

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

成长前景明确, 估值显现优势

——安琪酵母(600298) 2018 年中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2018-08-22)

发布日期: 2018 年 08 月 24 日

收盘价(元)	26.36
一年内最高/最低(元)	39.58/22.61
沪深300 指数	3307.96
市净率(倍)	5.65
流通市值(亿元)	217.23

基础数据(2018-6-30)

每股净资产(元)	4.83
每股经营现金流(元)	0.22
毛利率(%)	36.58
净资产收益率-摊薄(%)	12.63
资产负债率(%)	50.30
总股本/流通股(万股)	82408.09/82408.09
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

- 《安琪酵母(600298) 2017 年年报点评: 公司是价值与成长兼备的投资标的》
2018-03-21
- 《安琪酵母(600298) 公司点评报告: 2018 年, 诸多产能投产带来可观增长》
2018-03-16

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2018 年中报, 业绩符合之前我们的预测。20181H, 公司实现营业收入 33.27 亿元, 同比增 14.33%, 其中酵母系列收入 29.5 亿元, 同比增 4.24%; 同期, 公司实现归母扣非净利润 4.81 亿元, 同比增 21.02%; 实现每股收益 0.61 元, 同比增加 0.1 元。20181H, 公司的综合毛利率为 36.58%, 同比提升 0.39 个百分点, 其中, 酵母毛利率提升 2.04 个百分点至 39.3%。
- **由于上年同期基数过高, 公司的主营酵母系列的收入增长放缓。** 20181H, 公司的酵母系列实现收入 29.5 亿元, 同比增长 4.24%, 增幅较上年同期减少近 46 个百分点。2017、2018、2019 年是公司新增产能陆续投产的年份。由于产能脉冲式的投放, 公司业绩增长随之波动, 形成节点上的高基数和后期的回落, 因此, 不能将业绩增幅波动较大归因于基本面的不稳定。2018 年, 新增产能包括: 安琪赤峰的 1.5 万吨酵母产能投放, 以及安琪俄罗斯 2 万吨酵母产能并表。由于 2018 年的新增产能较为确定, 因而, 公司下半年的收入增长应好于上半年。此外, 尽管由于较高基数, 上半年酵母收入仅增 4.24%, 公司当期的预收账款和应收账款却分别增长了 64% 和 21%。我们认为, 下半年公司的销售潜力仍然比较大。
- **公司的酵母毛利率提升, 达到 39.3% 的新高水平。** 20181H, 公司的酵母系列产品的毛利率达到 39.3%, 创下十年来的同期新高。我们分析原因如下: 一、由于接连扩产, 规模效应发生作用, 公司通过摊薄生产成本提高了盈利水平; 二、公司在埃及和俄罗斯的 4.3 万吨已投产产能发挥作用, 本地的原料、能源、人力和土地成本远低于国内, 使得公司的综合成本大幅下降, 从而提升了盈利; 三、今年上半年, 国内糖价大幅下跌, 阶段性地降低了公司的原料成本。规模效应和海外产能是公司盈利提高的内在和永久的因素, 原因三则有周期性的特点。
- **公司各分部业绩不齐, 原因不一, 其中安琪伊犁、安琪赤峰和安琪德宏的业绩较为出众。** 安琪伊犁、安琪赤峰和安琪德宏是公司国内最重要的酵母生产基地。20181H, 安琪伊犁、赤峰和德宏的收入分别为

3.35、3.21 和 2.59 亿元，分别较上年同期增长 22.71%、-2.43%和 11.16%；20181H，安琪伊犁、赤峰和德宏的净利润分别为 0.74、0.22 和 0.33 亿元，同比增 37.04%、10%和 73.68%；20181H，安琪伊犁、赤峰和德宏分别实现净利润率 22.09%、6.85%和 12.74%，同比增 2.3、0.8 和 4.6 个百分点。伊犁、赤峰和德宏三家子公司的盈利能力突出，主要原因为：上半年，国内糖价下跌，导致糖蜜价格下跌，糖蜜是酵母生产最主要的原料，因而公司上半年生产成本减少；赤峰工厂通过 2017 年的技改扩大了制糖产能，规模效应降低了单位制糖成本，促进赤峰工厂的制糖业务减亏。

- **但是，安琪崇左、安琪柳州和安琪埃及的业绩不及预期，突出表现为当期盈利水平下降。**我们分析其中原因：由于发生了意外的爆炸事故，安琪崇左 20181H 的生产受到一定的影响，20182H 的生产应能恢复正常水平。

安琪柳州的情况比较费解：20181H，其收入大增 30.26%，至 2.97 亿元，但是净利润仅 0.33 亿元，下降 5.71%，同时净利润率下降超过 4 个百分点。在原有 2 万吨 YE 产能的基础上，安琪柳州新增的 1.5 万吨 YE 产能于 2017 年投产运行，2018 年是柳州扩产后的第一个完整财年，所以：尽管收入大增，但是由于产能磨合期中利用率不足，本期的盈利水平下降，无法反映 YE 正常的盈利能力。我们预期，柳州工厂下半年的盈利水平将会有所修复。

安琪埃及目前的产能利用率已经达到 98%，基本满产运行；此外，埃及工厂的盈利也达到了相当高的水平。但是，从 2018 年开始埃及工厂的部分能源“红利”减少，包括：所用电价被提高 36%，以及天然气补贴被取消。能源成本提高将会削弱埃及工厂的盈利能力：20181H，埃及工厂的净利润率为 17.58%，远远低于上年水平（但是仍高于国内工厂的盈利水平）。考虑到埃及工厂新增的 1.2 万吨 YE 产能于 2019 年 3 月投产，届时生产成本有望摊薄，从而修复埃及工厂的盈利能力。

- **销售和管理费用控制较好，财务费用大幅增加。**20181H，公司的销售和管理费用增长均低于收入增长，销售和管理费用率分别为 10.2%和 6.85%，较上年同期分别下降 0.4 和 0.41 个百分点。20181H，公司的财务费用同比增长 77%，达到 0.69 亿元，财务费用率升至 2.07%。除融资规模稍有增加之外，财务费用增加的另一原因是：上半年，人民币升值导致公司的汇兑损失扩大。下半年，人民币贬值是大概率事件，公司的汇兑损失将会减少。
- **公司正处于投资扩张期，表现为：较大的研发投入、投资现金净流出、固定资产和在建工程攀升，以及筹资需求大。**尽管如此，公司自身的经营性现金流较好，具有自我“造血”功能。在全球酵母市场，公司

的产能排名第二，已经具备先发优势，通过扩张海外市场，公司的成长空间仍然很大。此外，酵母衍生品有着极为广泛的应用领域，有着可观的投资前景。酵母系列产品有较高的技术门槛，海外竞争对手为应对公司的压力，今年推出了更为优良的酵母菌种。为在全球性竞争中胜出，公司一直重视技术研发：上半年，公司的研发投入首次超过亿元，同比增长 15%。

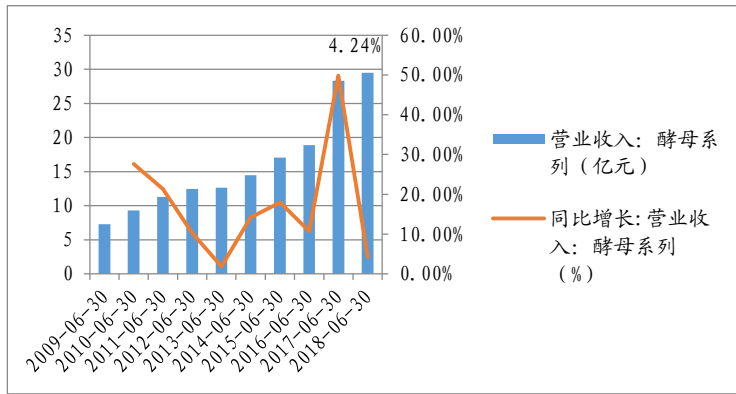
- **未来两年，公司不乏业绩增长点。**2019 和 2020 年，公司的增长点包括：埃及工厂 1.2 万吨的 YE 产能将投产；赤峰工厂 2.5 万吨的酵母产能将投产；俄罗斯工厂 1 万吨的 YE 产能在建和投产；德宏工厂 6 万吨的有机肥项目将投产；宏裕新增年产 6000 吨包材项目在建和投产。
- **关于公司股价近期回调，我们有以下观点：**公司股价近期大幅下调，反映了市场对公司基本面的过度担忧，或者对股价杀跌的需要。我们看不到公司基本面有拐点迹象，认为：在 2018 和 2019 年期间，公司的业绩预期都相对确定。下半年，我们重点关注：埃及工厂的成本，柳州工厂的产能利用率，以及崇左工厂的运行恢复。
- **维持公司“买入”评级：**我们预测，公司 2018、2019、2020 年的每股收益分别为 1.21 元、1.52 元和 1.76 元，同比分别增长 17.48%、31%和 15.79%。参照 8 月 22 日收盘价 26.36 元/股，公司在 2018、2019、2020 年的市盈率分别为 21.79 倍、17.34 倍和 14.98 倍。公司股价近期的下调使得公司的估值更具优势，考虑到当前的估值，我们维持公司的“买入”评级。

风险提示：国内糖价回升将使国内成本上升；人民币汇率波动较大导致公司业绩波动增加；国际竞争加剧导致公司海外销售下滑；海外工厂成本上升导致公司盈利下滑。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,860.5	5,775.7	6,917.4	8,038.3	9,285.2
增长比率	15.4%	18.8%	19.8%	16.2%	15.5%
净利润(百万元)	535.1	847.2	998.9	1,250.8	1,453.4
增长比率	91.0%	58.3%	17.9%	25.2%	16.2%
每股收益(元)	0.65	1.03	1.21	1.52	1.76
市盈率(倍)	40.6	25.6	21.8	17.3	15.0

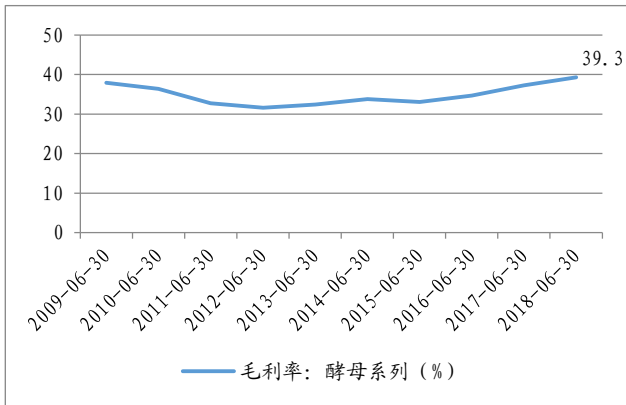
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司的酵母收入及增长



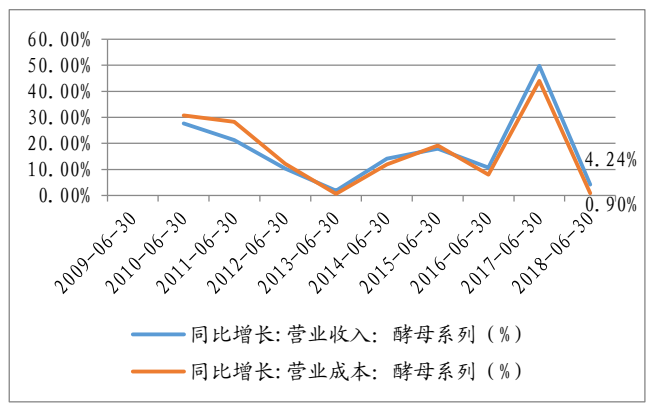
资料来源: 中原证券 WIND

图 2: 公司的酵母毛利率



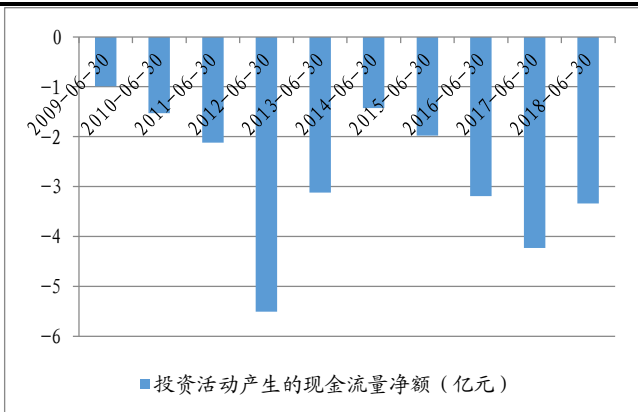
资料来源: 中原证券 WIND

图 3: 公司的营业收入和营业成本增速



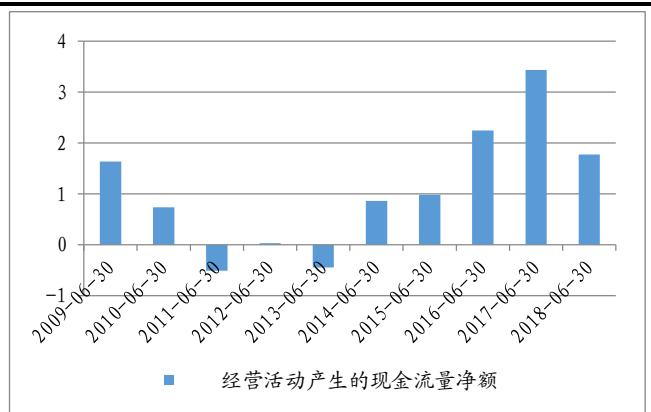
资料来源: 中原证券 WIND

图 4: 公司的投资现金流



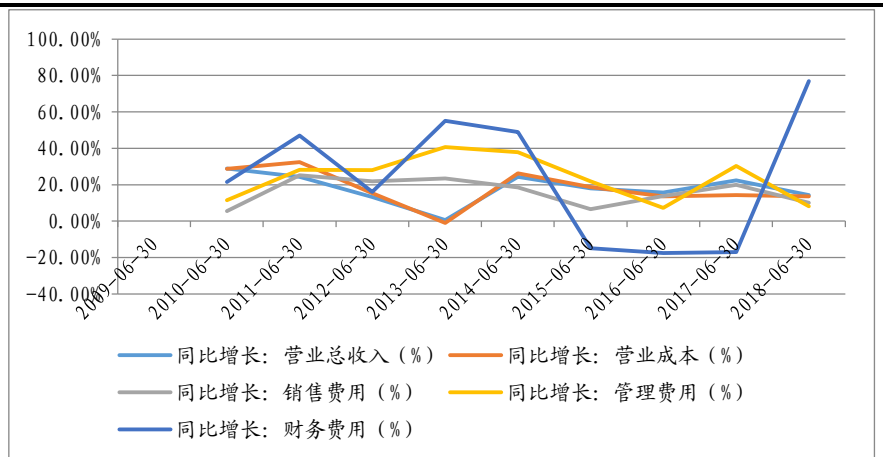
资料来源: 中原证券 WIND

图 5: 公司的经营性现金流净额 (亿元)



资料来源: 中原证券 WIND

图 6: 公司的费用增长情况



资料来源: 中原证券 WIND

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,860.5	5,775.7	6,917.4	8,038.3	9,285.2	成长性					
减: 营业成本	3,275.2	3,601.8	4,358.0	4,999.8	5,756.8	营业收入增长率	15.4%	18.8%	19.8%	16.2%	15.5%
营业税费	47.2	61.6	76.1	90.0	106.8	营业利润增长率	79.4%	62.4%	19.2%	23.0%	16.5%
销售费用	556.8	628.8	712.5	811.9	928.5	净利润增长率	91.0%	58.3%	17.9%	25.2%	16.2%
管理费用	351.1	460.5	473.8	545.0	607.3	EBITDA 增长率	28.4%	37.1%	21.7%	17.8%	13.0%
财务费用	58.9	85.5	136.8	164.1	181.2	EBIT 增长率	45.1%	52.9%	28.9%	22.7%	15.9%
资产减值损失	-24.6	25.6	-	-	41.1	NOPLAT 增长率	53.3%	64.9%	16.4%	25.5%	15.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.8%	32.0%	6.1%	-6.1%	-1.4%
投资和汇兑收益	3.4	9.0	-	-	-	净资产增长率	7.1%	17.0%	24.5%	17.1%	16.9%
营业利润	599.2	973.3	1,160.2	1,427.5	1,663.6	利润率					
加: 营业外净收支	47.0	1.4	41.0	41.0	41.0	毛利率	32.6%	37.6%	37.0%	37.8%	38.0%
利润总额	646.2	974.7	1,201.2	1,468.5	1,704.6	营业利润率	12.3%	16.9%	16.8%	17.8%	17.9%
减: 所得税	68.6	82.0	156.2	161.5	187.5	净利润率	11.0%	14.7%	14.4%	15.6%	15.7%
净利润	535.1	847.2	998.9	1,250.8	1,453.4	EBITDA/营业收入	20.4%	23.5%	23.9%	24.2%	23.7%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	13.5%	17.4%	18.8%	19.8%	19.9%
货币资金	332.8	416.7	553.4	643.1	892.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	260	246	238	202	162
应收帐款	491.5	654.1	706.3	856.7	897.2	流动营业资本周转天数	53	53	71	69	64
应收票据	60.3	76.1	153.9	101.2	173.0	流动资产周转天数	163	163	168	168	167
预付帐款	139.1	107.6	182.9	122.6	229.2	应收帐款周转天数	36	36	35	35	34
存货	1,214.1	1,537.2	1,779.7	1,970.2	2,187.5	存货周转天数	81	86	86	84	81
其他流动资产	81.9	118.6	173.0	251.0	301.0	总资产周转天数	480	461	435	391	346
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	352	333	326	280	233
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	26.5	30.8	30.8	30.8	30.8	ROE	16.4%	22.0%	20.8%	22.3%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.5%	11.1%	12.0%	14.9%	16.6%
固定资产	3,406.5	4,474.9	4,687.0	4,346.2	4,005.5	ROIC	12.0%	21.0%	18.6%	22.0%	27.1%
在建工程	457.5	192.9	-	-	-	费用率					
无形资产	303.4	295.5	280.0	264.6	249.1	销售费用率	11.5%	10.9%	10.3%	10.1%	10.0%
其他非流动资产	264.3	122.9	153.3	167.3	146.1	管理费用率	7.2%	8.0%	6.9%	6.8%	6.5%
资产总额	6,777.7	8,027.3	8,700.4	8,753.7	9,112.3	财务费用率	1.2%	1.5%	2.0%	2.0%	2.0%
短期债务	1,389.1	1,585.9	1,766.2	866.7	-	三费/营业收入	19.9%	20.3%	19.1%	18.9%	18.5%
应付帐款	582.7	933.3	913.2	1,230.1	1,270.7	偿债能力					
应付票据	14.3	76.8	110.0	68.0	131.2	资产负债率	48.4%	49.0%	41.4%	31.9%	23.5%
其他流动负债	999.5	286.6	430.6	484.3	598.6	负债权益比	93.8%	96.1%	70.8%	46.8%	30.7%
长期借款	150.0	902.0	257.6	-	-	流动比率	0.78	1.01	1.10	1.49	2.34
其他非流动负债	144.3	149.2	127.6	140.4	139.0	速动比率	0.37	0.48	0.55	0.75	1.25
负债总额	3,280.0	3,933.8	3,605.3	2,789.4	2,139.6	利息保障倍数	11.17	11.77	9.48	9.70	10.18
少数股东权益	244.4	250.7	296.9	353.1	416.8	分红指标					
股本	824.1	824.1	824.1	824.1	824.1	DPS(元)	0.30	0.35	0.42	0.53	0.62
留存收益	2,724.9	3,324.8	3,974.1	4,787.1	5,731.8	分红比率	46.2%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%
股东权益	3,497.8	4,093.5	5,095.1	5,964.3	6,972.7	股息收益率	0.9%	1.1%	1.6%	2.0%	2.3%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	577.6	892.7	998.9	1,250.8	1,453.4	EPS(元)	0.65	1.03	1.21	1.52	1.76
加: 折旧和摊销	340.1	355.4	356.2	356.2	356.2	BVPS(元)	3.95	4.66	5.82	6.81	7.96
资产减值准备	-24.6	25.6	-	-	-	PE(X)	40.6	25.6	21.8	17.3	15.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.2	7.0	5.6	4.8	4.1
财务费用	85.7	65.6	136.8	164.1	181.2	P/FCF	59.3	119.3	163.1	55.3	39.8
投资收益	-3.4	-9.0	-	-	-	P/S	5.5	4.6	3.9	3.3	2.9
少数股东损益	42.5	45.5	46.2	56.2	63.7	EV/EBITDA	23.3	17.6	17.2	14.0	11.9
营运资金的变动	370.7	-742.3	-397.0	21.3	-248.1	CAGR(%)	31.3%	19.3%	48.6%	31.3%	19.3%
经营活动产生现金流量	780.3	1,121.8	1,141.1	1,848.6	1,806.3	PEG	1.6	1.6	0.6	0.7	1.0
投资活动产生现金流量	-773.3	-906.6	-360.0	-0.0	-0.0	ROIC/WACC	1.2	2.1	1.9	2.2	2.7
融资活动产生现金流量	62.3	-100.7	-644.4	-1,758.9	-1,556.6	REP	4.1	1.9	2.4	2.0	1.6

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。

证券分析师承诺

本报告署名分析师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。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

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。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。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，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。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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。