

金达威 (002626)

证券研究报告

2017年11月22日

短期维生素提价的业绩弹性大，中长期辅酶 Q10 和运动营养品提升估值

VA 价格持续上行，VD3 有望继续提价

受 BASF 柠檬醛工厂事件影响,涉及的产品包括柠檬醛以及柠檬醛下游中间体。11月10日, BASF 宣布了 VA 和 VE 的不可抗力声明, 预计 VA 价格持续上行, 年底继续看涨: 帝斯曼此前宣布自 10 月开始检修 6-8 周, 下半年供给持续偏紧, 近几个月国内价格已从 12 万/吨涨至 72 万/吨。VA 欧洲区报价目前已经上涨至 160-200 欧元/公斤, 国内 VA 价格有望继续上涨。金达威 VA 产能 2500t, VA 价格每提高 10 元/kg, 对应的 EPS 提升 0.022 元。金达威 VD3 产能 600-800t, VD3 的价格为 435 元/kg 已经维持超过 4 个月, 当前渠道缺货严重, 海盛制药已经提高 VD3 报价至 600 元/kg, 预计 VD3 有进一步提价可能。

公司辅酶 Q10 市占率超过 60%, 成本优势明显未来有望量价齐升

预计 2017 年辅酶 Q10 市占率超过 60%, 成本优势突出, 长期看有望实现量价齐升。公司辅酶 Q10 产能超过 700t, 预计今年销量达到 450t, 市占率超过 60%。成本方面内蒙古金达威在能源、原料、运输等成本优势明显, 市占率有望持续提升。按照今年 1200 元/kg 价格, 预计 17 年贡献营收超过 5 亿元。市占率提升后, 小幅提价可以带动的业绩弹性大。价格每上涨 100 元/kg, EPS 增厚 0.04 元。

公司保健品业务稳步增长, 持续推广运动营养品 Labrada 和 ProSupps

保健品子公司美国 DRB 上半年实现营收 2.47 亿元(+50.09%), 净利润为 2897 万元(+184%), 预计今年净利润突破 5000 万元, 海外线上主要通过亚马逊、iHerb 等跨境平台销售。公司设立子公司推广运动营养品 Labrada 和 ProSupps, 持续布局保健品和运动营养领域。公司控股子公司金达威体育与国家体育总局签订协议获得 2016-2022 年冬季赛事商务推广, 通过媒体赛事的参与进一步提高品牌知名度。

估值与评级

考虑到 BASF 柠檬醛工厂明年 3 月份以后才有可能复产, VA 高价格景气周期将持续半年以上。考虑到订单 1 个季度的滞后期, 预计明年上半年 VA 平均价格为 600 元/kg 以上, 而 VD3 预计明年均价将超过 400 元/kg, 叠加辅酶 Q10、保健运动营养品的贡献, 预计 18 年净利润有望超过 10 亿元。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71、1.66 和 1.78 元, 对应 PE 分别为 30、13、12 倍, 考虑到公司具备一定的成长性, 给予 2018 年 16 倍 PE, 目标价 26.56 元, 给予“买入”评级。

风险提示: VA、VD3 提价周期不及预期, 公司业绩不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,203.81	1,662.75	1,894.64	2,919.49	3,208.03
增长率(%)	43.61	38.12	13.95	54.09	9.88
EBITDA(百万元)	213.30	439.76	550.43	1,220.20	1,300.15
净利润(百万元)	112.57	299.77	437.84	1,023.85	1,097.30
增长率(%)	(42.13)	166.29	46.06	133.84	7.17
EPS(元/股)	0.18	0.49	0.71	1.66	1.78
市盈率(P/E)	116.37	43.70	29.92	12.80	11.94
市净率(P/B)	8.98	6.05	5.45	4.26	3.48
市销率(P/S)	10.88	7.88	6.91	4.49	4.08
EV/EBITDA	53.93	18.89	22.85	10.02	8.74

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	21.25 元
目标价格	26.56 元
上次目标价	19.8 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	616.48
流通 A 股股本(百万股)	600.13
A 股总市值(百万元)	13,100.24
流通 A 股市值(百万元)	12,752.70
每股净资产(元)	3.66
资产负债率(%)	30.79
一年内最高/最低(元)	21.40/11.76

作者

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

王金成 联系人
wangjincheng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《金达威-首次覆盖报告:受益维生素提价四季度业绩大幅预增, 保健品业务稳步增长》 2017-10-27



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	639.04	840.60	522.03	887.15	1,784.55	营业收入	1,203.81	1,662.75	1,894.64	2,919.49	3,208.03
应收账款	244.41	256.80	318.08	424.56	391.47	营业成本	755.66	980.33	1,024.70	1,181.20	1,335.57
预付账款	13.09	33.84	2.72	40.09	13.24	营业税金及附加	7.08	15.37	13.41	21.61	25.37
存货	290.15	287.71	275.66	396.62	342.84	营业费用	57.00	98.17	111.86	172.36	189.40
其他	42.00	104.46	78.12	94.85	93.64	管理费用	238.25	214.61	244.54	376.81	414.06
流动资产合计	1,228.68	1,523.41	1,196.60	1,843.26	2,625.74	财务费用	16.76	2.14	(7.47)	(14.10)	(26.74)
长期股权投资	0.00	27.75	27.75	27.75	27.75	资产减值损失	7.81	(0.16)	3.75	3.80	2.46
固定资产	566.61	533.04	531.98	548.97	563.80	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	1.24	11.61	42.96	73.78	74.27	投资净收益	3.68	(2.46)	5.08	5.08	5.08
无形资产	248.32	243.96	224.76	205.55	186.35	其他	(7.35)	4.92	(10.15)	(10.15)	(10.15)
其他	728.29	761.10	745.18	746.57	741.35	营业利润	124.92	349.83	508.93	1,182.88	1,272.98
非流动资产合计	1,544.47	1,577.45	1,572.63	1,602.62	1,593.52	营业外收入	9.93	17.13	12.40	13.15	14.23
资产总计	2,773.15	3,100.86	2,769.23	3,445.88	4,219.26	营业外支出	3.72	3.84	3.44	3.66	3.65
短期借款	705.98	57.75	0.00	0.00	0.00	利润总额	131.14	363.11	517.90	1,192.37	1,283.56
应付账款	113.87	112.21	166.36	136.72	201.20	所得税	21.16	63.05	83.55	178.85	192.53
其他	92.37	311.67	147.03	189.61	215.69	净利润	109.98	300.06	434.35	1,013.51	1,091.03
流动负债合计	912.22	481.63	313.39	326.33	416.89	少数股东损益	(2.59)	0.29	(3.49)	(10.33)	(6.28)
长期借款	288.99	379.63	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	112.57	299.77	437.84	1,023.85	1,097.30
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.18	0.49	0.71	1.66	1.78
其他	31.05	59.67	39.17	43.30	47.38						
非流动负债合计	320.04	439.30	39.17	43.30	47.38						
负债合计	1,232.25	920.93	352.56	369.63	464.27						
少数股东权益	82.02	14.95	11.64	1.48	(4.66)	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	576.00	616.48	616.48	616.48	616.48	成长能力					
资本公积	278.36	885.28	885.28	885.28	885.28	营业收入	43.61%	38.12%	13.95%	54.09%	9.88%
留存收益	881.13	1,512.90	1,788.56	2,458.30	3,143.17	营业利润	-44.04%	180.03%	45.48%	132.42%	7.62%
其他	(276.60)	(849.69)	(885.28)	(885.28)	(885.28)	归属于母公司净利润	-42.13%	166.29%	46.06%	133.84%	7.17%
股东权益合计	1,540.90	2,179.93	2,416.68	3,076.26	3,754.99	获利能力					
负债和股东权益总	2,773.15	3,100.86	2,769.23	3,445.88	4,219.26	毛利率	37.23%	41.04%	45.92%	59.54%	58.37%
						净利率	9.35%	18.03%	23.11%	35.07%	34.20%
						ROE	7.72%	13.85%	18.21%	33.30%	29.19%
						ROIC	15.10%	16.33%	22.04%	52.85%	48.12%
						偿债能力					
						资产负债率	44.44%	29.70%	12.73%	10.73%	11.00%
						净负债率	-31.04%	-18.82%	-25.01%	-8.28%	-16.81%
						流动比率	1.35	3.16	3.82	5.65	6.30
						速动比率	1.03	2.57	2.94	4.43	5.48
						营运能力					
						应收账款周转率	6.16	6.63	6.59	7.86	7.86
						存货周转率	5.61	5.75	6.73	8.69	8.68
						总资产周转率	0.55	0.57	0.65	0.94	0.84
						每股指标(元)					
						每股收益	0.18	0.49	0.71	1.66	1.78
						每股经营现金流	0.13	0.61	0.85	1.22	2.10
						每股净资产	2.37	3.51	3.90	4.99	6.10
						估值比率					
						市盈率	116.37	43.70	29.92	12.80	11.94
						市净率	8.98	6.05	5.45	4.26	3.48
						EV/EBITDA	53.93	18.89	22.85	10.02	8.74
						EV/EBIT	81.19	23.60	25.08	10.46	9.12

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com