

国内维生素 D3 龙头企业

报告日期:	2014-09-18
足额募集底价:	7.03 元
合理定价区间:	6.6-7.26 元

预测指标	2013A	2014E	2015E
主营收入 (百万元)	184.38	145.00	116.00
净利润 (百万元)	36.4	30.0	25.5
每股收益 (元)	0.40	0.33	0.28
每股净资产 (元)		6.39	6.67

资料来源: 财富证券

本次发行概况:	
发行前总股本 (万股)	6800
新股发行上限 (万股)	2270
老股转让上限 (万股)	0
预计发行日期	2014-09-29
公司控股股东	祥云科技
公司网址	www.hybiotech.com

事件: 公司拟于 2014 年 9 月 23 日实施网上、网下申购。

投资要点

公司的主营业务是维生素 D3 上下游系列产品的研发、生产和销售, 产品为饲料级维生素 D3、食品医药级维生素 D3, 中间产品 NF 级胆固醇、7-去氢胆固醇、醇、氧化物及化妆品级羊毛醇、羊毛酸等。2013 年公司维生素销量为 2395.82 吨, 占全球需求量的 33.05%。2014 年 1-3 月份公司实现收入 3035.1 万元, 其中饲料级维生素 D3 粉、饲料级维生素 D3 油、食品医药级维生素 D3 收入占比分别为 60.89%、17.16%和 16.81%。

维生素需求主要来自于饲料用、食品医药用, 未来价格将趋于平稳。70%以上的维生素用于饲料添加剂, 近十余年来全球饲料产量保持 1-3%的增长, 2011 年我国饲料产量 1.75 亿吨, 增速为 9%左右。我国食品工业处于高速发展期, 2011 年食品添加剂产量达到 762 万吨, 同比增长 8.1%, 而维生素产品在食品及饮料市场中的应用增长速度约为 10-15%。维生素是营养保健品中第三大单一产品, 2006 年国内销售额超过 6 亿美元。随着老龄化社会的到来, 预计全球营养保健品的市场会持续增长。

目前我国已经与德国巴斯夫、荷兰帝斯曼构成维生素的三大制造方, 我国产量占全球比重达到 60%以上, 但中国没有任何一家企业能单独在大类维生素上成为主流, 且只有浙江医药、新和成等少数企业具备 3 中以上维生素的生产能力。经过这么多年的发展, 国内维生素细分品种总体来看集中度较高, 竞争格局基本稳定, 生产厂商定价逐步趋于理性, 未来价格将在目前价格水平上保持相对稳定。

公司此次募投项目主要有羊毛脂综合利用项目、年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目、增资下沙生物用于研发中心改造项目, 投资总额为 29221.4 万元, 预计使用募集资金 13000 万元, 不足部分由公司自筹解决。募投项目建设周期为 1 年, 截止 6 月底已完成 45%, 预计明年开始贡献利润。

发行前主要财务指标 (2014H1):	
每股收益 (元)	0.22
每股经营性净现金流量 (元)	0.25
销售毛利率 (%)	55.49
净资产收益率-扣非 (%)	2.13
资产负债率 (%)	5.69

财富证券研究发展中心
汤佩徽
 0731-84779511
 tangph@cfzq.com
 S0530513110001

相关研究报告:

- **合理定价区间为 6.6-7.26 元。**由于维生素 D3 年平均价格逐年下降，虽然幅度减缓，但对公司业绩还是存在较大的不利影响。预计公司 2014-2015 年收入分别为 1.45 亿元、1.16 亿元，归属母公司股东净利润分别为 3000 万元、2550 元。假设本次新增股本为上限 2270 万股，对应 EPS 为 0.33 元、0.28 元，参考 A 股同类可比公司（新和成、金达威、浙江医药等）估值水平，给予公司 2014 年 20-22XPE，合理定价区间为 6.6-7.26 元。
- **根据公司募集资金总额 15980 万元，新股按照 2270 万股计算，折合每股发行价 7.03 元（以上价格按公司披露的足额募集资金计算）。**
- **风险提示。**公司产品较为单一，业绩严重依赖维生素 D3 价格，维生素 D3 价格下降将会影响到公司业绩

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6-12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为 -5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

免责声明

本报告仅供财富证券有限责任公司内部客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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（包括本公司内部客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研发中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研发中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438

