

2018年8月17日

顾向君

H70420@captial.com.tw

目标价(元)

33

公司基本资讯

产业别	农林牧渔
A 股价(2018/8/16)	26.45
上证指数(2018/8/16)	2705.19
股价 12 个月高/低	39.22/22.41
总发行股数(百万)	824.08
A 股数(百万)	824.08
A 市值(亿元)	217.97
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)
每股净值(元)	4.83
股价/账面净值	5.48
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-27.4 -29.4 11.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-04-20	33.24	买入
2018-03-16	33.29	买入
2017-11-30	31.78	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

汇兑损失压制利润，下半年海外业务有望提速

结论与建议：

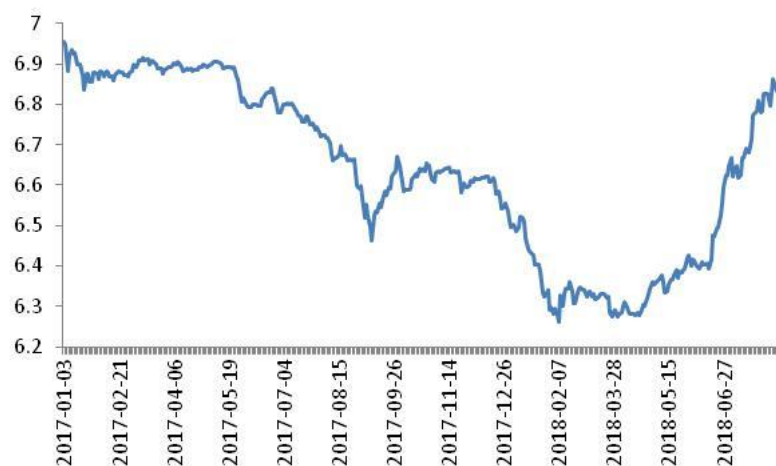
公司 2018 年上半年实现营收 33.27 亿，同比增 14.3%，实现归属上市公司股东的净利润 5 亿，同比增 19.5%，毛利率为 36.58%，较去年同期略有提升。二季度实现营收 17 亿，同比增 13.8%，实现净利润 2.3 亿，同比增 8.4%，毛利率为 36.4%，同比下降 0.8 个百分点。不及预期。

- 公司收入端符合市场预期，由于上半年并未对旗下产品提价，因此收入主要受销量驱动，表明公司下游需求未受明显冲击，以业务板块看，保健品、酵母抽提物等产品维持高速增长，估计增速约 40%、20%，收入占比最大的烘焙业务收入增速应在 17% 左右，汇兑影响下，出口增速估计个位数，动物营养受养殖业景气低迷影响估计低速增长。
- 利润增速较市场预期有一定差距，主要由于 1) 上半年人民币较去年同期升值，由于订单周期的影响，上半年公司汇兑损失显著增加，且主要确认于二季度，剔除汇兑损失（总计约 4000 多万，其中影响财务费用约 2040 万），上半年净利润约增 29% 左右，与前期预期一致；2) 多条生产线投产后，资本化利息减少以及信贷收紧造成融资成本上升；3) 母公司以往年度所得税亏损弥补因素基本消除。上述三个原因造成公司报告期财务费用大幅上升，同比提升 75.6%，对公司利润端形成较大冲击，但公司其他费用控制得当，整体费用率保持平稳（费用率为 19.1%）。
- 此外，公司经营活动的现金流净额同比下降 48%，主要是由于应收账款（较期初增 33%）和存货上升（较期初增 15%）。应收账款方面，由于与下游客户已建立长期合作关系，公司坏账率较低（为 2%，行业平均为 6%），因此无需过分担心；存货方面则是由于部分生产线需停产检修（耗时约一个月），提前备货所致。
- 6 月下旬以来，人民币迅速贬值，汇兑压力有望大幅缓解，有利公司海外业务。目前，公司收入增长稳定，1Q、2Q 环比均有提升，且原材料成本也已锁定（基本与去年持平），加之公司若严控费用，实现全年利润增 30% 的经营计画难度较小。
- 目前，公司已是全球第三大酵母生产商，埃及、俄罗斯工厂瞄准欧洲市场，全球竞争力不断提升。调整此前盈利预测，预计 2018-2019 年将分别实现净利润 11 亿、13.3 亿，同比增 30%、20.8%，EPS 分别为 1.34 元和 1.61 元，当前股价对应 PE 分别为 20 倍和 16 倍，由于公司长期逻辑不变，近期股价大幅回档使估值回落，配置价值凸显，维持买入投资建议。
- 风险提示：人民币大幅升值、食品安全问题，国际竞争加剧

..... 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	1101	1330
同比增减	%	90.29	91.04	58.33	30.00	20.80
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.85	0.65	1.03	1.34	1.61
同比增减	%	90.29	-23.58	58.33	30.00	20.80
市盈率 (P/E)	X	31	41	26	20	16
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.35	0.47	0.57
股息率 (Yield)	%	1.13	1.13	1.32	1.77	2.14

图1：2017年至今美元兑人民币即期汇率



资料来源：中国外汇交易中心，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	6653	7914
经营成本	2954	3275	3602	4118	4867
营业税金及附加	23	47	62	71	84
销售费用	463	557	629	703	834
管理费用	302	351	460	469	558
财务费用	120	59	86	91	100
资产减值损失	19	-25	26	0	2
投资收益	2	3	9	7	7
营业利润	334	599	973	1222	1487
营业外收入	45	51	10	20	20
营业外支出	2	4	8	1	1
利润总额	377	646	975	1241	1506
所得税	58	69	82	95	122
少数股东损益	39	42	45	45	53
归属于母公司所有者的净利润	280	535	847	1101	1330

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	301	333	417	516	833
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	3094	3926
长期股权投资	23	26	31	35	39
固定资产	3609	3406	4475	5370	5907
在建工程	80	457	193	260	273
非流动资产合计	4108	4458	5117	5885	6473
资产总计	6197	6778	8027	8979	10399
流动负债合计	2840	2986	2883	3032	3449
非流动负债合计	89	294	1051	1156	1330
负债合计	2929	3280	3934	4188	4779
少数股东权益	228	244	251	263	276
股东权益合计	3267	3498	4094	4790	5621
负债及股东权益合计	6197	6778	8027	8979	10399

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	1231	1464
投资活动产生的现金流量净额	-243	-773	-907	-998	-910
筹资活动产生的现金流量净额	-229	62	-101	-133	-237
现金及现金等价物净增加额	101	32	84	100	317

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 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @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i @。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。