

蛋氨酸维生素A双核促成长

——安迪苏（600299）事件点评

2016年01月28日

强烈推荐/维持

安迪苏

事件点评

事件：

安迪苏发布了2015年度业绩预增公告，预计2015年实现归属于母公司净利润13.9亿元以上，同比增长约500%左右。

主要观点：

1. 完成资产重组，注入资产盈利能力强

公司于2015年实施了资产重组，剥离了长期亏损的有机硅、工程塑料等业务，注入了大股东持有的安迪苏营养集团85%股权。由于安迪苏营养集团是全球第二大的蛋氨酸生产商，以及重要的维生素A供应商，在全球的动物营养品领域处于领先地位。优质资产的注入大幅提升了上市公司的盈利能力，是公司2015年业绩大幅提升的主要原因。

2. 蛋氨酸维持高毛利，维生素A报价大幅上涨

目前安迪苏集团拥有蛋氨酸产能36万吨/年，是全球第二大蛋氨酸供应商，占全球市场约25%左右的份额。2014年公司的年营业收入约100亿元，其中蛋氨酸业务占比约65%，维生素A业务占比24%。蛋氨酸、维生素A等产品的价格波动对公司业绩将产生较大影响。2015年蛋氨酸价格冲高回落，目前价格在3.1万元/吨左右，预计全年均价约3.5万元/吨，毛利率在40%左右。全球蛋氨酸市场基本被安迪苏等4家寡头垄断格局，我们判断2016年蛋氨酸供应偏紧，国内均价有望达到3.7万元/吨，毛利率继续维持在40%以上。

同时，我们看到近期国内维生素A的报价大幅上升，从此前的10万元/吨上升至18万元/吨。此次维生素A涨价，主要促发因素是全球最大的维生素A生产商DSM对生产装置进行停产检修。而此前厂家和经销商的库存均保持的很低的水平。据了解，目前维生素A供应仍较为紧张，下游客户需要拿现金才能提货。预计DSM的装置在3月左右复工，但维生素A价格预计将维持在15万元/吨左右，高于2015年的平均水平。由于维生素A业务占安迪苏总收入的约1/4，因此其涨价将提升公司的盈利能力，预计能带来2亿元左右的业绩提升。

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

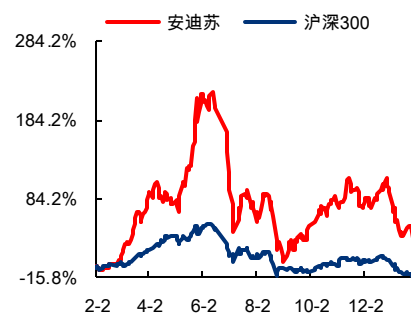
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52周股价区间（元）	12.85-9.76
总市值（亿元）	344.62
流通市值（亿元）	67.17
总股本/流通A股（万股）	268190/52271
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	1.37

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

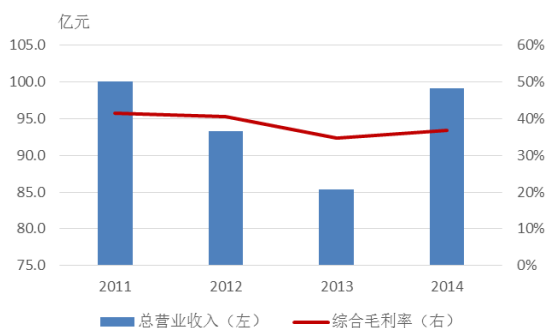
相关研究报告

1、《蓝星新材（600299）点评报告：重组方案小幅调整，蛋氨酸价格上涨提升注入资产价值》2015-04-28

3、大股东承诺不减持，新产能 2017 年投产

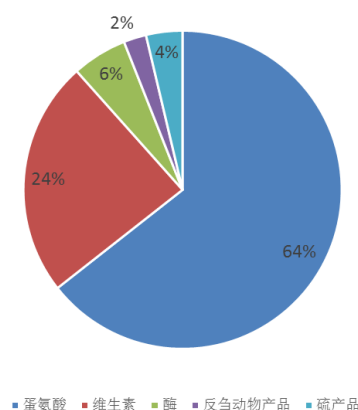
公司控股股东为蓝星集团，持有公司约 89% 的股权。近日公司控股股东也发布了不减持的承诺。2017 年公司在南京建设的第二套年产 7 万吨蛋氨酸装置将投产，届时公司蛋氨酸总产能将提升至 43 万吨/年，竞争力和产品定价能力有望进一步提升。另外，公司 50% 的收入来自海外市场，如果人民币继续走弱，也对公司形成利好。

图 1：安迪苏营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：2014 年安迪苏收入构成



资料来源：安迪苏公开资料，东兴证券研究所

结论：

我们认为安迪苏集团在全球动物营养品领域具备明显的技术、规模优势。预计 2016 年蛋氨酸、维生素 A 两大产品仍处于供应偏紧状态，盈利能力将保持上升态势。安迪苏是 A 股市场稀缺的完全国际化运作的公司，预计公司 2015 年至 2017 年 EPS 分别为 0.56 元，0.71 元和 0.90 元，对应 PE 分别为 22.5 倍，18.0 倍和 14 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	6467	4849	7410	8675	10382	营业收入	8263	9544	12394	14233	16708
货币资金	1408	1429	1487	1708	2005	营业成本	8036	8990	7834	8938	10661
应收账款	1155	453	2037	2340	2747	营业税金及附加	25	20	50	57	67
其他应收款	157	184	239	274	322	营业费用	220	252	186	213	251
预付款项	851	620	961	1350	1813	管理费用	632	726	1735	1993	2038
存货	1692	1257	2146	2449	2921	财务费用	453	617	580	540	480
其他流动资产	483	438	438	438	438	资产减值损失	203.52	64.03	16.00	5.00	5.00
非流动资产合计	13540	13353	13685	13446	12789	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	88	0	550	550	550	投资净收益	-2.21	1127.41	75.00	80.00	90.00
固定资产	6922.24	5971.16	5614.08	5649.01	5065.93	营业利润	-1310	3	2068	2567	3297
无形资产	848	735	662	588	515	营业外收入	117.66	163.14	16.00	28.00	20.00
其他非流动资产	2	2	0	0	0	营业外支出	3.64	25.50	15.00	8.00	8.00
资产总计	20007	18202	21094	22121	23172	利润总额	-1196	140	2069	2587	3309
流动负债合计	15562	14090	13226	12245	10881	所得税	-8	-3	310	362	463
短期借款	5472	6633	5460	4216	2456	净利润	-1188	144	1759	2225	2846
应付账款	1075	970	1073	1224	1460	少数股东损益	-50	-100	264	334	427
预收款项	1046	422	453	489	531	归属母公司净利	-1139	243	1495	1891	2419
一年内到期的	1009	563	563	563	563	EBITDA	440	1974	3479	4046	4733
非流动负债合	3545	3081	3310	3566	3740	BPS (元)	-2.18	0.47	0.56	0.71	0.90
长期借款	3260	2825	3225	3425	3525	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
负债合计	19107	17171	16537	15811	14621	成长能力					
少数股东权益	137	37	301	635	1061	营业收入增长	-9.0%	15.5%	29.85%	14.84%	17.39%
实收资本(或股	523	523	2682	2682	2682	营业利润增长	12.1%	-111.7%	72275.55%	24.12%	28.42%
资本公积	1829	1829	1829	1829	1829	归属于母公司净	9.6%	-121.4%	514.02%	26.50%	27.89%
未分配利润	-1757	-1513	-766	180	1389	获利能力					
归属母公司股	764	995	4257	5675	7489	毛利率(%)	3%	6%	37%	37%	36%
负债和所有者	20007	18202	21094	22121	23172	净利率(%)	-14%	2%	14%	16%	17%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	-6%	1%	7%	9%	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	-149%	24%	35%	33%	32%
经营活动现金	424	167	660	2847	3182	偿债能力					
净利润	-1188	144	1759	2225	2846	资产负债率(%)	96%	94%	78%	71%	63%
折旧摊销	1297.33	1354.40	0.00	938.58	956.58	流动比率					
财务费用	453	617	580	540	480	速动比率					
应付账款的变	0	0	103	151	236	营运能力					
预收账款的变	0	0	31	36	42	总资产周转率	0.43	0.50	0.63	0.66	0.74
投资活动现金	-733	-30	-1103	-625	-215	应收账款周转率	7	12	10	7	7
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.60	9.33	12.13	12.39	12.45
长期股权投资	88	0	550	550	550	每股指标(元)					
投资收益	-2	1127	75	80	90	每股收益(最新摊	-2.18	0.47	0.56	0.71	0.90
筹资活动现金	323	-358	501	-2001	-2670	每股净现金流(最	0.03	-0.42	0.02	0.08	0.11
应付债券增加	5472	6633	5460	4216	2456	每股净资产(最新	1.46	1.90	1.59	2.12	2.79
长期借款增加	3260	2825	3225	3425	3525	估值比率					
普通股增加	0	0	2159	0	0	P/E	-5.89	27.34	23.05	18.22	14.25
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	8.80	6.75	8.10	6.07	4.60
现金净增加额	14	-222	58	221	297	EV/EBITDA	34.17	7.76	12.14	10.12	8.24

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

联系人简介

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。

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。