



维生素持续提价, 保健品想象空间巨大

- **事件:** 公司发布 2015 年度业绩快报, 2015 年实现营收 12 亿元, 同比增长 43.6%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长-42%。
- **海外并购效果明显, 维生素 A 低价周期拖累业绩。** 2015 年实现营收 12 亿元, 同比增长 43.6%, 归母净利润 1.1 亿元, 同比增长-42%。公司营业收入增长主要原因是新增加子公司 DRB Holdings, Inc.和 VitaBest Nutrition, Inc.营业收入所致。DRB 和 VitaBest 旗下 Vitatech 系美国知名保健品品牌, 在美国保健品市场中具有一定的知名度。公司 2015 年归属上市公司净利润下滑 42%, 主要原因有 3 个: 1) 维生素 A 和 D3 系列产品价格下跌, 分别导致毛利减少 6261 万和 362 万元; 2) 保健品公司销售、管理费用增加, 导致利润减少 1065 万元; 3) 海外并购产生利息费用和管理费用共计 1255 万元。我们认为, 公司 2015 年业绩主要受 VA 市场价格波动所拖累, 2015 年 VA 价格处于行业历史低谷, 持续低价状态已经发生改变, 公司未来业绩反转可以期待。
- **VA 提价能够持续, 有利于公司业绩快速增长。** 供给产能下降是 VA 涨价的主要原因: 从国外看, 帝斯曼 VA 设备停产检修导致全球 VA 报价节节攀升; 从国内环境看, G20 会议的召开使得浙江省内的 VA 产能停产至少 1 个月。因此 VA 价格很可能突破历史新高。从需求终端看, 目前国内生猪存栏量约 3.2 亿头, 严重低于需求量 4 亿头。因此 16 年饲料需求量的增加将促使 VA 价格的上扬。
- **整合海外保健品品牌资源, 抢占国内市场。** 公司保健品业务在公司整个占比在逐年提高。以维生素等营养品为主的保健品业务是公司转型的核心, 公司重金在美国收购两家保健品企业, 从海内外市场共同开发保健品业务, 2016 年公司保健品业务将有大幅度增长, 对业绩贡献进一步提升, 预计今年保健品业务将带来超过 5000 万的业绩。公司未来转型的步伐将逐步加快, 对维生素原料药业务依赖将逐渐减少。
- **业绩预测与估值:** 预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.49 元和 0.59 元。我们认为: 公司维生素 A 大幅涨价, 将为公司贡献丰厚业绩; 积极布局保健品领域, 商业模式极具看点。首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 维生素价格向下波动、环保因素导致停产等风险、非公开发行进度不及预期风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	838.25	1203.81	1895.67	2225.77
增长率	25.08%	43.61%	57.47%	17.41%
归属母公司净利润(百万元)	194.54	112.82	307.51	364.52
增长率	90.48%	-42.00%	172.56%	18.54%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.18	0.49	0.59
净资产收益率 ROE	13.67%	8.20%	13.70%	15.59%
PE	56	97	36	30
PB	7.70	8.03	4.88	4.69

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

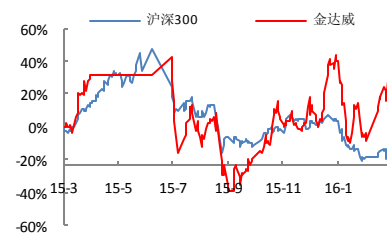
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 陈进

电话: 021-68416017

邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	5.76
流通 A 股(亿股)	5.76
52 周内股价区间(元)	8.15-21.55
总市值(亿元)	103.39
总资产(亿元)	27.01
每股净资产(元)	2.52

相关研究

盈利预测关键假设:

- (1) 非公开发行已过证监会审批, 将于 2016 年年内完成发行;
- (2) 受海外并购及保健品营销影响, 期间费用率提升至 20% 左右;
- (3) 业务分拆如下图所示:

收入成本预测表

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	838.25	1,203.8	1,895.7	2,225.8
yoy	25.08%	43.61%	57.47%	17.41%
营业成本	482.57	813.9	1,166.8	1,364.4
毛利率	42.43%	32.39%	38.45%	38.70%
辅酶 Q10				
收入	483.87	445.16	578.71	694.45
yoy	31.95%	-8.00%	30.00%	20.00%
成本	277.39	311.61	347.23	416.67
毛利率	42.67%	30.00%	40.00%	40.00%
维生素 A				
收入	273.16	218.53	349.64	419.57
yoy	16.63%	-20.00%	60.00%	20.00%
成本	142.65	142.04	157.34	188.81
毛利率	47.78%	35.00%	55.00%	55.00%
其它				
收入	68.67	72.10	79.31	87.25
yoy	368.42%	5.00%	10.00%	10.00%
成本	51.87	61.29	59.49	65.43
毛利率	24.46%	15.00%	25.00%	25.00%
保健品				
收入		80.00	96.00	115.20
yoy			20.00%	20.00%
成本		32	38.4	46.08
毛利率		60.00%	60.00%	60.00%
VitaBest Nutrition				
收入		100.00	460.00	529.00
yoy			15.00%	15.00%
成本		75.00	345.00	396.75
毛利率		25.00%	25.00%	25.00%
Doctor's Best Holdings				
收入		280.00	322.00	370.30

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
yoy			15.00%	15.00%
成本		182.00	209.30	240.70
毛利率		35.00%	35.00%	35.00%
产品外收入				
收入	12.55	8.02	10.00	10.00
成本	10.66	10.00	10.00	10.00

数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	838.25	1203.81	1895.67	2225.77	净利润	194.23	111.63	306.99	363.89
营业成本	482.57	813.94	1166.75	1364.44	折旧与摊销	50.54	80.00	86.77	95.45
营业税金及附加	5.12	8.53	13.18	15.26	财务费用	-8.07	-3.98	-6.07	-7.88
销售费用	14.22	36.11	47.39	55.64	资产减值损失	3.60	5.17	8.14	9.55
管理费用	131.59	228.72	322.26	378.38	经营营运资本变动	181.54	-118.50	-188.38	-97.37
财务费用	-8.07	-3.98	-6.07	-7.88	其他	-260.46	-13.17	-18.61	-20.57
资产减值损失	3.60	5.17	8.14	9.55	经营活动现金流净额	161.38	61.16	188.84	343.08
投资收益	14.01	9.00	9.99	11.09	资本支出	-24.40	-40.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	218.45	9.00	9.99	11.09
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	194.05	-31.00	-90.01	-88.91
营业利润	223.22	124.31	354.00	421.46	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.39	6.81	7.30	7.15	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	230.61	131.12	361.31	428.62	股权融资	0.00	0.00	672.00	0.00
所得税	36.38	19.49	54.32	64.72	支付股利	-90.00	-171.43	-99.42	-270.98
净利润	194.23	111.63	306.99	363.89	其他	-114.39	3.98	6.07	7.88
少数股东损益	-0.30	-1.19	-0.52	-0.62	筹资活动现金流净额	-204.39	-167.45	578.64	-263.10
归属母公司股东净利润	194.54	112.82	307.51	364.52	现金流量净额	152.98	-137.30	677.47	-8.93
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	625.93	488.63	1166.10	1157.17	成长能力				
应收和预付款项	167.96	226.42	356.21	422.96	销售收入增长率	25.08%	43.61%	57.47%	17.41%
存货	139.22	235.33	339.20	397.06	营业利润增长率	102.93%	-44.31%	184.78%	19.06%
其他流动资产	50.59	72.65	114.41	134.33	净利润增长率	90.60%	-42.53%	175.00%	18.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	83.46%	-24.60%	117.00%	17.10%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	557.64	518.29	532.17	537.37	毛利率	42.43%	32.39%	38.45%	38.70%
无形资产和开发支出	17.80	17.30	16.81	16.31	三费率	16.43%	21.67%	19.18%	19.15%
其他非流动资产	9.80	9.65	9.50	9.35	净利率	23.17%	9.27%	16.19%	16.35%
资产总计	1568.95	1568.29	2534.40	2674.55	ROE	13.67%	8.20%	13.70%	15.59%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.38%	7.12%	12.11%	13.61%
应付和预收款项	114.90	169.94	252.12	296.92	ROIC	19.07%	11.04%	26.38%	26.52%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.70%	16.64%	22.93%	22.87%
其他负债	32.75	36.85	41.22	43.66	营运能力				
负债合计	147.65	206.79	293.34	340.58	总资产周转率	0.56	0.77	0.92	0.85
股本	288.00	576.00	621.56	621.56	固定资产周转率	1.93	2.32	3.74	4.38
资本公积	557.22	269.22	895.66	895.66	应收账款周转率	7.48	7.60	8.10	7.10
留存收益	576.60	517.99	726.07	819.61	存货周转率	3.99	4.28	4.02	3.68
归属母公司股东权益	1421.82	1363.21	2243.29	2336.83	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	91.21%	—	—	—
少数股东权益	-0.52	-1.71	-2.23	-2.86	资本结构				
股东权益合计	1421.29	1361.49	2241.06	2333.97	资产负债率	9.41%	13.19%	11.57%	12.73%
负债和股东权益合计	1568.95	1568.29	2534.40	2674.55	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.14	5.68	7.41	6.73
					速动比率	6.99	4.38	6.14	5.46
					股利支付率	46.26%	151.95%	32.33%	74.34%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	265.70	200.33	434.71	509.03	每股收益	0.31	0.18	0.49	0.59
PE	56.23	96.96	35.57	30.01	每股净资产	2.29	2.19	3.61	3.76
PB	7.70	8.03	4.88	4.69	每股经营现金	0.26	0.10	0.30	0.55
PS	13.05	9.09	5.77	4.91	每股股利	0.14	0.28	0.16	0.44
EV/EBITDA	16.69	48.12	22.46	19.20					
股息率	0.82%	1.57%	0.91%	2.48%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn