

分析师: 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490510120007

联系人: 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

食品营养和饲料添加剂的佼佼者

■ 管理层控股的民营企业

公司控股股东为厦门金达威投资有限公司,本次发行前,金达威投资持有公司 3150 万股股份,占公司总股本的 47.02%。江滨先生通过持有金达威投资 95% 的股权,成为公司的实际控制人。公司是国家火炬计划重点高新技术企业,全国饲料行业百强企业,专注于的食品营养强化剂、饲料添加剂的生产和销售十余年,是行业内知名企业,市场地位较高。

■ 行业格局相对稳定,公司主导产品占有一定地位

公司所处维生素行业,该行业竞争格局相对稳定。VA 方面,DSM、BASF 产能分别为 3600 吨、2700 吨,长期保持着行业龙头地位,我国 VA 产能约占全球的 30%,其中新和成 1700 吨,浙江医药 800 吨,公司具有 800 吨产能。辅酶 Q10 方面,国际市场容量在 500 吨左右,国内辅酶 Q10 产量约 240 吨左右,公司产能在 100 吨左右,占据主导地位。VD3 的需求 70% 以上来自于饲料行业,目前我国总产能约占全球 VD3 产能的 70%,公司 2010 年产能 1000 吨,新和成 700 吨,浙江花园 1500 吨是我国 VD3 的龙头厂商。

■ 涉足新市场,潜力值得期待

公司除生产常规的维生素之外,微藻 DHA 及植物性 ARA 是公司的新产品,DHA 和 ARA 均属人体需求量最大的 ω -脂肪酸。近年来我国 DHA 和 ARA 的市场规模一直呈稳步上升态势,年均增长率超过 10%。由于 DHA 和 ARA 在我国为新产品,均处于市场导入阶段。公司产能均在 20 吨左右,市场体量较小,潜力值得期待。

■ 募投资金用于扩大产能和科研投入

厦门金达威生物制药股份有限公司拟公开对外发行 2300 万股,发行后公司总股本 9000 万股,拟募集资金 2.2 亿元,公开发行的社会公众股占比为 25.56%。公司计划将募集资金用于扩大 DHA 和 ARA 产品产能和新研发中心的建设,将扩大微生物发酵法 DHA 和 ARA 年产能至 350 吨和 250 吨,项目完成后预计为公司分别带来 15000 万和 12000 万的年收入。

■ 建议询价区间在 35-42.8 元

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.945 元、2.09 元和 2.51 元,按照 2011 年 18-22 倍市盈率,建议询价区间在 35 元至 42.8 元。

投资主题

专注于食品营养和饲料添加剂的民营企业

公司是国家火炬计划重点高新技术企业,专注于的食品营养强化剂、饲料添加剂的研发,生产和销售十余年,是行业内知名企业,市场地位较高。公司通过业内领先的化学合成和微生物发酵法生产辅酶 Q10, VA, VD3, 微藻 DHA 和植物性 ARA 为公司奠定了一定优势,同时和国内外的下游厂家保持了良好的供求合作关系。公司目前是全球最大辅酶 Q10 生产厂家之一,全球六家 VA 生产厂家之一,全球前三大 VD3 生产厂家之一。

业绩预测及估值

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.945 元、2.09 元和 2.51 元，按照 2011 年 18-22 倍市盈率，建议询价区间在 35 元至 42.8 元。

表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	536	659	718	865
净利润	142	175	189	226
EPS (元/股)	1.57	1.94	2.01	2.51

资料来源: 长江证券研究部

风险提示

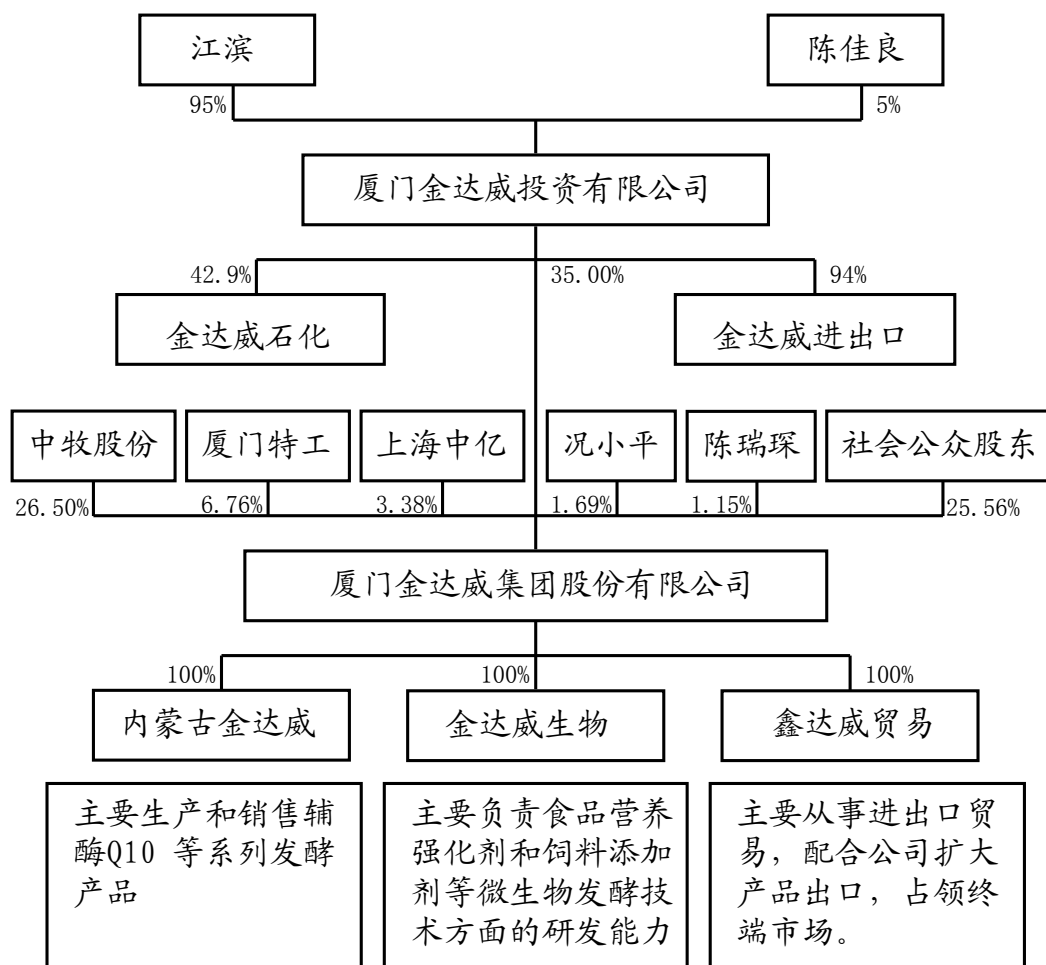
- 主导产品价格波动风险:** 主导产品所处行业为维生素行业，价格周期性较强，介于行业整顿迟迟未果，且公司在该行业也并非绝对的龙头地位，面临着激烈的市场竞争。
- 新产品市场开发风险:** 公司新产品市场尚处于市场导入阶段，国内外市场近几年虽有增长但体量依旧很小，未来对市场的开发存在一定的风险。

公司背景

公司前身是成立于 2001 年 6 月的厦门金达威维生素有限公司，2009 年 3 月整体变更为厦门金达威维生素股份有限公司，后更名为厦门金达威集团股份有限公司。公司是集研发，生产和销售食品营养强化剂，饲料添加剂的高新技术制药企业，主要产品包括辅酶 Q₁₀、VA、VD₃、微藻 DHA、植物性 ARA 等五大系列，产品广泛应用于食品、饲料、保健品、医药和化妆品等领域。

公司为管理层持股的民营企业，本次公司公开发行 2300 万股，发行后公司总股本不超过 9000 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25.56%。公司控股股东为厦门金达威投资有限公司，本次发行前，金达威投资持有公司 3150 万股股份，占公司总股本的 47.02%。江滨先生通过持有金达威投资 95% 的股权，成为公司的实际控制人。

图 1: 发行后公司股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是目前国内最大的辅酶 Q₁₀ 出口企业；全球前三大 VD₃ 生产厂家之一，全球六家 VA 生产厂家之一，已掌握规模化生产微藻 DHA 和植物性 ARA 的核心技术并具备扩大化生产的能力。公司在国内外市场拥有良好的市场基础和高质量的客户。在国内市场，公司与正大、新希望、东方希望、中牧股份、圣元国际、大北农、山东六和等公司建立了稳定的合作关系；在国际市场，公司与 LOHMANN（罗曼）、TROUW NUTRITION INTERNATIONAL（泰高）、PROVIMI（普罗维美）、Bayer（拜耳）等国外知名企业也建立了稳定的供求关系，产品远销数十个国家和地区，在行业内拥有较高的地位和话语权，以及相当的品牌影响力。

表 2: 公司主要产品及其用途

产品类别	产品规格	主要用途
辅酶 Q ₁₀	辅酶 Q ₁₀ 粉/乳液	具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能，广泛用作抗氧化和免疫调节类药物以及食品、保健品添加剂。
微藻 DHA	微藻 DHA 粉/油	促进婴幼儿视力和智力发育，对心血管系统疾病、癌症、炎症等具有积极的防治作用，广泛应用于婴幼儿配方食品、孕期和哺乳期食品及功能性食品。

植物性 ARA	植物性 ARA 粉/油	促进婴幼儿视力和智力发育，对心血管系统疾病、癌症、炎症等具有积极的防治作用，其代谢产物还可用于缓解神经紧张，调节中枢神经系统功能，广泛应用于婴幼儿配方食品、孕期和哺乳期妇女食品及功能性食品。
	食品级 VA 醋酸酯/醋酸酯粉	促进机体生长发育，增强疾病抵抗能力，广泛应用于保健品、食品、化妆品等行业。
VA	食品级 VA 棕榈酸脂/棕榈酸酯粉	
	饲料级 VA 粉/醋酸酯油	提高繁殖能力、促进畜体生长、提高机体免疫能力。
VD3	食品级 VD3 粉	调节钙、磷代谢，促进肠道对钙、磷的吸收，控制钙、磷排泄和在骨骼中的储存及转化。在临床上主要用于治疗佝偻病、软骨病、骨质疏松、甲状腺机能减退等。
	饲料级 VD3 粉/油	促进动物生长发育、繁殖，提高其抗病能力。
VA/VD3	由 VA 和 VD3 按一定比例混合	VA 和 VD3 的混合产品，同时具有 VA 和 VD3 综合功能和作用。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司主要产品所在行业概况

食品营养和饲料添加剂

食品营养强化剂主要用于补充人体所需的部分营养物质，其合理使用可有效提高食品的营养功能，大幅提高食品的市场价值；不当使用食品营养强化剂则可能导致食品营养成分的浪费，甚至对人体产生不利影响。

饲料添加剂主要用于补充动物营养物质，是现代畜牧业不可或缺的原料。由于当前畜牧业的主流生产方式已由传统放养转变为大规模集中饲养。传统饲料在这种情况下无法保证动物营养物质的供应，而导致牲畜生长缓慢、肉质差，免疫力低下，甚至出现大面积疾病和死亡；饲料添加剂的使用，可以在保证动物正常生长的前提下，缩短生长周期，降低畜牧企业的资金占用量。目前世界各国对食品营养强化剂和饲料添加剂的生产和使用进行了严格的监管。

食品，饲料添加剂主要分为氨基酸及含氮化合物、维生素及类维生素、矿物质、脂肪酸四类，具体分类情况如下表：

表 3：食品营养强化剂和饲料添加剂的主要类别

类别	作用	来源
氨基酸及含氮化合物	参与代谢过程，构成人体组织	大部分在体内可由其他物质合成，但赖氨酸等 8 种氨基酸必须由食物供给。对婴儿，组氨酸同样必须通过食物摄入
维生素及类维生素	促进人体生长发育，调节人体新陈代谢，维持机体生命和健康	绝大部分需通过食物摄入
矿物质	构成人体组织，维持机体正常生理活动	全部需通过食物摄入

脂肪酸	参与代谢过程，为人体提供热量， 构成人体组织，提高肌体免疫力	大部分可在成人體內合成，但婴幼儿所需 DHA、ARA 等品种必须由体外摄入
-----	-----------------------------------	--

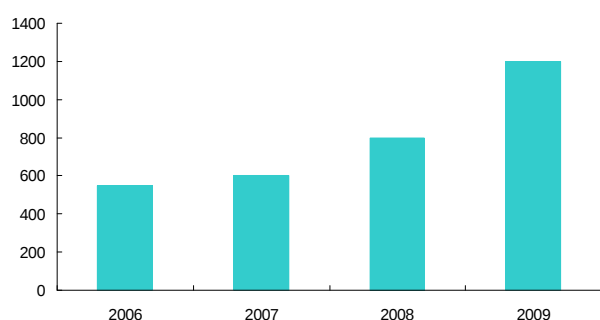
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

食品营养和饲料添加剂市场不断扩大

从量上来看，近年来保健食品行业的产值呈现大幅增长的状态，2009 年已突破千亿规模，而营养强化剂产量也从 2000 年的 8 万吨上升到 2007 年的 18.4 万吨，预计未来五到十年还将保持加速发展的势头。

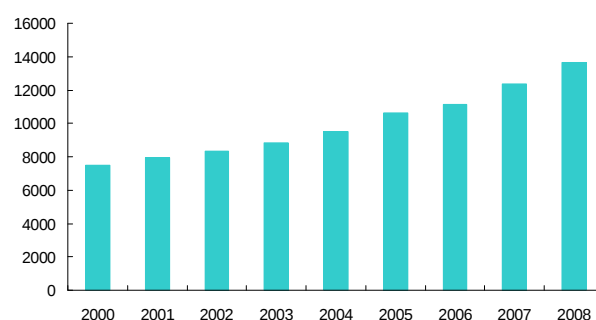
我国畜牧业已向规模化、集约化、专业化、现代化生产方式转变，为饲料和饲料添加剂行业的发展创造了更为广阔的空间。从全球范围来看，饲料产量一直保持稳定增长，我国饲料产量自 2000 年以来保持了年均 8% 的快速增长，到 2008 达到 1.37 亿吨，总产值达到 3812 亿元，到 2010 年将有望达到 1.55 亿吨。饲料工业的快速发展也积极推动了饲料添加剂行业的快速发展。预混合饲料（饲料添加剂与载体按一定比例配制而成的均匀混合物，是浓缩饲料和配合饲料的核心原材料）在近十年内保持了平均增幅 13.25%，高于饲料行业同期的平均增速，未来十年预计此增长趋势还将继续保持。

图 2：近年我国保健食品行业产值大幅增长（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

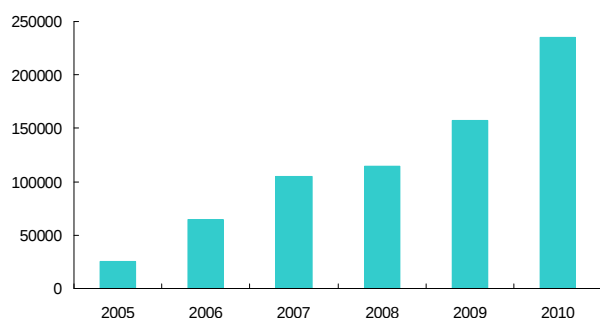
图 3：近年我国饲料工业产量逐年提升（万吨）



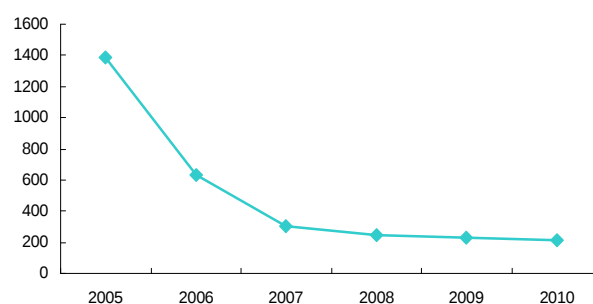
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

辅酶 Q₁₀，VA，VD₃ 市场趋于稳定

辅酶 Q₁₀ (coenzyme Q₁₀)，又称泛醌、癸稀醌，具有清除自由基、提高免疫力等诸多药理作用，可有效保护和改善肝、脑、心脏和神经系统功能，广泛用作抗氧化和免疫调节类药物以及保健品、功能性食品添加剂。目前国际市场容量在 500 吨左右，国内辅酶 Q₁₀ 产量约 240 吨左右。目前，全球辅酶 Q₁₀ 市场的竞争格局已逐步形成，整个行业的产量稳步上升，产品价格下降幅度变小，价格趋稳。

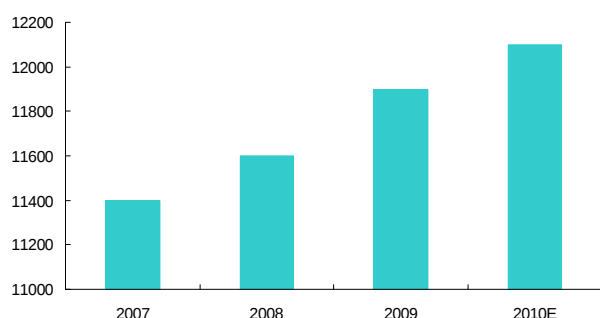
图 4：今年我国辅酶 Q10 出口增长迅猛（公斤）


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

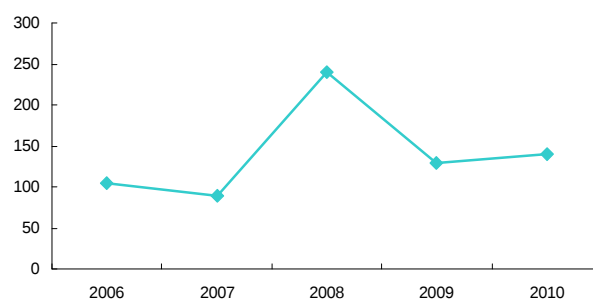
图 5：国际辅酶 Q10 价格趋于稳定（美元/公斤）


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

VA (Vitamin A) 又称视黄醇，为人体必须的 13 种维生素之一，对视力和骨骼的生长发育有促进作用，广泛应用于保健品、食品、化妆品等领域中；对动物，VA 有提高繁殖力，促进生长和增加免疫力等作用，为饲料添加剂的重要成分之一。目前，全球 VA 市场的需求量在 20000 吨左右（折合 50 万 IU/G），并且保持每年以 3%-5% 左右的速度稳定增长。随食品，保健品和医药行业的加速发展，预计未来 VA 市场的需求量还将进一步放大。

图 6：全球 VA 产量稳步增长（吨）


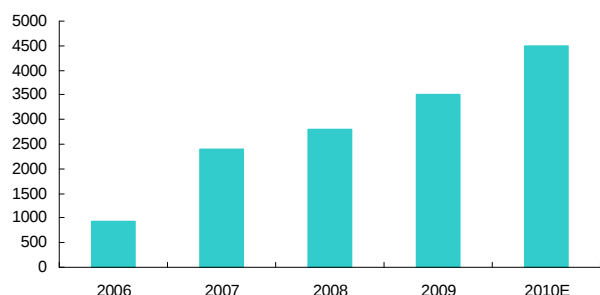
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7：近年国内 VA 市场价格走势（元/公斤）


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

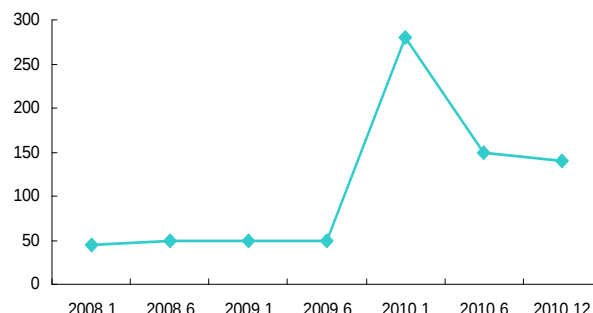
VD₃ (Vitamin D₃) 又称胆钙化醇，是维生素 D 族中最重要的一种形式，目前 VD₃ 的需求 70% 以上来自于饲料行业，全球年需求量在 5000 吨左右（折合 50 万 IU/G）。受发展中国家畜牧业快速发展的推动，预计全球 VD₃ 的年需求在今后五年内将达 7000-8000 吨。VD₃ 生产工艺复杂，成本较高，规模效应明显，行业壁垒较高，现有竞争格局将继续保持，价格也将保持窄幅波动。目前我国总产能约占全球 VD₃ 产能的 70%，而饲料行业对 VD₃ 的年需求量增长率在 5% 左右。

图 8: 全球 VD3 产量稳步增长 (吨)



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 9: 近年国内 VA 市场价格走势 (元/公斤)



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

海藻 DHA、植物性 ARA 市场尚处于起步阶段

DHA 是二十二碳六烯酸 (Docosa Hexaenoic Acid) 的英文名缩写, 俗称“脑黄金”; ARA 是花生四烯酸 (Arachidonic Acid) 的简称, 又称 AA。DHA 和 ARA 均属人体需求量最大的 ω -脂肪酸, 是人体细胞膜和神经组织的重要组成物质。 ω -脂肪酸可以降低心血管疾病发病率, 还可提高人体免疫调节功能, 其代谢产物还具有缓解神经紧张, 调节中枢神经系统功能。适量的 DHA 和 ARA 可保证胎儿的正常生长发育, 促进婴幼儿视力和智力发育, 同时 DHA 已被证实可改善老年痴呆症状和防治骨质疏松, ARA 则在降脂方面效果显著。因此妊娠期妇女, 婴幼儿和中老年人群均有额外补充 DHA 和 ARA 的需求。

按照来源的不同, DHA 和 ARA 分为动物性和植物性。动物性 DHA 和 ARA 均可通过抽提海洋动物油脂的方法获得, 具有特殊的鱼腥味, 且含有一定量的 EPA(二十碳五烯酸, 过多的 EPA 会抑制 ARA 的生成)。但近几十年来, 由于深海鱼类生长的不确定性及人类频繁捕捞, 鱼类资源越来越少, 有毒化学物质和重金属等海洋污染有加剧的趋势, 导致使用海洋动物油脂生产的 DHA 油的有毒化学物质和重金属含量较高, 质量也相应下降。安全性开始受到质疑。

植物性 DHA/ARA 则采用微生物发酵, 从人工培育的海洋微藻和真菌中提取而得。人体吸收利用度高, 纯度高, 几乎不含 EPA、胆固醇、重金属及有机污染物, 稳定性好, 不易被氧化, 也无鱼腥味, 无副作用, 符合世界粮农组织 (FAO)、世界卫生组织 (WHO) 及我国卫生部的规定, 大有赶超动物性 DHA/ARA 的趋势。

表 4: 植物性和动物性 DHA/ARA 特点对比

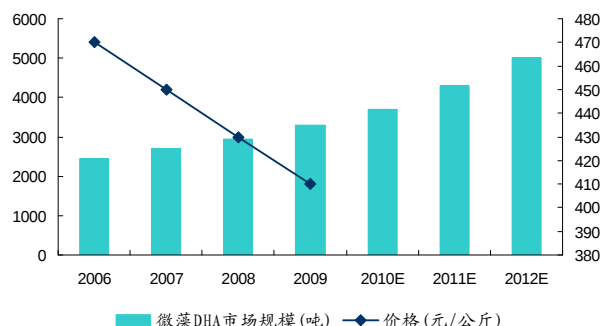
	植物性 DHA/ARA	动物性 DHA/ARA
生产途径	从人工培育的海洋微藻和真菌中提取	从深海鱼类的油脂中提取
优缺点对比	成本低, 质量可控, 浓度, 纯度高, 几乎不含 EPA, 重金属等污染物, 稳定性好, 无臭无味, 与母乳类似。	原材料来源存在不确定性, 由于海洋污染, 安全性受到质疑, EPA 含量较高, 易被氧化, 有鱼腥味, 纯度较低。

资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

目前我国社会特有的“四二一”家庭结构 (即四位老人、一对夫妻共同抚养一个孩子的情形) 对于婴幼儿配方食品和孕妇、乳母食品的消费意愿和能力均高于普通家庭。同时, 我国居民保健意识逐渐增强, 可支配收入增多, 人口老龄化趋势等因素, 均推动营养保健食品的快速发展。统计显示, 近年来我国 DHA 和 ARA 的市场规模一直呈稳步上升态势。

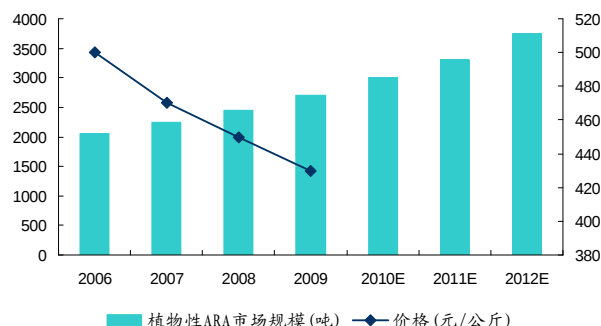
势，年均增长率超过 10%。由于 DHA 和 ARA 在我国为新产品，均处于市场导入阶段，随着市场规模的增大，销售价格有所下降。

图 10: 近年我国微藻 DHA 市场规模和价格走势



资料来源：中国市场检测中心，长江证券研究部

图 11: 近年我国植物性 ARA 市场规模和价格走势



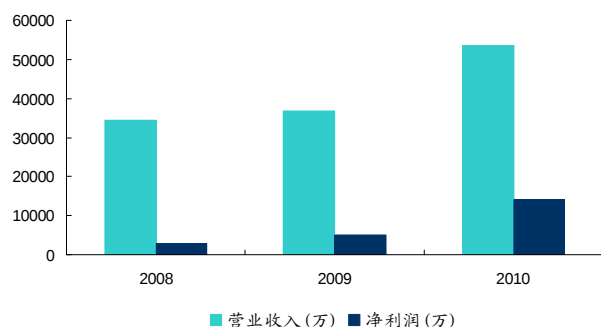
资料来源：中国市场监管中心，长江证券研究部

公司经营情况分析

2008-2010 公司主要业务营收平稳增长。2010 年公司整体营收达到 5.36 亿，同比增长 45.74%，净利润 1.4 亿，同比大幅增长 177.37%。实现了高速增长。营养添加剂如辅酶 Q₁₀、VA、VD₃ 是公司主要收入来源，2010 年这三种产品占主营业务的收入比例达到 95.86%，同时也是公司的主要出口产品。

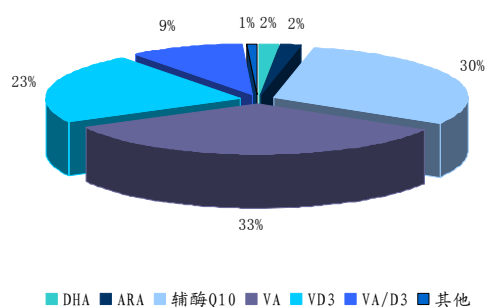
而微藻 DHA 和植物性 ARA 为公司较新的产品，公司目前已经掌握微生物发酵法生产的核心技术并具备规模化生产的能力，未来有望成为新的利润贡献渠道。

图 12: 2008-2010 公司营业收入和净利润稳定增长



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

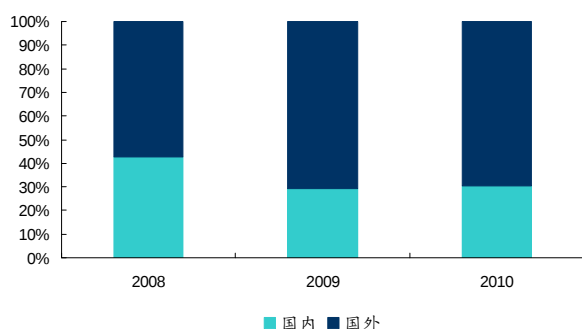
图 13: 2010 年公司主要产品销售占比情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

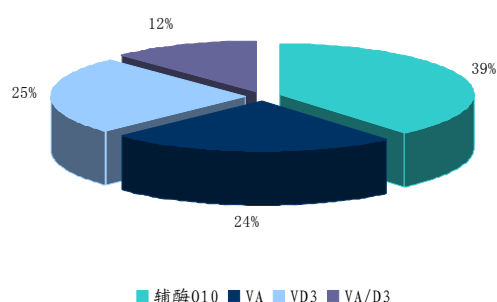
公司兼顾国内外市场，主要产品 Q₁₀、VA、VD₃ 和国内外业内大型客户均有稳定供求关系，国内市场份额居前，并占有一定比例的全球市场份额，对相应产品的市场价格具有一定的影响力。公司外销收入逐年增长，2010 年同比增长 43.31%，目前国外市场收入比重占到公司总体收入的 70%。

图 14: 近三年主要产品国内外销售收入占比情况



资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 15: 2010 年主要产品出口占比情况



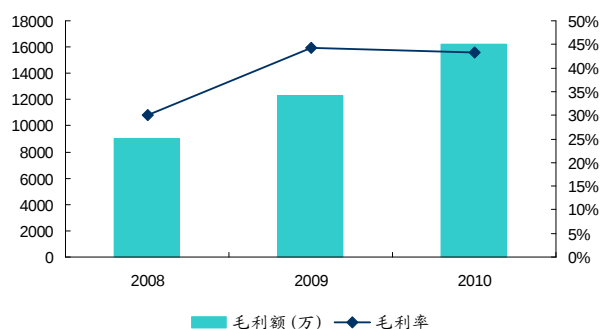
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

辅酶 Q10、VA、VD3 为公司主要收入来源

辅酶Q₁₀、VA和VD₃是公司主要收入来源,公司已成为全球最大辅酶Q₁₀ 生产厂家之一,目前也是国内最大的辅酶Q₁₀ 出口企业,公司目前辅酶Q₁₀销量约110吨,约占全球销量的20%,出口量约占国内出口总量的45%。近年辅酶Q₁₀的销售收入稳步提升,2010年已占到公司总体收入的30.24%,为公司贡献收入1.6亿元。

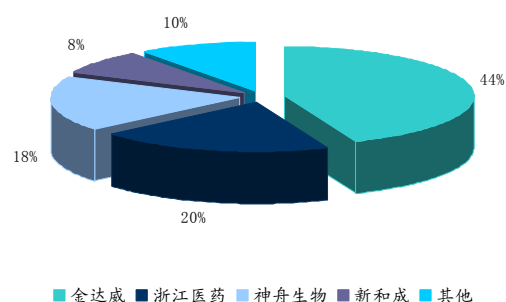
辅酶Q₁₀产品虽然销售价格逐年下降,但随着公司技术水平的提高、规模化效应的体现、产品单位成本逐年降低,足以抵御市场价格的下降,目前公司辅酶Q₁₀毛利率稳定在45%左右,而2010年辅酶Q₁₀产品价格也已趋于平稳。未来将继续为公司贡献稳定收入。

图 16: 近年公司辅酶 Q10 收入和毛利率增长稳定



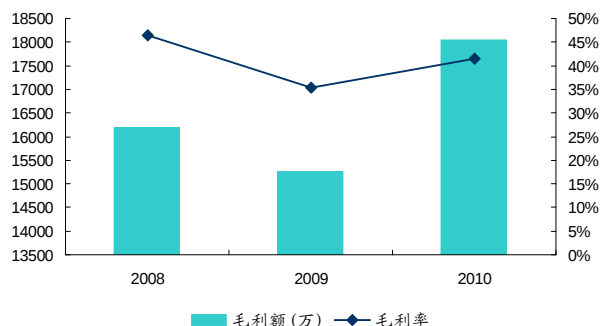
资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

图 17: 2010 年公司辅酶 Q10 出口市场份额第一

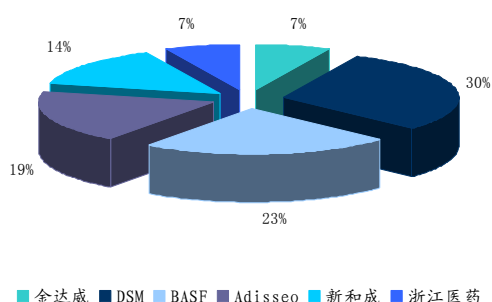


资料来源: 招股说明书, 长江证券研究部

公司 VA 产品销售总体收入占比为 33%, 2010 年为公司贡献收入 1.8 亿元。公司 VA 销售在 2009 年出现明显下滑, 主要系 2008 年主要原料 β -紫罗兰酮价格上涨, 并受到受到全球金融危机的影响, 用户和经销商采取去库存化战略, 用户采购量下降所致。2009 年下半年市场需求开始恢复, 同时公司也改进了生产工艺, 提高产品收率, 降低了生产成本, 产品毛利率有小幅回升, VA 销售较 2009 年同比增长 18.28%。目前全球 VA 市场经过较长时间的充分竞争, 已基本成熟与稳定。公司做为全球六家 VA 生产厂家之一, 国内外市场份额稳定, 预计未来五年 VA 销售将保持平稳增长。

图 18: 近年金达威 VA 收入和毛利率增长情况


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

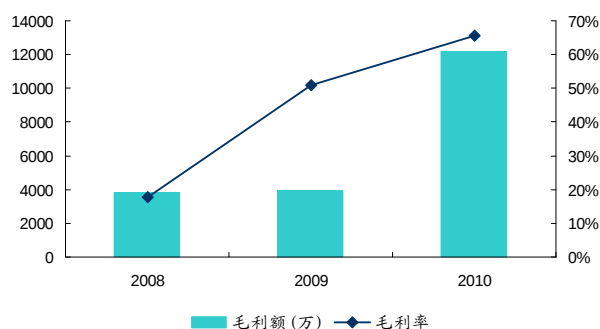
图 19: 金达威 VA 整体市场份额稳定


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

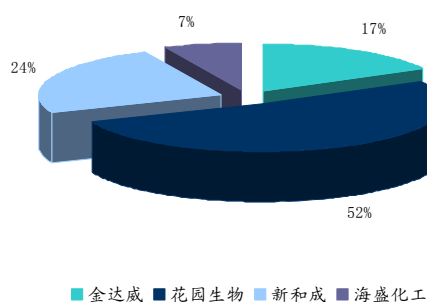
公司为全球前三大 VD_3 生产厂家之一，2010 年 VD_3 销售收入占比为 22.68%，贡献收入 1.2 亿元。由于近年来，国际 VD_3 市场竞争激烈， VD_3 市场价格出现较大幅度的波动。公司及时调整了生产和销售策略，同时也改进了生产工艺，一定程度降低了生产成本，在 2010 年实现销售大幅增长，较 2009 年增加 208.22%。而未来几年也有望保持较高的增长趋势。目前公司国内 VD_3 市场份额仅次于浙江花园生物，位居第二。

公司主要产品的毛利率在同行业公司中处于中间偏上的水平，随着公司技术水平的提高、规模化效应的进一步体现、产品单耗逐年下降，使得成本下降，预计综合毛利率将呈逐年上升趋势。

目前，公司在国内的主要竞争对手有新和成、浙江医药、鑫富药业、广济药业和浙江花园等，国际上则主要和 DSM、BASF、Addiseo 和 Martek 等公司竞争。

图 20: 近年金达威 VD_3 收入和毛利率大幅增长


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

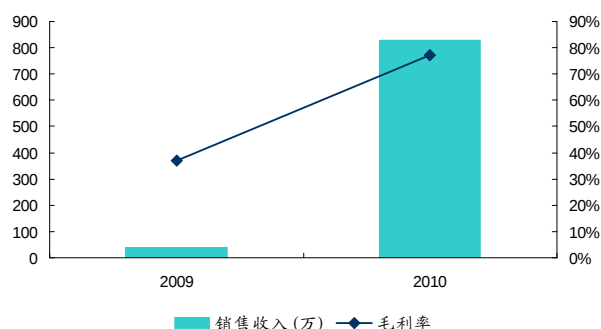
图 21: 金达威 VD_3 国内市场份额居前


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

微藻 DHA、植物 ARA 有望成为新的利润点

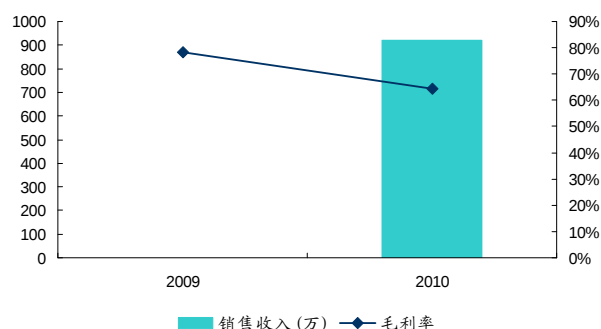
DHA、ARA 系公司募投项目将要投产的产品，其市场价格相对稳定，毛利率较高，目前处于小规模生产阶段。2010 年公司 DHA、ARA 的销售收入分别为 829.69 万元、922.01 万元，较 2009 年有大幅增长。随 DHA 和 ARA 的规模化投产，加上公司制造工艺和成本上的领先优势，对公司的利润贡献将逐步体现，在高需求和高毛利率的驱动下，未来有望成为公司新的利润增长点。

图 22: 公司微藻 DHA 收入和毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 23: 公司植物性 ARA 收入和毛利率变化情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

募集资金用于扩大产能和科研投入

2010 年，公司生产微藻 DHA16.70 吨，销售 15.51 吨，产销率达 92.87%。生产植物性 ARA20.20 吨，销售 19.04 吨，产销率达 94.26%。DHA 和 ARA 产品产能趋近饱和，短期内将面临较为严重产能瓶颈。目前公司已经掌握业内领先的 DHA 和 ARA 生产工艺，并取得多项相关专利，在产品的产量、质量、成本和营销渠道等方面具备一定优势，并具备规模化生产能力。

公司本次募集资金旨在扩大 DHA 和 ARA 产品产能和新研发中心的建设，本次募投项目将扩大微生物发酵法 DHA 和 ARA 年产能至 350 吨和 250 吨。

表 5: 募集资金投资项目:

项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入进度 (万元)	
		第一年	第二年
微生物发酵法年产 350 吨二十二碳六烯酸 (DHA) 项目	9001	9001	-
微生物发酵法年产 250 吨花生四烯酸 (ARA) 项目	10000	10000	-
研发中心项目	3000	1982	1018
合计	22001	20983	1018

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

本次募投项目建设完成后将解决公司当前产能瓶颈，大幅提高企业研发能力，有利于公司在国内新兴的 DHA 和 ARA 市场上抢得先机，提高公司业内影响力。研发中心项目预计两年内完成。DHA 和 ARA 项目预计建设周期为 14 个月，项目完成后预计为公司分别带来 15000 万和 12000 万的年收入，预计净利润分别为 3000 万和 2400 万。

盈利预测

核心假设

1. 公司的募投项目能够按照计划完成
2. 公司主导产品所在市场不会发生重大变化，产品销售稳定增长，毛利率保持稳定

表 6: 分产品销售假设 (单位: 万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
辅酶Q ₁₀	90.58	122.76	162.14	181.60	183.41	188.92
增长率		35.53%	32.08%	12.00%	1.00%	3.00%
毛利率	29.97%	44.29%	43.25%	40%	39%	39%
VA	161.83	152.57	180.46	247.23	252.17	257.47
增长率		-5.72%	18.28%	37.00%	2.00%	2.10%
毛利率	46.52%	35.43%	41.42%	43%	42%	42%
VD ₃	38.01	39.46	121.63	150.82	150.52	150.07
增长率		3.81%	208.24%	24.00%	-0.20%	-0.30%
毛利率	17.60%	51.04%	65.70%	65%	64%	63%
VA/ VD ₃	23	44.25	49.8	59.76	60.96	61.56
增长率		92.39%	12.54%	20.00%	2.00%	1.00%
毛利率	42.01%	35.13%	42.14%	43%	40%	40%
DHA	0	0.38	8.3	8.30	49.80	129.48
增长率			2084.21%	0.00%	500.00%	160.00%
毛利率		37.01%	77.37%	50%	50%	45%
ARA	0	0.0085	9.22	10.60	20.15	76.55
增长率			108370.59%	15.00%	90.00%	280.00%
毛利率		78.17%	64.39%	52%	51%	52%
其他	31.22	8.52	4.68	0.94	0.75	0.67
增长率		-72.71%	-45.07%	-80.00%	-20.00%	-10.00%
毛利率	95.81%	15.66%	14.10%	10%	7%	3%
收入合计	344.64	367.9485	536.23	659.2472	717.7568	864.726
增长率		6.76%	45.74%	22.94%	8.88%	20.48%
综合毛利率	34.65%	39.15%	48.26%	47.39%	46.45%	46.15%

资料来源: 长江证券研究部

建议询价区间

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.945 元、2.09 元和 2.51 元, 按照 2011 年 18-22 倍市盈率, 建议询价区间在 35 元至 42.8 元。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	536	659	718	865	货币资金	72	1007	1098	1143
营业成本	277	347	384	466	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	259	312	333	399	应收账款	68	83	90	109
% 营业收入	48.3%	47.4%	46.4%	46.2%	存货	70	87	97	117
营业税金及附加	6	7	8	9	预付账款	15	19	21	25
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	11	14	15	18	流动资产合计	229	1202	1312	1402
% 营业收入	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	68	84	90	107	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.7%	12.7%	12.6%	12.4%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	10	1	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	0.2%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	278	324	413	572
资产减值损失	4	0	0	1	无形资产	21	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	160	206	222	266	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	29.8%	31.3%	31.0%	30.8%	资产总计	529	1546	1744	1992
营业外收支	5	0	0	0	短期贷款	63	0	0	0
利润总额	165	206	222	266	应付款项	54	68	75	91
% 营业收入	30.8%	31.3%	31.0%	30.8%	预收账款	7	9	10	12
所得税费用	25	31	34	40	应付职工薪酬	9	11	13	15
净利润	140	175	189	226	应交税费	-7	6	6	7
归属于母公司所有者的净利润	141.5	175.1	188.5	226.1	其他流动负债	0	1	1	1
少数股东损益	-1	0	0	0	流动负债合计	127	95	104	126
EPS (元/股)	1.57	1.95	2.09	2.51	长期借款	32	32	32	32
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	171	201	216	252	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	160	128	138	160
收回现金					归属于母公司	369	1418	1606	1832
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-88	-77	-127	-209	股东权益	369	1418	1606	1832
其他	1	0	0	0	负债及股东权益	529	1546	1744	1992
投资活动现金流净额	-88	-77	-127	-209	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	874	0	0	EPS	1.573	1.945	2.095	2.512
银行贷款增加 (减少)	-37	-63	0	0	BVPS	5.50	21.16	17.85	20.36
筹资成本	17	-1	2	2	PE	25.44	20.56	19.09	15.92
其他	-53	0	0	0	PEG	1.51	1.22	1.13	0.94
筹资活动现金流净额	-73	810	2	2	PB	7.27	1.89	2.24	1.96
现金净流量	10	934	91	45	EV/EBITDA	18.58	10.99	9.76	7.90
					ROE	38.4%	12.3%	11.7%	12.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药生物行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。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。