

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 安迪苏 (600299.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.03.22

#### 郭荆璞 行业首席分析师

执业编号: S1500510120013  
 联系电话: +86 10 83326789  
 邮箱: guojingpu@cindasc.com

#### 张燕生 行业分析师

执业编号: S1500517050001  
 联系电话: +86 10 83326708  
 邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

#### 葛韶峰 研究助理

联系电话: +86 10 83326705  
 邮箱: geshaofeng@cindasc.com

#### 相关研究

《业绩迎来拐点, 四季度归母净利润环比增长 23%》  
 2018.03

《安迪苏 (600299) 蛋氨酸行业复苏态势明朗, 赢  
 创、安迪苏相继提高产品售价》2018.03

《安迪苏 (600299) 拟新建 18 万吨液体蛋氨酸工  
 厂, 夯实行业龙头地位》2018.01

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编: 100031

## 产品销量继续高速增长, 一季度业绩表现强劲

2018 年 04 月 26 日

#### 事件:

公司发布 2018 年一季报。2018 年一季度, 公司实现营业收入 30.14 亿元, 同比增加 22%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.52 亿元, 同比增加 11%, 实现扣非后净利润 3.47 亿元, 同比增加 11%, 折合基本每股收益 0.13 元, 同比增加 8%。

#### 点评:

- 不惧一次性费用拖累, 公司业绩保持强劲增长。** 公司一季度实现营业收入 30.14 亿元, 同比增加 22.1%, 毛利润 12.2 亿元, 同比增加 26.1%, 毛利率同比提升 1.3 ppt. 至 40.5%, 由于公司收购 Nutriad 公司和研发费用增加使得管理费用同比增加 1.15 亿元或 63%, 导致公司一季度期间费用率同比增长 1.7 ppt 至 18.7%, 但得益于产品销量的增加, 公司业绩依然保持强劲增长, 实现归母净利润 3.52 亿元, 同比增加 11%。
- 液体蛋氨酸继续保持高速增长。** 公司功能性产品主要包括蛋氨酸和维生素。一季度, 公司功能性产品业务板块实现营业收入 23.15 亿元, 同比增长 19.0%, 毛利率为 38.1%, 同比增加 2.7 ppt. 其中, 受益于液体蛋氨酸渗透率的不断提升, 公司蛋氨酸的销量继续保持两位数的增长, 高于全球蛋氨酸市场需求年增长 6% 的行业平均水平。安迪苏是世界上两家能够同时生产液体和固体蛋氨酸的厂家之一, 液体蛋氨酸市场份额全球第一。2014 年至 2017 年, 安迪苏液体蛋氨酸产品销量平均增长率为 15%, 推动安迪苏市场份额从 2013 年的 23% 增长到 2017 年的 27%, 一季度市占率进一步提升。
- 公司液体蛋氨酸产能将进一步扩张。** 欧洲“极地”项目 5 万吨液体蛋氨酸产能将于 18 年底投产, 同时, 安迪苏将新增 9000 吨新产品罗迪美 A-Dry +。随着南京工厂脱瓶颈项目的完成, 现有南京工厂 15 万吨产能将于 2018 年中期提升至 17 万吨。液体蛋氨酸旺盛的需求及产能的进一步提升将共同驱动公司蛋氨酸产品销量继续保持稳健增长。
- 特种产品业务加速拓展, 携手 Nutriad 开拓新领域。** 公司特种产品包括反刍动物蛋氨酸、酶制剂、有机硒等。2018 年一季度, 公司特种产品板块实现营业收入 5.42 亿元, 同比增加 32.0%, 毛利润 2.76 亿元, 同比增长 18.3%, 毛利率为 51.0%, 同比下降 5.9 ppt., 主要为公司反刍动物蛋氨酸受到美国乳制品市场奶业危机影响, 毛利率暂时下降所致。一季度, 公司益生菌和有机硒产品依然保持快速增长, 其中受益于养殖行业抗生素替代的大趋势, 公司益生菌产品取得了近两倍的销量增长。自 2014 年以来公司每年向市场推出一项新产品, 2018 年将会向市场投放 3 个新品种。公司于 18 年 2 月完成

对纽蔼迪的收购，纽蔼迪覆盖的动物品类以及其目标市场与公司极具互补性，可助力公司将产品覆盖领域扩展至诸如猪和水产动物更多动物品种，目前整合正在有序推进，协同效应将在 18 年逐步显现。

- **构建完善的激励机制，推动公司持续发展。**为公司的全球化发展，吸引和留住具有专业知识和丰富经验高素质管理人员，公司制定了有利于激励高级管理人员以兼顾股东长期价值的创造和中、短期里程碑实现的长期激励计划。集团在 BANG（公司香港子公司）层面设立了一项以 BANG 虚拟股票相关的激励奖金计划，计划赋予董事及高管在完成三年半或四年服务期后获取现金奖金的行权权利，其中部分虚拟股票的行权条件与公司业绩相关联，计划的公允价值基于 BANG 的每股价值，并参照公司的股票价值确定。
- **盈利预测及评级：**随着新产品推出、产能逐步释放以及收购 Nutriad 带来的销量持续增长，公司业绩有望持续提升。我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别达到 124.63 亿元、143.17 亿元和 168.49 亿元，同比增长 19.86%、14.88%和 17.68%，归母净利润分别达到 19.12 亿元、22.50 亿元和 27.01 亿元，同比增长 44.49%、17.69%和 20.00%，EPS 分别达到 0.71 元、0.84 元和 1.01 元，对应 2018 年 04 月 25 日收盘价（12.90 元/股）的动态 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**养殖业持续低迷或禽类疫情爆发导致蛋氨酸需求不及预期；VA 原材料供应不足影响公司 VA 业绩；蛋氨酸与酶制剂新产品市场开拓不及预期；欧洲蛋氨酸新产能建设不及预期；蛋氨酸价格反弹幅度不及预期。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,688.26	10,397.82	12,462.76	14,317.33	16,849.28
增长率 YoY %	-29.56%	-2.72%	19.86%	14.88%	17.68%
归属母公司净利润(百万元)	1,865.35	1,323.32	1,912.09	2,250.41	2,700.58
增长率 YoY%	22.03%	-29.06%	44.49%	17.69%	20.00%
毛利率%	47.43%	38.92%	43.35%	43.56%	44.07%
净资产收益率 ROE%	16.76%	10.49%	13.77%	14.30%	14.83%
每股收益 EPS(元)(摊薄)	0.70	0.49	0.71	0.84	1.01
市盈率 P/E(倍)	19	26	18	15	13
市净率 P/B(倍)	2.86	2.63	2.37	2.05	1.77

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 04 月 25 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	10,294.92	11,164.25	12,420.06	14,993.80	18,114.02
货币资金	6,681.30	7,659.51	8,471.06	10,528.14	12,956.39
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,577.36	1,400.22	1,678.29	1,928.03	2,269.00
预付账款	71.82	60.19	66.92	76.59	89.31
存货	1,457.76	1,600.50	1,779.25	2,036.49	2,374.78
其他	506.68	443.83	424.55	424.55	424.55
<b>非流动资产</b>	9,648.91	10,164.83	10,606.90	11,091.45	11,670.48
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	6,190.92	6,348.95	7,029.23	8,010.69	8,635.60
无形资产	1,893.06	1,781.19	1,689.99	1,594.47	1,494.62
其他	1,564.93	2,034.69	1,887.68	1,486.30	1,540.26
<b>资产总计</b>	19,943.82	21,329.08	23,026.96	26,085.25	29,784.50
<b>流动负债</b>	2,438.91	2,799.92	2,971.45	3,207.70	3,520.40
短期借款	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	996.52	1,219.26	1,355.43	1,551.40	1,809.10
其他	1,441.92	1,580.67	1,616.02	1,656.30	1,711.29
<b>非流动负债</b>	1,617.90	1,272.08	864.62	864.62	864.62
长期借款	13.91	12.53	12.53	12.53	12.53
其他	1,603.99	1,259.55	852.08	852.08	852.08
<b>负债合计</b>	4,056.80	4,072.01	3,836.07	4,072.31	4,385.01
少数股东权益	3,811.18	4,092.79	4,578.49	5,150.12	5,836.10
归属母公司股东权益	12,075.84	13,164.28	14,612.40	16,862.81	19,563.39
<b>负债和股东权益</b>	19943.82	21329.08	23026.96	26085.25	29784.50

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,688.26	10,397.82	12,462.76	14,317.33	16,849.28
同比	-29.56%	-2.72%	19.86%	14.88%	17.68%
归属母公司净利润	1,865.35	1,323.32	1,912.09	2,250.41	2,700.58
同比	22.03%	-29.06%	44.49%	17.69%	20.00%
毛利率	47.43%	38.92%	43.35%	43.56%	44.07%
ROE	16.76%	10.49%	13.77%	14.30%	14.83%
每股收益(元)(摊薄)	0.70	0.49	0.71	0.84	1.01
P/E	19	26	18	15	13
P/B	2.86	2.63	2.37	2.05	1.77
EV/EBITDA	10,688.26	10,397.82	12,462.76	14,317.33	16,849.28

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	10,688.26	10,397.82	12,462.76	14,317.33	16,849.28
营业成本	5,618.47	6,350.76	7,060.04	8,080.78	9,423.09
营业税金及附加	114.15	102.06	127.71	146.71	172.66
营业费用	900.48	1,005.42	1,127.53	1,295.32	1,524.39
管理费用	849.59	721.03	927.43	1,065.45	1,253.86
财务费用	-32.39	-57.06	-40.74	-51.29	-63.33
资产减值损失	14.43	-14.16	71.68	28.64	35.88
公允价值变动收益	-32.81	51.99	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.44	0.00	0.15	0.19	0.11
<b>营业利润</b>	3,191.17	2,380.16	3,189.24	3,751.92	4,502.83
营业外收入	13.80	9.45	21.51	21.51	21.51
营业外支出	16.03	2.41	13.70	10.71	8.94
<b>利润总额</b>	3,188.94	2,387.20	3,197.05	3,762.72	4,515.41
所得税	872.76	711.12	799.26	940.68	1,128.85
<b>净利润</b>	2,316.18	1,676.09	2,397.79	2,822.04	3,386.55
少数股东损益	450.83	352.77	485.69	571.63	685.98
<b>归属母公司净利润</b>	1,865.35	1,323.32	1,912.09	2,250.41	2,700.58
EBITDA	4,057.71	3,232.69	4,091.55	4,755.88	5,612.89
EPS	0.70	0.49	0.71	0.84	1.01

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	3,053.92	2,513.09	2,601.42	3,533.76	4,100.79
净利润	2,316.18	1,676.09	2,397.79	2,822.04	3,386.55
折旧摊销	844.23	812.41	887.10	986.76	1,090.59
财务费用	24.53	33.07	7.40	6.39	6.90
投资损失	-0.44	0.00	-0.15	-0.19	-0.11
营运资金变动	38.83	117.80	-354.21	-309.05	-415.15
其它	-169.41	-126.28	-336.52	27.81	32.02
<b>投资活动现金流</b>	-609.77	-900.55	-1,318.50	-1,470.29	-1,665.65
资本支出	-601.11	-965.83	-1,318.65	-1,470.48	-1,665.76
长期投资	5.42	69.18	0.15	0.19	0.11
其他	-14.08	-3.89	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-751.65	-880.07	-471.37	-6.39	-6.90
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-11.70	-13.07	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	739.95	867.00	471.37	6.39	6.90
<b>现金净增加额</b>	1740.17	978.21	811.55	2057.08	2428.25

## 研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经历。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，研究助理，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。