

信义山证 汇通天下

证券研究报告

基础化工

安迪苏 (600299.SH)

报告原因：定期报告

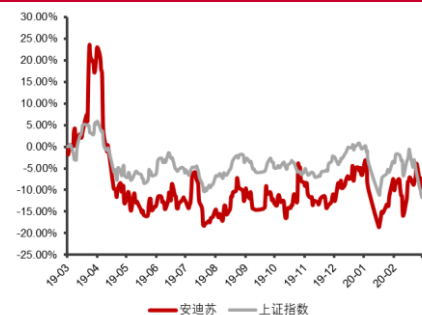
功能性产品表现稳定，特种产品占比持续提升

买入

2020 年 3 月 21 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 3 月 20 日

收盘价(元):	11.89
年内最高/最低(元):	11.89/9.70
流通 A 股/总股本(亿):	26.82/26.82
流通 A 股市值(亿):	319
总市值(亿):	319

基础数据：2019 年 12 月 31 日

基本每股收益	0.37
摊薄每股收益:	0.37
每股净资产(元):	5.14
净资产收益率:	7.19%

分析师：张莲玮

执业证书编号：S0760518090001

电话：010-83496301

邮箱：zhanglianwei@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司于 2020 年 3 月 20 日晚发布《2019 年年度报告》。

事件点评

- 2019 年营业收入下降 2.5%，扣非净利润下降 1.1%，与 2018 年基本持平。2019 年全年，公司实现营业收入 111.35 亿元，较上年同期下降 2.5%；实现毛利润 37.78 亿元，较上年同期下降 5%；实现归母净利润 9.92 亿元，较上年同期增长 7.2%；实现扣非归母净利润 8.97 亿元，较上年同期下降 1.1%，基本持平。2019 年公司非经常损益主要包括南京工厂二期项目的非流动资产处置损益、政府补贴及其他营业外收入和支出。
- 法国工厂不可抗力及南京工厂资产处置影响四季度业绩。第四季度单季，公司实现营业收入 28.23 亿元，环比下降 4.47%，实现归母净利润 1.81 亿元，环比下降 34.89%，四季度业绩下滑主要是由于 2019 年四季度法国大罢工引起的法国工厂不可抗力及南京工厂二期项目资产处置带来的暂时影响，该不可抗力已于 2020 年 2 月下旬宣布解除；单季度营业收入同比下降 2.42%，较三季度同比增速减少 8.91 个百分点；实现扣非归母净利润 2.18 亿元，环比增长 11.79%，同比增长 4.31%，较三季度同比增速增加 14.03 个百分点，扣除非经常损益后四季度归母净利润高于前两季度。
- 毛利率保持稳定，销售费用率持续上升，管理费用率持续下降。1) 2019 年公司毛利率保持在 34% 的稳定水平，较上年同期减少 0.96 个百分点，基本持平，较前三季度增加 0.05 个百分点，得益于公司践行加速发展“第二业务支柱”的战略而使得业务占比逐步优化。分项来看，公司功能性产品收入占比 72.62%，较上年同期减少 1.79 个百分点，毛利率为 30%，与上年基本持平；特种产品收入占比 21.83%，占比持续上升，毛利率为 49%，与上年基本持平。2) 2019 年公司销售费用率较 2018 年上升 6%，销售费用率较 2018 年提高 0.88 个百分点，销售费用的增加主要是由于公司对特种业务的持续投资；公司管理费用率较 2018 年下降 7%，管理费用率较 2018 年下降 0.24 个百分点，管理费用的减少得益于运营效率提升计划；财务收益较 2018 年提升 43%，主要是因为现金收益率的增加，以及相较 2018 年汇兑损失的降低。

- **蛋氨酸以量补价，生产成本达到历史最低水平。**1) 据博亚和讯统计，固体蛋氨酸市场平均价格由 2018 年的 19.42 元/千克下降至 2019 年的 18.49 元/千克；液体蛋氨酸市场平均价格由 2018 年的 15.36 元/千克下降至 2019 年的 15.11 元/千克。2) 公司蛋氨酸业务在蛋氨酸市场价格下滑的背景下维持稳定表现，首先是由于中国市场需求强劲，销量增长 21%，拉动液体蛋氨酸销量快速增长，以量抵价；其次是由于公司蛋氨酸全球生产平台生产成本降到历史最低水平，南京工厂继续保持其卓越的生产成本优势和高度的运营稳定性。3) 2019 年 12 月底在法国工厂宣告的不可抗力对于固体蛋氨酸的生产及其毛利率有一定影响，但是该影响局限在较小范围内。该不可抗力已于 2020 年 2 月下旬宣布解除。4) 南京工厂二期项目已于 2019 年 10 月底取得环评许可，公司为进一步优化该项目环保效果和生产成本，将小幅增加总投资额，并同时稍许扩展建设周期。项目预计投产时间由 2021 年延后至 2022 年。5) 在维生素业务方面，维生素 A 全年的产量保持平稳。
- **特种产品继续保持强劲增长势头，公司重视水产饲料添加剂领域发展。**1) 公司特种产品业务 2019 年实现营业收入 24 亿元，较上年增长 8%，收入占比持续提升，增长势头强劲。根据公司披露，特种产品业务快速增长主要归功于酶制剂销售增长 12%；喜利硒全年销售增长 27%；美国奶业市场复苏趋势逐渐明显，反刍动物产品全年销售增长 11%，尤其是四季度大幅增长+27%；水产业务得益于亚太区和南美洲的优异表现实现销售增长 17%；霉菌毒素管理产品业务反转，实现 12% 的销售增长。2) 公司重视水产饲料添加剂领域发展。公司早在 2018 年 2 月即收购了包含水产饲料添加剂业务的纽葛迪公司；此后，公司于 2019 年 12 月 13 日在新加坡新建水产养殖实验室，专注于开发创新可持续的水产养殖饲料解决方案，布局潜力巨大的全球水产饲料市场；2020 年 2 月 18 日，安迪苏与创新动物饲料蛋白生产商恺勒司（Calysta）签署协议，双方将成立合资公司共同开发创新水产动物饲料解决方案阜康®蛋白（FeedKind®），并授予合资公司阜康®蛋白在亚洲市场的独家销售权。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50\0.52\0.60 元，对应公司 3 月 20 日收盘价 11.89 元/股，2020-2022 年 PE 分别为 23.71\22.89\19.70 倍。考虑到公司主要产品在 2020 年有强烈的涨价预期、公司在功能性产品领域稳固的市场地位以及在特种产品领域的强劲发展势头，首次评级，给予“买入”。

存在风险

- 宏观经济不及预期风险，蛋氨酸价格下跌风险，疫情持续大范围扩张风险，下游饲料行业增速不及预期风险，其他不可抗力风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,002	11,681	14,185	16,131	营业收入	11,135	12,055	13,624	16,087
现金	5,295	7,407	9,054	9,652	营业成本	7,357	7,458	8,615	10,165
应收账款	1,538	1,704	1,904	2,269	税金及附加	87	101	108	130
其他应收款	0	0	0	0	销售费用	1,283	1,507	1,771	2,172
预付账款	61	98	141	192	管理费用	619	651	708	804
存货	1,678	1,826	2,068	2,416	财务费用	(64)	(69)	(85)	(102)
其他流动资产	430	646	1,018	1,601	资产减值损失	1	2	0	0
非流动资产	12,125	12,067	11,952	12,511	公允价值变动收益	20	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	7,379	7,473	7,143	7,113	营业利润	1,589	2,405	2,506	2,918
无形资产	2,155	2,015	1,883	1,761	营业外收入	235	0	0	0
其他非流动资产	2,591	2,580	2,926	3,638	营业外支出	91	0	0	0
资产总计	21,127	23,749	26,136	28,642	利润总额	1,732	2,405	2,506	2,918
流动负债	2,478	2,788	3,309	3,698	所得税	474	649	677	788
短期借款	0	0	326	327	净利润	1,257	1,755	1,829	2,130
应付账款	1,099	1,259	1,387	1,624	少数股东损益	265	375	399	469
其他流动负债	1,379	1,529	1,595	1,748	归属母公司净利润	992	1,381	1,430	1,661
非流动负债	1,435	1,403	1,440	1,426	EBITDA	2,788	3,264	3,387	3,858
长期借款	26	26	26	26	EPS (元)	0.37	0.50	0.52	0.60
其他非流动负	1,409	1,377	1,414	1,400	主要财务比率				
负债合计	3,913	4,190	4,749	5,124	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	3,417	3,792	4,191	4,660	成长能力				
股本	2,682	2,753	2,753	2,753	营业收入	-2.47%	8.26%	13.01%	18.08%
资本公积	2,112	2,188	2,188	2,188	营业利润	-4.70%	51.37%	4.21%	16.45%
留存收益	9,445	10,826	12,256	13,917	归属于母公司净利润	7.15%	39.12%	3.58%	16.16%
归属母公司股东权	13,798	15,767	17,197	18,858	获利能力				
负债和股东权益	21,127	23,749	26,136	28,642	毛利率(%)	33.93%	38.13%	36.77%	36.81%
现金流量表					净利率(%)	8.91%	11.45%	10.50%	10.33%
单位:百万元					ROE(%)	7.30%	8.98%	8.55%	9.06%
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	ROIC(%)	9.86%	14.28%	11.21%	12.27%
经营活动现金流	2,551	2,348	2,074	2,099	偿债能力				
净利润	1,257	1,381	1,430	1,661	资产负债率(%)	18.52%	17.64%	18.17%	17.89%
折旧摊销	978	928	967	1,042	净负债比率(%)	-8.17%	-18.82%	-23.46%	-22.95%
财务费用	0	(69)	(85)	(102)	流动比率	3.63	4.19	4.29	4.36
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.96	3.54	3.66	3.71
营运资金变动	1,018	(269)	(637)	(972)	营运能力				
其他经营现金	(702)	377	399	469	总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.59
投资活动现金流	0	(854)	(853)	(1,603)	应收账款周转率	6.97	7.44	7.55	7.71
资本支出	0	(854)	(853)	(1,603)	应付账款周转率	9.58	10.23	10.30	10.69
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.50	0.52	0.60
筹资活动现金流	0	182	425	104	每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	0.88	0.77	0.78
短期借款	0	0	326	1	每股净资产(最新摊薄)	5.14	5.88	6.41	7.03
长期借款	(5)	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	71	0	0	P/E	32.13	23.71	22.89	19.70
资本公积增加	(68)	77	0	0	P/B	2.31	2.02	1.85	1.69
其他筹资现金	73	35	99	104	EV/EBITDA	9.97	10.03	9.53	8.53
现金净增加额	2,551	1,677	1,646	600					

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。