

动物营养与健康行业领军企业，静待行业回暖

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 实现营业收入 49.32 亿元, 同比下降 9%; 实现归属上市公司股东净利润 5.77 亿元, 同比下降 48%。
- **公司是全球动物营养与健康行业的领军企业。**公司拥有超过 75 年生产、研发和销售的经验, 主要产品包括蛋氨酸、维生素、酶制剂等动物营养添加剂。公司产品分为三类: 功能性产品 (蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠)、特种产品 (酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸、有机硒和益生菌添加剂) 和其他产品 (二硫化碳、硫酸和制剂服务等)。2017 年安迪苏的市场份额居全球第二位, 是全球仅有的两家可以同时生产固体和液体的蛋氨酸的生产商之一, 是在中国建立蛋氨酸生产基地的两家跨国企业之一。公司具有强大的研发能力, 2014 年起每年推出一款新产品: 2014 年推出有机硒添加剂 Selissee®, 2015 年推出新的具有耐热性的非淀粉多糖酶罗酶宝 Advance®, 以及 2016 年推出益生菌产品。在今年初, 如前所述, 安迪苏向市场推出了革命性创新产品罗迪美®A-Dry+。公司拥有超过 600 项专利 (包括处于申请状态的专利)。
- **蛋氨酸价跌量增, 公司业绩下降幅度低于预期, 显示出强大的营销能力。**2017 年上半年, 蛋氨酸和维生素 A 价格显著下降, 以北京地区为例, 固体蛋氨酸价格从年初的 25.4 元/千克跌至目前 21.5 元/千克, 液体蛋氨酸价格从年初的 21 元/千克跌至目前 17.25 元/千克, 今年上半年固体蛋氨酸均价 22.34 元/千克, 液体蛋氨酸均价 18.76 元/千克, 去年同期固体蛋氨酸均价 30.09 元/千克, 液体蛋氨酸均价 23.81 元/千克, 同比降幅为 25.76%、21.21%。但是, 公司的蛋氨酸销量出现同比增长, 增速为 9%, 而蛋氨酸市场需求增速仅 6%, 公司增速高于市场增速。另外, 我们测算今年上半年维生素 A 市场价格同比下降 24% 左右, 对公司的功能性产品收入也产生消极影响。可是, 公司今年上半年功能性产品收入仅下降 15%, 降幅低于我们之前预期, 显示出公司强大的营销能力。
- **特种产品业务表现良好, 受益于原奶价格回升。**公司的特种产品业务表现良好, 其收入和毛利同比均有大幅增长, 其中收入同比增长 31%, 毛利同比增长 46%。公司的反刍动物蛋氨酸敏斯特业绩增速尤为明显, 主要是由于原奶的价格出现反转, 牛奶行业危机逐步结束。
- **蛋氨酸行业面临扩容, 公司 2018 年将释放新产能。**住友、诺伟司、宁夏紫光、新和成、希杰和赢创等均已宣布了各自到 2020 年将要投产的新增产能项目。另外, 由于希杰的生产工艺部分程度上不依赖石油化工原材料, 因此他们确立了相关目标, 将努力降低成本并开拓多样化、更有竞争力的原材料来源。公司也采取相关措施提高自身竞争力, 包括强化成本控制、改进工艺、扩大产能、提供增值服务和产品组合。公司在欧洲工厂扩产 5 万吨“极地”项目预计 2018 年底完工, 创新产品罗迪美®A-Dry+ 预计将在 2018 年初实现商业化, 使因受限于产品或生产工艺而不能使用液体蛋氨酸的客户也能享受到液体蛋氨酸的益处。该产品预计将于 2018 年初实现商业化。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42 元、0.47 元、0.54 元, 对应动态 PE 分别为 27 倍、24 倍和 21 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 全球宏观经济周期波动风险, 产品供应需求不平衡的风险, 市场竞争风险, 跨国经营风险, 环保政策风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10688.26	10162.24	10758.56	11954.35
增长率	-29.56%	-4.92%	5.87%	11.11%
归属母公司净利润 (百万元)	1865.35	1121.74	1253.21	1443.51
增长率	22.03%	-39.86%	11.72%	15.18%
每股收益 EPS (元)	0.70	0.42	0.47	0.54
净资产收益率 ROE	14.58%	8.66%	8.60%	8.82%
PE	16	27	24	21
PB	1.90	1.68	1.56	1.45

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

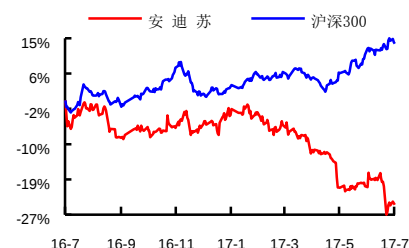
分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 021-50755259
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
 电话: 010-57631196
 邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	26.82
流通 A 股(亿股)	5.75
52 周内股价区间(元)	10.94-15.24
总市值(亿元)	302.79
总资产(亿元)	202.09
每股净资产(元)	4.62

相关研究

关键假设：

假设 1：2018 年底公司 5 万吨蛋氨酸新产能投产，2019 年贡献 4.5 万吨销量；

假设 2：斯特敏产品 2017-2019 年毛利率为 45%；

假设 3：公司蛋氨酸产品 2017-2019 年销售均价为 20 元/千克。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	10688.26	10162.24	10758.56	11954.35
	增速	-29.6%	-4.9%	5.9%	11.1%
	成本	5618.47	6269.09	6620.47	7364.39
	毛利率	47.4%	38.3%	38.5%	38.4%
功能性产品	收入	8734.16	7860.74	8253.78	9244.23
	增速	-15.3%	-10.0%	5.0%	12.0%
	成本	4568.96	5188.09	5447.49	6101.19
	毛利率	47.69%	34.00%	34.00%	34.00%
特种产品	收入	1357.01	1764.11	1940.52	2134.58
	增速	-1.7%	30.0%	10.0%	10.0%
	成本	684.28	758.57	834.43	917.87
	毛利率	49.57%	57.00%	57.00%	57.0%
其他	收入	597.10	537.39	564.26	575.54
	增速	-82.8%	-10.0%	5.0%	2.0%
	成本	365.23	322.43	338.55	345.32
	毛利率	38.83%	40.00%	40.00%	40.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10688.26	10162.24	10758.56	11954.35	净利润	2316.18	1551.74	1663.21	1843.51
营业成本	5618.47	6269.09	6620.47	7364.39	折旧与摊销	844.23	832.25	904.64	946.74
营业税金及附加	114.15	108.53	114.90	127.67	财务费用	-32.39	35.37	13.80	19.28
销售费用	900.48	863.79	914.48	1016.12	资产减值损失	14.43	4.00	4.00	4.00
管理费用	849.59	807.90	855.31	950.37	经营营运资本变动	-7.81	418.72	-174.29	-114.23
财务费用	-32.39	35.37	13.80	19.28	其他	-80.72	0.33	11.49	7.77
资产减值损失	14.43	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	3053.92	2842.42	2422.85	2707.07
投资收益	0.44	-5.00	-5.00	-5.00	资本支出	-2490.13	-862.99	-862.99	-410.00
公允价值变动损益	-32.81	0.67	-10.49	-6.77	其他	1880.36	-4.33	-15.49	-11.77
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-609.77	-867.32	-878.48	-421.77
营业利润	3191.17	2069.23	2220.12	2460.76	短期借款	0.38	-0.38	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.22	-0.24	-2.50	-2.75	长期借款	-1.62	0.00	0.00	0.00
利润总额	3188.94	2068.98	2217.62	2458.01	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	872.76	517.25	554.40	614.50	支付股利	-442.51	-373.07	-255.76	-285.73
净利润	2316.18	1551.74	1663.21	1843.51	其他	-307.89	708.19	-13.80	-19.28
少数股东损益	450.83	430.00	410.00	400.00	筹资活动现金流净额	-751.65	334.74	-269.55	-305.01
归属母公司股东净利润	1865.35	1121.74	1253.21	1443.51	现金流量净额	1740.17	2309.84	1274.82	1980.29
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	6681.30	8991.14	10265.95	12246.24	成长能力				
应收和预付款项	1675.05	1321.44	1490.30	1658.05	销售收入增长率	-29.56%	-4.92%	5.87%	11.11%
存货	1457.76	1371.77	1543.84	1689.56	营业利润增长率	-11.53%	-35.16%	7.29%	10.84%
其他流动资产	480.81	446.24	472.42	524.93	净利润增长率	15.65%	-33.00%	7.18%	10.84%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.86%	-26.63%	6.87%	9.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	6644.28	6780.56	6844.78	6414.25	毛利率	47.43%	38.31%	38.46%	38.40%
无形资产和开发支出	2788.13	2682.82	2577.18	2471.21	三费率	16.07%	16.80%	16.58%	16.61%
其他非流动资产	216.50	216.26	216.02	215.79	净利率	21.67%	15.27%	15.46%	15.42%
资产总计	19943.82	21810.23	23410.51	25220.03	ROE	14.58%	8.66%	8.60%	8.82%
短期借款	0.47	0.09	0.09	0.09	ROA	11.61%	7.11%	7.10%	7.31%
应付和预收款项	1823.78	1878.98	2017.80	2231.99	ROIC	21.93%	15.83%	17.01%	18.99%
长期借款	13.91	13.91	13.91	13.91	EBITDA/销售收入	37.45%	28.90%	29.17%	28.67%
其他负债	2218.65	1990.83	2044.84	2082.39	营运能力				
负债合计	4056.80	3883.81	4076.63	4328.38	总资产周转率	0.56	0.49	0.48	0.49
股本	2681.90	2681.90	2681.90	2681.90	固定资产周转率	1.73	1.57	1.58	1.80
资本公积	2232.46	2232.46	2232.46	2232.46	应收账款周转率	6.37	7.22	8.18	8.11
留存收益	8022.21	8770.88	9768.34	10926.11	存货周转率	4.01	4.26	4.37	4.40
归属母公司股东权益	12075.84	13685.24	14682.69	15840.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.43%	—	—	—
少数股东权益	3811.18	4241.18	4651.18	5051.18	资本结构				
股东权益合计	15887.02	17926.42	19333.87	20891.65	资产负债率	20.34%	17.81%	17.41%	17.16%
负债和股东权益合计	19943.82	21810.23	23410.51	25220.03	带息债务/总负债	0.35%	0.36%	0.34%	0.32%
					流动比率	4.22	5.35	5.60	5.95
					速动比率	3.62	4.75	4.97	5.32
					股利支付率	23.72%	33.26%	20.41%	19.79%
					每股指标				
					每股收益	0.70	0.42	0.47	0.54
					每股净资产	5.92	6.68	7.21	7.79
					每股经营现金	1.14	1.06	0.90	1.01
					每股股利	0.16	0.14	0.10	0.11
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	4003.01	2936.85	3138.56	3426.78					
PE	16.19	26.92	24.10	20.92					
PB	1.90	1.68	1.56	1.45					
PS	2.83	2.97	2.81	2.53					
EV/EBITDA	5.85	7.15	6.29	5.18					
股息率	1.47%	1.24%	0.85%	0.95%					

数据来源: Wind, 西南证券

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn