

金达威 (002626)  
增持/首次评级

股价: RMB34.81

分析师

胡骥  
SAC 执业证书编号:s1000511110003  
0755-83201063  
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵媛  
021-68498596  
zhaoyuan@mail.htlhsc.com.cn

# VD3、VA 景气趋暖， 辅酶 Q10、DHA 产能释放在即

**辅酶 Q10、VA 量价齐升，成本费用拖累业绩下滑。**公司 2011 年实现营业收入 5.78 亿元，同比增长 7.77%；归属母公司的净利润 1.32 亿元，同比下降 6.64%，EPS1.47 元，低于我们的预期，主要是原材料价格上涨，使工业毛利率减少 2.7 个百分点，同时技术开发费、上市费用等大幅上升。分配预案为每 10 股派发 6 元现金（含税），以资本公积金每 10 股转增 10 股。公司积极开拓国内市场，国内销售同比增长 30.58%，辅酶 Q10 销售达 2 亿元，增速达 22%，VA 增长 12.3%。受欧债危机的影响，需求减少伴随去库存化，国外销售同比减少 1.76%。

**VD3 价格维持强势，VA 量价趋暖。**VD3 成交价由年初的 160-170 元/公斤上涨至 230-250 元/公斤（出口价 26-28 美元/公斤），由于价格看涨，公司倾向于签订短单。由于原料羊毛脂货源紧缺且持续涨价，国外巨头 DSM 等因原料限制已改用 VD3 油生产 VD3 粉，中国拥有全球最大的洗毛量，预计今年羊毛脂将延续短缺趋势，VD3 价格将维持强势，均价同比提高 10%-20%。公司期末存货翻倍增长，主要增加胆固醇储备以稳定生产成本。渠道库存见底，补栏需求带动饲料添加剂市场回暖。公司从 2 月初开始 VA 生产线满产，价格同比增长 10%-15%。由于去年 VA 价格呈现 A 字型，一、四季度 VA 对业绩贡献较大。

**辅酶 Q10 产能释放，DHA、ARA 市场开拓。**公司辅酶 Q10 产量约占全球 25%，最大的客户是美国保健品巨头 NBTY，定价权优势将保证产品价格稳中有升。新增发酵罐体积 960 立方米项目预计今年上半年完工，进一步扩大辅酶 Q10 的市场占有率。DHA、ARA 已完成技改，公司积极与伊利、贝因美等确定供货协议。由于内蒙古原料（玉米）和能耗价格较沿海低 1/3 以上，公司可能先采取价格战方式获得市场份额。国际巨头马泰克配方专利将于 2014 年 8 月到期，公司也在筹备与国外保健品和奶粉企业的合作。

**股东全力支持，给予增持评级。**公司二股东中牧集团每年按市场价从公司采购约 200 吨 VA，100 吨 VD3，对销量产生一定保障。预计公司 2012-2014 年 EPS 为 1.68 元、1.92 元、2.16 元，对应估值为 21、18、16 倍，给予增持评级。

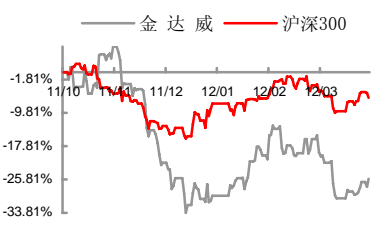
**风险提示：**国际经济复苏不明朗的情况下，产品销量和价格存在波动风险。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	90
流通 A 股 (百万股)	90
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	3,133

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	578	615	705	778
(+/-%)	8%	6%	15%	10%
归属母公司净利润(百万元)	132	151	173	194
(+/-%)	-7%	15%	14%	12%
EPS(元)	1.47	1.68	1.92	2.16
P/E(倍)	23.71	20.69	18.12	16.12

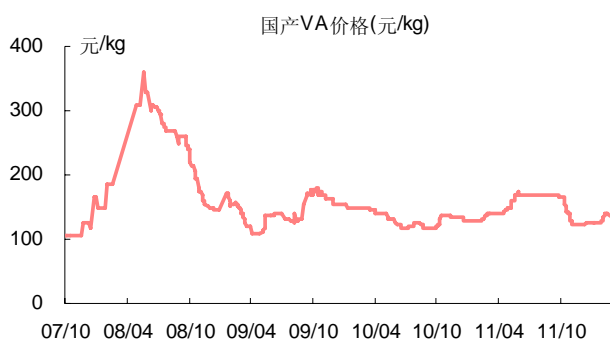
资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

2012-2014 年分业务盈利预测 (单位: 百万)

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>辅酶 Q10</b>	198.29	232.31	265.24	305.02
增长率	22.3%	17.2%	14.2%	15.0%
毛利率	37.3%	36.0%	36.0%	35.0%
<b>VA 系列</b>	258.66	199.10	199.10	199.10
增长率	12.3%	-23.0%	0.0%	0.0%
毛利率	45.5%	41.0%	40.0%	38.0%
<b>VD3</b>	100.16	120.00	121.80	123.25
增长率	-17.7%	19.8%	1.5%	1.2%
毛利率	66.6%	68.0%	66.0%	65.0%
<b>DHA</b>	7.51	25.00	60.00	72.00
增长率	-9.5%	233.0%	140.0%	20.0%
毛利率	39.3%	40.0%	45.0%	48.0%
<b>ARA</b>	2.39	17.40	36.40	55.00
增长率	-74.1%	628.7%	109.2%	51.1%
毛利率	51.1%	50.0%	52.0%	55.0%
<b>其他</b>	9.64	10.12	10.63	11.16
增长率	392.8%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>主营收入合计</b>	577.94	614.88	704.66	777.60
增长率	7.8%	6.4%	14.6%	10.4%
毛利率	45.8%	45.1%	44.5%	43.8%

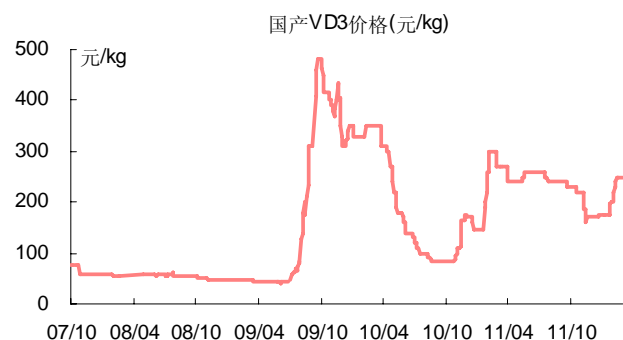
资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 1: VA 价格走势



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

图 2: VD3 价格走势



资料来源: WIND、华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014
<b>流动资产</b>	1062	1071	1241	1427	<b>营业收入</b>	578	615	705	778
现金	811	845	1000	1181	营业成本	313	338	391	437
应收账款	83	89	103	113	营业税金及附加	5	6	7	8
其他应收款	2	6	7	7	营业费用	12	15	16	16
预付账款	13	17	20	22	管理费用	83	86	95	97
存货	142	101	98	87	财务费用	8	-7	-9	-10
其他流动资产	10	12	14	16	资产减值损失	-0	-0	0	0
<b>非流动资产</b>	374	405	409	409	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	322	357	362	359	<b>营业利润</b>	157	178	205	230
无形资产	19	19	20	23	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	32	28	27	26	营业外支出	2	0	0	0
<b>资产总计</b>	1435	1475	1650	1835	<b>利润总额</b>	158	178	205	230
<b>流动负债</b>	158	79	90	106	所得税	26	28	32	36
短期借款	75	0	0	6	净利润	132	151	173	194
应付账款	59	57	66	74	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	25	21	24	26	归属母公司净利	132	151	173	194
<b>非流动负债</b>	55	56	24	5	EBITDA	192	190	218	242
长期借款	52	52	20	0	EPS (元)	1.47	1.68	1.92	2.16
其他非流动负	3	4	4	5					
<b>负债合计</b>	214	134	114	111	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014</b>
股本	90	90	90	90	<b>成长能力</b>				
资本公积	755	755	755	755	营业收入	7.8%	6.4%	14.6%	10.4%
留存收益	376	528	701	895	营业利润	-1.6%	13.2%	15.0%	12.4%
归属母公司股	1221	1373	1546	1740	归属母公司净利	-6.6%	14.6%	14.2%	12.4%
<b>负债和股东</b>	1435	1507	1660	1851	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	45.8%	45.1%	44.5%	43.8%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	22.9%
					ROE(%)	10.8%	11.0%	11.2%	11.2%
					ROIC(%)	25.6%	26.2%	29.6%	33.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	14.9%	8.9%	6.9%	6.0%
					净负债比率(%)	59.26	38.67	17.49	5.40%
					流动比率	6.70	13.61	13.76	13.40
					速动比率	5.79	12.32	12.68	12.58
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.42	0.45	0.45
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	6.44	5.82	6.31	6.21
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊	1.47	1.68	1.92	2.16
					每股经营现金流	0.82	2.03	2.03	2.36
					每股净资产(最新	13.57	15.25	17.18	19.34
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23.71	20.69	18.12	16.12
					P/B	2.56	2.28	2.03	1.80
					EV/EBITDA	13	13	11	10

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐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。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。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以往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,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。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,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合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,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。