

2018年5月1日

安迪苏 (600299.SH) 基础化工



业绩符合预期，蛋氨酸价格有望上行

——安迪苏 (600299.SH) 2018 年一季报点评

公司简报

◆事件：安迪苏发布 2018 年一季报，2018 年一季度营业总收入 30.14 亿元，同比增长 22.06%，净利润为 3.52 亿元，同比增长 11.14%，加权平均 ROE 为 2.65%。

◆点评：1. 业绩符合预期，蛋氨酸业务有望向好。公司主营收入同比增长 22%，得益于功能性产品蛋氨酸和维生素带来增速，液体蛋氨酸取得了两位数的销量增长，明显好于行业平均的 6% 增速，维持高增长。维生素 A 由于 BASF 火灾，价格暴涨带来维生素产品收入上升。公司功能性产品营业收入增速 19%，毛利率 38%，毛利润上升 2 个百分点。国内一季度蛋氨酸现货均价为 20840 元/吨，同比下降 13%，考虑未来 2 年全球新增产能较少，近期多家公司连番提价，未来价格有望向上，将增厚公司业绩。

2. 特种产品继续高毛利率：特种产品收入为 5.42 亿元，同比增长 32%，毛利率为 51%，同比减少 6 个百分点，主要来自整合公司 2017 年 12 月收购 Nutriad 的产品组合带来增长。公司原有产品有机砷产品 Selisseo® 以及益生菌产品 Alterion® 继续快速增长。两者合计营业收入同比接近翻倍。2018 年公司将推出罗迪美 A-dry+ 等三款新产品，未来维持一年一个新品种以上的节奏。

3. 成长可期：公司坚持蛋氨酸与特种产品“双支柱”发展战略，蛋氨酸方面，南京工厂脱瓶颈项目即将在二季度实施改造，欧洲生产平台扩建项目有望 2018 年内投产。新建南京工厂项目已开工建设，有望 2021 年中期投产，进一步巩固公司蛋氨酸竞争优势。特种产品方面，随着 Nutriad 和安迪苏整合，将进一步增强公司在猪与水产动物领域实力，协同效应可期。

◆对盈利预测、投资评级和估值的修正：考虑到公司蛋氨酸成本继续降低，蛋氨酸价格企稳回暖，特种产品增速较快，我们维持之前预测，即预计 18-20 年净利润为 23.77、26.45、27.17 亿元，EPS 为 0.89、0.99、1.01 元，参照可比公司估值，给予公司 2018 年 18 倍 PE，目标价 16.02 元，维持“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、甲醇原材料价格大涨；安全生产风险；特种产品增长不及预期；公司新产能投放不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,688	10,398	12,884	14,391	15,340
营业收入增长率	-29.56%	-2.72%	23.91%	11.69%	6.60%
净利润（百万元）	1,865	1,323	2,377	2,645	2,717
净利润增长率	22.03%	-29.06%	79.63%	11.29%	2.69%
EPS（元）	0.70	0.49	0.89	0.99	1.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.45%	10.05%	15.77%	15.53%	14.31%
P/E	19	27	15	14	13
P/B	3.0	2.8	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 4 月 27 日

买入（维持）

当前价/目标价：13.53/16.02 元

目标期限：6 个月

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）

021-22167262

qiuxf@ebcn.com

联系人

肖亚平

021-22167335

xiaoyaping@ebcn.com

市场数据

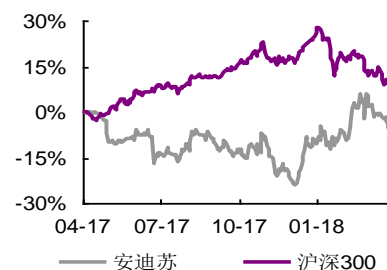
总股本(亿股)：26.82

总市值(亿元)：362.86

一年最低/最高(元)：9.93/14.27

近 3 月换手率：5.71%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.16	21.61	-6.91
绝对	0.52	9.48	2.31

资料来源：Wind

相关研报

业绩超预期，蛋氨酸价格有望上行

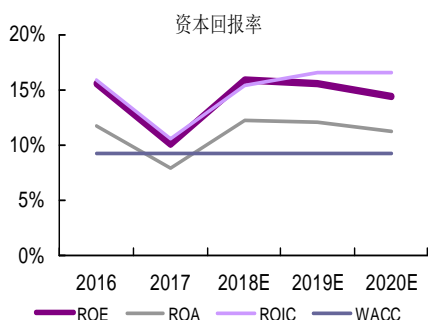
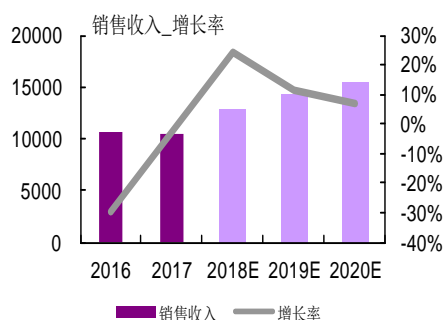
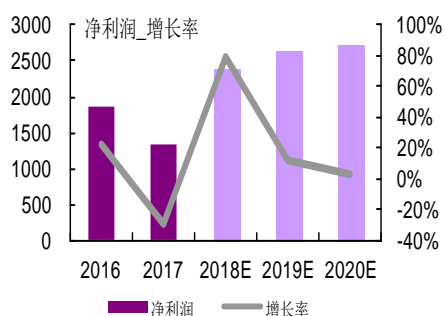
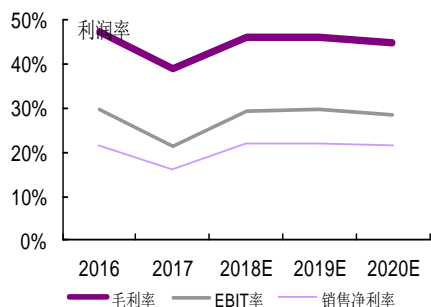
.....2018-03-21

新建南京第二蛋氨酸工厂，强化行业地位，助力未来业绩

.....2018-01-17

收购 Nutriad 预案公布，有望增强公司特种产品业务

.....2017-12-19



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	10,688	10,398	12,884	14,391	15,340
营业成本	5,618	6,351	7,093	7,884	8,621
折旧和摊销	844	812	1,449	1,518	1,581
营业税费	114	102	122	144	153
销售费用	900	1,005	1,160	1,295	1,381
管理费用	850	721	837	935	997
财务费用	-32	-57	-137	-160	-223
公允价值变动损益	-33	52	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	3,191	2,380	3,851	4,292	4,412
利润总额	3,189	2,387	3,859	4,300	4,420
少数股东损益	451	353	382	429	443
归属母公司净利润	1,865	1,323	2,377	2,645	2,717

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	19,944	21,329	22,725	25,450	28,109
流动资产	10,295	11,164	12,942	15,985	19,125
货币资金	6,681	7,660	8,683	11,161	13,884
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,577	1,400	1,731	1,933	2,061
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	26	43	45	50	54
存货	1,458	1,600	1,773	1,971	2,155
可供出售投资	14	17	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	6,191	6,349	6,251	5,993	5,579
无形资产	1,893	1,781	1,692	1,608	1,527
总负债	4,057	4,072	3,173	3,513	3,781
无息负债	3,925	3,974	3,161	3,500	3,768
有息负债	132	98	13	13	13
股东权益	15,887	17,257	19,552	21,937	24,329
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	2,489	2,584	2,822	3,086	3,358
未分配利润	7,766	8,382	10,058	11,749	13,425
少数股东权益	3,811	4,093	4,475	4,904	5,348

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,054	2,513	2,638	4,207	4,368
净利润	1,865	1,323	2,377	2,645	2,717
折旧摊销	844	812	1,449	1,518	1,581
净营运资金增加	-2,234	-648	2,139	977	625
其他	2,578	1,025	-3,326	-933	-555
投资活动产生现金流	-610	-901	-1,203	-1,199	-1,099
净资本支出	-601	-966	-1,221	-1,200	-1,100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-9	65	18	1	1
融资活动现金流	-752	-880	-412	-530	-546
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	31	-34	-85	0	0
无息负债变化	295	49	-814	340	268
净现金流	1,740	978	1,023	2,478	2,723

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-29.56%	-2.72%	23.91%	11.69%	6.60%
净利润增长率	22.03%	-29.06%	79.63%	11.29%	2.69%
EBITDA 增长率	-22.24%	-24.54%	69.51%	9.44%	2.12%
EBIT 增长率	-21.05%	-30.03%	66.29%	11.28%	1.36%
估值指标					
PE	19	27	15	14	13
PB	3	3	2	2	2
EV/EBITDA	11	14	8	7	7
EV/EBIT	13	19	12	10	10
EV/NOPLAT	18	27	16	14	14
EV/Sales	4	4	3	3	3
EV/IC	3	3	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	47.43%	38.92%	44.95%	45.22%	43.80%
EBITDA 率	37.76%	29.29%	40.06%	39.25%	37.61%
EBIT 率	29.86%	21.47%	28.82%	28.71%	27.30%
税前净利润率	29.84%	22.96%	29.95%	29.88%	28.81%
税后净利润率 (归属母公司)	17.45%	12.73%	18.45%	18.38%	17.71%
ROA	11.61%	7.86%	12.14%	12.08%	11.24%
ROE (归属母公司) (摊薄)	15.45%	10.05%	15.77%	15.53%	14.31%
经营性 ROIC	15.80%	10.54%	15.32%	16.43%	16.52%
偿债能力					
流动比率	4.22	3.99	5.03	5.49	6.01
速动比率	3.62	3.42	4.34	4.81	5.33
归属母公司权益/有息债务	91.80	134.71	1203.12	1359.16	1514.59
有形资产/有息债务	129.14	188.90	1608.77	1832.95	2051.55
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.70	0.49	0.89	0.99	1.01
每股红利	0.23	0.17	0.26	0.29	0.29
每股经营现金流	1.14	0.94	0.98	1.57	1.63
每股自由现金流(FCFF)	1.79	0.76	0.26	0.86	1.06
每股净资产	4.50	4.91	5.62	6.35	7.08
每股销售收入	3.99	3.88	4.80	5.37	5.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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所载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见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
	李文渊		18217788607	liwenyuan@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
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@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
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	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
深圳	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
金融同业与战略客户	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
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	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
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
私募业务部	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijia@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