

投资评级：强烈推荐（维持）

分析师

张威威 0755-83660814

Email:zhangww@cgws.com

执业证书编号:S1070514080006

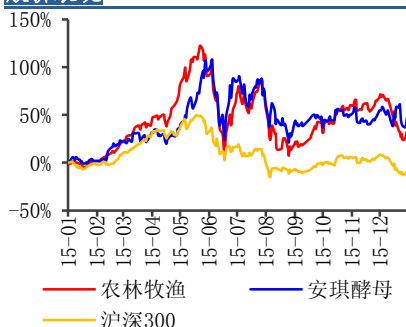
市场数据

目前股价	29.99
总市值(亿元)	98.86
流通市值(亿元)	97.25
总股本(万股)	32,963
流通股本(万股)	32,429
12个月最高/最低	44.40/19.20

盈利预测

百万元	2015E	2016E	2017E
营业收入	4,202	4,833	5,557
(+/-%)	15%	15%	15%
净利润	281	367	473
(+/-%)	91%	31%	29%
摊薄 EPS	0.85	1.11	1.43
PE	34.18	26.12	20.28

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<业绩略低于预期，利润仍将快速增长>>

2015-10-30

<<期间费用控制有效，Q2 利润加速增长>>

2015-08-17

转变增长模式，全球产能布局与 B2C 齐头并进

——安琪酵母（600298）调研简报

投资建议

越过 2015 业绩拐点，短期糖蜜价格下降带来 2016 年毛利率改善，未来五年看收入翻倍、酵母衍生品推广加速。预计 2015-2017 年公司 EPS 分别为 0.85/1.11/1.43 元，对应 PE 分别为 34/26/20X，维持“强烈推荐”投资评级。

投资要点

- 下一个五年计划收入翻倍，酵母衍生品推广将加速：**2015 年公司迎来业绩拐点，下一个五年计划预计收入复合增速达到 15%。其中酵母产品每两年新增 2 万吨产能，总产能将达到 25-26 万吨，收入规模将达到 60 多亿；下游衍生品之前产能已经建好，产能利用率仅 10%，为改变公司重资产的增长模式，将加大衍生品的市场推广速度，预计五年后将达到 20 多亿的收入。
- B2B 业务逐渐恢复，有望通过电商渠道重启 B2C：**公司之前 B2C 没有做好，原因主要是机构和人员配备不合理，B2B 和 B2C 使用一套人马影响了原有 B2B 业务；以后将原来事业部中衍生品（主要是保健品、酶制剂、终端调味品）、B2C 业务与 B2B 分开做，未来重点通过收购或者合作的模式，通过电商渠道进行推广。公司 12 日晚公告收购贝太厨房，并投资设立上海贝太厨房传媒有限公司，即是通过电商重启 B2C 的第一步。
- 几大板块稳健增长，国内市场份额持续提升：**国内酵母行业增速在 8%-10% 左右，公司增速快于行业主要是市场份额在提升。公司酵母市场份额超过 50%，马利是 20% 左右，乐斯福是 10% 多。马利市场有所萎缩，安琪和乐斯福势头较好。YE 业务较为成熟，每年保持 30% 的增速，下游高端酱油、快餐面等需求带动 YE 业务增长。此外，公司酵母源生物饲料和微生物营养也有相当的体量并将保持一定增长。
- 糖蜜价格有所下滑，人民币贬值促进出口：**预计今年糖蜜采购价格下降 50-100 元/吨，糖蜜占生产成本 50% 左右，糖蜜价格下降 5%-10% 将对公司毛利率有较大的改善。由于蔗糖进口导致国内甘蔗产量有所减少，以及酒精厂重新开工，预计未来国内糖蜜价格大幅下降的可能性不大，为降低生产成本以及开拓国际市场，公司未来产能增长将继续围绕海外市场。同时，人民币大幅贬值促进公司出口业务，给公司业绩带来短期利好。
- 风险提示：**产能投放不达预期，B2C 盈利不佳等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,119.38	3,654.11	4,202.23	4,832.57	5,557.45	成长性					
营业成本	2,206.39	2,583.74	2,962.57	3,382.80	3,862.43	营业收入增长	14.95%	17.14%	15.00%	15.00%	15.00%
销售费用	366.19	428.25	453.84	507.42	566.86	营业成本增长	17.03%	17.10%	14.66%	14.18%	14.18%
管理费用	237.58	274.47	302.56	328.61	361.23	营业利润增长	-21.22%	-8.70%	102.68%	33.23%	30.46%
财务费用	80.95	116.62	61.34	57.65	52.28	利润总额增长	-26.02%	-3.77%	77.11%	30.86%	28.80%
投资净收益	-0.20	-15.12	2.00	2.00	2.00	净利润增长	-39.78%	0.51%	90.62%	30.86%	28.80%
营业利润	211.47	193.07	391.33	521.36	680.17	盈利能力					
营业外收支	35.75	44.82	30.00	30.00	30.00	毛利率	29.27%	29.29%	29.50%	30.00%	30.50%
利润总额	247.22	237.89	421.33	551.36	710.17	销售净利率	4.69%	4.03%	6.68%	7.60%	8.51%
所得税	65.19	61.07	84.27	110.27	142.03	ROE	5.00%	4.76%	8.19%	9.49%	10.66%
少数股东损益	35.59	29.63	56.49	73.92	95.21	ROIC	5.10%	5.97%	8.34%	10.77%	13.88%
净利润	146.44	147.19	280.58	367.17	472.93	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	11.74%	11.72%	10.80%	10.50%	10.20%
					(百万)	管理费用/营业收入	7.62%	7.51%	7.20%	6.80%	6.50%
流动资产	2,177.04	2,181.41	2,730.05	3,591.80	4,649.90	财务费用/营业收入	2.59%	3.19%	1.46%	1.19%	0.94%
货币资金	627.62	598.95	913.75	1,512.79	2,270.22	投资收益/营业利润	-0.09%	-7.83%	0.51%	0.38%	0.29%
应收账款	412.54	364.90	419.64	482.58	554.97	所得税/利润总额	26.37%	25.67%	20.00%	20.00%	20.00%
应收票据	31.02	33.16	38.13	43.85	50.43	应收账款周转率	-	-	-	-	-
存货	923.19	932.11	1,068.78	1,220.38	1,393.42	存货周转率	2.38	2.58	2.59	2.59	2.64
非流动资产	4,161.83	4,100.80	3,969.58	3,699.38	3,438.31	流动资产周转率	1.43	1.49	1.33	1.17	1.07
固定资产	3,783.85	3,726.33	3,610.39	3,355.45	3,109.65	总资产周转率	0.49	0.56	0.60	0.63	0.65
资产总计	6,338.87	6,282.21	6,699.64	7,291.18	8,088.20	偿债能力					
流动负债	2,349.32	2,684.49	2,764.85	2,915.31	3,144.19	资产负债率	0.54	0.52	0.50	0.48	0.46
短期借款	1,494.87	1,455.80	1,355.80	1,305.80	1,305.80	流动比率	0.93	0.81	0.99	1.23	1.48
应付款项	707.36	503.28	577.07	658.93	752.35	速动比率	0.53	0.47	0.60	0.81	1.04
非流动负债	1,058.19	566.25	566.25	566.25	566.25	每股指标 (元)					
长期借款	-	-	-	-	-	EPS	0.44	0.45	0.85	1.11	1.43
负债合计	3,407.51	3,250.73	3,331.10	3,481.55	3,710.44	每股净资产	8.89	9.37	10.40	11.73	13.46
股东权益	2,931.36	3,090.07	3,427.14	3,868.23	4,436.36	每股经营现金流	1.48	2.12	1.85	2.26	2.69
股本	329.63	329.63	329.63	329.63	329.63	每股经营现金/EPS	3.33	4.75	2.17	2.03	1.87
留存收益	2,406.27	2,551.32	2,831.90	3,199.07	3,672.00	估值	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
少数股东权益	195.46	209.12	265.60	339.52	434.73	PE	65.48	65.15	34.18	26.12	20.28
负债和权益总计	6,338.87	6,340.81	6,758.24	7,349.78	8,146.80	PEG	1.92	1.37	1.15	0.91	-
现金流量表					(百万)	PB	3.27	3.10	2.80	2.48	2.16
经营活动现金流	488.18	699.29	608.44	745.86	886.53	EV/EBITDA	20.69	16.56	14.20	11.71	9.96
其中营运资本减少	64.25	341.19	-53.49	-62.26	-71.77	EV/SALES	3.89	3.18	2.74	2.37	2.06
投资活动现金流	-660.97	-400.35	-193.65	-96.82	-129.10	EV/IC	2.44	2.48	2.48	2.57	2.66
其中资本支出	-694.47	-415.22	-193.65	-96.82	-129.10	ROIC/WACC	0.63	0.73	1.02	1.32	1.70
融资活动现金流	-90.67	-211.33	-100.00	-50.00	-	REP	3.89	3.38	2.43	1.94	1.56
净现金总变化	-280.00	71.65	314.79	599.04	757.44						

研究员介绍及承诺

张威威: 华中科技大学经济学硕士, 2012 年加入长城证券, 任食品饮料行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cqws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cqws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cqws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cqws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cqws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cqws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cqws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cqws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cqws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cqws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cqws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cqws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cqws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wanqy@cqws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cqws.com>