



Research and
Development Center

蛋氨酸价格将于近期步入上涨通道，坚定看好公司长期发展前景

——安迪苏（600299.SH）跟踪报告

2018 年 06 月 12 日

郭荆璞 化工行业首席分析师
张燕生 化工行业分析师
葛韶峰 研究助理

蛋氨酸价格将于近期步入上涨通道，坚定看好公司长期发展前景

2018 年 06 月 12 日

本期内容提要：

- ◆ **近期：原油价格上涨，将带动蛋氨酸价格步入上涨通道。** 蛋氨酸生产方法主要为化学合成法，原料成本依赖于油价，油价上涨将从成本端对蛋氨酸价格形成支撑。从历史数据看，蛋氨酸价格与油价走势具有明显相关性，但滞后于油价 7-8 月，最近一年来，油价趋势性上涨将带动蛋氨酸价格重新步入上涨通道。近期，宁夏紫光蛋氨酸产品停报停签。安迪苏丙烯、甲醇等原材料供应均签订长协锁价，将充分受益于蛋氨酸价格的上涨。
- ◆ **中期：贸易战将推升大豆价格，带动蛋氨酸消费量。** 近期，中美贸易战反复拉锯，或将对中国从美国进口大豆造成影响。目前，我国大豆主要从巴西、美国、阿根廷等国家进口，对外依存度高达 86%，其中美国占我国大豆总进口量的 31%。中国及美国在全球大豆贸易市场占据举足轻重的地位，一旦中国选择制裁美国大豆，将打破原有的贸易平衡，造成大豆结构性供需失衡，推升国内大豆价格。蛋氨酸作为豆粕在饲料中的替代品，性价比优势将会凸显，消费量将因此提振。
- ◆ **远期：液体蛋氨酸渗透率不断提升，驱动公司市场份额逐步扩大。** 目前市场供应的蛋氨酸主要包括固体蛋氨酸和液体蛋氨酸，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，其中液体蛋氨酸市场份额第一。相对于固体蛋氨酸，液体蛋氨酸具有抗菌性、提高饲料生产效率、减少饲料中酸化剂的使用等优势，尤其适合于规模较大、自动化程度较高的大型饲料企业。目前全球液体蛋氨酸使用量占蛋氨酸全部使用量比例约为 40%，而美国、墨西哥等国家液体蛋氨酸的使用量占比超过 60%。随着中国、印度等发展中国家家禽行业逐步整合以及养殖工业化、自动化水平提升，液体蛋氨酸需求增长将高于固体蛋氨酸。自 2014 年至 2017 年，安迪苏液体蛋氨酸产品销量平均增长率为 15%，远高于行业需求 6% 的平均增速，推动安迪苏市场份额从 2013 年的 23% 增长到 2017 年的 27%。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 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 06 月 12 日收盘价（12.60 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。

证券研究报告

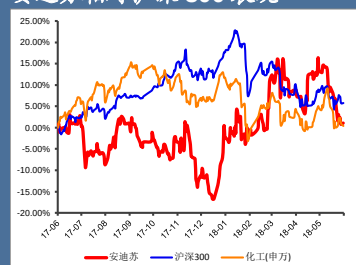
公司研究——跟踪报告

安迪苏（600299.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.04.26

安迪苏相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.06.12）

收盘价（元）	12.60
52 周内股价波动区间（元）	9.93-14.27
最近一月涨跌幅（%）	-13.18
总股本（亿股）	26.82
流通 A 股比例（%）	21.42
总市值（亿元）	326.92

资料来源：信达证券研发中心
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

郭荆璞 行业首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 63081257

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

《安迪苏（600299）产品销量继续高速增长，一季度业绩表现强劲》2018.04

	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%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.70	0.49	0.71	0.84	1.01
市盈率 P/E(倍)	18	26	18	15	13
市净率 P/B(倍)	2.80	2.57	2.31	2.00	1.73

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 06 月 12 日收盘价

目 录

一、近期：原油价格上涨，将带动蛋氨酸价格步入上涨通道	1
二、中期：贸易战将推升大豆价格，带动蛋氨酸消费量	2
三、远期：液体蛋氨酸渗透率不断提升，驱动公司市场份额逐步扩大	4
四、盈利预测及投资评级	5
五、风险因素	5

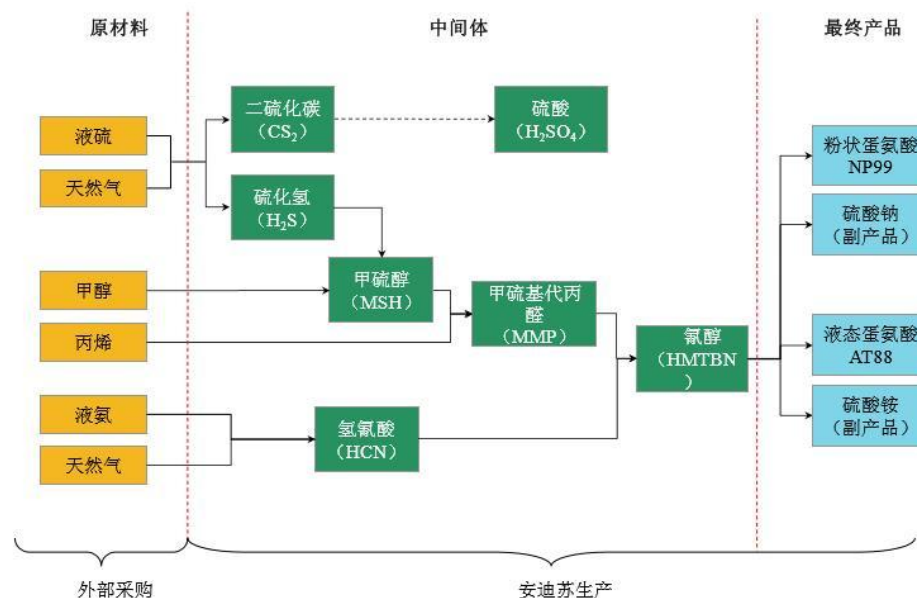
图 目 录

图 1：安迪苏蛋氨酸生产工艺流程	1
图 2：丙烯（美元/吨，右轴）价格与原油（美元/桶，左轴）价格具有较强相关性	2
图 3：蛋氨酸进口价格（美元/吨）与原油价格（美元/吨，右轴，向右平移 8 个月）	2
图 4：2017 年 1-11 月我国不同来源国进口大豆占比	3
图 5：2016 年美国大豆出口比例	3
图 6：2017 年我国大豆进口国别季节性变化	3
图 7：2017 年我国大豆进口国别季节性变化	3
图 8：不同国家目前液体蛋氨酸渗透率	5

一、近期：原油价格上涨，将带动蛋氨酸价格步入上涨通道

油价对蛋氨酸成本影响显著。蛋氨酸生产有化学合成法和发酵法，由于发酵法产品提取率极低，目前全球主要厂商均采取化学合成法，其主要原材料为丙烯、天然气、甲醇等石油衍生品，价格与油价具有较强相关性，因而蛋氨酸生产的可变成本主要依赖于原油价格，油价上涨将从成本端对蛋氨酸价格形成支撑。

图 1：安迪苏蛋氨酸生产工艺流程



资料来源：安迪苏公告，信达证券研发中心

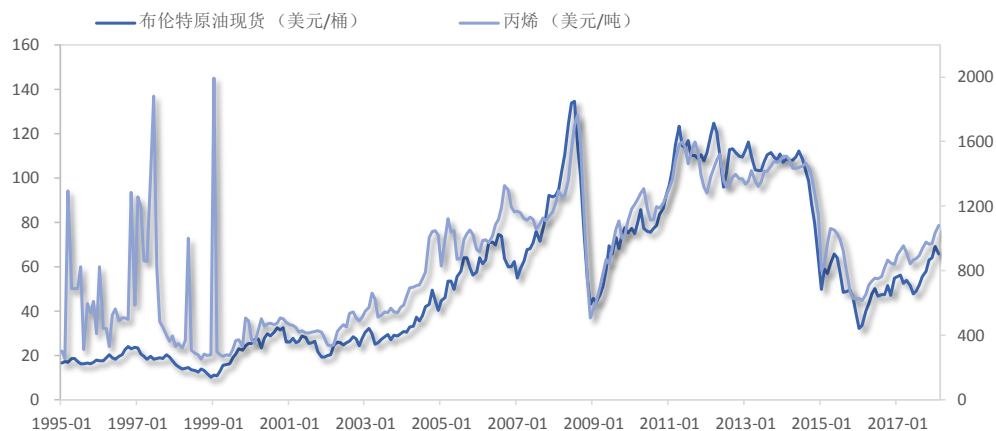
蛋氨酸价格与油价走势具有明显相关性，但滞后于油价 7-8 月。从历史数据看，除 2012-2014 年，由于新玩家的进入导致蛋氨酸行业竞争加剧加之欧债危机影响，使得蛋氨酸价格大幅下滑之外，蛋氨酸价格与原油价格具有较强相关性。此外，国际油价对蛋氨酸价格的影响通常滞后 7-8 个月，因而油价变动可以作为蛋氨酸价格的先导指标。

最近一年，原油价格呈现出趋势性上涨态势，按照历史规律，蛋氨酸价格将于近期重新步入上涨通道。

近期，宁夏紫光蛋氨酸产品停报停签，也从侧面印证了我们以上观点。

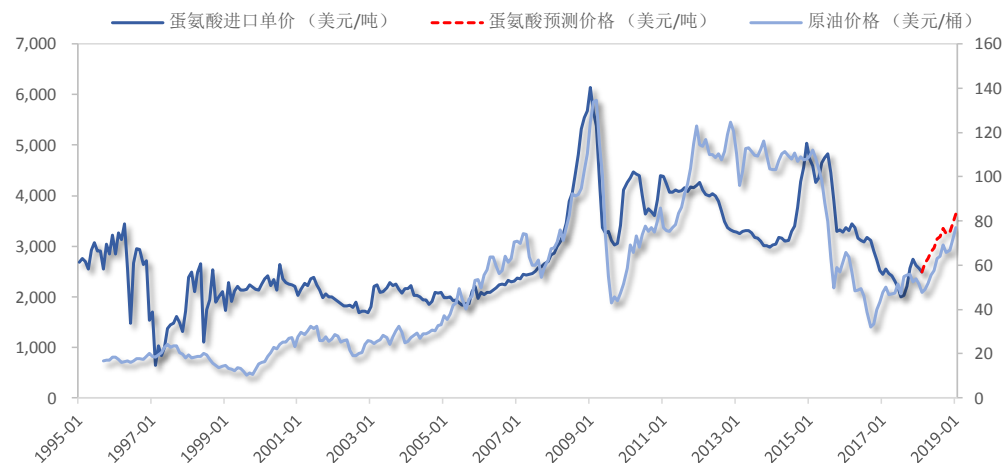
安迪苏丙烯、甲醇等原材料均与供应商签订长协，锁定了采购价格，将充分受益于蛋氨酸价格的上涨。

图 2：丙烯（美元/吨，右轴）价格与原油（美元/桶，左轴）价格具有较强相关性



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 3：蛋氨酸进口价格（美元/吨）与原油价格（美元/吨，右轴，向右平移 8 个月）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

二、中期：贸易战将推升大豆价格，带动蛋氨酸消费量

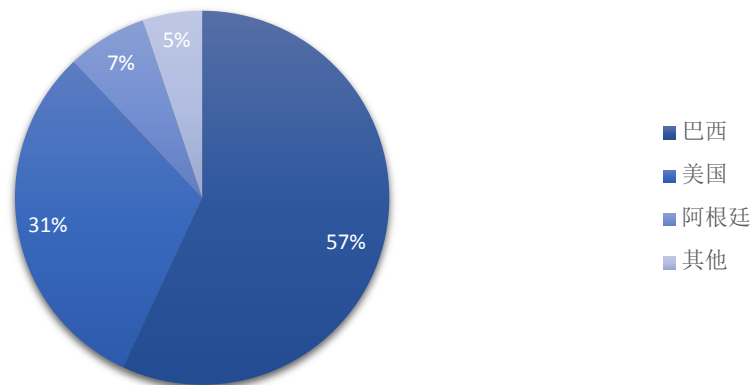
贸易战反复，或将影响中国大豆进口。3月22日特朗普签署备忘录，对华“301调查”涉及从中国进口约600亿美元商品大规模加征关税，并限制中国企业对美投资并购。作为回应，中国决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%关税。后来随着中美谈判的进行，双方态势有所缓和，中美两国于5月19日发表联合声明，同意将采取有效措施减少美对华的贸易逆差，中方增加美国农产品和能源出口，并停止相互加征关税，不打贸易战。而就在联合声明发布不到10天之后，剧情再次反转，在美国商务部长罗斯访华进行贸易磋商前夕，特朗普政府忽然变脸，威胁中国对价值500亿美元的商品加征关税，贸易战硝烟再起。

中美在全球大豆贸易市场占据举足轻重的地位。目前，我国大豆主要从巴西、美国、阿根廷等国家进口，对外依存度高达86%，其中美国占我国大豆总进口量的31%，同时我国也是美国大豆的主要出口国，占其出口比例的60%，总产量的29%。此外，

由于地理位置分布不同，我国每年冬季及春季主要从美国进口大豆，而在夏秋季，南美洲的巴西和阿根廷则成为供应主力。

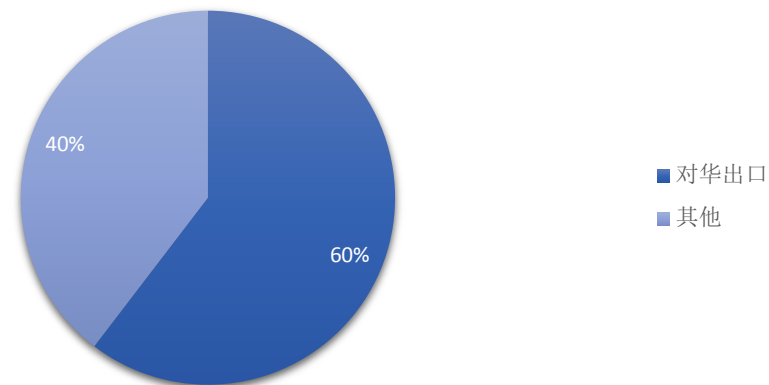
因此，我们认为，一旦中国选择制裁美国大豆，将打破原有的贸易平衡，造成大豆结构性供需失衡，推升国内大豆价格。

图 4: 2017 年 1-11 月我国不同来源国进口大豆占比



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

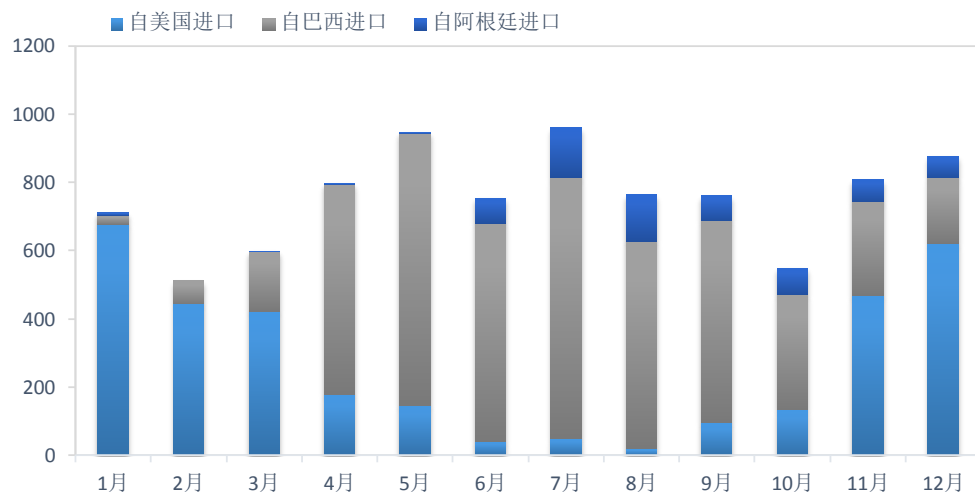
图 5: 2016 年美国大豆出口比例



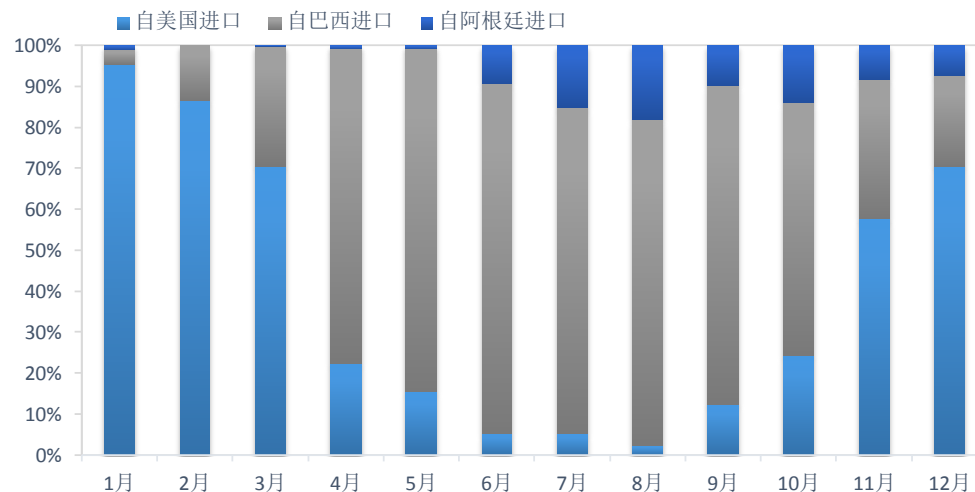
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 6: 2017 年我国大豆进口国别季节性变化

图 7: 2017 年我国大豆进口国别季节性变化



资料来源: WIND, 信达证券研发中心



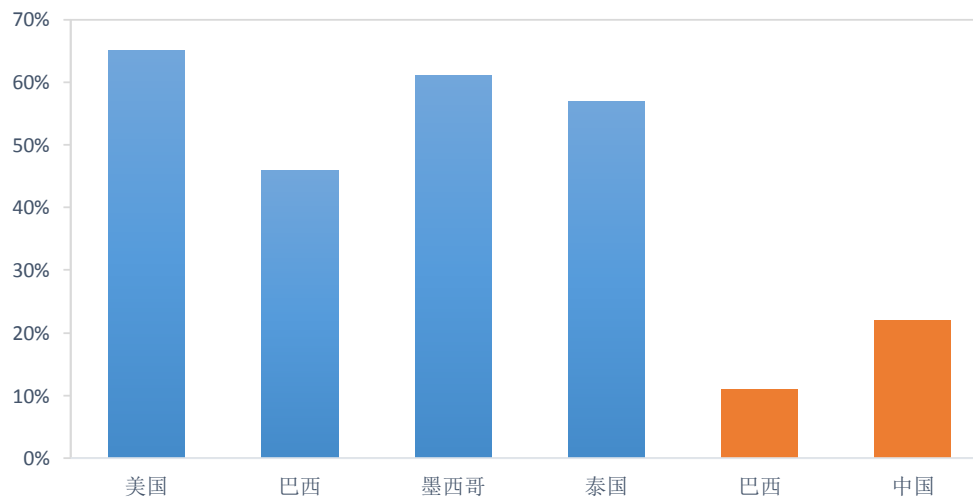
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

大豆价格上涨将带动蛋氨酸消费量。大豆消费主要用于压榨, 其中榨取豆油之后的副产物豆粕是制作牲畜与家禽饲料的主要原料, 粗蛋白质含量高达 30-50%, 是动物主要的蛋白质饲料之一, 消费量占饲料消费的 21%。大豆及豆粕价格的上涨将使得蛋氨酸等其他蛋白原料性价比凸显, 拉动蛋氨酸的消费量。

三、远期：液体蛋氨酸渗透率不断提升，驱动公司市场份额逐步扩大

液体蛋氨酸渗透率逐渐提升，新兴市场潜力巨大。目前市场供应的蛋氨酸主要包括固体蛋氨酸和液体蛋氨酸, 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, 其中液体蛋氨酸市场份额第一。相对于固体蛋氨酸, 液体蛋氨酸具有抗菌性、提高饲料生产效率、减少饲料中酸化剂的使用等优势, 尤其适合于规模较大、自动化程度较高的大型饲料企业。目前全球液体蛋氨酸使用量占蛋氨酸全部使用量比例约为 40%, 而美国、墨西哥等国家液体蛋氨酸的使用量占比超过 60%。随着中国、印度等发展中国家家禽行业逐步整合以及养殖工业化、自动化水平提升, 液体蛋氨酸需求增长将高于固体蛋氨酸。自 2014 年至 2017 年, 安迪苏液体蛋氨酸产品销量平均增长率为 15%, 远高于行业需求 6% 的平均增速, 推动安迪苏市场份额从 2013 年的 23% 增长到 2017 年的 27%。

图 8：不同国家目前液体蛋氨酸渗透率



资料来源：安迪苏投资者交流会议，信达证券研发中心

四、盈利预测及投资评级

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 06 月 12 日收盘价（12.60 元/股）的动态 PE 分别为 18 倍、15 倍和 13 倍，维持“增持”评级。

五、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；原材料供应不足影响公司 VA 业绩释放；蛋氨酸与酶制剂新产品市场开拓不及预期；公司蛋氨酸欧洲新产能建设不及预期；蛋氨酸价格反弹幅度不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	19,943.82	21,329.08	23,026.96	26,085.25	29,784.50
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	19,943.82	21,329.08	23,026.96	26,085.25	29,784.50

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	18	25	17	15	12
P/B	2.71	2.48	2.24	1.94	1.67
EV/EBITDA	8.09	10.14	8.01	6.89	5.84

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	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
净利润	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
归属母公司净利润	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	1740.17	978.21	811.55	2057.08	2428.25

化工研究小组简介

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，从事能源化工行业研究。

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。