



安琪酵母(600298.SH)

【联讯食品饮料公司点评】安琪酵母：业绩符合预期，长期基本面向好

2017年07月13日

增持(首次评级)

当前价：23.81 元
目标价：27.00 元

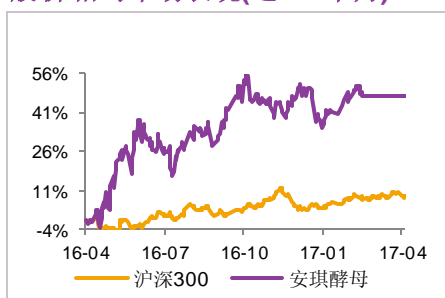
分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001
电话：021-51782237
邮箱：shishanhu@lxsec.com

研究助理：刘宸倩

电话：021-51782335
邮箱：liuchenqian@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016A	2017E	2018E
主营收入	4213	4861	5849	6719
(+/-)	15.3%	15.4%	20.3%	14.9%
净利润	280	535	833	1,022
(+/-)	90.3%	91.1%	55.7%	22.7%
EPS(元)	0.34	0.65	1.01	1.24
P/E	70	37	24	19

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

◇ 事件：安琪酵母 2017 年半年报及对外投资公告

公司公布 2017 年半年报，营业收入 29.10 亿元，同比增长 22.40%；归母净利润 4.21 亿元，同比增长 62.06%；EPS0.51 元。业绩符合预期。

俄罗斯公司年产 2 万吨酵母项目预算投资总额从原来的 4.98 亿元增加到 6.79 亿元，净增 1.81 亿元人民币，增加比例为 36%。

◇ 单季度收入/净利润同比增加 19.09%/1.24%

17Q2 收入 14.91 亿元，同比增长 19.09%；归母净利润 2.08 亿元，同比增长 41.24%。净利率 13.95%，同比提升 2.19%；毛利率 37.17%，同比提升 5.30%。Q2 季度业绩增速环比放缓原因：1) Q1 季度业绩基数较大。2) 伊犁工厂二季度提前检修，影响收入和成本。

◇ 业绩受益于成本下降，低成本趋势有望延续

公司主要原材料为糖蜜，占比 40%。2017 年糖蜜的平均采购价格在 730 元/吨，同比下降 20%。我们预计，糖蜜价格下行将带动公司 17 年毛利率提升 3-4%。由于糖价坚挺，甘蔗种植增加，糖蜜供给量保持在高位。糖蜜下游需求量整体稳定，我们预计 18 年糖蜜价格仍将处于低位，公司将持续受益于低成本。

◇ 俄罗斯公司投资额增加，国际化步伐扩大

俄罗斯项目预算增加 1.8 亿，主要由于俄罗斯工厂除一期将投产的 2 万吨酵母生产线外，需要为二期预留 0.84 亿元资金。另外 0.97 亿元用于一期土建及设备采购超投补足。俄罗斯项目将于 8 月 1 日进入试生产阶段，预计毛利率和净利率分别将达到 44%和 22%，公司盈利能力有望提升，国际化步伐扩大。近期，因日升减持的时间和形式存在不确定性，公司股价承压。我们长期看好公司的基本面。

◇ 盈利预测

2017-2018 年，净利润分别为 8.3 亿和 10.2 亿元，分别增长 56%和 23%，对应 EPS 为 1.01 和 1.24 元。给予 17 年 PE27 倍，目标价为 27 元。

风险提示

原材料价格大幅波动，人民币汇率波动



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016	2017E	2018E		2015	2016	2017E	2018E
流动资产	2,088	2,320	3,215	3,668	经营活动现金流	571	780	1,173	1,395
现金	301	333	912	1,042	净利润	280	535	833	1,022
应收账款	452	463	557	640	折旧摊销	324	340	399	428
其它应收款	24	29	34	40	财务费用	120	59	71	50
预付账款	129	139	160	183	投资损失	-2	-3	0	0
存货	985	1,214	1,397	1,598	营运资金变动	-95	-158	-196	-186
其他	71	82	82	82	其它	-56	7	66	81
非流动资产	4,108	4,458	4,484	4,487	投资活动现金流	-243	-773	-425	-431
长期投资	23	26	26	26	资本支出	-276	-797	-425	-431
固定资产	3,609	3,406	3,500	3,555	长期投资	33	24	0	0
无形资产	280	303	265	227	其他	0	0	0	0
其他	43	168	168	168	筹资活动现金流	-229	62	-169	-834
资产总计	6,197	6,778	7,700	8,155	短期借款	-54	287	150	-400
流动负债	2,840	2,986	2,806	2,742	长期借款	-175	-224	-319	-434
短期借款	1,108	1,389	1,189	989	其他	0	0	0	0
应付账款	484	566	651	745	现金净增加额	101	32	579	130
其他	0	600	600	600					
非流动负债	89	294	744	544	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E
长期借款	0	150	600	400	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入	0.15	0.15	0.20	0.15
负债合计	2,929	3,280	3,550	3,287	营业利润	0.18	0.26	0.31	0.16
少数股东权益	228	244	311	392	归属母公司净利润	0.90	0.91	0.56	0.23
归属母公司股东权益	3,039	3,253	3,839	4,477	获利能力				
负债和股东权益	6,197	6,778	7,700	8,155	毛利率	0.30	0.33	0.36	0.36
					净利率	0.07	0.11	0.14	0.15
利润表	2015	2016	2017E	2018E	ROE	0.09	0.16	0.22	0.23
营业收入	4213	4861	5849	6719	ROIC				
营业成本	-2954	-3275	-3770	-4311	偿债能力				
营业税金及附加	-23	-47	-57	-65	资产负债率	0.47	0.48	0.46	0.40
营业费用	-463	-557	-632	-692	净负债比率				
管理费用	-302	-351	-383	-440	流动比率	0.74	0.78	1.15	1.34
财务费用	-120	-59	-71	-50	速动比率	0.39	0.37	0.65	0.75
资产减值损失	-19	25	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	0	0	0	0	总资产周转率	0.68	1.01	1.05	1.00
投资净收益	2	3	3	3	应收账款周转率	19	17	17	17
营业利润	334	599	939	1165	应付账款周转率	29	31	31	31
营业外收入	45	51	51	51	每股指标(元)				
营业外支出	-2	-4	-3	-3	每股收益	0.34	0.65	1.01	1.24
利润总额	377	646	988	1213	每股经营现金	1.73	2.37	3.56	4.23
所得税	-58	-69	-89	-109	每股净资产	3.69	3.95	4.66	5.43
净利润	319	578	899	1104	估值比率				
少数股东损益	-39	-42	-66	-81	P/E	70	37	24	19
归属母公司净利润	280	535	833	1022	P/B	6	6	5	4
EBITDA	470	630	1007	1211	EV/EBITDA	12	9	6	5
EPS (元)	0.85	0.65	1.01	1.24					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年水晶球行业第五小组成员，善于把握行业周期，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘投资价值标的。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 买入：相对大盘涨幅大于 10%；
- 增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
- 持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
- 减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

- 增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com