

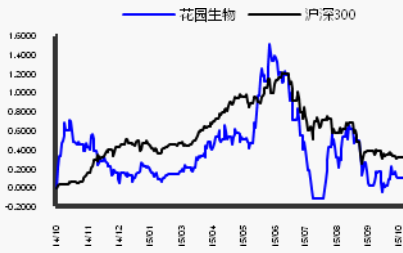
研究所

证券分析师：孔令峰 S0350512090003  
021-68591581 konglf@ghzq.com.cn  
联系人：梁欢 S0350115080004  
021-68591582 liangh@ghzq.com.cn

维生素 D3 全产业链布局，打开成长空间

——花园生物（300401）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
花园生物	\	-9.8	-3.6
沪深 300	\	5.5	40.5

市场数据

2015/10/29

当前价格（元）	19.48
52 周价格区间（元）	13.43-53.8
总市值（百万）	3533.67
流通市值（百万）	1857.01
总股本（万股）	18140.00
流通股（万股）	9532.93
日均成交额（百万）	125.82
近一月换手（%）	93.38

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

事件：

- 公司公布三季度报，前三季度营业收入 1.02 亿元，同比下降 6.59%，归属上市公司净利润 924 万元，同比下降 62.19%；三季度营业收入 0.31 亿元，同比下降 16.50%，归属上市公司净利润-161 万元，同比下降 116.68%；前三季度实现 EPS0.05 元。

点评：

- 胆固醇车间停产、VD3 降价导致成本上升、利润率降低。**为扩大生产规模，公司胆固醇车间自 2014 年 7 月以来停产，使得公司 VD3 产品使用进口原料，导致采购成本上升；同时公司主要产品 VD3 产品售价从年初的 150 元逐步下降到目前的 58 元。以上两因素共同造成毛利率由去年同期 56.79% 降至 45.63%，下降 11.16pp；净利率由去年同期 22.46% 降至 9.07%，下降 13.39pp。首发募投项目今年 10 月完成后胆固醇车间将恢复生产，成本将恢复到原来水平，并且 VD3 的价格已处在近五年的历史底部，继续下降的空间较小，公司业绩有望触底回升。
- 首发募投项目投产，巩固原材料成本优势，打开利润空间。**公司首发两大募投项目今年 10 月投产，1) 羊毛脂综合利用项目将 NF 级胆固醇产能从 80 吨扩大到 200 吨，同时增加副产品羊毛醇、羊毛酸、羊毛酸异丙酯等羊毛脂衍生品。全球 NF 级胆固醇市场主要被新加坡恩凯、日本精化、印度迪氏曼三家厂商垄断，作为国内唯一具有原材料 NF 级胆固醇生产能力的厂商，公司摆脱了对进口厂商的依赖，并且公司采用的“分子蒸馏法”具有更高的收率、纯度以及更低的生产成本，具备较强的竞争力。公司对 NF 级胆固醇每年需求 100 吨左右，剩余的 100 吨产能用于销售，按 700 元/公斤计算将增加公司收入 7000 万，羊毛脂衍生品有望为公司增加收入 1500-2000 万，预计整体增加公司利润总额 3300 万左右。2) 年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目让公司切入高端 VD3 市场。25-羟基维生素 D3 是 VD3 的高端替代品，其生物效价为 VD3 的 3-5 倍，目前在全球的销售量约 200 吨左右，并以每年 20%-30% 的速度增长，相对于普通 VD3 超过 7000 吨的市场规模还有巨大的替代空间。该产品技术壁垒高，全球仅少数几家企业生产，预计公司投产后 3 年完全释放产能，按 4000 元/公斤计算，将增加公司收入 4 亿元，预计增加利润总额 8900 万。
- 产业链下游延伸，市场前景广阔。**公司今年 7 月发布 5.4 亿定增预案，主要用于核心预混料、环保杀鼠剂、研发中心三大项目。1) 核心预混料是将饲料中所需要的维生素、矿物质等微量组分按照一定比例配置并包装，以保证组分的精确和稳定，是饲料工业的心脏。

项目建设周期 18 个月，预计达产后年均销售收入 4.26 亿，年均利润总额 8600 万元。2) 维生素 D3 灭鼠剂具有安全、环保、高效、无二次中毒的特点，被 FDA 认定为市场上唯一的绿色灭鼠剂，使用效果明显优于传统灭鼠剂，应用前景广阔。项目建设周期为 12 个月，预计达产后年均销售收入 1.88 亿，年均利润总额 7000 万。3) 公司借助 VD3 产品的技术优势，积极向保健品、药品领域拓展。在研项目包括银屑病外用疗法、预防和治疗皮肤病、抗癌作用，同时公司已成功开发出全活性维生素 D3，为维生素 D3 市场最高端产品，附加值高，主要用于骨性病变、甲亢等钙代谢异常相关疾病。目前该产品的小试已经完成，待取得相关产品市场准入许可后，将进行产业化生产。

- **盈利预测。**公司业绩处于拐点期，原材料恢复自产后公司毛利率有望恢复到正常水平，VD3 降价因素消除，同时 NF 级胆固醇、羊毛脂衍生品、25-羟基维生素 D3 明年将逐步贡献利润，核心预混料、灭鼠剂也将在 2017 年投产，四大募投项目达产后将带来 2.8 亿利润总额空间，除去税收加上原有业务净利润约为 2.5 亿，并且公司积极研发 VD3 相关药品和保健品，有望带来业绩和估值的双升。只考虑确定性较高的募投项目带来的业绩增量，我们预计公司 2015-2017 年增发摊薄 EPS 分别为 0.08、0.33 和 0.65 元，对应市盈率估值 249、62 和 31 倍，首次给予“买入”评级。
- **风险提示。**募投项目进展不达预期；新产品推广不达预期；公司定增项目实施的不确定性风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	159	156	385	713
增长率(%)	-13.9%	-1.7%	146.5%	85.2%
净利润（百万元）	37	15	76	151
增长率(%)	2.3%	-60.2%	414.5%	97.5%
摊薄每股收益（元）	0.41	0.08	0.33	0.65
ROE(%)	5.3%	2.1%	5.7%	10.1%

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	5%	2%	6%	10%	EPS	0.41	0.08	0.33	0.65
毛利率	58%	48%	60%	59%	BVPS	7.82	3.99	5.79	6.44
期间费率	34%	39%	37%	35%	<b>估值</b>				
销售净利率	23%	10%	20%	21%	P/E	49.6	249.0	61.7	31.3
<b>成长能力</b>					P/B	2.6	5.1	3.5	3.2
收入增长率	-14%	-2%	146%	85%	P/S	11.6	23.7	12.3	6.6
利润增长率	2%	-60%	415%	97%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
总资产周转率	0.21	0.20	0.27	0.45	营业收入	159	156	385	713
应收账款周转率	5.34	5.21	5.21	5.21	营业成本	67	81	156	289
存货周转率	0.33	0.52	1.22	3.65	营业税金及附加	1	1	3	6
<b>偿债能力</b>					销售费用	12	11	39	71
资产负债率	6%	7%	6%	7%	管理费用	42	47	108	178
流动比	10.35	5.32	9.48	8.54	财务费用	(2)	1	(8)	(8)
速动比	5.30	2.02	7.72	7.76	其他费用/(-收入)	2	(2)	(2)	(2)
					<b>营业利润</b>	<b>41</b>	<b>13</b>	<b>86</b>	<b>175</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业外净收支	2	5	5	5
现金及现金等价物	68	(42)	304	305	<b>利润总额</b>	<b>44</b>	<b>18</b>	<b>91</b>	<b>180</b>
应收款项	30	30	74	137	所得税费用	6	3	15	29
存货净额	204	158	130	81	<b>净利润</b>	<b>37</b>	<b>15</b>	<b>76</b>	<b>151</b>
其他流动资产	116	109	193	357	少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>418</b>	<b>255</b>	<b>701</b>	<b>879</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>37</b>	<b>15</b>	<b>76</b>	<b>151</b>
固定资产	176	311	485	645					
在建工程	111	161	181	21	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
无形资产及其他	25	25	27	30	<b>经营活动现金流</b>	<b>(12)</b>	<b>92</b>	<b>32</b>	<b>46</b>
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	37	15	76	151
<b>资产总计</b>	<b>755</b>	<b>778</b>	<b>1420</b>	<b>1600</b>	少数股东权益	(0)	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	14	17	28	43
应付款项	29	34	43	48	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	(63)	60	(73)	(148)
其他流动负债	11	14	30	54	<b>投资活动现金流</b>	<b>(117)</b>	<b>(202)</b>	<b>(222)</b>	<b>(43)</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>40</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>103</b>	资本支出	(131)	(202)	(222)	(43)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6	其他	14	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>133</b>	<b>0</b>	<b>540</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>46</b>	<b>54</b>	<b>80</b>	<b>109</b>	债务融资	0	0	0	0
股本	91	181	231	231	权益融资	140	0	540	0
股东权益	709	724	1340	1491	其它	(7)	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>755</b>	<b>778</b>	<b>1420</b>	<b>1600</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>4</b>	<b>(110)</b>	<b>349</b>	<b>3</b>

资料来源：公司数据，国海证券研究所

## 【分析师承诺】

孔令峰，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。