

中性

——首次

金达威 (002626.SZ)

证券研究报告/公司研究/公司深度

日期: 2013年7月10日

行业: 原料药



张凤展

021-53519888-1932

zhangfengzhan@shzq.com

执业证书编号: S0870511030001

看点主要来自辅酶 Q10

■ 投资摘要

估值与投资建议

公司的主要看点在于辅酶 Q10 收入的增加,但是 2013 年度维生素类产品 VA、VD3 的价格依旧低迷,给业绩造成压力,另一方面,新业务 ARA、DHA 市场情况并不乐观,预测 2013 年-2015 年公司的 EPS 为: 0.64、0.75、0.86 元,净利润同比增长分别为: 14.41%、15.95%、15.21%,对应的 PE 分别为:15.95/13.76/11.94 倍,给予该公司“中性”评级。

核心假设或逻辑

主要产品价格: 根据分析,我们认为 2013 年度 VA 和 VD3 的价格较 2012 年度同比有一定下降,辅酶 Q10 价格保持稳定,ARA、DHA 价格略有下滑。

产能: 维生素类产品产能没有增加,辅酶 Q10 产能略有增加(60 吨新产能在 2013 年度简称)、ARA、DHA 项目在 2014 年度贡献产能。

股价变化的催化因素

能够推动公司股价变化的主要因素在于两点: 1、产品提价; 2、国内乳品市场繁荣,公司 ARA、DHA 获得乳品大企业认证。

核心假设或逻辑的主要风险

第一,下游禽肉类市场持续低迷,市场需求萎缩,导致产品价格难以提升。

第二,公司的 ARA、DHA 产品难以获得市场认可。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	675.98	685.89	817.34	957.49
年增长率	16.96%	1.47%	19.17%	17.15%
归属于母公司的净利润	101.69	116.34	134.91	155.43
年增长率	-23.03%	14.41%	15.95%	15.21%
每股收益(元)	0.565	0.646	0.749	0.863
PER(X)	18.25	15.95	13.76	11.94

注: 按最新股本 18000 万股计算

基本数据 (2013Q1)

报告日股价(元)	10.31
12mth A 股价格区间(元)	9.9/18.18
总股本(百万股)	180
无限售 A 股/总股本	64.13%
流通市值(亿元)	11.90
每股净资产(元)	7.14
PBR(X)	1.44
DPS(Y2013,元)	0.029

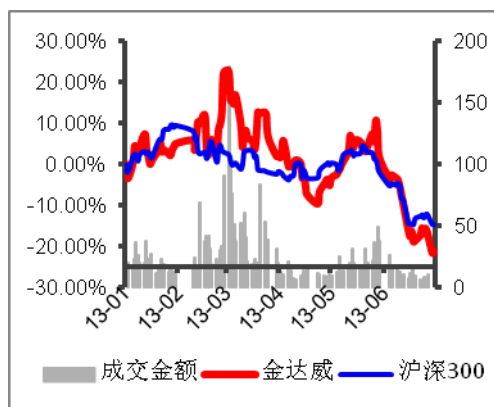
主要股东 (2013Q1)

厦门金达威投资有限公司	35%
中牧实业股份有限公司	26.47%
厦门经济特区工程建设公司	6.24%

收入结构 (2013Q1)

辅酶 Q10	38%
VA	39%
VD3	13%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZFZ13-CR02

首次报告日期: 2013 年 7 月 10 日

相关报告:

目 录

一、公司简介.....	3
二、行业分析.....	4
2.1 维生素行业产业分析.....	4
2.1.1 维生素行业应用结构.....	4
2.1.2 市场竞争格局.....	4
2.2 维生素 A 行业分析.....	8
2.3 VD3 行业分析.....	9
2.4 辅酶 Q10 产业分析.....	11
2.5 微藻 DHA 产业分析.....	13
2.6 植物性 ARA 产业分析.....	13
三、公司分析.....	14
3.1 公司发展历史及股权结构.....	14
3.2 公司主营业务分析.....	15
四、盈利预测及估值定价分析.....	16
五、投资建议.....	17

表目录

表 1 公司产品简介.....	3
表 2 主要维生素品种的核心技术及门槛.....	6
表 3 主要维生素的供求关系及竞争格局.....	7
表 4 维生素 D3 产能分布.....	10
表 5 持股结构.....	14
表 6 业务结构.....	15
表 7 产品产能.....	15
表 8 毛利率趋势.....	15
表 9 盈利能力分析.....	16
表 10 数据预测与估值.....	17
表 11 财务和估值数据.....	18

图目录

图 1 全球维生素应用结构.....	4
图 2 全球维生素需求结构.....	4
图 3 全球维生素供需状况.....	6
图 4 维生素产业竞争格局演变.....	8
图 5 维生素 A 价格走势.....	9
图 6 维生素 A 出口情况.....	9
图 7 维生素 D3 出口情况.....	11
图 8 维生素 D3 价格走势.....	11
图 9 辅酶 Q10 出口情况.....	12

一、公司简介

公司是行业内知名的食品营养强化剂、饲料添加剂生产厂家之一，主要生产和销售辅酶 Q10、VA、VD3、微藻 DHA、植物性 ARA 等五大系列产品，产品广泛应用于食品、饲料、保健品、医药和化妆品等领域。公司采用国际先进、国内领先的具有自主知识产权的微生物发酵工艺生产辅酶 Q10，已成为全球最大辅酶 Q10 生产厂家之一，是目前国内最大的辅酶 Q10 出口企业；公司为全球前三大 VD3 生产厂家之一，也是全球六家 VA 生产厂家之一。公司已掌握规模化生产微藻 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。

表 1 公司产品简介

产品类别	产品规格	功能及用途
辅酶 Q10	辅酶 Q10 乳液	具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能，广泛用作抗氧化和免疫调节类药物以及食品、保健品添加剂。
	辅酶 Q10 粉	
微藻 DHA	微藻 DHA 粉	促进婴幼儿视力和智力发育，对心血管系统疾病、癌症、炎症等也具有积极的防治作用，广泛应用于婴幼儿配方食品、孕期和哺乳期妇女食品及功能性食品。
	微藻 DHA 油	
植物性 ARA	植物性 ARA 粉	促进婴幼儿视力和智力发育，对心血管系统疾病、癌症、炎症等也具有积极的防治作用，其代谢产物还可用于缓解神经紧张，调节中枢神经系统功能，广泛应用于婴幼儿配方食品、孕期和哺乳期妇女食品及功能性食品。
	植物性 ARA 油	
VA	食品级 VA 醋酸酯	促进机体生长发育，增强疾病抵抗能力，广泛应用于保健品、食品、化妆品等行业。
	食品级 VA 棕榈酸酯	
	食品级 VA 棕榈酸酯粉	
	食品级 VA 醋酸酯粉	
	饲料级 VA 粉	
VD3	饲料级 VA 醋酸酯油	提高繁殖能力、促进畜体生长、提高机体免疫能力。
	食品级 VD3 粉	调节钙、磷代谢，促进肠道对钙、磷的吸收，控制钙、磷排泄和在骨骼中的储存及转化。在临床上主要用于治疗佝偻病、软骨病、骨质疏松、甲状腺机能减退等。
VA/D3	饲料级 VD3 粉	促进动物生长发育、繁殖，提高其抗病能力。
	饲料级 VD3 油	
	由 VA 和 VD3 按一定比例混合	

数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

二、行业分析

2.1 维生素行业产业分析

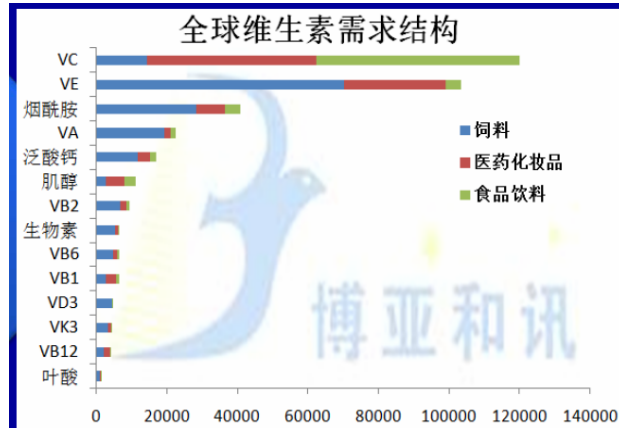
2.1.1 维生素行业应用结构

维生素的主要应用领域是饲料添加剂、医药及化妆品、食品及饮料。整体维生素行业下游消费机构比较稳定，估计全球维生素用量有 48%用于饲料添加剂，医药及化妆品和食品及饮料的市场份额分别占 30%和 22%。食品饮料市场增长速度（估计在 10%~15%）相对医药（3%~5%）和饲料（1%~2%）增长速度快。烟酰胺、泛酸钙、VB1、VB6、VC 等受益于维生素饮料（运动型或功能型饮料）市场快速增长，在饮料中应用比例结构有增长。事实上，除少数品种（维生素 B12，维生素 B1、肌醇、维生素 C 等）外，其他大部分维生素品种在饲料中的应用比例达到 70%以上，因此在分析维生素供需格局因素时，我们将主要对饲料行业进行分析。

图 1 全球维生素应用结构



图 2 全球维生素需求结构



数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

2.1.2 市场竞争格局

维生素产品的价格波动主要是由供求关系、市场集中度、进入门槛和退出成本等多方面因素影响形成。

供求关系

供求关系是影响价格波动的根本因素。维生素作为生物体内必需的一大类营养素，是人类及动物永久性的消费品，其需求相对刚性，因而决定了维生素价格一旦上涨，其涨幅较大。

市场集中度

由于目前维生素大品种的集中度都较高，并已初步形成各自的竞争格局，达到一种均衡状态，这样的平衡不会轻易被打破，而且

生产厂商定价逐步趋于理性，生产波动更小，渠道和下游厂商对价格大幅波动的预期降低，存货政策也将趋于稳定，可相应的减少价格波动，维生素价格将会在目前价格水平上相对稳定运行。

进入门槛及退出成本

在资金方面，某些生产设备的建设需要较高的初始成本，尤其是对部分品种，生产规模能够明显影响单位成本，进而影响利润率水平。要想形成规模效益，就必须投入较高的初始资金。

在技术方面，合成品种如维生素 E、维生素 A 的关键中间体，或是一些发酵品种需要的菌种，都存在门槛。对于这些关键技术的控制，也影响了景气周期的长度。国内维生素行业对维生素 D3、维生素 B2、维生素 B5、维生素 C 的技术控制力度是最强的。

化学合成工艺的品种，其退出成本往往较发酵工艺的品种为高，因为发酵设备通常具有通用性，而化学合成尤其是合成路线较长的品种，其设备多属专用，退出成本很高。高退出成本有利于维系当前的格局，对潜在进入者是有力的吓阻。

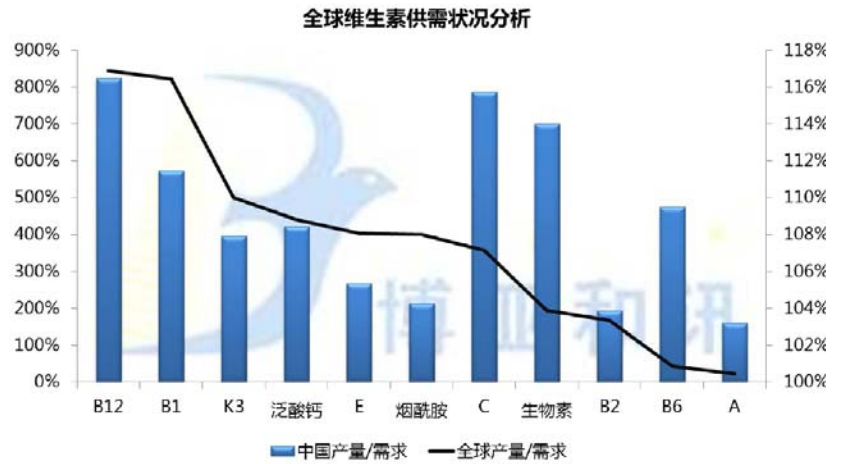
此外，在市场较为低迷时，由于退出成本较高，竞争者难以下决心退出，但是一旦退出，很难再考虑重新进入。

因此，行业外企业要进入维生素行业，不仅需要雄厚的资金实力，还需要突破技术壁垒，掌握维生素生产工艺的核心诀窍和工艺参数，此外维生素行业退出成本的高企也阻止了行业外企业的进入。短期内维生素行业只要保持合理的利润率，出现维生素行业新进入者打破既有竞争格局引发价格大幅下滑的可能性较小。

从市场规模来看，维生素 C、维生素 E、维生素 A 是市场规模最大的三个品种，市场占比分别为 30%、21%和 13%，而维生素 B 族合计占比 33%左右。

整个维生素行业各品种经过 20 多年的产业演变，都处于供给高度集中，需求平稳增长的成熟期。所有的维生素品种都处于供过于求的状态，而且大部分品种下游增长相对平缓，因此供方的竞争格局成为决定供求平衡，影响价格的首要因素。而供应格局的转变同市场价格和竞争程度有密切关系。基本逻辑是：长期价格低位徘徊，生产厂家并没有扩产，也没有外来进入者，当利润下滑至不能接受阶段，会出现企业退出或者现有厂家放弃竞争，从而引起市场格局发生变化，最终造成价格暴涨。

图 3 全球维生素供需状况



资料来源：《2012中国维生素产业发展报告》博亚和讯

数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

表 2 主要维生素品种的核心技术及门槛

品种	核心技术	技术门槛高低	国内企业对技术的控制能力	进入门槛	退出成本
VA	柠檬醛中间体合成	较高	较弱	高	高
VB1	γ -氯代乙酰丙醇中间体合成	一般	较弱	一般	一般
VB2	菌种	一般	较强	一般	一般
VB12	菌种	一般	较弱	一般	一般
VB6	N-乙氧草酰-L-丙氨酸乙酯中间体合成	一般	较弱	一般	一般
VC	菌种、两步发酵法	一般	强	高	一般
VB5	菌种、生物拆分	一般	较强	一般	一般
VE	三甲基氢醌中间体合成	高	一般	高	高
VH	(3a _s , 6a _R)-硫内酯中间体合成	较高	较弱	较高	较高
K3	维生素 K3 和铬鞣剂联产工艺,	一般	一般	一般	一般

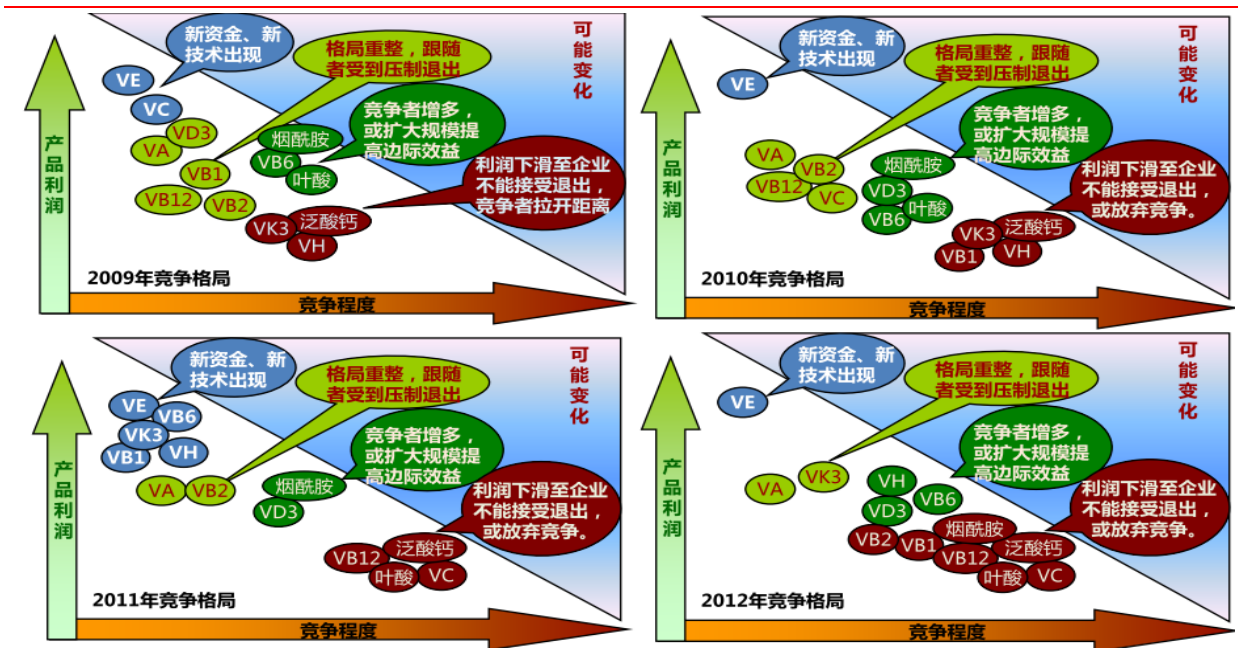
资料来源：CNKI 上海证券研究所

表3 主要维生素的供求关系及竞争格局

品种	功效	产能/吨	需求(吨)	主要供应商	主要供应商份(%)	补充者	集中度
维生素C	预防坏血病	200000	120000	东北制药, 华北制药, 石药集团, 江山制药, 帝斯曼	70	山东鲁维	较高
维生素E油	抗氧化抗衰老	73000	48000-50000	帝斯曼, 巴斯夫, 浙江医药, 新和成	98	西南合成	高
VB3	治疗糙皮病	100000	38000-40000	龙沙, 德国赛	65	凡特鲁斯, 中国企业	较高
维生素A	治疗夜盲症	30000	22000-25000	帝斯曼, 新和成, 巴斯夫, 安迪苏	90	浙江医药, 金达威	较高
维生素B5	治疗癩皮病	20000	14000-16000	鑫富, 新发, 日本第一精细化工, 巴斯夫	80	帝斯曼, 华辰	一般
维生素B2	治疗口角炎	17500	8400	广济, 巴斯夫, 帝斯曼	78	迪赛诺, 恩贝, 宁夏启元, 圣雪	一般
维生素B6	脂溢性皮炎	9500	6500	天新	58	宏新, 咸宁京汇, 江西泰森	较高
维生素B1	治疗脚气病	>15000	6400	湖北华中, 浙江天新, 兄弟科技	85	东北制药, 天津中津, 帝斯曼, 巴斯夫	一般
维生素D3	治疗骨质疏松	>10000	5000	花园, 帝斯曼	78	金达威, 巴斯夫, 新和成, 浙江医药	较高
维生素K3	加速凝血	>10000	4300	兄弟, 云南陆良	80	绵阳崑尼达, 大华广济	较高
维生素H	治疗皮炎	230	130	浙江医药, 新和成	70	浙江圣达, 迪赛诺, 住友	一般
维生素B12(纯品)	治疗贫血	60	30-32	河北玉星, 河北华荣, 威可达, 宁夏多维, 安万特	90	暂无	较高

数据来源: 博亚和讯 上海证券研究所

图 4 维生素产业竞争格局演变



资料来源：《2012中国维生素产业发展报告》博亚和讯

数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

2.2 维生素 A 行业分析

(1) 产品概述

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，对人体生长发育有促进作用，广泛应用于保健品、食品、化妆品等；对动物，VA 有提高繁殖力，促进生长，增加免疫力等作用，可用作饲料添加剂。随着维生素类产品市场的快速发展，VA 已成为我国出口规模较大的维生素品种之一。

(2) 产品供求关系现状

目前，全球市场 VA 的需求量在 20,000 吨左右（折合 50 万 IU/G），并且每年以 3%-5% 左右的速度增长。VA 下游消费主要在饲料、食品和医药保健品领域，90% 以上应用在饲料行业。预计 VA 未来几年在饲料工业的需求会保持稳步增长，而来自食品、保健品行业的需求增长空间较大。

VA 属于资金和技术高度密集行业，工艺复杂，投资规模较大，进入门槛比较高，全球 VA 生产企业数量较少，主要有 DSM（帝斯曼）、BASF（巴斯夫）、Adisseo（安迪苏）等国外企业和新和成、浙江医药、金达威等，其中 DSM（帝斯曼）、BASF（巴斯夫）、Adisseo（安迪苏）占全球 VA 市场份额的近 70%，剩余约 30% 由我国企业分享。

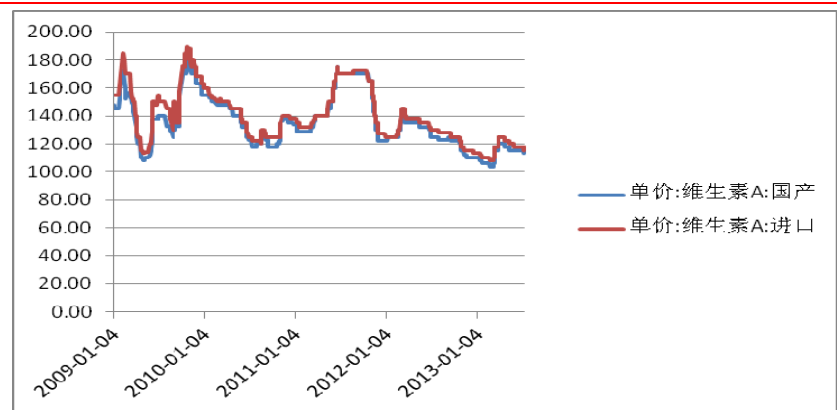
(4) 价格走势

上半年 VA 价格欲扬先抑，年初市场冷清，VA 价格一路下滑，低至 114 元/kg 左右，三月初，价格弱势回调，目前价格在 115 元/kg 附近波动。

进入六月，国内维生素巨头新和成选择提高 VA 报价的 9%，多数业内人士选择冷静观望。

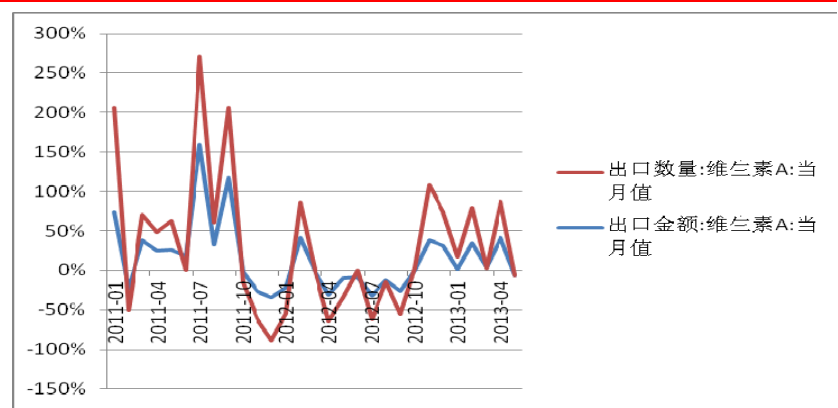
预测：下半年维生素 A 或将以震荡整理为主，不排除由于市场需求增大带来的价格小幅增长，但价格涨势有限。

图 5 维生素 A 价格走势



数据来源: wind 上海证券研究所

图 6 维生素 A 出口情况



数据来源: wind 上海证券研究所

2.3 VD3 行业分析

(1) 产品概述

VD3 又称胆钙化醇，其生理功能是促进肠道钙吸收，诱导骨质钙磷沉着和防止佝偻病，具有调节细胞生长的作用，包括诱导细胞的正常分化和抑制细胞的过度增殖，广泛应用于饲料、食品和医药。

(2) 产品供求关系现状

VD3 需求 70%以上来自于饲料行业,目前其年需求量 5,000 吨左右(折合 50 万 IU/G)。其中,发展中国家需求高于发达国家,增速较快的有中国、东南亚以及南美,以我国为例,我国饲料行业对 VD3 的年需求增长在 5%左右。未来几年,受发展中国家养殖业快速发展的推动,全球 VD3 的年需求预计将达 7,000-8,000 吨(折合 50 万 IU/G)。

全球维生素 D3 主要生产厂家共有七家,国外三家荷兰帝斯曼、德国巴斯夫、印度 Fermenta,其产品均以食品医药级维生素 D3 为主,其余四家生产厂商均在我国。

国内三家生产商台州市海盛化工有限公司、厦门金达威维生素股份有限公司、浙江新维普添加剂有限公司主要集中于饲料市场,生产的产品主要为饲料级维生素 D3,食品级维生素 D3 产品产量有限;

食品医药级维生素 D3、全活性维生素 D3、25-羟基维生素 D3 等产品则主要由荷兰帝斯曼、德国巴斯夫生产。

表 4 维生素 D3 产能分布

企业名称	食品医药级	饲料级	合计
浙江花园生物高科股份有限公司	93.00	3,270.00	3,363.00
荷兰帝斯曼	600.00	0.00	600.00
德国巴斯夫	400.00	0.00	400.00
台州市海盛化工有限公司	40.00	1,580.00	1,620.00
厦门金达威维生素股份有限公司	0.00	1,000.00	1,000.00
浙江新维普添加剂有限公司	6.00	380.00	386.00
印度 Fermenta	200.00	0.00	200.00
合计	1,339.00	6,230.00	7,569.00

数据来源: 上海证券

目前维生素 D3 竞争格局虽然没有大的变化,但是打破了原有格局,山东新发药业和东营天润化工作为近两年进入的新企业,对整个竞争格局还没有实质影响,但是在饲料行业上竞争仍旧比较激烈。2012 年降价最快的也是饲料级产品,医药级和食品级上占有绝对优势的还是浙江花园药业。未来几年内,维生素 D3 在饲料行业上需求稳定,市场竞争仍激烈;医药和食品级将稳步发展。

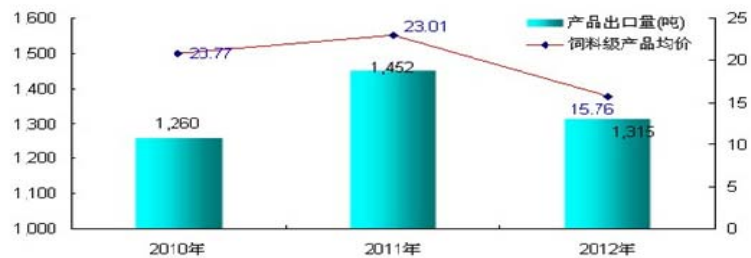
(3) 产品价格走势分析

尽管上游原材料货源紧张,而且价格一直居高不下,但是维生素 D3 在 2012 年市场价格出现大幅度下滑,特别是饲料级产品,这主要是由于前期涨价非理性暴涨,随后的大幅度回落也证明了维生素 D3 市场并不能由一己之力来控制。随着众多厂家的介入 VD3 的生产,国内 VD3 市场又重新回到多方竞争格局。

2010-2012年，维生素D3出口量变化不大，2011年有一定增长，2012年受国际大环境影响出现明显下滑趋势。2012年维生素D3全年出口总量超过1315吨，出口金额大约3085万美元，与去年同期相比，出口数量下降9.40%，出口金额下降35.54%。从2010-2012年，饲料级产品出口均价来看，2012年下滑十分明显。主要是由于2011年下半年以来，国内维生素D3生产企业在胆固醇来源方面积极寻找渠道，上马维生素D3厂家迅速增多，据不完全统计国内大大小小D3工厂有10家之多，原有闲置产能也重返市场，积极争取下游客户，包括出口，从而导致了维生素D3特别是饲料级产品价格下滑明显。

2013年以来，维生素D3的价格依然维持低位，根据7月9日的最新报价，维生素D3（饲料级）的价格是60元/kg。尽管今年4月一些大厂如新和成和金达威都调高了维生素D3的报价，但从目前来看，价格调高没有持续性。

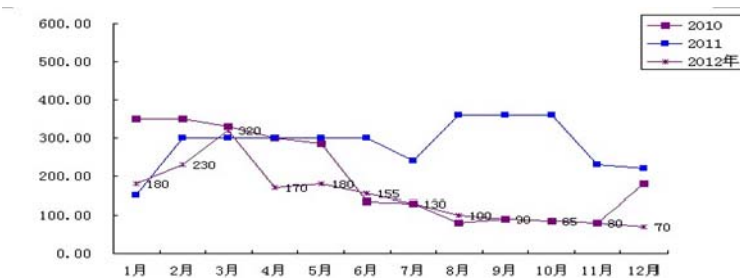
图7 维生素D3出口情况



2010-2012年维生素D3出口数量及饲料级产品出口均价变化

数据来源：健康网，上海证券研究所

图8 维生素D3价格走势



单位：元/千克

2010-2012年维生素D3（饲料粉）国内月度价格走势

数据来源：健康网，上海证券研究所

2.4 辅酶Q10产业分析

(1) 产品概述

辅酶Q10 (coenzyme Q10)，俗称维生素Q，又称泛醌、癸稀醌，

其化学结构类似于维生素 K。辅酶 Q10 具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能，广泛用作抗氧化和免疫调节类药物以及保健品、功能性食品添加剂。

(2) 产品供求关系现状

辅酶 Q10 下游的采购厂商主要是保健品、功能性食品和化妆品等生产企业。美国是全球最大的辅酶 Q10 需求市场。此外，辅酶 Q10 的市场需求还有一部分主要来自欧洲、日本、澳洲等海外市场，目前国际市场容量在 500 吨左右，每年增长 10-20% 左右。

日本是最早开发和生产辅酶 Q10 的国家，早期全球 90% 的供应来自日本。日本主要厂家为：钟渊化学、三菱瓦斯化学株式会社、旭化成、日清制药株式会社四家，经过几年的竞争，日本旭化成已经退出市场，目前规模最大的是钟渊化学。

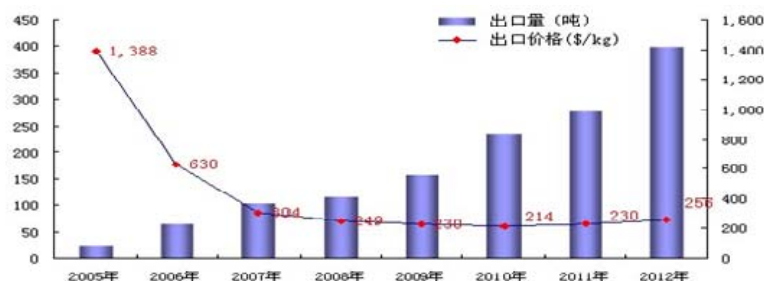
而国内辅酶 Q10 生产厂家主要有金达威、浙江医药、新和成、神舟生物等企业。

随着 2013 年初辅酶 Q10 的专利官司的结束，在全球最大的美国市场，中国的 Q10 原料也已经在数量上占据最大份额（2012 年度出口到美国的数量达 319 吨），而日本企业主要将在还原性辅酶 Q10 这样高端产品领域占据主导。可以说各扮演适合自己的角色。

(3) 价格走势

据健康网进出口统计显示：辅酶 Q10 原料出口在 2012 年继续保持近 50% 的高速增长，平均价格同比增长 12%，而出口总金额则达到了 1 亿多美元。该产品经过十多年的发展，形成了目前中国几家企业相对垄断的格局，近几年来一个主要的特点就是下游保健品、化妆品领域的应用增长很快，对原料的需求和消耗甚至要超过了预期，由此带来 Q10 的价格平稳，并合理回升。

图 9 辅酶 Q10 出口情况



2005-2012 年中国辅酶 Q10 原料出口总量与价格走势

数据来源：健康网，上海证券研究所

2.5 微藻 DHA 产业分析

(1) 产品概述

微藻 DHA 是采用微生物发酵工艺,从海洋微藻中提取的 DHA 产品。DHA 是二十二碳六烯酸 (Docosa Hexaenoic Acid) 的英文名缩写,俗称“脑黄金”,可促进婴幼儿视力和智力发育,对心血管系统疾病、癌症、炎症等也具有积极的防治作用,广泛应用于婴幼儿配方食品、孕期和哺乳期妇女食品及功能性食品。

(2) 产品供求关系

全球最大的厂家马泰克公司(已被 DSM 收购)的微藻 DHA 已占据全球婴儿配方领域 75% 市场,美国本土占有 96% 的市场份额。有数据表示目前国内 DHA 工业化产能 1475 吨,并有一定的出口规模,但国内高端奶粉市场仍被进口原料占领。其中部分出口份额在国外加工后转战国内保健品市场。

近年来,随着消费者健康意识的提高和生活水平的提升,仅马泰克一家 DHA 在我国的市场份额逐年呈两位数的增长速度。面对高额的利润和不断增长的潜在市场,我国陆续出现了 DHA 生产企业,包括金威达、汕头市润科生物工程有限公司、湖北福星生物科技有限公司、湖北友芝友生物科技有限公司、长沙佳格生物技术有限公司等。

由于 DHA 市场集中度较高,产品质量差异化明显、高价格的消费、终端领域的扩大和奶粉业的安全隐患是 DHA 发展的制约力。

(3) 产品价格走势分析

在旺盛的需求推动下,2006-2009 年,我国 DHA 粉的市场规模一直呈稳步上升态势,年均增长率超过 10%。

2.6 植物性 ARA 产业分析

(1) 产品概述

植物性 ARA 是采用微生物发酵工艺,从真菌中提取的 ARA 产品。ARA 是花生四烯酸 (Arachidonic Acid) 的简称,又称 AA,是人体必需的不饱和脂肪酸之一,可促进婴幼儿视力和智力发育,对心血管系统疾病、癌症、炎症等也具有积极的防治作用,其代谢产物还具有缓解神经紧张,调节中枢神经系统功能,广泛应用于婴幼儿配方食品及功能性食品。

(2) 产品供求关系现状

ARA 主要用于婴幼儿配方食品及功能性食品。随着我国居民保健意识的增强,对功能性食品的 ARA 需求也将出现较快的增长。

目前生产 ARA 中较为知名的生产企业有 Martek (马泰克) 等, 国内的 ARA 生产企业主要包括金威达、嘉吉烯王生物工程有限公司、汕头市润科生物工程有限公司、湖北福星生物科技有限公司、湖北友芝友生物科技有限公司、长沙佳格生物技术有限公司等。

三、公司分析

3.1 公司发展历史及股权结构

1998 年起, 公司开始从事维生素系列产品的销售和生产。从饲料级 VA 到 VD3, 公司的收率不断提高, 成本优势业内领先。2007 年, 公司开始生产辅酶 Q10, 标志着公司由饲料添加剂向营养强化剂的转型。尤其是 DHA、ARA 的投产, 公司营养强化剂的定位更加清晰, 未来将专注于前景更广阔、盈利能力更高的食品添加剂。

实际控制人江斌先生于 1997 年创立金达威, 通过金达威投资有限公司, 间接持有公司 35% 的股份。第二大股东中牧股份, 直接持有公司 26.47% 股权。总股本 18000 万股, 流通股占比 64.13%。

表 5 持股结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
厦门金达威投资有限公司	63,003,304	35.00	限售流通 A 股
中牧实业股份有限公司	47,644,120	26.47	A 股流通股
厦门经济特区工程建设公司	11,227,308	6.24	A 股流通股
俞蒙	6,081,400	3.38	A 股流通股
况小平	2,259,700	1.26	A 股流通股
全国社保基金一零八组合	1,999,912	1.11	A 股流通股
陈瑞琛	1,567,676	0.87	限售流通 A 股, A 股流通股
招商银行股份有限公司-华富成长趋势股票型证券投资基金	1,199,951	0.67	A 股流通股
博时基金公司-农行-中国农业银行离退休人员福利负债	1,000,000	0.56	A 股流通股
陈振美	445,400	0.25	A 股流通股
合计	136,428,771	75.81	

数据来源: Wind 资讯, 上海证券

3.2 公司主营业务分析

从公司的业务结构来看，贡献利润最大的部分是维生素 D3，在 2012 年的毛利占比达到 42%，其次是辅酶 Q10，但是从公司的发展趋势来看，辅酶 Q10 占收入的比重逐年提升，目前收入占比为 38%，随着募投项目 60 吨辅酶 Q10 的投产，该产品在公司的盈利结构中占更大比例。

公司的募投项目 350 吨 DHA 和 250 吨 ARA 项目，目前还没有投产，项目预计于 2013 年 10 月建成投产。

但是从目前 DHA、ARA 的市场情况来看，不是很乐观。公司的 DHA、ARA 主要面向国内市场销售，由于国内乳制品市场环境欠佳，食品安全管理日趋严格，延长了客户对公司产品的认证时间；作为该产品的市场新进入者，客观上增加了产品的市场推广难度。另外从公司 2012 年年报中可以看出，DHA、ARA 的价格在下降。

如果 2013 年度这两个项目能够顺利投产，将成为 2014 年的业绩增长点。

表 6 业务结构

项目	2012 年销售收入	收入占比	毛利占比
辅酶 Q 10	25653	38%	37%
VA	26029	39%	42%
VD3	9021	13%	17%
DHA	1218	2%	2%
ARA	419	1%	1%
其他	5085	8%	2%
合计	67,425	100%	100%

数据来源：公司公告，上海证券

表 7 产品产能

指标	辅酶 Q 10	VA	VD3	DHA	ARA
产能(年)	100	1,500.00	1,000.00	20	20
募投项目达产后	160.00	1,500.00	1,000.00	370.00	270.00

数据来源：公司公告，上海证券

表 8 毛利率趋势

毛利率	2012	2011	2010	2009	2008
辅酶 Q 10	34.30%	37.73%	43.25%	44.29%	29.97%
VA	38.55%	45.45%	41.42%	35.43%	46.52%
VD3	43.95%	66.62%	65.70%	51.04%	17.60%
VA/D3	--	--	42.14%	35.13%	42.01%
DHA	36.44%	39.72%	77.37%	37.01%	--
ARA	32.97%	51.09%	64.39%	78.17%	--

其他	10.27%	15.41%			
综合毛利率	35.57%	45.84%	48.26%	39.15%	34.65%

数据来源：公司公告，上海证券

从毛利率趋势来看，2012 年公司的毛利率水平较低，为 35.57%，2013 年一季报的综合毛利率为 29.59%，进一步大幅回落，毛利率下降的主要原因在于产品价格的下降，尤其是 VA 和 VD3 价格的低迷，目前这两种产品的价格处于近几年的低点，2013 年上半年，虽然 VA 和 VD3 价格都有一定程度的上调，但市场的接受程度还在观望之中，如果下半年维生素类产品的价格不能提升，2013 年度公司的综合毛利率水平将会进一步下降。

从费用结构来看，公司 2012 年度的管理费用增幅较大，主要是在该制度支付了诉讼费用，研发和环保的费用也相应增加，2013 年度，管理费用率会有所下降。

表 9 盈利能力分析

报告期	2013 一 季报	2012 年报	2012 一 季报	2011 年报	2010 年报	2009 年报	2008 年报
净资产收益率-加权(%)	1.35	8.20	3.08	24.81	46.98	24.58	17.41
投入资本回报率(%)	1.35	7.74	2.81	14.37	31.68	13.06	8.19
销售净利率(%)	10.77	15.04	21.71	22.86	26.13	13.73	8.34
销售费用/营业总收入(%)	1.26	1.81	1.48	2.05	2.06	1.78	2.53
管理费用/营业总收入(%)	16.07	16.98	13.02	14.41	12.69	15.58	14.38
财务费用/营业总收入(%)	-1.37	-1.79	-1.74	1.34	1.82	3.00	6.09
资产减值损失/营业总收入(%)	0.17	1.28	0.52	-0.02	0.80	1.35	0.30
经营活动净收益/利润总额(%)	99.84	94.65	98.58	99.40	96.81	105.64	108.06
扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	99.84	94.73	98.58	99.39	96.67	101.72	97.33

数据来源：Wind 资讯，上海证券

四、盈利预测及估值定价分析

盈利预测主要假设：

主要产品价格：

根据分析，我们认为 2013 年度 VA 和 VD3 的价格较 2012 年度同比有一定下降，辅酶 Q10 价格保持稳定，ARA、DHA 价格略有下滑。

产能：

维生素类产品产能没有增加，辅酶 Q10 产能略有增加（60 吨新

产能在 2013 年度简称)、ARA、DHA 项目在 2014 年度贡献产能。

预测 2013 年-2015 年公司的 EPS 为：0.64、0.75、0.86 元，净利润同比增长分别为：14.41%、15.95%、15.21%。

五、投资建议

公司的主要看点在于辅酶 Q10 收入的增加，但是 2013 年度维生素类产品 VA、VD3 的价格依旧低迷，给业绩造成压力，另一方面，新业务 ARA、DHA 市场情况并不乐观，因此，给予该公司“中性”评级。

表 10 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	675.98	685.89	817.34	957.49
年增长率	16.96%	1.47%	19.17%	17.15%
归属于母公司的净利润	101.69	116.34	134.91	155.43
年增长率	-23.03%	14.41%	15.95%	15.21%
每股收益(元)	0.565	0.646	0.749	0.863
PER(X)	18.25	15.95	13.76	11.94

注：按最新股本 18000 万股计算

表 11 财务和估值数据

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	536.25	577.94	675.98	685.89	817.34	957.49
增长率(%)	45.74%	7.77%	16.96%	1.47%	19.17%	17.15%
归属母公司股东净利润	141.53	132.12	101.69	116.34	134.91	155.43
增长率(%)	169.76%	-6.64%	-23.03%	14.41%	15.95%	15.21%
每股收益(EPS)	0.786	0.734	0.565	0.646	0.749	0.863
每股股利(DPS)	0.056	0.186	0.300	0.184	0.214	0.246
每股经营现金流	0.968	0.436	0.681	1.364	0.411	1.783
销售毛利率	48.26%	45.84%	35.57%	35.32%	35.25%	35.02%
销售净利率	26.13%	22.86%	15.04%	16.96%	16.51%	16.23%
净资产收益率(ROE)	38.39%	10.82%	8.01%	8.60%	9.31%	9.96%
投入资本回报率(ROIC)	38.49%	30.05%	14.11%	14.19%	15.11%	15.01%
市盈率(P/E)	13.11	14.05	18.25	15.95	13.76	11.94
市净率(P/B)	5.03	1.52	1.46	1.37	1.28	1.19
股息率(分红/股价)	0.005	0.018	0.029	0.018	0.021	0.024

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	536.25	577.94	675.98	685.89	817.34	957.49
减: 营业成本	277.44	312.99	435.55	443.60	529.21	622.14
营业税金及附加	5.83	4.90	5.25	5.33	6.35	7.44
营业费用	11.06	11.83	12.23	12.35	14.71	17.23
管理费用	68.04	83.25	114.81	102.88	122.60	143.62
财务费用	9.76	7.74	-12.07	-10.42	-9.52	-11.08
资产减值损失	4.30	-0.10	8.64	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	159.82	157.33	111.56	132.15	153.99	178.13
加: 其他非经营损益	5.27	0.95	6.30	4.72	4.72	4.72
利润总额	165.09	158.28	117.87	136.87	158.71	182.86
减: 所得税	24.99	26.15	16.17	20.53	23.81	27.43
净利润	140.10	132.12	101.69	116.34	134.91	155.43
减: 少数股东损益	-1.43	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	141.53	132.12	101.69	116.34	134.91	155.43

资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	71.23	804.20	630.20	633.84	614.63	841.70
应收和预付款项	87.46	107.20	132.26	114.87	161.70	162.45
存货	69.68	141.92	131.65	121.84	180.57	146.87
其他流动资产	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	277.93	353.64	421.59	587.29	576.05	554.78
无形资产和开发支出	20.78	19.38	18.30	15.93	13.55	11.18

其他非流动资产	0.04	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	527.12	1426.37	1334.01	1473.78	1546.51	1717.00
短期借款	63.23	74.74	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	61.82	74.72	57.44	114.06	90.36	149.74
长期借款	32.00	52.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.40	3.45	7.41	7.41	7.41	7.41
负债合计	158.45	204.91	64.86	121.47	97.77	157.15
股本	67.00	90.00	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	24.06	755.22	665.22	665.22	665.22	665.22
留存收益	277.61	376.24	423.93	507.09	603.52	714.63
归属母公司股东权益	368.67	1221.46	1269.15	1352.31	1448.74	1559.85
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	368.67	1221.46	1269.15	1352.31	1448.74	1559.85
负债和股东权益合计	527.12	1426.37	1334.01	1473.78	1546.51	1717.00
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	174.21	78.53	122.60	245.59	73.96	321.00
投资性现金净流量	-87.61	-74.49	-100.25	-222.98	-68.74	-65.98
筹资性现金净流量	-72.86	736.74	-170.03	-18.96	-24.43	-27.94
现金流量净额	11.09	737.16	-148.64	3.64	-19.22	227.07

数据来源: wind, 上海证券

分析师承诺

分析师 张凤展

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。