

蛋氨酸价跌量增，产能扩张抢占先机

——安迪苏（600299）2018 年度财报点评

2019 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
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
洪翀	研究助理	
	HONGCHONG@dxzq.net.cn	010-66554012
徐昆仑	研究助理	
	xukl@dxzq.net.cn	010-66554050

事件：

安迪苏发布 2018 年年报：全年实现营业收入 114.2 亿元，YoY+10%，归母净利润 9.3 亿元，YoY-30%，对应 EPS 为 0.35 元，符合预期。其中，第 4 季度单季实现营业收入 28.93 亿元，YoY+4%，归母净利润 2.17 亿元，YoY-47%，对应 EPS 为 0.08 元。公司拟派发现金股利 0.173 元/股（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
营业收入（百万元）	2463	2685.5	2780.2	3013.91	2736.07	2775.32	2892.68
增长率（%）	-8.35%	1.14%	7.01%	22.06%	11.09%	3.34%	4.05%
毛利率（%）	35.64%	36.12%	44.29%	40.50%	28.67%	34.29%	35.51%
期间费用率（%）	17.22%	8.70%	12.79%	18.71%	17.34%	13.13%	14.85%
营业利润率（%）	19.65%	20.68%	28.04%	21.10%	9.62%	14.47%	12.67%
净利润（百万元）	332.98	428.90	510.70	446.99	191.20	280.91	296.58
增长率（%）	-50.07%	-22.19%	23.68%	10.78%	-42.58%	-34.50%	-41.93%
每股盈利（季度，元）	0.10	0.12	0.15	0.13	0.05	0.08	0.08
资产负债率（%）	18.35%	18.18%	19.09%	20.47%	17.85%	17.57%	18.90%
净资产收益率（%）	2.02%	2.52%	2.96%	2.61%	1.15%	1.62%	1.70%
总资产收益率（%）	1.65%	2.06%	2.39%	2.07%	0.94%	1.33%	1.38%

观点：

主要产品价格下跌，导致综合毛利率下滑 4.03ppt。蛋氨酸 2018 年市场均价同比下滑 13%至 19.08 元/千克，价格在 3 季度急速上涨之后又在 4 季度暴跌，导致功能性产品业务毛利率下滑 4.26ppt。目前蛋氨酸价格已

回落至周期底部, 公司具有较大的业绩弹性。特种产品业务毛利率下滑 6.96ppt, 主因反刍动物产品的销售遭受到美国奶业危机的不利影响。

蛋氨酸产能进一步扩张, 抢占市场先机。公司液体蛋氨酸销量取得稳定增长。公司现有南京工厂已实现满负荷 15 万吨液体蛋氨酸的生产水平, 在建的脱瓶颈工程预计 2019 年内完成, 南京工厂的产能将新增 2 万吨达到 17 万吨。新南京工厂的 18 万吨液体蛋氨酸项目正如期推进, 预计 2021 年中期投产。欧洲生产平台扩建项目已于 2018 年完成, 新增 5 万吨液体蛋氨酸产能。罗迪美 A-Dry+ 产品预计 2019 年投入市场, 将新增 9000 吨创新型粉末状蛋氨酸产品。

特种产品增速迅猛。得益于 2018 年初收购的纽葛迪业务, 以及喜利诺、安泰来的强劲销售增长, 2018 年公司特种产品业务收入达到 22.6 亿元, 同比增长 31%, 近两年均保持 30% 左右的增速, 进一步强化了其作为安迪苏第二业务支柱的地位。公司未来将继续通过有机和外延成长来加快特种产品的销售增长。

拟收购少数股东权益, 优化组织结构。公司拟以 36.14 亿元的交易价格收购控股股东蓝星集团持有的蓝星安迪苏 15% 普通股股权, 交易完成后, 安迪苏将最终全资持有蓝星安迪苏, 蓝星集团持有安迪苏的 89.09% 股份比例保持不变。

控股股东拟发行可交债, 公司股权结构或将得到优化。控股股东蓝星集团拟发行可交换债券, 拟募资规模不超过 45 亿元。通过此次可交换债券的发行, 公司控股股东蓝星集团的持股比例或将有所下降, 优化公司股权结构, 提高公司股票的流动性。

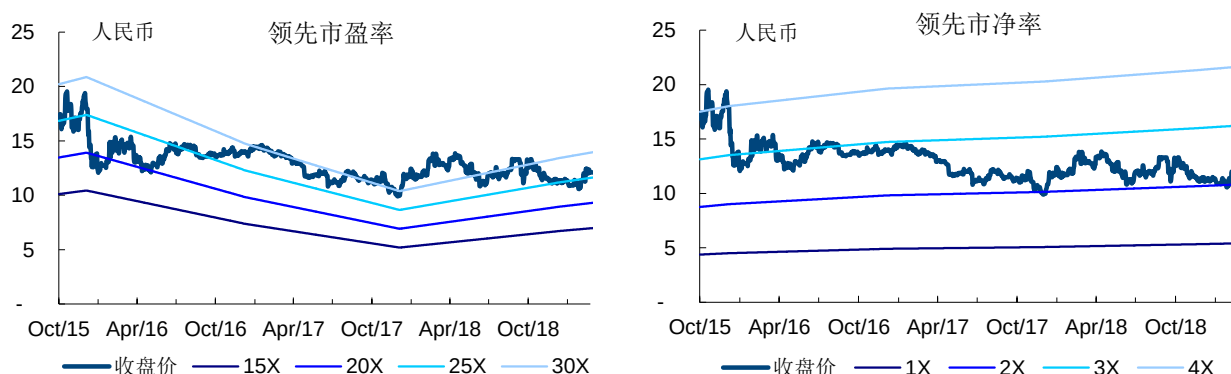
结论:

我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 11.93 亿元、14.19 亿元、16.92 亿元, EPS 分别为 0.44 元、0.53 元、0.63 元。目前股价对应 P/E 分别为 27 倍、23 倍、19 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						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	11164	9385	11322	13452	16054	营业收入	10398	11418	12866	14542	16490
货币资金	7660	5282	6775	8405	10429	营业成本	6453	7521	8470	9511	10709
应收账款	1400	1655	1865	2108	2390	营业税金及附加	102	87	98	111	126
其他应收款	53	41	53	59	66	营业费用	1005	1214	1369	1547	1754
预付款项	60	47	46	52	59	管理费用	721	662	746	843	956
存货	1600	1769	1992	2237	2519	财务费用	-57	-44	-90	-114	-143
其他流动资产	391	591	591	591	591	资产减值损失	-14	20	0	0	0
非流动资产合计	10165	12068	11447	10777	9864	公允价值变动收益	52	-94	0	0	0
长期股权投资	0	0	-6	-12	-19	投资净收益	0	-5	-6	-7	-7
固定资产	6349	6347	6156	5830	5370	营业利润	2342	1647	2030	2369	2776
无形资产	1781	2277	2057	1837	1617	营业外收入	9	10	0	0	0
其他非流动资产	2035	3444	3240	3122	2896	营业外支出	2	1	0	0	0
资产总计	21329	21453	22769	24229	25919	利润总额	2387	1677	2030	2369	2776
流动负债合计	2800	2557	2846	3168	3538	所得税	711	461	558	652	763
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	1676	1216	1472	1718	2013
应付账款	1219	1226	1380	1550	1745	少数股东损益	-353	-290	-279	-299	-321
预收款项	5	7	8	9	10	归属母公司净利润	1323	926	1193	1419	1692
一年内到期的非流	85	136	136	136	136	EBITDA	1977	1343	1661	1956	2312
非流动负债合计	599	632	650	668	686	EPS (元)	0.49	0.35	0.44	0.53	0.63
长期借款	13	31	49	67	85	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	4072	4055	4363	4702	5090	成长能力					
少数股东权益	4093	3796	4075	4374	4695	营业收入增长	-2.72%	9.81%	12.68%	13.03%	13.39%
实收资本(或股本)	2682	2682	2682	2682	2682	营业利润增长	-26.62	-29.65	23.24%	16.71%	17.17%
资本公积	2232	2180	2180	2180	2180	归属于母公司净利润	-29.06	-30.01	28.85%	18.89%	19.24%
未分配利润	8250	8741	9470	10291	11272	获利能力					
归属母公司股东权	13164	13602	14332	15153	16134	毛利率(%)	37.94%	34.13%	34.17%	34.60%	35.06%
负债和所有者权	21329	21453	22769	24229	25919	净利率(%)	16.12%	10.65%	11.44%	11.81%	12.21%
现金流量表						总资产净利润(%)	6.20%	4.32%	5.24%	5.86%	6.53%
单位: 百万元						ROE(%)	12.73%	8.94%	10.27%	11.34%	12.48%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	2513	1442	2352	2595	2874	资产负债率(%)	19%	19%	19%	19%	20%
净利润	1323	926	1193	1419	1692	资产周转率	3.99	3.67	3.98	4.25	4.54
折旧摊销	821	956	1115	1164	1205	流动比率	3.07	3.19	3.47	3.74	4.04
财务费用	-57	-44	-90	-114	-143	营运能力					
应收账款减少	-20	398	444	500	578	总资产周转率	1.05	1.03	1.09	1.31	1.60
预收帐款增加	343	-143	293	322	370	应收账款周转率	6.98	7.47	7.31	7.32	7.33
投资活动现金流	-901	-2384	-500	-500	-300	应付账款周转率	8.51	8.76	8.78	8.83	18.90
公允价值变动收益	52	-94	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	-966	-1264	-500	-500	-300	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.35	0.44	0.53	0.63
投资收益	0	-5	-6	-7	-7	每股净现金流(最新)	0.36	-0.89	0.56	0.61	0.75
筹资活动现金流	-880	-1373	-359	-465	-550	每股净资产(最新摊)	4.91	5.07	5.34	5.65	6.02
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	-34	68	18	18	18	P/E	24.50	35.01	27.17	22.85	19.17
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.46	2.38	2.26	2.14	2.01
资本公积增加	0	-53	0	0	0	EV/EBITDA	8.88	11.88	9.30	7.76	6.32
现金净增加额	978	-2377	1493	1630	2024						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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, 3 年化工实业经验, 2015 年起从事化工行业研究工作, 2017 年加入东兴证券研究所。

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, CFA 持证人, 3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人, 著有国内外专利 5 项, 国际一流学术期刊署名论文 10 余篇, 累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

洪翀

北京理工大学化学工程学士, 美国塔尔萨大学化学工程硕士, 4 年海外化工实业经验, 2018 年 5 月加入东兴证券研究所。

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系, 曾就职于中石油石油化工研究院, 三年化工技术开发管理经验, 2018 年 6 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。