

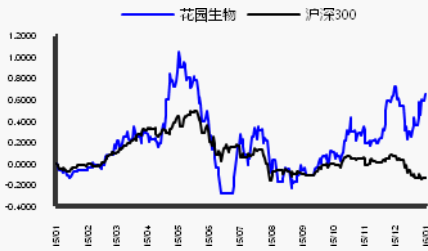
研究所

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

年报符合预期，业绩拐点已现

——花园生物（300401）年报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
花园生物	-3.8	50.0	75.8
沪深300	-18.5	-12.9	-8.9

市场数据

2016/1/26

当前价格（元）	30.77
52周价格区间（元）	13.43-52.01
总市值（百万）	5581.68
流通市值（百万）	2933.28
总股本（万股）	18140.00
流通股（万股）	9532.93
日均成交额（百万）	123.44
近一月换手（%）	149.27

相关报告

《维生素 D3 全产业链布局，打开成长空间》，2015.10.30

《订单快速落地，坚定看好VD3产业龙头》，2015.12.17

事件：

- 公司 2015 年实现收入 1.51 亿元，同比下降 4.8%；归属上市公司净利润 1207 万元，同比下降 67.6%；实现 EPS0.07 元。

点评：

- 业绩符合预期。**公司全年业绩受胆固醇车间停产和 VD3 降价影响，净利润较去年同期下降明显，毛利率由 2014 年的 58.1% 下降至 36.68%，净利率由 2014 年的 23.39% 下降至 7.98%，季报已充分反映。而公司胆固醇车间已于 2015 年 12 月投产，VD3 价格也处于历史底部，2016 年利润率有望恢复到正常水平。
- VD3 全产业链布局，打开利润空间。**公司是国际上少数能生产 NF 级胆固醇（VD3 的主要原料）的企业之一，自供原料使得公司 VD3 成本远低于竞争对手，占全球饲料级 VD3 市场份额 50% 多。利用技术和成本优势，公司积极向 VD3 上下游产业链拓展：首发两大募投项目于 2015 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，预计贡献的净利润合计约 2.5 亿元。
- VD3 价格弹性大。**VD3 行业具有明显的周期性，近 5 年价格在 50-300 元/kg 范围内波动，目前 55 元/kg 的市场价已在历史底部，随着一些小产能的退出，供给端收缩有望带来价格的上涨。假设均价为 150 元/kg，按 45 元/kg 的成本计算，2400 吨年销售量对应净利润约 1.7 亿，具备较高的业绩弹性。
- 盈利预测。**预计公司 2016-2018 年增发摊薄 EPS 分别为 0.6、0.98 和 1.43 元，对应市盈率估值 52、32 和 22 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示。**募投项目进展不达预期；VD3 价格的不确定性影响；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	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	151	471	803	1243
增长率（%）	-4.8%	211.5%	70.5%	54.8%
净利润（百万元）	12	123	201	295
增长率（%）	-67.6%	918.7%	63.8%	46.5%
摊薄每股收益（元）	0.07	0.60	0.98	1.43
ROE（%）	1.7%	9.5%	13.5%	16.5%

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%

财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					每股指标				
ROE	2%	10%	13%	17%	EPS	0.07	0.60	0.98	1.43
毛利率	37%	59%	56%	55%	BVPS	3.93	6.28	7.26	8.69
期间费率	33%	29%	28%	28%	估值				
销售净利率	8%	26%	25%	24%	P/E	462.3	51.6	31.5	21.5
成长能力					P/B	7.8	4.9	4.2	3.5
收入增长率	-5%	211%	70%	55%	P/S	36.9	13.5	7.9	5.1
利润增长率	-68%	919%	64%	47%					
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
总资产周转率	0.19	0.33	0.47	0.59	营业收入	151	471	803	1243
应收账款周转率	5.88	5.62	5.62	5.62	营业成本	96	191	352	563
存货周转率	0.54	0.91	0.91	0.91	营业税金及附加	0	5	8	12
偿债能力					销售费用	11	33	56	87
资产负债率	10%	8%	12%	16%	管理费用	42	104	161	249
流动比	4.24	6.33	4.01	3.72	财务费用	(2)	(3)	(2)	(2)
速动比	1.72	4.42	2.06	1.77	其他费用/(-收入)	2	(6)	(4)	(4)
					营业利润	7	136	224	330
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	5	6	8	10
现金及现金等价物	72	342	155	164	利润总额	12	142	232	340
应收款项	26	84	143	221	所得税费用	(0)	20	32	48
存货净额	177	215	394	630	净利润	12	122	199	292
其他流动资产	22	71	120	186	少数股东损益	0	(1)	(2)	(3)
流动资产合计	298	711	812	1202	归属于母公司净利润	12	123	201	295
固定资产	355	425	690	692					
在建工程	66	166	66	66	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
无形资产及其他	57	97	121	141	经营活动现金流	43	54	45	99
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	12	122	199	292
资产总计	788	1412	1702	2114	少数股东权益	0	(1)	(2)	(3)
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	14	35	45	70
应付款项	59	81	148	236	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	1	5	9	14	营运资金变动	16	(102)	(198)	(260)
其他流动负债	9	27	46	73	投资活动现金流	(29)	(206)	(210)	(72)
流动负债合计	70	112	203	323	资本支出	(134)	(206)	(210)	(72)
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	105	0	0	0
长期负债合计	6	6	6	6	筹资活动现金流	(10)	460	0	0
负债合计	76	118	208	329	债务融资	0	0	0	0
股本	181	206	206	206	权益融资	0	460	0	0
股东权益	712	1294	1493	1785	其它	(10)	0	0	0
负债和股东权益总计	788	1412	1702	2114	现金净增加额	4	308	(165)	26

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。