

投资评级:增持(维持)

蛋氨酸行业反倾销调查点评

国内蛋氨酸企业有望长期受益

最近一年行业指数走势



联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

张兴宇

分析师

SAC 证书编号: S0160518120001

zhangxingyu@ctsec.com

路辛之

联系人

luxz@ctsec.com

相关报告

- 《周期拐点, 成长起点, 行业迎来最佳布局时: 轮胎行业专题报告》 2018-08-27
- 《报告标题报告标题: 染料展草根调研: 环保及安监驱动染料、中间体行情》 2018-04-16
- 《染料行业有望迎来新一轮复苏: 染料行业专题报告》 2018-02-24

投资要点:

- **事件:** 商务部决定自 2019 年 4 月 10 日起对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口蛋氨酸进行反倾销立案调查。本次调查自 2019 年 4 月 10 日起开始, 通常应在 2020 年 4 月 10 日前结束调查, 特殊情况下可延长至 2020 年 10 月 10 日。本次反倾销只针对固体蛋氨酸。
- 中国以固蛋需求为主, 仍大量依靠进口, 进口依存度接近 60%。我国固蛋年需求量约 23 万吨, 而国内的固蛋生产企业只有新和成和紫光, 两者 2018 年合计产量约 10 万吨。剩余的需求均以进口形式满足, 进口依存度接近 60%。
- 全球蛋氨酸寡头垄断, 随着新和成进入, 产能和价格竞争开始。随着新和成开始建设蛋氨酸工厂, 由于国外寡头对新进入者的压制态度, 新一轮产能和价格竞争开始, 蛋氨酸产能扩张加速, 价格近几年持续下滑, 4 月 9 日已经固蛋跌至历史最低的 16.9 元/kg。这也是紫光提出反倾销申请的主要原因。
- 我们认为本次反倾销将导致固蛋价格上涨和液蛋渗透率提升, 利好国内蛋氨酸企业。
- **投资建议:** 建议关注国内仅有的两个蛋氨酸上市公司安迪苏和新和成。除了短期的价格提升外, 我们认为反倾销将对两个公司蛋氨酸业务有长期的正面影响。安迪苏主要受益于国内液蛋渗透率提升。新和成蛋氨酸产能扩张和国内市场渗透速度都有望加快, 有助于公司进一步降低蛋氨酸综合成本, 提高市场占有率。
- **风险提示:** 本次反倾销仍有一年调查期, 商务部终裁可能认定不成立; 蛋氨酸需求下滑

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (04.10)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600299	安迪苏	385.12	14.36	0.49	0.46	0.58	29.31	31.22	24.76	买入
002001	新和成	460.67	21.44							未评级

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

1、事件：商务部决定对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口固体蛋氨酸进行反倾销立案调查

2019年4月10日，商务部发布公告，于2019年3月4日收到宁夏紫光天化蛋氨酸有限责任公司代表国内蛋氨酸（甲硫氨酸）产业正式提交的反倾销调查申请，申请人请求对原产于新加坡、马来西亚和日本的蛋氨酸进行反倾销调查。经商务部初步审查，紫光蛋氨酸产量在2016年、2017年和2018年均占同期中国同类产品总产量50%以上，符合提出反倾销调查申请的规定。商务部决定自2019年4月10日起对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口蛋氨酸进行反倾销立案调查。本次调查自2019年4月10日起开始，通常应在2020年4月10日前结束调查，特殊情况下可延长至2020年10月10日。

根据反倾销调查申请书中描述的“申请调查的DL-甲硫氨酸与国内企业生产的DL-甲硫氨酸的纯度或含量均大于等于99%”、“此次申请调查产品和国内产业生产的甲硫氨酸产品的外观基本相同，通常为白色或浅灰色粉末或片状结晶”、以及“申请人甲硫氨酸的产量在2016年、2017年和2018年均占同期中国同类产品总产量的50%以上”，本次反倾销只针对固体蛋氨酸。

2、蛋氨酸介绍及竞争格局

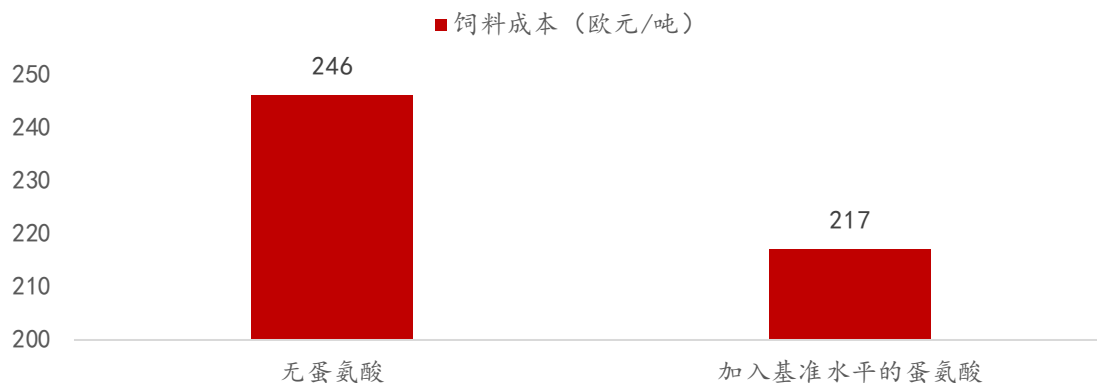
2.1 蛋氨酸是大多数禽类和反刍动物的第一限制性氨基酸

蛋氨酸又名甲硫氨酸，是动物必需的且只能从外部摄取的氨基酸。蛋氨酸按手性可分为D型和L型，动物所需的蛋氨酸为L-蛋氨酸，但可以把D型转化成L型，因此合成的DL-蛋氨酸不需分离就可以直接使用。

蛋氨酸可分为固体蛋氨酸和液体蛋氨酸。固体蛋氨酸即常规的蛋氨酸，液体蛋氨酸为蛋氨酸羟基类似物，也可以在体内转化为L-蛋氨酸。一般相同质量的液体蛋氨酸效价是固体蛋氨酸的84%。

蛋氨酸在豆粕中含量不足，是饲料最容易缺乏的氨基酸之一。蛋氨酸是大多数禽类和反刍动物的第一限制性氨基酸，猪的第二限制性氨基酸，饲料中添加蛋氨酸可以有效提高蛋白产出效率，增加饲料报酬。据安迪苏计算，每吨饲料使用1公斤-2.5公斤蛋氨酸（假设每公斤3.65欧元），可以节省饲料成本29欧元/吨。目前中国蛋氨酸添加比例与其他国家相比仍有差距，随着养殖规模化发展，添加比例有望提高。

图 1：适量添加蛋氨酸会有效节省饲料成本



数据来源：蓝星安迪苏招股书，财通证券研究所

表 1：中国蛋氨酸添加比例较低

国家	肉鸡饲料中蛋氨酸的平均添加比例 (kg/吨饲料)
中国	1
巴基斯坦	1
印度	1.4
俄罗斯	1.5
巴西	2.5
法国	2.5

数据来源：蓝星安迪苏招股书，财通证券研究所

2.2 全球蛋氨酸寡头垄断，随着新和成进入，产能和价格竞争开始

蛋氨酸生产工艺复杂，规模化生产难度大，全球蛋氨酸呈现寡头垄断格局。2010 年之前蛋氨酸由欧美和日本公司所垄断，主要生产企业为赢创（德国赛）、安迪苏、住友、诺伟司。2010 年 9 月重庆紫光投产，打破了国外垄断。由于中国蛋氨酸需求不断增长，此后国外企业逐步在中国建厂，包括安迪苏南京、住友大连等。

表 2：全部蛋氨酸生产企业的历史产能及预测

单位：万吨	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
赢创	35	35	35	35	43	58	58	58	58	58	73	73
新加坡						15	15	15	15	15	30	30
其他地区	35	35	35	35	43	43	43	43	43	43	43	43
安迪苏**	25	25	25	25	34.5	34.5	34.5	41.5	42.5	42.5	50.4	50.4
南京蓝星					7	7	7	14	15	15	17	17
其他地区	25	25	25	25	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	27.5	33.4	33.4

住友**	10	14	14	14	14	16	16	16	16	26	26	26
日本爱媛	10	14	14	14	14	14	14	14	14	24	24	24
大连金港						2	2	2	2	2	2	2
诺伟司*	28	28	28	28	28	28	28	32	32	32	32	44
紫光		1	1	6	0	5	5	10	10	10	10	10
重庆紫光		1	1	6	0	0						
宁夏紫光						5	5	10	10	10	10	10
新和成									5	5	10	15
沃尔斯基	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
希杰							8	8	8	8	8	8
全球产能	100.5	105.5	105.5	110.5	122	144	152	168	174	184	211.9	228.9
YOY		5%	0%	5%	10%	18%	6%	11%	4%	6%	15%	8%
全球需求	70	77	83	90	97	103	109	116	122	130	138	146
YOY		10%	8%	8%	8%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

数据来源：各公司公告，财通证券研究所

注：*为具有液蛋产能，**为具有液蛋和固蛋产能，否则只有固蛋产能

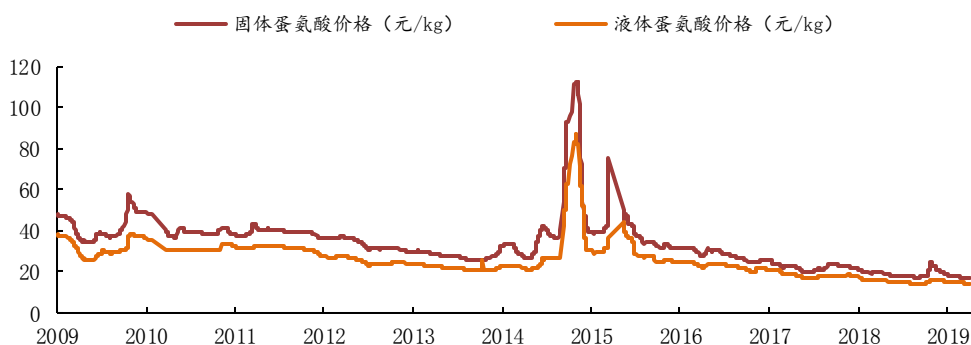
2013年新和成开始建设一期5万吨蛋氨酸并于2017年初投产，后续仍有25万吨规划。随着新和成开始建设蛋氨酸工厂，由于国外寡头对新进入者的压制态度，新一轮产能和价格竞争开始，蛋氨酸产能扩张加速，价格近几年持续下滑（除2014年因紫光停产、进口量减少，国内蛋氨酸缺货严重），4月9日已经跌至历史最低的16.9元/kg。这也是紫光提出反倾销申请的主要原因。

表 3：2018年后蛋氨酸产能扩张加速

公司	扩产工厂地址	扩产产能（万吨）	投产时间
住友	日本爱媛	10	2018年10月
安迪苏	西班牙	5	2018年底
赢创	新加坡	15	2019
诺伟司	美国	12	2020
新和成	中国潍坊	25	2019年后分批投产
安迪苏	中国南京	18	2021年

数据来源：财通证券研究所

图 2：蛋氨酸价格已达历史最低点



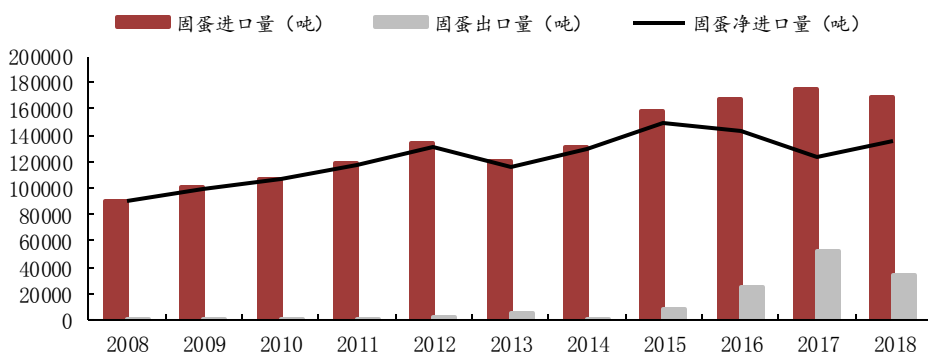
数据来源: wind, 财通证券研究所

2.3 中国以固蛋需求为主，仍大量依靠进口

我国蛋氨酸需求以固蛋为主。由于液蛋需要使用专业设备喷涂添加，养殖水平低、饲料工业化程度低的国家液蛋渗透率较低一般低于 20%（包括中国），而美国、巴西等国可超过 60%。

我国蛋氨酸仍大量需要进口，进口依存度接近 60%。我国固蛋年需求量约 23 万吨，而国内的固蛋生产企业只有新和成和紫光（安迪苏南京为液蛋工厂），两者 2018 年合计产量约 10 万吨。剩余的需求均以进口形式满足。据海关总署数据，我国 2016、2017、2018 年固蛋净进口量分别为 14.24 万吨、12.28 万吨、13.51 万吨，进口依存度接近 60%。

图 3：中国固蛋进口量较大



数据来源: 海关总署, 财通证券研究所

3、本次反倾销影响

3.1 对于固蛋：国内价格有望上涨

新加坡、日本、马来西亚是重要的蛋氨酸工厂所在地，中国进口蛋氨酸中三国占比约 70%。赢创（新加坡）、住友（日本）、希杰（马来西亚）均是重要的蛋氨酸工厂，其中希杰是全球唯一的发酵法制蛋氨酸企业。根据海关总署数据，2018 年中国进口蛋氨酸 16.9 万吨，其中进口自三国约 12.8 万吨，占比 76%。对三国蛋氨酸反倾销会让中国国内产生大量需求缺口。

表 4：进口自三国的固蛋量占比约 70%

单位：吨	2016	2017	2018
中国进口固蛋量	167553	175303	168896
新加坡	44080	51360	59340
日本	33615	32347	27955
马来西亚	25306	34145	40959
三国合计占比	61.47%	67.23%	75.94%

数据来源：海关总署，财通证券研究所

3.2 对于液蛋：提升渗透率

虽然本次反倾销不直接针对液蛋，但由于液蛋可以与固蛋互相替代（效果相同、效价和使用方式不同），固蛋价格提高也会传导到液蛋，且由于固蛋货源紧张，我国液蛋渗透率有望提高。

4、投资建议

建议关注国内仅有的两个蛋氨酸上市公司安迪苏和新和成。除了短期的价格提升外，我们认为反倾销将对两个公司蛋氨酸业务有长期的正面影响。

4.1 安迪苏

反倾销将加速国内液蛋渗透率提升。公司是全球蛋氨酸市占率第二、液蛋市占率第一的蛋氨酸龙头，目前拥有 47.5 万吨蛋氨酸产能，其中中国南京工厂拥有 15 万吨液蛋产能，今年将提升至 17 万吨。如前所说，我们认为反倾销将加速国内液蛋渗透率提升，公司国内液蛋销量有望增长。

反刍动物蛋氨酸销售有望复苏。2018Q1 美国奶价达到 2010 年后的新低，此后奶价逐渐上涨，我们认为未来仍有上涨空间，并将带动反刍动物蛋氨酸销售复苏，主要因为：（1）从周期角度，2015 年以后美国长期保持较低奶价，由于牛奶收购价较低，美国农业部预测 2018 和 2019 年奶牛数量持续下滑；（2）美国乳制品接近 20% 出口，贸易战对美国乳制品影响很大，随着贸易战缓和奶价也有望升高。

收购子公司 15% 股权，理顺股权结构增厚业绩。公司 2019 年 1 月 16 日公告，拟以现金 36.14 亿元收购控股股东蓝星集团持有的蓝星安迪苏营养集团有限公司

15%股权（尚须获得股东大会及相关部门批准）。安迪苏营养集团 85%股权是 2015 年上市时置入的唯一资产，也是安迪苏唯一的子公司。本次收购后安迪苏将全资控股安迪苏营养集团，有助于理顺股权结构、提升管理效率并增厚上市公司业绩。

4.2 新和成

反倾销将加快公司蛋氨酸入场速度，降低综合成本和市场占有率。公司目前拥有 5 万吨蛋氨酸产能，二期 10 万吨将于 2019-2020 年投产。反倾销后，除了直接的价格提升盈利增长外，公司产能扩张和国内市场渗透速度都将加快，有助于公司进一步降低蛋氨酸综合成本，提高市场占有率。

VE 竞争格局有望改善。能特科技先后突破三甲基氢醌与异植物醇后，VE 竞争逐渐加剧。2019 年 1 月 29 日，能特科技与帝斯曼成立合资公司，VE 竞争格局有望重构。

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。