

中国：食品

2015年04月24日

投资建议：
持有-超越同业 (调降评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**9.5%**

 日期 **2015/04/23**

收盘价	RMB26.47
十二个月目标价	RMB29.00
前次目标价	RMB29.00
上海A股指数	4,625.6

信息更新：

- ▶ 2015年1季度营收/净利润同比增长23%/37%，得益于酵母业务复苏和净利率上升。
- ▶ 评级调降至“持有-超越同业”，系因我们认为利好已基本反映于股价，但盈利预估和目标价维持不变。

本中心观点：

- ▶ 鉴于酵母业务复苏及酵母提取物需求旺盛，公司能够实现人民币43亿元的2015年营收预期。
- ▶ 2015年净利率将同比提高1.2个百分点，主要因费用控制趋严以及食糖业务净亏损收窄。

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	RMB8,725.4 百万元
六个月平均日成交量	RMB127.4 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	110.7%
每股净值 (2015F)	RMB6.41
市净率 (2015F)	4.13 倍

简明损益表(RMB百万元)

年初至12月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,654	4,361	5,331	6,397
营业利润**	344	410	550	660
税后净利润*	149	232	313	383
每股收益(元)	0.45	0.69	0.93	1.14
每股收益年增长率(%)	0.5	54.9	34.5	22.4
每股股利(元)	0.15	0.14	0.19	0.23
市盈率(倍)	59.3	38.3	28.5	23.3
股利收益率(%)	0.6	0.5	0.7	0.9
净资产收益率(%)	5.3	11.0	12.0	11.6

* 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)

2015年1季度盈利能力改善，但利好已基本反映于股价

2015年1季度盈利能力如期大幅回升：由于酵母业务复苏，2015年1季度营收同比增长23%，而净利率同比/环比提高0.5/2.6个百分点带动净利润同比增长37%。毛利率同比下滑2个百分点至30%，主要因糖价反弹及产品组合变动。2015年1季度公司管销费用占营收比重同比下降0.3个百分点，财务费用同比下滑32%，系因贷款成本降低以及汇兑收益增加。同时，糖价反弹使安琪酵母糖业合资公司净亏损同比减少76%。

维持盈利预估：我们预计公司盈利将继续回升，2015年净利率将同比增加1.2个百分点至5.3%。2015年1季度管理费用占营收比重环比下滑1个百分点，我们认为2015年公司将加强成本控制，其下游B2C业务的扩张已基本告一段落。然而，我们预计2015年2季度糖价将持续反弹，2季度公司毛利率将环比下滑约1.5个百分点，2015年综合毛利率将同比收窄0.6个百分点。我们预计2015年公司糖业合资公司净亏损将缩小。今年1季度净利润基本符合本中心预期，我们微调财务费用假设，但维持2015/16年盈利预估不变（同比增长55%/34%）。

评级调降至“持有-超越同业”，因正面预期已反映于股价：安琪酵母股价自本中心首次将其纳入研究范围后累计上涨36%，目前我们认为对公司的正面预期已基本反映于股价。本中心目标价仍为人民币29元，隐含2015年预估每股收益的41倍，接近A股调味品板块市盈率水平。该股目前对应2015年预期市盈率38倍。

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。

图 1:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 2:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	129	200	(153)	172	686
存货	923	932	1,122	1,366	1,639
应收帐款及票据	626	650	613	726	849
其他流动资产	499	519	13	13	0
流动资产	2,177	2,302	1,595	2,277	3,174
长期投资	70	54	56	58	59
固定资产	3,784	3,726	3,726	3,726	3,726
什项资产	308	356	375	394	415
其他资产	4,162	4,137	4,157	4,178	4,200
资产总额	6,339	6,282	5,752	6,455	7,374
应付帐款及票据	707	503	606	737	885
短期借款	1,577	1,956	1,956	1,956	1,956
什项负债	65	225	266	298	328
流动负债	2,349	2,684	2,827	2,991	3,169
长期借款	1,000	500	500	500	500
其他负债及准备	58	66	70	73	77
长期负债	1,058	566	570	573	577
负债总额	3,408	3,251	3,397	3,564	3,746
股本	330	330	330	330	330
资本公积	1,145	1,145	1,203	1,263	1,326
保留盈余	1,193	1,283	1,283	1,283	1,283
换算调整数	68	64	(701)	(270)	352
归属母公司之权益	2,736	2,822	2,114	2,606	3,291
少数股权	195	209	241	285	338
股东权益总额	2,931	3,031	2,355	2,891	3,629

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	182	178	263	354	433
折旧及摊提	260	313	388	481	596
本期营运资金变动	(46)	51	(84)	(113)	(123)
其他营业资产	62	127	(537)	(62)	(97)
营运活动之现金流量	459	669	30	660	809
资本支出	(694)	(415)	(353)	(300)	(255)
本期长期投资变动	0	0	0	0	0
其他资产变动	34	15	2	2	2
投资活动之现金流量	(661)	(400)	(351)	(298)	(253)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	544	(121)	0	0	0
其他调整数	(139)	(191)	(46)	(61)	(75)
融资活动之现金流量	(496)	100	0	0	0
本期产生现金流量	(789)	158	(367)	301	481
自由现金流量	(202)	269	(322)	362	556

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	3,119	3,654	4,361	5,331	6,397
销货成本	(2,206)	(2,584)	(3,109)	(3,786)	(4,543)
营业毛利	913	1,070	1,252	1,544	1,853
营业费用	(604)	(703)	(813)	(960)	(1,151)
营业利润	291	344	410	550	660
利息收入	15	18	18	19	20
利息费用	(97)	(134)	(144)	(168)	(184)
利息收入净额	(82)	(116)	(126)	(149)	(165)
投资利益(损失)净额	36	45	41	36	40
其他业外收入(支出)净额	3	(34)	0	0	0
非常项目净额	0	1	2	3	4
税前净利润	247	239	327	441	539
所得税费用	(65)	(61)	(65)	(88)	(107)
少数股权净利	(36)	(30)	(32)	(43)	(53)
归属母公司之净利	146	149	232	313	383
税前息前折旧摊销前净利	551	656	697	850	660
每股收益 (RMB)	0.44	0.45	0.69	0.93	1.14
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.44	0.45	0.69	0.93	1.138

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	15.0	17.1	19.3	22.2	20.0
营业利润	(14.3)	18.2	19.4	34.0	20.0
税前息前折旧摊销前净	7.6	19.1	6.2	21.9	(22.3)
税后净利润	(39.8)	1.9	55.5	34.8	22.6
每股收益	(39.78)	0.51	54.89	34.51	22.35
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	29.3	29.3	28.7	29.0	29.0
营业利润率	9.3	9.4	9.4	10.3	10.3
税前息前 折旧摊销前净利率	17.7	18.0	16.0	15.9	10.3
税后净利润率	4.7	4.1	5.3	5.9	6.0
资产报酬率	3.1	2.8	4.4	5.8	6.3
净资产收益率	5.4	5.3	11.0	12.0	11.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	87.9	81.0	104.3	85.0	67.7
净现金(负债)权益比(%)	4.4	6.6	(6.5)	6.0	18.9
利息保障倍数 (倍)	3.5	2.8	3.3	3.6	3.9
利息及短期债	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	4.7	5.0	0.2	3.9	4.4
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.3	0.3	0.0	0.3	0.4
流动比率 (倍)	0.9	0.9	0.6	0.8	1.0
速动比率 (倍)	0.5	0.5	0.2	0.3	0.5
净负债 (RMB 百万元)	2,448	2,256	2,609	2,283	1,770
每股净值 (RMB)	8.30	8.56	6.41	7.91	9.98
评价指标 (倍)					
市盈率	59.6	59.3	38.3	28.5	23.3
股价自由现金流量比	(43.1)	32.5	(27.1)	24.1	15.7
市净率	3.2	3.1	4.1	3.3	2.7
股价税前息前折旧摊销 前净利比	15.8	13.3	12.5	10.3	13.2
股价营收比	2.8	2.4	2.0	1.6	1.4

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
2	2015/03/30	25.13	29.00	29.00	买入	王佳卉
3	2015/04/24	26.47	29.00	29.00	持有-超越同业	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	194	47%
持有-超越同业	109	26%
持有-落后同业	53	13%
卖出	9	2%
评估中	45	11%
限制评级	5	1%
总计：	415	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