

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

2378807445@qq.com 021-050588666-8036

海外市场业绩提升显著

——安琪酵母(600298)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2017-07-18)

发布日期: 2017年07月19日

收盘价(元)	23.65
一年内最高/最低(元)	26.59/16.08
沪深300指数	3667.18
市净率(倍)	5.99
流通市值(亿元)	191.74

投资要点:

- 公司发布2017年中期报告: 2017H, 公司实现营业收入29.10亿元, 同比增长22.40%; 实现营业利润4.78亿元, 同比增长59.07%; 实现归母净利润4.46亿元, 同比增长62.06%, 当期每股收益0.51元。
- 我们观测了安琪香港和安琪埃及的营收数据, 认为公司在海外市场的收入正在加速增长, 海外市场对公司的收入贡献在加大。2017年9月, 安琪俄罗斯的产能投产后, 预计公司的海外市场将会以更大的增幅扩张。相比之下, 公司在国内市场的销售增长有所放缓, 但是, 仍好于下游需求行业的增长情况。
- 根据安琪埃及分厂在2017H的盈利数据, 以及公司对俄罗斯项目毛利率的测算, 我们预计, 公司在国外市场的毛利率可提升至40%以上, 净利率也可达到20%以上。国内市场的毛利率下滑企稳, 我们预判2017年该下滑态势持续。但是, 在海外盈利性向好的带动下, 公司整体毛利率呈现大幅提升的态势。
- 在毛利率提升和成本严控下: 2017H, 公司的净利率为15.34%, 较2016年大幅提升3.46个百分点。由于公司在埃及和俄罗斯涉及直接投资, 公司的管理费用率相对较高: 2017H达到7.26%, 较2016年继续抬高; 未来随着海外收入规模扩大, 境外的管理费用有望摊薄。
- 公司各子公司中, 盈利性较好的是安琪伊犁、安琪柳州、安琪崇左和安琪埃及, 其中, 安琪埃及的当期改善尤甚, 从产能到业绩都有了较大幅度的释放提升。
- 2017H酵母抽提物(YE)的单价提升显著, 当期净利润率达到了15.48%。公司是全球最大的YE供应商, 由于欧洲需求增长快, YE涨价的基本面支撑有力。
- 投资评级: 预测公司2017、2018、2019年的每股收益分别为1.05、1.28、1.45元, 同比增长62.1%、21.7%、13.3%。按照2017年7月18收盘价23.65元计算, 对应的估值分别为22.7、18.6、16.4倍。公司业绩增长较为明确, 估值合理, 分红率高, 充分体现了二级市场的防御性, 维持对公司的“买入”评级。

基础数据(2017-6-30)

每股净资产(元)	4.15
每股经营现金流(元)	0.42
毛利率(%)	36.19
净资产收益率-摊薄(%)	12.32
资产负债率(%)	51.47
总股本/流通股(万股)	82408.09/81071.93
B股/H股(万股)	0/0

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

联系人: 李琳琳

电话: 021-050588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,213.4	4,860.5	7,598.5	8,636.2	9,057.8
增长比率(%)	15.3%	15.4%	56.3%	13.7%	4.9%
净利润(百万元)	280.1	535.1	867.3	1,055.1	1,195.4
增长比率(%)	90.3%	91.0%	62.1%	21.7%	13.3%
每股收益(元)	0.34	0.65	1.05	1.28	1.45
市盈率(倍)	70.2	36.7	22.7	18.6	16.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

1. 事件：公司发布 2017 年中期报告

公司发布 2017 年中期报告：2017H，公司实现营业收入 29.10 亿元，同比增长 22.40%；实现营业利润 4.78 亿元，同比增长 59.07%；实现归母净利润 4.46 亿元，同比增长 62.06%，当期每股收益 0.51 元。

2. 点评

2.1. 海外收入增长提速

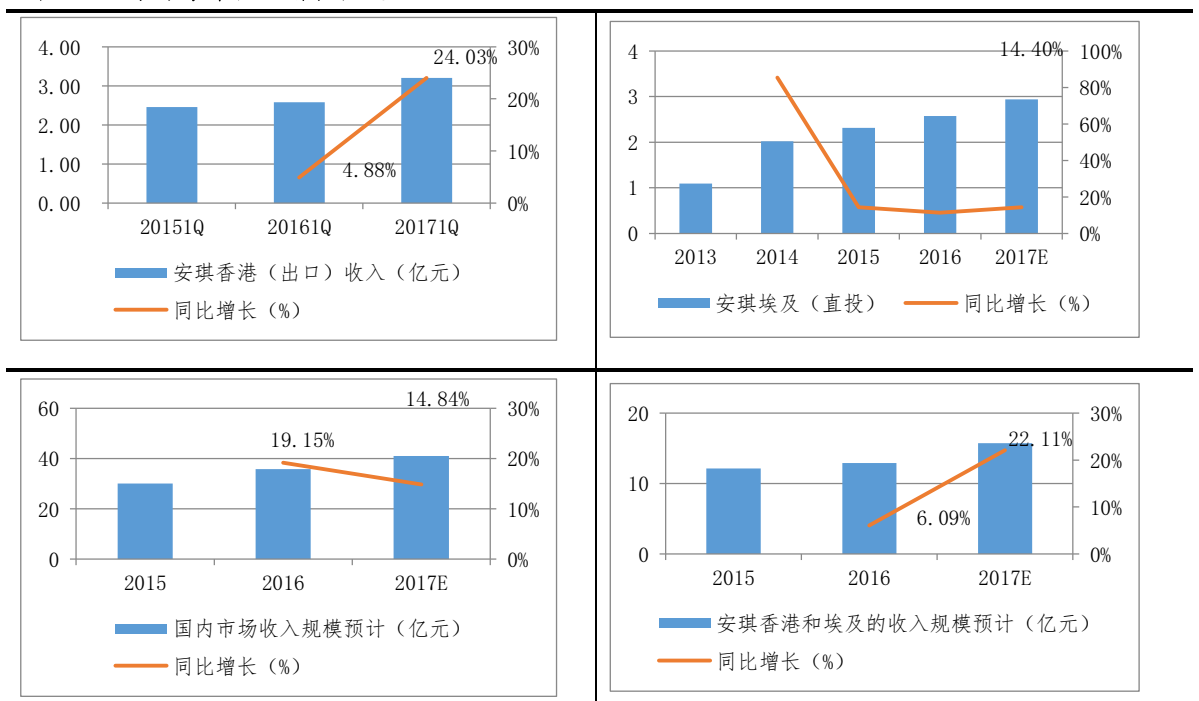
我们观测了安琪香港和安琪埃及的营收数据，认为公司在海外市场的收入正在加速增长，海外市场对公司的收入贡献在加大。

我们预测，（根据安琪香港 1Q 的财务数据）安琪香港 2017 年的出口收入能够达到 12.80 亿元，相比 2016 年增长 24.03%；安琪埃及的直投收入 2017 年达到 2.94 亿元，相比 2016 年增长 14.40%；二者面向海外市场，预测 2017 年合计达到 15.74 亿元，相比 2016 年增长 22.11%，在公司的收入结构中占比达到 28%。2017 年同期，我们预测国内市场的收入规模达到 41.02 亿元，同比增长 14.84%。

相比国内市场，海外市场的销售增长正在提速。2017 年 9 月，安琪俄罗斯的产能投产后，预计公司的海外市场将会以更大的增幅扩张。

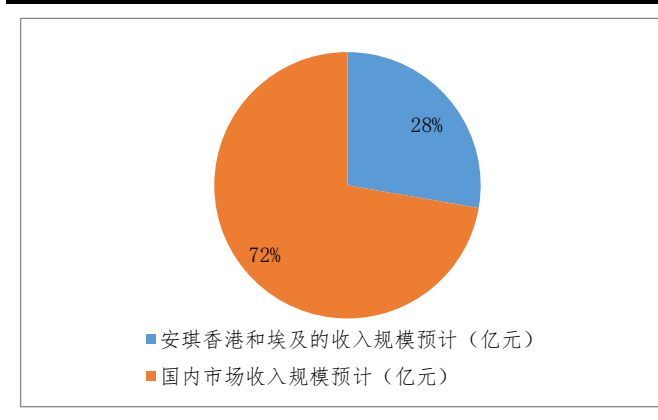
相比之下，公司在国内市场的销售增长有所放缓，但是，仍好于下游需求行业的增长情况。

图 1：公司的海外收入增长提速



资料来源：中原证券 公司定期报告

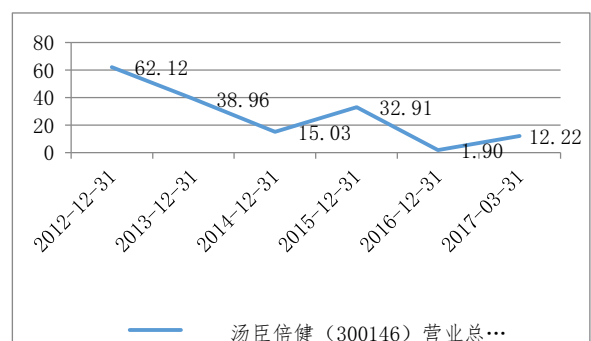
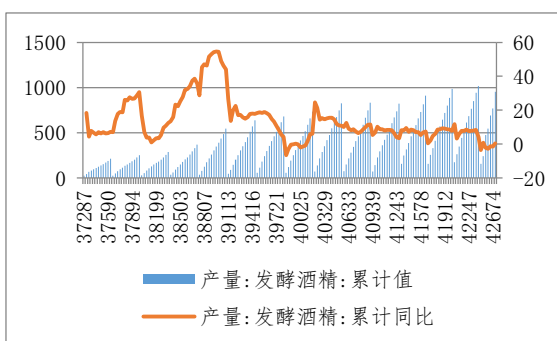
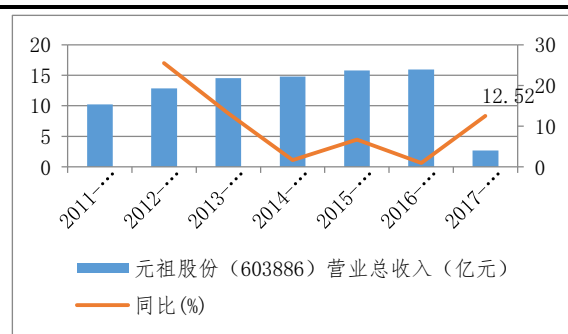
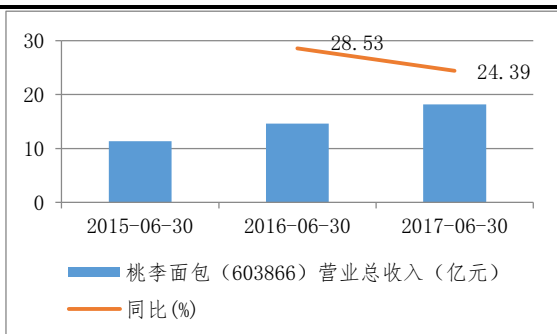
图 2: 海外市场对公司的收入贡献加大



资料来源: 中原证券 公司定期报告

公司产品的下游需求行业主要是烘焙、保健食品、酿酒等。烘焙行业近年来增长较快, 比如上市公司元祖股份 (603886) 和桃李面包 (603866), 2017 年上半年二者的销售分别保持了 12.52% 和 24.39% 的较高增长。此外, 保健食品行业近些年也保持了 15% 至 20% 的较高增长。整体上看, 公司酵母产品的增长基本与下游增长保持了一致性。

图 3: 烘焙、保健食品行业增长较好



资料来源: 中原证券 WIND

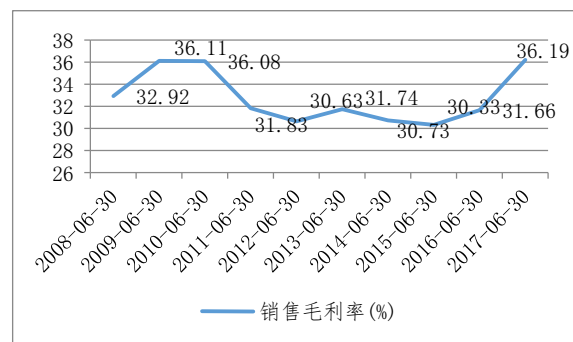
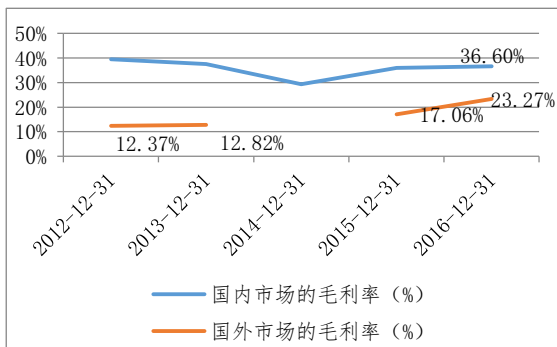
2.2. 海外市场的盈利性将好于国内市场

根据安琪埃及分厂在 20171H 的盈利数据，以及公司对俄罗斯项目毛利率的测算，我们预计，公司在国外市场的毛利率可提升至 40%以上，净利率也可达到 20%以上。其中主要原因是：其一，海外分厂的糖蜜采购价格低于国内；其二，随着海外的产能利用率持续提升，固定成本不断地被摊薄，单位生产成本的下降推升了海外分厂的毛利率水平。我们认为，公司海外产能的毛利率将会高于国内产能。

国内市场的毛利率下滑企稳。国内市场的盈利性受糖供应的制约：中国是糖进口国，供需平衡很大程度上依赖于印度对华的出口量；糖的供应量，叠加玉米和甘薯的供应量，共同决定了当年的糖蜜价格，其价格传导机制异常复杂。2014 年 8 月至 2017 年 8 月，国内糖价经历了历时三年的上涨周期，从而影响糖蜜价格，一定程度上推升糖蜜成本；因而，2016 年，公司国内市场的毛利率呈下滑态势，我们预判 2017 年该下滑态势持续。

但是，在海外盈利性向好的带动下，公司整体毛利率呈现大幅提升的态势。

图 4： 海外盈利性向好，带动综合毛利率提升



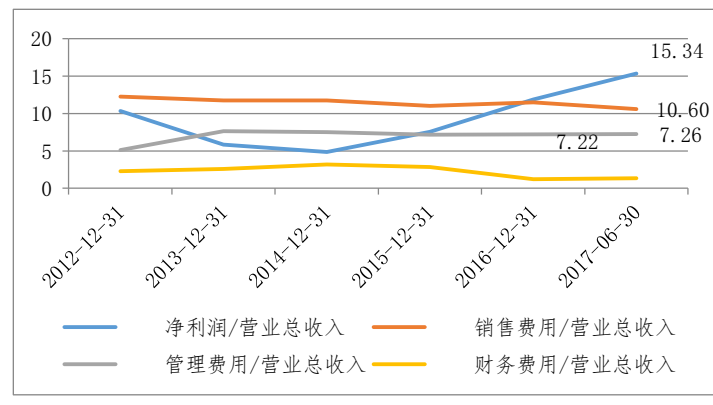
资料来源：中原证券 WIND

2.3. 公司盈利能力大幅提升

在毛利率提升和成本严控下: 20171H, 公司的净利率为 15.34%, 较 2016 年大幅提升 3.46 个百分点。

由于公司在埃及和俄罗斯涉及直接投资, 公司的管理费用率相对较高: 20171H 达到 7.26%, 较 2016 年继续抬高; 未来随着海外收入规模扩大, 境外的管理费用有望摊薄。

图 5: 成本严控下净利率大幅提升



资料来源: 中原证券 WIND

公司各子公司中, 盈利性较好的是安琪伊犁、安琪柳州、安琪崇左和安琪埃及, 20171H 的净利润规模分别为 5423、3535、5115、6674 万元, 净利润率分别为 19.85%、15.48%、13.82% 和 45.51%。其中, 安琪埃及的当期改善尤甚, 从产能到业绩都有了较大幅度的释放提升。

表 1: 公司各子公司 20171H 的经营数据

(单位: 百万元)	营业收入	净利润	净利润率 (%)
安琪伊犁	273.22	54.23	19.85%
安琪赤峰	328.81	19.75	6.01%
安琪崇左	370.06	51.15	13.82%
安琪柳州	228.30	35.35	15.48%
安琪德宏 (70%)	233.42	19.11	8.19%
安琪埃及	146.65	66.74	45.51%
宏裕新材 (65%)	175.01	23.69	13.54%
合计	1755.47	270.02	15.38%

资料来源: 中原证券 公司 2017 年半年报

2.4. YE 单价和盈利提升显著

安琪柳州专门从事酵母抽提物（YE）生产，目前有 20000 吨产能。我们通过提取安琪柳州的经营数据，观察到 2017H 酵母抽提物（YE）的单价提升显著，当期净利润率达到了 15.48%。

公司是全球最大的 YE 供应商，由于欧洲需求增长快，YE 涨价的基本面支撑有力。

表 2: 安琪柳州 YE 的生产情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017H
营业收入（万元）	工程建设期	18538	25165	35699	41756	22830
净利润（万元）		484	2641	2159	4726	3535
净利润率（%）		2.61%	10.49%	6.05%	11.32%	15.48%
产能（吨；满产计）		20000	20000	20000	20000	10000

资料来源：中原证券 公司定期报告

表 3: 公司产能布局情况

	安琪柳州	埃及	俄罗斯	合计			
YE 产能（万吨）	2	1.2	1.5	4.7			
	安琪伊犁	安琪赤峰	安琪崇左 (70%股权)	安琪德宏	安琪埃及	安琪俄罗斯	合计
酵母产能（万吨）	11	0.9	0.5	3	2.3	2	20.3

资料来源：中原证券

2.5. 投资评级

预测公司 2017、2018、2019 年的每股收益分别为 1.05、1.28、1.45 元，同比增长 62.1%、21.7%、13.3%。按照 2017 年 7 月 18 收盘价 23.65 元计算，对应的估值分别为 22.7、18.6、16.4 倍。公司业绩增长较为明确，估值合理，分红率高，充分体现了二级市场的防御性，维持对公司的“买入”评级。

2.6. 风险提示

公司的海外产能面临能否充分释放，相应渠道建设能否跟进的风险。如果埃及和俄罗斯所建产能无法充分释放，则会加大固定成本，损害盈利。

公司在海外市场的回款也应该重点关注，海外应收账款、账龄和资产减值等数据是相应的关注数据。

公司的股权激励制度较为完善，但是近期高管层中的部分持股是否有减持冲动，其减持初衷是怎样的，该风险应该被市场充分认知。

附：公司产品量价预测

单位: 百万元; %	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
酵母系列			备注：安琪德宏 2.6+0.4，其中 4000 吨干酵母于 2017 年 5 月投产；俄罗斯 20000 吨酵母产能于 2017 年 8 月投产。	备注：安琪赤峰 0.9+1.6 万吨产能，其中 1.6 万吨干酵母于 2018 年 6 月投产。	备注：埃及 12000 吨 YE 投产
销量 (吨)	201336.00	210000	246000	246000	246000
增长率	10%	4%	17%	0%	0%
吨价 (元/吨)	27029	27029	27029	27029	27029
销售收入	3762.00	5676.09	6649.13	6649.13	6649.13
增长率	11%	51%	17%	0%	0%
毛利率	35%	36.80%	37.80%	38.90%	39.00%
营业成本	2450.19	3587.29	4135.76	4062.62	4055.97
毛利	1311.81	2088.80	2513.37	2586.51	2593.16
YE			备注：柳州 20000+ 埃及 12000=32000	备注：柳州 20000+ 埃及 12000+ 俄罗斯 15000=47000	
销量 (吨)	32000	32000	32000	47000	47000
增长率	0%	0%	0%	47%	0%
吨价 (元/吨)	21905	23000	23690	24400.7	25132.721
同比增长 (%)	5%	5%	3%	3%	3%
销售收入	700.96	736.00	758.08	1146.83	1181.24
增长率	0%	5%	3%	51%	3%
毛利率		38%	39%	40%	41%
营业成本		456.32	462.43	688.10	696.93
毛利		279.68	295.65	458.73	484.31
制糖					
销售收入	190.00	262.20	262.20	262.20	262.20
增长率	55.74%	38.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.82%	11.89%	10.00%	10%	10%
营业成本	169.10	231.02	235.98	235.98	235.98
毛利	20.51	31.18	26.22	26.22	26.22
包装					
销售收入	165.76	207.20	248.64	280.96	303.44
增长率	18.37%	25%	20%	13%	8%
毛利率	24.93%	28%	30%	30%	30%
营业成本	124.43	149.18	174.05	196.67	212.41
毛利	41.32	58.02	74.59	84.29	91.03
奶制品					

销售收入	53.52	55.13	56.23	56.79	57.36
增长率	8.43%	3%	2%	1%	1%
毛利率	28.94%	29%	30%	30%	28%
营业成本	38.03	39.14	39.36	39.75	41.30
毛利	15.49	15.99	16.87	17.04	16.06
其他主营业务					
销售收入	661.88	661.88	661.88	661.88	661.88
增长率	32.51%	0%	0%	0%	0%
毛利率	28.45%	26%	26%	26%	26%
营业成本	473.59	489.79	489.79	489.79	489.79
毛利	188.29	172.09	172.09	172.09	172.09
总计					
销售收入	4860.53	7598.50	8636.16	9057.80	9115.25
增长率	15.36%	56.33%	13.66%	4.88%	0.63%
综合毛利率	32.62%	34.82%	35.88%	36.93%	37.11%
营业成本	3275.20	4952.75	5537.37	5712.92	5732.38
毛利	1585.33	2645.75	3098.79	3344.88	3382.87

资料来源：中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,213.4	4,860.5	7,598.5	8,636.2	9,057.8	成长性					
减: 营业成本	2,954.2	3,275.2	4,952.8	5,537.4	5,712.9	营业收入增长率	15.3%	15.4%	56.3%	13.7%	4.9%
营业税费	23.3	47.2	71.4	80.3	84.2	营业利润增长率	73.0%	79.4%	71.7%	21.8%	13.2%
销售费用	463.5	556.8	873.8	993.2	1,032.6	净利润增长率	90.3%	91.0%	62.1%	21.7%	13.3%
管理费用	302.2	351.1	531.9	604.5	625.0	EBITDA 增长率	25.1%	28.4%	60.0%	15.9%	9.9%
财务费用	119.6	58.9	136.8	164.1	181.2	EBIT 增长率	46.5%	45.1%	77.1%	21.6%	12.8%
资产减值损失	19.1	-24.6	3.0	3.5	3.6	NOPLAT 增长率	66.7%	53.3%	68.4%	21.6%	12.8%
加: 公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	投资资本增长率	0.8%	-5.8%	31.4%	-17.7%	3.6%
投资和汇兑收益	2.5	3.4	-	-	-	净资产增长率	7.8%	7.1%	22.5%	13.6%	13.2%
营业利润	334.0	599.2	1,028.8	1,253.2	1,418.3	利润率					
加: 营业外净收支	42.8	47.0	41.0	41.0	41.0	毛利率	29.9%	32.6%	34.8%	35.9%	36.9%
利润总额	376.8	646.2	1,069.8	1,294.2	1,459.3	营业利润率	7.9%	12.3%	13.5%	14.5%	15.7%
减: 所得税	58.1	68.6	160.5	194.1	218.9	净利润率	6.6%	11.0%	11.4%	12.2%	13.2%
净利润	280.1	535.1	867.3	1,055.1	1,195.4	EBITDA/营业收入	18.3%	20.4%	20.9%	21.3%	22.3%
资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	10.8%	13.5%	15.3%	16.4%	17.7%
货币资金	301.3	332.8	607.9	690.9	724.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	310	260	172	152	129
应收帐款	476.2	491.5	1,197.1	674.1	1,252.1	流动营业资本周转天数	77	53	58	68	64
应收票据	126.1	60.3	177.1	132.0	186.1	流动资产周转天数	182	163	162	163	162
预付帐款	128.8	139.1	289.6	169.8	308.9	应收帐款周转天数	37	36	40	39	38
存货	984.8	1,214.1	2,151.0	1,540.0	2,301.7	存货周转天数	82	81	80	77	76
其他流动资产	71.2	81.9	92.9	82.0	85.6	总资产周转天数	533	480	369	334	309
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	416	352	253	230	202
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	23.2	26.5	26.5	26.5	26.5	ROE	9.2%	16.4%	21.7%	23.3%	23.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	8.5%	10.3%	15.3%	14.8%
固定资产	3,608.7	3,406.5	3,847.5	3,440.2	3,032.8	ROIC	7.9%	12.0%	21.5%	19.9%	27.3%
在建工程	79.9	457.5	-	-	-	费用率					
无形资产	279.8	303.4	291.8	280.3	268.7	销售费用率	11.0%	11.5%	11.5%	11.5%	11.4%
其他非流动资产	117.0	264.3	135.7	157.6	173.9	管理费用率	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%	6.9%
资产总额	6,196.8	6,777.7	8,817.0	7,193.2	8,360.8	财务费用率	2.8%	1.2%	1.8%	1.9%	2.0%
短期债务	1,108.3	1,389.1	1,688.2	426.4	145.3	三费/营业收入	21.0%	19.9%	20.3%	20.4%	20.3%
应付帐款	504.5	582.7	1,192.6	675.5	1,281.7	偿债能力					
应付票据	112.1	14.3	260.9	32.4	247.8	资产负债率	47.3%	48.4%	51.4%	32.3%	34.1%
其他流动负债	1,115.1	999.5	1,000.0	1,078.2	1,055.4	负债权益比	89.7%	93.8%	105.7%	47.7%	51.7%
长期借款	-	150.0	288.9	-	-	流动比率	0.74	0.78	1.09	1.49	1.78
其他非流动负债	89.4	144.3	100.0	111.2	118.5	速动比率	0.39	0.37	0.57	0.79	0.94
负债总额	2,929.5	3,280.0	4,530.6	2,323.7	2,848.7	利息保障倍数	3.79	11.17	8.52	8.64	8.83
少数股东权益	228.3	244.4	286.4	331.4	376.4	分红指标					
股本	329.6	824.1	824.1	824.1	824.1	DPS(元)	0.12	0.30	0.51	0.63	0.73
留存收益	2,782.0	2,724.9	3,175.9	3,714.0	4,311.7	分红比率	35.3%	46.2%	48.0%	49.0%	50.0%
股东权益	3,267.3	3,497.8	4,286.4	4,869.5	5,512.2	股息收益率	0.5%	1.3%	2.1%	2.6%	3.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	318.7	577.6	867.3	1,055.1	1,195.4	EPS(元)	0.34	0.65	1.05	1.28	1.45
加: 折旧和摊销	324.1	340.1	418.9	418.9	418.9	BVPS(元)	3.69	3.95	4.85	5.51	6.23
资产减值准备	19.1	-24.6	-	-	-	PE(X)	70.2	36.7	22.7	18.6	16.4
公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-	PB(X)	6.5	6.0	4.9	4.3	3.8
财务费用	106.2	85.7	136.8	164.1	181.2	P/FCF	-92.3	43.4	76.8	34.1	32.6
投资收益	-2.5	-3.4	-	-	-	P/S	4.7	4.0	2.6	2.3	2.2
少数股东损益	38.6	42.5	42.0	45.0	45.0	EV/EBITDA	12.6	21.2	13.7	10.9	9.8
营运资金的变动	-148.0	370.7	-1,408.8	632.3	-614.4	CAGR(%)	51.1%	29.0%	72.6%	51.1%	29.0%
经营活动产生现金流量	570.5	780.3	56.2	2,315.4	1,226.1	PEG	1.4	1.3	0.3	0.4	0.6
投资活动产生现金流量	-243.4	-773.3	-360.0	-	-	ROIC/WACC	0.8	1.2	2.2	2.0	2.7
融资活动产生现金流量	-228.8	62.3	578.9	-2,232.4	-1,192.3	REP	2.5	3.8	1.7	2.0	1.4

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

分析师声明：

本报告署名分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明：

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。

证券研究报告属于专业性报告，请在投资顾问指导下谨慎使用。投资者应当充分了解证券证券投资的高风险性，独立做出投资决定并自行承担投资风险。

本报告由中原证券股份有限公司制作，本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称中原证券）所有，未经中原证券书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。

获得中原证券书面授权的刊载、转发、引用，需要注明报告的出处为“中原证券股份有限公司”，且不得对刊载、转发的报告进行任何有悖原意的删节和修改，引用报告内容不得断章取义有悖原意。

本公司授权刊载转发机构名单在公司网站www.ccnew.com披露。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载信息、建议及推测不一致的报告，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

报告观点、结论和建议仅供投资者参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

特别声明：

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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。