

**2018 年 3 月 16 日**
**倾向君**

H70420@capital.com.tw

**目标价(元) 39**
**公司基本资讯**

产业别	农林牧渔		
A 股价(2018/3/15)	33.29		
上证指数(2018/3/15)	3291.11		
股价 12 个月高/低	37.28/20.22		
总发行股数(百万)	824.08		
A 股数(百万)	824.08		
A 市值(亿元)	274.34		
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)		
每股净值(元)	4.66		
股价/账面净值	7.14		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	14.0	-0.4	60.0

**近期评等**

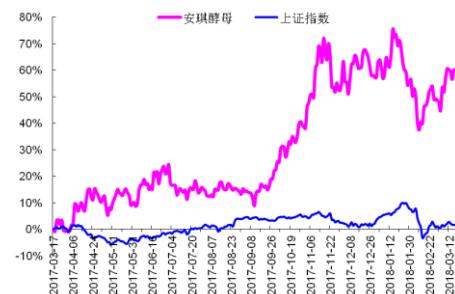
出刊日期	前日收盘	评等
2017-11-30	31.78	买入
2017-07-20	24.04	买入

**产品组合**

酵母系列	77.21%
包装	3.27%
制糖	5.81%
其他	12.72%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	10.0%
一般法人	54.9%

**股价相对大盘走势**

**安琪酵母(600298.SH)**
**Buy 买入**
**毛利率提升, 净利润同比增 58%, 维持买入**
**结论与建议:**

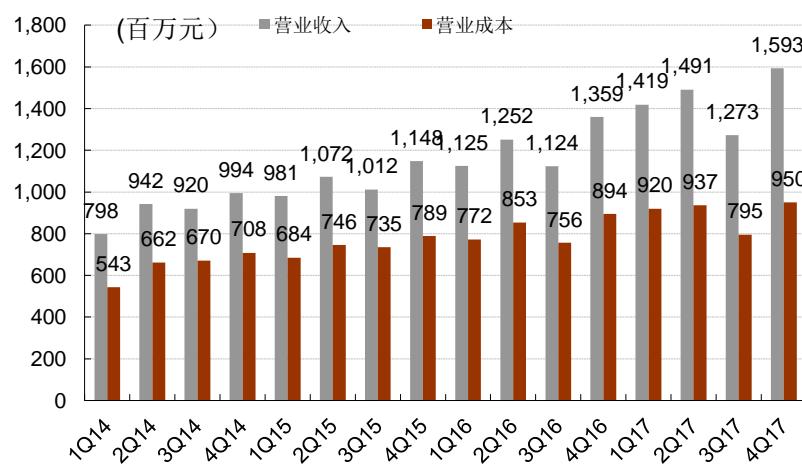
公司发布 2017 年业绩报告, 净利润同比增 58%, 表现靓丽。2017 年受益收入增长, 成本下降和规模效率提高共同作用, 毛利率显著提升。2018 年在衍生品高速发展和产能陆续投放得影响下, 业绩预计将保持较快增长。

- **2017 年净利增 58%:** 公司发布 2017 年年度报告, 受益烘焙、保健品、动物营养及白糖业务增长良好, 在成本下降、规模和效率提升的共同作用下, 全年实现营收 57.76 亿元, 同同比增 18.83%, 实现归属上市公司股东净利润 8.5 亿, 同同比增 58.33%, 符合业绩预告, 每股收益为 1.028 元, 毛利率为 37.6%, 较上年同比上升 5 个百分点。分季度看, 节假日备货影响下, 四季度公司实现营收 15.93 亿, 同同比增 17.17%, 实现归母净利润 2.4 亿元, 同同比增 54.72%, 毛利率达 40.3%, 同同比上升 6.1 个百分点。
- **分红方案:** 每 10 股分配现金股利 3.5 元
- **市占率领先, 产能扩充推进全球化:** 安琪为全球第三大酵母生产商, 当前全球市占率约 12%, 国内市占率第一。目前, 公司总产能达 20.3 万吨。2017 年, 公司产能扩充推进顺利: 1) 俄罗斯 2 万吨酵母项目投产, 产量符合预期, 预计今年将达产, 2) 柳州 YE 及饲料生产线建成投产生产。2018 年将重点推进: 1) 安琪赤峰扩建年产 2.5 万吨酵母生产线, 2) 埃及 1.2 万吨酵母提取物生产线项目, 3) 保健品新生产线(建成后年产值达 5.8 亿元, 预计 2020 年投产)和 2.5 万吨包材产能建设(一期建成后年产 1.5 万吨健康产品包材, 预计 2020 年投产)。建成后, 公司产能将进一步扩充, 产能制约缩小, 将有利于进一步提高公司全球竞争力。
- **毛利率有望维持高水准:** 公司主要业务为酵母及深加工产品(酵母抽提物、微生物营养、保健品等), 营收占比达 77%, 2017 年毛利率为 41.69%, 同同比上升 6.82 个百分点。酵母类产品原材料糖蜜(不可进口)约占总成本 30%-40% 左右。2018 年迄今, 南方糖蜜价格约 810 元/吨, 较去年上升 10% 左右, 但南方有关联方供应糖蜜, 因此外购规模可根据市场价格灵活调整, 北方糖蜜价目前同比下降 10%; 海外方面, 俄罗斯糖蜜约 100 元/吨, 下降明显, 俄罗斯工厂设计毛利率达 44%, 净利率达 22%, 受益糖蜜价格走低, 预计实际达产后利润率可能更高, 埃及糖蜜约 800 元/吨, 价格平稳, 2017 年埃及净利率达 37.8%, 预计 2018 年净利率可维持高位。综合来看, 公司 2018 年糖蜜总成本仍将处于低位, 酵母业务毛利率有望保持较高水准。
- **衍生品高增长, 提升利润率:** 酵母衍生品, 如保健品、微生物营养、酵母抽提物(YE)等发展迅速, 收入增速在 20%-60% 之间, 且利润率高于传统产品, 受益衍生品高速增长, 公司盈利预计将进一提升。
- **盈利预测:** 据年报, 公司预计 2018 年营收增长 15%-20%, 净利润增 30% 以上。我们预计公司 2018、2019 年净利润将分别增长 36% 和 24%, EPS 分别为 1.4 元、1.7 元, 当前股价对应 2018-2019 年 PE 分别为 24 倍和 19 倍 PE, 维持买入评级。
- **风险提示:** 产能投放不及预期, 糖蜜成本上升

.....接续下页.....

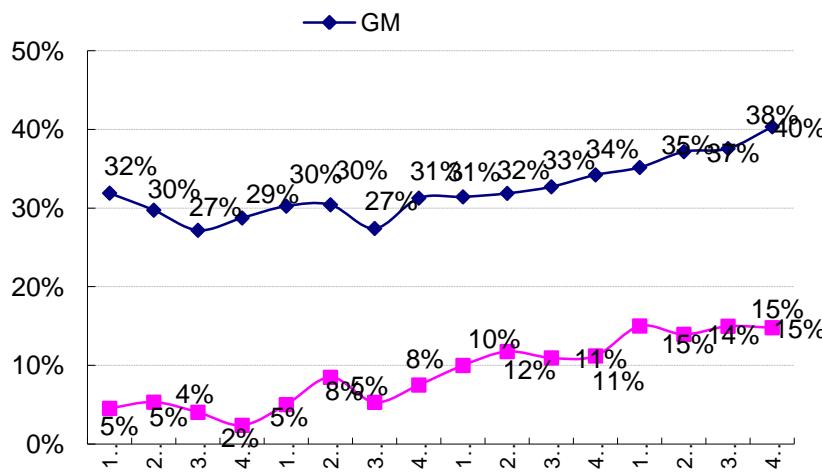
年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	280	535	847	1156	1429
同比增减	%	90.29	91.04	58.33	36.40	23.69
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.85	0.65	1.03	1.40	1.73
同比增减	%	90.29	-23.58	58.33	36.40	23.69
市盈率(P/E)	X	39.18	51.27	32.38	23.74	19.19
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.35	0.42	0.52
股息率 (Yield)	%	0.90	0.90	1.05	1.26	1.56

图 1：公司营收与净利润 单位：百万元



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

图 2：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告，群益金鼎证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER  $\geq 30\%$ )；买入 Buy (30%  $>$  ER  $\geq 10\%$ )

中性 Neutral (10%  $>$  ER  $> -10\%$ )

卖出 Sell (-30%  $<$  ER  $\leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	4213	4861	5776	6631	7888
经营成本	2954	3275	3602	3979	4654
营业税金及附加	23	47	62	71	84
销售费用	463	557	629	723	861
管理费用	302	351	460	483	575
财务费用	120	59	86	58	69
资产减值损失	19	-25	26	1	1
投资收益	2	3	9	9	9
营业利润	334	599	973	1324	1653
营业外收入	45	51	10	10	10
营业外支出	2	4	8	8	8
利润总额	377	646	975	1326	1654
所得税	58	69	82	109	147
少数股东损益	39	42	45	62	78
归属于母公司所有者的净利润	280	535	847	1156	1429

**附二：合并资产负债表**

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	301	333	417	350	396
应收账款	452	463	611	733	880
存货	985	1214	1537	1845	2214
流动资产合计	2088	2320	2910	2928	3489
长期股权投资	23	26	31	35	41
固定资产	3609	3406	4475	5370	5907
在建工程	80	457	193	260	312
非流动资产合计	4108	4458	5117	5885	6767
资产总计	6197	6778	8027	8812	10257
流动负债合计	2840	2986	2883	2754	2653
非流动负债合计	89	294	1051	1156	1272
负债合计	2929	3280	3934	3910	3925
少数股东权益	228	244	251	263	276
股东权益合计	3267	3498	4094	4902	6332
负债及股东权益合计	6197	6778	8027	8812	10257

**附三：合并现金流量表**

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	571	780	1122	1127	1380
投资活动产生的现金流量净额	-243	-773	-907	-997	-1197
筹资活动产生的现金流量净额	-229	62	-101	-197	-138
现金及现金等价物净增加额	101	32	84	-67	46

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。