

2018年11月7日

顾向君

H70420@captial.com.tw

目标价(元) 26

公司基本资讯

产业别	农林牧渔		
A 股价(2018/11/6)	22.34		
上证指数(2018/11/6)	2659.36		
股价 12 个月高/低	39.22/20.46		
总发行股数(百万)	824.08		
A 股数(百万)	824.08		
A 市值(亿元)	184.10		
主要股东	湖北安琪生物集团有限公司 (39.98%)		
每股净值(元)	5.04		
股价/账面净值	4.44		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-21.8	-30.0	-28.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-08-17	26.45	买入

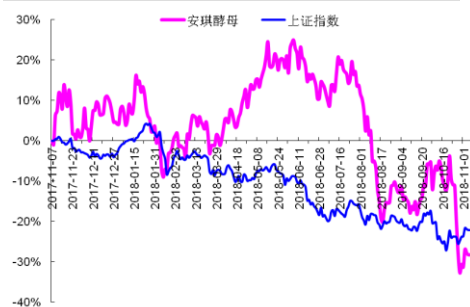
产品组合

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

收入增速延续，短期成本端承压

结论与建议：

公司 1-3Q 实现营收 49 亿，同比增 17%，实现净利润 6.7 亿，同比增 10.17%，毛利率为 35.70%，同比下降 0.91 个百分点。3Q 实现营收 15.7 亿，同比增 23.5%，实现净利润 1.7 亿，同比下降 10.32%，毛利率为 33.8%，同比下降 3.8 个百分点。公司 3Q 业绩不及预期。

- 从收入端看，公司 3Q 收入增速超预期，海内外增速应均在 20% 上下，结合预收账款来看（较期初增 50.6%，环比增 23.7%），产品需求保持旺盛。此外，公司约 60% 内销产品（国内营收占比约 60%）自 10 月初起平均提价 3-4%，预期 4Q 收入端应保持较快增长。
- 成本大幅上升导致 3Q 毛利率下降：据公司披露，安琪伊犁受当地城市污水处理厂扩建等影响导致产量下降，产能利用率约 60%，由于安琪伊犁工厂折旧已基本完成，生产成本较低（往年净利率约 20%），尽管可通过其他工厂补足产量，但相对伊犁而言生产成本有所上升。另一方面，安琪赤峰工厂三季度处于搬迁改造中，两项因素叠加导致 3Q 生产成本大幅上升，同比增 30.91%。目前，赤峰工厂搬迁已完成，已恢复生产，伊犁工厂限产预计仍将延续一段时间，公司短期成本或将有所上升，但由于产品提价，一定程度将弥补成本上升对毛利率的影响。
- 费用端，由于会计准则调整，3Q 研发费用单独列示使管理费用大幅下降，调整后，管理费用同比增 7%，管理费用率同比下降 1 个百分点。由于燃料价格上涨导致运输成本上升以及宏观经济波动使市场开发难度提升，3Q 销售费用同比大增 33%。此外，由于利息资本化减少和汇兑损益等原因，财务费用率同比略有上升（+0.21pct）。综合来看，1-3Q 费用率与去年同期持平。
- 展望未来：1) 当前南方新榨季尚未开始，但北方甜菜糖蜜价格已较去年有所下滑，叠加糖蜜供给相对过剩，明年原材料成本预计有所下降。2) 海外工厂生产逐步理顺，有利于提升公司全球竞争力。3) 由于国内酵母产能偏紧，以及公司龙头地位，预计内销产品提价将顺利推进，收入增速有望延续，随着成本压力缓解，毛利率亦将有所回升。
- 综上，由于 3Q 业绩低于预期，下调此前盈利预测，2018-2019 年公司将分别实现净利润 9.5 亿、12.5 亿，分别同比增 12% 和 31%，EPS 分别为 1.15 元和 1.51 元，当前股价对应 PE 分别为 19 倍和 15 倍，维持买入。
- 风险提示：人民币大幅升值、食品安全问题，国际竞争加剧，国内工厂限产或停产，环保压力加大

..... 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	949	1245
同比增减	%	90.29	91.04	58.33	11.98	31.25
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.85	0.65	1.03	1.15	1.51
同比增减	%	90.29	-23.58	58.33	11.98	31.25
市盈率 (P/E)	X	26	34	22	19	15
股利 (DPS)	RMB 元	0.30	0.30	0.35	0.40	0.53
股息率 (Yield)	%	1.34	1.34	1.57	1.81	2.37

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	6818	8402
经营成本	2954	3275	3602	4330	5310
营业税金及附加	23	47	62	71	87
销售费用	463	557	629	743	904
管理费用	302	351	460	515	596
财务费用	120	59	86	131	135
资产减值损失	19	-25	26	-2	0
投资收益	2	3	9	3	3
营业利润	334	599	973	1070	1413
营业外收入	45	51	10	28	28
营业外支出	2	4	8	3	1
利润总额	377	646	975	1094	1439
所得税	58	69	82	106	143
少数股东损益	39	42	45	39	51
归属于母公司所有者的净利润	280	535	847	949	1245

附二：合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	301	333	417	519	855
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	3097	3948
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	8981	10421
流动负债合计	2840	2986	2883	3115	3572
非流动负债合计	89	294	1051	1156	1330
负债合计	2929	3280	3934	4271	4902
少数股东权益	228	244	251	263	276
股东权益合计	3267	3498	4094	4710	5519
负债及股东权益合计	6197	6778	8027	8981	10421

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	1261	1554
投资活动产生的现金流量净额	-243	-773	-907	-1023	-966
筹资活动产生的现金流量净额	-229	62	-101	-136	-252
现金及现金等价物净增加额	101	32	84	102	336

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,不在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j @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j @。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。