

周期低点已过，特种产品增长迅速

公司动态

◆**周期低点已过，中报符合预期。**安迪苏发布 2017 年中报，2017 年上半年实现归母净利润相比上年同期减少 48%，即 2017 年上半年实现归母净利润 5.77 亿，对应 2017 年二季度实现净利润 2.61 亿（2017 年 Q1 实现 3.17 亿），环比下滑 17.7%，下滑主要原因是公司功能性产品蛋氨酸现货均价同比下降 25.37%，蛋氨酸现货价最低达到 19000 元/吨，创下十年来新低，同时维生素 A 均价同比下降 24.05%。蛋氨酸价格下滑的原因有两点，一方面禽流感上半年多地爆发，上半年禽类养殖链处于亏损状态，影响下游需求；另一方面，国内宁夏紫光和新合成新进产能的进入对行业带来的冲击。参照蛋氨酸的价格走势，上半年业绩符合我们的预期（-40%-50%）。

◆**特种产品收入同比增速 30%。**过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品收入为 8.34 亿元，同比增长 30.81%，同时毛利率从 2016 年上半年的 49.99% 上升到 2017 年上半年的 55.78%，考虑到过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品前景广阔，收入基数小，未来仍有望保持 20-30% 的增速。

◆**蛋氨酸业务有望向好。**公司蛋氨酸销量有所上升，销量的增长部分抵消价格下滑对收入的影响。随着禽流感的消退，禽类养殖链利润向好，叠加下半年的节假日因素，下半年蛋氨酸需求向好，同时到 2018 年年中，全球没有新增产能，蛋氨酸价格在 7 月已上涨至 22450 元/吨，后期有望持续回暖，下半年业绩环比有望向好。

◆**公司前景可期。**欧洲工厂扩产 5 万吨的“极地”项目预计于 2018 年底完工；罗迪美®A-Dry+ 兼顾液体蛋氨酸相对低廉的成本和粉末状蛋氨酸使用的便捷，预计将于 2018 年初实现商业化；公司积极探索创新性产品，并每年推出一款新产品，都将成为公司新的增量。

◆盈利预测与评级：

随着蛋氨酸价格回暖，特种产品具有高成长性，我们预计下半年业绩有望好于上半年，17 年有望实现 13.8 亿左右的利润，我们预计 17-19 年 EPS 为 0.51、0.89、0.90 元，目标价 12.8 元，给予“增持”评级。

◆风险提示：

蛋氨酸价格大跌；养殖业需求下滑；丙烯、甲醇价格大涨；安全生产风险；特种产品增长不及预期；

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,173	10,688	9,835	11,710	12,655
营业收入增长率	58.98%	-29.56%	-7.98%	19.07%	8.07%
净利润(百万元)	1,529	1,865	1,377	2,380	2,425
净利润增长率	527.80%	22.03%	-26.19%	72.84%	1.92%
EPS(元)	0.57	0.70	0.51	0.89	0.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.00%	15.45%	10.72%	16.00%	14.53%
P/E	20	16	22	13	12

增持(首次)

当前价/目标价：11.31/12.80 元

目标期限：6 个月

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-22167262

qiuxf@ebsec.com

联系人

肖亚平

021-22167335

xiaoyaping@ebsec.com

市场数据

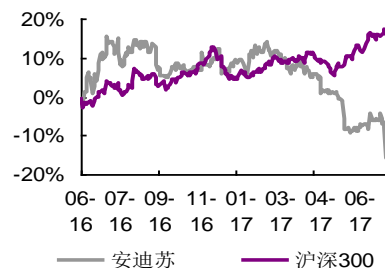
总股本(亿股)：26.82

总市值(亿元)：302.79

一年最低/最高(元)：10.76/15.30

近 3 月换手率：3.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.21	-22.11	-37.82
绝对	-5.20	-14.56	-24.49

相关研报

目 录

1、 安迪苏：全球化视野及业务分布	4
2、 蛋氨酸业务有望向好	5
2.1、 寡头垄断的蛋氨酸市场	5
2.2、 易于暴涨的蛋氨酸价格走势	6
2.3、 全球蛋氨酸行业龙头之一	6
3、 特种产品增长迅速	7
3.1、 过瘤胃保护蛋氨酸	7
3.2、 酶制剂	9
3.3、 有机硒	9
3.4、 益生菌	11
4、 盈利预测	11
4.1、 关键假设和分项收入预测	11
4.2、 盈利预测	12
5、 估值水平与投资评级	12
5.1、 相对估值	12
5.2、 投资评级	13
6、 风险提示	13

图目录

图 1：安迪苏 2016 年主营收入占比	4
图 2：安迪苏 2016 年主营收入地区分布	4
图 3：安迪苏 2017 年上半年主营收入占比	4
图 4：安迪苏 2017 年上半年主营收入地区分布	4
图 5：2009 年以来国内固体蛋氨酸价格走势 (元/吨)	6
图 6：美斯特产品使用及作用机理	8
图 7：中国乳制品进出口数量 (万吨)	8
图 8：中国进口奶粉单价 (美元/吨)	8
图 9：罗酶宝®产品使用及作用机理	9
图 10：硒源利用的历史演变	10
图 11：产品商标	11

表目录

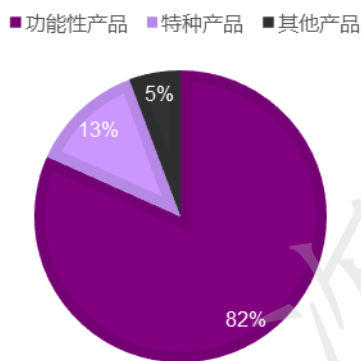
表 1：2017 年-2020 年蛋氨酸产能进入情况和预计进入情况	5
表 2：硒对动物生产性能影响	9
表 3：2017-2019 营业收入及成本预测	12
表 4：可比公司的 PE 比较	13

1、安迪苏：全球化视野及业务分布

安迪苏是 A 股公司中第一家真正意义的国际化公司，拥有真正意义的全球视野及业务分布；安迪苏公司是动物营养及健康解决方案的全球领军企业，具有全球公认的市场地位。安迪苏拥有丰富的产品组合、完善的销售平台和强大的技术支持团队，公司向全球 140 多个国家超过 2500 名客户提供创新动物营养添加剂解决方案。

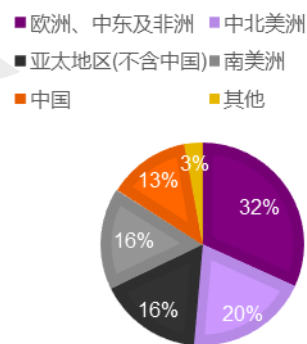
安迪苏产品分为三类：功能性产品（包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠）、特种产品（酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸和有机硒添加剂）和其他产品（二硫化碳、硫酸和粉末加工服务等）。2016 年分别占比为 82%，13%和 5%。公司 2016 年主营收入 32%的收入来自欧洲、中东及非洲，20%来自中北美地区，16%来自南美，16%来自除中国的亚太地区，国内收入仅占其收入的 13%。

图 1：安迪苏 2016 年主营收入占比



资料来源：公司年报，光大证券研究所

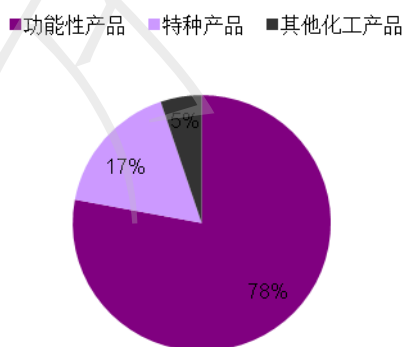
图 2：安迪苏 2016 年主营收入地区分布



资料来源：公司年报，光大证券研究所

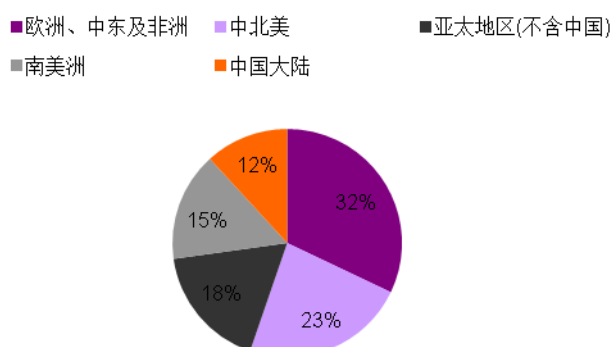
2017 年上半年，功能性产品、特种产品和其他产品分别主营收入占比为 78%，17%和 5%，公司主营收入地域分布 32%的收入来自欧洲、中东及非洲，23%来自中北美地区，18%来自南美，15%来自除中国的亚太地区，国内收入仅占其收入的 12%。

图 3：安迪苏 2017 年上半年主营收入占比



资料来源：公司中报，光大证券研究所

图 4：安迪苏 2017 年上半年主营收入地区分布



资料来源：公司中报，光大证券研究所

公司 2017 年中报披露,2017 年上半年实现归母净利润相比上年同期减少 48%，即 2017 年上半年实现归母净利润 5.77 亿，对应 2017 年二季度实现净利润 2.61 亿（2017 年 Q1 实现 3.17 亿），环比下滑 17.7%，下滑主要原

因是公司功能性产品蛋氨酸现货均价同比下降 25.37%，蛋氨酸现货价最低达到 19000 元/吨，创下十年来新低，同时维生素 A 均价同比下降 24.05%。

2、蛋氨酸业务有望向好

公司功能性产品主要包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠等产品，主要产品为蛋氨酸。2017 年上半年收入 38.44 亿元，同比 2016 年上半年收入 45.01 亿元，同比下滑 14.60%，毛利率从 2016 年上半年的 52.00% 下滑到 2017 年上半年的 33.25%。业绩下滑主要原因是公司功能性产品蛋氨酸和维生素 A 均价同比大幅下降。

2.1、寡头垄断的蛋氨酸市场

蛋氨酸，又称甲硫氨酸，化学名称甲硫基丁氨酸，是构成蛋白质的基本单位之一，是必需氨基酸中惟一含有硫的氨基酸。对于禽类、高产奶牛和鱼类，蛋氨酸一般是第一限制氨基酸，对于猪，蛋氨酸一般是第二限制性氨基酸。

未来全球蛋氨酸市场仍然有较大增长的空间。安迪苏和日本住友均独立预测未来几年全球蛋氨酸市场将保持 6% 的增长速度。

蛋氨酸市场是典型的寡头垄断市场，行业集中度高。目前全球主要有赢创、安迪苏、诺伟司、住友、紫光、希杰、伏尔加、新和成八家生产商，产能集中在 8 家生产商的 15 家工厂，除去俄罗斯伏尔加的工厂产能为 2 万吨/年，其余单个工厂产能均在 5 万吨/年以上，单个工厂产能占全球产能的 3-10% 以上。2016 年全球蛋氨酸市场需求 116 万吨，2016 年全球蛋氨酸的理论产能为 152 万吨。其中赢创、安迪苏、诺伟司和住友四大寡头拥有全球蛋氨酸产能的 88%，占全球市场份额接近 90%。2011 年至 2016 年间，全球蛋氨酸需求产能比基本保持在 75% 至 80% 之间，全球市场的蛋氨酸供给量和需求量呈现动态平衡。

按照我们收集的公开资料推算，现在至 2018 年中，全球没有新增蛋氨酸产能，全球蛋氨酸需求产能比会继续往上，我们认为短期内蛋氨酸行业供需关系仍较为合理，2017 年-2021 年内，蛋氨酸全球年产量与实际产能之比仍接近 80%，处于合理区间。

表 1: 2017 年-2020 年蛋氨酸产能进入情况和预计进入情况

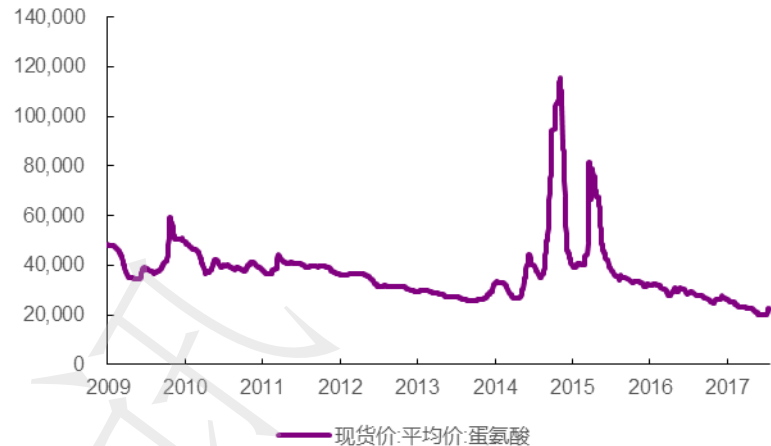
厂商	地点	产能 (万吨/年)	产能进入时间
新和成	山东潍坊	5	2017 年初
住友	日本新居滨	5	2018 年中期
安迪苏	西班牙布尔戈斯	5	2019 年初
新和成	山东潍坊	10	2019 年 7-8 月
赢创	新加坡	15	2019 年
诺伟司	美国墨西哥湾区	12	2020 年
新和成	山东潍坊	15	2021 年

资料来源：渝三峡 A 公告，光大证券研究所整理

2.2、易于暴涨的蛋氨酸价格走势

影响蛋氨酸价格的因素主要来自供需关系的变化。由于蛋氨酸工业高集中度，产能集中在 8 家生产商的 15 家工厂，单个工厂产能占全球产能的 3-10% 以上。一旦某个工厂长时间检修或者突发性事件，极易造成短期内供需失衡，价格巨幅波动。

图 5：2009 年以来国内固体蛋氨酸价格走势 (元/吨)



资料来源：Wind，光大证券研究所

由于近段时间受禽养殖链亏损和新进入产能投放带来冲击，价格一路下行至 07 年以来的最低 19000 元/吨。但今明两年基本没有新增产能，且蛋氨酸的年需求增速 5%-6%，年需求增量达到 7 万吨左右，预计到明年开工率能接近 85%，处于紧平衡，价格开始回升。

2017 年 5 月底住友蛋氨酸在中国提价 5%，6 月 5 日诺伟司（上海）对中国羟基蛋氨酸提价 8%，6 月赢创（中国）宣布提高蛋氨酸报价至 20500 元/吨后，7 月 9 日赢创（中国）宣布提高蛋氨酸报价至 23500 元/吨，报价上涨 14.6%。蛋氨酸的主要下游是禽类，而从禽类的情况来看，禽流感随着气温回升，逐渐消退，同时下半年节假日因素，禽类需求通常会明显好于上半年，需求已经出现了周期的拐点。

2.3、全球蛋氨酸行业龙头之一

安迪苏目前液体蛋氨酸市场占有率全球第一（固体市场占有率第二），是目前蛋氨酸市场三巨头之一。在 2015 年，安迪苏曾为中国下游客户安装约 70 套添加液体蛋氨酸装置，而住友同样想向中国客户推行蛋氨酸，但最终未果。安迪苏是三巨头中唯一在中国布局蛋氨酸产能的，南京工厂目前蛋氨酸产能为 14 万吨/年，占公司总产能 37%。

安迪苏生产的蛋氨酸以液体蛋氨酸为主，相比较固体蛋氨酸，液体蛋氨酸生产成本更低，更容易被吸收，添加更为精准，竞争优势更加显著。当前全球蛋氨酸市场中固体蛋氨酸和液体蛋氨酸的市场占比为 60% 和 40%，尤其在中国市场，两者占比达到了 75% 和 25%，这说明未来液体蛋氨酸对固体蛋氨酸的替代效应将逐渐显现。

安迪苏近期宣告研发成功一种真正革命性的创新产品罗迪美®A-Dry+, 兼顾液体蛋氨酸相对低廉的成本和粉末状蛋氨酸使用的便捷, 预计将于2018年初推向市场, 我们预计未来公司在蛋氨酸市场份额有进一步提升的可能。

2017年上半年蛋氨酸现货均价同比下降25.37%, 蛋氨酸现货价最低达到19000元/吨, 创下十年来新低, 2017年上半年公司蛋氨酸销量有所上升, 销量的增长部分抵消价格下滑对收入的影响。随着禽流感的消退, 禽类养殖链利润向好, 叠加下半年的节假日因素, 下半年蛋氨酸需求向好, 同时到2018年年中, 全球没有新增产能, 蛋氨酸价格在7月已上涨至22450元/吨, 后期有望持续回暖, 下半年业绩环比有望向好。

3、特种产品增长迅速

特种产品(过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品)2017年上半年收入为8.34亿元, 相比于2016年上半年的6.38亿元, 同比增长30.81%, 同时毛利率从2016年上半年的49.99%上升到2017年上半年的55.78%, 考虑到过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品前景广阔, 收入基数小, 未来仍有望保持20-30%的增速, 同时产品高技术壁垒和品牌壁垒, 具有高毛利率、高附加值。

安迪苏在法国与中国的7个实验室是公司发展的动力源泉。公司将特种产品作为第二大业务, 以至于实现可持续增长。自2014年发布Selisseo®(一种含有硒元素的特种产品), 2015年发布罗酶宝Advance®(一种新型酶制剂产品)以及2016年发布Alterion®(一种益生菌产品)后, 安迪苏将继续加大研发投入, 旨在每年能够推出一款引导市场的新产品。

3.1、过瘤胃保护蛋氨酸

蛋氨酸反刍动物产品主要指专门针对奶牛设计的过瘤胃保护蛋氨酸, 是蛋氨酸产品系列延伸创新产品。“过瘤胃保护”是指可让营养成分或动物营养添加剂通过反刍动物瘤胃(反刍动物第一个胃)进入腹部并在肠内被吸收的包衣或化学改性技术。过瘤胃保护蛋氨酸在经过奶牛过瘤胃时, 维持完整活性, 从而使蛋氨酸得到适当吸收, 提高产奶量、乳蛋白含量。随着牛奶中乳蛋白含量作为产品性能指标受到消费者日益重视, 过瘤胃保护蛋氨酸市场前景十分广阔。

对于高产奶牛, 蛋氨酸是第一限制氨基酸。奶制品业存在地区的不均衡性, 发达国家是发展中国家人均消费量3倍左右。从增速来看, 发展中国家人均消费量在2008-2015年年化增速为4.0%, 发达国家人均消费量出现一定下滑, 2008-2015年年化增速为-1.4%。目前已度过奶业危机, 从长期来看, 未来发展中国家的奶制品市场仍有较大发展空间。

安迪苏是奶牛和其它反刍动物保护性蛋氨酸的先驱。公司生产并销售这两类领导产品: 斯特敏®和美斯特®。这些营养产品对于牛奶饲料氨基酸平衡至关重要。

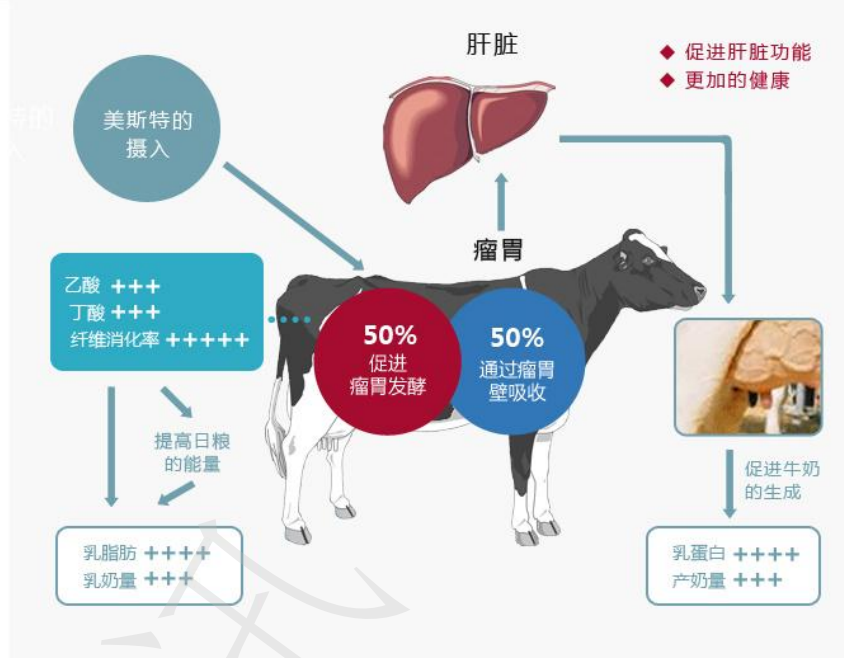
蛋氨酸是奶牛泌乳的第一限制性氨基酸, 而过瘤胃保护蛋氨酸可以增加氨基酸在奶牛在小肠的吸收, 促进乳蛋白的合成, 能提高奶牛产奶量、乳蛋白含量及乳脂率。

图 6：美斯特产品使用及作用机理

美斯特的使用及作用机理

- 1: 研究已证明蛋氨酸、赖氨酸是奶牛的首要限制性氨基酸;
- 2: 美斯特作为奶牛有效蛋氨酸来源, 其效果在全球奶业已得到广泛认可;
- 3: 建议在围产前期及泌乳牛日粮中添加美斯特, 在氨基酸平衡前提下使用美斯特可提高动物对日粮蛋白质利用率, 并可在较低日粮蛋白水平下实现:

- a: 提高奶产量;
- b: 提高乳蛋白、乳脂率;
- c: 降低牛奶及血浆尿素氮从而改善奶牛繁殖;
- d: 美斯特作为奶牛甲基供体可改善奶牛健康, 如减少脂肪肝、酮病等代谢紊乱的发生。



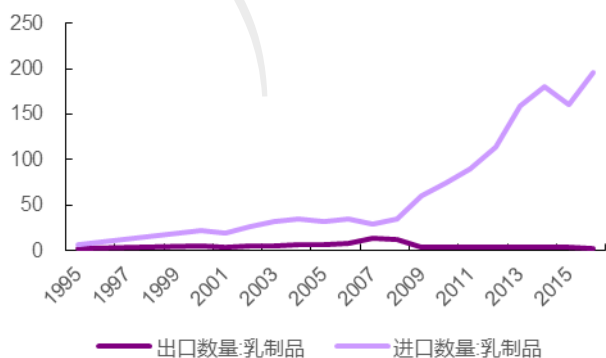
资料来源：公司官网，光大证券研究所

奶业市场底部回升，市场空间广阔

2015 年以来，全球奶业遭遇了一波新的“行业寒潮”，国际奶价不断下探，在我国乳制品一直都是以进口为主，国内奶业市场同样危机。2015 年到 2016 年的进口奶粉价格已经触及 2009 的最低谷，也到了该周期的底部，从 2016 年底开始，国际奶价开始复苏，并且上行趋势明显，底部反转将拉动高蛋白乳制品的需求，而这正是过瘤胃保护蛋氨酸的功效之一。在 21 世纪初期，美国仅有 1% 的奶牛日粮会使用过瘤胃保护性蛋氨酸。如今这一比例已经提升至 25%，并随着当前全球奶业复苏，反刍动物蛋氨酸市场在未来 3-5 年内将进一步翻倍的可能。

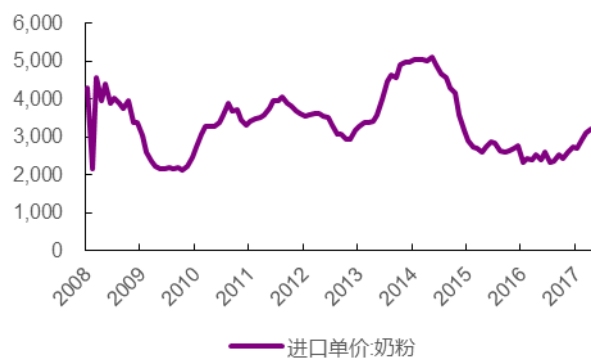
斯特敏®产品 2017 年一季度环比 2016 年第四季度增长超过 58%，同样反映了全球奶业复苏以及安迪苏在该领域的领导地位。同时公司还扩大了另一种反刍动物专用蛋氨酸产品-美斯特®的产能。该产品是唯一一种可用于制作颗粒饲料或者用于液体饲料中的反刍动物蛋氨酸产品。

图 7：中国乳制品进出口数量（万吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：中国进口奶粉单价（美元/吨）

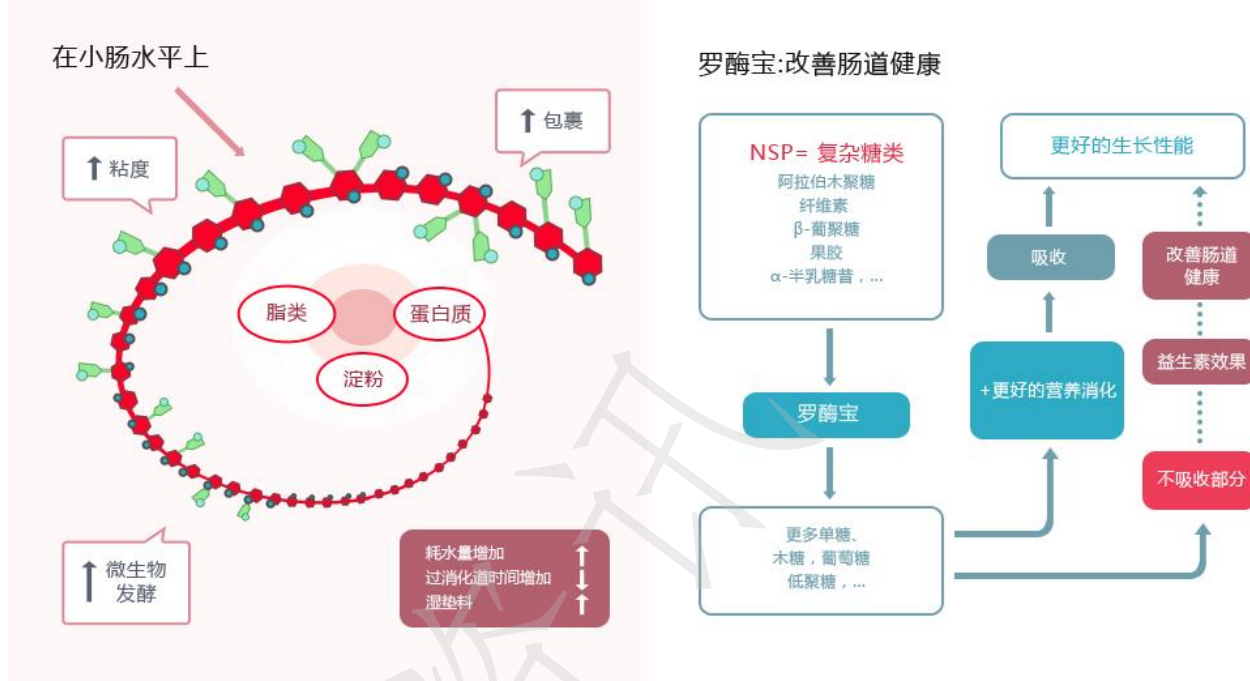


资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2、酶制剂

罗酶宝®为系列酶制剂，可以提高动物、家禽、猪对饲料原料的消耗率并改善饲养环境。

图 9：罗酶宝®产品使用及作用机理



资料来源：公司官网，光大证券研究所

酶制剂业务增长符合预期。罗酶宝®系列饲料用酶制剂产品中最新一代的创新产品——罗酶宝®Advance 于 2016 年 6 月推出，被安迪苏冠以的学术名称为：Feedase。该产品有粉末、颗粒和液体的不同形态，可适应各类饲料厂的不同需求。该产品是一种高效的可以改善饲料中各类营养成分消化率的组合型生物酶，能够可靠地提高饲料的整体消化率，从而降低客户成本并减少营养成分损失。罗酶宝® Advance 实现了稳定增长，其销售额达到罗酶宝®全系列产品总额的 40%，与 2016 年第四季度相比上升了 20%。

3.3、有机硒

Selisseo®是安迪苏基于羟基蛋氨酸开发的创新型有机硒源。硒由于其著名的抗氧化性被使用在动物饲料中已有数十年的历史，然而相比以前的硒源，产品能在性能、可靠性和实用性方面更好的满足专业人士的需求。Selisseo®的销量处于稳步增长中。

表 2：硒对动物生产性能影响

品种	影响
种鸡	通过保护精巢多不饱和脂肪酸成分，改善精子活力
	改善种猪种鸡的健康和免疫能力，延长使用寿命
	改进种蛋品质和增加种蛋硒储量，促进鸡胚的被动免疫和应激耐受
	提升种蛋孵化率，同时降低雏鸡硒缺乏症的发生率，改进雏鸡健康水平
	硒帮助雏鸡早期发育获得更好的 FCR，并增进对氧化应激的抵抗力，降

	低死亡率
断奶仔猪	日粮添加有机硒可显著降低断奶仔猪腹泻率
	日粮添加无机或有机硒可显著提升肝脏硒储量，其中有机硒效率更高
	日粮添加无机或有机硒可显著提升肝脏抗氧化酶活性
	相对于无机硒，有机硒可显著改善仔猪的日增重、采食量、血清免疫球蛋白 IgA 和肌肉硒储量，可明显降低仔猪腹泻率、FCR
能繁母猪	相对于无机硒，有机硒可显著提升仔猪出生重、28 天断奶成活率；同时可显著降低腹泻率
	有机硒可显著促进初乳和常规乳中的硒含量
	有机硒可显著改善母猪机体的总抗氧化能力、SOD 酶和 GPx 酶的活性，同时可显著改善初乳和 11d 奶水中的 GPx 酶活
肉蛋品质	相对于无机硒，有机硒可显著改善肉色、肌间脂肪和肌肉中的硒储量，可显著降低肉的 24h 滴水损失，并延长猪肉的货架期
	有机硒可减少禽肉的滴水损失，延长货架期，改善禽肉中的 EPA&DHA 等多不饱和脂肪酸含量，同时提高了禽肉中的硒储量，可减缓禽肉的氧化，延长禽肉制品的货架期
	蛋鸡使用有机硒，可改善蛋壳品质，同时显著提高蛋黄和蛋清中的硒储量，使鸡蛋新鲜度提升，货架期延长
反刍动物	部分无机硒会被瘤胃微生物还原为单质硒，无法被反刍动物机体利用；而有机硒可部分被瘤胃微生物用于合成菌体硒蛋白，再连同其余部分被动物利用
	有机硒应用于反刍动物，可改善反刍动物的抗氧化能力，维护动物的机体健康。在奶牛高水平生产负荷下，更有利于增强免疫与健康，减少乳房炎等疾病，并维持良好的生产性能
	应用有机硒，可改善反刍动物机体健康，降低乳品中的体细胞（SCC），同时可减少乳房炎发生率
	有机硒被反刍动物摄入后，经过机体的转化，可以显著提升牛奶中的硒含量，生成富硒奶产品

资料来源：公司官网，光大证券研究所

图 10：硒源利用的历史演变



资料来源：公司官网，光大证券研究所

3.4、益生菌

Alterion®是安迪苏与诺维信联合开发的产品，是从全球最大的私人菌种保藏库（超过 45000 株）中精心筛选得到的一株独特的枯草芽孢杆菌，能抑制多种病原微生物在肠道中生长，抗逆性强，是针对动物肠道健康研发的一套完整的益生菌解决方案。Alterion®通过多种作用机制，能显著改善动物肠道微生态环境和提高动物生产性能，为家禽农场提供了一种天然的抗生素促生长剂替代品。

图 11：产品商标



资料来源：公司官网，光大证券研究所

产品销售成长性强。Alterion®是 2016 年发布并在国际市场投产的新产品，在 2016 年的营业收入有 1000 万人民币，而 2017 年一季度该产品的收入就已经超过了 2016 年全年，产品扩张潜力巨大，下游客户对该产品需求显著。目前中国监管机构还在对产品进行注册审批中，我们认为该产品将成为公司下一个盈利增长点，预期全球投产后将带来至少 3-4 亿人民币的营业收入。

强强联手，优势互补。安迪苏与诺维信建立科技合作伙伴关系，充分利用各自优势推广新产品：诺维信拥有强大的科技实力和生产能力，而安迪苏深谙动物保健和营养之道，拥有广阔的市场和值得信赖的地区性专有技术。双方目标在 2017 年下半年实现 Alterion®全球销售。

4、盈利预测

4.1、关键假设和分项收入预测

(1) 2017 年蛋氨酸产能不变，假设 2017 年整体销量增长 9%，单位成本假设比 2016 年增长 4%，假设维生素 A 产能销量及成本均不变，销售价格根据市场价分别假设为 17.48/160 元/千克；按照中报披露情况，假设特种产品收入以 30%增长，成本以 18%增长；其他化工产品的收入和成本假设与 2016 年维持不变。

(2) 2018 年蛋氨酸产能不变，假设销量和单位成本与 2017 年相同，假设维生素 A 产能销量及成本均不变，价格根据市场价分别假设为 21.00/160 元/千克；假设特种产品收入和成本均以 25%增长；假设其他化工产品的收入和成本相比 2017 年以 5%增长。

(3) 2019 年蛋氨酸 5 万吨新产能投放, 开工率与 2018 年持平, 单位成本维持不变, 假设维生素 A 产能销量及成本均不变, 价格根据市场价分别假设为 19.88/160 元/千克; 假设特种产品收入和成本均以 20% 增长; 假设其他化工产品的收入和成本相比 2017 年以 5% 增长。

表 3: 2017-2019 营业收入及成本预测

	2017	2018	2019
产品销量 (吨)			
蛋氨酸	398395	398395	444720
VA	3200	3200	3200
产品销售均价 (元/千克)			
蛋氨酸	17.48	21.00	19.88
VA	160	160	160
营业收入 (百万元)			
蛋氨酸	6962	8366	8839
VA	512	512	512
特种产品	1764	2205	2646
其他化工产品	597	627	658
营业成本 (百万元)			
蛋氨酸	4826	4826	5388
VA	311.33	311.33	311.33
特种产品	807	1009	1211
其他化工产品	365	383	403

资料来源: 光大证券研究所

4.2、盈利预测

预计公司 2017-2019 年的营业收入为 98.35/117.10/126.55 亿元; 净利润为 13.77/23.80/24.25 亿元; 每股收益分别为 0.51/0.89/0.90 元, 对应当前股价 PE 分别为 22/13/12 倍。

5、估值水平与投资评级

5.1、相对估值

安迪苏的业务收入主要由功能性产品板块 (蛋氨酸、维生素 A)、特种产品板块 (过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品) 构成, 在 A 股按照业务相似性选择新和成 (维生素 A、E 和蛋氨酸)、浙江医药 (维生素 A、E 以及医药业务)、金达威 (维生素)、花园生物 (维生素 D3 及衍生产品)、溢多利 (酶制剂) 作为可比公司。参照可比公司相对估值, 结合目前行业处于历史底部, 给予公司 2017 年 25 倍 PE。

表 4：可比公司的 PE 比较

公司名称	收盘价	EPS					PE				PE	PB	市值
	17-08-04	16A	17E	18E	19E	16A	17E	18E	19E	TTM	MRQ	亿元	
新和成	20.00	1.10	0.96	1.10	1.56	18	21	18	13	17.03	2.63	217.78	
浙江医药	10.27	0.48	0.29	0.40	0.48	21	35	26	21	24.15	1.41	98.88	
金达威	14.02	0.51	0.57	0.66	0.77	27	25	21	18	27.18	3.88	86.43	
花园生物	39.32	0.24	1.09	1.49	1.69	164	36	26	23	118.69	9.33	71.33	
溢多利	14.20	0.30	0.53	0.62	0.75	47	27	23	19	50.67	3.02	57.76	
平均						56	29	23	19	47.54	4.05		

资料来源：wind 一致预期；

5.2、投资评级

随着禽流感的消退，禽类养殖链利润向好，叠加下半年的节假日因素，下半年蛋氨酸需求向好，同时到 2018 年年中，全球没有新增产能，蛋氨酸价格在 7 月已上涨至 22450 元/吨，后期有望持续回暖，下半年业绩环比有望向好，公司具备 43 万吨产能，享有价格带来的巨大业绩弹性。

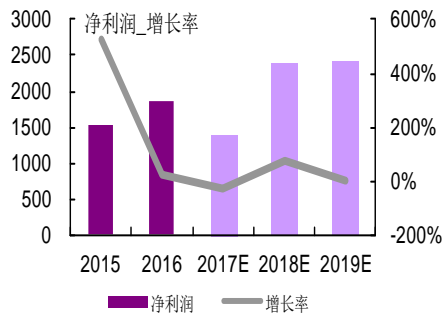
同时公司核心竞争力不改，前景可期。欧洲工厂扩产 5 万吨的“极地”项目预计于 2018 年底完工；罗迪美®A-Dry+ 兼顾液体蛋氨酸相对低廉的成本和粉末状蛋氨酸使用的便捷，预计将于 2018 年初实现商业化；公司积极探索创新性产品，并每年推出一款新产品，都将成为公司新的增量。

随着蛋氨酸价格回暖，特种产品具有高成长性，我们预计下半年业绩有望好于上半年，17 年有望实现 13.8 亿左右的利润，我们预计 17-19 年 EPS 为 0.51、0.89、0.90 元，给予 25 倍 PE，目标价 12.8 元，给予“增持”评级。

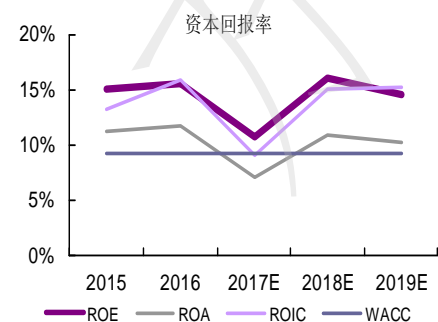
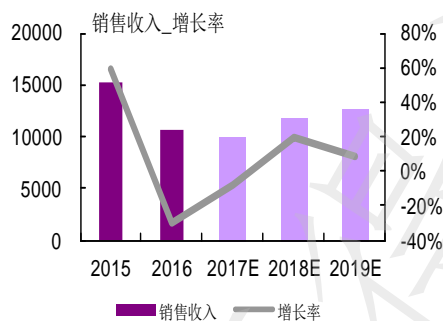
6、风险提示

- (1) 下游养殖业需求增长不达预期或者下降，导致蛋氨酸供需失衡，价格下降，主营收入下降，公司利润收窄；
- (2) 主要生产原材料丙烯、甲醇价格大涨，公司成本上升，利润收窄；
- (3) 公司特种产品（过瘤胃保护蛋氨酸、酶制剂、有机硒、益生菌等产品）市场空间广阔，基数小，我们给予 17-19 年分别为 30%、25%、20% 的增长预期，若推广不达预期，增速下降，特种产品收入和利润增长则低于预期；
- (4) 公司蛋氨酸生产过程中需要使用刷臭，剧毒的化学试剂，属于化工生产过程，若有安全生产问题，对公司的正常运营以及利润均有较大影响。

利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,173	10,688	9,835	11,710	12,655
营业成本	8,906	5,618	6,310	6,531	7,313
折旧和摊销	1,148	844	855	876	888
营业税费	122	114	98	117	127
销售费用	953	900	836	995	1,076
管理费用	981	850	787	937	1,012
财务费用	503	-32	-86	-119	-171
公允价值变动损益	68	-33	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	3,607	3,191	1,886	3,249	3,299
利润总额	3,626	3,189	1,916	3,288	3,346
少数股东损益	474	451	22	20	17
归属母公司净利润	1,528.65	1,865.35	1,376.82	2,379.70	2,425.43



资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	17,913	19,944	19,850	22,043	24,116
流动资产	8,321	10,295	10,916	13,585	16,496
货币资金	4,941	6,681	7,097	9,383	11,920
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,776	1,577	1,468	1,748	1,889
应收票据	0	0	197	234	253
其他应收款	21	26	30	35	38
存货	1,235	1,458	1,520	1,575	1,770
可供出售投资	3	14	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,176	6,191	5,864	5,498	4,825
无形资产	2,007	1,893	1,798	1,708	1,623
总负债	3,731	4,057	3,176	3,318	3,549
无息负债	3,631	3,925	3,162	3,304	3,535
有息负债	101	132	14	14	14
股东权益	14,182	15,887	16,674	18,725	20,568
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	2,370	2,489	2,626	2,864	3,107
未分配利润	6,467	7,766	8,394	10,186	11,769
少数股东权益	3,993	3,811	3,833	3,853	3,871



现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,556	3,054	1,362	2,916	3,015
净利润	1,529	1,865	1,377	2,380	2,425
折旧摊销	1,148	844	855	876	888
净营运资金增加	7,572	-2,234	-192	1,178	616
其他	-6,692	2,578	-678	-1,517	-914
投资活动产生现金流	-997	-610	-304	-399	-49
净资本支出	-1,005	-601	-319	-400	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	8	-9	15	1	1
融资活动现金流	799	-752	-643	-231	-429
股本变化	2,159	0	0	0	0
债务净变化	-9,921	31	-118	0	0
无息负债变化	-3,519	295	-764	143	230
净现金流	3,244	1,740	415	2,286	2,537

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	58.98%	-29.56%	-7.98%	19.07%	8.07%
净利润增长率	527.80%	22.03%	-26.19%	72.84%	1.92%
EBITDA/EBITDA 增长率	2973.89%	-22.24%	-34.25%	50.94%	0.25%
EBIT/EBIT 增长率	-895.87%	-21.05%	-43.65%	74.00%	-0.06%
估值指标					
PE	20	16	22	13	12
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	8	9	13	9	8
EV/EBIT	10	11	20	11	10
EV/NOPLAT	18	16	27	15	14
EV/Sales	3	3	4	3	3
EV/IC	2	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.30%	47.43%	35.84%	44.23%	42.22%
EBITDA 率	34.20%	37.76%	26.98%	34.20%	31.73%
EBIT 率	26.64%	29.86%	18.28%	26.72%	24.71%
税前净利润率	23.90%	29.84%	19.48%	28.08%	26.44%
税后净利润率 (归属母公司)	10.07%	17.45%	14.00%	20.32%	19.17%
ROA	11.18%	11.61%	7.05%	10.89%	10.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.00%	15.45%	10.72%	16.00%	14.53%
经营性 ROIC	13.19%	15.80%	9.05%	15.02%	15.23%
偿债能力					
流动比率	3.81	4.22	4.76	5.58	6.19
速动比率	3.25	3.62	4.10	4.93	5.52
归属母公司权益/有息债务	101.37	91.80	923.13	1069.07	1200.30
有形资产/有息债务	148.54	129.14	1239.00	1403.12	1558.29
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.70	0.51	0.89	0.90
每股红利	0.00	0.23	0.13	0.22	0.23
每股经营现金流	1.33	1.14	0.51	1.09	1.12
每股自由现金流(FCFF)	-1.87	1.79	0.76	0.59	0.93
每股净资产	3.80	4.50	4.79	5.55	6.23
每股销售收入	5.66	3.99	3.67	4.37	4.72

资料来源：光大证券、上市公司

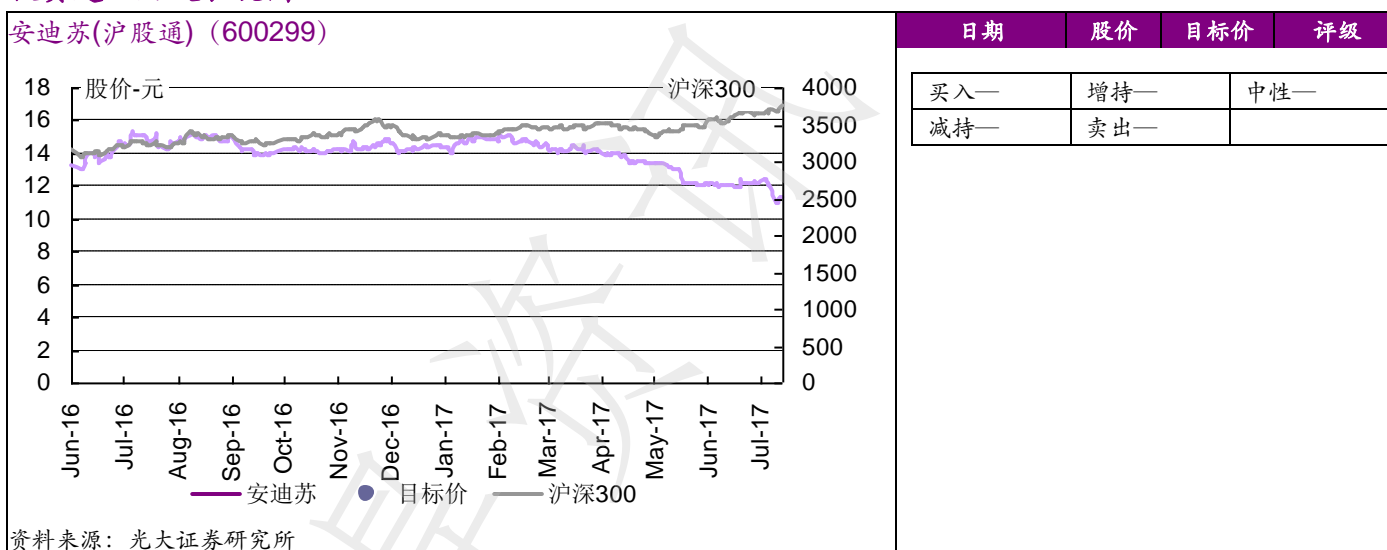
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

裘孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士、管理学博士在读。11年证券从业经验，2007-2016年连续10年获得新财富石油化工行业前两名。经历了10余年行业的周期波动，在原油、石化和化工行业的研究上面积累了丰富的经验，总结了周期行业波动的规律，创立了针对原油价格和周期性行业波动的框架体系。研究具有系统性、前瞻性和开创性。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebscn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com