

2018年02月07日

公司研究

评级：买入（维持）

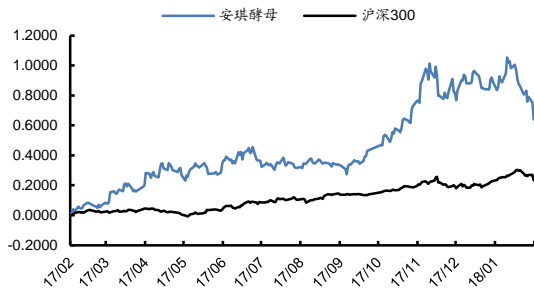
研究所

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn  
证券分析师：陈鹏 S0350517070001  
0755-83702462 chenp02@ghzq.com.cn

## 产能持续扩张，高管增持提升信心

### ——安琪酵母（600298）动态点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
安琪酵母	-13.3	-7.1	62.8
沪深300	0.2	2.3	23.3

#### 市场数据

2018-02-06

当前价格（元）	29.12
52周价格区间（元）	17.66 - 37.28
总市值（百万）	23997.24
流通市值（百万）	23997.24
总股本（万股）	82408.09
流通股（万股）	82408.09
日均成交额（百万）	253.40
近一月换手（%）	30.48

#### 相关报告

《安琪酵母（600298）业绩预告点评：业绩符合预期，毛利率持续提升》——2018-01-24

《安琪酵母（600298）深度报告：下游景气持续，受益成本下降》——2017-12-08

《安琪酵母（600298）三季报点评：成本大幅下降，业绩符合预期》——2017-10-26

《安琪酵母（600298）中报点评：业绩符合预期，收入稳步增长》——2017-07-17

《安琪酵母(600298)调研报告：原料糖蜜价格下跌+费用率下降+汇兑收益增加（增持）\*食品饮料\*余春生》——2016-02-17

#### 事件：

公司发布公告，董事长俞学锋，董事、总经理李知洪，董事肖明华通过上海证券交易所系统集中竞价方式合计增持公司 278400 股，增持股份占公司总股本的 0.0338%。

#### 投资要点：

■ **增持提升市场信心。**公司董事长俞学锋，董事、总经理李知洪，董事肖明华通过上海证券交易所系统集中竞价方式合计增持公司 278400 股。本次增持是基于对公司内在价值的认可、发展前景及战略规划的认同，同时为提升投资者信心，促进公司股东与管理层的利益趋同，切实维护中小股东利益和资本市场稳定，以更好地支持公司未来持续、稳定、健康的发展。

■ **可交换债临近转股。**2017 年 8 月 18 日，安琪酵母收到公司持股 5% 以上股东湖北日升科技有限公司通知，日升科技以所持公司部分股票为标的，成功发行可交换公司债券 3 亿元，期限为三年，票面利率第一年为 1.5%、第二年为 2%、第三年为 2.5%，初始换股价为 29 元/股。转股期限自本次债券发行结束之日起满 6 个月后的第 1 个交易日起至本次债券到期日止，本次债券的持有人有权在转股期内将其持有的该债券交换为本公司股票。

■ **收入持续稳健增长。**酵母行业的下游调味品和烘焙景气度较好，都保持两位数以上的增长，拉动公司产能不断扩张，每年产能大概有 10% 的增长。同时，产品吨价不断提升，公司 C 端产品占比提升拉动吨价上行，每年吨价大概有 3% 以上的增长。而且，近几年发展的保健品、烘焙原料快速上量，逐步贡献新的增量。结合产能增长、吨价提升、保健品和烘焙原料放量，预计收入端仍可保持快速增长。

■ **公司受益成本下行。**酵母的上游是糖蜜，糖蜜是甘蔗制糖的副产品。从国内来看，在供大于求的作用下，预计糖蜜价格 2018 年可以下降 4% 左右，糖蜜占公司成本 40% 左右，可以拉动毛利率提升 1 个多点。同时，2018 年俄罗斯工厂满产，俄罗斯糖蜜价格远低于国内，只要 100 元/吨，2018 年俄罗斯工厂糖蜜采购 10 万吨，占公司糖蜜总采购量 10%，可以进一步降低成本。公司是酵母行业龙头，国内市占率 50%，行业话语权强，在下游成本占比小，原材料上涨可以转嫁给下

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

游，原材料下跌时利润弹性更大，无需太过担忧原材料成本波动。

- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.04 元、1.40 元、1.69 元，对应 PE 分别为 28X、21X、17X。公司下游景气持续，产能持续扩张，受益成本下降，维持“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全风险；糖蜜价格波动风险；海外市场风险；产能建设进度低于预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	4860.53	5820.03	6876.26	7994.67
增长率(%)	15.36%	19.74%	18.15%	16.26%
净利润（百万元）	535.09	856.35	1152.97	1391.61
增长率(%)	91.04%	60.04%	34.64%	20.70%
摊薄每股收益（元）	0.65	1.04	1.40	1.69
ROE(%)	15.82%	21.90%	24.64%	25.46%

资料来源：wind 资讯，国海证券研究所

表：安琪酵母盈利预测表

证券代码:	600298.SH				股价:	29.12	投资评级:	买入	日期:	2018-02-06
<b>财务指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>每股指标与估值</b>		<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	15.82%	21.90%	24.64%	25.46%	EPS	0.65	1.04	1.40	1.69	
毛利率	32.62%	36.50%	38.50%	39.00%	BVPS	4.24	5.25	6.11	7.16	
期间费率	19.89%	19.02%	18.42%	18.05%	<b>估值</b>					
销售净利率	11.01%	14.71%	16.77%	17.41%	P/E	44.85	28.02	20.81	17.24	
<b>成长能力</b>					P/B	6.86	5.55	4.77	4.07	
收入增长率	15.36%	19.74%	18.15%	16.26%	P/S	4.94	4.12	3.49	3.00	
利润增长率	91.04%	60.04%	34.64%	20.70%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>		
总资产周转率	0.75	0.81	0.86	0.89	<b>营业收入</b>	<b>4860.53</b>	<b>5820.03</b>	<b>6876.26</b>	<b>7994.67</b>	
应收账款周转率	10.63	11.44	11.37	11.29	营业成本	3275.20	3695.72	4228.90	4876.75	
存货周转率	2.98	2.86	2.88	2.89	营业税金及附加	47.21	40.74	48.13	55.96	
<b>偿债能力</b>					销售费用	556.83	622.74	735.76	855.43	
资产负债率	0.48	0.43	0.40	0.38	管理费用	351.11	424.86	488.21	559.63	
流动比	0.78	1.04	1.25	1.48	财务费用	58.92	59.27	42.81	28.25	
速动比	0.37	0.58	0.74	0.92	其他费用/(-收入)	340.09	326.81	311.58	298.88	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>营业利润</b>	<b>599.23</b>	<b>980.06</b>	<b>1335.82</b>	<b>1622.03</b>	
现金及现金等价物	332.78	829.37	1263.67	1800.41	营业外净收支	46.99	46.99	46.99	46.99	
应收款项	523.14	626.41	740.09	860.47	<b>利润总额</b>	<b>646.22</b>	<b>1027.05</b>	<b>1382.80</b>	<b>1669.02</b>	
存货净额	1214.08	1369.96	1567.61	1807.75	所得税费用	68.63	102.71	138.28	166.90	
其他流动资产	81.89	81.89	81.89	81.89	<b>净利润</b>	<b>577.58</b>	<b>924.35</b>	<b>1244.52</b>	<b>1502.12</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>2319.65</b>	<b>3098.91</b>	<b>3873.40</b>	<b>4804.77</b>	少数股东损益	42.49	68.00	91.55	110.50	
固定资产	3406.49	3603.68	3660.10	3733.21	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>535.09</b>	<b>856.35</b>	<b>1152.97</b>	<b>1391.61</b>	
在建工程	457.47	300.00	300.00	300.00	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	303.39	309.39	311.39	309.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>621.45</b>	<b>1074.43</b>	<b>1328.32</b>	<b>1526.46</b>	
长期股权投资	26.46	26.46	26.46	26.46	净利润	577.58	924.35	1244.52	1502.12	
<b>资产总计</b>	<b>6777.74</b>	<b>7600.19</b>	<b>8433.10</b>	<b>9435.59</b>	少数股东权益	244.41	312.41	403.96	514.46	
短期借款	1389.14	1289.14	1289.14	1289.14	折旧摊销	340.09	326.81	311.58	298.88	
应付款项	580.02	654.49	748.91	863.64	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	
预收帐款	105.11	125.48	148.26	172.37	营运资金变动	473.26	-185.64	-220.23	-252.42	
其他流动负债	600.00	600.00	600.00	600.00	<b>投资活动现金流</b>	<b>-614.77</b>	<b>-319.64</b>	<b>-319.64</b>	<b>-319.64</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>2985.68</b>	<b>2982.71</b>	<b>3102.67</b>	<b>3244.88</b>	资本支出	-496.37	-350.00	-350.00	-350.00	
长期借款及应付债券	150.00	150.00	150.00	150.00	长期投资	-39.54	-20.00	-20.00	-20.00	
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-153.81	0.00	0.00	0.00	
<b>长期负债合计</b>	<b>294.29</b>	<b>294.29</b>	<b>294.29</b>	<b>294.29</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-97.13</b>	<b>-258.20</b>	<b>-574.38</b>	<b>-670.08</b>	
<b>负债合计</b>	<b>3279.97</b>	<b>3276.99</b>	<b>3396.96</b>	<b>3539.17</b>	债务融资	430.79	-100.00	0.00	0.00	
股本	824.08	824.08	824.08	824.08	权益融资	1.12	1.12	1.12	1.12	
股东权益	3497.78	4323.19	5036.14	5896.43	其它	-222.90	295.60	0.00	0.00	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6777.74</b>	<b>7600.19</b>	<b>8433.10</b>	<b>9435.59</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-90.44</b>	<b>496.59</b>	<b>434.30</b>	<b>536.74</b>	

资料来源: wind 资讯, 国海证券研究所

## 【食品饮料组介绍】

余春生，食品饮料行业首席分析师，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。

陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

## 【分析师承诺】

余春生、陈鹏，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。