

蛋氨酸价格企稳回升, 安迪苏竞争优势依旧

——安迪苏 (600299) 事件点评

2016年11月11日

推荐

安迪苏

事件点评

事件:

近期国内固体蛋氨酸(下文简称为蛋氨酸)价格在10月底触及年内最低价24540元/吨后开始反弹,11月9号全国蛋氨酸均价26000元/吨,短短9天内上涨了5.95%。

主要观点:

1、蛋氨酸价格触底反弹概率大

2015年2季度以来,国内固体蛋氨酸价格从高位回落,经历了一轮持续约6个季度的单边下跌。但是到10月底,蛋氨酸价格出现企稳回升的迹象:全球最大蛋氨酸生产商赢创德固赛近期提高蛋氨酸报价,调价幅度在每公斤0.5-1元左右;安迪苏南京工厂暂时停止对外报价,暂停接单,以消化现有订单为主;国内厂商紫光提价至25.3元/公斤。本周德固赛停止报价再现提价意愿,加上近期人民币贬值,使得进口蛋氨酸名义价格上升,这些都促进了11月来蛋氨酸价格回暖。目前蛋氨酸价格处于近3年来的低位。据了解,目前德固赛、安迪苏的产品库存偏低,中间贸易商近期出现了明显的补库存需求,我们判断国内蛋氨酸供应从宽松趋于偏紧。综合来看,我们预测蛋氨酸价格目前已经处于相对较低价位,未来小幅稳步上涨的概率较大。

2、安迪苏多种手段应对蛋氨酸价格下降,今年前3季度盈利好于预期

安迪苏现有蛋氨酸产能约43万吨,是全球第二大蛋氨酸供应商。蛋氨酸业务收入占公司总收入的比例约为2/3。今年前三季度蛋氨酸报价下行,国内均价约为29492元/吨,较去年同期下降约36.1%。安迪苏通过扩大南京工厂产销量、依托全球网络优化销售结构、严控成本、扩大非蛋氨酸功能性产品(特别是维生素A、E)销售额等方式,减轻了蛋氨酸跌价的负面影响。今年前3季度,剔除重组影响安迪苏实现营业收入80.9亿元,同比下滑12.6%;净利润15.5亿元,同比下滑20.1%。上述数据均好于此前预期。同时公司新产品投放市场、销量增长也在一定程度上提升了业绩,例如公司的反刍动物产品,2009年至2015年销量增长了5倍,今年仍保持了

梁博

Tel: 021-25102840

Liangbo@dxzq.net.cn

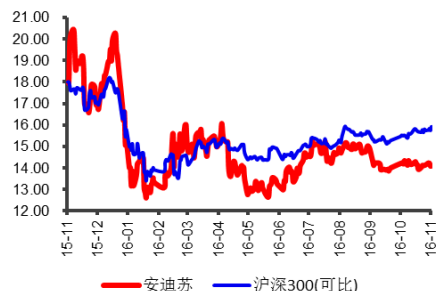
执业证书编号:

S1480512060006

交易数据

52周股价区间(元)	12.61-20.43
总市值(亿元)	378
流通市值(亿元)	81.01
总股本/流通A股(亿股)	26.82
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.99

52周股价走势图



资料来源:wind

相关研究报告

- 1、蛋氨酸行业深度报告:蛋氨酸价格企稳回暖,安迪苏利润有望改善

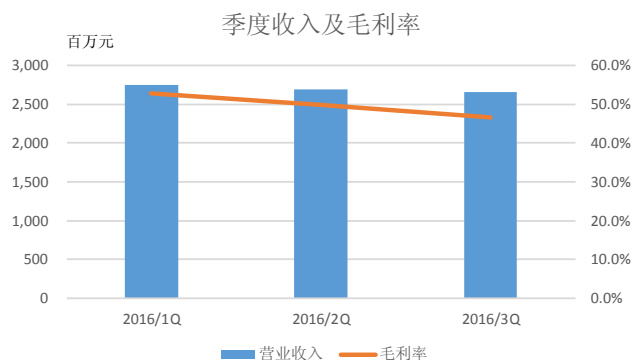
较好增长势头。有机硒产品以及益生菌等各项特种产品在市场上的推广与业务发展势态良好。我们预计, 随着新产品种类及销量的不断提升, 安迪苏将逐步降低对蛋氨酸业务的依赖, 提升公司在动物营养品领域的综合竞争力。

3、丰富的产品种类、良好的成本控制助力公司面对激烈市场竞争

安迪苏蛋氨酸产品种类丰富, 既有固体蛋氨酸也可生产液体蛋氨酸, 也有高附加值的反刍动物蛋氨酸。公司蛋氨酸产品以液体蛋氨酸为主, 液体蛋氨酸与固体蛋氨酸相比具有一定优势。首先液体蛋氨酸在添加到饲料过程中不会产生粉尘、不易污染环境; 其次, 液体蛋氨酸使用专用设备进行添加, 可精确控制用量, 适用于大规模养殖场, 使用成本低于固体蛋氨酸。反刍动物蛋氨酸主要针对奶牛瘤胃保护, 通过专利技术设计, 保证产品在经过瘤胃时保持完整活性, 并得到适当吸收, 从而有效提高奶牛产奶量、乳蛋白含量及乳脂率。丰富的产品种类以及优良的品质, 是安迪苏与宁夏紫光、新和成、和邦等新进入者竞争的有利武器。

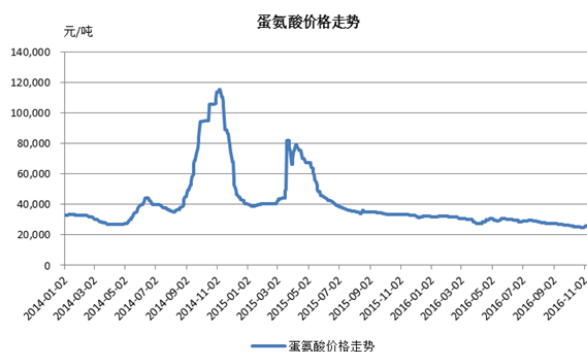
另外, 安迪苏位于法国、西班牙的生产基地, 经过长期的磨合优化, 生产效率高、成本低。新建的中国南京基地 14 万吨/年也基本实现了满产, 与国内其他的新建装置相比, 在规模、技术和成本方面有一定优势。

图 1: 安迪苏单季度营业收入及毛利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: 蛋氨酸价格走势



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

结论:

国内蛋氨酸价格经过前期充分调整后, 已经出现见底回升的迹象。蛋氨酸下游的消费需求和补库存需求较强, 产品供应逐步偏紧。蛋氨酸行业集中度较高, 预计未来蛋氨酸价格稳步走高是大概率事件。我们认为安迪苏集团在全球动物营养品领域具备明显的技术、规模优势, 特别是相比国内同行业公司如宁夏紫光、新和成以及和邦生物 (未投产)。长期来看, 我们依旧相信我国蛋氨酸需求将保持快速增长, 整个行业将面临良好的发展机遇。安迪苏通过扩大产能和销量、控制成本、扩大非蛋氨酸功能性产品和其他新产品销售额等方式, 使得蛋氨酸价格下跌过程中, 公司业绩并未出现大幅下滑。未来蛋氨酸价格如能够企稳回升, 我们预计公司业绩有望回升。预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.76 元和 0.83 元, 对应 PE 分别为 18.6 倍, 15.9 倍, 维持“强烈推荐”评级。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
流动资产合计	6467	4849	8321	11649	14445	营业收入	8263	9544	15173	10710	13580
货币资金	1408	1429	4941	8092	9538	营业成本	8036	8990	8906	5802	7966
应收账款	1155	453	1776	1232	1563	营业税金及附加	25	20	122	43	54
其他应收款	157	184	21	18	23	营业费用	220	252	953	707	896
预付款项	851	620	43	333	731	管理费用	632	726	981	739	937
存货	1692	1257	1235	1590	2183	财务费用	453	617	503	-53	-65
其他流动资产	483	438	296	296	296	资产减值损失	203.52	64.03	169.51	5.00	5.00
非流动资产合计	13540	13353	9592	9229	9042	公允价值变动收	0.00	0.00	67.62	0.00	0.00
长期股权投资	88	0	0	0	0	投资净收益	-2.21	1127.41	0.00	80.00	90.00
固定资产	6922.24	5971.16	6176.35	6210.92	6097.85	营业利润	-1310	3	3607	3547	3876
无形资产	848	735	2007	1933	1860	营业外收入	117.66	163.14	41.28	28.00	20.00
其他非流动资产	2	2	11	0	0	营业外支出	3.64	25.50	22.68	8.00	8.00
资产总计	20007	18202	17913	20877	23487	利润总额	-1196	140	3626	3567	3888
流动负债合计	15562	14090	2181	2418	2897	所得税	-8	-3	1623	1177	1283
短期借款	5472	6633	0	0	0	净利润	-1188	144	2003	2390	2605
应付账款	1075	970	946	795	1091	少数股东损益	-50	-100	474	359	391
预收款项	1046	422	11	38	72	归属母公司净利	-1139	243	1529	2032	2214
一年内到期的	1009	563	85	85	85	EBITDA	440	1974	5255	4433	4798
非流动负债合	3545	3081	1550	1167	1357	BPS (元)	-2.18	0.47	0.58	0.76	0.83
长期借款	3260	2825	16	216	316	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
负债合计	19107	17171	3731	3585	4254	成长能力					
少数股东权益	137	37	3993	4351	4742	营业收入增长	-9.0%	15.5%	59.0%	-12.21%	26.80%
实收资本(或	523	523	2682	2682	2682	营业利润增长	12.1%	-111.7%	2480.8%	9.19%	9.27%
资本公积	1829	1829	2232	2232	2232	归属于母公司净	9.6%	-121.4%	527.8%	9.77%	9.00%
未分配利润	-1757	-1513	6467	7381	8378	获利能力					
归属母公司股	764	995	10189	12941	14491	毛利率(%)	3%	6%	41%	46%	41%
负债和所有者	20007	18202	17913	20877	23487	净利率(%)	-14%	2%	13%	22%	19%
现金流量	单位: 百万元					总资产净利润(%)		-6%	1%	9%	10%
	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	ROE(%)	-149%	24%	15%	16%	15%
经营活动现金	424	167	3556	3229	2574	偿债能力					
净利润	-1188	144	2003	2390	2605	资产负债率(%)	96%	94%	21%	17%	18%
折旧摊销	1297	1354	1145	938.58	986.58	流动比率	0.42	0.34	3.81	4.82	4.99
财务费用	453	617	503	-53	-65	速动比率	0.31	0.25	3.25	4.16	4.23
应付账款的变	0	0	0	-151	296	营运能力					
预收账款的变	0	0	0	27	34	总资产周转率	0.43	0.50	0.84	0.55	0.61
投资活动现金	-733	-30	-997	346	-715	应收账款周转率	7	12	14	7	10
公允价值变动	0	0	68	0	0	应付账款周转率	7.60	9.33	15.84	12.31	14.40
长期股权投资	88	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-2	1127	0	80	90	每股收益(最新摊	-2.18	0.47	0.58	0.76	0.83
筹资活动现金	323	-358	799	-425	-413	每股净现金流(最	0.03	-0.42	1.25	1.17	0.54
应付债券增加	5472	6633	0	0	0	每股净资产(最新	1.46	1.90	3.80	4.83	5.40
长期借款增加	3260	2825	16	216	316	估值比率					
普通股增加	0	0	2159	0	0	P/E	-5.89	28.45	23.05	17.65	16.19
资本公积增加	0	0	403	0	0	P/B	8.80	7.03	3.52	2.77	2.47
现金净增加额	14	-222	3357	3150	1446	EV/EBITDA	34.17	7.89	4.40	6.33	5.57

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。重点关注化纤、橡胶、精细化工等行业。

杨若木

基础化工行业小组组长, 6 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。