

# 蛋氨酸扩产抢占先机，特种产品增速迅猛

——安迪苏（600299）2017 年度财报点评

2018 年 03 月 21 日

强烈推荐/维持

安迪苏

财报点评

刘宇卓	分析师	执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn 010-66554030	
廖鹏飞	分析师	执业证书编号: S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn 010-66554121	
张明烨	分析师	执业证书编号: S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn 0755-82832017	
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn 010-66554047	

## 事件:

安迪苏发布 2017 年年报: 全年实现营业收入 103.98 亿元, YoY-3%, 归母净利润 13.23 亿元, YoY-29%, 对应 EPS 0.49 元。公司拟每 10 股派发现金股利 1.73 元 (含税)。

其中, 第 4 季度单季实现营业收入 27.80 亿元, YoY+7%, QoQ+4%, 归母净利润 4.12 亿元, YoY+29%, QoQ+23%, 对应 EPS 0.15 元。

## 公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入 (百万元)	2687.26	2655.33	2597.97	2469.12	2463	2685.5	2780.2
增长率 (%)	-38.84%	-18.98%	-11.82%	-10.14%	-8.35%	1.14%	7.01%
毛利率 (%)	49.89%	46.57%	40.04%	39.20%	35.64%	36.12%	44.29%
期间费用率 (%)	13.32%	15.59%	20.58%	17.03%	17.22%	14.23%	15.92%
营业利润率 (%)	36.56%	30.08%	15.05%	22.73%	19.65%	20.68%	28.04%
净利润 (百万元)	666.94	551.18	412.94	403.50	332.98	428.90	510.70
增长率 (%)	358.14%	-34.42%	-00.10%	-41.11%	-50.07%	-22.19%	23.68%
每股盈利 (季度, 元)	0.20	0.17	0.12	0.12	0.10	0.12	0.15
资产负债率 (%)	19.78%	21.97%	20.34%	19.36%	18.35%	18.18%	19.09%
净资产收益率 (%)	4.40%	3.48%	2.60%	2.46%	2.02%	2.52%	2.96%
总资产收益率 (%)	3.53%	2.71%	2.07%	1.99%	1.65%	2.06%	2.39%

## 观点:

功能性产品营收同比下滑 7%, 毛利率下滑 13ppt 至 35%。主因 2017 年蛋氨酸产品市场价格大幅下跌约 20%, 但公司蛋氨酸产品销量增长 11%, 其中液体蛋氨酸产品销量增幅更高。此外, 汇率波动、原材料价格

上涨等因素也导致毛利率下滑。

**扩建蛋氨酸产能, 抢占市场先机。** 欧洲工厂将新增 5 万吨产能, 预计 2018 年底投产。现有南京工厂已实现 15 万吨液体蛋氨酸产能满产, 目前正在技改, 预计 2018 年完工后将新增 2 万吨产能, 届时总产能将扩至 17 万吨; 新南京工厂 (紧邻现有南京工厂) 计划建设 18 万吨液体蛋氨酸产能, 预计 2021 年中投产, 届时南京基地的成本优势将进一步提升。此外, 2018 年公司 A-dry+ 产品将实现商业化, 预计产能可达 9000 吨, 使得不能使用液体蛋氨酸的客户也可享受到液体蛋氨酸的益处。

**特种产品营收同比大幅增长 27%, 毛利率提升 6ppt 至 56%。** 自 2014 年以来, 公司每年向市场推出一项新产品, 各类新产品 (2014 年推出的有机硒产品 Selisseo<sup>®</sup>, 2015 年推出的罗酶宝 Advance<sup>®</sup>, 2016 年推出的益生菌产品 Alterion<sup>®</sup>) 在各个市场的推广较为顺畅, 其中有机硒产品 Selisseo<sup>®</sup> 和益生菌产品 Alterion<sup>®</sup> 营收较 2016 年翻倍增长。在 2016 年奶业危机结束后, 2017 年公司反刍动物产品销量大幅增长, 其中斯特敏<sup>®</sup> 产品销量增速达到 50%。此外, 公司已完成收购饲料添加剂制造商 Nutriad 公司, 标的公司产品除覆盖猪、禽类饲料外, 还可应用于水生动物、奶牛、肉牛等多个领域, 有助于丰富安迪苏的相关业务领域和市场。

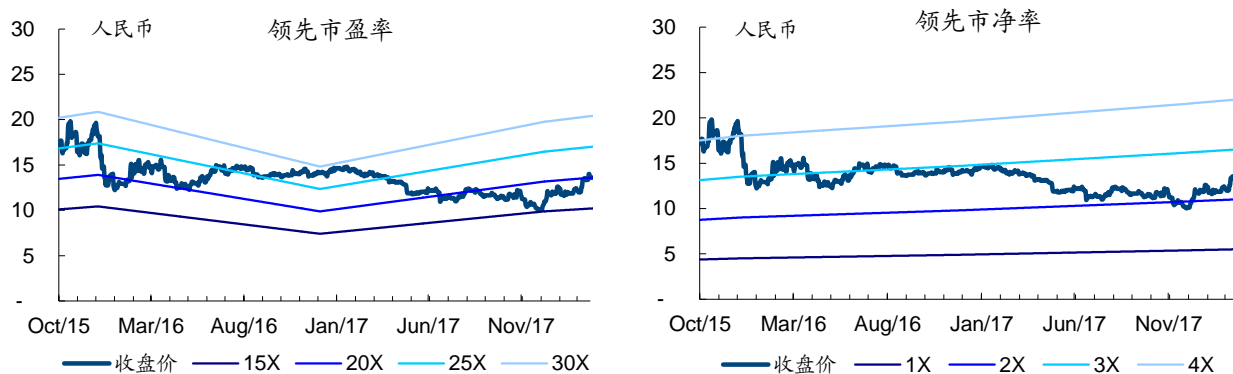
## 结论:

我们预计公司 2018~2020 年净利润分别为 17.62 亿元、20.34 亿元、23.58 亿元, EPS 分别为 0.66 元、0.76 元、0.88 元。目前股价对应 P/E 分别为 21 倍、18 倍、15 倍。维持“强烈推荐”评级。

## 风险提示:

原料价格上涨; 产品价格下跌; 新产能投放进度不及预期; 市场开拓进度不及预期; 汇率波动风险。

图 1: P/E 和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所

**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				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	10295	11164	12640	15808	19335	<b>营业收入</b>	10688	10398	11669	13130	14817
货币资金	6681	7660	8872	11628	14681	<b>营业成本</b>	5733	6453	6791	7602	8529
应收账款	1577	1400	1571	1768	1995	营业税金及附加	114	102	115	129	145
其他应收款	27	53	63	71	79	营业费用	900	1005	1128	1270	1433
预付款项	72	60	59	67	75	管理费用	850	721	809	911	1027
存货	1458	1600	1683	1883	2113	财务费用	-32	-57	-90	-115	-148
其他流动资产	480	391	391	391	391	资产减值损失	14	-14	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	9649	10165	9569	8531	7444	公允价值变动收益	-33	52	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	6191	6349	6052	5531	4786	<b>营业利润</b>	3191	2342	3030	3463	3975
无形资产	1893	1781	1610	1439	1267	营业外收入	14	9	0	0	0
其他非流动资产	1565	2035	1908	1561	1391	营业外支出	16	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	19944	21329	22209	24339	26778	<b>利润总额</b>	3189	2387	3030	3463	3975
<b>流动负债合计</b>	2439	2800	2690	3006	3367	所得税	873	711	903	1032	1184
短期借款	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	2316	1676	2127	2432	2791
应付账款	997	1219	1282	1435	1610	少数股东损益	-451	-353	-365	-398	-433
预收款项	21	5	5	6	6	归属母公司净利润	1865	1323	1762	2034	2358
一年内到期的非流	117	85	0	0	0	EBITDA	2706	1977	2574	2950	3394
<b>非流动负债合计</b>	883	599	599	599	599	<b>BPS (元)</b>	0.70	0.49	0.66	0.76	0.88
长期借款	14	13	13	13	13	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
<b>负债合计</b>	4057	4072	3289	3605	3966	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3811	4093	4458	4856	5290	营业收入增长	-29.56	-2.72%	12.22%	12.52%	12.85%
实收资本(或股本)	2682	2682	2682	2682	2682	营业利润增长	-11.53	-26.62	29.39%	14.29%	14.79%
资本公积	2232	2232	2232	2232	2232	归属于母公司净利润	22.03%	-29.06	33.16%	15.41%	15.94%
未分配利润	7161	8250	9548	10964	12609	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	12076	13164	14462	15878	17523	毛利率(%)	46.37%	37.94%	41.80%	42.11%	42.44%
<b>负债和所有者权</b>	19944	21329	22209	24339	26778	净利率(%)	21.67%	16.12%	18.23%	18.52%	18.84%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
单位:百万元						ROE(%)					
2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
<b>经营活动现金流</b>	3054	2513	2999	3359	3698	<b>偿债能力</b>					
净利润	1865	1323	1762	2034	2358	资产负债率(%)	20%	19%	15%	15%	15%
折旧摊销	839	810	1095	1139	1167	流动比率	4.22	3.99	4.70	5.26	5.74
财务费用	-32	-57	-90	-115	-148	速动比率	4.22	3.07	4.24	4.77	5.27
应收账款减少	59	-20	263	412	474	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	121	343	130	316	361	总资产周转率	1.11	1.05	1.18	1.45	1.86
<b>投资活动现金流</b>	-610	-901	-1173	-100	-80	应收账款周转率	6.37	6.98	7.85	7.86	7.87
公允价值变动收益	-33	52	0	0	0	应付账款周转率	9.65	8.31	8.59	8.63	18.41
长期股权投资减少	-603	-966	-500	-100	-80	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.49	0.66	0.76	0.88
<b>筹资活动现金流</b>	-752	-880	-613	-503	-566	每股净现金流(最新)	0.65	0.36	0.45	1.03	1.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.50	4.91	5.39	5.92	6.53
长期借款增加	31	-34	-85	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	19.55	27.56	20.70	17.94	15.47
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	3.02	2.77	2.52	2.30	2.08
<b>现金净增加额</b>	1740	978	1213	2756	3053	EV/EBITDA	8.44	10.37	7.52	6.08	4.78

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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、北京航空航天大学金融工程+法学双学士, CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部, 从事基础化工行业研究, 2016年8月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士, 工业催化与反应工程硕士, 2年化工实业经验, 2015年10月起从事基础化工行业分析, 2017年6月加入东兴证券研究所化工团队。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士, 美国俄亥俄州立大学化学工程博士, 3年化工实业经验, 2017年7月加入东兴证券研究所。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 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。