.0	47.0
资产总计	6777.7	7838.5	8633.6	9562.4	利润总额	646.2	968.9	1152.7	1356.6
流动负债	2985.7	3496.5	3647.9	3828.7	所得税费用	68.6	116.3	138.3	162.8
短期借款	2089.1	2500.0	2500.0	2500.0	少数股东损益	42.5	62.7	74.6	87.8
应付账款	580.0	648.8	749.4	869.0	归属母公司净利润	535.1	789.9	939.7	1106.0
其他	316.5	347.8	398.5	459.7	EBIT	677.4	1023.1	1238.8	1465.4
非流动负债	294.3	349.2	404.1	459.0	EBITDA	1009.5	1285.4	1538.6	1795.3
长期借款	150.0	150.0	150.0	150.0	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
其他	144.3	199.2	254.1	309.0	每股收益(元)	0.65	0.96	1.14	1.34
负债总计	3280.0	3845.7	4052.0	4287.7	每股净资产(元)	3.95	4.50	5.17	5.95
少数股东权益	244.4	280.8	324.1	375.1	发行在外股份(百万股)	824.1	824.1	824.1	824.1
归属母公司股东权益	3253.4	3711.9	4257.5	4899.6	ROIC(%)	10.3%	14.7%	17.3%	19.7%
负债和股东权益总计	6777.7	7838.5	8633.6	9562.4	ROE(%)	16.4%	21.3%	22.1%	22.6%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	32.6%	34.8%	34.9%	34.9%
经营活动现金流	780.3	1015.7	1139.6	1308.7	EBIT Margin(%)	13.9%	18.2%	19.0%	19.4%
投资活动现金流	-773.3	-372.4	-393.9	-403.4	销售净利率(%)	11.0%	14.1%	14.4%	14.7%
筹资活动现金流	62.3	79.5	-394.2	-463.9	资产负债率(%)	48.4%	49.1%	46.9%	44.8%
现金净增加额	31.5	722.9	351.5	441.4	收入增长率(%)	15.4%	15.6%	15.8%	15.9%
折旧和摊销	332.1	262.3	299.9	329.9	净利润增长率(%)	91.0%	47.6%	19.0%	17.7%
资本开支	-507.9	-369.1	-390.6	-400.1	P/E	39.84	26.99	22.69	19.28
营运资本变动	-245.5	-46.9	-143.3	-178.2	P/B	6.55	5.74	5.01	4.35
企业自由现金流	249.5	746.6	856.1	1041.2	EV/EBITDA	24.37	19.58	16.49	14.26

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

