

新建南京第二蛋氨酸工厂，强化行业地位，助力未来业绩

公司简报

◆事件：

公司2018年1月17日公告，拟于南京新建年产18万吨液体蛋氨酸项目，项目总投资额约4.9亿美元，约合人民币31.54亿元，资金来源为公司自有资金，预计投产时间为2021年中期，预计项目回收期约为4年。

◆点评：

1. 安迪苏为全球第二大蛋氨酸生产商，目前拥有41万吨产能，为全球仅有两家可以同时生产固体和液体蛋氨酸的生产商之一。公司生产稳定性、安全环保绩效及生产成本均居于世界领先水平，2012年至2016年期间，公司市场占有率仍从24%上升至27%。2014年至2017年，公司液体蛋氨酸销量平均增长率为15%，远高于行业平均6%左右增速；
2. 工厂选址位于南京六合化工园区，紧邻现有南京工厂，项目将进一步降低生产成本，南京基地有望成为全球液体蛋氨酸生产成本最低端。项目新增产能可满足持续增长的客户需求，巩固公司在蛋氨酸行业的领导地位；
3. 截至2017年三季度末，公司账面货币资金为人民币70.10亿元，项目投资有利于盘活公司资产，提升公司盈利能力。项目回收期约为4年，表明公司对成本控制的信心和对液体蛋氨酸行业的看好；
4. 公司坚持“双支柱”发展战略，2017年12月收购Nutriad是培育、发掘和做强特种产品支柱；蛋氨酸工厂建设完成后，公司蛋氨酸产能将达到64万吨，稳居全球前二，进一步增强蛋氨酸为代表的功能性产品竞争优势。

◆对盈利预测、投资评级和估值的修正：

考虑到未来一年没有新增产能，蛋氨酸价格大概率向好，维生素A价格近期暴涨，公司特种产品增速较快，上调盈利预测，预计17-19年净利润为14.20、23.53、26.65亿元，EPS为0.53、0.88、0.99元，参照可比公司估值，给予公司2018年16倍PE，目标价14.08元，上调至“买入”评级。

◆风险提示：

蛋氨酸、维生素A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；工厂审批延期或未能通过。

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	9,814	11,993	13,243
营业收入增长率	58.98%	-29.56%	-8.18%	22.19%	10.43%
净利润(百万元)	1,529	1,865	1,420	2,353	2,665
净利润增长率	527.80%	22.03%	-23.90%	65.74%	13.29%
EPS(元)	0.57	0.70	0.53	0.88	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	15.00%	15.45%	11.02%	15.82%	15.73%
P/E	20	17	22	13	12
P/B	3	3	2	2	2

资料来源：光大证券研究所

买入(上调)

当前价/目标价：11.64/14.08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@mail.ebsec.com

市场数据

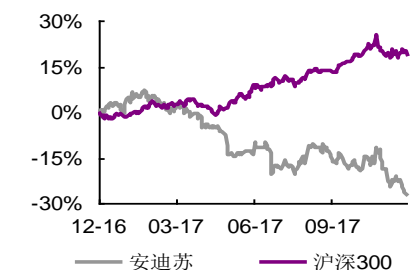
总股本(亿股)：26.82

总市值(亿元)：312.17

一年最低/最高(元)：9.93/15.25

近3月换手率：5.56%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.27	-6.81	-46.57
绝对	9.98	1.74	-18.60

相关研报

收购Nutriad预案公布，有望增强公司特种产品业务

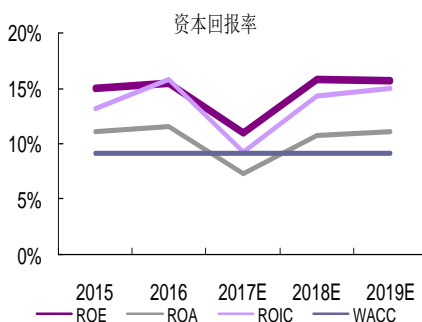
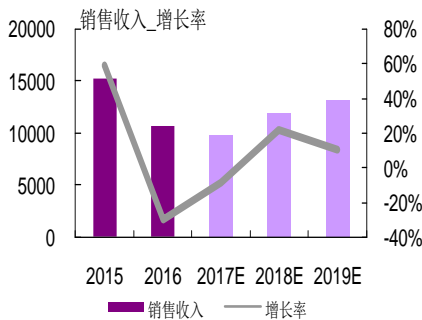
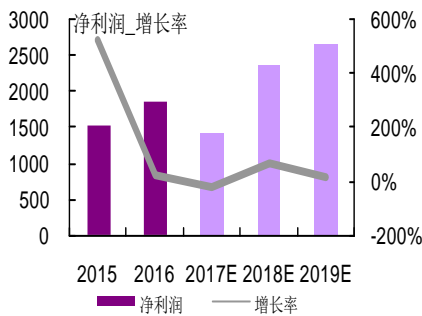
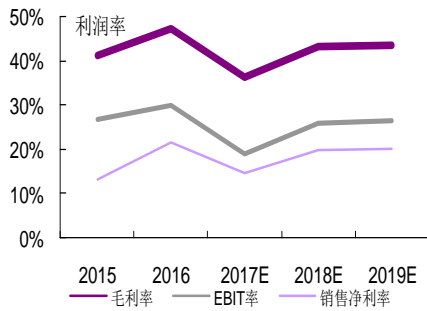
.....2017-12-19

业绩略超预期，蛋氨酸业务向好，特种产品增长迅速

.....2017-10-29

周期低点已过，特种产品增长迅速

.....2017-07-27



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,173	10,688	9,814	11,993	13,243
营业成本	8,906	5,618	6,235	6,789	7,440
折旧和摊销	1,148	844	855	880	923
营业税费	122	114	98	120	132
销售费用	953	900	834	1,019	1,126
管理费用	981	850	785	959	1,059
财务费用	503	-32	-84	-107	-141
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	1,944	3,212	3,628
利润总额	3,626	3,189	1,975	3,251	3,675
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	1,419.58	2,352.76	2,665.38

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	17,913	19,944	19,659	21,857	24,137
流动资产	8,321	10,295	10,727	13,254	15,257
货币资金	4,941	6,681	6,928	8,930	10,542
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,776	1,577	1,468	1,794	1,981
应收票据	0	0	196	240	265
其他应收款	21	26	29	36	40
存货	1,235	1,458	1,501	1,639	1,802
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	5,614	5,832
无形资产	2,007	1,893	1,798	1,708	1,623
总负债	3,731	4,057	2,942	3,127	3,317
无息负债	3,631	3,925	2,928	3,113	3,303
有息负债	101	132	14	14	14
股东权益	14,182	15,887	16,717	18,730	20,819
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	2,370	2,489	2,631	2,866	3,132
未分配利润	6,467	7,766	8,432	10,189	11,995
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	1,195	2,804	3,263
净利润	1,529	1,865	1,420	2,353	2,665
折旧摊销	1,148	844	855	880	923
净营运资金增加	7,572	-2,234	10	1,430	826
其他	-6,692	2,578	-1,090	-1,859	-1,152
投资活动产生现金流	-997	-610	-302	-549	-1,199
净资本支出	-1,005	-601	-319	-550	-1,200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	8	-9	17	1	1
融资活动现金流	799	-752	-646	-253	-452
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	-997	185	191
净现金流	3,244	1,740	247	2,002	1,612

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%	-8.18%	22.19%	10.43%
净利润增长率	527.80%	22.03%	-23.90%	65.74%	13.29%
EBITDA/EBITDA 增长率	2973.89%	-22.24%	-32.73%	46.74%	10.68%
EBIT/EBIT 增长率	-895.87%	-21.05%	-41.73%	66.92%	12.30%
估值指标					
PE	20	17	22	13	12
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	8	9	14	9	8
EV/EBIT	10	12	20	12	10
EV/NOPLAT	19	16	27	16	14
EV/Sales	3	4	4	3	3
EV/IC	2	3	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	41.30%	47.43%	36.47%	43.39%	43.82%
EBITDA 率	34.20%	37.76%	27.66%	33.21%	33.29%
EBIT 率	26.64%	29.86%	18.95%	25.88%	26.32%
税前净利润率	23.90%	29.84%	20.12%	27.11%	27.75%
税后净利润率 (归属母公司)	10.07%	17.45%	14.46%	19.62%	20.13%
ROA	11.18%	11.61%	7.33%	10.86%	11.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.00%	15.45%	11.02%	15.82%	15.73%
经营性 ROIC	13.19%	15.80%	9.23%	14.33%	15.04%
偿债能力					
流动比率	3.81	4.22	5.21	5.91	6.27
速动比率	3.25	3.62	4.48	5.18	5.53
归属母公司权益/有息债务	101.37	91.80	926.21	1069.44	1218.40
有形资产/有息债务	148.54	129.14	1225.28	1389.72	1559.78
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.57	0.70	0.53	0.88	0.99
每股红利	0.00	0.23	0.13	0.22	0.25
每股经营现金流	1.33	1.14	0.45	1.05	1.22
每股自由现金流(FCFF)	-1.87	1.79	0.70	0.43	0.54
每股净资产	3.80	4.50	4.80	5.55	6.32
每股销售收入	5.66	3.99	3.66	4.47	4.94

资料来源：光大证券、上市公司

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：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且不予通知。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做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议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，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

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

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@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	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@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	
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
高菲		010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
吕凌		010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
庞舒然		010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixiao1@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	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com	
国际业务	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com	
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com	
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com	
	金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@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	
赵纪青		021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
私募业务部		谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
		曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
		王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
		安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com	
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		