

净利润同比增长，蛋氨酸行业格局改善或现曙光

——安迪苏 (600299.SH) 2019 年半年报点评

公司动态

◆事件：安迪苏发布 2019 年半年报，公司 2019 年上半年营业收入 53.57 亿元，同比下滑 6.83%，上半年净利润为 5.34 亿元，同比增长 9.12%，对应 2019 年第二季度净利润 2.38 亿元，同比增长 73.11%，扣非净利润 1.97 亿元，同比增长 45.09%，环比下滑 31.36%。上半年 EPS 为 0.20 元。

◆点评：1. 净利润小幅增长。公司上半年销售收入下滑主要原因为 2019 年上半年蛋氨酸和维生素 A 产品价格同比出现下滑。2019 年上半年公司毛利率为 35.32%，同比 2018 年同期毛利率小幅提升 0.45 个百分点，主要归功于竞争力提升项目的开展、原材料成本降低，以及高利润产品的贡献。

2. 蛋氨酸行业格局改善或现曙光。蛋氨酸产能竞赛初现暂停迹象，行业需求/产能比例有望在 2021 年进入拐点。考虑到非洲猪瘟影响下，禽类消费量上升有望带动蛋氨酸需求上行，若国内蛋氨酸反倾销成立，国内蛋氨酸进口量将出现快速下滑，供需关系有望好转，未来价格重心有望上移。功能性产品维生素 A 由于 BASF 装置故障，供给偏紧，价格仍将维持高位。

3. 不利形势下特种产品收入和毛利润仍保持正增长。在美国奶业危机尚未结束、非洲猪瘟对中国市场负面影响的不利形势下，公司在特种产品方面仍保持增长，公司报告期内特种产品收入同比上升 4.00%，毛利同上升 5.83%，收入增长主要归功于公司不断向市场推出新产品。

4. 股权注入估值合理，定价公允，利好中小股东权益。15% 蓝星安迪苏营养集团有限公司股权有望注入上市公司，预估交易价格折合为上市公司每股价值约为 8.63 元/股，对应上市公司 2018 年 24.7 倍 PE，1.7 倍 PB，考虑到目前蛋氨酸价格处于历史底部，交易价格合理。

◆估值与评级：考虑到蛋氨酸均价仍处于历史底部，暂不考虑股权注入对业绩的影响，我们下调公司 19-20 年业绩预测，新增 21 年业绩预测，即预计 19-21 年 EPS 分别为 0.46、0.53、0.64 元，按照可比公司估值，给予 2019 年 26 倍 PE，对应目标价 12.19 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：蛋氨酸、维生素 A 价格大跌；养殖业需求下滑；丙烯、甲醇原材料价格大涨；安全生产风险；特种产品增长不及预期；公司新产能投放不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,398	11,418	11,649	12,733	13,925
营业收入增长率	-2.72%	9.81%	2.02%	9.31%	9.36%
净利润 (百万元)	1,323	926	1,231	1,433	1,713
净利润增长率	-29.06%	-30.01%	32.95%	16.40%	19.53%
EPS (元)	0.49	0.35	0.46	0.53	0.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.05%	6.81%	8.57%	9.32%	10.34%
P/E	21	31	23	20	17
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 2 日

增持 (维持)

当前价/目标价：11.41/12.19 元

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
giuxf@ebsecn.com

肖亚平 (执业证书编号：S0930519050006)
021-52523809
xiaoyaping@ebsecn.com

市场数据

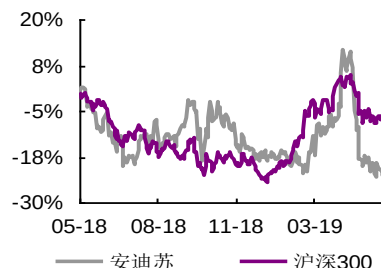
总股本(亿股)：26.82

总市值(亿元)：284.28

一年最低/最高(元)：9.57/15.55

近 3 月换手率：13.03%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.02	-8.55	-21.85
绝对	-0.74	-12.78	-8.81

资料来源：Wind

相关研报

特种产品毛利回升，蛋氨酸价格短期或将维持强势——安迪苏 (600299.SH) 2018 年 3 季报点评

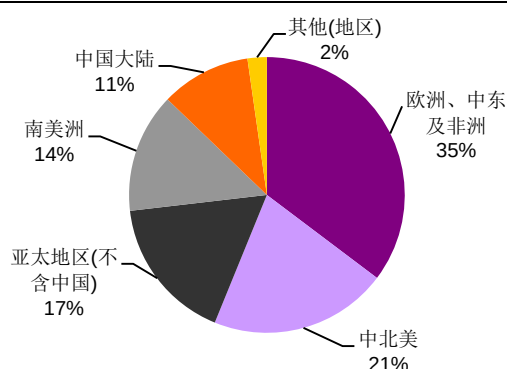
..... 2018-11-02

1、安迪苏：全球动物营养品领军企业

安迪苏公司是动物营养及健康解决方案的全球领军企业，安迪苏是A股公司中第一家真正意义的国际化公司，公司运营遍布全球，拥有真正意义的全球视野及业务分布。公司总部位于法国安东尼，六大生产基地分别位于法国的科芒特里 (Commentry)、理诺士 (Les Roches)、鲁西荣 (Roussillon) 和拉罗谢尔 (La Rochelle)，西班牙的布尔戈斯 (Burgos)，以及南京。

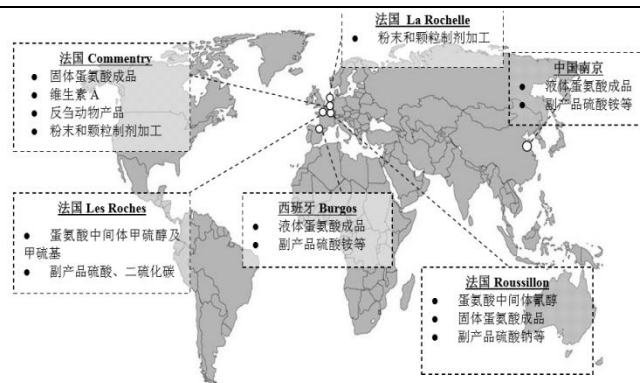
公司业务分布全球 140 多个国家，2019 年上半年国内收入占比仅为 11%，公司海外收入占比大，其中欧洲、中东及非洲、中北美收入共达到公司收入的 56%。

图 1：安迪苏 2019 年上半年主营收入地区分布



资料来源：Wind

图 2：安迪苏六大生产基地



资料来源：安迪苏公司公告

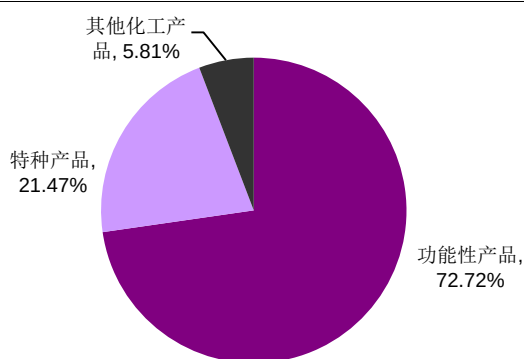
安迪苏产品主要可划分为功能性产品和特种产品两大类。功能性产品包括蛋氨酸、维生素、硫酸铵和硫酸钠，公司目前具有 48 万吨蛋氨酸产能，占据全球 23% 市场份额，为全球第二大蛋氨酸生产商，是全球最大的液体蛋氨酸生产商。新增产能方面，公司南京基地 18 万吨液体蛋氨酸项目处于建设中，预计投产时间为 2021 年中期。

特种产品包括酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸和有机碘添加剂等产品。各主要产品线居全球领先地位：全球领先的非淀粉多糖酶生产商；全球领先的过瘤胃保护性蛋氨酸生产商，具有明显领先的技术水平和市场地位。

公司 2019 年上半年实现营业收入 53.57 亿元，同比下滑 6.83%，净利润为 5.34 亿元，同比增长 9.12%，上半年 EPS 为 0.20 元，平均 ROE 为 3.92%。公司上半年销售收入下滑主要原因为 2019 年上半年蛋氨酸和维生素 A 产品价格同比 2018 年上半年下滑，2018 年上半年度蛋氨酸和维生素 A 等功能性产品价格处于较高水平。2019 年上半年公司毛利率为 35.32%，与 2018 年同期毛利率 34.87% 相比，在产品价格下降的情况下，毛利率小幅提升 0.45 个百分点，主要归功于竞争力提升项目的开展、原材料成本降低，以及高利润产品的贡献。

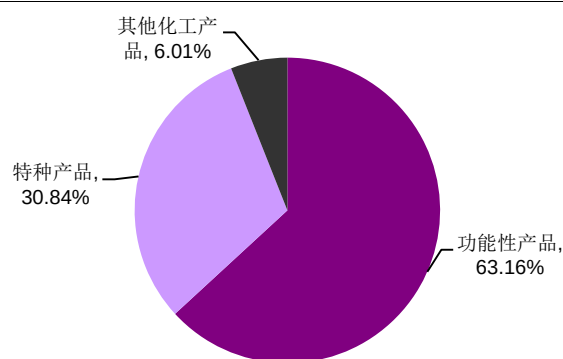
公司 2019 年上半年功能性产品收入为 38.96 亿元，占总收入 (53.57 亿元) 的 72.72%；毛利为 11.95 亿元，占总毛利 (18.92 亿元) 的 63.16%。特种产品收入为 11.50 亿元，占总收入的 21.47%；毛利为 5.83 亿元，占总毛利的 30.84%。其他化工产品收入为 3.12 亿元，占总收入的 5.81%；毛利为 1.14 亿元，占总毛利的 6.01%。

图 3：安迪苏 2019 年上半年各业务板块收入占比



资料来源：Wind

图 4：安迪苏 2019 年上半年各业务板块毛利润占比

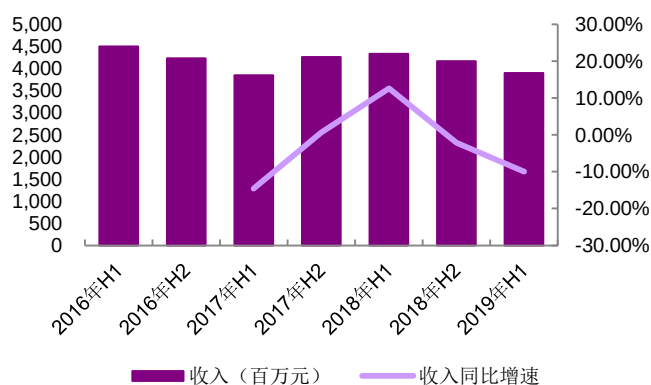


资料来源：Wind

2、功能性产品有望逐步向好

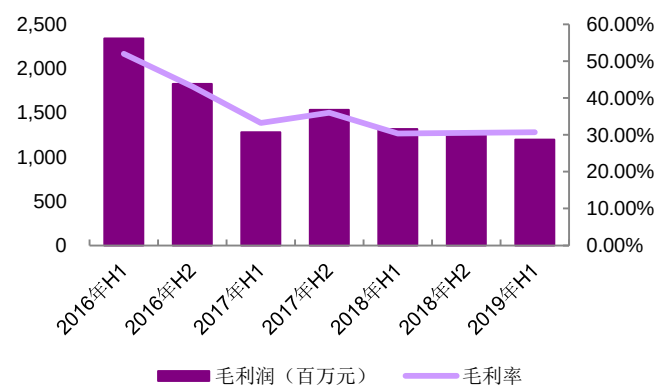
公司功能性产品包括蛋氨酸、维生素 A、E 等品种。目前具有 43 万吨蛋氨酸产能，产能全球第二，维生素 A 产能全球第四。公司 2019 年上半年功能性产品收入为 38.96 亿元，同比 2018 年上半年下滑 10.00%，毛利为 11.95 亿元，同比 2018 年上半年下滑 9.09%，收入与毛利润下滑主要与蛋氨酸价格下跌相关。2019 年上半年功能性产品毛利率为 30.67%，同比上升 0.30 个百分点，主要与功能性产品维生素 A 价格仍处于高位，2018 年二季度公司维生素 A 停产导致 2108 年同期基数偏低相关。

图 5：公司功能性产品营业收入（百万元）及同比增速



资料来源：安迪苏公司公告，光大证券研究所整理

图 6：公司功能性产品毛利润（百万元）及毛利率



资料来源：安迪苏公司公告，光大证券研究所整理

2.1、蛋氨酸行业产能竞赛初现暂停，行业格局改善或现曙光

蛋氨酸，又称甲硫氨酸，化学名称甲硫基丁氨酸，是构成蛋白质的基本单位之一，是必需氨基酸中唯一含有硫的氨基酸。对于禽类、高产奶牛和鱼类，蛋氨酸一般是第一限制氨基酸，对于猪，蛋氨酸一般是第二限制性氨基酸。蛋氨酸对养殖业的重要性是不言而喻的。工业生产蛋氨酸主要用途为禽

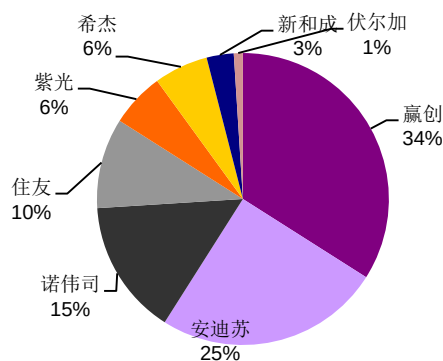
类和猪饲料的添加剂，将其加入饲料中，可以促进禽畜生长、增加瘦肉量和达到缩短饲养周期的效果。

全球蛋氨酸消费量的 85%都用于禽类饲养，国内非洲猪瘟疫情造成猪存栏数量下滑，猪肉供给收缩，无疑将促进禽类及蛋类的消费，短期将利好蛋氨酸的需求增长。中长期来看，在世界人口增长的大背景下，全球各类肉食消费量保持 2%左右的增长率，其中禽类肉食消费量增长最快，为 3%左右。禽类肉食具有广泛适用性，不受宗教和地区限制，生产成本低，胆固醇含量低，因此其在需要低成本生产肉食的发展中国家和对健康饮食日趋关注的发达国家均受到青睐，禽类养殖的增长无疑将促进蛋氨酸的需求。根据公司预测，蛋氨酸全球年需求增速 5%-6%，年需求增量达到 8 万吨左右，

蛋氨酸是个典型的寡头垄断格局，赢创、安迪苏、诺伟司和住友控制了全球近 87%的产能，全球蛋氨酸产能集中于 15 家工厂，单个工厂产能占全球产能的 3-10%以上，但近年来，行业出现韩国希杰、宁夏紫光、新和成等新进入者，新进入者产能相继释放，行业原有巨头希望通过产能扩张，打造规模优势，降低成本，行业产能增长迅速，2017-2019 年分别有 5、18、15 万吨产能投放，需求/产能比例处于下降趋势，供大于求。

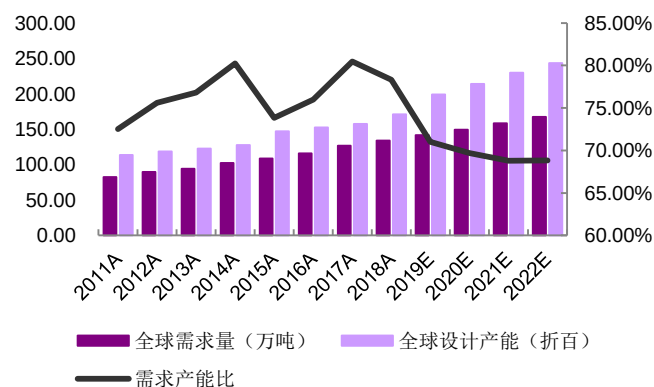
诺伟司在彻底重新评估后，发现在目前市场格局和资金成本下，公司继续进行液态蛋氨酸产能扩张不经济，故取消 12 万吨液体蛋氨酸产能建设，行业产能投放速度或低于之前预期，按照已有的行业投放计划测算，2021 年行业需求/产能比例出现最低值，2022 年将小幅回升，行业格局初现触底信号，行业格局改善或现曙光。

图 7：2018 年全球主要蛋氨酸生产商产能占比



资料来源：安迪苏公司公告

图 8：全球蛋氨酸产能与需求量及比值（万吨）



资料来源：公司公告、公司官网、光大证券研究所预测

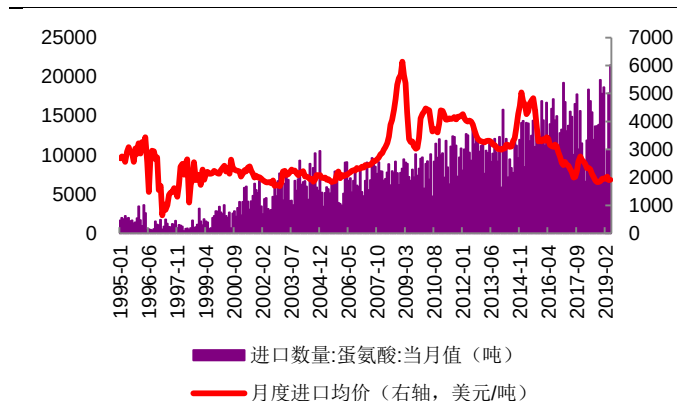
2.2、蛋氨酸价格仍处于历史底部，需求向好下价格有望向暖

影响蛋氨酸价格的因素主要来自供需关系的变化。一方面需要关注下游需求的变化，另一方面需要关注供给端的变化。诺伟司取消 12 万吨液体蛋氨酸产能建设，蛋氨酸产能竞赛初现暂停迹象，行业需求/产能比例有望在 2021 年进入拐点，后续将小幅回升。

在蛋氨酸未实现国产化之前，国内蛋氨酸基本依靠进口，安迪苏在南京建设生产基地，宁夏紫光和希杰陆续进入蛋氨酸行业，民族蛋氨酸产业逐

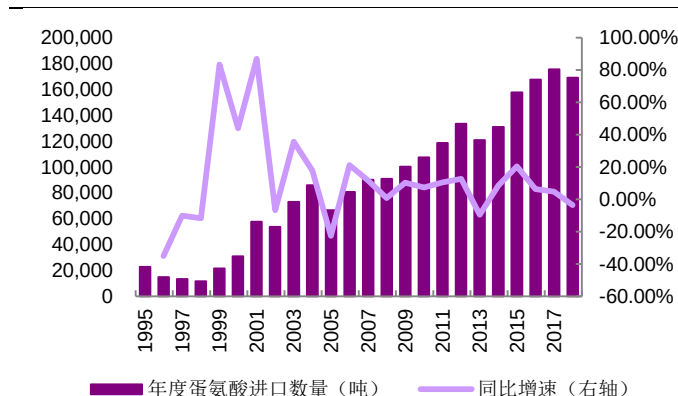
渐占据国内市场。据博亚和讯统计，2018 年中国蛋氨酸产量 21.8 万吨（折合 99% 含量，下同），同比 2017 年减少 1.6 万吨，2018 年中国出口蛋氨酸 9.0 万吨，比 2017 年减少 2.3 万吨；进口蛋氨酸 18.0 万吨，比 2017 年减少 1.3 万吨；中国市场蛋氨酸供应量 30.7 万吨，比 2017 年减少 0.7 万吨。国内蛋氨酸产能可以满足国内市场需求，进口数量未来有望逐步减少。

图 9：国内蛋氨酸月度进口数量及进口均价



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 10：国内蛋氨酸年度进口数量及同比增速

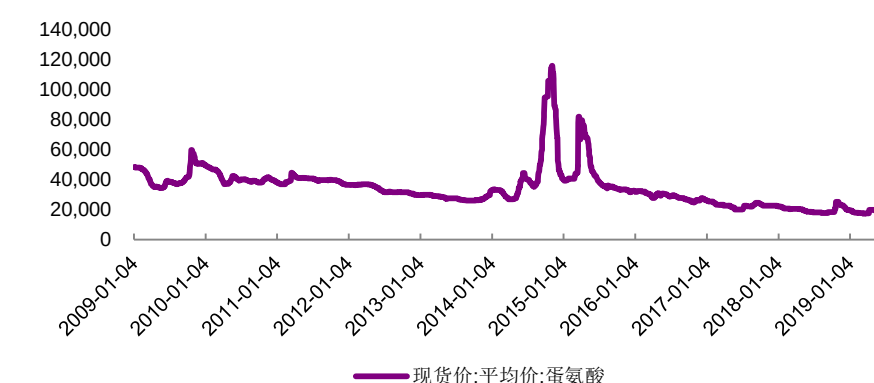


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

蛋氨酸行业新进入者宁夏紫光和新和成均为国内企业，国内企业需要抢夺跨国企业占据的市场份额来实现进口替代，跨国企业希望通过价格手段阻拦行业新进入者，国内蛋氨酸行业竞争激烈，国内蛋氨酸价格前期处于历史底部，固体蛋氨酸市场公开报价最低接近 17000 元/吨，为近十年来低点。部分蛋氨酸企业进入亏损区间，蛋氨酸企业毛利率下降明显。

在国内蛋氨酸企业的申请下，2019 年 4 月商务部发布公告，决定对原产于新加坡、马来西亚和日本的进口甲硫氨酸（蛋氨酸）进行反倾销立案调查。受反倾销调查消息刺激下，国内蛋氨酸出现反弹，后有回调。若蛋氨酸反倾销成立，国内蛋氨酸进口量将出现快速下滑。

图 11：2009 年至今，国内固体蛋氨酸价格走势（元/吨）



资料来源：Wind

蛋氨酸季度均价方面，2019 年一季度国内蛋氨酸均价为 17918 元/吨，同比下降 14.02%，环比下降 17.62%。二季度均价为 18854 元/吨，同比下降 2.28%，环比增长 5.22%。

表 1：国内蛋氨酸季度均价（元/吨）及同比与环比增速

时间	蛋氨酸均价（元/吨）	同比增速	环比增速
2017 年 Q1	24,052	-22.69%	-7.69%
2017 年 Q2	21,211	-28.11%	-11.81%
2017 年 Q3	22,688	-18.85%	6.96%
2017 年 Q4	22,610	-13.22%	-0.35%
2018 年 Q1	20,840	-13.35%	-7.83%
2018 年 Q2	19,294	-9.04%	-7.42%
2018 年 Q3	17,950	-20.88%	-6.96%
2018 年 Q4	21,752	-3.79%	21.18%
2019 年 Q1	17,918	-14.02%	-17.62%
2019 年 Q2	18,854	-2.28%	5.22%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

考虑到非洲猪瘟影响下，禽类消费量上升，有望带动蛋氨酸需求上行，同时蛋氨酸产能竞赛出现暂停，行业需求/产能比例有望在 2021 年进入拐点，后续将小幅回升，若蛋氨酸反倾销成立，国内蛋氨酸进口量将出现快速下滑，供需关系有望好转，未来蛋氨酸价格重心有望上移。

公司液体蛋氨酸产能主要分布在西班牙的布尔戈斯和国内的南京基地，固体蛋氨酸产能主要分布在法国的科芒特里和鲁西荣。南京工厂的脱瓶颈项目在 2018 年年中完成，南京工厂产能上升至 17 万吨/年。西班牙布尔戈斯工厂的极地项目 5 万吨新增产能于 2018 年底投入生产。南京第二工厂 18 万吨液体蛋氨酸项目进展顺利，预计投产时间为 2021 年中。公司届时将拥有 66 万吨蛋氨酸产能，公司产能稳居全球第二，将拉大与行业其他公司的差距。2019 年上半年，公司液体蛋氨酸销量保持增长，特别是中国市场销量大幅增长 24%。

2.3、BASF 装置故障，供给偏紧，维生素 A 价格仍将维持高位，利好公司业绩

维生素 A 全球市场是典型的寡头垄断市场，全球仅有帝斯曼、巴斯夫、安迪苏、新和成、浙江医药、金达威 6 家生产企业，行业集中度高，规模经济显著，进入壁垒较高，无新的技术出现，近 10 年，维生素 A 行业没有新进入者与新进产能，同时需求端随着养殖业的发展仍保持一定增速，市场供需逐步趋紧。2018 年 9 月巴斯夫德国路德维希港维生素 A 年产 1500 吨维生素 A 油工厂开始启动，金达威将建设 800 吨维生素 A 油工厂，预计未来 2-3 年内全球竞争者产能不会有较大扩充，供给不会出现大幅上升，同时新增产能为行业内原有厂家扩产，对行业格局冲击有限。

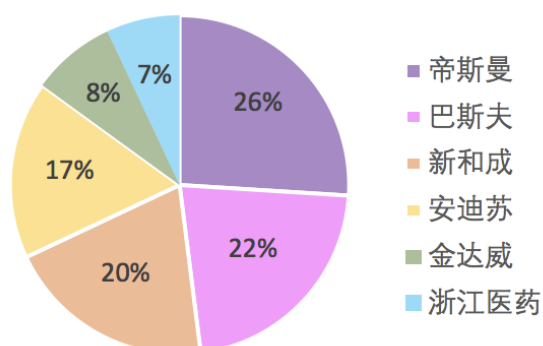
维生素 A 欧洲企业供给存在不稳定性，供给量有限，帝斯曼和巴斯夫装置年限较长，装置存在不确定性，过去几年两企业曾多次停产检修，开工不畅。

维生素A的关键起始原料β-紫罗兰酮在工业大规模生产中是由柠檬醛为起始原料合成，目前全球柠檬醛产能主要集中在巴斯夫、日本可乐丽两大公司，其中约60%的柠檬醛供应量来自巴斯夫。2017年10月31日，巴斯夫位于德国路德维希港的柠檬醛装置因技术设备问题，发生火灾，装置修复直至2018年3月底完成，2018年4月生产出第一批次的柠檬醛。

柠檬醛紧缺下，维生素A供给出现紧缺，17年11月开始，维生素A价格出现较大幅度上涨，在2018年2月价格最高上涨至1425元/千克。在巴斯夫柠檬醛复产预期下，维生素A价格在2018年3月以后逐步下滑。

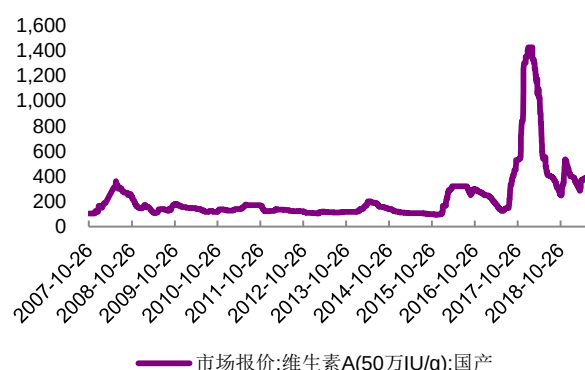
维生素A价格于2019年4月初止跌回升，BASF装置2019年6月初出现故障，且计划于2019年9、10月停产检修，短期供给偏紧，维生素A价格上涨至385-400元/千克。

图 12：2018 年全球维生素 A 产量占比情况



资料来源：博亚和讯

图 13：2007 年至今国内维生素 A 粉价格走势（元/吨）



资料来源：Wind

维生素 A 季度均价方面，2019 年一季度国内维生素 A 均价为 375 元/千克，同比下降 72.22%，环比微降 0.68%。二季度均价为 367 元/千克，同比下降 52.93%，环比下降 1.99%。考虑到 BASF 装置仍处于故障中，短期供给偏紧，产品价格仍将维持高位。

表 2：国内维生素 A 季度均价（元/千克）及同比与环比增速

时间	维生素 A 均价（元/千克）	同比增速	环比增速
2017 年 Q1	239	24.45%	-15.80%
2017 年 Q2	154	-51.48%	-35.44%
2017 年 Q3	259	-14.07%	68.20%
2017 年 Q4	760	168.19%	193.35%
2018 年 Q1	1,349	465.19%	77.44%
2018 年 Q2	780	406.44%	-42.15%
2018 年 Q3	381	46.99%	-51.18%
2018 年 Q4	377	-50.37%	-0.96%
2019 年 Q1	375	-72.22%	-0.68%
2019 年 Q2	367	-52.93%	-1.99%

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司维生素 A 产能居全球第四，公司维生素 A 粉年销量 4000 吨左右，原料柠檬醛主要来自巴斯夫。巴斯夫柠檬醛装置停产期间，公司维生素 A 装

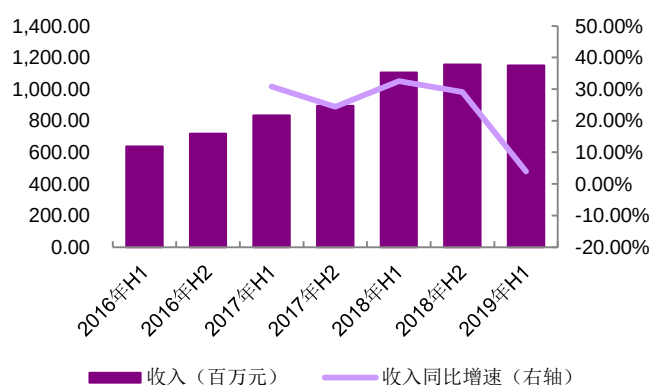
置也受到影响。2018 年二季度公司维生素 A 发货量受到影响。2019 年上半年公司维生素 A 销量恢复正常,且价格仍在相对高位,按照目前价格水平测算,其毛利率高于公司功能性品种平均水平。维生素 A 价格维持高位,将增厚公司业绩。

3、不利形势下特种产品收入和毛利润仍保持正增长

安迪苏近年来一直积极践行着双支柱战略,即一方面不断巩固公司在蛋氨酸行业的领导者地位,另一方面不断加快公司特种产品业务的发展。公司特种产品包括酶制剂、过瘤胃保护性蛋氨酸和有机硒添加剂等产品。各主要产品线居全球领先地位:全球领先的非淀粉多糖酶生产商;全球领先的过瘤胃保护性蛋氨酸生产商,具有明显领先的技术水平和市场地位。

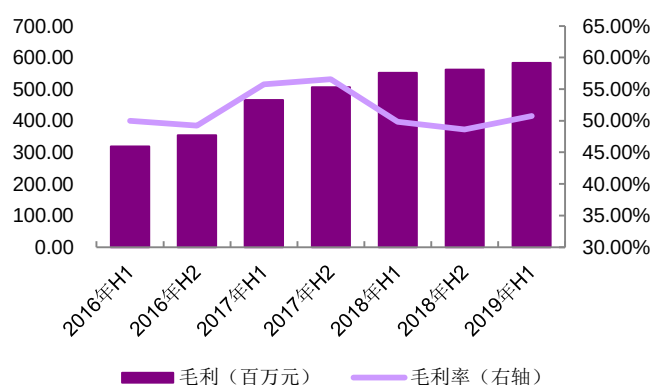
公司 2019 年上半年特种产品收入为 11.50 亿元,同比 2018 年上半年上升 4.00%,毛利为 5.83 亿元,同比 2018 年上半年上升 5.83%,在美国奶业危机尚未结束,非洲猪瘟对中国市场的负面影响的不利形势下,公司在特种产品方面仍保持增长,收入增长主要归功于公司不断向市场推出新产品。2019 年上半年功能性产品毛利率为 50.73%,同比上升 0.87 个百分点,同样与在特种产品方面新产品推出有较大关系。

图 14: 公司特种产品营业收入(百万元)及同比增速



资料来源: 安迪苏公司公告, 光大证券研究所整理

图 15: 公司特种产品毛利润(百万元)及毛利率



资料来源: 安迪苏公司公告, 光大证券研究所整理

自 2014 年以来,安迪苏每年推出一款新产品,已经推出的产品包括:2014 年推出有机硒添加剂 Selisseo®, 2015 年推出非淀粉多糖酶罗酶宝 Advance®, 2016 年推出益生菌产品 Alterion®。在 2017 年安迪苏推出了罗迪美®A-Dry+, 这是一种新型的粉末状蛋氨酸,兼备液体蛋氨酸低成本和固体蛋氨酸便捷性的优点,已于 2019 年初获得欧洲监管许可。2018 年,一种新的保护性蛋氨酸及赖氨酸产品--RumenSmart®,作为现有产品线的补充,已在北美上市。

公司酶制剂业务在 2019 年第二季度同比实现了双位数销售增长。罗酶宝 Advance 在美国成功注册后,凭借其卓越的高性能优势进一步加强了安迪苏在酶制剂领域的领导地位。另外,喜利硒继成功在全球最大的有机硒市场之一美国完成产品注册后,在 2019 年第二季度也取得强劲的销售增长(同比增长 30%),季度销售创历史新高。

公司收购饲料添加剂制造商 Nutriad 公司 100% 股权，并已于 2018 年 2 月 9 日完成股权交割。安迪苏与 Nutriad 融合逐步进行，Nutriad 公司的产品组合、覆盖的动物品类以及其目标市场与公司极具互补性，有助于公司打造一体化解决方案，协同效应有望逐渐显现。

4、股权注入，估值合理，定价公允，利好中小股东权益

2015 年 7 月，原蓝星新材取得蓝星安迪苏营养集团有限公司 85% 普通股股权，并将原蓝星新材持有的资产置出。完成重大资产重组后，蓝星新材更名为安迪苏。剩余的 15% 蓝星安迪苏营养集团有限公司股权仍由公司大股东中国蓝星集团持有。

2019 年 1 月 16 日，安迪苏（上市公司）召开第七届董事会第三次会议，审议通过《关于〈收购蓝星安迪苏营养集团有限公司 15% 普通股股权暨关联交易事项〉的议案》，同意上市公司以现金方式向蓝星集团购买其持有的蓝星安迪苏营养集团有限公司 15% 的普通股股权，本次收购完成后，上市公司将持有安迪苏营养集团 100% 的普通股股权。交易预计支付对价为 36.14 亿元，交易分两次交割，每期交易价款为交易价款的 50%（即人民币 18.07 亿元），每期交割标的股权为安迪苏营养集团 7.50% 的股权。上市公司将于 2019 年 8 月 8 日召开 2019 年第一次临时股东大会，审议表决该议案。

交易标的估值合理，交易价格定价公允。本次交易标的估值结果折合为上市公司每股价值约为 8.63 元/股，对应上市公司 2018 年 24.7 倍 PE，1.7 倍 PB，考虑到目前蛋氨酸价格处于历史底部，交易价格合理。收购为现金收购，不摊薄中小股东权益。同时上市公司控股股东蓝星集团承诺股权成功注入后 1 年内，若股票连续 30 个交易日的收盘价低于 8.63 元/股，蓝星集团将在制定上市公司股票增持计划以稳定股价，以保障中小股东利益。

交易分两次完成，保障上市公司利益。本次交易分两次进行交割，上市公司以自有资金支付第一期交易价款，第二次交割的交割条件之一为买方已通过实施再融资或任何其他方式的融资行为（包括但不限于银行贷款等）获得足额的额外资金。避免现金支付对上市公司正常业务经营产生不利影响。

交易有利于上市公司简化及优化公司股权架构。标的公司安迪苏营养集团为上市公司的唯一控股子公司，安迪苏营养集团及其子公司为上市公司的核心运营主体，在上市公司中具有核心地位。交易完成后，上市公司将最终持有安迪苏营养集团 100% 普通股股权，将进一步优化上市公司的公司股权架构及完善改进了上市公司的组织架构。

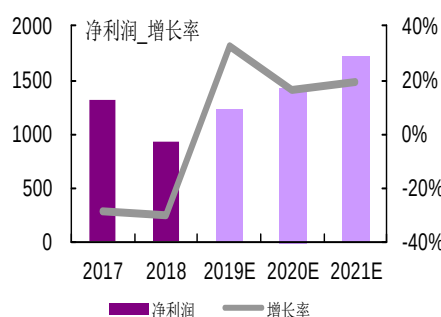
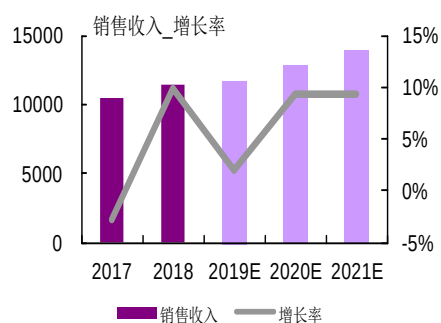
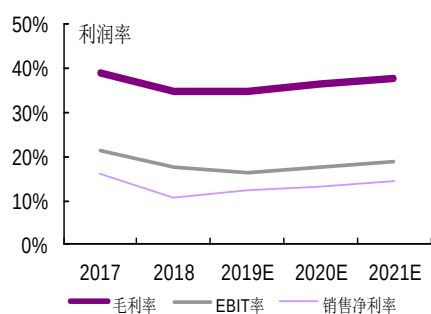
交易有利于增厚上市公司每股收益。本次交易前，安迪苏营养集团 85% 的普通股属于上市公司，剩余 15% 的普通股属于蓝星集团。本次交易后，安迪苏营养集团将成为上市公司全资子公司，将提升归属于上市公司股东净利润，增厚上市公司每股收益。

5、盈利预测

考虑到蛋氨酸均价仍处于历史底部，股权注入存在不确定性，暂不考虑股权注入对业绩的影响，我们下调公司2019-2020年业绩预测，新增2021年业绩预测，即预计19-21年净利润为12.31、14.33、17.13亿元，EPS分别为0.46、0.53、0.64元，按照可比公司估值，给予2019年26倍PE，对应目标价12.19元，维持“增持”评级。

6、风险分析

蛋氨酸、维生素A价格大跌；养殖业需求下滑；丙烯、甲醇原材料价格大涨；安全生产风险；特种产品增长不及预期；公司新产能投放不及预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,398	11,418	11,649	12,733	13,925
营业成本	6,351	7,434	7,607	8,093	8,650
折旧和摊销	812	947	957	1,020	1,082
营业税费	102	87	93	102	111
销售费用	1,005	1,214	1,130	1,235	1,351
管理费用	721	662	990	1,082	1,184
财务费用	-57	-44	-89	-115	-148
公允价值变动损益	52	-94	0	0	0
投资收益	0	-5	1	1	1
营业利润	2,380	1,667	1,980	2,337	2,777
利润总额	2,387	1,677	1,988	2,345	2,785
少数股东损益	353	290	210	267	306
归属母公司净利润	1,323	926	1,231	1,433	1,713

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	21,329	21,453	21,648	23,243	25,032
流动资产	11,164	9,385	9,294	10,609	12,380
货币资金	7,660	5,282	5,097	6,028	7,370
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,400	1,655	1,565	1,710	1,870
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	43	28	41	45	49
存货	1,600	1,769	1,902	2,023	2,163
可供出售投资	17	26	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6,349	6,347	6,494	6,596	6,601
无形资产	1,781	2,277	2,164	2,055	1,953
总负债	4,072	4,055	3,272	3,600	3,879
无息负债	3,974	3,889	3,221	3,509	3,739
有息负债	98	166	51	91	141
股东权益	17,257	17,398	18,376	19,644	21,153
股本	2,682	2,682	2,682	2,682	2,682
公积金	2,584	2,538	2,661	2,804	2,975
未分配利润	8,382	8,838	9,482	10,340	11,372
少数股东权益	4,093	3,796	4,006	4,273	4,579

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,513	1,442	1,691	2,507	2,753
净利润	1,323	926	1,231	1,433	1,713
折旧摊销	812	947	957	1,020	1,082
净营运资金增加	-589	1,198	-36	422	556
其他	967	-1,629	-462	-368	-598
投资活动产生现金流	-901	-2,384	-1,385	-1,299	-1,099
净资本支出	-966	-1,262	-1,411	-1,300	-1,100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	65	-1,123	27	1	1
融资活动现金流	-880	-1,373	-491	-277	-312
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-34	68	-116	40	50
无息负债变化	49	-85	-667	288	229
净现金流	978	-2,377	-185	931	1,342

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-2.72%	9.81%	2.02%	9.31%	9.36%
净利润增长率	-29.06%	-30.01%	32.95%	16.40%	19.53%
EBITDA 增长率	-24.54%	-3.22%	-3.36%	13.77%	14.51%
EBIT 增长率	-30.03%	-10.41%	-5.47%	17.43%	18.35%
估值指标					
PE	23	33	25	21	18
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	11	12	13	11	10
EV/EBIT	15	18	20	17	14
EV/NOPLAT	22	25	27	23	19
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	38.92%	34.89%	34.70%	36.44%	37.88%
EBITDA 率	29.29%	25.81%	24.45%	25.45%	26.64%
EBIT 率	21.47%	17.52%	16.23%	17.44%	18.87%
税前净利润率	22.96%	14.69%	17.07%	18.42%	20.00%
税后净利润率 (归属母公司)	12.73%	8.11%	10.57%	11.26%	12.30%
ROA	7.86%	5.67%	6.66%	7.31%	8.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.05%	6.81%	8.57%	9.32%	10.34%
经营性 ROIC	12.25%	9.25%	8.15%	9.19%	10.53%
偿债能力					
流动比率	3.99	3.67	3.55	3.65	3.95
速动比率	3.42	2.98	2.82	2.95	3.26
归属母公司权益/有息债务	134.71	81.86	284.03	169.67	117.88
有形资产/有息债务	188.90	104.22	352.98	215.93	152.59
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.49	0.35	0.46	0.53	0.64
每股红利	0.17	0.17	0.16	0.19	0.23
每股经营现金流	0.94	0.54	0.63	0.93	1.03
每股自由现金流(FCFF)	0.74	-0.02	0.33	0.34	0.50
每股净资产	4.91	5.07	5.36	5.73	6.18
每股销售收入	3.88	4.26	4.34	4.75	5.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼