

Q10、VA 联合发力，贡献靓丽业绩 增持 首次

经营数据:

公司 2014 年 1-6 月实现营业收入 4.03 亿元，同比增长 28.43%；归属上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同比增长 180.01%；综合毛利率 43.01%，同比提升 10.72 个百分点，期间费用率下降 2.91 个百分点。预计 2014 年 1-3 季度归属上市公司股东的净利润同比增长 100-150%。

- 受下游需求旺盛和日本巨头退出的双重推动，以及技术工艺改进的影响，报告期内公司辅酶Q10销量上升而成本下降。**辅酶Q10是公司的第一主业，收入及利润占比均超过50%。2014上半年，公司辅酶Q10的销售收入为2.30亿元，同比增长46.64%，同时成本下降，毛利率较上年同期增加了5.18个百分点，达到43.90%。2014年7月24日，公司公告其在内蒙古年产60吨辅酶Q10的新线即将投产，我们推测该线年内有望达产，届时公司辅酶Q10总产能可达300-360吨/年，加上Kenaka指控公司侵权案已经败诉，公司将成为全球辅酶Q10霸主。
- 第二大主业维生素A因市场供应紧张，价格一路上涨，是公司业绩和盈利能力大幅提升的另一主因。**2013年末，巴斯夫、帝斯曼等国际巨头率先对维生素A提价并引领全行业上涨，维生素A价格走势反转。2014年3月12日，巴斯夫一家柠檬醛（生产VA原料）工厂失火，受此影响，VA价格从140元一路涨至今年5月份最高的200元，2个月涨幅接近43%，近日价格稳定在180元/千克左右。因此，报告期内公司收入和利润占比均超过35%的维生素A业务实现收入1.41亿元，同比上涨24.79%；毛利率48.48%，同比增长13.88个百分点。
- 保健品和VD3业务值得期待。**一直以来，公司的辅酶Q10都只作为原料药出口销售，为提高产品附加值公司决定利用产能优势将辅酶Q10产业链延伸至保健品领域，届时公司业绩和估值将双双提升。因浙江花园生物拟停产胆固醇一年半，VD3价格自7月1日起已上涨42%，最新报价115元/公斤，随着8月传统停产检修季的到来，我们认为VD3的涨价潮还将继续。
- 风险提示。**辅酶Q10和维生素产品业绩低于预期。
- 盈利预测及估值。**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.77 元/1.06 元/1.42 元，首次给予“增持”评级，建议投资者密切关注保健品业务拓展以及 VD3 价格的上涨。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	675.98	670.16	904.71	1139.94	1424.92
同比增长率	16.96%	-0.86%	35.00%	26.00%	25.00%
净利润(百万)	101.69	102.13	221.19	305.82	409.00
同比增长率	-23.03%	0.43%	116.58%	38.26%	33.74%
每股收益(元)	0.353	0.355	0.768	1.062	1.420
净资产收益率	8.01%	7.75%	15.34%	18.95%	22.19%

中小市值公司研究组

首席分析师:

王风华(S1180511010001)

新财富 2013 年最佳中小市值分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

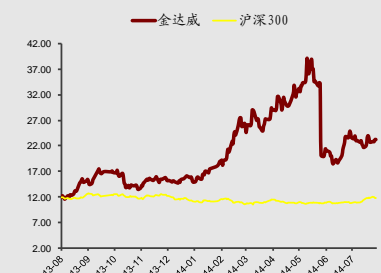
资深分析师:

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

《天玑科技：营收净利创新高，中国智造云平台》

2014/08/09

《硕贝德：略低于预期，期待后续惊喜》

2014/08/08

《通光线缆：多管齐下，把握机遇，业绩改善可期》

2014/08/09

《江淮动力：收购上农易落地，进军农业信息化》

2014/08/05

《周报：全球首款全息手机 TAKEE 横空出世》

2014/08/03

利润表(万元)					资产负债表(万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	670.16	904.71	1139.94	1424.92	货币资金	338.70	320.96	621.43	669.28
减: 营业成本	433.20	493.07	604.17	733.84	应收和预付款项	110.04	201.79	190.09	298.49
营业税金及附加	5.51	7.44	9.37	11.72	存货	98.08	200.33	165.32	278.80
销售费用	11.61	13.57	17.10	19.95	其他流动资产	295.00	200.00	100.00	100.00
管理费用	112.59	133.90	153.89	183.82	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-3.48	-3.42	-4.10	-5.02	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	1.14	0.50	0.50	0.50	固定资产和在建工程	533.24	606.71	635.17	631.64
加: 投资收益	0.40	0.00	0.00	0.00	无形资产和开发支出	17.53	15.16	12.79	10.41
其他经营损益	0.00	132.75	0.00	0.00	其他非流动资产	0.04	0.02	0.00	0.00
营业利润	110.00	259.66	359.01	480.13	资产总计	1392.63	1544.96	1724.80	1988.62
加: 其他非经营损益	8.59	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.59	259.66	359.01	480.13	应付和预收款项	67.47	95.92	104.47	139.23
减: 所得税	16.68	38.95	53.85	72.02	长期及其他负债	8.11	8.11	8.11	8.11
净利润	101.91	220.71	305.16	408.11	负债合计	75.57	104.03	112.58	147.34
少数股东损益	-0.22	-0.48	-0.66	-0.89	股本	180.00	180.00	180.00	180.00
母公司所有者净利润	102.13	221.19	305.82	409.00	资本公积	665.22	665.22	665.22	665.22
现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E	留存收益	472.06	596.42	768.36	998.32
经营性现金净流量	209.91	221.67	543.75	312.37	归属母公司股东权益	1317.28	1441.64	1613.58	1843.54
投资性现金净流量	-430.11	-150.00	-120.00	-100.00	少数股东权益	-0.22	-0.70	-1.37	-2.26
筹资性现金净流量	-54.00	-89.41	-123.28	-164.53	股东权益合计	1317.06	1440.94	1612.22	1841.28
现金流量净额	-281.73	-17.74	300.47	47.85	负债和股东权益合计	1392.63	1544.96	1724.80	1988.62
收益率指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率	35.36%	45.50%	47.00%	48.50%	每股收益	0.355	0.768	1.062	1.420
三费/销售收入	18.01%	15.92%	14.64%	13.95%	每股经营性现金流	0.729	0.770	1.888	1.085
EBIT/销售收入	15.99%	27.88%	30.56%	32.68%	增长率指标	2013A	2014E	2015E	2016E
EBITDA/销售收入	21.70%	36.55%	38.76%	40.07%	销售收入增长率	-0.86%	35.00%	26.00%	25.00%
销售净利率	15.21%	24.40%	26.77%	28.64%	EBIDA 增长率	4.79%	127.3%	33.62%	29.24%
资产获利率指标	2013A	2014E	2015E	2016E	净利润增长率	0.21%	116.58%	38.26%	33.74%
ROE	7.75%	15.34%	18.95%	22.19%	营运资本增长率	107.6%	16.48%	-29.68%	52.43%
ROA	7.69%	16.33%	20.20%	23.41%	估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E
ROIC	13.15%	21.77%	26.23%	39.49%	PE	65.45	30.22	21.86	16.34
资本结构指标	2013A	2014E	2015E	2016E	PB	5.07	4.64	4.14	3.63
资产负债率	5.43%	6.73%	6.53%	7.41%	EV/EBITDA	26.44	11.69	8.07	6.17

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2013 年最佳中小市值研究机构第三名, 得分 7197 分。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。17 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 天成控股、世纪鼎利、首航节能、天玑科技、天通股份、天马精化、天音控股、科力远、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌、积成电子等。

机构销售团队

类别	姓名	电话	手机	邮箱	
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		奚曦	021-65051190	13621861503	xixi@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。