

## 胆固醇优势明显，VD3 价格上涨有望带来业绩大幅改善

■公司在NF级胆固醇和VD3的市占率均超过50%，行业话语权强：根据公司公告和博亚资讯，目前全球D3的名义产能10000多吨，公司产能5000多吨（一般企业的产量最多是其名义产能的60-70%，其中公司实际的产量应该在3000多吨），占行业总产能的50%以上。D3生产最关键的中间体是NF级胆固醇，100吨胆固醇大概可以生产3000吨D3，以此推算胆固醇的需求在330吨左右。胆固醇全球的供给在800吨，其中国外三家企业合计600吨，国内就只有花园生物200吨。表面上看胆固醇的供给是过剩的，但实际上公司200吨胆固醇的成本优势非常明显（这一点从公司15年底公告巴斯夫与公司签订长达10年的每年采购其年产能的30%胆固醇采购合同可以看出），因此我们判断只要公司的胆固醇复产，价格压到其他企业胆固醇的成本线，公司就能在胆固醇的供给市场上占60%，所以公司对D3的话语权实际是通过胆固醇价格和量有很强的话语权来实现的。

■公司低成本的胆固醇大概率迫使其他家产能收缩：从逻辑上推理，当公司胆固醇停产时由于胆固醇短期紧缺会导致价格先出现一轮暴涨，之后所有D3的企业去国外采购，但是采购成本会比花园生物的胆固醇价格高，14年下半年到15年底经过一年的低价胆固醇原料的消化和高价胆固醇原料的补充，D3企业的成本逐步提升，所以前期印度Fermento宣布因成本上升导致D3提价，说明市场上的低价的胆固醇库存被消化完毕。我们了解到，国外那三家胆固醇企业不做下游产品，从产业链上看，处于劣势。另外，从胆固醇到VD3存在一个转化率的问题，大约70%的胆固醇能转化成饲料级的，剩下仅有30%的能够转化成食品级和医药级VD3，所以只有配套饲料级的胆固醇销售才能保证成本不至于过高，因此公司的成本优势非常明显。在这种供给格局下，预计胆固醇的其他产能将收缩。15年底公司的胆固醇复产，公司重新回到胆固醇供给市场，反而更进一步加剧胆固醇的供应紧张，公司只要保持低价胆固醇供应其他D3企业，国外企业就无法多生产胆固醇，公司进而控制胆固醇的供给，使得胆固醇供给紧张，进而使得D3紧张，然后D3提价！

■公司VD3大幅提价，后续价格有望继续上涨：上述的分析我们得出结论，公司通过对胆固醇的控制不断提升对D3产业链的控制力和价格话语权。3月7号公司宣布D3大幅提价，历史上来看每次D3提价都会出现迅速的价格提升，我们判断绝对不止目前20美金/公斤的价格，目前涨价仅仅是刚刚开始。

■VD3提价带来业绩大幅改善，高端新产品放量有望贡献利润：公司

投资评级 **买入-A**

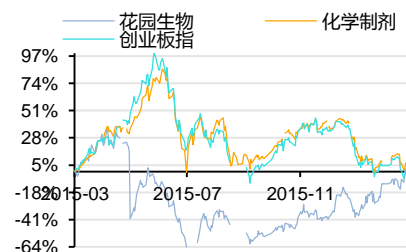
首次评级

6个月目标价：**50元**  
股价(2016-03-08) **35.40元**

交易数据

总市值(百万元)	6,421.56
流通市值(百万元)	3,374.66
总股本(百万股)	181.40
流通股本(百万股)	95.33
12个月价格区间	13.43/50.27元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.47	84.72	84.18
绝对收益	6.95	59.1	90.56

王席鑫

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450514050003  
wangxx@essence.com.cn  
021-68763626

孙琦祥

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450514050001  
sunqx@essence.com.cn  
021-68765993

肖晴

报告联系人  
xiaqing@essence.com.cn  
021-68767803

罗雅婷

报告联系人  
luoyt@essence.com.cn  
021-68765295

相关报告

公司：专注维生素D3产业链，销量全球领先 2014-09-19

目前维生素 D3 的产量在 3000 多吨，NF 级胆固醇 200 吨，按照 D3 目前 120 元/公斤的价格测算吨净利预计在 7-8 万/吨（15 年胆固醇全部外购，自供后原料成本节省 50% 以上），预计 16 年 VD3 将贡献净利润 2 亿左右。弹性来看，D3 每再上涨 100 元/公斤，对应增厚净利 2.5 亿。此外 15 年底，首发募投项目“年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3 项目”于 2015 年 12 月建成投产，当年实现销售利润。饲料级 25-羟基 VD3 是一种高端的饲料级产品，主要用于宠物饲料，目前售价 7000 美元/公斤，预计毛利率在 70% 以上。16 年 100 吨产能有望达产，预计将贡献净利润 2500 万。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.3，1.37，1.42 元，给予“买入-A”评级，目标价 50 元。

■风险提示：VD3 价格下降，新产品开发不达预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	158.8	151.2	415.8	478.2	526.0
净利润	37.3	12.1	236.1	248.1	258.3
每股收益(元)	0.21	0.07	1.30	1.37	1.42
每股净资产(元)	3.91	3.93	4.84	5.79	6.79

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	168.6	505.7	27.2	25.8	24.9
市净率(倍)	9.1	9.0	7.3	6.1	5.2
净利润率	23.5%	8.0%	56.8%	51.9%	49.1%
净资产收益率	5.3%	1.7%	26.9%	23.6%	21.0%
股息收益率	0.1%	0.0%	1.1%	1.2%	1.2%
ROIC	6.8%	0.7%	37.4%	30.2%	28.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	158.8	151.2	415.8	478.2	526.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	66.6	95.8	83.2	119.6	147.3	营业收入增长率	-13.9%	-4.8%	175.0%	15.0%	10.0%
营业税费	1.4	0.4	0.8	1.0	1.1	营业利润增长率	17.4%	-83.5%	3439.7%	5.1%	4.1%
销售费用	11.9	10.7	16.6	19.1	21.0	净利润增长率	2.5%	-67.6%	1851.2%	5.1%	4.1%
管理费用	42.2	41.7	74.8	86.1	94.7	EBITDA 增长率	7.9%	-64.6%	1225.4%	4.8%	3.6%
财务费用	-1.9	-2.3	-0.3	-0.6	-1.5	EBIT 增长率	14.3%	-88.8%	5363.6%	5.0%	3.8%
资产减值损失	3.1	1.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	7.0%	-86.3%	5021.7%	5.0%	3.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.3%	1.5%	30.0%	8.3%	-5.2%
投资和汇兑收益	5.6	3.6	-	-	-	净资产增长率	28.8%	0.4%	23.2%	19.8%	17.2%
<b>营业利润</b>	41.2	6.8	240.7	253.0	263.4	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.4	5.0	-	-	-	毛利率	58.1%	36.6%	80.0%	75.0%	72.0%
<b>利润总额</b>	43.6	11.8	240.7	253.0	263.4	营业利润率	25.9%	4.5%	57.9%	52.9%	50.1%
减:所得税	6.4	-0.3	4.8	5.1	5.3	净利润率	23.5%	8.0%	56.8%	51.9%	49.1%
<b>净利润</b>	37.3	12.1	236.1	248.1	258.3	EBITDA/营业收入	33.6%	12.5%	60.2%	54.9%	51.7%
						EBIT/营业收入	24.7%	2.9%	57.8%	52.8%	49.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	346	632	303	257	228
货币资金	67.7	72.2	45.9	148.6	378.0	流动资产周转天数	720	554	221	298	283
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	923	857	319	414	514
应收账款	29.8	25.7	126.0	55.2	139.6	应收账款周转天数	73	66	66	68	67
应收票据	-	-	0.5	0.2	0.2	存货周转天数	404	456	151	203	213
预付账款	4.8	9.3	1.2	14.1	5.6	总资产周转天数	1,500	1,800	735	766	837
存货	204.2	177.4	172.2	367.8	255.8	投资资本周转天数	1,241	1,500	632	643	590
其他流动资产	111.7	13.2	93.8	72.9	60.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	5.3%	1.7%	26.9%	23.6%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	1.5%	25.6%	21.9%	19.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	6.8%	0.7%	37.4%	30.2%	28.9%
投资性房地产	-	2.1	2.1	2.1	2.1	<b>费用率</b>					
固定资产	175.7	355.0	345.9	336.8	327.7	销售费用率	7.5%	7.1%	4.0%	4.0%	4.0%
在建工程	110.9	65.8	65.8	65.8	65.8	管理费用率	26.6%	27.6%	18.0%	18.0%	18.0%
无形资产	25.5	56.8	55.8	54.8	53.8	财务费用率	-1.2%	-1.5%	-0.1%	-0.1%	-0.3%
其他非流动资产	25.0	10.4	12.5	15.4	12.8	三费/营业收入	32.9%	33.1%	21.9%	21.9%	21.7%
<b>资产总额</b>	755.2	787.8	921.7	1,133.7	1,301.4	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	6.1%	9.6%	4.8%	7.3%	5.4%
应付账款	31.3	64.0	25.2	67.5	51.0	负债权益比	6.5%	10.6%	5.1%	7.9%	5.7%
应付票据	1.4	-	5.2	1.6	5.0	流动比率	10.35	4.24	11.51	8.54	13.09
其他流动负债	7.7	6.2	7.8	8.0	8.1	速动比率	5.30	1.72	7.00	3.77	9.10
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-20.63	-1.91	-801.33	-420.67	-174.60
其他非流动负债	5.8	5.7	6.3	5.9	6.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	46.2	75.8	44.5	83.0	70.1	DPS(元)	0.05	-	0.39	0.41	0.43
少数股东权益	-	-	-0.2	-0.4	-0.6	分红比率	24.4%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	90.7	181.4	181.4	181.4	181.4	股息收益率	0.1%	0.0%	1.1%	1.2%	1.2%
留存收益	618.3	530.7	696.0	869.7	1,050.5						
<b>股东权益</b>	709.0	712.0	877.2	1,050.7	1,231.3						

## 现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.2	12.1	236.1	248.1	258.3	EPS(元)	0.21	0.07	1.30	1.37	1.42
加:折旧和摊销	14.3	14.5	10.1	10.1	10.1	BVPS(元)	3.91	3.93	4.84	5.79	6.79
资产减值准备	3.1	1.8	-	-	-	PE(X)	168.6	505.7	27.2	25.8	24.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.1	9.0	7.3	6.1	5.2
财务费用	-0.8	-2.2	-0.3	-0.6	-1.5	P/FCF	-69.4	1,770.0	136.2	35.8	21.1
投资损失	-5.6	-3.6	-	-	-	P/S	40.2	42.7	15.5	13.4	12.2
少数股东损益	-0.1	-	-0.2	-0.2	-0.2	EV/EBITDA	58.1	269.7	25.4	23.8	22.2
营运资金的变动	-36.9	128.8	-201.6	-80.9	38.7	CAGR(%)	88.2%	177.3%	86.4%	88.2%	177.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-11.9	42.5	44.1	176.5	305.4	PEG	1.9	2.9	0.3	0.3	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-116.8	-28.8	-	-	-	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	132.8	-9.6	-70.4	-73.8	-76.0	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034