



BASF和安迪苏产量减少, VA报价大涨

投资要点

- **事件:** 10月31日BASF宣布因火灾导致柠檬醛及其下游中间体的生产受到影响, 11月10日宣布VA和VE生产受到影响; 11月22日安迪苏公告称由于原材料供应出现问题, 将被迫显著降低VA产量, 预计将在2018年4月份恢复正常产量; 国产VA报价从11月20日的550元分别提升至21日和22日的615元和670元/千克, 提价幅度分别为12%和22%。
- **全球VA巨头产能受影响, VA价格大涨。**柠檬醛生产的β-紫罗兰酮是VA生产所需的前体, BASF是全球最大的柠檬醛生产商, 并给安迪苏提供VA1000的前体。BASF的柠檬醛工厂因火灾停产导致不仅导致BASF的VA生产受影响, 安迪苏也公告称VA产量将显著减少。BASF和安迪苏的VA分别占全球市场的26%和15%左右, 柠檬醛工厂停产将导致BASF和安迪苏的VA生产均受到影响, 短期内全球VA供应大幅度减少。且全球最大的VA供应商DSM也宣布延长停产检修时间。这就意味着全球超过50%的VA供应受到影响, 推动VA报价大幅度上涨, 从11月20日的550元分别提升至21日和22日的615元和670元/千克, 提价幅度分别为12%和22%。随着经销商和下游客户库存消化, 供需失衡将推动VA价格持续上涨。金达威的β-紫罗兰酮有两个来源: BASF和印度(柠檬醛采购自日本Kurary), 金达威拥有库存且可从印度采购β-紫罗兰酮, VA生产不受影响, 能够享受价格上涨带来的业绩增量。
- **VA和VD3价格持续攀升, 显著增厚公司业绩。**2017年以来环保压力+VA主要供应商停产, VA报价从8月份的148元大涨至400元以上目前报价已达到670元, 涨幅高达353%; VD3报价从6月的140元大涨至435元, 涨幅高达211%。尤其是VA的全球前三大供应商BASF、DSM、安迪苏供应受影响, 价格很可能持续上涨。我们在三季报点评中测算过, VD3和V3的年产能分别在1000吨和3000吨左右, 单季度平均销量分别为250吨和750吨。按照VD3价格从140元上涨至435元, VA价格从148元上涨至400元, 对应增厚2.6亿收入, 按照50%净利率(考虑原料药成本增加、17%的出口增值税率、15%的所得税率)测算增厚业绩弹性1.3亿。即便不考虑价格持续上涨, 按照当前价格测算, 2018年前三季度的价格均处于上涨, 单季度平均增厚净利润1.3亿, 合计3.9亿, 再加上辅酶Q10和保健品增厚1亿左右, 也就意味着在2017年4.9亿净利润的基础上, 2018年备考归母净利润将翻番达到10亿左右, 备考估值仅11倍。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017-2019年EPS分别为0.80元、1.66元、1.88元, 对应PE分别为25倍、12倍、11倍。2018年金达威归母净利润约10.2亿, 其中原料药(维生素+辅酶Q10)9.2亿, 保健品1亿, 分别给予15倍和25倍PE, 对应市值分别为138亿和25亿, 合计目标市值163亿, 对应目标价为26.46元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 保健品销售或低于预期的风险; 原料药价格大幅度波动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1662.75	2289.14	3200.61	3574.15
增长率	38.12%	37.67%	39.82%	11.67%
归属母公司净利润(百万元)	299.77	493.75	1024.16	1160.19
增长率	166.29%	64.71%	107.42%	13.28%
每股收益EPS(元)	0.49	0.80	1.66	1.88
净资产收益率ROE	13.76%	19.17%	29.25%	26.03%
PE	42	25	12	11
PB	5.77	4.88	3.59	2.82

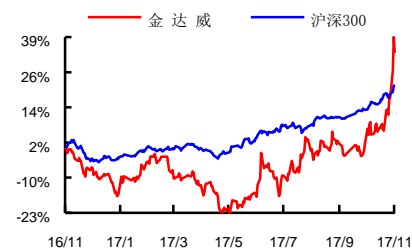
数据来源: Wind, 西南证券

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

分析师: 周平
执业证号: S1250517080004
电话: 023-67791327
邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.16
流通A股(亿股)	6.00
52周内股价区间(元)	12.06-21.25
总市值(亿元)	125.89
总资产(亿元)	32.82
每股净资产(元)	3.66

相关研究

1. 金达威(002626): VA主要供应商停产, 价格有望持续上涨 (2017-11-17)
2. 金达威(002626): 维生素大幅度提价, 四季度预告超预期 (2017-10-27)
3. 金达威(002626): 运动营养品强势崛起, Q10、VD3提价明显 (2017-06-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1662.75	2289.14	3200.61	3574.15	净利润	300.06	494.24	1025.16	1161.33
营业成本	980.33	1220.42	1396.35	1544.54	折旧与摊销	91.95	71.92	73.53	75.45
营业税金及附加	15.37	17.40	25.17	28.62	财务费用	2.14	44.54	44.96	42.91
销售费用	98.17	148.79	192.04	214.45	资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00
管理费用	214.61	274.70	320.06	357.41	经营营运资本变动	-120.67	-161.45	-232.98	-98.64
财务费用	2.14	44.54	44.96	42.91	其他	100.72	-1.26	-6.65	3.53
资产减值损失	-0.16	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	374.05	447.99	904.02	1184.59
投资收益	-2.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	-266.41	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-205.78	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-472.18	-50.00	-50.00	-50.00
营业利润	349.83	583.29	1222.03	1386.21	短期借款	-648.23	-7.75	0.00	0.00
其他非经营损益	13.29	9.95	10.44	10.75	长期借款	90.64	0.00	0.00	0.00
利润总额	363.11	593.24	1232.47	1396.96	股权融资	647.41	0.00	0.00	0.00
所得税	63.05	99.00	207.31	235.63	支付股利	0.00	-59.95	-98.75	-204.83
净利润	300.06	494.24	1025.16	1161.33	其他	438.88	-327.49	-44.96	-42.91
少数股东损益	0.29	0.48	1.00	1.14	筹资活动现金流净额	528.70	-395.20	-143.71	-247.74
归属母公司股东净利润	299.77	493.75	1024.16	1160.19	现金流量净额	436.38	2.80	710.31	886.84
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	840.60	843.40	1553.71	2440.55	成长能力				
应收和预付款项	310.71	461.24	633.14	696.97	销售收入增长率	38.12%	37.67%	39.82%	11.67%
存货	287.71	361.86	421.92	463.37	营业利润增长率	180.03%	66.74%	109.51%	13.43%
其他流动资产	84.39	116.18	162.45	181.40	净利润增长率	172.82%	64.71%	107.42%	13.28%
长期股权投资	27.75	27.75	27.75	27.75	EBITDA 增长率	106.99%	57.63%	91.57%	12.24%
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	544.64	552.67	559.10	563.60	毛利率	41.04%	46.69%	56.37%	56.79%
无形资产和开发支出	888.79	861.38	833.96	806.55	三费率	18.94%	20.45%	17.40%	17.20%
其他非流动资产	116.26	113.72	111.19	108.65	净利率	18.05%	21.59%	32.03%	32.49%
资产总计	3100.86	3338.21	4303.21	5288.84	ROE	13.76%	19.17%	29.25%	26.03%
短期借款	57.75	50.00	50.00	50.00	ROA	9.68%	14.81%	23.82%	21.96%
应付和预收款项	149.37	236.48	270.21	295.23	ROIC	14.57%	24.05%	43.32%	44.96%
长期借款	379.63	379.63	379.63	379.63	EBITDA/销售收入	26.70%	30.57%	41.88%	42.10%
其他负债	334.18	93.47	98.35	102.45	营运能力				
负债合计	920.93	759.59	798.18	827.32	总资产周转率	0.57	0.71	0.84	0.75
股本	616.48	616.48	616.48	616.48	固定资产周转率	3.02	4.34	6.15	6.89
资本公积	885.28	885.28	885.28	885.28	应收账款周转率	7.25	7.57	7.35	6.72
留存收益	627.62	1061.42	1986.82	2942.18	存货周转率	3.28	3.65	3.52	3.46
归属母公司股东权益	2164.98	2563.18	3488.59	4443.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.27%	—	—	—
少数股东权益	14.95	15.44	16.44	17.58	资本结构				
股东权益合计	2179.93	2578.62	3505.03	4461.53	资产负债率	29.70%	22.75%	18.55%	15.64%
负债和股东权益合计	3100.86	3338.21	4303.21	5288.84	带息债务/总负债	47.49%	56.56%	53.83%	51.93%
					流动比率	3.16	5.57	7.72	9.75
					速动比率	2.57	4.44	6.55	8.55
					股利支付率	0.00%	12.14%	9.64%	17.65%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	443.92	699.76	1340.52	1504.58	每股收益	0.49	0.80	1.66	1.88
PE	41.99	25.50	12.29	10.85	每股净资产	3.54	4.18	5.69	7.24
PB	5.77	4.88	3.59	2.82	每股经营现金	0.61	0.73	1.47	1.92
PS	7.57	5.50	3.93	3.52	每股股利	0.00	0.10	0.16	0.33
EV/EBITDA	27.80	17.27	8.48	6.97					
股息率	0.00%	0.48%	0.78%	1.63%					

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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn