

分析师: 刘冉

执业证书编号: S0730516010001

liuran@ccnew.com 021-50588666-8036

业绩阶段性波动, 长期投资价值大

——安琪酵母(600298) 2019 年中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

市场数据(2019-08-12)

发布日期: 2019年08月13日

收盘价(元)	27.20
一年内最高/最低(元)	33.15/20.46
沪深300指数	3699.1
市净率(倍)	5.22
流通市值(亿元)	224.15

投资要点:

- **事件: 公司公布 2019 年半年报。**上半年, 公司实现营业收入 37.14 亿元, 同比增 11.63%; 实现利润总额 5.77 亿元, 同比增 1.04%, 净利润亿元 4.82 亿元, 同比降 7.3%。

● 点评:

- **上半年, 公司营收增速触底回升, 呈现出向好趋势。公司摆脱了增长疲态, 这是我们从半年报中看到的最积极的因素。**

上半年, 公司酵母系列收入 33.43 亿元, 同比增 13.32%, 增速较上年同期提升 9.08 个百分点。上半年, 公司的包装业务实现收入 2.11 亿元, 同比增 14.67%, 较上年同期提升 9.53 个百分点。上半年, 公司的其他主营收入 3.22 亿元, 同比增-11.54%, 收入增速放缓由上年同期基数过高所致, 而整体仍维持良好的态势。经过艰苦的国际市场开拓, 公司主营的酵母系列在中东欧、南美、非洲和东南亚等增量市场均有突破, 对公司的收入增长贡献较大。上半年公司的全球市占率达到 16%, 较前期公布的 12% 提升了 4 个百分点。公司摆脱了销售增长的疲态, 这是我们从半年报中看到的最积极的因素。

- **上半年, 公司的国内产能运营欠佳。**公司在赤峰和柳州的工厂实现了较好增长: 收入分别增 5.61% 和 29.29%, 其中安琪柳州的收入突破了 3 亿元, 并位列各分公司中的第一名。国内的 YE 产能大都集中在柳州工厂, 柳州工厂的大幅增长也反映了酵母抽提物的市场需求增长较快。但是, 公司在国内的其它工厂如伊犁、崇左和德宏, 其收入均较以往有不同程度地下滑, 分析其主要原因, 一个是受环保限产的约束而开工不足, 另一个是国内工厂大修提前, 进一步使开工率恶化。由于上述原因, 上半年国内核心产能的业绩较差, 但是随着大修完成和伊犁工厂复工, 下半年的边际改善将会比较明显。

- **上半年, 公司的海外产能运营好于国内产能。公司的海外产能表现优异, 充分体现了海外建厂的效益和红利, 及时对冲了国内工厂业绩的下滑。**公司在俄罗斯的工厂 2019 年正式运营, 上半年实现收入 1.49 亿元; 公司在埃及的工厂上半年收入 1.81 亿元, 同比增 9.7%, 公司的海外产能运营保持在良好的水平。就盈利能力而言, 上半年埃及和俄罗斯工厂分别产生净利润 0.65 和 0.52 亿元, 其中埃及工厂的净利润同比增 1.24 倍, 修复至盈利的较高水平。此外, 由于原材料、能源、人工、物流等各项成本低于国内, 海外产能的盈利水平远远高于国内产能: 上半年, 埃及和俄罗斯工厂的净利润率分别达到 35.91% 和 34.9%, 较国内正常时期的盈利水平高出 10 至 20 个百分点。海外工厂

基础数据(2019-6-30)

每股净资产(元)	5.54
每股经营现金流(元)	0.21
毛利率(%)	36.23
净资产收益率-摊薄(%)	10.17
资产负债率(%)	51.22
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

- 1 《安琪酵母(600298) 2018 和 20191Q 业绩点评: 公司仍然处于较高增长阶段》 2019-04-29
- 2 《安琪酵母(600298) 2018 年中报点评: 成长前景明确, 估值显现优势》 2018-08-24
- 3 《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

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

在收入和利润两方面的增长都比较理想，充分体现了海外产能的效益优势，这是我们在报告中看到的又一个积极方面。此外，据调研，埃及工厂对产品有所提价，前期我们曾担忧埃及工厂的成本过高，目前看来埃及工厂通过提价维护了产品盈利，但是收入增速较上年放缓 2.5 个百分点，未来需要跟踪观察产品提价后埃及工厂的销售增长情况。

- **上半年，公司的利润总额增 1.04%，净利润下跌 7.3%，利润增长远远低于收入增长，导致了二级市场股价大跌。公司增收不增利的主要原因是当期营业成本、费用和所得税的大幅增长。**

上半年，公司酵母系列的营业成本同比增 15.63%，较收入高 2.31 个百分点，导致酵母系列的当期毛利率下降 1.3 个百分点。酵母系列收入在公司收入中占比 90%，酵母盈利水平下滑严重影响到公司整体利润的增速。酵母营业成本的大幅增长，以至于超过收入增速，其原因主要包括：国内工厂开工不足，外币升值导致国外工厂营业成本增加，以及俄罗斯糖蜜价格上涨。

上半年，公司的销售费用和管理费用均大幅增加。第一，销售费用同比增 32.47%，达到 2.04 亿元，销售费用率同比增加 0.97 个百分点；包括研发费用在内的管理费用同比增 23.25%，达到 2.81 亿元，其中研发费用 1.54 亿元，公司对新品开发的投入力度仍然较大。由于国内市场的增长和份额均较稳定，公司的销售费用主要投向海外市场的开拓，而开拓海外市场的难度确实比较大：上半年公司的销售人员工资同比上涨 14.5%，基本与销售增长同步；广告费用同比增加 1.64 倍，达到 0.87 亿元，而上年同期仅 0.33 亿元，如此力度地投入广告宣传，在公司历史上是首次。从资产负债表中也能看出类似迹象：公司近年来的应收规模持续加大，反映了公司在国际市场上经销商数量的增多，以及公司为了海外展业而支付的信用额度和潜在成本。第二，公司上半年的所得税率 17.18%，较上年同期增 7.3 个百分点：考虑到俄罗斯工厂今年开始实现盈利，同时埃及工厂的新增 YE 产能也会实现盈利，而海外税率高于国内，故公司整体税率提升是长期事件，应计入盈利预测。最后，我们预计公司的财务费用未来将会加大。考虑到公司目前的短期负债 21.12 亿元，同比增加 4.11 亿元，长期负债 15.18 亿元，同比增加 9.1 亿元，公司的长短期有息负债均大幅增加，将会导致未来财务费用的加大。

- **公司短期的增长点是国内产能的修复：关于下半年，我们判断国内工厂的表现将会好于上半年。公司中长期的增长点包括：国外产能的持续扩张以及销售费用率下降。**国内产能的修复主要看伊犁工厂。伊犁工厂去年起遭到当地居民的环保投诉，由此开始限产并谋划工厂搬迁。据调研，通过环保技术改进，工厂当前的产能利用率达到 60%至 70%。伊犁工厂产能部分恢复叠加各个工厂大修完成，下半年国内产能的业绩表现应好于上半年。据调研，伊犁搬迁从实施到落地需要 1 至 2 年，也就是 2020 年年底时新厂有望能够落地，切实提升伊犁的产能利用率。国外产能方面，俄罗斯二期项目尚在审批中，此外南美工厂尚在选址中，新增产能的落地尚需时日，将为公司中长期的增长做出贡献。销售费用率可能仍会继续抬高，但是到达临界点后，随着销售规模扩大，费用率将会下降，这个也属于中长期的看点。

● 投资策略

公司的新任董事长已经走马上任，新任董事长曾长期任职化工行业的国企高管。新董事长表示：公司既定的发展战略不会改变，坚定地执行国际化和专业化的发展目标，公司所制定的“双百亿”目标不会改变。我们认为，在“双百亿”的目标指引下，公司 2019、2020 和 2021 年的收入增长必须保持在 15% 的水平。公司目前处于扩张和增长的黄金时期，公司未来几年在税费方面的支出将会明显加大，效益须向规模做出让步。公司今年业绩增速较低，除了基本面，也有其它特殊原因，预计公司 2020、2021 年的业绩增速将会修复至正常水平。

我们微调了盈利预测，预计公司 2019、2020、2021 年的每股收益分别为 1.03 元、1.21 元、1.47 元，同比分别增-0.96%、17.48%和 21.49%，参考 8 月 12 日收盘价 27.2 元，对应市盈率为 26.41 倍、22.48 倍和 18.5 倍，我们维持对公司的“买入”评级，给予 2020 年 26 倍的市盈率，对应目标价 31.46 元，上涨空间 15.66%。

风险提示：随着海外产能的持续扩张，公司所受到的汇率影响越来越复杂，汇兑风险加大；环保限产的影响将是长期持续的，搬迁也会影响开工，国内产能的利用率可能会经常性偏低。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5575.7	6685.6	7995.7	9706.5	11362.9
增长比率(%)	18.8	15.8	19.6	21.4	17.1
净利润(百万元)	847.2	856.7	847.9	997.5	1209.3
增长比率(%)	58.3%	1.1%	-1.0%	17.6%	21.2%
每股收益(元)	1.03	1.04	1.03	1.21	1.47
市盈率(倍)	26.4	26.2	26.4	22.5	18.5

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,775.7	6,685.6	7,995.7	9,706.5	11,362.9
现金	3,601.8	4,257.6	5,164.3	6,268.1	7,315.1
应收票据及应收账款	61.6	67.0	72.0	87.4	102.3
其他应收款	628.8	756.0	919.5	1,145.4	1,329.5
预付账款	460.5	228.2	591.7	728.0	840.9
存货	85.5	129.1	136.8	164.1	181.2
其他流动资产	25.6	32.4	40.0	48.5	56.8
非流动资产	-	-	-	-	-
长期投资	9.0	-0.7	-4.0	-	-
固定资产	973.3	975.8	1,067.5	1,265.1	1,537.2
无形资产	1.4	6.2	7.0	7.0	7.0
其他非流动资产	974.7	982.0	1,074.5	1,272.1	1,544.2
资产总计	82.0	82.3	184.8	226.4	278.0
流动负债	847.2	856.7	847.9	997.5	1,209.3
短期借款	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付票据及应付账款	416.7	374.0	399.8	485.3	568.1
其他流动负债	-	-	-	-	-
非流动负债	654.1	767.3	1,231.6	1,464.6	2,323.0
长期借款	76.1	105.8	131.8	128.8	188.6
其他非流动负债	107.6	144.8	199.5	183.5	263.5
负债合计	1,537.2	1,869.6	2,061.0	2,640.1	2,643.1
少数股东权益	118.6	148.1	173.0	251.0	301.0
股本	-	-	-	-	-
资本公积	-	-	-	-	-
留存收益	30.8	30.1	30.1	30.1	30.1
归属母公司股东权益	-	4.9	4.9	4.9	4.9
负债和股东权益	4,474.9	4,807.3	4,995.5	4,544.2	4,092.8

现金流量表 (百万元)

会计年度	933.3	974.8	1,199.2	1,471.0	1,679.4
经营活动现金流	76.8	151.0	51.1	195.4	126.5
净利润	286.6	965.4	426.5	546.9	812.3
折旧摊销	902.0	640.1	133.6	-	-
财务费用	149.2	165.3	152.9	155.8	158.0
投资损失	3,933.8	4,427.0	4,098.0	3,872.5	3,709.3
营运资金变动	250.7	260.3	302.1	350.2	407.2
其他经营现金流	824.1	824.1	824.1	824.1	824.1
投资活动现金流	3,324.8	3,893.1	4,444.2	5,092.6	5,878.7
资本支出	4,093.5	4,553.2	5,570.4	6,266.9	7,109.9
长期投资	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
其他投资现金流	892.7	899.7	847.9	997.5	1,209.3
筹资活动现金流	355.4	425.4	464.8	464.8	464.8
短期借款	25.6	32.4	-	-	-
长期借款	-	-	-	-	-
普通股增加	65.6	89.5	136.8	164.1	181.2
资本公积增加	-9.0	0.7	4.0	-	-
其他筹资现金流	45.5	43.0	41.8	48.1	57.0
现金净增加额	-742.3	-312.5	-599.1	-311.0	-853.0

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6685.6	7995.7	9706.5	11362.9
营业成本	15.8%	19.6%	21.4%	17.1%
营业税金及附加	0.3%	9.4%	18.5%	21.5%
营业费用	1.1%	-1.0%	17.6%	21.2%
管理费用	30.0%	-5.4%	13.5%	15.3%
研发费用	33.5%	-10.4%	18.7%	20.2%
财务费用	4.4%	-1.5%	17.8%	19.9%
资产减值损失	12.1%	7.2%	-1.8%	5.3%
其他收益	11.2%	22.3%	12.5%	13.5%
公允价值变动收益	-	-	-	-
投资净收益	36.3%	35.4%	35.4%	35.6%
资产处置收益	14.6%	13.4%	13.0%	13.5%
营业利润	12.8%	10.6%	10.3%	10.6%
营业外收入	26.4%	20.9%	19.5%	19.2%
营业外支出	20.1%	15.1%	14.7%	15.1%
利润总额				
所得税	250	221	177	137
净利润	74	82	85	91
少数股东损益	170	171	173	181
归属母公司净利润	38	45	50	60
EBITDA	92	88	87	84
EPS (元)	458	420	367	332

主要财务比率

会计年度	20.0%	16.1%	16.9%	18.0%
成长能力	10.0%	9.2%	10.3%	11.7%
营业收入 (%)	16.6%	14.6%	16.1%	19.7%
营业利润 (%)	-	-	-	-
归属母公司净利润 (%)	11.3%	11.5%	11.8%	11.7%
获利能力	3.4%	7.4%	7.5%	7.4%
毛利率 (%)	1.9%	1.7%	1.7%	1.6%
净利率 (%)	16.7%	20.6%	21.0%	20.7%
ROE (%)	-	-	-	-
ROIC	49.3%	42.4%	38.2%	34.3%
偿债能力	97.2%	73.6%	61.8%	52.2%
资产负债率 (%)	0.94	1.10	1.39	1.77
净负债比率 (%)	0.43	0.56	0.68	1.03
流动比率	10.41	8.81	8.71	9.49
速动比率	-	-	-	-
营运能力	0.35	0.36	0.42	0.51
总资产周转率	33.7%	35.0%	35.0%	35.0%
应收账款周转率	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%
应付账款周转率	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)	1.04	1.03	1.21	1.47
每股收益 (最新摊薄)	5.21	6.39	7.18	8.13
每股经营现金流 (最新摊薄)	31.3	31.6	26.9	22.2
每股净资产 (最新摊薄)	6.3	5.1	4.5	4.0
估值比率	67.0	-194.8	73.3	58.4
P/E	26.2	26.4	22.5	18.5
P/B	14.1	17.3	14.8	12.7
EV/EBITDA	12.1%	15.5%	5.4%	12.1%

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。