

评级: 买入(首次)

市场价格:

分析师: 商艾华

执业证书编号: S0740518070002

分析师: 张倩

执业证书编号: S0740518120002

Email: zhangqian@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	508.56	492.71	660.50	748.87	860.60
增长率 yoy%	5.48%	-3.12%	34.05%	13.38%	14.92%
净利润	72.61	42.58	115.66	117.78	140.99
增长率 yoy%	19.16%	-41.36%	171.63%	1.83%	19.71%
每股收益(元)	1.09	0.4	1.03	1.05	1.26
每股现金流量	1.19	0.79	0.82	1.60	1.72
净资产收益率	9.45%	5.14%	11.88%	11.23%	11.89%
P/E	65.33	64.95	25.16	24.70	20.64
P/B	3.79	3.51	2.99	2.78	2.45

投资要点

■ 公司主要从事食品和饲料添加剂的研发、生产及销售。产品主要包括生物素、叶酸等维生素类产品和乳酸链球菌素、纳他霉素、ε-聚赖氨酸等生物保鲜剂。公司是国内最早从事生物素和生物保鲜剂生产的企业之一, 通过多年的经营积累和持续的技术创新、工艺优化及应用领域的开发, 公司已发展成为产品细分市场的龙头企业, 在规模化生产能力、技术工艺水平、产品市场占有率、品牌知名度等方面处于全球领先地位。2018年Q4公司通过收购通过圣达, 持有其75%股权, 将新增维生素B2、黄原胶及生物保鲜剂产品的新产能。

■ 公司在维生素及生物保鲜剂行业地位领先。公司历经多年的市场磨砺与竞争挑战, 已在国内乃至全球的产品细分市场占据了举足轻重的地位。在生物素领域, 圣达生物是全球最大的供应商, 产销量和出口额连续多年位居第一, 产品在全球的市场份额约30%; 在叶酸领域, 公司18年市占率接近18%; 在生物保鲜剂领域, 子公司新银象是全球乳酸链球菌素及纳他霉素的主要供应商, 也是国内为数不多的能同时具备乳酸链球菌素、纳他霉素和ε-聚赖氨酸盐酸盐三个系列产品产业化生产能力的企业, 作为乳酸链球菌素行业标准和纳他霉素国家标准的主要起草单位, 公司在细分行业拥有领先的市场地位和较强的市场影响力。

■ 生物素及叶酸价格预期底部上涨。生物素及叶酸的价格波动主要受供给端格局变化影响。此次江苏安全事故将分别影响生物素及叶酸的供给约为20%和50%, 影响较大。参考复盘历史生物素及叶酸涨价驱动力, 合理预期生物素及叶酸将迎来价格底部上涨。

叶酸不同于市场的观点: 近3年叶酸生产格局较分散, 有新进入小厂开开停停, 造成叶酸价格近几年一直处于底部。此次叶酸预期的供给侧变化, 市场内存在新进入小厂新增的额外供给的观点, 打破供给缺失导致价格上涨的逻辑。我们认为此次叶酸涨价的预期值较高: (1) 此次受影响的不仅是叶酸的供应端产能缺失, 叶酸的原料端同样受到环保检查影响。以圣达生物为代表的龙头生产商具有与原材料供应商多年合作的成熟关系, 在货源紧张的情况下, 比开开停停的小厂更有原材料渠道优势; (2) 叶酸生产属于高污染行业, 受此次全国性的安全生产检查影响, 小厂同样需要加大环保投入, 势必会增加其生产成本或影响其开工, 减少小厂对盈利的预期; (3) 此次理论供给端缺失产能接近50%, 依靠零散小厂的进入并不能短时间或者有效的弥补这部分供给空缺。

■ 收购通过圣达并表, 整合业务资源、发挥协同效应。

(1) 通过圣达的主要产品黄原胶与维生素B2和圣达的产品在销售市场及面向的客户群方面有一定的交叉重合。本次收购完成后, 圣达生物丰富的行业经验、管理能力和优质的客户资源, 将有助于拓展通过黄河龙产品的销售渠道。

(2) 公司乳酸链球菌素的现有产能已严重制约该产品的规模扩大和市场占有率的提升。除本次拟用募集资金投入的年产1,000吨乳酸链球菌素项目和年产2,000吨蔗糖发酵物项目以外, 公司也在通过圣达规划了维生素B12、聚赖氨酸、β-胸苷等项目, 丰富产品种类, 新增利润贡献点。

(3) 有利于降低生产成本、提升公司盈利能力。通过圣达地处东北黄金玉米带西部, 原料丰富, 紧邻国道及高速公路, 交通便利, 且当地煤炭资源丰富, 原材料及能源采购方面相较于浙江天台县具有明显的成本优势。

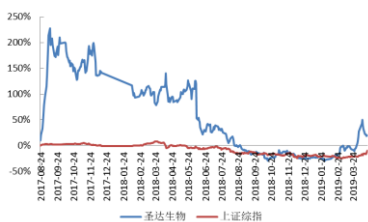
■ 盈利预测: 我们预计2019-2021年公司可实现营业收入分别为: 660.50/748.87/860.60百万元, 对应归母净利润分别为115.66/117.78/140.99百万元, 对应PE分别为25.16/24.70/20.64倍, 给予“买入”评级。

■ 风险提示: 维生素品类涨价不及预期; 维生素销售量受涨价影响萎缩; 通过圣达产品不能按期实现投产。

基本状况

总股本(亿股)	1.12
流通股本(亿股)	0.37
市价(元)	25.98
市值(亿元)	29.53
流通市值(亿元)	9.63

股价与行业-市场走势对比



相关报告

内容目录

1.公司介绍	- 4 -
2.行业介绍	- 7 -
2.1 生物素.....	- 7 -
2.2 叶酸.....	- 10 -
2.3 生物保鲜剂.....	- 12 -
2.4 维生素 B2.....	- 14 -
2.5 黄原胶.....	- 15 -
3.成长驱动力	- 16 -
3.1 生物素及叶酸价格底部上升.....	- 16 -
3.2 收购通辽圣达，整合业务资源、发挥协同效应.....	- 16 -
4.盈利假设及预测	- 18 -

图表目录

图表 1: 公司主要产品介绍	- 4 -
图表 2: 公司收入构成 (百万元)	- 5 -
图表 3: 公司毛利构成 (百万元)	- 5 -
图表 4: 公司近几年营业收入及增速	- 5 -
图表 5: 公司近几年归母净利润及增速	- 5 -
图表 6: 公司近几年毛利率及净利率	- 6 -
图表 7: 公司近几年三费水平	- 6 -
图表 8: 2018 年公司分产品的产能利用率	- 6 -
图表 9: 生物素合成过程	- 7 -
图表 10: 公司采购原材料右胺的历史价格	- 8 -
图表 11: 生物素产品供需数据	- 8 -
图表 12: 生物素产品供给格局	- 9 -
图表 13: 复盘生物素历史价格波动情况	- 9 -
图表 14: 生物素主要生产企业及市占比	- 10 -
图表 15: 叶酸合成过程	- 10 -
图表 16: 叶酸产品供需数据	- 11 -
图表 17: 叶酸产品供给格局	- 11 -
图表 18: 复盘叶酸历史价格波动情况	- 12 -
图表 19: 叶酸主要生产企业及市占比	- 12 -
图表 20: 乳酸链球菌素生产流程	- 13 -
图表 21: 纳他霉素生产流程	- 13 -
图表 22: VB2 产品供给格局	- 15 -
图表 23: VB2 历史价格波动情况	- 15 -
图表 24: 圣达生物与通过圣达原材料及主要能源价格对比	- 17 -
图表 25: 弹性预测	- 18 -
图表 26: 盈利预测	- 18 -
图表 27: 财务预测	- 19 -

1. 公司介绍

公司主要从事食品和饲料添加剂的研发、生产及销售。产品主要包括生物素、叶酸等维生素类产品和乳酸链球菌素、纳他霉素、 ϵ -聚赖氨酸等生物保鲜剂。公司是国内最早从事生物素和生物保鲜剂生产的企业之一，通过多年的经营积累和持续的技术创新、工艺优化及应用领域的开发，公司已发展成为产品细分市场的龙头企业，在规模化生产能力、技术工艺水平、产品市场占有率、品牌知名度等方面处于全球领先地位。2018年Q4公司通过收购通辽圣达，持有其75%股权，将新增维生素B2、黄原胶及生物保鲜剂产品的新产能。

图表 1: 公司主要产品介绍

产品类别	具体产品	主要应用领域	经营主体
维生素类	生物素	纯品	用于食品和饲料添加
		1%生物素	主要用于食品添加
		2%生物素	主要用于饲料添加
		10%生物素	主要用于饲料添加
	叶酸	纯品	用于食品和饲料添加
		80%叶酸	主要用于饲料添加
	维生素 B2	主要应用于饲料、医药化妆品和食品添加	子公司通辽圣达
生物保鲜剂	ϵ -聚赖氨酸盐酸盐	用于食品添加，主要用于肉制品、乳制品、饮料、奶酪、糕点等食品的防腐保鲜	子公司新银象
	乳酸链球菌素		子公司新银象
	纳他霉素		子公司通辽圣达
	蔗糖发酵物		
其他	黄原胶	着重开发中高档亲水性和刺槐豆胶等特色胶体	子公司通辽圣达

来源：公司公告、中泰证券研究所

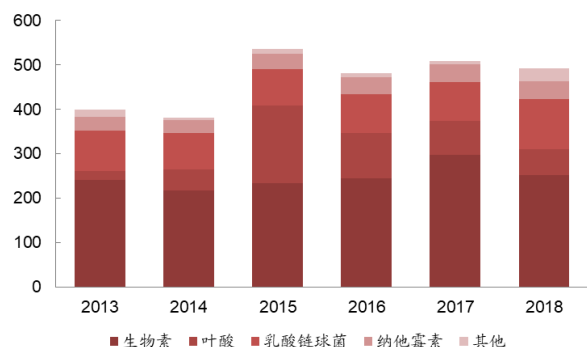
公司在维生素及生物保鲜剂行业地位领先。公司历经多年的市场磨砺与竞争挑战，已在国内乃至全球的产品细分市场占据了举足轻重的地位。在生物素领域，圣达生物是全球最大的供应商，产销量和出口额连续多年位居第一，产品在全球的市场份额约 30%；在生物保鲜剂领域，子公司新银象是全球乳酸链球菌素及纳他霉素的主要供应商，也是国内为数不多的能同时具备乳酸链球菌素、纳他霉素和 ϵ -聚赖氨酸盐酸盐三个系列产品产业化生产能力的企业，作为乳酸链球菌素行业标准和纳他霉素国家标准的主要起草单位，公司在细分行业拥有领先的市场地位和较强的市场影响力。

2018 年公司维生素业绩下滑受猪瘟影响。受猪瘟等因素影响，下游养殖业景气度低迷，饲料用维生素需求下降，全行业饲料用生物素和叶酸的价格和销量都有一定程度的下降，市场集中度进一步加强。主要产品生物素、叶酸分别实现营业收入 25,131.34 万元、5,844.12 万元，较去年同期分别减少 15.54%、22.87%。依靠稳定的产品质量与优秀

的业界口碑，公司主要产品持续保持较高的市场占有率，18 年生物素及叶酸销量分别为 97.17 吨及 320.41 吨，同比减少仅为 14.46% 及 1.03%。

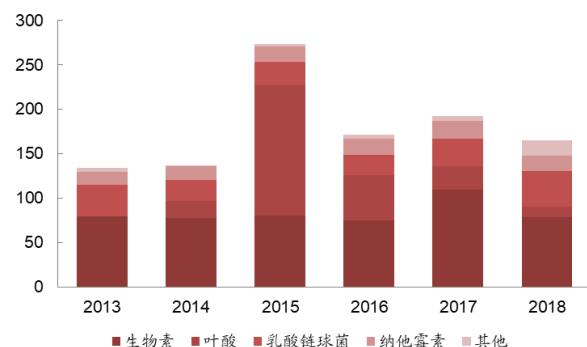
生物保鲜剂成为公司业绩新增点。得益于“银象”品牌在国内外良好的口碑及产品优良的品质，公司全资子公司新银象主要产品乳酸链球菌素满产能生产，且产销率接近 100%，2018 年实现营业收入 11,331.58 万元，较去年同期增长 28.94%。目前生物保鲜剂的营业收入已占公司全年营业收入的 35.58%，公司还不断探索和扩大生物保鲜剂产品的应用领域，公司提交“扩大乳酸链球菌素使用范围”项目通过国家卫计委审计并公布，扩大的使用范围包括腌渍的蔬菜、加工食用菌与藻类、面包和糕点等 4 种食品类别。

图表 2: 公司收入构成 (百万元)



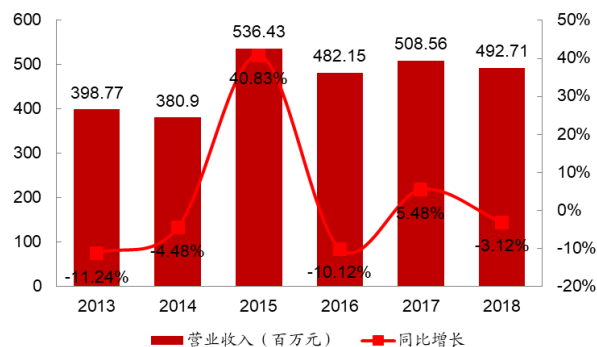
来源: wind、中泰证券研究所

图表 3: 公司毛利构成 (百万元)



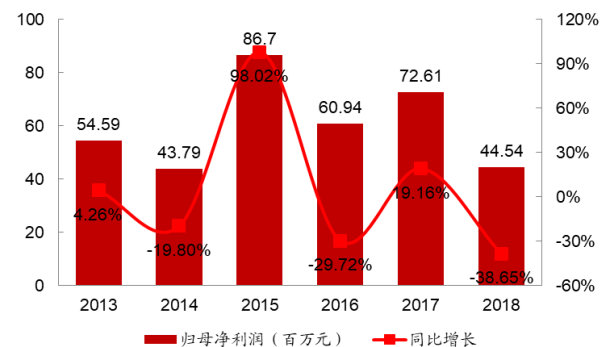
来源: wind、中泰证券研究所

图表 4: 公司近几年营业收入及增速

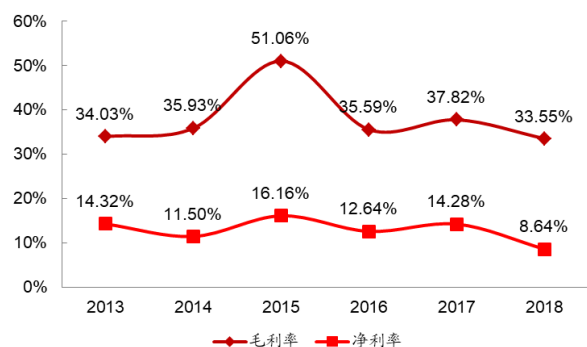


来源: wind、中泰证券研究所

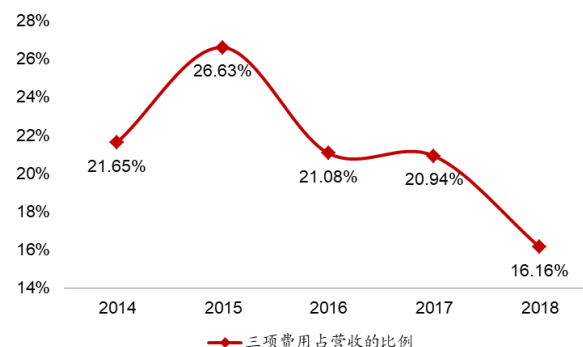
图表 5: 公司近几年归母净利润及增速



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 公司近几年毛利率及净利率


来源: wind、中泰证券研究所

图表 7: 公司近几年三费水平


来源: wind、中泰证券研究所

客户资源优势。公司凭借领先的技术工艺水平和优质稳定的产品品质赢得了客户的广泛认可,与国内外大型知名企业建立了稳固良好的互信合作关系,拥有长期稳定的高端客户群。在饲料、动物保健品、营养品领域如法国安迪苏、荷兰泰高国际集团、荷兰帝斯曼集团、德国罗曼、美国 NBTY 等全球跨国企业集团和中牧股份、大北农、海大集团等国内知名上市公司,国内肉制品行业的领先企业如双汇发展、金锣集团,以及大型食品饮料企业娃哈哈集团等,都是公司的主要合作伙伴。公司拥有的优质丰富的高端客户资源为公司业务的持续发展奠定了坚实基础,不仅提升了公司的品牌知名度,为现有产品的销售提供了市场空间,也为新产品的开发提供了快速进入市场的途径,从而有利于巩固公司在产品细分市场的领先地位。

19 年通辽圣达并表叠加新增产能利好,预期大幅增厚业绩。如不考虑生物素及叶酸 18 年年底新增产能,其产能利用率分别接近 88%及 118%;乳酸链球菌素及纳他霉素的产能利用率分别为 99.6%及 94.84%,均处于满产状态。19 年会新增通达圣达 VB2 1000 吨/年及黄原胶 10000 吨/年的产能,预期将大幅增厚业绩。

图表 8: 2018 年公司分产品的产能利用率

产品	设计产能	产能利用率 (%)	情况说明
生物素	160 吨/年	54.8	18 年 Q4 新增 60 吨/年 (募投项目年产 200 吨生物素中间体烯酮项目)
叶酸	500 吨/年	71.27	通过工艺改造,18 年新增 200 吨/年
乳酸链球菌素	500 吨/年	99.6	通达圣达新增乳酸链球菌素产能 1000 吨/年
纳他霉素	100 吨/年	94.84	
蔗糖发酵物	500 吨/年		18 年全资孙公司去的环评批复,并通过现场验收
维生素 B2	1000 吨/年		18 年 Q4 收购通辽圣达具备年产 1000 吨的生产能力
黄原胶	10000 吨/年		18 年 Q4 收购通辽圣达具备年产 10000 吨黄原胶的生产能力

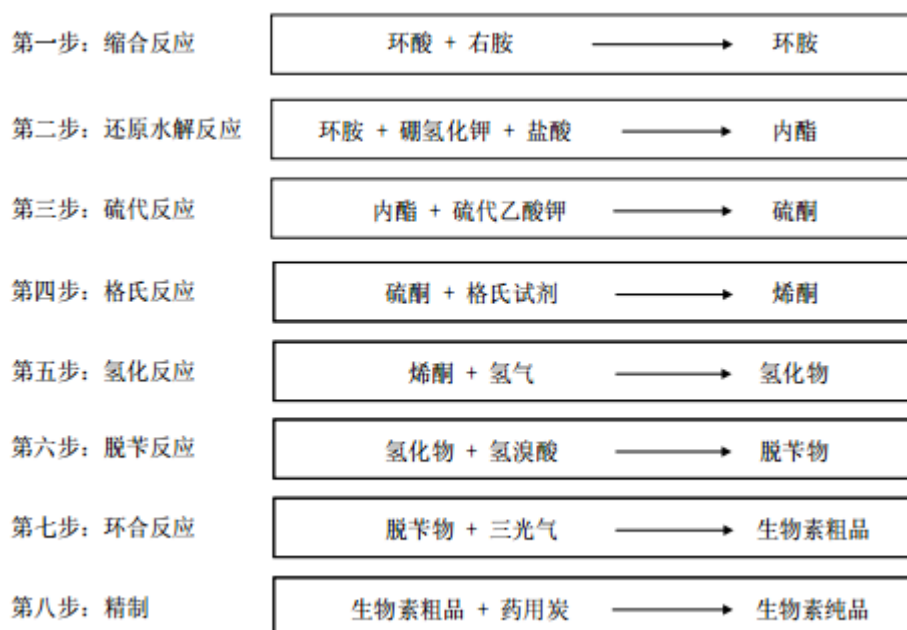
来源: 公司公告、中泰证券研究所

2.行业介绍

2.1 生物素

生物素 (Biotin)，又称维生素 H、维生素 B7、辅酶 R，是合成维生素 C 的必要物质，在代谢脂肪及蛋白质过程中不可或缺，是维持机体正常生长、发育及健康的必要营养素。生物素是维生素中生产工艺最为复杂的品种，也是最后时限国产化的维生素，目前约 70%的用量应用于饲料添加剂，30%用于食品饮料及医药领域。近年来，生物素已成为最受关注的水溶性维生素之一。

图表 9：生物素合成过程



来源：公司公告、中泰证券研究所

生物素合成过程复杂，壁垒较高，且原材料供给不稳定。生物素的合成需要进行多步反应，原材料主要包括环酸、右胺、硼氢化钾、硫代乙酸钾等。2014-2016 年，右胺价格逐年增长且涨幅较大，主要是因为右胺是氯霉素生产中的副产物，市场上供应右胺的厂家也是主要供应氯霉素的生产厂家，2015 年氯霉素的上游原材料因为环保问题停产，氯霉素的产量大幅减少，进而导致右胺的市场供应严重不足，右胺的价格相应出现大幅上涨的情形。随着这些厂家环保问题的整治及生产供应的恢复，右胺的市场供给逐渐增多，右胺的价格在 2018 年上半年有所下降。

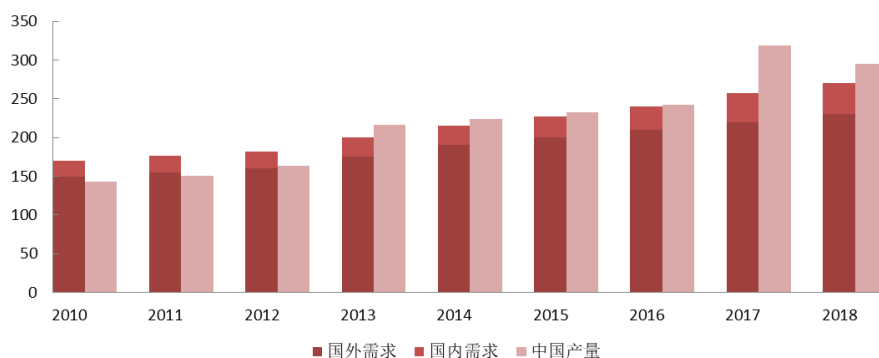
图表 10: 公司采购原材料右胺的历史价格



来源: 公司公告、中泰证券研究所

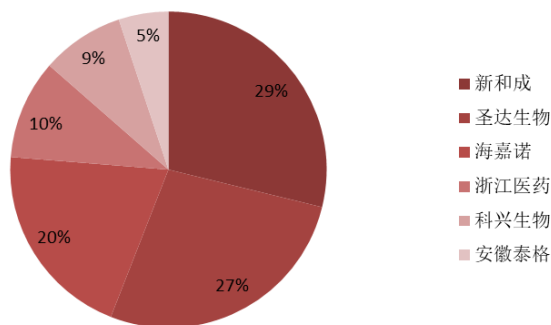
生物素供给主要由国内厂家寡头垄断。随着维生素产业不断向中国转移,目前全球生物素需求几乎全部由中国厂商供应,仅有少量高端产品由国外厂商生产。根据博亚和讯的统计数据,预估 2018 年生物素全球需求 270 吨,中国生产 295 吨。在生物素领域,目前的生产厂家主要有圣达生物,海嘉诺,新和成,科兴生物和浙江医药,占据市场份额的 90%左右,竞争格局基本稳定。

图表 11: 生物素产品供需数据



来源: 公司公告、博亚和讯、中泰证券研究所

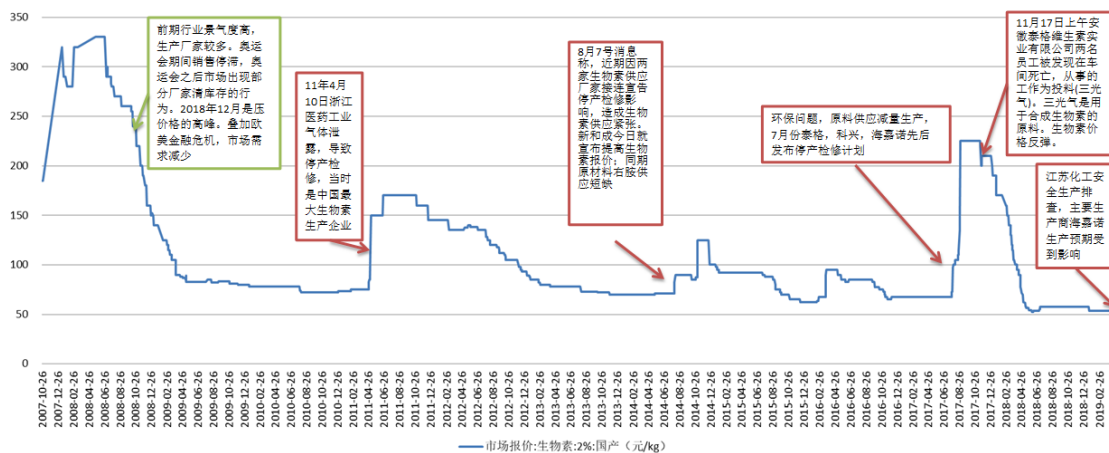
图表 12: 生物素产品供给格局



来源: 公司公告、博亚和讯、中泰证券研究所

生物素价格波动主要受供给格局影响。产品的供需变化将反应在产品价格的波动上。由于物素的下游需求较稳定且属于寡头供给的格局,所以生物素的价格波动主要是受供给端影响。我们通过复盘生物素历史价格波动情况,验证供给端的变化是主导生物素价格上涨及下跌的主要因素。生物素供应格局的变化一方面受到厂家生产情况的影响,另一方面也受到厂家销售策略的影响。

图表 13: 复盘生物素历史价格波动情况



来源: wind、中泰证券研究所

生物素价格底部上升机会来临。近期江苏省安全生产事故影响颇大,将波及到江苏省内化工企业的正生产。生物素主要供给企业海嘉诺地处江苏大丰,2018年预计市占率约为20%,目前面临安全检查停产。生物素主要供给份额的缺失将直接导致生物素供给格局的变化,参考历史价格波动的情况,合理预估生物素涨价预期。

图表 14: 生物素主要生产企业及市占比

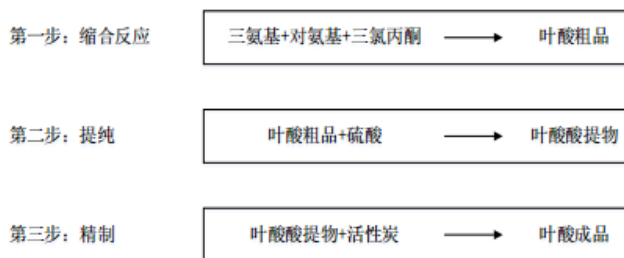
	新和成	圣达生物	海嘉诺	浙江医药	科兴生物	安徽泰
公司生产位置	浙江	浙江	江苏大丰	有厂在江苏	浙江	安徽
预估 2018 市占率	29%	27%	20%	10%	9%	5%

来源: 博亚和讯、中泰证券研究所

2.2 叶酸

叶酸 (Folic Acid), 又称维生素 B9, 是一种水溶性维生素, 因 1941 年美国学者 Mitchell 等人从菠菜叶中分离提取而得名。叶酸是机体细胞生长和繁殖所必需的物质, 对人体的新陈代谢起着重要的作用, 人体如缺乏叶酸可引起巨红细胞性贫血以及白细胞减少症等, 特别是占人群较大比例的孕妇、乳母和婴幼儿等更需要补充叶酸; 当动物体内缺乏叶酸时, 则会出现生长迟缓、畸形、贫血等多种病症。因此, 叶酸在食品、饲料、医药保健品等行业得以广泛应用。

当前叶酸主要是用三氯丙酮、对氨基物和三氨基物为原料进行合成, 合成路线行业内企业基本相同, 差别主要变现在如何减少污染, 提高收率。环保方面, 叶酸现有的生产工艺用水多且水内含有的氨类有机物不易用生物降解法进行处理, 因而常规的生产工艺会产生大量难以处理的废水, 这也是大部分企业在生产叶酸时产能受到制约的主要原因。收率方面, 三氯丙酮的纯度高低对叶酸的质量和收率水平有较大的影响。

图表 15: 叶酸合成过程


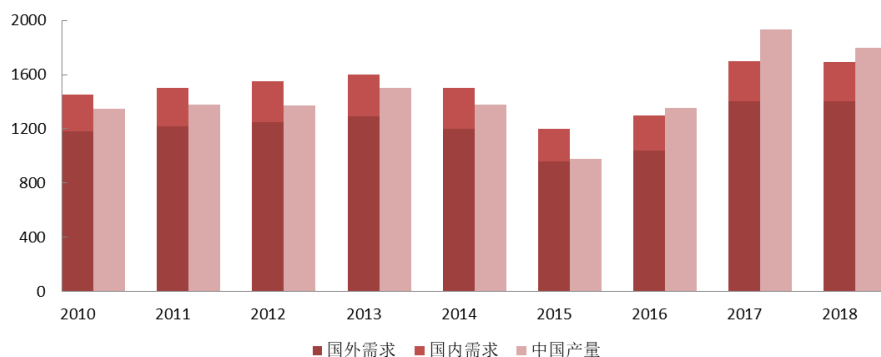
来源: 公司公告、中泰证券研究所

叶酸的主要原材料价格在 2015 年均有较大幅度的增长, 主要是由于许多生产厂家因环保因素被关停, 使得原材料供给紧缺, 导致价格大幅上涨。2016 年及 2017 年上半年, 随着被关停的厂家逐渐恢复生产, 对氨基盐和三氨基盐的价格有所回落; 三氯丙酮价格进一步上涨, 主要是因为三氯丙酮的主要供应商位于河北, 2016 年由于京津冀一带雾霾严重, 许多企业的生产被叫停, 三氯丙酮的生产因此受到影响, 价格较 2015 年有所上涨。

叶酸供给主要由国内厂家寡头垄断。随着维生素产业不断向中国转移, 目前全球叶酸需求几乎全部由中国厂商供应, 仅有少量高端产品由国外厂商生产。根据博亚和讯的统计数据, 预估 2018 年叶酸全球需求 1690 吨, 中国生产 1800 吨。主要的

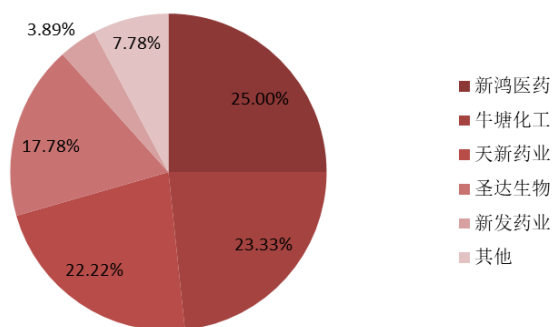
生产厂家包括常州市牛塘化工、新发药业有限公司、常州市新鸿医药、江西天新药业和圣达生物。

图表 16: 叶酸产品供需数据



来源：博亚和讯、中泰证券研究所

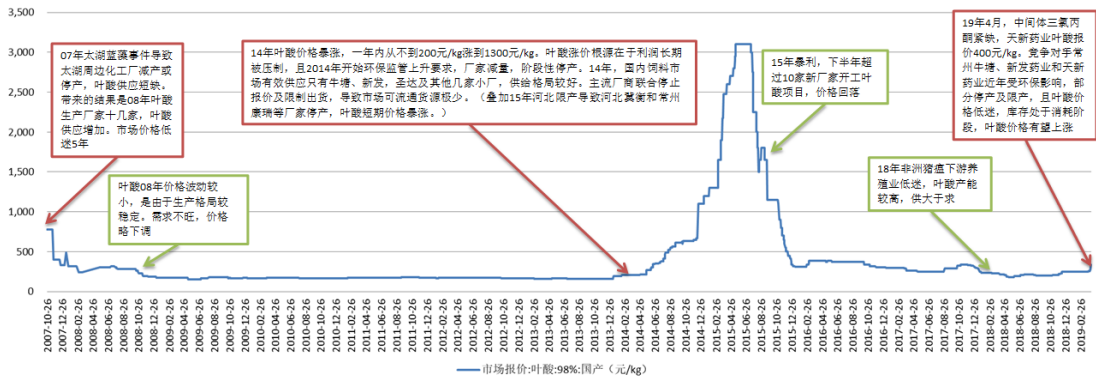
图表 17: 叶酸产品供给格局



来源：公司公告、博亚和讯、中泰证券研究所

叶酸价格波动主要受供给格局影响。同样的叶酸的下游需求较稳定，其价格波动也主要受供给端影响。我们通过复盘叶酸历史价格波动情况，验证供给端的变化是主导叶酸价格上涨及下跌的主要因素。

图表 18: 复盘叶酸历史价格波动情况



来源: wind、中泰证券研究所

叶酸价格底部上升机会来临。近年来, 受困于市场价格偏低、上游中间体供应的制约、环保压力和成本上涨等因素的影响, 许多厂家选择转产或停产应对, 受此影响叶酸市场供给在 2014 年有所降低, 价格有所上涨。2015 年, 由于部分主要叶酸生产厂家受环保因素影响大幅减产, 使得叶酸市场严重供不应求, 国内叶酸产量下降至 975 吨, 因而使得叶酸价格暴涨, 叶酸价格高涨使得下游部分饲料用户仅在种畜中保留刚性添加, 在家禽等饲料中几乎不再添加, 进而导致 2015 年叶酸的整个需求规模大幅下降。叶酸价格的高涨, 吸引了一些生产厂家加入市场, 其产品 2015 年下半年逐渐进入市场, 叶酸市场供应逐渐恢复, 叶酸价格也逐步回归至合理水平。同样受江苏安全生产事件影响, 叶酸在江苏省的主要供应方将影响约 50% 的市场份额, 大份额的供给缺失将导致供需关系失衡, 合理预期叶酸价格将上涨。

图表 19: 叶酸主要生产企业及市占比

	新鸿医药	牛塘化工	天新药业	圣达生物	新发药业	其他
公司生产位置	常州	常州	江西	浙江	山东	
预估 2018 市占率	25%	23%	22%	18%	4%	8%

来源: 博亚和讯、中泰证券研究所

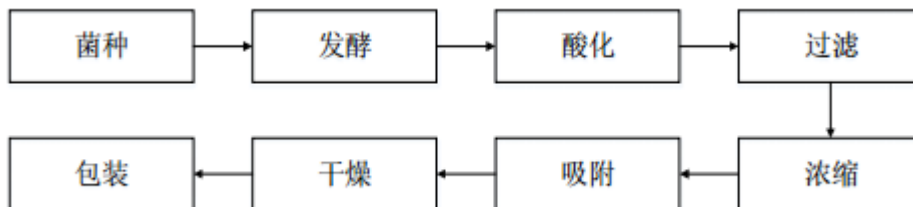
2.3 生物保鲜剂

生物保鲜剂是保鲜剂的一类, 指从天然动植物、微生物中提取的或利用生物技术获得的具有抑制、杀灭微生物促进食物防腐和抑制、消除、减缓氧化反应的抗氧化保鲜效果的食品添加剂。由于其成本相对于化学防腐剂较高, 因而在食品防腐剂市场中化学防腐剂依然是主流, 生物保鲜剂的市场规模相对较小。目前投入市场化应用的天然微生物源食品保鲜剂主要有乳酸链球菌素、纳他霉素、 ϵ -聚赖氨酸及其盐酸和溶菌酶, 公司生物保鲜剂产品涵盖了前三种。

乳酸链球菌素是乳酸链球菌产生的一种多肽物质，对革兰氏阳性细菌、孢杆菌的孢子等有强烈的抑制作用，被广泛应用于肉制品、乳制品等食品的防腐保鲜。**纳他霉素**是由纳他链霉菌受控发酵制得一种无臭无味的结晶粉末，主要对真菌具有抑制作用，广泛用于干酪、肉制品、果蔬汁等食品中。

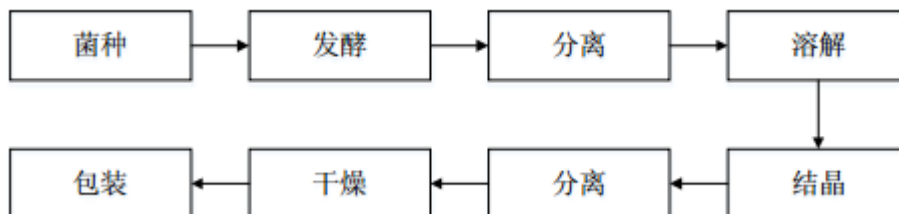
乳酸链球菌素和纳他霉素供应格局。乳酸链球菌素和纳他霉素是全球范围内使用最为广泛的生物保鲜剂，目前国内主要有公司之控股子公司新银象、安泰生物工程股份有限公司、郑州奇泓生物科技有限公司、绿康生化股份有限公司和山东福瑞达生物科技有限公司等几家主要的生产厂商。新银象在技术水平、生产规模、产品市场占有率等方面都已占据了市场领先地位，“银象”品牌在国内外的知名度较高，产品品质在业界树立了良好的口碑。

图表 20: 乳酸链球菌素生产流程



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 纳他霉素生产流程



来源：公司公告、中泰证券研究所

ε-聚赖氨酸是由某些链霉菌产生的一种由同类氨基酸组成的肽类，对革兰氏阴性菌、革兰氏阳性菌和真菌等具有很好的抑制作用。ε-聚赖氨酸盐酸盐，提取时通过盐酸与 ε-聚赖氨酸成盐后提纯，其抑菌机理同 ε-聚赖氨酸。ε-聚赖氨酸市场，其研究及应用主要集中在日本、韩国和美国，目前全球主要供应商是日本 CHISSO 公司，我国还处于起步阶段，属于 2014 年 4 月 3 日获国家卫生计生委批准的食品添加剂新品种。新银象是国内首批达到该产品的生产技术条件并率先取得生产许可的企业，随着公司 ε-聚赖氨酸盐酸盐募投项目的顺利实施，公司将取得该产品细分市场的先发优势。

生物保鲜剂市场概况及发展趋势。目前生物保鲜剂主要应用于肉制品、乳制品、饮料及方便食品等行业，近年来，生物保鲜剂市场需求的快速增长主要来自以下两方面驱动因素：一是下游食品行业的稳步增长带动了对生物保鲜剂需求的增加；二是随着经济发展水平和人们对生物保鲜剂认知度的提升，生物保鲜剂的应用范围和添加比例逐步扩大。

(1) 下游食品行业基本保持稳定增长。我国猪肉和禽肉产量已经分居世界第一位和第二位，2006年至2016年期间，我国肉类产量年均复合增长率为1.88%；乳制品行业在2006年至2016年期间经历了一段相对较快的增长，年均复合增长率达7.45%；软饮料市场增速较快，2006年至2016年期间年均复合增长率达15.83%。方便食品近十年来经历了高速发展，2005年至2015年期间方便食品收入的年均复合增长率达19.4%。

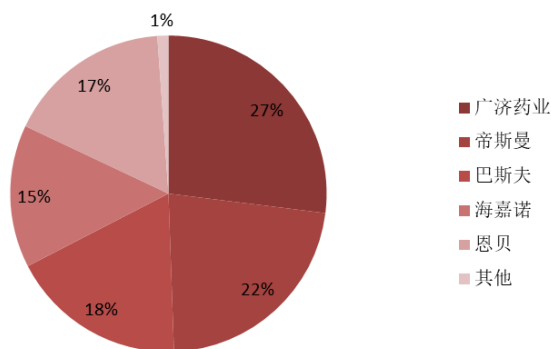
(2) 新批准使用的烘焙行业、酱腌菜行业的市场潜力大。根据Euromonitor公布的数据，我国面包2010-2016年销售量年复合增长率为6.91%。以2016年生产面包210.87万吨、乳酸链球菌素允许最大使用量为0.3g/kg计算，最大可使用乳酸链球菌素632吨，而整个烘焙行业最多可使用乳酸链球菌素3,717吨。2018年国家卫生计生委允许乳酸链球菌素应用于腌渍的蔬菜，允许添加的最大使用量为0.5g/kg。目前我国每年生产的450万吨酱腌菜中，酱菜约为50万吨，榨菜约为100万吨，泡菜为200万吨左右，其他的100万吨则为新型蔬菜制品。酱腌菜行业最大使用乳酸链球菌素量为每年2,250吨。乳酸链球菌素应用于烘焙及酱腌菜行业具有较大的市场潜力。

(3) 生物保鲜剂的使用范围和比例也在逐步提高。传统化学防腐剂如苯甲酸及其盐、山梨酸及其盐、对羟基苯甲酸酯类等对于人体的危害正在引起世界各国的重视，其使用范围与剂量也正在受到越来越严格的控制。而以乳酸链球菌素等为代表的生物保鲜剂因其高效、安全、无毒、无残留等特点正在受到全球市场的青睐，大有逐渐替代化学防腐剂的趋势。以乳酸链球菌素为例，在某些产品防腐中，按等效作用计算，乳酸链球菌素的使用量仅为山梨酸钾的1/6至1/10。随着人们对健康安全食品的不断重视以及生物保鲜剂成本的逐步降低，部分化学防腐剂被逐步替代会是必然趋势，生物保鲜剂将取得长足发展，市场空间大。

2.4 维生素 B2

VB2，又称核黄素，VB2为体内黄酶类辅基的组成部分（黄酶在生物氧化还原中发挥递氢作用）。VB2下游主要应用于饲料（66%）、医药化妆品（24%）和食品（10%）。目前全球VB2年产能约为9000吨，全球需求在8000吨左右，其中广济药业VB2的产销量居世界前列。

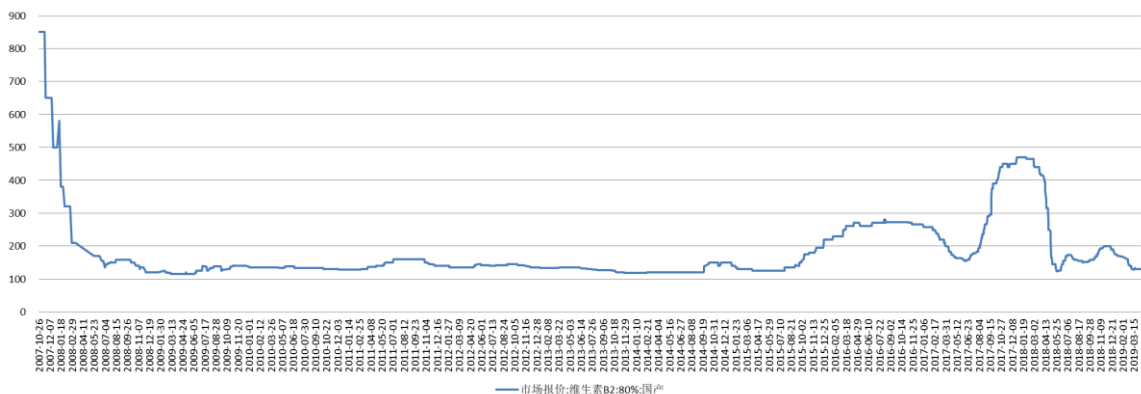
图表 22: VB2 产品供给格局



来源: 公司公告、博亚和讯、中泰证券研究所

VB2 价格目前处于低位, 涨价预期较强。由于欧盟在 2018 年 9 月份调整了 VB2 的注册标准, 造成国内 VB2 的主要出口厂商的 VB2 产品不符合欧盟新规, 国内供给增加, 造成价格下降, 随着国内 VB2 主要出口商按照欧盟新规注册, 预计 2019 年 VB2 的价格呈上升趋势。

图表 23: VB2 历史价格波动情况



来源: wind、中泰证券研究所

2.5 黄原胶

黄原胶俗称玉米糖胶、汉生胶, 是一种糖类(葡萄糖、蔗糖、乳糖)经由野油菜黄单孢菌发酵产生的复合多糖体, 在食品工业中主要作为一种增稠剂、悬浮剂、起到改善品质、增强口感、延长产品保质期等作用。国内大约有 45% 的黄原胶作为食品级销售, 40% 作为石油级销售, 15% 用于农药、饲料、日化、环保等行业。

黄原胶市场过去几年竞争激烈, 产能过剩, 造成价格下降。自 2013 年以来, 国际原油价格由 109 美元/桶下降到 2016 年的 23 美元/桶, 随后逐渐上涨到目前的 60 美元/桶左右, 石油行业的承压传导到上游的黄原胶行业; 再加上黄原胶的产能主要集中在国内, 阜丰集团、梅花生物、中轩生化及 CP Kelco 四家占据 80% 以上

的市场份额，国内市场竞争激烈，导致黄原胶价格长期处于低位。目前国际油价处于稳定并上行趋势，预计黄原胶价格将会有所上升。

3.成长驱动力

3.1 生物素及叶酸价格底部上升

生物素及叶酸的价格波动主要受供给端格局变化影响。此次江苏安全事故将分别影响生物素及叶酸的供给约为 20%和 50%，影响较大。参考复盘历史生物素及叶酸涨价驱动力，合理预期生物素及叶酸将迎来价格底部上涨。

叶酸不同于市场的观点：近 3 年叶酸生产格局较分散，有新进入小厂开开停停，造成叶酸价格近几年一直处于底部。此次叶酸预期的供给侧变化，市场内存在观望新进入小厂新增的额外供给的观点，打破供给缺失导致价格上涨的逻辑。但是，我们认为此次叶酸涨价的预期值较高：（1）此次受影响的不仅是叶酸的供应端产能缺失，还有叶酸的原料端同样受到环保检查影响。以圣达生物为代表的前五大生产商具有与原材料供应商多年合作的成熟关系，在货源紧张的情况下，比开开停停的小厂更有原材料渠道优势；（2）叶酸生产属于高污染行业，受此次全国性的安全生产检查影响，小厂同样需要加大环保投入，势必会增加其生产成本或影响其开工，减少小厂对盈利的预期；（3）此次理论供给端缺失产能接近 50%，依靠零散小厂的进入并不能短时间或者有效的弥补这部分供给空缺。

3.2 收购通辽圣达，整合业务资源、发挥协同效应

（1）通辽圣达的主要产品黄原胶与维生素 B2 和圣达的产品在销售市场及面向的客户群方面有一定的交叉重合。圣达生物在饲料添加剂领域积累了包括德国罗曼 KAESLER NUTRITION GMBH、荷兰泰高 TROUW NUTRITION、帝斯曼等国际知名客户，本次收购完成后，圣达生物丰富的行业经验、管理能力和优质的客户资源，将有助于拓展通辽黄河龙产品的销售渠道。

（2）公司乳酸链球菌素的现有产能已严重制约该产品的规模扩大和市场占有率的提升，现有生产场地的局限也阻碍了其新产品的拓展。通辽圣达厂区土地储备充足，不仅能够有效解决发行人的产能瓶颈问题，同时为发行人研发生产新产品提供了充分的条件。除本次拟用募集资金投入的年产 1,000 吨乳酸链球菌素项目和年产 2,000 吨蔗糖发酵物项目以外，公司也在通辽圣达规划了维生素 B12、聚赖氨酸、β-胸苷等项目，丰富产品种类，新增利润贡献点。

（3）有利于降低生产成本、提升公司盈利能力。通辽圣达地处东北黄金玉米带西部，原料丰富，紧邻国道及高速公路，交通便利，且当地煤炭资源丰富，原材料及能源采购方面相较于浙江天台县具有明显的成本优势。

图表 24：圣达生物与通过圣达原材料及主要能源价格对比

类别	圣达生物采购单价	通过圣达采购单价	价格差异对比
玉米浆	1137 元/吨	200 元/吨	82.41%
水	3.11 元/吨	2.5 元/吨	19.55%
电	0.63 元/度	0.5 元/度	21.15%
蒸汽	229.82 元/吨	132.27 元/吨	42.45%

来源：公司公告、中泰证券研究所

4.盈利假设及预测

假设：（1）生物素 19 年预期均价是公司 15 及 17 年销售均值的平均数（2）叶酸 19 年预期均价是参考公司 17 年销售均价，按照 240 元/kg 计算（3）其他收入主要为蔗糖发酵物预期贡献。

图表 25：弹性预测

	产能（扩产前/扩产后）	价格每涨 1 元/kg，业绩增厚（扩产前/扩产后）
生物素	100/160 吨	7.33/11.72 万元
叶酸	300/500 吨	21.98/36.64 万元

来源：wind、中泰证券研究所

图表 26：盈利预测

		2019	2020	2021
生物素	销售（吨）	110	115.5	121.3
	单价（元/kg）	2900	2600	2600
叶酸	销售（吨）	360	363.6	367.2
	单价（元/kg）	240	230	230
乳酸链球菌素	销售（吨）	495	496	497
	单价（元/kg）	230	228	225
纳他霉素	销售（吨）	99	100	101
	单价（元/kg）	405	400	400
ε-聚赖氨酸	销售（吨）	40	50	60
	单价（元/kg）	950	950	940
VB2	销售（吨）	400	650	750
	单价（元/kg）	150	160	160
乳酸链球菌素（通辽）	销售（吨）	150	200	300
	单价（元/kg）	230	228	225
黄原胶	销售（吨）	350	450	550
	单价（元/kg）	24.17	24	23.5
其他收入（万元）		-	6000	12000
收入合计（万元）		67456.46	76481.60	87892.93
毛利率（%）		38.35%	35.89%	37.03%

来源：wind、中泰证券研究所（通辽项目权益是 0.75）

风险提示：维生素品类涨价不及预期；维生素销售量受涨价影响萎缩；通辽圣达产品不能按期实现投产

图表 27: 财务预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)					
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	492.71	660.50	748.87	860.60	净利润	44.54	115.66	117.78	140.99	
营业成本	327.41	407.22	480.08	541.94	折旧与摊销	33.24	29.67	32.93	34.49	
营业税金及附加	7.74	6.61	7.49	8.61	财务费用	-1.64	4.68	2.71	4.11	
销售费用	17.12	21.94	25.25	28.88	资产减值损失	9.79	4.52	5.66	6.66	
管理费用	64.12	79.26	86.12	101.12	经营营运资本变动	203.93	-69.46	14.97	1.75	
财务费用	-1.64	4.68	2.71	4.11	其他	-201.17	6.58	5.34	4.32	
资产减值损失	9.79	4.52	5.66	6.66	经营活动现金流净额	88.69	91.66	179.40	192.33	
投资收益	1.70	0.00	0.00	0.00	资本支出	-254.79	0.00	0.00	0.00	
公允价值变动损益	1.00	1.00	1.00	1.00	其他	172.13	-0.86	0.99	1.00	
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-82.66	-0.86	0.99	1.00	
营业利润	52.30	137.27	142.55	170.29	短期借款	42.35	47.65	50.00	40.00	
其他非经营损益	0.10	3.26	1.17	1.50	长期借款	5.00	1.00	1.00	0.00	
利润总额	52.40	140.53	143.72	171.80	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	
所得税	9.81	24.86	25.94	30.80	支付股利	-22.00	-11.00	-42.85	-36.36	
净利润	42.58	115.66	117.78	140.99	其他	-15.91	-4.77	-2.71	-4.11	
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	9.45	32.88	5.45	-0.47	
归属母公司股东净利润	44.54	115.66	117.78	140.99	现金流量净额	20.83	123.68	185.84	192.86	
资产负债表 (百万元)					财务分析指标					
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E	
货币资金	301.27	424.95	610.79	803.65	成长能力					
应收和预付款项	111.18	154.50	172.84	199.58	销售收入增长率		-3.12%	34.05%	13.38%	14.92%
存货	124.82	146.89	172.71	197.10	营业利润增长率		-39.06%	162.47%	3.85%	19.46%
其他流动资产	32.51	38.47	41.60	45.57	净利润增长率		-41.36%	171.63%	1.83%	19.71%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率		-34.66%	104.55%	3.83%	17.22%
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	479.00	443.73	405.19	365.09	毛利率		33.55%	38.35%	35.89%	37.03%
无形资产和开发支出	139.72	133.57	127.41	121.25	三费率		16.16%	16.03%	15.23%	15.58%
其他非流动资产	64.21	63.97	63.74	63.51	净利率		8.64%	17.51%	15.73%	16.38%
资产总计	1252.71	1406.08	1594.29	1795.75	ROE		5.14%	11.88%	11.23%	11.89%
短期借款	102.35	150.00	200.00	240.00	ROA		3.40%	8.23%	7.39%	7.85%
应付和预收款项	177.57	208.56	261.35	279.13	ROIC		6.50%	16.98%	17.22%	21.93%
长期借款	5.00	6.00	7.00	7.00	EBITDA/销售收入		17.03%	25.98%	23.80%	24.27%
其他负债	139.37	110.31	119.78	158.83	营运能力					
负债合计	424.29	474.87	588.14	684.96	总资产周转率		0.44	0.50	0.50	0.51
股本	112.00	112.00	112.00	112.00	固定资产周转率		1.92	1.91	1.98	2.31
资本公积	431.35	431.35	431.35	431.35	应收账款周转率		4.56	5.38	4.97	5.01
留存收益	247.90	392.92	467.86	605.33	存货周转率		2.92	3.00	3.00	2.93
归属母公司股东权益	791.25	936.27	1011.21	1148.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入		106.81%	—	—	—
少数股东权益	37.17	37.17	37.17	37.17	资本结构					
股东权益合计	828.42	973.44	1048.37	1185.85	资产负债率		33.87%	33.77%	36.89%	38.14%
负债和股东权益合计	1252.71	1448.30	1636.51	1673.53	带息债务/总负债		25.30%	39.15%	40.28%	40.43%
					流动比率		1.37	1.75	1.82	1.93
					速动比率		1.07	1.42	1.50	1.62
					股利支付率		—	9.51%	36.38%	25.79%
业绩和估值指标										
	2018A	2019E	2020E	2021E						
EBITDA	83.90	171.62	178.20	208.89	每股指标					
PE	64.95	25.16	24.70	20.64	每股收益		0.40	1.03	1.05	1.26
PB	3.51	2.99	2.78	2.45	每股净资产		7.40	8.69	9.36	10.59
PS	5.91	4.41	3.89	3.38	每股经营现金		0.79	0.82	1.60	1.72
EV/EBITDA	31.83	15.11	13.80	11.04	每股股利		0.20	0.10	0.38	0.32
股息率	0.76%	0.38%	1.47%	1.25%						

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。