

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

订单快速落地，坚定看好VD3产业龙头

——花园生物（300401）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
花园生物	67.2	67.2	36.4
沪深300	-2.1	13.9	8.9

市场数据

2015/12/17

当前价格(元)	25.42
52周价格区间(元)	13.43-52.01
总市值(百万)	4611.19
流通市值(百万)	2423.27
总股本(万股)	18140.00
流通股(万股)	9532.93
日均成交额(百万)	107.19
近一月换手(%)	83.50

相关报告

《维生素D3全产业链布局，打开成长空间》，2015.10.30

事件：

- 公司昨日公告与荷兰帝斯曼营养产品股份有限公司签署了《采购协议》。自2016年1月1日开始有效期10年，期间帝斯曼每年向公司采购胆固醇的量预计为公司胆固醇年产能的30%。

点评：

- 签署协议保障客户资源。帝斯曼是全球最大的食品医药级维生素D3生产厂商，年产能600吨，占全球食品医药级VD3的34%。胆固醇是生产维生素D3的关键原料，本次与帝斯曼的协议保障了公司胆固醇的销路，同时成为国际标杆企业的供货方也彰显了公司产品的质量和价格优势。今年公司胆固醇产能由80吨扩产至200吨，其中100吨用于公司内部维生素D3的生产，剩余100吨用于对外销售，本次协议签署后公司仅有20%胆固醇产能的销售任务，压力较小。
- VD3全产业链布局，成本优势建立高壁垒。公司的胆固醇提取、VD3生产工艺等技术处于国际领先地位，成本显著低于其他生产厂商（同期比较，2012年公司VD3毛利率74%，金达威毛利率44%），全球市占率超过50%，在VD3产业链具有绝对优势。公司通过向VD3产业链上下游拓展，利润空间由原来的3000万增加至2.5亿。首发两大募投项目今年12月已开始投产，包括胆固醇和高端VD3项目，定增两大项目核心预混料、VD3灭鼠剂预计在2017年投产。同时公司积极向保健品、药品领域拓展，目前已成功开发出全活性维生素D3（维生素D3市场最高端产品），主要用于骨性病变、甲亢等钙代谢异常相关疾病，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。
- 业绩处于拐点期，维持“买入”评级。随着募投项目的逐步投产，产能释放将带来公司业绩的快速提升，此外公司的原有业务由于胆固醇停产带来的成本上升、VD3降价两大因素使得今年业绩处于历史底部，明年胆固醇恢复生产，同时市场上较多VD3生产商因价格低于成本线而停产，明年产能减少预计会带来价格上的反弹。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311、77和39倍，维持“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；相关采购协议执行的不确定性风险。

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%

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
盈利能力					每股指标				
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%	估值				
销售净利率	23%	9%	20%	21%	P/E	49.6	256.4	61.8	31.3
成长能力					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%	-61%	429%	98%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.21	0.19	0.26	0.43	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
偿债能力					销售费用	12	11	39	71
资产负债率	6%	13%	9%	10%	管理费用	42	47	108	178
流动比	10.35	3.11	6.06	6.07	财务费用	(2)	2	(8)	(8)
速动比	5.30	1.49	5.00	5.54	其他费用/(-收入)	2	(2)	(2)	(2)
					营业利润	41	12	86	175
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	2	5	5	5
现金及现金等价物	68	7	354	354	利润总额	44	17	91	180
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	净利润	37	14	76	151
其他流动资产	116	109	193	357	少数股东损益	(0)	0	0	0
流动资产合计	418	305	751	928	归属于母公司净利润	37	14	76	151
固定资产	176	311	485	645					
在建工程	111	161	181	21	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	25	25	27	30	经营活动现金流	(12)	92	32	46
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	37	14	76	151
资产总计	755	827	1470	1649	少数股东权益	(0)	0	0	0
短期借款	0	50	50	50	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	投资活动现金流	(117)	(202)	(222)	(43)
流动负债合计	40	98	124	153	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
长期负债合计	6	6	6	6	筹资活动现金流	133	50	540	0
负债合计	46	104	130	159	债务融资	0	50	0	0
股本	91	181	231	231	权益融资	140	0	540	0
股东权益	709	723	1340	1491	其它	(7)	0	0	0
负债和股东权益总计	755	827	1470	1649	现金净增加额	4	(61)	349	3

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。