

证券研究报告

食品饮料

强烈推荐(维持)

证券分析师

汤玮亮

投资咨询资格编号:S1060512040001
电话 0755-22624571
邮箱 TANGWEILIANG978@pingan.com.cn

文献

投资咨询资格编号:S1060511010014
电话 0755-22627143
邮箱 WENXIAN001@pingan.com.cn

研究助理

张宇光

一般证券从业资格编号:S1060113090015
电话 0755-22627694
邮箱 ZHANGYUGUANG467@pingan.com.cn

王俏怡

一般证券从业资格编号:S1060113110013
电话 0755-22626689
邮箱 WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

安琪酵母(600298)

业绩预增传递正能量，高增长仅是开始

事项：7月9日安琪酵母发布预增预告，经财务部门初步测算，预计2015年半年度归属于上市公司股东的净利润约为1.29亿元-1.42亿元，与上年同期相比增加50%-65%。

平安观点：

- **2Q15 保持较好的销售态势，2015 年可顺利完成 43 亿收入目标。**根据业绩预告，1H15 营业收入同比增长约 18%，据此推算，2Q15 营收增长约 14%，基本符合我们的预期。虽然 2Q15 增速环比 1Q15 增速 23%出现下降，但根据我们草根调研判断 2Q15 保持了较好的销售态势，增速环比下降主要由于季度间收入计划不均衡所致。估计 1H15 传统酵母和 YE 均实现较快增长，其中 YE 受益于调味品行业旺盛的产品升级需求，估计增速可超平均水平。预计 2H15 可保持 18%的收入增速，2015 年顺利实现收入 43 亿的目标。
- **估计期间费用率同比下降是 2Q15 净利大幅增长的主要原因，考虑到糖业有望减亏，预计 2H15 净利增速可能更快。**根据业绩预告推算，估计 2Q15 净利增 59%-85%，超出我们预期，估计主要由于期间费用率降幅较大。考虑到 15-16 年销售和管理人员数量不会出现明显上升，同时经过 1Q14 销售和管理人员大幅提薪之后，预计 15-16 年人员工资同比不会出现明显增加，我们判断 15-16 年销售和管理费用率均有望持续下行。结合固定资产投资情况判断，预计 15-16 年财务费用绝对额有望持续下降。4Q14 糖业亏损幅度较大，我们判断 4Q15 糖业有望减亏，2H15 总体净利增速将更快。
- **俄罗斯建厂显示海外扩张思路趋于成熟，中长期看海外成长空间巨大。**公司 7 月 2 日公告将赴俄罗斯新建年产 2 万吨酵母项目，显示了海外扩张思路趋于成熟。估计安琪在全球酵母行业市占率仅为 11%左右，中长期看海外成长空间巨大。
- **安琪酵母是过去一年平安食品团队持续重点推荐的品种，综合销售态势、折旧变化、人员费用、所得税率、公司态度等多个维度，我们于 14 年中期就领先市场提出了 15 年利润率将大幅回升、业绩爆发式增长的判断，而 1Q15、2Q15 业绩逐步印证了我们的逻辑。2Q15 利润的爆发仅是开始，预计这一轮业绩的高增长至少将延续至 2016 年末，15-16 年业绩有望持续超市场预期。除了业绩之外，近期公司公告在俄罗斯建厂又带来了新的惊喜，配合国家的“一带一路”政策，打开了安琪全球扩张的想象空间。国企改革预期也可能为 2H15 的股价表现锦上添花。大盘回调导致安琪股价近期被错杀，买入良机显现，此时不买，更待何时！**
- **考虑到期间费用率降幅有望超预期，我们上调 15、16 年净利预测 4%、22%，预计 2015-2016 年营收增长 18%、15%，净利增长 80%、75%，EPS 为 0.80、1.40 元，维持“强烈推荐”的投资评级。**
- **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。**

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	2177	2181	2180	2651
现金	628	599	432	643
应收账款	444	398	447	550
其他应收款	40	18	21	24
预付账款	143	109	128	147
存货	923	932	1065	1187
其他流动资产	0	126	86	100
非流动资产	4162	4101	4109	4146
长期投资	38	23	23	23
固定资产	3783	3726	3736	3770
无形资产	271	275	275	276
其他非流动资产	69	77	74	76
资产总计	6339	6282	6289	6798
流动负债	2349	2684	2446	2511
短期借款	1495	1456	1056	956
应付账款	707	503	593	680
其他流动负债	147	725	797	876
非流动负债	1058	566	566	566
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1058	566	566	566
负债合计	3408	3251	3012	3078
少数股东权益	195	209	257	342
股本	330	330	330	330
资本公积	1145	1145	1145	1145
留存收益	1308	1406	1579	1937
归属母公司股东权益	2736	2822	3019	3378
负债和股东权益	6339	6282	6289	6798

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	488	699	664	776
净利润	146	147	265	462
折旧摊销	36	30	48	84
财务费用	81	117	78	61
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-113	104	71	174
其他经营现金流	338	302	201	-5
投资活动现金流	-661	-400	-319	-345
资本支出	763	240	303	328
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1424	-640	-622	-673
筹资活动现金流	-91	-211	-511	-220
短期借款	224	-39	-400	-100
长期借款	-180	418	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-135	-590	-111	-120
现金净增加额	-263	88	-167	211

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	3119	3654	4307	5002
营业成本	2206	2584	3042	3491
营业税金及附加	19	24	28	33
营业费用	366	428	491	520
管理费用	238	274	319	300
财务费用	81	117	78	61
资产减值损失	-2	19	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	0	0
营业利润	211	193	349	597
营业外收入	37	47	47	47
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	247	238	393	642
所得税	65	61	80	96
净利润	182	177	313	547
少数股东损益	36	30	48	84
归属母公司净利润	146	147	265	462
EBITDA	553	638	735	967
EPS (元)	0.44	0.45	0.80	1.40

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	15.0	17.1	17.9	16.1
营业利润(%)	-21.2	-8.7	80.6	71.4
归属于母公司净利润(%)	-39.8	0.5	80.0	74.5
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	29.3	29.3	29.4	30.2
净利率(%)	4.7	4.0	6.2	9.2
ROE(%)	5.4	5.3	9.1	14.4
ROIC(%)	4.1	4.5	6.3	10.3
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.8	51.7	47.9	45.3
净负债比率(%)	68.5	63.4	51.6	37.1
流动比率	0.93	0.81	0.89	1.06
速动比率	0.53	0.47	0.46	0.58
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.53	0.58	0.69	0.76
应收账款周转率	6.8	9.4	10.8	10.8
应付账款周转率	4.1	4.9	6.6	6.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.45	0.80	1.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	2.12	2.01	2.36
每股净资产(最新摊薄)	8.89	9.20	9.94	11.29
估值比率	-	-	-	-
P/E	55.8	55.6	30.9	17.7
P/B	2.8	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	19.9	17.1	14.4	10.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033