

证券研究报告—深度报告
医药保健
化学原料药
金达威(002626)

合理价位: 39.60-47.52 元 发行价: 元

2011年10月14日

股票数据

 总股本 (百万股) 67.0/0.0
 总市值 (百万元)
 沪深300/深圳成指 2,420.00/10,425.93
 12个月最高/最低 (元)

相关研究报告:
联系人: 胡博新

 电话: 0755-82133263
 E-mail: hubx@guosen.com.cn

证券分析师: 丁丹

 电话: 0755-82139908
 E-mail: dingdan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

 电话: 0755-82133396
 E-mail: hepg@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

新股上市定价
国内营养强化剂与饲料添加剂领先企业
●维生素类产品: 具有全球竞争力的领先企业

公司是国内营养强化剂和饲料添加剂制造领先企业,主要产品为辅酶 Q₁₀、VA、VD₃、VA/VD₃ 四种维生素类产品。公司是全球最大的辅酶 Q₁₀ 生产厂家之一、全球六家 VA 生产厂家之一,也是全球前三大 VD₃ 生产厂家之一。公司 10 年实现收入 5.4 亿元、净利润 1.4 亿元,净利率达 25.9%,且过去三年稳步上升。公司正着手扩大辅酶 Q₁₀、DHA、ARA 产能,突破生产瓶颈,预计未来 3 年收入继续稳步增长。

●DHA 与 ARA: 高利润新产品,低基数快速增长

DHA 与 ARA 均为公司 09 年推出的新产品,市场需求旺盛。10 年 DHA 和 ARA 毛利率分别达 77.35%、64.43%,盈利水平较高。两种产品均在低基数快速增长,10 年销售收入分别同比增长 21 倍、1084 倍,未来两年有望保持快速增长。随着 DHA 与 ARA 粉剂车间的建成投产,公司产品结构将进一步优化。

●募投项目主要围绕新产品的产能扩建

公司此次计划发行 2300 万股,募投项目主要围绕新推出产品 DHA、ARA 的产能扩建,并进行公司研发中心的建设。

●风险提示

1) 公司利润受维生素价格波动影响较大。2) DHA、ARA 可能面临其他新进入者的竞争。

●建议询价区间 39.60-47.52 元

公司现有产品以维生素为主,未来向营养强化剂等高毛利率产品延伸。过去 3 年业绩增长有赖于 VA、VD₃ 价格提升,后续 3 年有望在 VA、VD₃ 价格平稳的基础上,依靠辅酶 Q₁₀、DHA、ARA 等营养强化剂实现平稳增长。我们预计 2011-2013 EPS1.98、2.25、2.52 元/股。综合参考同类维生素和食品添加剂公司的估值,建议询价区间为 39.60-47.52 元,相当于 11PE20-24X。

盈利预测和财务指标 (EPS 按发行股本摊薄)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	367.96	536.25	630	694	795
(+/-%)	6.77%	45.74%	17.5%	10.1%	14.6%
净利润(百万元)	52.46	141.53	178	202	226
(+/-%)	64.38%	169.76%	26.1%	13.4%	11.9%
全面摊薄每股收益(元)	0.58	1.57	1.98	2.25	2.52
EBIT Margin	21.4%	32.4%	32.7%	32.9%	32.1%
净资产收益率 (ROE)	22.12%	38.39%	12.3%	12.5%	12.4%
市盈率 (PE)					
EV/EBITDA					
市净率 (PB)					

内容目录

发行概况	3
公司简况.....	3
发行简况.....	3
行业分析	4
产量稳步上升，价格下降趋缓——辅酶 Q10 竞争格局逐步稳定.....	4
VA 提价后价格趋稳.....	4
VD3 价格波动范围收窄，高位振荡.....	5
微藻 DHA、植物性 ARA——需求拉动快速增长.....	6
主营业务分析	6
公司经营概况.....	6
分产品收入及毛利率.....	7
出口情况.....	9
销售网络及销售模式.....	9
募投项目分析	10
盈利预测及估值	10
附表 1: 财务预测与估值	13

图表目录

图 1: 金达威发行后股权结构.....	3
图 2: 2005~2010 年国内辅酶 Q ₁₀ 出口量.....	4
图 3: 2008~2011H1 辅酶 Q ₁₀ 市场价格走势.....	4
图 4: 2009~2011 年 VA 出口量及出口价格.....	5
图 5: 2009~2011 年 VA 市场价格走势 (国产).....	5
图 6: 2009~2011 年 VD ₃ 市场价格走势.....	5
图 7: 2006~2009 年国内 DHA、ARA 市场规模.....	6
图 8: 2006~2009 年 DHA、ARA 市场价格走势.....	6
图 9: 08~11H1 金达威销售收入构成 (百万元).....	6
图 10: 08~11H1 金达威销售毛利润构成 (百万元).....	6
图 11: 08~11H1 金达威销售收入、净利润及增速 (百万元).....	7
图 12: 08~11H1 金达威毛利率及净利率.....	7
图 13: 08~11H1 辅酶 Q ₁₀ 收入及毛利率 (单位: 百万元).....	7
图 14: 08~11H1 VA 收入及毛利率 (单位: 百万元).....	7
图 15: 08~11H1 VD ₃ 收入及毛利率 (单位: 百万元).....	8
图 16: 08~11H1 VA/D ₃ 收入及毛利率 (单位: 百万元).....	8
图 17: 08~11H1 DHA 收入及毛利率 (单位: 万元).....	8
图 18: 08~11H1 ARA 收入及毛利率 (单位: 万元).....	8
图 19: 公司综合毛利率及分产品毛利率变化.....	8
图 20: 2008~2010 年公司综合毛利率与同行业可比公司的比较.....	9
图 21: 08~11H1 公司内外销收入及占比变化 (单位: 百万).....	9
表 1: 2010 年分产品销售情况.....	7
表 2: 金达威募投项目简况.....	10
表 3: 在研技术项目.....	10
表 4: 金达威细分产品收入预测 (百万元).....	11
表 5: A 股主要维生素药上市公司估值水平比较.....	12

发行概况

公司简介

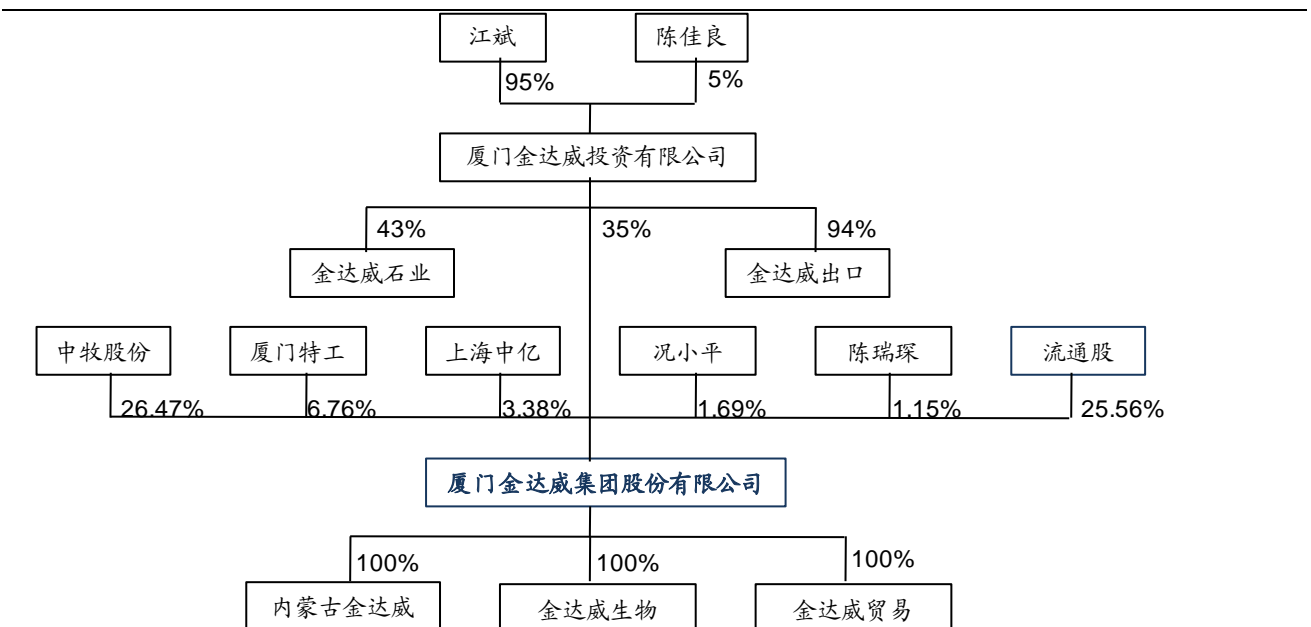
厦门金达威集团股份有限公司前身为成立于 2001 年 6 月 20 日的厦门金达威维生素股份有限公司，2009 年 3 月变更为金达威集团。公司的实际控制人为江斌先生，发行前通过金达威投资间接持有公司 44.67% 的股份。

公司主营业务为营养强化剂和饲料添加剂的研发、生产和销售，主要产品包括辅酶 Q₁₀、VA、VD₃、微藻 DHA、植物性 ARA 等五大系列产品。公司是全球最大的辅酶 Q₁₀ 生产厂家之一，09 年辅酶 Q₁₀ 居国内出口首位；公司是全球前三大 VD₃ 生产厂家之一，也是全球六家 VA 生产厂家之一；公司现已掌握了规模化生产微藻 DHA 和植物性 ARA 的核心技术并具备组织规模化生产的能力，拥有领先于同行业的技术和成本优势。

发行简况

本次发行前，公司总股本为 6700 万股，本次计划发行 2300 万股，发行后总股本为 9000 万股。本次发行新股占总股本的 25.56%，发行完成后，实际控制人仍为江斌先生，实际持有公司 33.25% 的股份。中牧股份、厦门特工和上海中亿分别持有公司发行后 26.47%、6.76% 和 3.38% 的股权。其他自然人包括况小平和副总陈瑞琛，分别持有公司发行后 1.69% 和 1.15% 的股权。

图 1: 金达威发行后股权结构



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

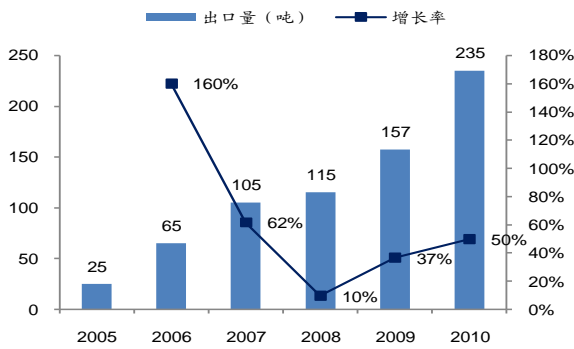
行业分析

产量稳步上升，价格下降趋缓

辅酶 Q₁₀ 又称维生素 Q，具有清除自由基、提高免疫力等作用，可用于抗氧化和免疫调节类药物以及食品添加剂。全球市场容量在 450 吨左右，国内产品占有 1/3 以上的份额，产品主要用于出口且增长迅速，10 年出口量同比增长 49%，行业前景看好。国内生产厂家主要有金达威、浙江医药、新和成、神舟生物等。最近两年因为江浙地区电力供应不足，浙江医药、新和成的辅酶 Q₁₀ 的生产受到严重限制，为公司提供了继续扩大市场份额机会。

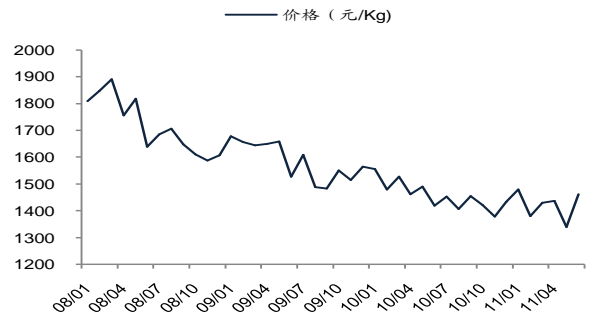
目前，报告期内出口成交价维持在 200-240 美元/Kg，出口价格下降幅度明显降低，逐渐趋于稳定。除公司外，目前大部分竞争对手盈利相对较低，在行业未出现重大的技术突破之前，预计未来辅酶 Q₁₀ 的价格趋向平稳。

图 2: 2005~2010 年国内辅酶 Q₁₀ 出口量



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2008~2011H1 辅酶 Q₁₀ 市场价格走势



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

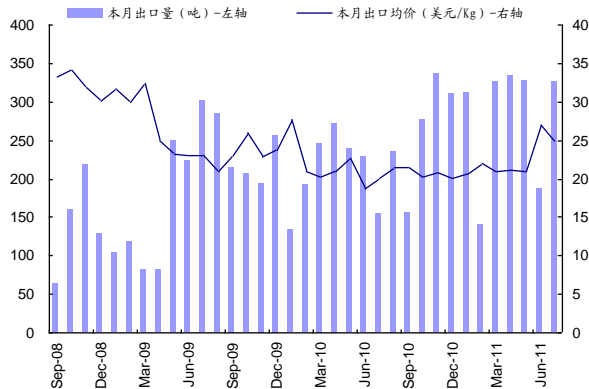
VA 提价后价格趋稳

VA 又称视黄醇，是一种呈微黄色油状或结晶状的高度不饱和脂肪醇，对人体生长发育起促进作用。目前全球需求量在 20000 吨左右（折合 50 万 IU/G），且每年以 3%-5% 左右的速度增长。

VA 生产的技术门槛较高，全球市场呈寡头式竞争格局，其生产企业主要有 DSM、BASF、Adisseo 等国外企业，占全球 VA 市场份额的 70%。剩余的 30% 市场份额由我国新和成、浙江医药及金达威等国内企业占有。

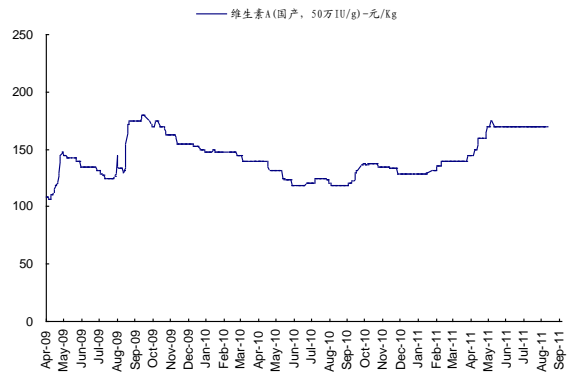
受日本地震的影响，VA 生产原料柠檬醛供货紧张，VA 产能不足。在需求拉动下，VA 价格由 11 年 5 月的 140 元左右迅速上涨至 6 月的 170 元/Kg 左右，提价幅度超过 20%，而后第三季度价格趋稳，在 170 元/Kg 上下波动，行业毛利率得以提升。目前 VA 市场供应依然偏紧，市场价格仍有望继续提升。

图 4: 2008~2011 年 VA 出口量及出口价格



资料来源: 海关数据, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2009~2011 年 VA 市场价格走势 (国产)



资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

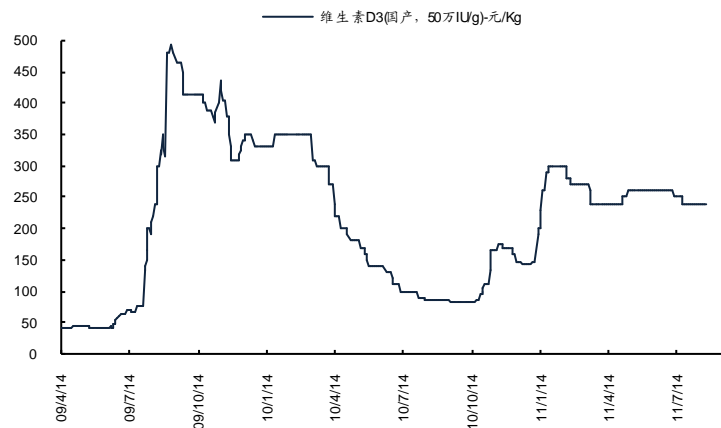
VD₃ 价格波动范围收窄, 高位振荡

VD₃ 又称胆钙化醇, 能够促进肠道钙吸收, 诱导骨质钙磷沉着, 具有调节细胞生长的作用。目前年需求量为 5000 吨左右 (折合 50 万 IU/G), 主要应用于饲料行业。我国饲料行业对 VD₃ 的年需求增长率约为 5%。

VD₃ 生产的技术门槛较高, 全球市场呈寡头式竞争格局, 其生产企业主要有 DSM、浙江花园、金达威、台州海盛、新和成等, 其中国内产能占全球产能的 70%。其中, 浙江花园具有完整的 VD₃ 产业链, 并掌控着起始原料羊毛脂的主要来源, 具有规模优势和价格主导权。

09 年之前, 国际市场竞争激烈, VD₃ 价格较低。09 年原料羊毛脂成本大幅上升, 促进 VD₃ 市场价格大幅上涨, 由低于 50 元/Kg 涨至近 500 元/Kg, 而后大幅回落, 市场价格波动剧烈。11 年以来, 胆固醇供应偏紧, 浙江花园再次主导 VD₃ 提价, 全年 VD₃ 价格基本稳定在 250 元/Kg 左右。目前原料羊毛脂供应紧张, 预计短期内 VD₃ 价格将继续在高位振荡。

图 6: 2009~2011 年 VD₃ 市场价格走势



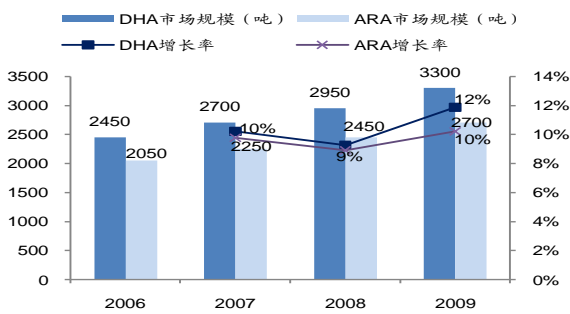
资料来源: 博亚和讯, 国信证券经济研究所整理

微藻 DHA、植物性 ARA——需求拉动快速增长

微藻 DHA 是从海洋微藻中提取的二十二碳六烯酸，俗称“脑黄金”；植物性 ARA 是从真菌中提取的花生四烯酸，是人体必需的不饱和脂肪酸之一。这两种产品可促进婴幼儿视力和智力发育，对心血管疾病也有积极地防治作用，广泛用于婴幼儿、孕期妇女以及哺乳期妇女的食品中。

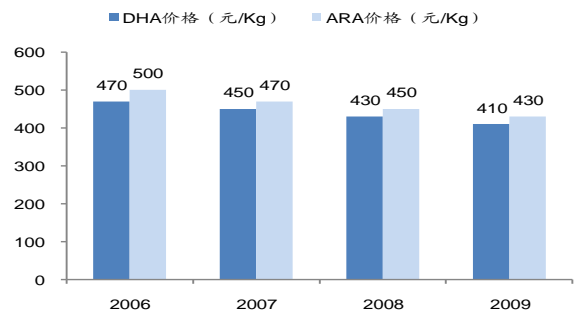
DHA 与 ARA 在我国为新产品，处于市场导入阶段。国内居民健康意识的增强增大了对 DHA、ARA 的需求，推动其市场规模稳步上升。2006-2009 年，DHA 年均增长率超过 10%，ARA 年均增长率也接近 10%，市场前景广阔。

图 7：2006~2009 年国内 DHA、ARA 市场规模



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 8：2006~2009 年 DHA、ARA 市场价格走势



资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

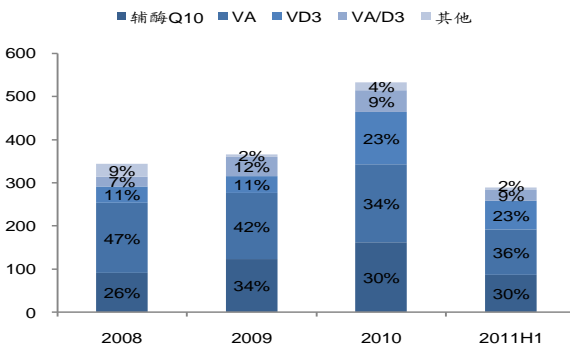
主营业务分析

公司经营概况

公司 10 年销售收入 5.4 亿元，08-10 年复合增长率为 24.7%，净利润 10 年为 1.4 亿元，08-10 年复合增长率达 120.8%。

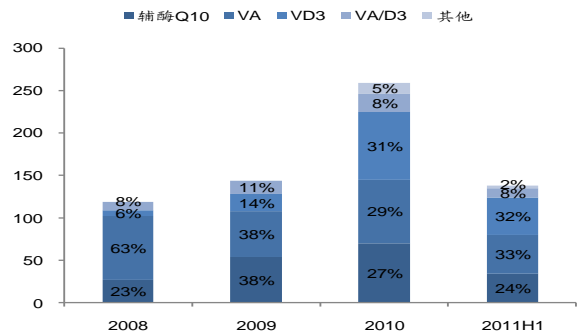
公司的主导产品包括辅酶 Q₁₀、VA、VD₃、VA/D₃，合计占总收入和毛利的 95% 以上，其中 VD₃ 在 10 年增长迅速，对比 09 年营业收入和毛利分别上涨 208%、121%，10 年毛利占比首次超过了辅酶 Q₁₀ 和 VA。

图 9：08~11H1 金达威销售收入构成 (百万元)



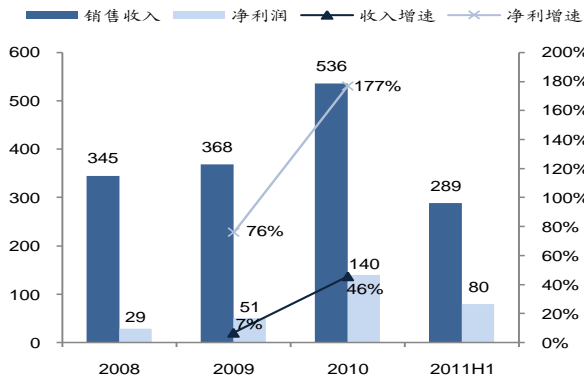
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 10：08~11H1 金达威销售毛利润构成 (百万元)



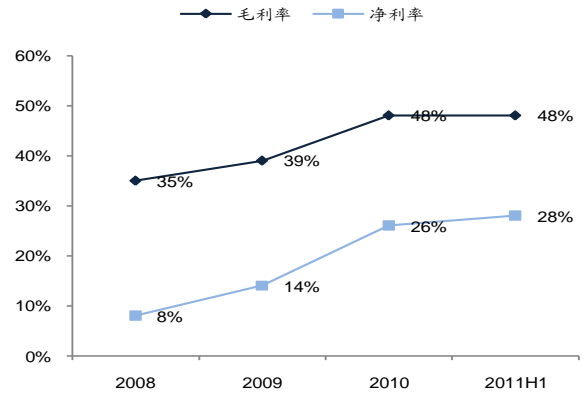
资料来源：招股书，国信证券经济研究所整理

图 11: 08~11H1 金达威销售收入、净利润及增速 (百万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 12: 08~11H1 金达威毛利率及净利率



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

分产品收入及毛利率

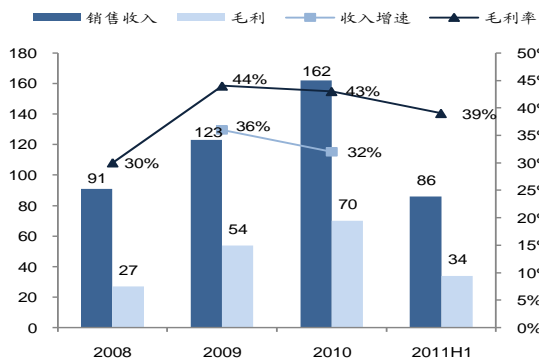
最近三年, 除 09 年 VA 由于价格下降 24% 导致的销售收入下降 6% 外, 公司其余 5 项业务销售收入均保持正增长。其中新产品 DHA 和 ARA 在低基数上增长迅速且毛利较高, 10 年收入同比增长率分别为 2078%、108371%, 10 年毛利率分别为 77%、64%, 预计未来仍将保持快速增长。VD₃ 在 10 年收入增速加快, 主要是由于 09 年提价及价格波动引起滞销, 10 年销量逐渐恢复至其正常水平, 同时价格也上涨了约 40%。

表 1: 2010 年分产品销售情况

2010 年	实际销售收入 (百万)	增速 (%)	实际毛利 (百万)	毛利率 (%)	销售量 (吨)	增速 (%)	单价 (元/Kg)	价格变动 (%)
辅酶 Q ₁₀	162.14	32.08	70.12	43.25	116.70	43.16	1389.33	-7.74
VA	180.47	18.29	74.75	41.42	1811.83	23.40	99.60	-4.14
VD ₃	121.64	208.22	79.91	65.69	878.97	121.18	138.39	39.35
VA/D ₃	49.81	12.55	20.99	42.14	428.48	12.45	116.24	0.08
DHA	8.30	2078	6.42	77.35	15.51	2215	534.93	-6.63
ARA	9.22	108371	5.94	64.43	19.04	95093	484.28	-4.05

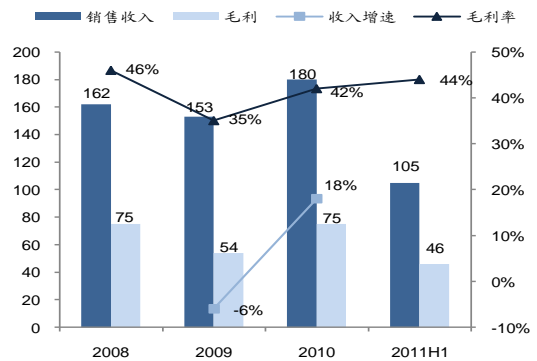
数据来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 13: 08~11H1 辅酶 Q₁₀ 收入及毛利率 (单位: 百万元)



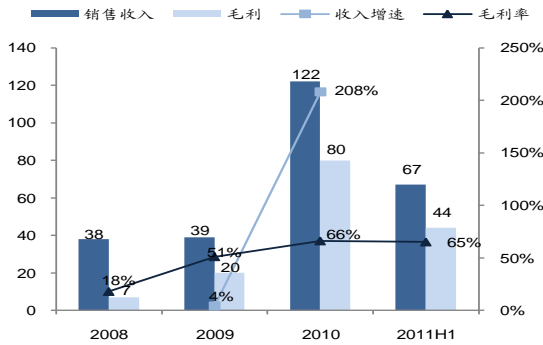
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 14: 08~11H1 VA 收入及毛利率 (单位: 百万元)



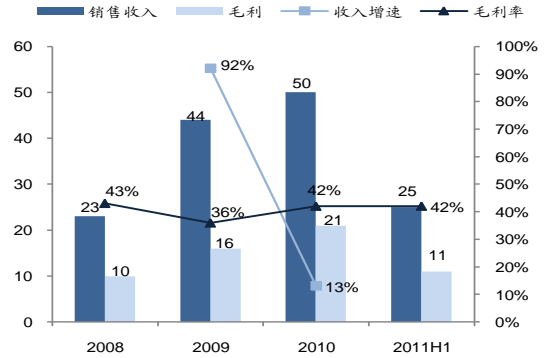
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 15: 08~11H1 VD₃ 收入及毛利率 (单位: 百万元)



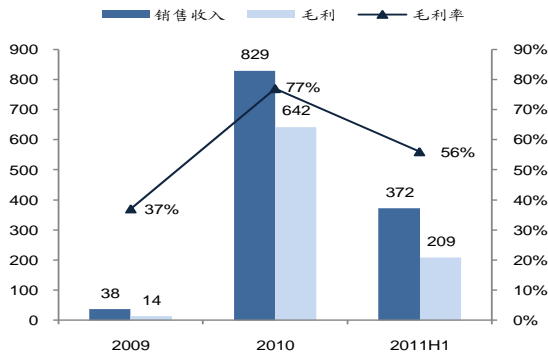
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 16: 08~11H1 VA/D₃ 收入及毛利率 (单位: 百万元)



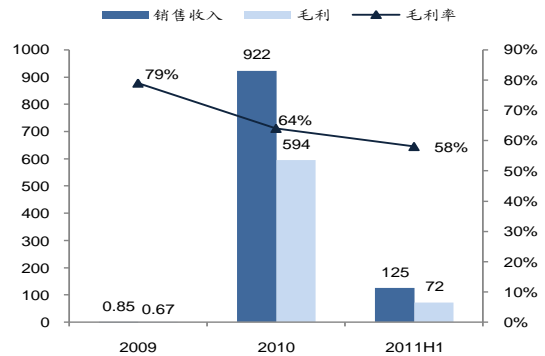
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 17: 08~11H1 DHA 收入及毛利率 (单位: 万元)



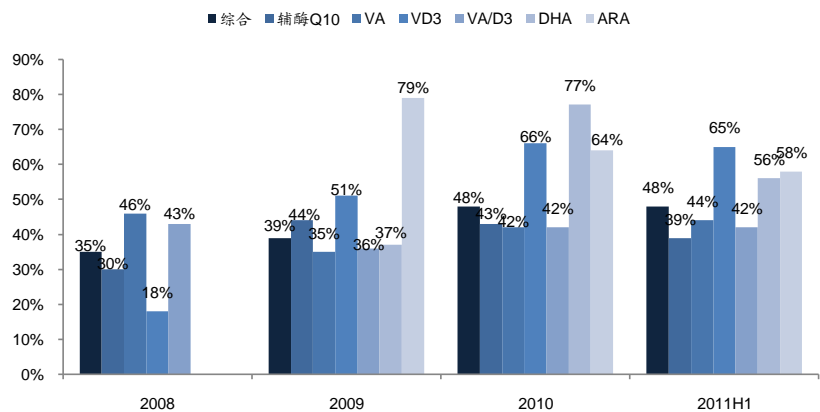
资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 18: 08~11H1 ARA 收入及毛利率 (单位: 万元)



资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

图 19: 公司综合毛利率及分产品毛利率变化



资料来源: 国信证券经济研究所整理

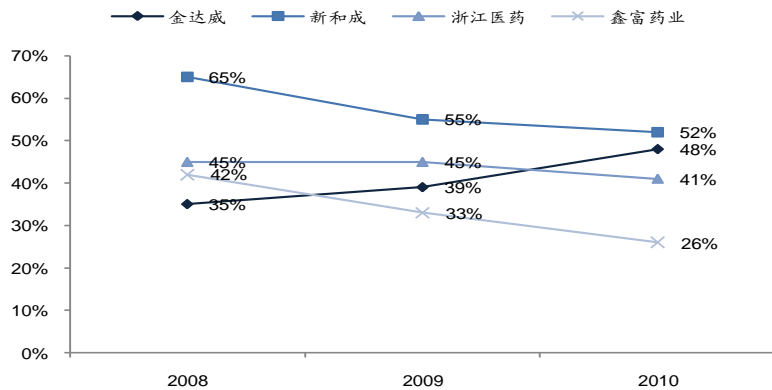
最近 3 年公司综合毛利率呈逐年上升趋势, 主要原因来自 3 个方面:

- VD₃ 价格上涨幅度大, 08 至 10 年年均价格涨幅达 88%;
- 新产品 DHA 与 ARA 推出, 高毛利率产品比重提升;

➤ 技术与工艺改进，降低生产成本，提高对原料市场价格波动的抵抗力。

2008~2010 年同行业可比公司毛利率多呈下降趋势，而同时期公司的毛利率稳步上升，这与公司推出高利润新产品，调节收入结构有关。与可比公司新和成比较，公司毛利率水平仍略低。考虑到多产品收入比重的调整、高毛利产品 DHA 及 ARA 销售收入的增长，公司产品毛利率仍有一定上升空间。

图 20: 2008~2010 年公司综合毛利率与同行业可比公司的比较

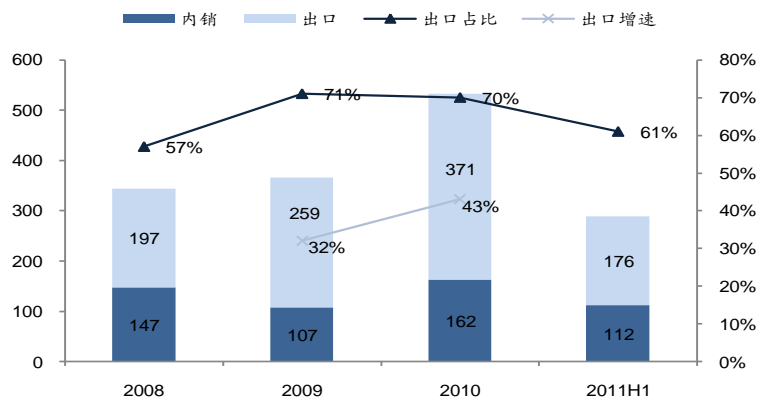


资料来源: 国信证券经济研究所整理

出口情况

公司主要产品中的辅酶 Q₁₀、VA、VD₃ 均为全球性竞争产品，出口比例较高。2008-2010 年公司年均出口增速高于内销增速。2010 年公司出口增速达 43%，出口收入占比为 70%。

图 21: 08~11H1 公司内外销收入及占比变化 (单位: 百万)



资料来源: 国信证券经济研究所整理

销售网络及销售模式

公司的市场营销中心设国内业务部和国际业务部，分别负责国内和海外市场的销售工作。公司国内销售约 85% 为直销，约 15% 为经销；国际销售则直销、经销各占约 50%。

募投项目分析

表 2: 金达威募投项目简况

项目名称	投资总额 (万元)	建设投资额 (万元)	建设时间	说明
微生物发酵法年产 350 吨 DHA 项目	9001	7501	12 个月	扩建生产车间, 达产后, 年产能将从 16.7 吨扩大至 350 吨, 预计新增年收入 1.5 亿元, 新增年净利润 3000 万元
微生物发酵法年产 250 吨 ARA 项目	10000	8500	12 个月	扩建生产车间, 达产后, 年产能将从 20.2 吨扩大至 250 吨, 预计新增年收入 1.2 亿元, 新增年净利润 2400 万元
研发中心项目	3000	3000	24 个月	用于建造实验大楼、购买研发仪器设备
其他与主营业务相关的营运资金				

资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

表 3: 在研技术项目

项 目	研发目标
辅酶 Q ₁₀ 高产工程菌的构建	提高辅酶 Q ₁₀ 的发酵产率
年产 600 吨食品级水溶性 10%DHA 微胶囊	实现产品链延伸
丁烯酮合成工艺技术改进	降低 VA 生产成本
光化学反应合成 VD ₃ 中滤光液的研究	提升 VD ₃ 合成工艺技术
羊毛脂副产物的综合利用研究	新产品开发
β-胡萝卜素系列剂型产品的开发	实现产品链延伸
辅酶 Q ₁₀ 系列剂型产品的开发	实现产品链延伸
虾青素的开发研究	新产品开发
斑螫黄的开发研究	新产品开发
生物发酵技术制备低聚半乳糖	新产品开发
生物发酵技术制备低聚果糖	新产品开发

资料来源: 招股书, 国信证券经济研究所整理

盈利预测及估值

核心假设

公司近三年销售收入稳定增长, 综合毛利率不断提高, 08 年净利润仅 2873 万元, 在 2 年内快速增长到 10 年的 14010 万元, 主要是依靠产品销量的提升、以及 VD₃ 价格的大幅增长。11 年后, 辅酶 Q₁₀ 新产能释放、高利润新产品 DHA 和 ARA 粉剂车间投产, 有望带动公司整体净利润进一步上升。

我们预计 2011-2013 年公司收入同比增长 18%、10%、15%, 归属于母公司股东的净利润增长 26%、13%、12%, 预计实现 EPS 1.98、2.25、2.52 元/股。

细分产品收入和毛利率预测假设参见表 4。

表 4: 金达威细分产品收入预测 (百万元)

收入预测	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
VA 类						
收入 (百万)	162	153	180	254	272	274
增长率		-5.7%	18.3%	40.6%	7.0%	0.9%
销量 (吨)	1190	1468	1812	1880	1940	2030
增长率		23%	23%	4%	3%	5%
单价 (元/kg)	136	104	100	135	140	135
提价幅度	59%	-24%	-4%	35.5%	3.7%	-3.6%
毛利率	46.5%	35.4%	41.4%	44.0%	46.0%	43.0%
VD3 类						
收入	38	39	122	138	133	135
增长率		3.8%	208.2%	13.5%	-3.6%	1.7%
销量 (吨)	967	397	879	920	950	980
增长率		-59%	121%	5%	3%	3%
单价	39	99	138	150	140	138
提价幅度	-9%	153%	39%	8.4%	-6.7%	-1.4%
毛利率	17.6%	51.0%	65.7%	66.0%	64.0%	62.0%
辅酶 Q10						
收入	91	123	162	166	178	195
增长率		35.5%	32.1%	2.1%	7.6%	9.4%
销量 (吨)	53	82	117	120	135	150
增长率		53%	43%	3%	13%	11%
单价	1703	1506	1389	1380	1320	1300
提价幅度	-41%	-12%	-8%	-0.7%	-4.3%	-1.5%
毛利率	30.0%	44.3%	43.3%	40.0%	39.0%	38.0%
VA/VD3						
收入	23	44	50	55	55	55
增长率		92.4%	12.5%	10.2%	0.5%	0.0%
销量 (吨)	175	381	428	450	460	480
增长率		118%	12%	5%	2%	4%
单价	132	116	116	122	120	115
提价幅度	55%	-12%	0%	5.0%	-1.6%	-4.2%
毛利率	42.0%	35.1%	42.1%	44.0%	42.0%	40.0%
DHA						
收入		0.38	8.30	8	29	60
增长率			2077.7%	-1.3%	258.9%	103.4%
销量 (吨)		0.69	16	16	60	130
增长率			2148%	3%	275%	117%
单价		552	535	512	490	460
提价幅度			-3%	-4.3%	-4.3%	-6.1%
毛利率		37.0%	77.4%	56.0%	57.0%	58.0%
ARA						
收入		0.0085	9.22	4	20	69
增长率			108371.8%	-56.6%	400.0%	243.0%
销量 (吨)		0.02	19.04	8	40	140
增长率			95100%	-58%	400%	250%
单价		425	484	500	500	490
提价幅度			14%	3.3%	0.0%	-2.0%
毛利率		78.2%	64.4%	57.0%	58.0%	59.0%
其他						
收入	31	9	4.68	6	6	7
增长率		-72.7%	-45.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	2.1%	-2.3%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
收入合计						
收入	345	368	536	630	694	795
增长率		6.77%	45.74%	17.50%	10.12%	14.62%
毛利率	34.65%	39.15%	48.26%	47.74%	47.85%	47.04%

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

相对估值：39.60~47.52 元

公司业务包含维生素与营养强化剂两部分，分别占收入的 70%和 30%。维生素产品中的 VA、VD₃ 已经形成相对稳定的竞争格局，同类维生素类上市公司主要是生产 VE、VA 的浙江医药、新和成以及生产 VK₃ 的兄弟科技。3 家同类维生素企业的平均估值（11PE）为 16X 左右。辅酶 Q₁₀、DHA、ARA 等营养强化剂行业属性与食品添加剂行业相仿，同类上市公司主要包括龙力生物等，其平均估值（11PE）为 33X。综合考虑公司的各业务收入占比和未来的成长性，给予公司合理价区间 39.60~47.52 元，相当于 11PE 20~24X。

表 5：A 股主要维生素药上市公司估值水平比较

行业	股票代码	公司简称	股价 11-10-11	总市值 亿元	EPS (元)			P/E		
					10A	11E	12E	10A	11E	12E
维生素行业	002562	兄弟科技	25.28	26.97	0.63	0.92	1.77	40	27	14
	002001	新和成	21.72	157.68	1.77	2.01	2.22	12	11	10
	600216	浙江医药	26.84	120.80	2.54	2.74	3.10	11	10	9
		平均值						21	16	11
食品添加剂行业	002604	龙力生物	23.30	43.43	0.65	0.60	0.81	36	39	29
	300138	晨光生物	26.49	23.78	0.71	0.98	1.44	37	27	18
	300149	量子高科	11.38	15.25	0.50	0.30	0.43	23	38	26
	002286	保龄宝	18.29	19.02	0.41	0.63	0.94	45	29	19
	平均值						35	33	23	

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	72	1032	1109	1206	营业收入	536	630	694	795
应收款项	73	85	94	108	营业成本	277	329	362	421
存货净额	70	84	91	106	营业税金及附加	6	3	3	4
其他流动资产	15	18	19	22	销售费用	11	13	14	16
流动资产合计	229	1219	1313	1442	管理费用	68	79	87	99
固定资产	278	348	407	460	财务费用	10	(1)	(7)	(9)
无形资产及其他	21	20	19	19	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1	资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	0	30	60	90	其他收入	0	0	0	0
资产总计	529	1618	1801	2011	营业利润	160	203	230	258
短期借款及交易性金融负债	63	63	63	63	营业外净收支	5	5	5	5
应付款项	54	65	71	82	利润总额	165	208	236	264
其他流动负债	10	11	12	14	所得税费用	25	31	35	40
流动负债合计	127	140	147	160	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(2)
长期借款及应付债券	32	32	32	32	归属于母公司净利润	142	178	202	226
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	33	33	33	33	现金流量表 (百万元)				
负债合计	160	173	180	193	净利润	142	178	202	226
少数股东权益	0	(2)	(3)	(5)	资产减值准备	(1)	(4)	0	0
股东权益	369	1446	1624	1824	折旧摊销	25	19	26	32
负债和股东权益总计	529	1618	1801	2011	公允价值变动损失	4	5	5	5
					财务费用	10	(1)	(7)	(9)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(27)	(21)	(11)	(18)
每股收益	2.11	1.98	2.25	2.52	其它	(1)	3	(2)	(2)
每股红利	0.10	0.24	0.27	0.30	经营活动现金流	143	180	220	244
每股净资产	5.50	16.07	18.05	20.27	资本开支	(66)	(89)	(89)	(89)
ROIC	35%	34%	33%	33%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	38%	12%	12%	12%	投资活动现金流	(66)	(119)	(119)	(119)
毛利率	48%	48%	48%	47%	权益性融资	0	920	0	0
EBIT Margin	32%	33%	33%	32%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	37%	36%	37%	36%	支付股利、利息	(17)	(21)	(24)	(27)
收入增长	46%	18%	10%	15%	其它融资现金流	(43)	0	0	0
净利润增长率	170%	26%	13%	12%	融资活动现金流	(77)	899	(24)	(27)
资产负债率	30%	11%	10%	9%	现金净变动	1	959	77	97
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	货币资金的期初余额	71	72	1032	1109
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	货币资金的期末余额	72	1032	1109	1206
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	企业自由现金流	80	84	119	142
EV/EBITDA	0.8	0.8	0.7	0.7	权益自由现金流	37	85	126	149

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦戢 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn