

提价降本拉动业绩劲增

增持 维持

经营数据:

公司 2014 年 1-9 月实现营业收入 5.92 亿元, 同比增长 23.51%; 归属上市公司股东的净利润 1.47 亿元, 同比增长 125.72%; 综合毛利率 43.07%, 比上年同期提升 9.83 个百分点, 期间费用率下降 1.69 个百分点。预计 2014 全年归属上市公司股东的净利润同比增长 65-115%。

➤ **VA价格上涨、辅酶Q10销量上升成本下降贡献骄人业绩。**报告期内, 公司综合毛利率达43.07%, 较上年同期大幅提升9.83个百分点; 而营业成本仅同比上涨5.31%, 远小于营业收入23.51%的增幅, 主要原因系VA自2014年初以来价格上涨但成本并没有明显提升, 以及辅酶Q10成本进一步下降所致。最新的VA价格虽由今年以来的200元/千克峰值回落至140元/千克, 但较2013年114元/千克的均价有近23%的涨幅, 预计年内这个价格不会有太大波动。受竞争对手退出和技术改进双重影响, 公司第一主业辅酶Q10继续保持销量上升成本下降的良好态势, 内蒙古60吨/年的辅酶Q10新线已经投产, 我们推测达产后公司辅酶Q10总产能可达300-360吨/年。费用控制方面, 2014年1-9月公司期间费用率比上年同期下降1.69个百分点, 销售费用率、管理费用率和财务费用率全面下降, 分别较上年同期减少了0.01/1.23/0.46个百分点。

➤ **VD3价格继续狂飙, 保健品加紧筹备。**2014年6月底, 全球最大的VD3生产企业浙江花园生物拟停产VD3主要原料胆固醇一年半, 加上8月份进入行业传统停产检修季, 国内VD3价格已从7月1日的81元/千克上涨至210元/公斤, 涨幅达159%, 预计年内VD3价格难以回落, 利好公司业绩。以往, 公司的辅酶Q10只作为原料药出口销售, 属于工业品, 未能享受到隶属于高档消费品的高利润。考虑到辅酶Q10保健品在国内的需求潜力巨大, 公司决定利用生产技术、成本、以及产能优势, 向下游延伸产业链, 进军高附加值的辅酶Q10保健品领域, 目前在积极推进中。

➤ **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 0.73 元/1.02 元/1.37 元, PE36/25/19 倍, 维持“增持”评级, 建议投资者密切关注公司保健品业务的拓展。

主要经营指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万)	675.98	670.16	871.21	1097.72	1372.15
同比增长率	16.96%	-0.86%	30.00%	26.00%	25.00%
净利润(百万)	101.69	102.13	209.40	294.64	394.03
同比增长率	-23.03%	0.43%	105.03%	40.70%	33.73%
每股收益(元)	0.353	0.355	0.727	1.023	1.368
净资产收益率	8.01%	7.75%	14.53%	18.26%	21.37%

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

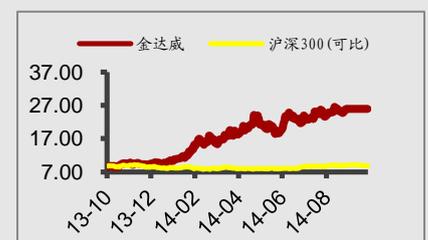
资深分析师:

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085982

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

《海西发展需优势产业带动》

2014/10/27

《Q10、VA 联合发力, 贡献靓丽业绩》

2014/08/09

《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

《周报: 全球首款全息手机 TAKEE 横空出世》

2014/08/03

利润表(万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	670.16	871.21	1097.72	1372.15
减: 营业成本	433.20	479.16	581.79	706.66
营业税金及附加	5.51	7.14	9.00	11.25
销售费用	11.61	13.07	16.47	19.21
管理费用	112.59	128.94	148.19	177.01
财务费用	-3.48	-3.42	-4.10	-5.02
资产减值损失	1.14	0.50	0.50	0.50
加: 投资收益	0.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	132.75	0.00	0.00
营业利润	109.99	245.82	345.87	462.54
加: 其他非经营损益	8.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	118.58	245.82	345.87	462.54
减: 所得税	16.68	36.87	51.88	69.38
净利润	101.90	208.95	293.99	393.16
少数股东损益	-0.22	-0.46	-0.65	-0.87
母公司所有者净利润	102.13	209.40	294.64	394.03

现金流量表

	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	209.91	221.67	543.75	312.37
投资性现金净流量	-430.11	-150.00	-120.00	-100.00
筹资性现金净流量	-54.00	-89.41	-123.28	-164.53
现金流量净额	-281.73	-17.74	300.47	47.85

收益率指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率	35.36%	45.00%	47.00%	48.50%
三费/销售收入	18.01%	15.91%	14.63%	13.93%
EBIT/销售收入	15.99%	27.36%	30.54%	32.65%
EBITDA/销售收入	21.70%	36.37%	39.05%	40.33%
销售净利率	15.21%	23.98%	26.78%	28.65%

资产获利率指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
ROE	7.75%	14.53%	18.26%	21.37%
ROA	7.69%	15.43%	19.44%	22.53%
ROIC	13.15%	20.57%	25.24%	38.00%

资本结构指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
资产负债率	5.43%	6.73%	6.53%	7.41%

资产负债表(万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	338.70	320.96	621.43	669.28
应收和预付款项	110.04	201.79	190.09	298.49
存货	98.08	200.33	165.32	278.80
其他流动资产	295.00	200.00	100.00	100.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	533.24	606.71	635.17	631.64
无形资产和开发支出	17.53	15.16	12.79	10.41
其他非流动资产	0.04	0.02	0.00	0.00
资产总计	1392.63	1544.96	1724.80	1988.62
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	67.47	95.92	104.47	139.23
长期及其他负债	8.10	8.11	8.11	8.11
负债合计	75.57	104.03	112.58	147.34
股本	180.00	180.00	180.00	180.00
资本公积	665.22	665.22	665.22	665.22
留存收益	472.06	596.42	768.36	998.32
归属母公司股东权益	1317.3	1441.64	1613.58	1843.54
少数股东权益	-0.22	-0.70	-1.37	-2.26
股东权益合计	1317.06	1440.94	1612.22	1841.28
负债和股东权益合计	1392.63	1544.96	1724.80	1988.62
每股指标	2013A	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.355	0.727	1.023	1.368
每股经营性现金流	0.729	0.770	1.888	1.085
增长率指标	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入增长率	-0.86%	30.00%	26.00%	25.00%
EBITDA 增长率	4.79%	117.81%	35.31%	29.10%
净利润增长率	0.21%	105.03%	40.70%	33.73%
营运资本增长率	107.46%	16.48%	-29.68%	52.43%
估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E
PE	73.13	35.71	25.38	18.98
PB	5.68	5.19	4.63	4.06
EV/EBITDA	29.84	13.76	9.47	7.26

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

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@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
		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	zhouidi@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。