证券研究报告—动态报告

食品饮料

食品

安琪酵母(600298)

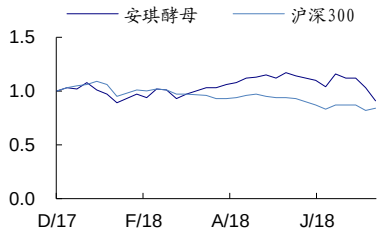
买入

2018 年半年报点评

（维持评级）

2018 年 08 月 20 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	824/824
总市值/流通(百万元)	21,797/21,797
上证综指/深证成指	2,705/8,500
12 个月最高/最低(元)	39.22/22.41

相关研究报告:

《安琪酵母-600298-2018 年一季报点评：高基数增长不易，盈利持续提升》 ——2018-04-23

《安琪酵母-600298-2017 年年报点评：衍生品拉动高增，海内外彰显优势》 ——2018-03-16

《安琪酵母-600298-2017 年三季报点评：成本规模现优势，产能护航塑龙头》 ——2017-10-25

《安琪酵母-600298-重大事件快评：产能落地，成本稳降，业绩向好》 ——2017-09-26

证券分析师：陈梦瑶
电话：18520127266
E-MAIL：chenmengyao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080001
联系人：郭尉
电话：15210587234
E-MAIL：guowei1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

汇率波动业绩受阻，主品类收入稳增

- **收入增长稳定，业绩受汇率波动影响**

公司 2018 年 H1 实现营收 33.27 亿元同增 14.33%；归母净利润 5.03 亿元，同增 19.45%，扣非利润同增 21.02%，其中单 Q2 收入 16.96 亿元同增 13.78%，归母净利润 2.25 亿元同增 8.4%，低于预期，Q2 业绩同比环比增速下滑主因：公司受 H1 人民币兑美元同期升值约 6%（从去年 6.7 升至今年 6.3）影响，导致汇兑损失综合影响利润约 4000 万元；财务费用因利息资本化减少及融资成本增加，财务费用率同增 0.72pct 至 2.07%；受母公司所得税亏损弥补减少 Q1 所得税影响，Q2 所得税率较 Q1 的 5.6%环比提至 14.5%。H1 毛利率 36.58%同增 0.4pct，糖蜜价格持平下保持平稳，后续有望受提价拉动；销售费用率 10.2%同减 0.4pct，管理费用率 6.85%同减 0.4pct，预计 H2 费用管控将加强。综合影响下净利率 15.62%，同增 0.3pct。期内经营净现金流 1.77 亿同减 48.34%，主因工厂停产检修前备货提高存货及客户信贷政策放宽下应收账款提升。

- **主品类业务稳健发展，人民币贬值利好 H2 业绩**

分业务看，烘焙酵母业务 H1 收入增长 17-18%，YE 业务实现约 20%较快增长，主业需求依然稳健；保健品 H1 收入增长约 40%，计划全年目标 5 亿收入贡献 1.2 亿净利润，随着酵母营养品消费群体扩增、衍生品技术愈成熟，以保健品为首的衍生业务有望持续高增。H1 收入增速与全年计划 15%略有差距，主因 Q1 受人民币升值影响出口业务收入，随着 Q2 以来贬值，H1 出口业务回稳同增 5%-6%，随着俄罗斯工厂投产后 H2 出口业务有望加速回升。

- **产能建设稳步推进，国际化战略有望深化**

近期赤峰 1.6 万吨扩增产能项目已进入设备安装阶段，预计下半年投产；埃及 1.2 万吨 YE 项目设备计入采购阶段，产能有望明年 Q1 落地；投资 2.5 亿元的营养健康食品数字化工厂稳步推进。目前俄罗斯及埃及工厂产能共计 4.2 万吨占比总产能约 20%，上半年埃及工厂完成收入 1.65 亿、净利润 2855 万，净利率 17.3%，成本优势下盈利能力强。公司全球/国内市场占比达 12%/55%，随着国际化战略深化，安琪有望稳步进军南美、东南亚地区，实现全球布局。Q2 受汇率影响业绩短期波动，后续贬值预期下增速有望回升，长期基于酵母技术优势形成多品类良性发展。预测 2018-20EPS 为 1.35/1.75/2.23 元，对应 20/15/12 倍 PE，维持"买入"评级。**风险因素：**产能建设风险；汇率波动风险；原材料成本波动风险

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(万元)	4861	5776	6913	8181	9619
(+/-%)	15.36%	18.83%	19.68%	18.35%	17.58%
净利润(万元)	535	847	1112	1440	1836
(+/-%)	81.22%	58.33%	31.22%	29.51%	27.52%
摊薄每股收益(元)	0.65	1.03	1.35	1.75	2.23
EBIT Margin	15.0%	17.08%	21.20%	23.12%	24.86%
净资产收益率(ROE)	16.4%	22.05%	24.29%	26.06%	27.26%
市盈率(PE)	40.73	25.73	19.61	15.14	11.87
EV/EBITDA	22.04	18.28	13.69	10.55	8.41
市净率(PB)	6.70	5.67	4.76	3.94	3.24

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	149	1037	1227	1514
应收款项	687	753	951	1053
存货净额	1537	1741	2033	2294
其他流动资产	269	329	327	394
流动资产合计	2642	3860	4538	5254
固定资产	4475	4319	3971	3622
无形资产及其他	295	286	276	267
投资性房地产	0	0	0	0
长期股权投资	31	31	31	31
资产总计	7737	8594	8912	9270
短期借款及交易性金融负债	1586	1985	652	0
应付款项	984	597	1223	864
其他流动负债	118	167	160	214
流动负债合计	2688	2749	2036	1078
长期借款及应付债券	902	902	902	902
其他长期负债	54	54	54	54
长期负债合计	956	956	956	956
负债合计	3644	3705	2991	2034
少数股东权益	251	314	395	499
股东权益	4094	4890	5921	7236
负债和股东权益总计	7737	8594	8912	9270

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.03	1.35	1.75	2.23
每股红利	0.35	0.46	0.59	0.76
每股净资产	4.66	5.55	6.71	8.17
ROIC	18%	19%	20%	26%
ROE	22%	24%	26%	27%
毛利率	38%	41%	42%	44%
EBIT Margin	17%	21%	23%	25%
EBITDA Margin	23%	26%	28%	29%
收入增长	19%	20%	18%	18%
净利润增长率	58%	31%	30%	28%
资产负债率	47%	43%	34%	22%
息率	1.3%	1.7%	2.2%	2.9%
P/E	25.7	19.6	15.1	11.9
P/B	5.7	4.8	3.9	3.2
EV/EBITDA	18.3	13.7	10.5	8.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5776	6913	8181	9619
营业成本	3602	4098	4717	5409
营业税金及附加	62	69	82	96
销售费用	629	705	826	962
管理费用	460	532	622	721
财务费用	86	125	99	64
投资收益	4	0	0	0
资产减值及公允价值变动	26	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	912	1384	1834	2367
营业外净收支	10	40	40	40
利润总额	975	1382	1833	2366
所得税费用	78	207	312	426
少数股东损益	45	63	81	104
归属于母公司净利润	847	1112	1440	1836

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	847	1112	1440	1836
资产减值准备	26	0	0	0
折旧摊销	355	361	361	358
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	86	86	125	99
营运资本变动	96	(464)	424	(473)
其它	(241)	(141)	(276)	(229)
经营活动现金流	1143	952	2073	1591
资本开支	(927)	0	0	0
其它投资现金流	20	(1)	(1)	(1)
投资活动现金流	(907)	(1)	(1)	(1)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	0	378	490	625
其它融资现金流	(101)	(441)	(2372)	(1928)
融资活动现金流	(101)	(63)	(1881)	(1302)
现金净变动	105	888	190	287
货币资金的期初余额	333	149	1037	1227
货币资金的期末余额	149	1037	1227	1514
企业自由现金流	(611)	769	1873	1370
权益自由现金流	(666)	1097	492	698

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032