

以量补价扣非业绩基本持平， 奶业复苏特种产品势头强劲

事件

公司于 2020 年 2 月 13 日发布 2019 业绩快报，2019 年公司实现营收 111 亿元，同比下滑 2.5%；实现归母净利 9.92 亿元，同比增长 7.2%；实现扣非后归母净利 8.97 亿元，同比下滑 1.1%。

简评

以量补价，扣非业绩基本持平

报告期内公司营收和毛利润分别下滑 2.5% 和 5%，而从蛋氨酸、VA 的价格来看，2019 年固体蛋氨酸和液体蛋氨酸均价分别为 18.62、15.10 元/kg，同比分别下滑 5.1%、1.9%；VA 均价 358 元/kg，同比下滑 49%。公司营收降幅低于产品价格降幅，主要由于：①产品产销量的增长；②特种产品势头强劲。2019 年公司特种产品板块实现营收 24 亿元、毛利 12 亿元，去年同期分别为 22.6、11.1 亿元。公司净利润水平的改善，主要由于各项成本缩减措施成功缩减成本费用 3600 万欧元及保险理赔等非经常性损益项目的影响。

内生外延并举，特种产品成为第二业务支柱

报告期内公司特种产品营收占比约 22%，依据公司此前报表推测毛利占比至少在 30% 以上，已经成为公司名副其实的第二业务支柱。公司特种产品业务规模的迅速扩大，一方面得益于对 Nutriad 的整合，另一方面得益于喜利硒、安泰来等产品强劲的销售增长。特别地，第四季度由于美国奶业复苏，过瘤胃蛋氨酸产品单季同比增速高达 27%，全年增速 11%。水产业务收入得益于亚太和南美区域的优异表现实现增长 17%；同样，霉菌毒素管理产品业务亦实现 12% 的收入增长。

蛋氨酸：中短期反倾销提振价格，为液蛋渗透率提升提供契机

2016 年下半年开始，蛋氨酸价格即开始一路下跌，2018 年 4 月以后更是跌破 20 元大关，2019 年 4 月初创出 16.9 元的历史新低后有所反弹。10 月初蛋氨酸反倾销听证会举行，当前反倾销裁定尚未最终落地。据反倾销报告书，原产新加坡、马来西亚、日本的蛋氨酸在国内市场份额约 50% 左右，一旦被认定为倾销，中短期势必对价格存在提振作用，且针对固体蛋氨酸的反倾销将为液体蛋氨酸渗透率的提升提供契机。

VA：BASF 复产状况影响后续价格走势

2017 年底至今，VA 价格走势基本都与 BASF 事故相关。近期 VA 价格主要受疫情及 19 年 6 月 BASF 停产事件影响，彼时 BASF 因

安迪苏 (600299)

维持

增持

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

研究助理：胡世超

010-86451498

hushichao@csc.com.cn

发布日期：2020 年 02 月 14 日

当前股价：10.36 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

| | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|----------------|-------------|--------------|-------|
| -9.36/-2.64 | -8.83/-8.86 | -6.81/-13.61 | |
| 12 月最高/最低价 (元) | | 15.8/9.7 | |
| 总股本 (万股) | | 268,190.13 | |
| 流通 A 股 (万股) | | 268,190.13 | |
| 总市值 (亿元) | | 277.84 | |
| 流通市值 (亿元) | | 277.84 | |
| 近 3 月日均成交量 (万) | | 671.34 | |
| 主要股东 | | | |
| 中国蓝星(集团)股份有限公司 | | 63.74% | |

股价表现



相关研究报告

| | |
|----------|--|
| 19.10.23 | 【中信建投化工】安迪苏(600299):三季报简评：销量增加、保险理赔促业绩增长，拟收购少数股权增厚盈利 |
| 19.07.25 | 【中信建投化学制品】安迪苏(600299):半年报简评：蛋氨酸行业逐步探底，特种产品撑起半边天 |

【中信建投化学制品】安迪苏

冷却装置故障导致 VA1000 和 AD3 两种维生素粉产品停产，至今未完全恢复正常。疫情影响下，国内陆路交通运输出现不同程度的障碍，叠加行业低库存，对 VA 价格再次起到一定的提振作用。展望后续，BASF 的恢复状况对 VA 价格走势有决定性影响，其供应恢复之前，VA 价格预计仍将在高位维持。

现金收购营养集团少数股权，将显著增厚公司归母净利

公司拟以现金形式收购蓝星集团持有的安迪苏营养集团 15% 股权，标的股权预估值 31 亿元。公司此前已持有安迪苏营养集团 85% 股权，本次收购完成后，安迪苏营养集团将成为公司的全资子公司。安迪苏营养集团此前为公司主要的少数股东损益来源，2016、2017、2018 年产生少数股东损益分别为 4.51、3.53、2.90 亿元，占当期归母净利润比值分别为 24%、27%、31%。本次收购为现金收购，对 EPS 无摊薄，收购完成后预计将大幅增厚公司归母净利润，但由于营养集团优先股影响，少数股东损益不会完全消除。此次交易已于 2019 年 12 月 6 日获股东投票通过，预计于 2020 年上半年完成。

预计公司 2020、2021 年归母净利分别为 10.3、11.0 亿元（暂未计算对少数股权的收购），对应 PE 27X、25X，维持增持评级。

表 1：预测和比率

| | 2017A | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|--------|-----------|-----------|
| 主营收入（百万元） | 10,397.82 | 11,417.98 | 11,135 | 11,140.28 | 13,551.51 |
| 主营收入增长率 | -2.72% | 9.81% | -2.5% | 0.39% | 21.64% |
| EBITDA（百万元） | 3,133.04 | 2,569.34 | | 2,556.98 | 2,674.95 |
| EBITDA 增长率 | -21.62% | -17.99% | | -6.37% | 4.61% |
| 净利润（百万元） | 1,323.32 | 926.13 | 992 | 1,030.37 | 1,100.01 |
| 净利润增长率 | -29.06% | -30.01% | 7.20% | 3.92% | 6.76% |
| ROE | 10.05% | 6.81% | | 6.59% | 6.58% |
| EPS（元） | 0.490 | 0.350 | | 0.384 | 0.410 |
| P/E | 21.14 | 29.60 | 29.90 | 26.97 | 25.26 |
| P/B | 2.11 | 2.04 | | 1.78 | 1.66 |
| EV/EBITDA | 6.45 | 8.82 | | 7.18 | 6.25 |

数据来源：Wind，中信建投研究发展部

分析师介绍

郑勇：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

研究助理 胡世超：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018年7月加入中信建投化工组。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 010-85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513 gaosiyu@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
李星星 021-68821600 lixingxing@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
金婷 jinting@csc.com.cn
夏一然 xiayiran@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

社保组

吴桑 010-85159204 wusang@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

创新业务组

高雪 010-86451347 gaoxue@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600 fanyanan@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
章政 zhangzheng@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liiqiqi@csc.com.cn
王定润 021-68801600 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来6个月内相对超出市场表现15%以上；

增持：未来6个月内相对超出市场表现5—15%；

中性：未来6个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来6个月内相对弱于市场表现5—15%；

卖出：未来6个月内相对弱于市场表现15%以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街2号凯恒中心B

座12层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路528号上海证券大

厦北塔22楼2201室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路6003号荣超商务中心

B座22层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859