

中国：食品

2015年03月30日

投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**15.3%**

 日期 **2015/03/27**

收盘价	RMB25.13
十二个月目标价	RMB29.00
前次目标价	RMB24.00
上海A股指数	3,868.5

信息更新：

- ▶ 我们将目标价上调至人民币 29 元，以反映 2015 年前景乐观以及板块估值的提升。
- ▶ 2014 年盈利较本中心预期低 15%，主要因制糖业务出现净亏损。

本中心观点：

- ▶ 虽然 2014 年盈利低于预期，但是我们仍然对安琪酵母持乐观看法，系因我们预计 1) 酵母及深加工产品销量将进一步复苏；2) 净利率将有所提升（预计 2015 年净利率将由 2014 年的 4.0% 上升至 5.2%）。

公司简介： 安琪酵母生产酵母，也制造乳制品和食品添加剂。

股价相对上海 A 股指数表现



市值	RMB8,105.7 百万元
六个月平均日成交量	RMB118.6 百万元
总股本股数 (百万股)	329
流通 A 股股数比例	97%
大股东：持股比例	湖北安琪酵母生物集团有限公司, 39.4%
净负债比率	(1.3%)
每股净值 (2015F)	RMB6.66
市净率 (2015F)	3.77 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	3,119	3,654	4,361	5,331
营业利润 **	291	344	410	550
税后净利润 *	146	147	228	306
每股收益(元)	0.44	0.45	0.69	0.93
每股收益年增长率 (%)	(39.8)	0.5	55.0	34.1
每股股利(元)	0.15	0.15	0.14	0.19
市盈率 (倍)	56.6	56.3	36.3	27.1
股利收益率(%)	0.6	0.6	0.6	0.7
净资产收益率 (%)	5.1	4.9	8.3	11.3

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
王佳卉

+86 21 6187 3821

nice.wang521@yuanta.com

安琪酵母 (600298 CH)

2014 年盈利低于预期，但 2015 年前景向好

2014 年盈利低于预期： 2014 年 4 季度营收同比/环比增长 1.8%/8%，较本中心预估高 4%，主要因酵母及深加工产品销量增加。但是，2014 年 4 季度净利润较本中心/市场预期分别低 15%/12%，系因 1) 制糖业务表现不及预期，出现净亏损；2) 酵母及深加工产品业务盈利能力下滑。2014 年酵母及深加工产品销量显著回升，同比增长 20.8%，而随着产品组合的变化，酵母及深加工产品毛利率同比下滑 0.7 个百分点。2014 年财务费用同比上升 44%，其中 1) 利息费用同比上升 28%；2) 汇损达人民币 500 万元（2013 年录得汇兑收益人民币 400 万元）。

2015 年前景向好： 管理层预计 2015 年营收为人民币 43 亿元，我们认为这可以实现。我们预计公司的酵母业务将持续复苏，因此将 2015 年酵母及深加工产品销量假设上调 8%/18%，隐含销量同比增长 30%/25%。由于减产，我们认为 2015 年上半年糖价可能小幅反弹，预计酵母及深加工产品业务毛利率将同比下降 0.2 个百分点。我们预计 2015 年公司制糖业务净亏损将收窄。预计公司 2015 年净利率将有所提升，系受益于财务费用同比增速下滑和有效税率降低。

重申买入评级；上调目标价至人民币 29 元： 我们将 2015 年营收预估上调 6%，但是维持 2015 年盈利预估不变，因为我们下调了盈利能力假设。我们将 2016 年营收/盈利预估分别上调 14%/10%。我们将 2015 年预期市盈率倍数由 30 倍上调至 36 倍，系因 1) 调味料板块市盈率均值已升至 36 倍；2) 我们预计 2015/16 年安琪酵母盈利增速应高达 55%/34%。我们相应得出新目标价为人民币 29 元。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

股票估值

我们将目标价由人民币 24 元上调至人民币 29 元，本中心目标价系基于现金流折现估值和市盈率估值平均计算得出。

目前该股对应 2015 年预期市盈率 36.3 倍，而该板块均值为 36 倍。我们认为安琪酵母估值应高于板块平均水平，因为公司盈利前景强劲且是国企改革受益股。由于公司 2014 年盈利低于预期，短期内股价可能出现波动，但是我们认为 2015 年 1 季度业绩可能构成利好。

市盈率目标价为人民币 25 元

我们将目标市盈率倍数由 30 倍上调至 36 倍，原因如下：

- ▶ 调味料板块市盈率均值已升至 36 倍，而 2014 年 12 月本中心将安琪酵母首次纳入研究范围时为 29.7 倍。
- ▶ 我们预计 2015/16 年安琪酵母盈利增速将高达 55%/34%。
- ▶ 公司是潜在国企改革的主要受益者。

图 1：估值与目标价计算

估值	调整前	调整后
现金流折现估值目标价	RMB27	RMB32.4
市盈率倍数	30 倍	36 倍
市盈率目标价	RMB21	RMB25
每股收益基础	RMB 0.69 (2015 年预期每股收益)	RMB 0.69 (2015 年预期每股收益)
目标价	RMB24	RMB29

资料来源：公司资料，元大

图 2：12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 3：12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

现金流折现估值目标价为人民币 32.4 元

我们将现金流折现估值目标价由人民币 27 元上调至人民币 32.4 元，系因我们调高了 2016 年盈利预估，并且调整了 2017-23 年公司的自由现金流假设。本中心现金流折现估值目标价系基于加权平均资本成本 6%和终期增长率 4%，因为我们预计 2015 年中国消费必需品需求增速为 4%。

图 4：现金流折现估值

加权平均资本成本假设	
无风险利率	4.5%
股票市场平均收益率	10.0%
贝塔值	0.90
权益成本	9.5%
债务成本	3.5%
有效税率	25.0%
加权平均资本成本	6.0%
现金流折现估值（人民币 百万）	
2023 年前自由现金流	2,495
终期自由现金流	8,192
现金流折现	10,688
+ 非核心资产	438
- 少数股东权益	30
- 净负债	2,758
重估价值	8,338
资本	329
每股重估价值（人民币）	32.4

资料来源：Bloomberg，公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
现金与短期投资	409	129	200	(32)	292
存货	755	923	932	1,122	1,366
应收帐款及票据	702	626	650	613	726
其他流动资产	6	499	399	13	13
流动资产	1,871	2,177	2,181	1,716	2,397
长期投资	59	70	54	56	58
固定资产	3,270	3,784	3,726	3,726	3,726
什项资产	246	308	320	335	350
其他资产	3,575	4,162	4,101	4,117	4,134
资产总额	5,446	6,339	6,282	5,833	6,531
应付帐款及票据	501	707	503	606	737
短期借款	1,446	1,577	1,956	1,956	1,956
什项负债	21	65	225	266	298
流动负债	1,968	2,349	2,684	2,827	2,991
长期借款	587	1,000	500	500	500
其他负债及准备	42	58	66	70	73
长期负债	629	1,058	566	570	573
负债总额	2,597	3,408	3,251	3,397	3,564
股本	330	330	330	330	330
资本公积	1,147	1,145	1,145	1,203	1,263
保留盈余	1,124	1,193	1,283	1,283	1,283
换算调整数	75	68	64	(620)	(193)
归属母公司之权益	2,675	2,736	2,822	2,195	2,682
少数股权	174	195	209	241	285
股东权益总额	2,849	2,931	3,031	2,436	2,967

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
本期净利润	243	146	147	228	306
折旧及摊提	173	260	313	388	481
本期营运资金变动	(201)	(46)	51	(84)	(113)
其他营业资产	44	62	127	(417)	(62)
营运活动之现金流量	259	423	638	116	613
资本支出	(1,281)	(694)	(415)	(353)	(300)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	3	34	15	2	2
投资活动之现金流量	(1,278)	(661)	(400)	(351)	(298)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	996	544	(121)	0	0
其他调整数	(101)	(635)	(90)	(46)	(61)
融资活动之现金流量	895	(91)	(211)	(46)	(61)
本期产生现金流量	(125)	(329)	27	(281)	253
自由现金流量	(1,019)	(238)	238	(236)	314

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
营业收入	2,714	3,119	3,654	4,361	5,331
销货成本	(1,885)	(2,206)	(2,584)	(3,109)	(3,786)
营业毛利	828	913	1,070	1,252	1,544
营业费用	(489)	(622)	(727)	(842)	(995)
营业利润	339	291	344	410	550
利息收入	3	15	0	0	0
利息费用	(56)	(97)	(117)	(134)	(168)
利息收入净额	(54)	(82)	(117)	(134)	(168)
投资利益(损失)净额	66	36	45	49	54
其他业外收入(支出)净额	(17)	3	(34)	0	0
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	334	247	238	325	437
所得税费用	(54)	(65)	(61)	(65)	(87)
少数股权净利	(37)	(36)	(30)	(32)	(43)
归属母公司之净利	243	146	147	228	306
税前息前折旧摊销前净利	512	551	656	697	850
每股收益 (RMB)	0.74	0.44	0.45	0.69	0.93
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.74	0.44	0.45	0.69	0.928

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
年成长率 (%)					
营业收入	8.3	15.0	17.1	19.3	22.2
营业利润	(0.3)	(14.3)	18.2	19.4	34.0
税前息前折旧摊销前净	1.3	7.6	19.1	6.2	21.9
税后净利润	(18.5)	(39.8)	0.5	55.0	34.1
每股收益	(18.51)	(39.78)	0.51	54.97	34.13
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	30.5	29.3	29.3	28.7	29.0
营业利润率	12.5	9.3	9.4	9.4	10.3
税前息前 折旧摊销前净利率	18.9	17.7	18.0	16.0	15.9
税后净利率	9.0	4.7	4.0	5.2	5.7
资产报酬率	5.9	3.1	2.8	4.3	5.6
净资产收益率	8.9	5.1	4.9	8.3	11.3
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	71.4	87.9	81.0	100.8	82.8
净现金(负债)权益比(%)	14.3	4.4	6.6	(1.3)	9.9
利息保障倍数 (倍)	6.9	3.5	3.0	3.4	3.6
利息及短期债	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	4.6	4.4	5.5	0.9	3.7
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	0.3	0.3	0.1	0.3
流动比率 (倍)	1.0	0.9	0.8	0.6	0.8
速动比率 (倍)	0.6	0.5	0.5	0.2	0.3
净负债 (RMB 百万元)	1,624	2,448	2,256	2,488	2,163
每股净值 (RMB)	8.12	8.30	8.56	6.66	8.14
评价指标 (倍)					
市盈率	34.1	56.6	56.3	36.3	27.1
股价自由现金流量比	(8.1)	(34.8)	34.8	(35.2)	26.3
市净率	3.1	3.0	2.9	3.8	3.1
股价税前息前折旧摊销 前净利比	16.2	15.0	12.6	11.9	9.7
股价营收比	3.1	2.7	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司资料、元大

附录 A: 重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

安琪酵母 (600298 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/12/15	19.49	24.00	24.00	买入	王佳卉

资料来源: Bloomberg, 元大

注: A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价; B = 未调整之目标价; C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	196	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	49	12%
卖出	9	2%
评估中	46	11%
限制评级	4	1%
总计:	413	100%

资料来源: 元大

投资评级说明

买入: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业: 本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出: 根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中: 本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级: 为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注: 元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大宝来证券(香港)有限公司发布。元大宝来证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大宝来证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大宝来证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大宝来证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼