证券研究报告

公司研究——事项点评

安迪苏（600299.SH）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：增持，2019.02.19

张燕生　行业分析师
执业编号：S1500517050001
联系电话：+86 10 83326708
邮　箱：
zhangyansheng@cindasc.com

葛韶峰　行业分析师
执业编号：S1500518090002
联系电话：+86 10 83326705
邮　箱：geshaofeng@cindasc.com

相关研究

《安迪苏（600299）销售额逆势增长，盈利能力有所下滑》2019.02

《安迪苏（600299）菜茵河水位下降导致赢创原材料供应短缺，蛋氨酸价格再次跳涨》2018.10

《安迪苏（600299）赢创提高蛋氨酸售价，蛋氨酸价格迎来反弹》2018.10

《市占率稳步提升，蛋氨酸价格下跌二季度业绩短期承压》2018.07

《安迪苏（600299）蛋氨酸价格将于近期步入上涨通道，坚定看好公司长期发展前景》2018.06

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

控股股东拟发行可交债，股权结构或将得到优化

2019 年 03 月 12 日

事件：公司 3 月 7 日发布公告，控股股东中国蓝星（集团）股份有限公司拟筹划以其所持有的公司部分股票为标的公开发行可交换公司债券，可交换债券拟发行期限不超过 5 年（含 5 年），拟募集资金规模不超过人民币 45 亿元（含 45 亿元）。在满足换股条件下，自本次可交换债券发行结束之日起满 12 个月后的第 1 个交易日起，至本次可交换债券到期日止，投资者有权将其所持有的本次可交换债券交换为本公司股票。

点评：

- **控股股东蓝星集团拟发行可交债，公司股权结构或将得到优化。**历史原因导致安迪苏大股东蓝星集团持股比例高达 89.09%，股权的过度集中一方面使得公司实际流通股本比例较低，降低了公司股票的流动性，另一方面也使得市场预期大股东将通过二级市场减持股票，从而制约了公司股票价格的上涨。通过此次可交债的发行，公司大股东有望转让其所持有的公司部分股票，从而优化公司股权结构，同时此举也打消了市场对大股东二级市场减持的疑虑，消除长期以来压制公司股价的因素。

- **拟收购少数股东权益，优化组织架构。**为了优化股权架构，安迪苏与其母公司蓝星集团达成股权收购协议，将以 36.14 亿元的交易价格收购蓝星集团持有的蓝星安迪苏营养集团有限公司（简称“BANG”）15%普通股股权。交易拟进行两次交割，第二次交割将以安迪苏成功完成适当融资后作为交割前提条件。该交易完成后，安迪苏将最终全资持有 BANG，而蓝星集团持有安迪苏 89.09%的股份比例保持不变。目前，该交易仍需获得安迪苏股东大会批准。

- **蛋氨酸价格再次触底，公司拥有较大业绩弹性。**我们观察到，2017 年以来，固体蛋氨酸价格反复在 17500-25000 元/吨区间震荡，价格每当触及 17500 元/吨底部便会迎来反弹，我们判断 17500 元/吨为当前供需格局决定的行业的边际成本，在油价不出现大幅波动的情况下，该价格为蛋氨酸的地板价。目前，固体蛋氨酸平均市场价为 17480 元/吨，价格再次触底，进一步下行空间极为有限，蛋氨酸价格有望再次迎来反弹。随着欧洲“极地”项目的投产，公司蛋氨酸产能已提升至 48 万吨，按照 90%的开工率计算，蛋氨酸价格每上涨 1 万元/吨，将使公司归母净利润增厚 30.47 亿元，而随着公司完成对少数股东权益的收购，公司业绩弹性将进一步增加。

- **开疆拓土，拟收购检测设备公司。**由安迪苏作为基石投资者、欧洲领先风险投资公司 Seventure Partners 推出的 AVF 专业私募股权投资基金于 2019 年年初完成金额为 70 万美元的投资。被投企业 Inspecto Solutions Ltd.是一家专注于开发纳米级便携设备的公司，其生产设备可直接用于早期检测养殖场是否含有污染物，也可以根据商业需求对需要检测的特定

污染物定制专属方案。区别于传统检测方法，该设备操作简单，个体用户、加工工厂、供应商、采购商、零售商和品控人员均可以在供应链上的任何环节使用该设备，并能实时获取检测结果，该设备将为整个食物生产环节创造巨大的价值。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别达到 114.2 亿元、141.4 亿元和 167.8 亿元，同比增长 9.85%、23.81%和 18.68%，归母净利润分别达到 9.1 亿元、15.2 亿元和 21.3 亿元，同比增长-31.4%、67.25%和 40.48%，EPS 分别达到 0.34 元、0.57 元和 0.79 元，对应 2019 年 03 月 11 日收盘价（12.40 元/股）的动态 PE 分别为 37 倍、22 倍和 16 倍，维持“增持”评级。

- **风险因素：**养殖业持续低迷或禽类疫情爆发导致蛋氨酸需求不及预期；VA 原材料供应不足影响公司 VA 业绩；蛋氨酸与酶制剂新产品市场开拓不及预期；欧洲蛋氨酸新产能建设不及预期；蛋氨酸价格反弹幅度不及预期。

重要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入(百万元)	10,688.26	10,397.82	11,421.81	14,141.48	16,783.57
增长率 YoY %	-29.56%	-2.72%	9.85%	23.81%	18.68%
归属母公司净利润(百万元)	1,865.35	1,323.32	907.40	1,517.63	2,131.98
增长率 YoY%	22.03%	-29.06%	-31.43%	67.25%	40.48%
毛利率%	47.43%	38.92%	34.86%	39.20%	42.90%
净资产收益率 ROE%	16.76%	10.49%	6.78%	10.56%	13.17%
EPS(摊薄)(元)	0.70	0.49	0.34	0.57	0.79
市盈率 P/E(倍)	18	25	37	22	16
市净率 P/B(倍)	2.75	2.53	2.44	2.20	1.93

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2019 年 3 月 11 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	10,294.92	11,164.25	10,959.21	12,104.34	13,785.88
货币资金	6,681.30	7,659.51	7,031.56	7,507.93	8,575.70
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,577.36	1,400.22	1,538.11	1,904.35	2,260.15
预付账款	71.82	60.19	70.52	81.49	90.84
存货	1,457.76	1,600.50	1,875.18	2,166.73	2,415.36
其他	506.68	443.83	443.83	443.83	443.83
非流动资产	9,648.91	10,164.83	11,078.56	12,149.74	13,453.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	6,190.92	6,348.95	7,366.22	8,908.61	10,219.05
无形资产	1,893.06	1,781.19	1,674.86	1,575.07	1,472.74
其他	1,564.93	2,034.69	2,037.49	1,666.07	1,762.14
资产总计	19,943.82	21,329.08	22,037.77	24,254.08	27,239.80
流动负债	2,438.91	2,799.92	2,793.42	3,037.59	3,252.82
短期借款	0.47	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	996.52	1,219.26	1,190.51	1,375.61	1,533.46
其他	1,441.92	1,580.67	1,602.91	1,661.98	1,719.36
非流动负债	1,617.90	1,272.08	1,272.08	1,272.08	1,272.08
长期借款	13.91	12.53	12.53	12.53	12.53
其他	1,603.99	1,259.55	1,259.55	1,259.55	1,259.55
负债合计	4,056.80	4,072.01	4,065.50	4,309.67	4,524.90
少数股东权益	3,811.18	4,092.79	4,364.55	4,819.06	5,457.57
归属母公司股东权益	12,075.84	13,164.28	13,607.71	15,125.35	17,257.33
负债和股东权益	19,943.82	21,329.08	22,037.77	24,254.08	27,239.80

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,688.26	10,397.82	11,421.81	14,141.48	16,783.57
同比（%）	-29.56%	-2.72%	9.85%	23.81%	18.68%
归属母公司净利润	1,865.35	1,323.32	907.40	1,517.63	2,131.98
同比（%）	22.03%	-29.06%	-31.43%	67.25%	40.48%
毛利率（%）	47.43%	38.92%	34.86%	39.20%	42.90%
ROE%	16.76%	10.49%	6.78%	10.56%	13.17%
EPS (摊薄)(元)	0.70	0.49	0.34	0.57	0.79
P/E	18	25	37	22	16
P/B	2.75	2.53	2.44	2.20	1.93
EV/EBITDA	8.23	10.32	12.29	8.61	6.47

利润表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	10,688.26	10,397.82	11,421.81	14,141.48	16,783.57
营业成本	5,618.47	6,350.76	7,440.71	8,597.57	9,584.12
营业税金及附加	114.15	102.06	101.65	125.86	149.37
销售费用	900.48	1,005.42	1,164.27	1,441.50	1,710.82
管理费用	849.59	721.03	907.11	1,123.11	1,332.94
研发费用	0.00	0.00	111.10	137.55	163.25
财务费用	-32.39	-57.06	53.16	-36.68	-33.31
减值损失合计	14.43	-14.16	3.08	2.84	-5.69
投资净收益	0.44	0.00	0.15	0.19	0.11
其他	-32.81	90.38	19.20	28.79	24.00
营业利润	3,191.17	2,380.16	1,660.07	2,778.72	3,906.17
营业外收支	-2.22	7.04	7.81	10.80	12.57
利润总额	3,188.94	2,387.20	1,667.88	2,789.52	3,918.74
所得税	872.76	711.12	488.72	817.37	1,148.26
净利润	2,316.18	1,676.09	1,179.16	1,972.14	2,770.49
少数股东损益	450.83	352.77	271.76	454.51	638.50
归属母公司净利润	1,865.35	1,323.32	907.40	1,517.63	2,131.98
EBITDA	4,057.71	3,232.69	2,712.77	3,873.55	5,157.97
EPS (当年)(元)	0.70	0.49	0.34	0.57	0.79

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,053.92	2,513.09	1,800.99	2,636.89	3,617.83
净利润	2,316.18	1,676.09	1,179.16	1,972.14	2,770.49
折旧摊销	844.23	812.41	941.50	1,077.63	1,232.33
财务费用	24.53	33.07	103.40	6.39	6.90
投资损失	-0.44	0.00	-0.15	-0.19	-0.11
营运资金变动	38.83	117.80	-432.49	-427.43	-392.85
其它	-169.41	-126.28	9.57	8.34	1.09
投资活动现金流	-609.77	-900.55	-1,861.58	-2,154.12	-2,543.17
资本支出	-601.11	-965.83	-1,861.72	-2,154.31	-2,543.29
长期投资	5.42	69.18	0.15	0.19	0.11
其他	-14.08	-3.89	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-751.65	-880.07	-471.37	-6.39	-6.90
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-11.70	-13.07	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	739.95	867.00	471.37	6.39	6.90
现金流净增加额	1,740.17	978.21	-627.95	476.38	1,067.77

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团 7 年管理工作经验。2015 年 3 月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

葛韶峰，化工行业分析师，北京大学物理学院量子材料中心博士，2016 年 7 月加入信达证券研发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪　辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁　泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。