

全球动物营养领军企业，蛋氨酸发展前景良好

——安迪苏（600299）深度报告

2019年05月28日

强烈推荐/维持

安迪苏

深度报告

报告摘要：

安迪苏是动物营养与健康行业的领军企业，是全球可同时生产固体和液体蛋氨酸的两大生产商之一，目前公司稳居世界第二大蛋氨酸生产企业，液体蛋氨酸行业排名第一，未来发展前景良好。

◆ **蛋氨酸行业处周期底部，涨价预期强烈。** 蛋氨酸是我国对外依存度很高的少数大吨位精细化工产品之一，目前价格处于历史底部区间，行业内企业盈利普遍较差，价格向上弹性大；行业需求量大且处于稳定增长趋势，进口依存度高，反倾销预期利好国内相关生产企业；行业供给呈寡头垄断，龙头企业价格掌控力度强，未来新增产能较多，中长期供需或寻找新平衡。

◆ **公司液体蛋氨酸业务全球领先，产品种类不断丰富。** 液体蛋氨酸发展前景较好，市场渗透率有望不断提升。公司是全球蛋氨酸生产寡头中唯一在中国布局产能者，有望在中国市场获得更多的发展红利。公司现有蛋氨酸产能 49 万吨/年，其中液体蛋氨酸产能 37 万吨/年，还有 18 万吨/年的产能将于 2012 年年中投产，公司是液体蛋氨酸成本最低的生产商之一，新产能建设叠加新产品投放预计将进一步稳固公司液体蛋氨酸行业领导地位。

◆ **特种产品增长迅速，“双支柱”战略初见成效。** 公司特种产品业务帮助公司业务实现多样化，并且始终保持较高盈利能力，成为公司盈利重要来源；公司收购纽葛迪公司有效扩大公司的产品组合，帮助公司成为全球动物营养特种产品的领军企业。

公司盈利预测及投资评级。 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 24 倍、20 倍、17 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示。 产品价格下跌；行业新增产能投放过快；行业需求增速放缓。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,397.8	11,417.9	12,865.9	14,541.9	16,489.7
增长率（%）	-2.72%	9.81%	12.68%	13.03%	13.39%
净利润（百万元）	1,323.32	926.13	1,193.30	1,418.73	1,691.73
增长率（%）	-29.06%	-30.01%	28.85%	18.89%	19.24%
净资产收益率（%）	10.05%	6.81%	8.33%	9.36%	10.49%
每股收益（元）	0.49	0.35	0.44	0.53	0.63
PE	21.93	31.33	24.32	20.45	17.15
PB	2.20	2.13	2.02	1.92	1.80

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

张明烨

0755-82832017

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

研究助理：

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

洪翀

010-66554012

HONGCHONG@dxzq.net.cn

徐昆伦

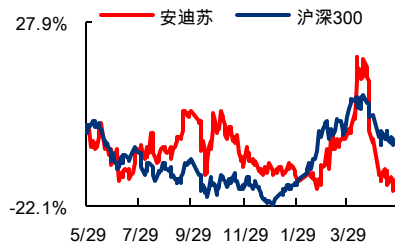
010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	10.82-13.08
总市值（亿元）	290.18
流通市值（亿元）	290.18
总股本/流通 A 股（万股）	268190/268190
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.24

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《安迪苏（600299）年报点评：蛋氨酸价跌量增，产能扩张抢占先机》2019-03-22
- 2、《安迪苏（600299）年报点评：蛋氨酸扩产抢占先机，特种产品增速迅猛》2018-03-21

目 录

1. 安迪苏是全球动物营养领域龙头企业	4
2. 蛋氨酸行业处周期底部，涨价预期强烈	7
2.1 蛋氨酸价格处周期底部，向上弹性大	7
2.2 蛋氨酸需求刚性，增长稳定	8
2.3 蛋氨酸进口依赖度高，反倾销利好国内生产企业	10
2.4 蛋氨酸供给寡头垄断，新增产能较多，中长期供需或寻找新平衡	11
3. 公司液体蛋氨酸业务全球领先，成本优势明显	12
3.1 液体蛋氨酸市场渗透率不断提升	13
3.2 公司产品丰富，领导地位稳定	13
4. 特种产品增长迅速，“双支柱”战略初见成效	16
4.1 特种产品盈利水平持续提升，成长为公司业务增长第二支柱	16
4.2 收购纽葛迪公司，业务领域快速拓展至水产产品等	16
5. 收入规模稳定增长，现金流稳健	17
6. 投资建议	19
7. 风险提示	20

插图目录

图 1：安迪苏主要产品结构	4
图 2：公司全球生产基地分布情况	4
图 3：公司主要生产基地产能情况（数据截至 2019 年 4 月）	5
图 4：安迪苏股权结构	6
图 5：安迪苏主营业务收入	6
图 6：安迪苏主营业务毛利润	6
图 7：安迪苏 2018 年主营业务毛利润分布	7
图 8：安迪苏主要业务毛利率水平	7
图 9：蛋氨酸历史价格变动	7
图 10：全球蛋氨酸产能、需求、开工率	8
图 11：2017 年蛋氨酸不同国家市场规模	8
图 12：2010~2017 年蛋氨酸消费结构	9
图 13：2018 年以来生猪存栏量	9
图 14：2018 年至今 22 个省市生猪平均价	9
图 15：2018 年至今白条鸡平均价格	10
图 16：2018 年至今活鸡平均价	10

图 17: 蛋氨酸进出口数量	10
图 18: 2017 年国内蛋氨酸进口格局	10
图 19: 2016-2018 年我国蛋氨酸进口来源	11
图 20: 估算的蛋氨酸倾销幅度	11
图 21: 全球蛋氨酸现有产能及新增情况	12
图 22: 2017 年蛋氨酸市场供给格局 (按产量计算)	12
图 23: 部分蛋氨酸生产企业新增产能投资情况对比	12
图 24: 全球液体蛋氨酸市场渗透率	13
图 25: 公司蛋氨酸产能情况 (数据截至 2019 年 4 月)	14
图 26: 全球蛋氨酸寡头产品毛利率对比	14
图 27: 公司蛋氨酸生产工艺	15
图 28: 公司特种产品情况	16
图 29: 特种产品营业收入情况	16
图 30: 特种产品毛利率情况	16
图 31: 纽蒲迪公司主要业务领域	17
图 32: 除 2016 年外, 公司收入规模基本稳定	17
图 33: 由于蛋氨酸价格影响, 公司近两年净利润下滑	17
图 34: 公司毛利率情况	18
图 35: 公司销售净利率情况	18
图 36: 公司 ROE 情况	18
图 37: 资产负债率低, 财务稳健	18
图 38: 公司流动比率情况	18
图 39: 公司经营性现金流情况	19
图 40: 公司经营性现金流与归母净利润比值情况	19
图 41: P/E band	19
图 42: P/B band	19

1. 安迪苏是全球动物营养领域龙头企业

蓝星安迪苏股份有限公司成立于 1939 年，总部位于法国。公司于 1945 年首次成功合成蛋氨酸，于 2002 年收购安万特动物营养业务进入维生素行业。安迪苏于 2006 年被中国蓝星集团收购，于 2015 年借壳蓝星集团旗下的蓝星新材在 A 股上市。公司是全球第二大蛋氨酸生产商，可同时提供固体蛋氨酸和液体蛋氨酸，是动物营养与健康行业的全球领军企业。

公司主要产品分为三类：功能性产品、特种产品和其他产品。功能性产品主要有蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠等；特种产品主要有酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸、有机硒和益生菌添加剂等。

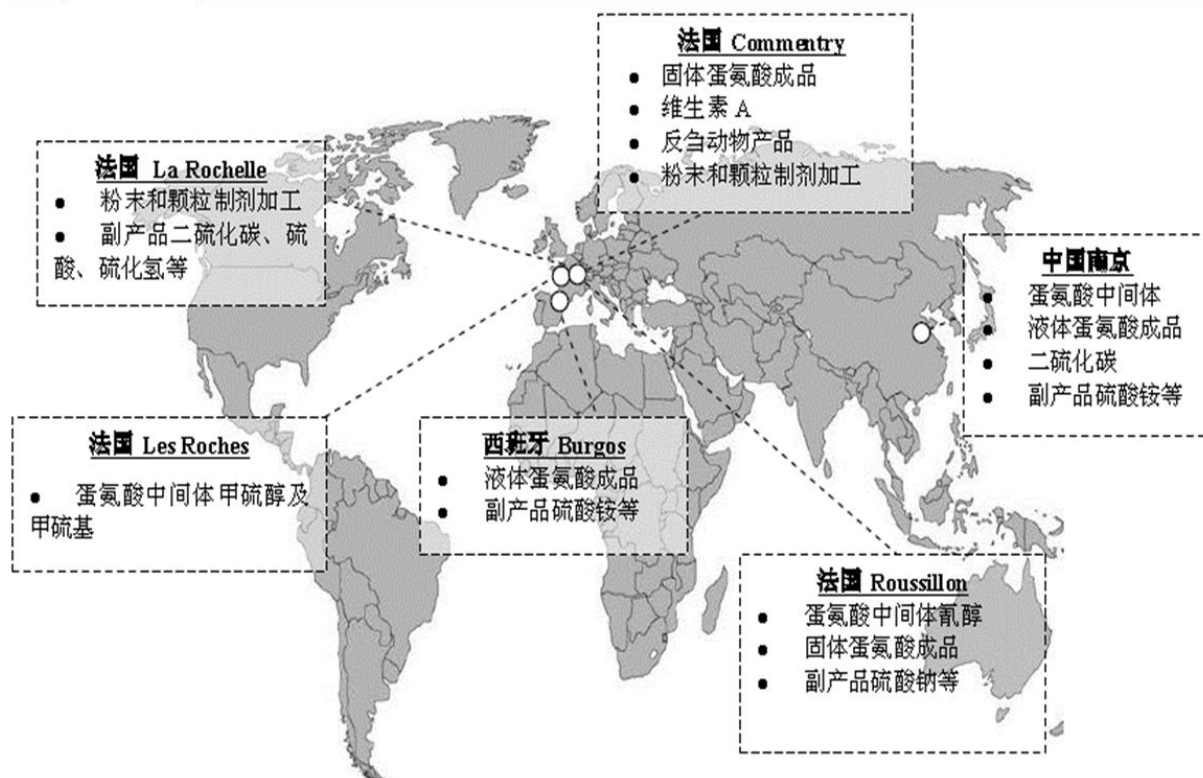
图 1：安迪苏主要产品结构

业务板块	主要产品	行业地位
功能性产品	蛋氨酸	全球排名第二的蛋氨酸生产商
	维生素	全球排名第三的维生素生产商
	硫酸铵和硫酸钠	市场上唯一无氯的钠添加剂
特种产品	酶制剂	全球排名第二的 NSP（淀粉多糖）酶制剂供应商
	过瘤胃保护性蛋氨酸	全球第一的反刍动物保护性蛋氨酸生产商
	有机硒和益生菌添加剂	创新益生菌产品，可有效替代抗生素

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司产品生产分布在全球 6 个生产基地，分别位于法国的科芒特里（Commentry）、理诺士（LesRoches）、鲁西荣（Roussillon）和拉罗谢尔（LaRoche），西班牙的布尔戈斯（Burgos），以及中国南京。法国 LesRoches 工厂主要生产合成蛋氨酸的中间体，分别提供给位于法国的 Commentry 工厂和 Roussillon 工厂生产固体蛋氨酸及位于西班牙的 Burgos 工厂用于生产液体蛋氨酸；南京工厂主要生产液体蛋氨酸。

图 2：公司全球生产基地分布情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 3: 公司主要生产基地产能情况 (数据截至 2019 年 4 月)

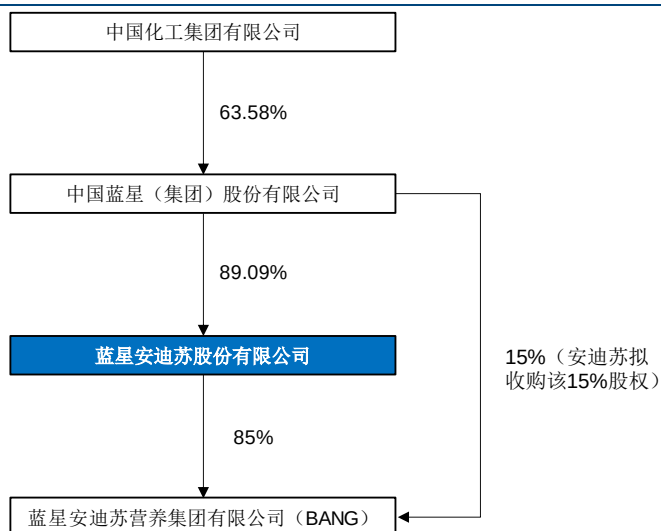
生产基地	主要产品	产能 (万吨)	所在地	主要供应商分布	备注
Commentry	固体蛋氨酸、维生素A	12.58	法国	欧洲和非洲及中东	
	特种产品	0.72		欧洲和非洲及中东	
LesRoches	蛋氨酸中间体甲硫醇及甲硫基	33.95	法国	欧洲和非洲及中东	
Roussillon	固体蛋氨酸、中间体氰醇	17.24	法国	欧洲和非洲及中东	
LaRochelle	粉末和颗粒制剂加工	-	法国	-	
Burgos	液体蛋氨酸、硫酸铵、罗迪美A-Dry+	36.69	西班牙	欧洲和非洲及中东	
南京工厂	液体蛋氨酸	17	中国	中国	
南京工厂	液体蛋氨酸	18	中国	中国	2021年投产

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司控股股东为中国蓝星 (集团) 股份有限公司, 实际控制人为中国化工集团有限公司, 股权结构稳定。2019 年 1 月, 公司发布公告拟以 36.14 亿元现金收购蓝星集团持有的蓝星安迪苏营养集团有限公司 (BANG) 15% 普通股股权。交易完成后, BANG 将成为公司的全资子公司, 有利于增强上市公司对安迪苏营养集团的控制力, 改善和简化公司治理结构。

2019年3月, 公司控股股东蓝星集团拟发行不超过45亿元的可交换债券。蓝星集团持有公司89.09%股份, 股权集中制约公司股票流动性, 通过此次可交债的发行, 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。

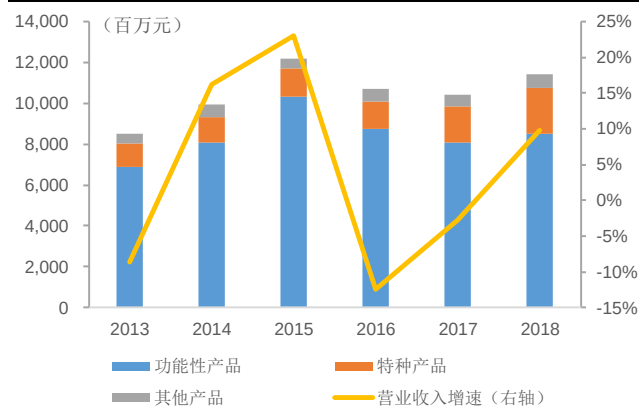
图4: 安迪苏股权结构



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

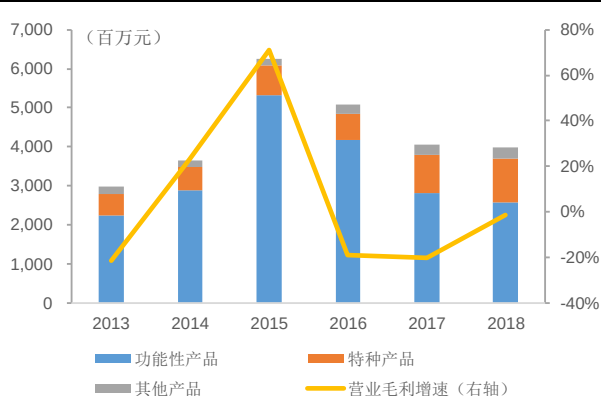
功能性产品是公司核心业务版块, 特种产品比重持续增长。2018年公司营业收入114.18亿元, 同比增长9.81%, 归母净利润9.26亿元, 同比下降30.01%, 主因蛋氨酸2018年价格大幅下跌。目前功能性产品, 尤其是蛋氨酸, 仍为公司营收和利润的主要来源, 2018年占公司营业收入的74%、营业毛利润的65%; 特种产品毛利率高, 产品线不断扩充发展, 营收和毛利占比也不断提升, 2018年营收占比和营业毛利占比分别达20%、28%, 已成为公司利润重要来源。

图5: 安迪苏主营业务收入



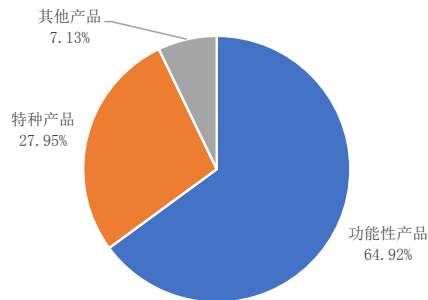
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 安迪苏主营业务毛利润



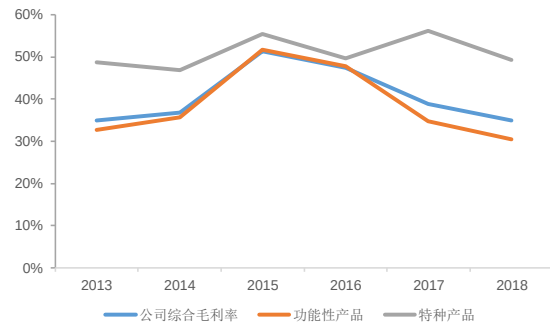
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 7: 安迪苏 2018 年主营业务毛利润分布



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 8: 安迪苏主要业务毛利率水平



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

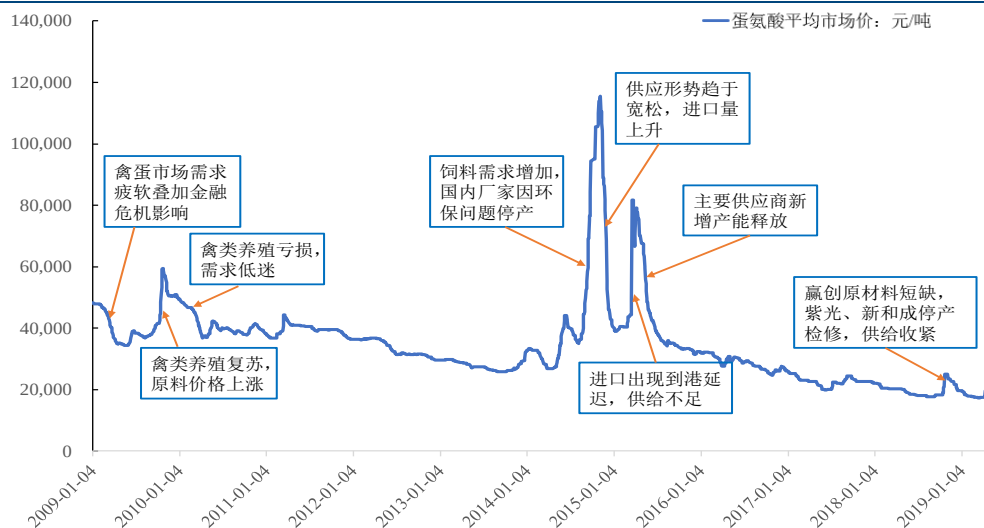
2. 蛋氨酸行业处周期底部, 涨价预期强烈

2.1 蛋氨酸价格处周期底部, 向上弹性大

蛋氨酸又称甲硫氨酸, 是畜禽合成动物蛋白必需的最重要的氨基酸之一, 是家禽玉米-豆粕型日粮的第一限制性氨基酸, 日粮中蛋氨酸水平的高低将影响其它氨基酸的利用及生产性能的发挥; 是猪的第二限制性氨基酸, 在饲料中的添加量约为 0.1%~0.3%。目前市售的蛋氨酸有四个品种, 分别为固体蛋氨酸、液体蛋氨酸、羟基蛋氨酸钠盐和羟基蛋氨酸钙盐。饲料市场主要消费的是固体蛋氨酸和液体蛋氨酸。

蛋氨酸供给端为寡头垄断格局, 行业供需紧平衡, 价格弹性很大。2019 年二季度以来, 蛋氨酸价格触底回升, 呈上涨趋势。2019 年 4 月底蛋氨酸市场平均报价为 19,700 元/吨, 较一季度 17,918.45 元/吨的平均报价上涨 9.94%。目前蛋氨酸价格仍处于历史底部区间, 行业内企业盈利性普遍较差, 向上弹性很大, 预计未来仍将处于上涨周期。

图 9: 蛋氨酸历史价格变动



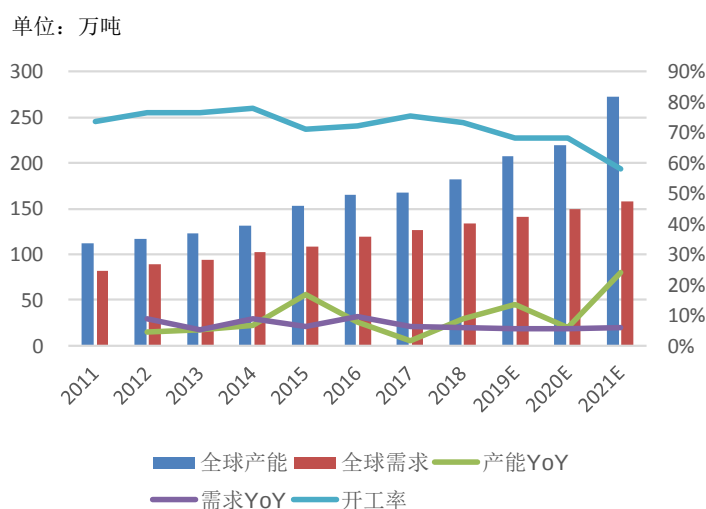
资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 蛋氨酸需求刚性，增长稳定

蛋氨酸无法在动物体内自然合成，必需从食物中摄取，下游需求刚性。目前国内主流配方禽类饲料中额外添加蛋氨酸的量在 0.1% 左右，同时使用鱼粉等作为饲料中氨基酸的补充来源。从含量来看，鱼粉中蛋氨酸含量较低，单从补充蛋氨酸的角度，饲料中添加 57 千克鱼粉仅等同于直接添加 1 千克蛋氨酸所达到的补充蛋氨酸的功效。据测算。在饲料中添加 0.2% 的蛋氨酸与完全不添加蛋氨酸相比，可降低约 23% 的禽类饲料成本，性价比高。

受益于经济的发展和饲养方式的现代化，人类对于动物蛋白的需求量稳中提升，带动蛋氨酸的需求稳中有增。目前蛋氨酸全球需求量约 130 万吨，且每年保持着约 6% 的增长态势；中国已经成长为全球最大的蛋氨酸消费国，国内市场需求量约 25 万吨，占全球份额约 20%，年均增速约 10%，且潜力仍然很大。

图 10：全球蛋氨酸产能、需求、开工率



资料来源：博亚和讯，Feedinfo，公开信息，东兴证券研究所

图 11：2017 年蛋氨酸不同国家市场规模



资料来源：安迪苏，Feedinfo 东兴证券研究所

蛋氨酸应用于禽类饲料的比例远大于其他领域。2017 年 60%的蛋氨酸被应用于禽类饲料，33%被应用于猪饲料，其他饲料应用占比约 7%，主要是奶牛和水产养殖。

奶牛养殖和水产养殖有望成为蛋氨酸需求增长的重要部分。由于发展中国家人均奶制品消费量较低，增长空间较大，奶牛养殖业将继续保持较快增长，带动反刍动物用蛋氨酸需求量提升；在水产养殖中通常使用鱼粉作为蛋白质来源，占饲料成本的 20~40%，是饲料成本的最大来源，蛋氨酸是良好的替代品，未来需求有望提升。

图 12：2010~2017 年蛋氨酸消费结构



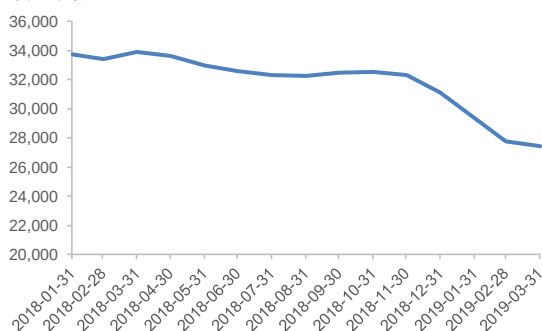
资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

禽类消费量的增长是蛋氨酸市场扩大的主要基础。非洲猪瘟导致生猪紧缺，禽类养殖受益，蛋氨酸需求有望提升。2018 年 8 月至今，我国各地陆续发生非洲猪瘟疫情，直接或间接导致生猪大范围死亡。根据农业部数据，2019 年 3 月份生猪存栏环比下降 1.2%，同比下降 18.8%，能繁母猪存栏环比下降 2.3%，同比下降 21.0%，同比降幅达到近 10 年来最大值。生猪存栏量持续下降导致猪肉价格上涨，2019 年 3 月份全国猪肉批发市场均价为 19.48 元/公斤，环比涨 6.3%，较去年 8 月非洲猪瘟发生前高 2.1%，较去年同期高 7.6%，生猪集贸市场均价环比涨 14.3%，同比高 20.5%。由于猪肉和鸡肉存在替代关系，当猪肉价格处于高位时，鸡肉的需求增加，价格开始上升，带动上游禽类饲料需求，蛋氨酸有望迎来景气周期。

图 13：2018 年以来生猪存栏量

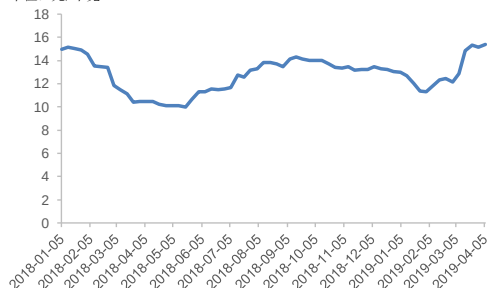
图 14：2018 年至今 22 个省市生猪均价

单位: 万头



资料来源: wind, 东兴证券研究所

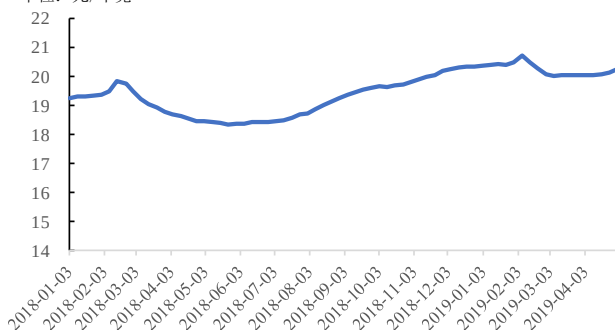
单位: 元/千克



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 15: 2018 年至今白条鸡平均价格

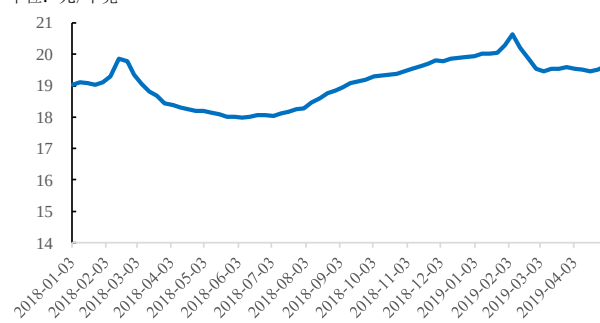
单位: 元/千克



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 16: 2018 年至今活鸡平均价

单位: 元/千克

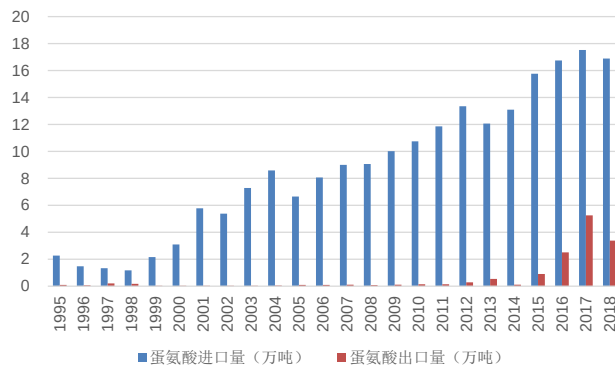


资料来源: wind, 东兴证券研究所

2.3 蛋氨酸进口依赖度高, 反倾销利好国内生产企业

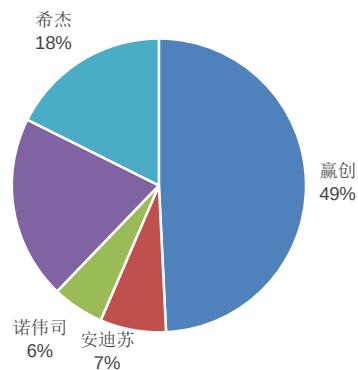
蛋氨酸是我国对外依存度很高的少数大吨位精细化工产品之一, 进口依存度较高。据海关总署数据, 2007~2018, 我国蛋氨酸进口量从 9.0 万吨/年增至 16.9 万吨/年, 增幅达 88%, 进口金额从 2.3 亿美元/年增至 3.5 亿美元/年, 增幅达 54%。

图 17: 蛋氨酸进出口数量



资料来源: wind, 东兴证券研究所

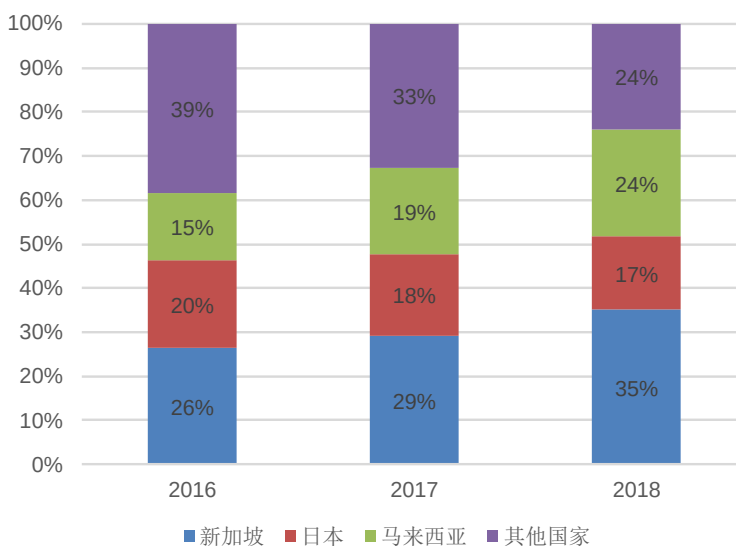
图 18: 2017 年国内蛋氨酸进口格局



资料来源: 博亚和讯, 东兴证券研究所

2019年3月宁夏紫光天化公司代表国内蛋氨酸企业提交反倾销调查申请，2019年4月商务部决定对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口蛋氨酸进行反倾销立案调查。2018年我国进口自这三个国家的蛋氨酸占总进口数量的76%，如果此次反倾销申请成功，国内蛋氨酸价格有望迎来上涨，预计国内蛋氨酸生产企业将获益。

图 19：2016-2018 年我国蛋氨酸进口来源



资料来源：商务部，东兴证券研究所

图 20：估算的蛋氨酸倾销幅度

2018年	新加坡	日本	马来西亚
出口价格（CIF）	1937.67	2206.27	2214.79
出口价格（调整后）	1873.63	2141.36	2141.34
正常价值（调整后）	2517.13	3080.36	2997.50
倾销绝对额*	643.50	939.00	856.16
倾销幅度**	33.21%	42.56%	38.66%

注：1、倾销绝对额*=正常价值（调整后）-出口价格（调整后）

2、倾销幅度**=倾销绝对额/出口价格（CIF）

资料来源：商务部，东兴证券研究所

2.4 蛋氨酸供给寡头垄断，新增产能较多，中长期供需或寻找新平衡

蛋氨酸生产的技术和资金壁垒高，生产格局呈海外寡头垄断，行业前4大企业均为海外巨头，CR4高达85%。直至2010年国内厂商才实现蛋氨酸国产项目的正式试产，从而打破了国内蛋氨酸市场基本全部依靠进口的局面。随着在蛋氨酸生产工艺技术和研发水平方面的逐步提升，加之充分发挥劳动力成本优势和区位优势，国内具备技术和竞争实力的大型厂商有望推动国内蛋氨酸本土化生产的进程，同时积极参与国际竞争，逐步打破全球蛋氨酸行业的国际垄断格局。

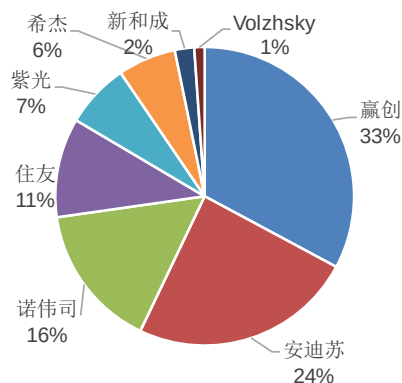
目前全球蛋氨酸产能近 170 万吨，未来规划的新增产能较多，若全部如期投放，至 2021 年行业总产能预计将达到 260 万吨。行业扩产集中在安迪苏南京新工厂和新和成等，随着未来产能投放，行业 CR4 将由目前的 85% 降至 76%。预计蛋氨酸行业的需求增长将消化一部分新增产能，其余新增产能或将对行业供应产生一定冲击，行业供需和价格可能会寻找新的平衡。

图 21：全球蛋氨酸现有产能及新增情况

（万吨/年）	2017年产能 （折99%含量）	产能分布	2018年新增产能	2019年新增产能	2020年新增产能	2021年新增产能	2021年总产能
赢创	58	美国、德国、比利时、新加坡		15（新加坡）			73
安迪苏	40.6	法国、西班牙、中国南京	5（欧洲）	2（南京，液体蛋氨酸） 0.9（A-dry+产品项目）		18（南京新工厂，液体蛋氨酸）	66.5
诺伟司	25.6	美国					25.6
住友	18.2	日本	10（日本）				28.2
紫光	10	中国宁夏				10（宁夏中卫，仍在规划中）	20
希杰	8	马来西亚					8
新和成	5	中国山东				25（山东潍坊）	30
Volzhsky	2	俄罗斯					2
和邦生物				7（四川乐山）			7
行业总产能	167.4		15	24.9		53	260.3

资料来源：博亚和讯，Feedinfo，公开信息，东兴证券研究所

图 22：2017 年蛋氨酸市场供给格局（按产量计算）



资料来源：博亚和讯，东兴证券研究所

图 23：部分蛋氨酸生产企业新增产能投资情况对比

公司（项目地址）	和邦生物 （中国乐山）	新和成 （中国潍坊）	安迪苏 （中国南京）	赢创 （新加坡裕廊）
新增产能（万吨）	7	25	18	15
投资总额（亿）	21.19	53.70	4.9 亿美元（折合人民币31.54亿元）	5亿欧元（折合人民币35.41亿元）
项目单位投资额（万元/吨）	3.03	2.15	1.75	2.36

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

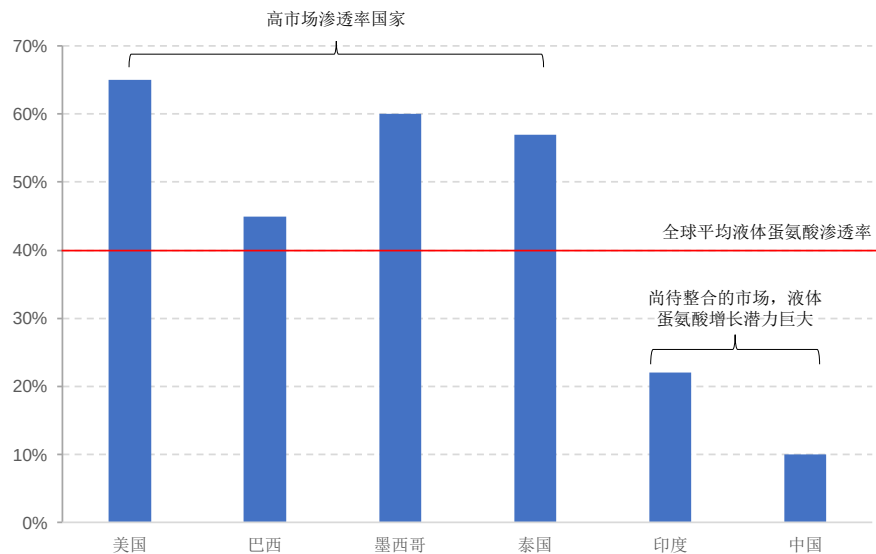
3. 公司液体蛋氨酸业务全球领先，成本优势明显

3.1 液体蛋氨酸市场渗透率不断提升

液体蛋氨酸发展前景较好，市场渗透率有望不断提升。液体蛋氨酸通过使用专业喷撒系统给料，能够实现自动化控制，从而降低人工给料误差和风险，达到精准定量和均匀混合；同时消除固体蛋氨酸在运输和储存中可能产生的爆炸风险，更加安全高效。因而，规模较大、自动化程度较高的客户更倾向于使用液体蛋氨酸。

目前全球液体和固体蛋氨酸需求占比分别为 40%和 60%，美国、巴西、墨西哥、泰国等渗透率较高，随着中国、印度等发展中国家的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，预计未来液体蛋氨酸市场渗透率将达到 50%。

图 24：全球液体蛋氨酸市场渗透率



资料来源：安迪苏，东兴证券研究所

3.2 公司产品丰富，领导地位稳定

安迪苏是全球第二大蛋氨酸生产商，是可同时生产固体和液体蛋氨酸的两大生产商之一。公司蛋氨酸产品主要有固体蛋氨酸、液体蛋氨酸和罗迪美 A-Dry+（新产品），产品品类齐全，可根据不同市场及客户需求，提供不同形态的蛋氨酸产品，更为灵活地满足客户需求。

- 固体蛋氨酸——罗迪美 NP99：客户使用便捷，价格低；
- 液体蛋氨酸——罗迪美 AT88：自动化程度高，运输和储存安全；
- 罗迪美 A-Dry+：新型粉末状蛋氨酸，兼具液体蛋氨酸的附加效益。

安迪苏自 1946 年开始生产蛋氨酸，拥有超过 70 年的行业经验。根据 Feedinfo 统计，安迪苏为全球领先的蛋氨酸生产商，市场份额位居全球第二；2012 年至 2016 年期间，在行业有新进入者以及原有厂商新产能投放的情况下，安迪苏仍成功将市场占有

率从 24%提升至 27%，主要得益于安迪苏在液体蛋氨酸领域的竞争优势。

公司在液体蛋氨酸领域市场份额位列全球第一，公司也是液体蛋氨酸生产成本最低的生产商之一，竞争优势明显，公司液体蛋氨酸业务高速增长，2017~2018 年均保持双位数增长。随着液体蛋氨酸市场渗透率的提高，公司液体蛋氨酸业务有望进一步增长。

公司现有蛋氨酸产能 49 万吨/年，其中液体蛋氨酸产能 37 万吨/年。公司已在 2018 年底如期完成了欧洲生产平台扩建项目，增加了 5 万吨液体蛋氨酸产能。此外，公司另有 18 万吨/年的液体蛋氨酸产能在建，预计将于 2021 年年中投产，届时将进一步稳固公司在液体蛋氨酸领域的领导地位。

公司是全球蛋氨酸生产寡头中唯一在中国布局产能者，有望在中国市场获得更多的发展红利。公司 2013 年在南京建成液体蛋氨酸生产工厂并试运行，2016 年产能达到 15 万吨，2019 年提升至 17 万吨；为满足客户不断增长的需求，公司于 2018 年 1 月开始在南京建设年产 18 万吨液体蛋氨酸新工厂（紧邻现有南京工厂），预计将于 2021 年年中投产，新工厂正式投产后，安迪苏南京工厂的液体蛋氨酸产能将合计达 35 万吨，为国内最大产能。

图 25：公司蛋氨酸产能情况（数据截至 2019 年 4 月）

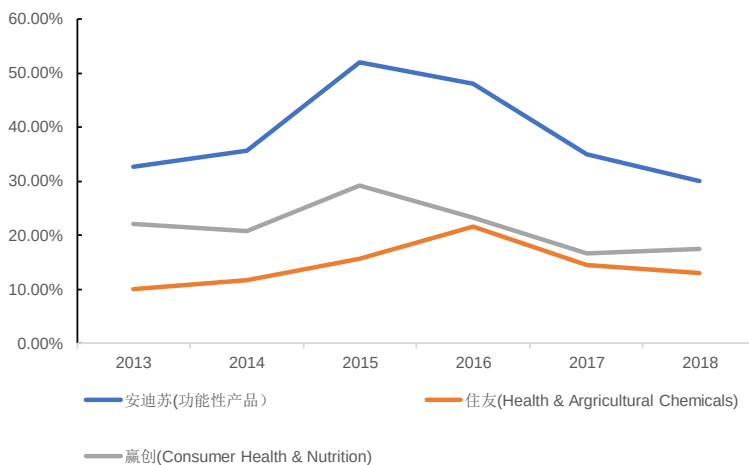
生产基地	品种	现有产能 (万吨)	规划新增产能(万吨)	备注
法国	固体蛋氨酸	12		
西班牙	液体蛋氨酸	20		
南京	液体蛋氨酸	17		
南京	液体蛋氨酸		18	2021年投产
合计	固体	12		
	液体	37	18	

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司整合了产业链上下游的生产工序，其蛋氨酸生产工序可以延伸到丙烯及硫等基础生产原料，为蛋氨酸生产提供稳定可靠的主要中间产物，蛋氨酸成本控制遥遥领先竞争对手。由于危险中间产物主要包括甲硫醇、甲硫基丙醛、硫化氢、氢氰酸等化学材料，这些材料的供应商数量有限，并且难于从其他渠道取得，因此若不能够实现一体化生产，则必须高成本在公开市场采购。通过实现这些危险中间产物的生产，公司能够在每个环节进行质量控制的同时，降低生产成本，获得竞争优势。

尽管近两年蛋氨酸价格处底部区间，安迪苏的蛋氨酸销售仍可保持 30%以上的毛利率水平，盈利能力在行业内突出。

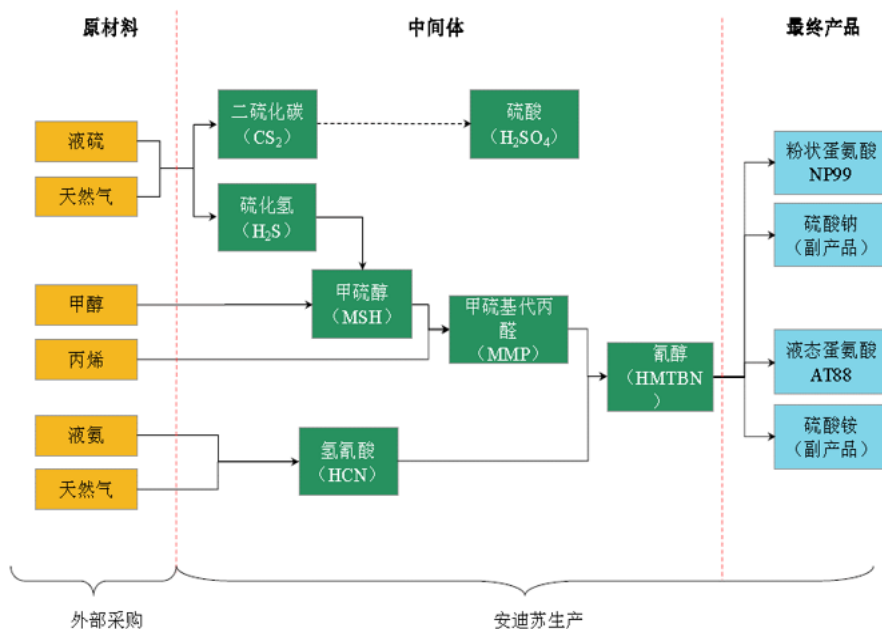
图 26：全球蛋氨酸寡头产品毛利率对比



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 东兴证券研究所

注: 安迪苏功能性产品包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠等; 赢创 Consumer Health & Nutrition 包括特种化学品、医疗保健产品、动物营养品等; 住友 Health & Agricultural Chemicals 包括杀虫剂、杀菌剂、除草剂、植物生长调节剂、蛋氨酸等。

图 27: 公司蛋氨酸生产工艺



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

安迪苏在 2017 年推出了具有革命性的创新产品罗迪美 A-Dry+, 已于 2019 年获得欧洲监管许可, 目前安迪苏已在西班牙 Burgos 工厂应用了这项专利技术, 实现了规模化生产, 产能为 9000 吨/年, 将在 2019 年投放市场。该产品是一款基于液体蛋氨酸技术开发出的新型粉末状蛋氨酸产品, 使因受限于产品或生产工艺而不能使用液体蛋氨酸的客户, 也能享受到液体蛋氨酸的益处。基于这一新产品, 安迪苏可以为饲料生产商提供全系列高品质的蛋氨酸产品, 并满足他们的不同需求, 由此进一步巩固公司

在蛋氨酸行业的领导地位。

4. 特种产品增长迅速，“双支柱”战略初见成效

4.1 特种产品盈利水平持续提升，成长为公司业务增长第二支柱

公司特种产品主要有酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸、有机硒和益生菌添加剂等。自2014年起，公司每年均有新产品面世，丰富公司的产品组合，最大化满足客户对动物饲料添加剂的需求，给公司带来新的增长点。

“过瘤胃保护”是指可让营养成分或动物营养添加剂通过反刍动物瘤胃（反刍动物第一个胃）进入腹部并在肠内被吸收的包衣或化学改性技术。反刍动物产品市场仍处于发展初期，市场需求量高，市场参与者较少，公司主要竞争对手为 Evonik（赢创）。

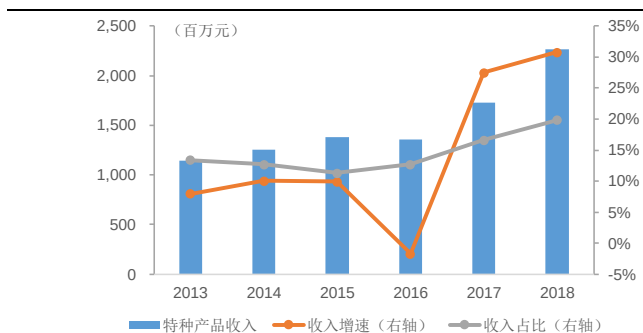
图 28：公司特种产品情况

种类	用途	市场容量	安迪苏地位	公司产品	上市时间	产品特性
酶制剂	通过有效地降解非淀粉多糖，提高饲料原料的吸收率	10亿美元	全球排名第2的NSP（淀粉多糖）酶制剂供应商	罗酶宝	罗酶宝Advance：2015年 罗酶宝Advance Phy：2018年	饲料易消化率提高7%，市场上最通用的非淀粉多糖酶
过瘤胃保护性蛋氨酸	反刍动物专用蛋氨酸，经肝脏转化为蛋氨酸供奶牛利用，并起到促进瘤胃发酵的功效	美国相关产品市场规模超过9亿美元	全球排名第1的反刍动物保护性蛋氨酸生产商	斯特敏和美斯特	美斯特：2005年 斯特敏：1992年	具有最高生物效价的奶牛专用蛋氨酸
有机硒	繁殖和维持生命功能的必需营养元素，相较于无机硒，酵母有机硒更易吸收和代谢	全球市场规模约3亿美元，并保持超过10%年增长率	独一无二的微量元素技术专利，迅速抢占市场份额，2017年收入翻倍	喜利硒	2014年	基于羟基蛋氨酸开发的创新型有机硒源，提高动物的抗氧化性，在性能、可靠性和实用性方面能更好满足客户需求
益生菌	天然的抗生素替代品，抑制动物消化道内不良细菌的生长，可优化提升饲料吸收率2%-2.5%	饲料中抗生素替代需求带来巨大需求，预计未来市场规模将翻倍	推出创新益生菌产品，市场潜力大	安泰来	2016年	新型益生菌，完全替代家禽中的抗生素

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

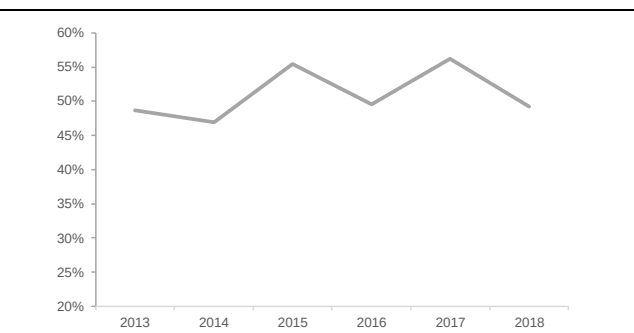
特种产品业务的加速发展帮助公司业务实现多样化，成为公司盈利增长的的第二支柱。由于技术领先、产品具有独特性，公司特种产品始终保持较高盈利能力，毛利率维持在50%左右，占公司总营收和毛利的比重逐年提高，2018年分别占公司营收和毛利的20%和28%。

图 29：特种产品营业收入情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 30：特种产品毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4.2 收购纽葛迪公司，业务领域快速拓展至水产产品等

公司于 2017 年 12 月宣布收购特种饲料添加剂制造商纽葛迪 (Nutriad) 公司 100% 股权, 该项交易于 2018 年 2 月完成。纽葛迪在特种饲料添加剂领域拥有 50 年以上的丰富经验, 其产品覆盖改善饲料适口性、霉菌毒素管理、改善消化性能等领域, 除了覆盖猪、禽类饲料之外, 其产品亦可应用于水生动物, 奶牛和肉牛等多个领域。

图 31: 纽葛迪公司主要业务领域

产品种类	主要应用	作用对象
适口性产品	刺激提高采食量, 从而加强动物的生产性能和健康水平	猪、反刍动物、马
霉菌毒素控制产品	减轻霉菌毒素对健康、繁殖和生产性能方面的不利影响	所有动物物种
改善消化性能产品	能保护肠道完整性及平衡性的作用, 该产品可以与安泰来互补	所有动物物种
水产产品	为鱼和虾的养殖提供创新营养健康解决方案	鱼类、虾

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

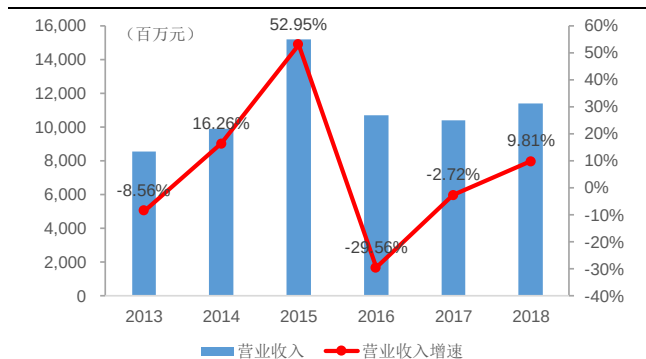
纽葛迪每年约有 1 亿美元的销售收入, 拥有 4 个研究所和 5 个工厂, 分别位于比利时、西班牙、英国、中国和美国, 在世界范围内拥有超过 1400 家大客户, 其产品组合、覆盖的动物品类以及其目标市场与安迪苏具有互补性, 可以有效扩大安迪苏的产品组合, 巩固核心竞争力, 实现可持续的盈利增长, 帮助安迪苏成为全球动物营养特种产品的领军企业。

5. 收入规模稳定增长, 现金流稳健

收入规模较为稳定, 利润有所起伏。2015 年蛋氨酸价格大幅上涨, 公司收入水平也大幅提升, 2016 年至今公司营业收入较为稳定, 公司销售规模增长难抵蛋氨酸价格大幅下降带来的影响, 叠加原材料成本上升因素, 公司利润出现下滑。

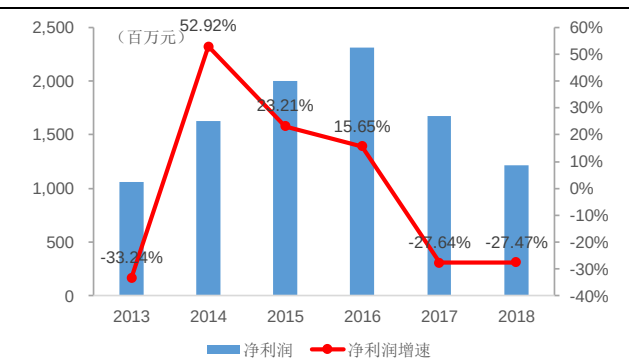
毛利率保持较高水平, 净利率波动较大。公司产品毛利率保持在较高水平, 但受蛋氨酸市场价格影响较大, 公司毛利率和销售净利率都有一定波动, 2016 年公司盈利性处于最高水平, 之后有所回落。

图 32: 除 2016 年外, 公司收入规模基本稳定



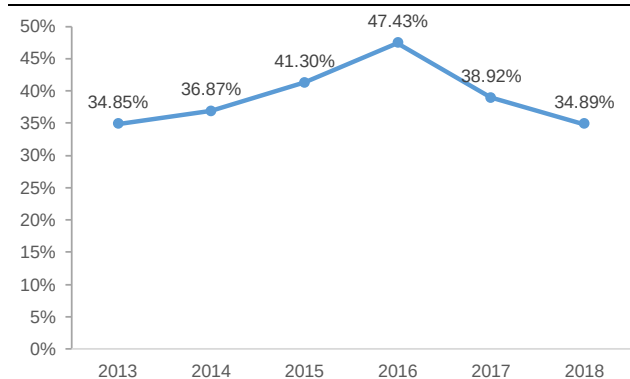
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 33: 由于蛋氨酸价格影响, 公司近两年净利润下滑



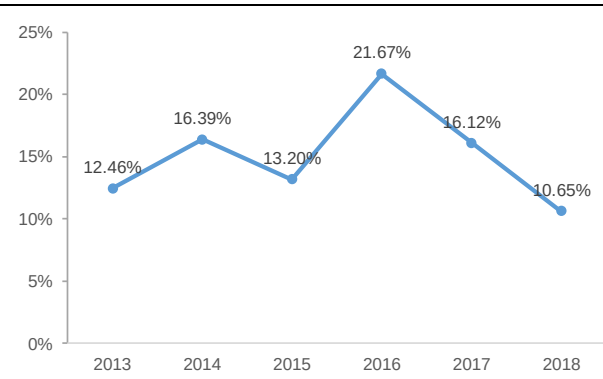
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 34: 公司毛利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

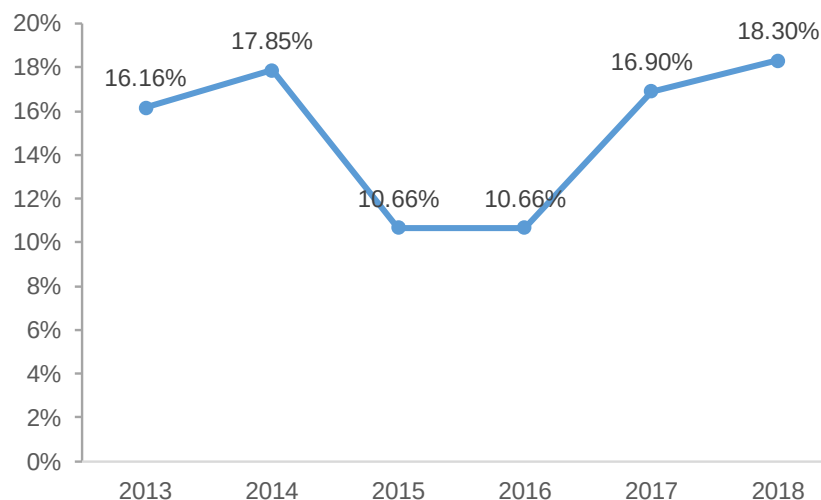
图 35: 公司销售净利率情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

ROE 基本稳定。受 2015 年公司借壳上市发行股份影响, 公司 2015 年、2016 年 ROE 被摊薄, 处于低谷, 其余年份公司 ROE 保持稳定。2018 年公司 ROE 增长至 18.30%, 盈利能力良好。

图 36: 公司 ROE 情况

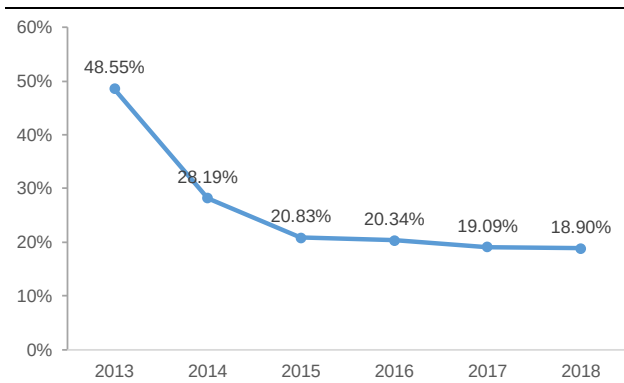


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

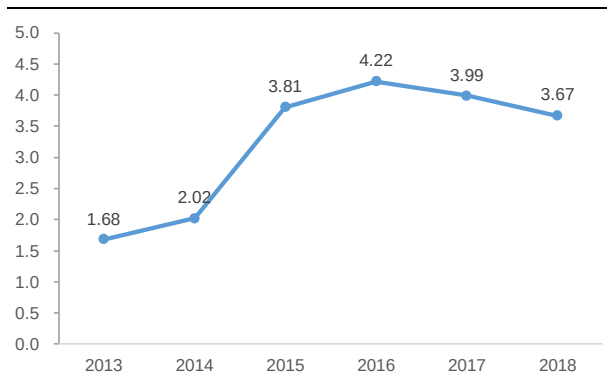
资产负债率低, 流动性优异。公司 2015 年借壳上市后资产负债率长期保持稳定, 2018 年末, 公司的资产负债率为 18.90%。公司流动比率在 2015 年后也保持稳定, 处于较高水平, 流动性良好, 2018 年流动比率为 3.67。

图 37: 资产负债率低, 财务稳健

图 38: 公司流动比率情况



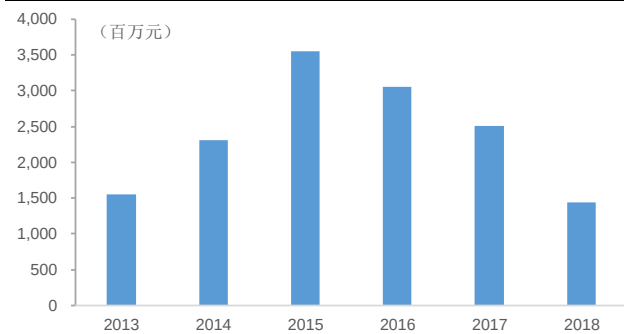
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

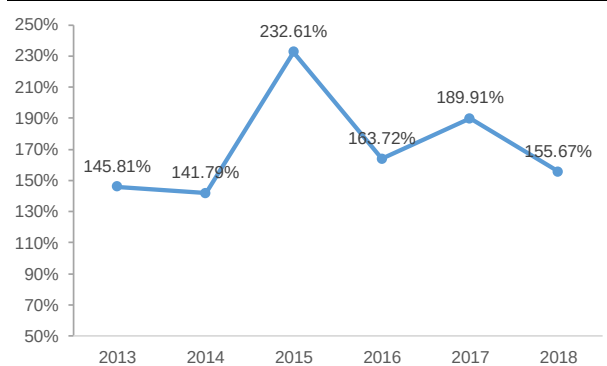
现金流充裕且稳健。公司经营性现金流与营业收入同步变化, 除 2015 年外各年经营性现金流与归母净利润的比值基本稳定, 收益质量较高。

图 39: 公司经营性现金流情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 40: 公司经营性现金流与归母净利润比值情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

6. 投资建议

安迪苏作为世界第二大蛋氨酸生产企业, 液体蛋氨酸行业排名第一, 未来发展前景良好。目前蛋氨酸行业处周期底部, 涨价预期强烈, 公司作为全球蛋氨酸生产寡头中唯一在中国布局产能者, 有望在中国市场获得更多的发展红利。公司新产能持续建设, 产品结构持续丰富, 行业领导地位稳固。

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 24 倍、20 倍、17 倍。维持“强烈推荐”评级。

图 41: P/E band

图 42: P/B band



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

7. 风险提示

产品价格下跌; 行业新增产能投放过快; 行业需求增速放缓。

表 1: 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	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	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	-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	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	流动比率	3.99	3.67	3.98	4.25	4.54
折旧摊销	821	956	1115	1164	1205	速动比率	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	52	-94	0	0	0	每股指标 (元)					
长期股权投资减	-966	-1264	-500	-500	-300	每股收益 (最新摊	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	21.93	31.33	24.32	20.45	17.15
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	2.20	2.13	2.02	1.92	1.80
资本公积增加	0	-53	0	0	0	EV/EBITDA	7.67	10.40	8.08	6.67	5.35
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、未来也将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。