

2020年03月23日

安迪苏 (600299.SH)

公司快报

业绩符合预期,疫情扩散可能影响蛋氨酸供应

投资要点

◆ **2019 年年报数据摘要:** 2019 年收入 111.35 亿, 减少 2.47%; 归母净利润为 9.92 亿, 增长 7.15%; 扣非净利润为 8.97 亿元, 减少 1.14%。EPS 为 0.37, 跟预告一致; 每股经营性现金流为 0.95 元/股。分红方案为每 10 股派 1.56 元 (含税)。2019 年 Q4 收入 28 亿元, 同比、环比分别下滑 2.41%、4.48%; 扣非净利润 2.18 亿元, 同比环比分别增长 4.45%、11.78%。毛利率同比下降 3 个百分点, 环比持平, 但净利率同比、环比分别提高 0.51、1.12 个百分点。

◆ **特种产品收入增长 7% 达到 24 亿元, 毛利达到 12 亿元, 毛利率稳定在 49%。**其中主要是消化性能类产品 (酶制剂) 增长 12%、喜利硕营养健康类产品增长 27%、美国奶业复苏拉动反刍动物类产品增长 11% (四季度增长最快, 达到 27%), 水产业务增长 17%、霉菌毒素管理业务增长 12%。蛋氨酸中国市场增长 21%, 拉动功能性产品毛利率稳定在 30%。维生素 A 全年产量平稳。

◆ **公司是全球蛋氨酸第二大企业, 疫情全球发酵有可能导致蛋氨酸供应紧张刺激价格上涨:** 蛋氨酸价格自 2014 年以来一路下跌, 主要是跟巨头扩产有关。尤其是 2018-2019 年赢创新加坡 15 万吨产能和住友 10 万吨产能对亚太地区价格冲击明显, 在 2019 年 11 月份价格跌至 1.7 欧元/kg, 后来在安迪苏和赢创不可抗力声明下, 价格企稳反弹。2020 年春节后, 山东地区固体蛋氨酸价格已经反弹近 20% 左右, 达到 22.75 元/kg, 均价相比 2019 年提高约 10%。

◆ **2020 年蛋氨酸反倾销有望出台。如果初裁成立, 则有望支撑蛋氨酸价格走强:** 2019 年 4 月 10 日, 商务部发起对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口蛋氨酸的反倾销立案调查; 2019 年 12 月份召开听证会, 初裁结果可能在 2020 年中期公布。据博亚和讯统计, 2019 年中国进口固体蛋氨酸 22 万吨, 其中新加坡、马来西亚和日本进口合计 19 万吨, 占进口总量的 87%。

◆ **VA 供给可能受疫情影响产量收缩。VA 寡头格局明显, 全球只有 6 家供应商, 国外有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏 (3700 吨), 国内是新和成、浙江医药、金达威; 而且技术壁垒很高; 帝斯曼、巴斯夫和安迪苏合计产能占比 50%。如果海外疫情影响导致供应收缩, 维生素价格有望上涨。2019 年整体价格呈现下行趋势, 但随着疫情爆发后, 价格相对 2019 年底上涨超过 50%。**

◆ **公司拟以现金方式收购少数股东权益 15% 的普通股股权。**如果收购成功, 公司将持有安迪苏营养集团 100% 股权, 增厚公司业绩。

投资建议:

- 1、蛋氨酸下游主要是饲料添加剂, 公司预计全球增速 5-6%, 中国增速略高于全球 1-2 个百分点。IHS Markit 统计, 2019 年全球饲料添加剂市值估计为 183 亿美元, 2019-2024 年将以 3.6% 的年均增速继续增长, 高于全球 GDP 增速。
- 2、随着肉类加工生产、人口增长、财富创造和全球可持续发展的驱动, 新兴国家和地区膳食偏好转向高蛋白质的食物, 发达国家则趋向于更健康的食品概念。

食品饮料 | 其他食品 III

投资评级

增持-A(首次)

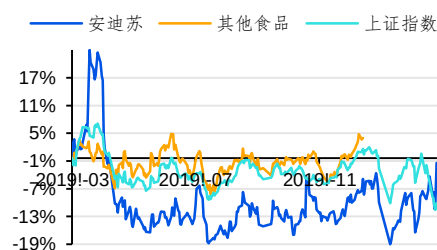
股价(2020-03-20)

11.89 元

交易数据

总市值 (百万元)	31,887.81
流通市值 (百万元)	31,887.81
总股本 (百万股)	2,681.90
流通股本 (百万股)	2,681.90
12 个月价格区间	9.70/15.80 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	19.77	21.76	10.57
绝对收益	10.09	13.13	-0.98

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号: S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20377198

报告联系人

陈南荣
chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

3、公司 2018 年完成了客户订购流程数字化改造，因此疫情期间不但巩固了市场，而且还开拓了新的市场（已在美国完成产品注册，并在 2019 年下半年开始正式销售）。

4、我们预计 2020-2022 年 EPS 为 0.48、0.51、0.59 元/股，对应 ROE 分别为 8.8%、8.8%、9.5%，给与“增持-A”评级。

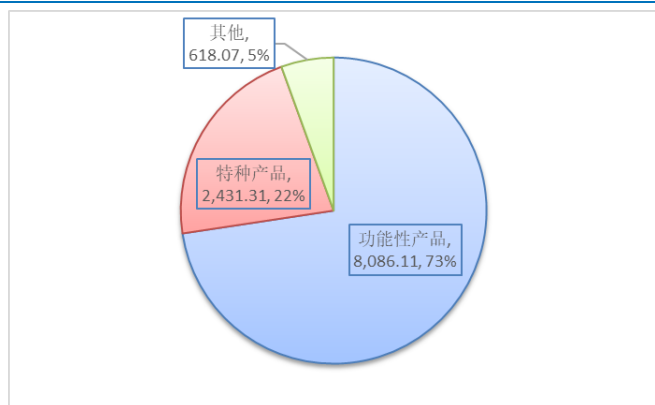
◆ **风险提示：**蛋氨酸、VA 等产品价格大幅下跌风险、下游养殖行业需求不及预期、产能释放不及预期或行业扩张过快导致价格下跌，以及原料天然气等产品价格大涨导致成本上升过快等。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,418	11,135	12,337	13,021	13,945
YoY(%)	9.8	-2.5	10.8	5.5	7.1
净利润(百万元)	926	992	1,276	1,372	1,587
YoY(%)	-30.0	7.2	28.6	7.6	15.6
毛利率(%)	34.9	33.9	38.3	38.7	40.0
EPS(摊薄/元)	0.35	0.37	0.48	0.51	0.59
ROE(%)	7.0	7.3	8.8	8.8	9.5
P/E(倍)	34.4	32.1	25.0	23.2	20.1
P/B(倍)	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
净利率(%)	8.1	8.9	10.3	10.5	11.4

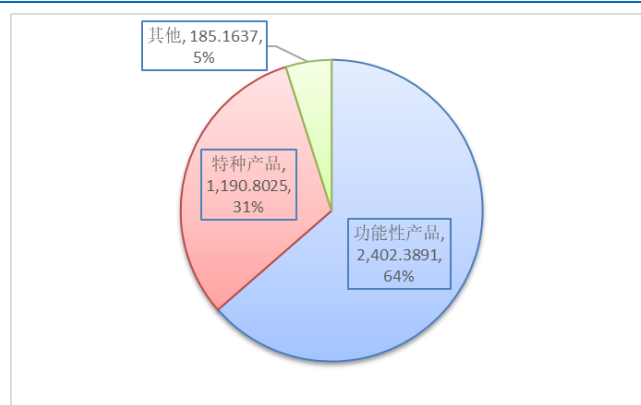
数据来源：贝格数据华金证券研究所

图 1: 2019 年收入构成 (百万元, %)



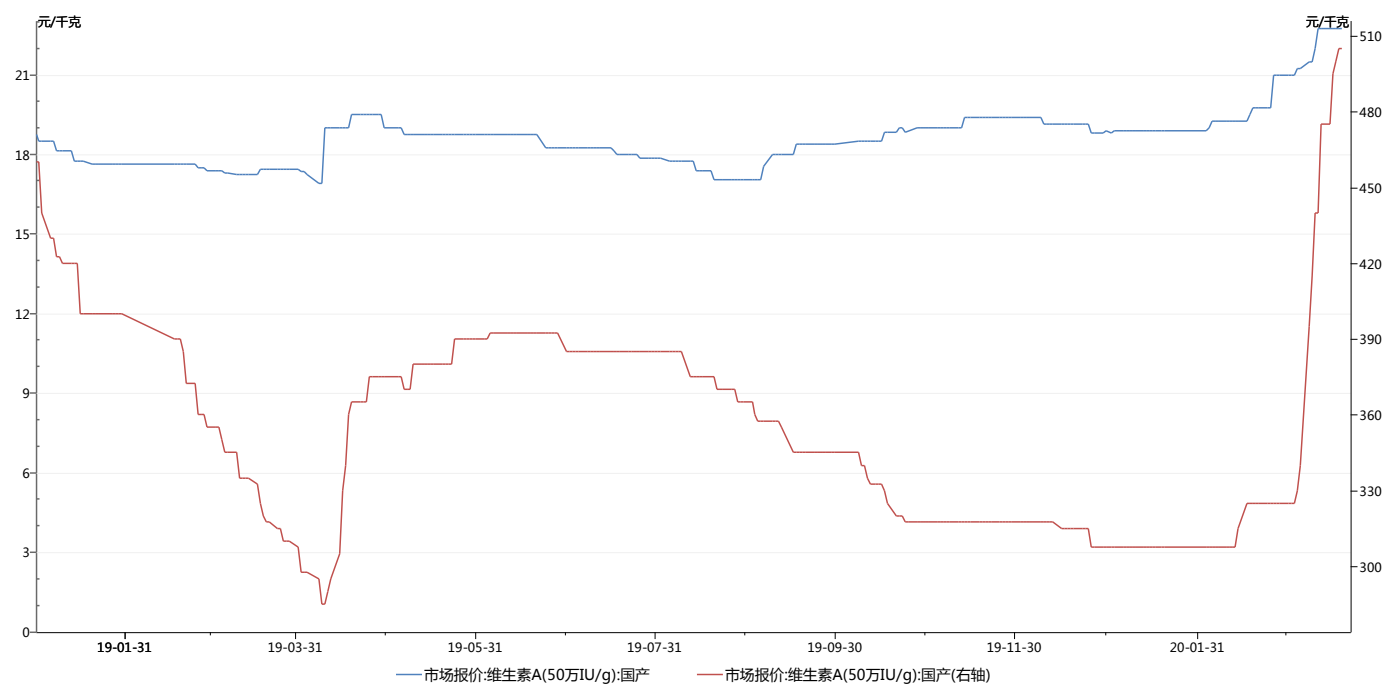
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 2: 2019 年毛利构成 (百万元, %)



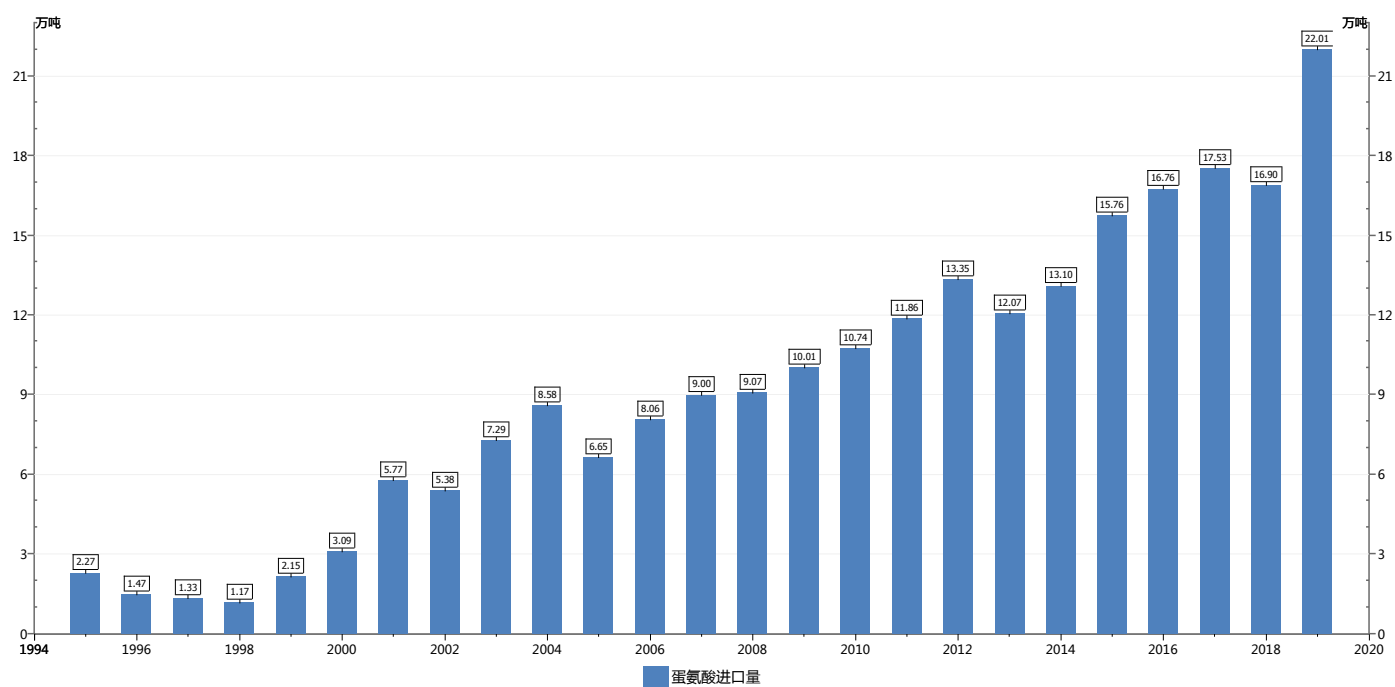
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 3: 维生素 A、蛋氨酸价格走势



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 4：蛋氨酸进口量（万吨）



数据来源：Wind

资料来源：wind, 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9385	9002	10752	12630	15070	营业收入	11418	11135	12337	13021	13945
现金	5282	5295	6677	8700	10712	营业成本	7434	7357	7608	7983	8371
应收票据及应收账款	1655	1538	1752	1544	1857	营业税金及附加	87	87	96	102	109
预付账款	47	61	56	68	65	营业费用	1214	1283	1421	1500	1606
存货	1769	1678	1828	1882	1992	管理费用	662	619	686	724	775
其他流动资产	632	430	439	435	445	研发费用	298	294	326	344	368
非流动资产	12068	12125	11749	11006	10373	财务费用	-44	-64	-52	-43	-64
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	20	1	1	1	1
固定资产	6347	7379	7406	7076	6823	公允价值变动收益	-94	20	0	0	0
无形资产	2366	2234	1891	1548	1206	投资净收益	-5	1	0	0	0
其他非流动资产	3355	2511	2452	2381	2344	营业利润	1667	1589	2251	2410	2779
资产总计	21453	21127	22502	23636	25443	营业外收入	10	235	85	110	143
流动负债	2557	2478	2579	2490	2770	营业外支出	1	91	31	41	55
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	1677	1732	2305	2479	2867
应付票据及应付账款	1226	1099	1353	1195	1490	所得税	461	474	688	740	856
其他流动负债	1331	1379	1226	1295	1280	税后利润	1216	1257	1616	1739	2011
非流动负债	1498	1435	1510	1484	1459	少数股东损益	290	265	341	366	424
长期借款	31	26	101	75	50	归属母公司净利润	926	992	1276	1372	1587
其他非流动负债	1468	1409	1409	1409	1409	EBITDA	2467	2552	3131	3324	3710
负债合计	4055	3913	4089	3974	4230	主要财务比率					
少数股东权益	3796	3417	3758	4124	4548	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2682	2682	2682	2682	2682	成长能力					
资本公积	2180	2112	2112	2112	2112	营业收入(%)	9.8	-2.5	10.8	5.5	7.1
留存收益	9196	9445	10380	11386	12549	营业利润(%)	-30.0	-4.7	41.7	7.1	15.3
归属母公司股东权益	13602	13798	14655	15538	16666	归属于母公司净利润(%)	-30.0	7.2	28.6	7.6	15.6
负债和股东权益	21453	21127	22502	23636	25443	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.9	33.9	38.3	38.7	40.0
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	8.1	8.9	10.3	10.5	11.4
经营活动现金流	1442	2551	2435	2821	2929	ROE(%)	7.0	7.3	8.8	8.8	9.5
净利润	1216	1257	1616	1739	2011	ROIC(%)	7.7	7.8	9.7	9.7	10.4
折旧摊销	947	978	1001	1069	1130	偿债能力					
财务费用	-44	-64	-52	-43	-64	资产负债率(%)	18.9	18.5	18.2	16.8	16.6
投资损失	5	-1	0	0	0	流动比率	3.7	3.6	4.2	5.1	5.4
营运资金变动	-859	357	-130	55	-148	速动比率	2.7	2.8	3.3	4.1	4.6
其他经营现金流	178	24	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-2384	-1160	-625	-326	-497	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
筹资活动现金流	-1373	-1364	-428	-472	-420	应收账款周转率	7.5	7.0	7.5	7.9	8.2
						应付账款周转率	6.1	6.3	6.2	6.3	6.2
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.37	0.48	0.51	0.59	P/E	34.4	32.1	25.0	23.2	20.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.95	0.91	1.05	1.09	P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	1.9
每股净资产(最新摊薄)	5.07	5.14	5.46	5.79	6.21	EV/EBITDA	12.6	12.1	9.5	8.4	7.1

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn