

投资评级：推荐（维持）

分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

执业证书编号:S1070514080006

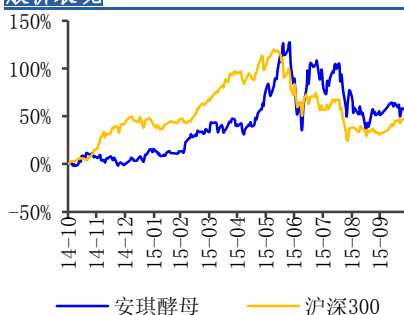
市场数据

目前股价	29.78
总市值（亿元）	98.16
流通市值（亿元）	96.57
总股本（万股）	32,963
流通股本（万股）	32,429
12个月最高/最低	44.40/17.91

盈利预测

百万元	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,202	4,791	5,509
(+/-%)	15%	14%	15%
净利润	272	339	424
(+/-%)	85%	25%	25%
摊薄 EPS	0.82	1.03	1.29
PE	36.14	28.96	23.17

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<期间费用控制有效，Q2 利润加速增长>>

2015-08-17

<<规模效应渐显，净利率改善带动业绩反

转>>

2015-08-03

业绩略低于预期，利润仍将快速增长

——安琪酵母（600298）季报点评

投资建议

随着公司收入重回增长轨道，规模效应逐渐体现。15-16 年公司折旧费用摊薄、期间费用率下降集中体现。1-9 月份净利率提升至 6.33%，仍有较大向上空间。下调公司盈利预测为：预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.82/1.03/1.29 元，对应 PE 分别为 36/29/23 倍，维持推荐评级。

投资要点

- **业绩略低于预期，但仍然不错：**公司 1-9 月份实现营收 30.65 亿，同比增长 15.24%，实现归母净利润 1.94 亿，同比增长 57.04%，净利率为 6.33%。扣非后归母净利润同比增长 61.62%。
- **收入增速季度环比下滑，盈利水平如预期持续提升：**受经济增长放缓影响，1-3 季度收入增速环比下滑，Q3 收入和净利润增速分别为 10% 和 46%，低于上半年的 18% 和 62%。然而盈利水平持续提升。单 Q3 毛利率提升 1.2pct 至 28.41%，销售费用率下降 0.8pct 至 10.41%，管理费用率下降 1pct 至 6.76%，财务费用微降 0.2pct 至 3.23%，最终 Q3 净利率提升 1.3pct 至 5.31%。
- **15-16 年为公司利润释放年：**随着公司业务回归 b2b，收入回归增长趋势，将不断摊薄成本费用。同时 15-16 年新增产能放缓、新增折旧减少，生产成本有所改善；加上公司积极提高经营、物流效率，改善营销费用使用，利润率持续提升将大幅推动公司业绩增长。
- **风险提示：**经济增速进一步下滑；糖蜜等原料价格大幅上升等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,119.38	3,654.11	4,202.23	4,790.54	5,509.13	成长性					
营业成本	2,206.39	2,583.74	2,970.98	3,386.91	3,894.95	营业收入增长	14.95%	17.14%	15.00%	14.00%	15.00%
销售费用	366.19	428.25	453.84	503.01	561.93	营业成本增长	17.03%	17.10%	14.99%	14.00%	15.00%
管理费用	237.58	274.47	302.56	325.76	358.09	营业利润增长	-21.22%	-8.70%	95.70%	26.75%	26.58%
财务费用	80.95	116.62	66.42	61.49	53.78	利润总额增长	-26.02%	-3.77%	71.44%	24.78%	25.01%
投资净收益	-0.20	-15.12	2.00	2.00	2.00	净利润增长	-39.78%	0.51%	84.52%	24.78%	25.01%
营业利润	211.47	193.07	377.85	478.93	606.21	盈利能力					
营业外收支	35.75	44.82	30.00	30.00	30.00	毛利率	29.27%	29.29%	29.30%	29.30%	29.30%
利润总额	247.22	237.89	407.85	508.93	636.21	销售净利率	4.69%	4.03%	6.46%	7.07%	7.69%
所得税	65.19	61.07	81.57	101.79	127.24	ROE	5.00%	4.76%	7.95%	8.86%	9.78%
少数股东损益	35.59	29.63	54.68	68.23	85.29	ROIC	5.10%	5.97%	8.28%	10.32%	12.86%
净利润	146.44	147.19	271.60	338.92	423.67	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	11.74%	11.72%	10.80%	10.50%	10.20%
					(百万)	管理费用/营业收入	7.62%	7.51%	7.20%	6.80%	6.50%
流动资产	2,177.04	2,181.41	2,819.89	3,645.88	4,653.84	财务费用/营业收入	2.59%	3.19%	1.58%	1.28%	0.98%
货币资金	627.62	598.95	1,000.19	1,571.43	2,268.21	投资收益/营业利润	-0.09%	-7.83%	0.53%	0.42%	0.33%
应收账款	412.54	364.90	419.64	478.38	550.14	所得税/利润总额	26.37%	25.67%	20.00%	20.00%	20.00%
应收票据	31.02	33.16	38.13	43.47	49.99	应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货	923.19	932.11	1,071.82	1,221.87	1,405.15	存货周转率	2.38	2.58	2.59	2.58	2.64
非流动资产	4,161.83	4,100.80	3,872.76	3,601.71	3,344.32	流动资产周转率	1.43	1.46	1.30	1.15	1.07
固定资产	3,783.85	3,726.33	3,513.56	3,257.78	3,015.67	总资产周转率	0.49	0.56	0.60	0.63	0.66
资产总计	6,338.87	6,282.21	6,692.65	7,247.59	7,998.16	偿债能力					
流动负债	2,349.32	2,684.49	2,768.64	2,916.44	3,158.04	资产负债率	0.54	0.52	0.50	0.48	0.47
短期借款	1,494.87	1,455.80	1,355.80	1,305.80	1,305.80	流动比率	0.93	0.81	1.02	1.25	1.47
应付款项	707.36	503.28	578.71	659.73	758.69	速动比率	0.53	0.47	0.63	0.83	1.03
非流动负债	1,058.19	566.25	566.25	566.25	566.25	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	-	-	-	EPS	0.44	0.45	0.82	1.03	1.29
负债合计	3,407.51	3,250.73	3,334.89	3,482.69	3,724.29	每股净资产	8.89	9.37	10.36	11.60	13.14
股东权益	2,931.36	3,090.07	3,416.35	3,823.50	4,332.47	每股经营现金流	1.48	2.12	1.81	2.18	2.51
股本	329.63	329.63	329.63	329.63	329.63	每股经营现金/EPS	3.33	4.75	2.20	2.12	1.95
留存收益	2,406.27	2,551.32	2,822.93	3,161.84	3,585.52	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	195.46	209.12	263.79	332.02	417.32	PE	67.03	66.69	36.14	28.96	23.17
负债和权益总计	6,338.87	6,340.81	6,751.25	7,306.19	8,056.76	PEG	2.20	1.58	1.45	1.16	-
现金流量表					(百万)	PB	3.35	3.18	2.87	2.57	2.27
经营活动现金流	488.18	699.29	598.06	717.22	825.89	EV/EBITDA	21.08	16.88	14.63	12.43	10.88
其中营运资本减少	64.25	341.19	-53.08	-56.96	-69.57	EV/SALES	3.97	3.24	2.79	2.44	2.12
投资活动现金流	-660.97	-400.35	-96.82	-95.98	-129.10	EV/IC	2.48	2.53	2.59	2.68	2.78
其中资本支出	-694.47	-415.22	-96.82	-95.98	-129.10	ROIC/WACC	0.62	0.72	1.00	1.25	1.55
融资活动现金流	-90.67	-211.33	-100.00	-50.00	-	REP	4.03	3.50	2.59	2.15	1.79
净现金总变化	-280.00	71.65	401.24	571.24	696.79						

研究员介绍及承诺

张威威: 华中科技大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cqws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cqws.com 王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cqws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cqws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cqws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cqws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cqws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cqws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cqws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cqws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cqws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cqws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cqws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cqws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cqws.com>