

2017年07月20日

李晓璐

C0049@capital.com.tw

目标价(元)

30.00

公司基本资讯

产业别	农林牧渔		
A 股价(2017/7/19)	24.04		
上证指数(2017/7/19)	3230.98		
股价 12 个月高/低	26.59/15.88		
总发行股数(百万)	824.08		
A 股数(百万)	810.72		
A 市值(亿元)	194.90		
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)		
每股净值(元)	4.15		
股价/账面净值	5.80		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.0	1.2	35.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

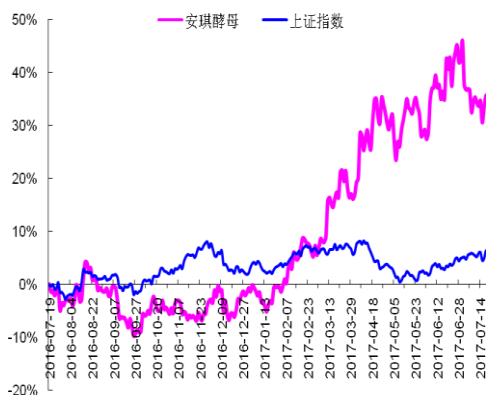
产品组合

酵母系列	97.2%
其他	3.2%
包装行业	6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.3%
一般法人	54.9%

股价相对大盘走势



安琪酵母(600298.SH)

Buy 买入

酵母需求空间大，龙头公司业绩可期

结论与建议：

安琪酵母上半年纯利同比增长62%，表现靓丽。尽管预计下半年在高业绩基期的影响下业绩增速可能会适度放缓，但全年的业绩增速仍有望接近40%，2017年动态PE为27倍，2018年动态PE为21倍，维持买入的投资评级。

■ **半年报业绩靓丽：**公司 2017H1 实现营业收入约 29 亿元，同比增长 22%；实现归母上市公司净利润约 4.2 亿元，同比增长 62%。分季度看，2Q 实现营收 14.91 亿元，同比增长 19%；实现净利润 2.21 亿元，同比增长 41%。上半年毛利率达到 36%，净利润率 14.5%，毛利率和净利润率均为近六年来最高水平，说明随着生产规模的逐步扩大，效益逐渐提升。

■ **行业需求空间大，长期增长可期：**公司主营业务为高活性干酵母以及酵母系列产品，下游需求相对稳定，行业前景看好。公司是亚洲第一、全球第三大酵母公司，产品销往 150 多个国家和地区，因此公司在酵母业务方面具备垄断地位，未来有望继续享受行业盛宴，此外公司酵母衍生品系列（YE）、保健品等也具有较高弹性。

■ **产能扩充及国际化的布局：**目前公司共拥有 15 条高度现代化的酵母生产线、酵母类产品发酵总产能超过 20 万吨，还在继续扩大产能。国内方面，柳州 YE 扩建项目正按计划建设，赤峰酵母 2.5 万吨酵母扩建项目按计划启动土建工程。国外方面，俄罗斯一期项目（产能 2 万吨）将于今年 8 月试车，预计 2017 年产量 8000 吨，由于糖蜜成本低（靠近甜菜产区）所以该项目的毛利率和净利润率预计将分别达到 44%和 22%，而二期项目将于明年动工兴建。公司已经在埃及和俄罗斯开设海外工厂，目的是扩大公司在亚太和非洲地区的竞争优势，这些地区的人口增长快，活性酵母市场需求增长迅速，而活性酵母产品是公司的一大优势，同时还避开了两大竞争对手（全球排名第一的法国乐思福和第二的 AB 马利）的优势产品（酵母衍生品）和成熟市场（欧洲和大洋洲）。

■ **业绩增长驱动：**毛利率方面由于前期投入产能陆续投产转固，短期内有一定的摊销压力，不过随着公司产能利用率的提高，将有效减缓此影响。且作为主要原料的糖蜜（成本占比 45%左右），今年价格同比下降 20%，将有利于毛利率的持续提升。

■ **盈利预测：**公司 2016 年下半年业绩同比增长 97%使基期垫高，预计 2017 年下半年公司的业绩增速将适度放缓。预计公司 2017/2018 年分别可实现净利润 7.43、9.30 亿元，YoY 增长 38.82%、25.21%；EPS 为 0.90 元、1.13 元。

..... 接续下页

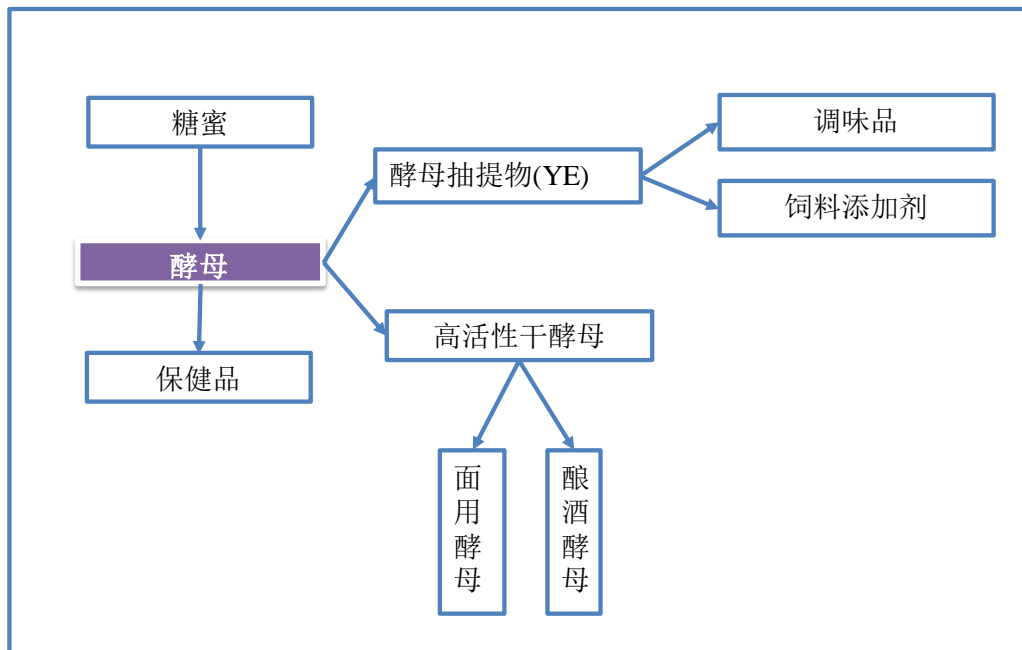
年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017F	2018F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	147	280	535	743	930
同比增减	%	0.51	90.29	91.04	38.82	25.21
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.45	0.85	0.65	0.90	1.13
同比增减	%	0.50	90.29	-23.58	38.82	25.21
市盈率(P/E)	X	53.84	28.29	37.02	26.67	21.30
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.30	0.30	0.41	0.51
股息率 (Yield)	%	0.62	1.25	1.25	1.69	2.11

附表 1: 安琪酵母主要产品应用领域

序号	应用领域	主要产品及应用
1	烘焙领域	安琪酵母系列、安琪面包改良剂
2	发酵面食领域	高活性干酵母、鲜酵母、家用小包装酵母、馒头改良剂
3	酿酒领域	超级酿酒高活性干酵母、耐高温酿酒高活性干酵母, 主要有白酒、酒精、燃料乙醇酒精、黄酒、葡萄酒及生香酵母等
4	调味领域	酵母味素, 广泛应用于方便面(粉丝、米粉)、肉制品、香精、鸡精、调味料、酱油、醋、蚝油、鸡汁、调味汁、酱类、休闲食品、饼干、酱卤制品、餐饮、速冻食品、素食以及营养保健品和工业培养基等
5	营养健康领域	酵母营养系列(即食酵母粉产品)、富微量元素酵母系列(酵母锌、酵母硒、酵母铬产品)、酵母多糖类及酵母维生素 B 类产品
6	动物营养领域	福邦系列禽类、畜类、水产类饲料

资料来源: 公司公告、群益整理

附图 1: 安琪酵母主要产品产业链



资料来源: 公司公告、群益整理

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%); 买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)
- 中性 Neutral (10% > ER > -10%)
- 卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
营业收入	3119	3654	4213	4861	5687	6540
经营成本	2206	2584	2954	3275	3696	4153
营业税金及附加	19	24	23	47	69	79
销售费用	366	428	463	557	643	739
管理费用	238	274	302	351	424	487
财务费用	81	117	120	59	54	62
资产减值损失	-2	19	19	-25	2	10
投资收益	0	-15	2	3	2	14
营业利润	211	193	334	599	805	1023
营业外收入	37	47	45	51	95	125
营业外支出	1	2	2	4	2	0
利润总额	247	238	377	646	897	1148
所得税	65	61	58	69	129	218
少数股东损益	36	30	39	42	26	0
归属于母公司所有者的净利润	146	147	280	535	743	930

附二：合并资产负债表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
货币资金	628	599	301	333	591	807
应收账款	0	0	0	1	0	0
存货	923	932	985	1214	1117	1005
流动资产合计	2177	2181	2181	2181	1708	1812
长期股权投资	38	38	38	38	38	38
固定资产	3704	3658	3609	3406	3747	4122
在建工程	79	68	80	457	343	240
非流动资产合计	4162	4101	4108	4458	6129	6400
资产总计	6339	6282	6197	6778	7836	8213
流动负债合计	2349	2684	2840	2986	4370	5158
非流动负债合计	1058	566	89	294	324	356
负债合计	3408	3251	2929	3280	4693	5514
少数股东权益	174	174	174	174	174	174
股东权益合计	2931	3031	3267	3498	3143	2699
负债及股东权益合计	6339	6282	6197	6778	7836	8213

附三：合并现金流量表

百万元	2013	2014	2015	2016	2017F	2018F
经营活动产生的现金流量净额	488	699	571	780	853	981
投资活动产生的现金流量净额	-661	-400	-243	-773	-652	-852
筹资活动产生的现金流量净额	-91	-211	-229	62	57	87
现金及现金等价物净增加额	-280	72	101	32	258	216

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。