

投资评级：增持(首次)

圣达生物(603079)

生物素供需偏紧，上涨趋势有望延续

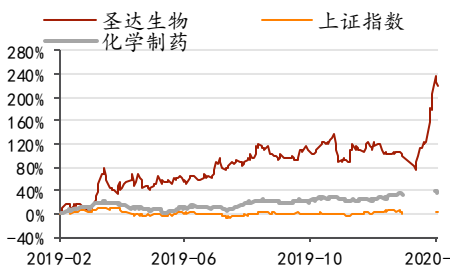
## 市场数据 2020-02-26

收盘价(元)	58.40
一年内最低/最高(元)	17.95/61.47
市盈率	103.3
市净率	4.44

## 基础数据

净资产收益率(%)	5.72
资产负债率(%)	33.9
总股本(亿股)	1.12

## 最近12月股价走势



## 联系信息

<b>虞小波</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
<b>张兴宇</b>	分析师
SAC 证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	
<b>赵新裕</b>	联系人
zhaoxy@ctsec.com	021-68592339

## 相关报告

事件：根据博亚和讯，截至 2020.2.26，国内生物素（2%）市场报价为 325 元/kg，较月初上涨 86%，短期涨幅较大。

本轮生物素涨价周期始于 2019Q4：全球生物素产能集中在国内且集中度高，主要企业为圣达生物（名义产能占比 30%）、新和成（23%）、浙江医药（19%）、海嘉诺（9%）、安徽泰格（9%）以及科兴生物（9%）。根据博亚和讯，国产生物素价格在 2018 年 5 月至 2019 年 10 月期间步入漫长的去库存周期，价格维持在 50-60 元/kg 的底部区间。随着泰格因专利诉讼停产、浙江医药和海嘉诺生物素工厂因苏北环保管制影响开工，合计占国内名义产能 38% 的供给缺失。此后由于库存去化步入尾声，公司作为行业龙头于 2019 年 11 月主动提价，带动生物素行业开启新一轮上涨周期，截至春节前国产生物素（2%）报价已达 175 元/kg。

近期行业供需进一步趋紧，产品上涨态势有望延续：1) 从供给端看：受疫情影响，海嘉诺、浙江医药生物素工厂复工进度继续推迟；包括圣达、新和成等产能也受复工推迟影响。此外，疫情也影响到位于湖北黄冈的国内生物素重要中间体硫代乙酸钾主要供应商荣泰医药的正常开工，从而影响生物素供给。2) 从需求端看：“确保 2020 年底生猪产能基本恢复到正常年份水平”已列入 2020 年中央一号文件，今年养殖饲料回暖有望带动生物素需求边际提升，且从农业部数据看，今年 1 月能繁母猪存栏环比增长 1.2%，已连续 4 月实现环比增长。我们认为，因生物素在饲料中添加量极小，下游对产品涨价敏感性低，生物素在行业供需进一步趋紧背景下价格有望持续上涨。

生物素价格上涨对应公司利润弹性测算：公司拥有生物素（纯品）产能 160 吨，按年销售 100 吨纯品测算，生物素（2%）含税价每上涨 10 元/kg，公司利润增厚 0.38 亿元。

我们预计公司 2019-2021 年业绩分别为 0.7/2.8/2.9 亿，对应 PE 为 98/24/23 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：产品价格上涨不及预期，环保、安全等生产风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	509	493	518	810	875
增长率	5.5%	-3.1%	5.2%	56.3%	8.0%
归属母公司股东净利润(百万)	73	45	67	277	292
增长率	19.2%	-38.7%	50.0%	314.8%	5.2%
每股收益(元)	0.65	0.40	0.60	2.48	2.60
市盈率(倍)	90.1	146.8	97.9	23.6	22.4

数据来源：贝格数据，财通证券研究所

**附：生物素产品价格上涨对应公司 2020 年利润弹性测算**

年销量按 100 吨，所得税率为 15%。

**表 2：生物素产品含税价对应公司利润弹性测算**

序号	生物素 (2%) 价格：元/kg	净利润：亿元	EPS (2020E)	PE (2020E)
1	125	2.8	2.5	23.6
2	175	4.7	4.2	14.1
3	225	6.5	5.8	10.0
4	275	8.4	7.5	7.8
5	325	10.3	9.2	6.4
6	375	12.2	10.9	5.4
7	425	14.1	12.5	4.7
8	475	15.9	14.2	4.1
9	525	17.8	15.9	3.7
10	575	19.7	17.6	3.3
11	625	21.6	19.3	3.0
12	675	23.5	20.9	2.8
13	725	25.3	22.6	2.6
14	775	27.2	24.3	2.4
15	825	29.1	26.0	2.2

数据来源：Wind，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>509</b>	<b>493</b>	<b>518</b>	<b>810</b>	<b>875</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	316	327	330	332	368	营业收入增长率	5.5%	-3.1%	5.2%	56.3%	8.0%
营业税费	7	8	8	12	13	营业利润增长率	35.3%	-39.1%	53.4%	314.8%	5.2%
销售费用	15	17	17	27	30	净利润增长率	19.2%	-38.7%	50.0%	314.8%	5.2%
管理费用	77	64	67	105	114	EBITDA 增长率	41.8%	-12.9%	12.8%	222.8%	5.1%
财务费用	14	-2	-0	-1	-2	EBIT 增长率	60.1%	-22.2%	15.3%	315.5%	4.8%
资产减值损失	3	10	2	2	2	NOPLAT 增长率	82.1%	-51.3%	64.9%	315.5%	4.8%
加: 公允价值变动收益	-1	1	-15	-	-	投资资本增长率	46.3%	12.6%	41.5%	24.0%	-1.8%
投资和汇兑收益	0	2	-	-	-	净资产增长率	74.7%	7.8%	6.6%	26.1%	21.7%
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>333</b>	<b>350</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0	0	-	-	-	毛利率	37.8%	33.6%	36.4%	59.0%	57.9%
<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>52</b>	<b>80</b>	<b>333</b>	<b>350</b>	营业利润率	16.9%	10.6%	15.5%	41.1%	40.0%
减: 所得税	13	10	12	50	53	净利润率	14.3%	9.0%	12.9%	34.2%	33.3%
<b>净利润</b>	<b>73</b>	<b>45</b>	<b>67</b>	<b>277</b>	<b>292</b>	EBITDA/营业收入	23.1%	20.8%	22.3%	46.0%	44.7%
						EBIT/营业收入	17.5%	14.1%	15.4%	41.0%	39.8%
<b>资产负债表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	295	301	57	87	347	固定资产周转天数	137	187	230	153	136
交易性金融资产	-	15	-	-	-	流动营业资本周转天数	60	49	-15	18	22
应收帐款	116	103	122	228	148	流动资产周转天数	355	433	302	171	228
应收票据	3	4	4	6	3	应收帐款周转天数	67	80	78	78	77
预付帐款	5	4	4	3	5	存货周转天数	78	82	76	49	50
存货	99	125	95	126	119	总资产周转天数	611	818	854	594	652
其他流动资产	99	19	18	18	17	投资资本周转天数	310	404	491	412	419
可供出售金融资产	1	1	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	9.4%	5.6%	7.9%	25.9%	22.3%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	7.4%	3.4%	5.7%	19.3%	17.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	23.8%	7.9%	11.6%	34.1%	28.8%
固定资产	197	315	346	343	316	<b>费用率</b>					
在建工程	37	164	364	464	564	销售费用率	3.0%	3.5%	3.2%	3.3%	3.4%
无形资产	120	129	122	115	108	管理费用率	15.1%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
其他非流动资产	15	75	75	75	76	财务费用率	2.8%	-0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
<b>资产总额</b>	<b>986</b>	<b>1,253</b>	<b>1,206</b>	<b>1,466</b>	<b>1,703</b>	三费/营业收入	20.9%	16.2%	16.1%	16.2%	16.1%
短期债务	60	102	60	60	60	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	58	100	54	104	65	资产负债率	22.0%	33.9%	26.8%	24.0%	20.4%
应付票据	70	52	76	53	89	负债权益比	28.3%	51.2%	36.5%	31.6%	25.6%
其他流动负债	28	162	126	128	126	流动比率	2.86	1.37	0.95	1.36	1.87
长期借款	-	5	5	5	5	速动比率	2.40	1.07	0.65	0.99	1.53
其他非流动负债	2	2	2	2	2	利息保障倍数	6.27	-42.22	-215.95	-341.96	-151.51
<b>负债总额</b>	<b>217</b>	<b>424</b>	<b>323</b>	<b>352</b>	<b>348</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	37	39	44	50	DPS(元)	0.20	0.12	0.11	0.47	0.49
股本	80	112	112	112	112	分红比率	30.3%	30.2%	19.0%	19.0%	19.0%
留存收益	689	679	733	957	1,194	股息收益率	0.3%	0.2%	0.2%	0.8%	0.8%
<b>股东权益</b>	<b>769</b>	<b>828</b>	<b>883</b>	<b>1,114</b>	<b>1,356</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	EPS(元)	0.65	0.40	0.60	2.48	2.60
净利润	73	43	67	277	292	BVPS(元)	6.86	7.06	7.54	9.55	11.66
加: 折旧和摊销	28	33	35	40	43	PE(X)	90.1	146.8	97.9	23.6	22.4
资产减值准备	3	10	22	22	22	PB(X)	8.5	8.3	7.7	6.1	5.0
公允价值变动损失	1	-1	-15	-	-	P/FCF	-52.6	116.2	-26.3	83.2	21.1
财务费用	10	1	-0	-1	-2	P/S	12.9	13.3	12.6	8.1	7.5
投资收益	-0	-2	-	-	-	EV/EBITDA	37.7	61.9	56.6	17.5	16.0
少数股东损益	-	-2	1	6	6	CAGR(%)	57.4%	91.2%	3.8%	57.4%	91.2%
营运资金的变动	-128	138	-17	-110	84	PEG	1.6	1.6	25.6	0.4	0.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>95</b>	<b>89</b>	<b>93</b>	<b>235</b>	<b>445</b>	ROIC/WACC	2.3	0.8	1.1	3.3	2.8
投资活动产生现金流量	-139	-83	-251	-152	-132	REP	3.7	14.3	7.1	1.9	2.2
融资活动产生现金流量	158	9	-87	-52	-53						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。