

花园生物 (300401)

产业链布局效果显著， 迎来业绩大幅增长 买入（维持）

2016年10月31日

首席证券分析师 洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

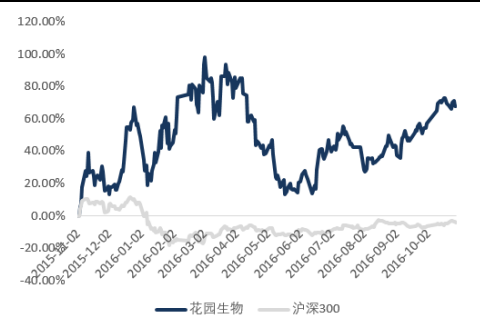
Hongyang614@gmail.com

0512-62938572

投资要点

- 前三季度业绩同比大幅增长:** 前三季度, 公司实现营业收入 2.23 亿元, 同比增长 118.77%; 实现净利润 2663 万元, 同比增长 188.20%。在第三季度公司实现营收 6391 万元, 同比增长 107.97%, 实现净利润 1090 万元, 同比增长 776.87%。业绩的大幅增长主要系公司维生素 D3 和胆固醇销量的增加, 以及胆固醇车间复产后毛利率的提高。
- 羊毛脂综合利用项目系统提升公司盈利能力:** 羊毛脂综合利用项目作为公司布局维生素 D3 产业链的重要一环, 将维生素 D3 的全产业链从原料到产品以及副产品都全程综合利用起来, 降低生产成本的同时也给公司带来新的利润增长点, 仅胆固醇一项上半年便实现 4141 万营业收入。2016 年胆固醇车间复产, 因一季度需要进行仪器调试等准备工作, 导致上半年胆固醇生产成本较高, 毛利率仅有 30.63%。第二三季度进入正常生产后实现批量销售, 带来公司利润的大幅增长。
- 25-羟基维生素 D3 第三季度开始发货:** “年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3” 项目于 2016 年第三季度恢复生产, 并于 9 月底开始发货, 预计第四季度可实现盈利。25-羟基维生素 D3 是维生素 D3 行业的高端产品, 毛利率最高, 价格约 4000 元/kg, 预计第四季度会带来约 8000 万营收。作为第四季度的新增产品, 预计公司第四季度实现营收和净利润同比增长更加可观。
- 维生素 D3 价格已降至历年最低点, 涨价弹性巨大:** 最新一期维生素 D3 价格已经降到 67.5 元/kg, 基本上已经降到了历年来行业的最低点, 最高时价格达到 480 元/kg, 未来涨价趋势成必然。维生素 D3 作为占据花园生物营收约 60% 产品, 价格的飞涨给公司带来的业绩弹性巨大, 维生素 D3 的平均价格每上涨 10 元/kg, 将会给公司带来约 2500 万的年营收以及约 250 万的净利润。
- 非公开发行助力维生素 D3 产业链布局:** 2016 年公司重启非公开发行工作, 计划定增 4.6 亿投入到核心预混料, 维生素 D3 环保灭鼠剂项目以及花园研发中心, 可进一步向上下延伸公司的产业链。公司于 10 月 10 日收到了证监会的行政许可反馈, 需进一步报送有关材料。
- 盈利预测与评级:** 因此我们预计 2016-2018 年公司实现营业收入 3.8 亿, 5.1 亿, 6.1 亿, 实现净利润为 4390 万, 8492 万, 12509 万, 对应 EPS 为 0.24, 0.47, 0.69, 对应 PE 为 123.52 倍, 68.50 倍, 46.51 倍。花园生物 (300403) 在维生素 D3 价格已经降到冰点的情况下还能实现 11.51% 的销售净利率, 加上未来公司高毛利新品打入, 以及维生素 D3 价格的上涨, 公司的业绩预计会有大幅增长。综上, 我们维持公司“买入”评级。
- 风险提示:** 维生素 D3 价格波动风险, 经营规模快速扩张引发的管理风险, 固定资产投资规模快速增大的风险, 非公开发行存在不确定的风险。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	32.07
一年最低价/最高价	18.06/40.10
市净率 (倍)	8.02
流通 A 股市值 (百万元)	3144.72

基础数据

每股净资产 (元)	4.00
资本负债率 (%)	8.40
总股本 (万元股)	18140
流通 A 股 (百万股)	96.17

相关报告

新品迎来业绩拐点, 产业链布局效果初显
深度报告 2016.10

附表 1 花园生物 (300401) 主要财务数据及估值

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	63.72	3.82	10.47	6.13	营业收入	151.22	381.50	510.68	612.81
应收和预付款项	34.99	131.39	89.08	173.69	减: 营业成本	95.76	228.65	288.01	331.21
存货	177.42	745.10	416.92	919.40	营业税金及附加	0.39	1.53	2.04	2.45
其他流动资产	13.19	13.19	13.19	13.19	营业费用	10.74	12.00	13.00	14.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	41.69	72.49	91.92	104.18
投资性房地产	2.12	2.04	1.96	1.88	财务费用	-2.34	13.03	13.63	11.63
固定资产和在建工程	424.01	371.38	318.74	266.10	资产减值损失	1.77	2.17	2.17	2.17
无形资产和开发支出	56.78	52.86	48.93	45.00	加: 投资收益	3.56	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5.06	5.06	5.06	5.06	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	777.31	1324.84	904.36	1430.46	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	519.25	0.00	445.21	营业利润	6.79	51.64	99.91	147.17
应付和预收款项	65.29	60.66	95.77	82.88	加: 其他非经营损益	4.99	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	11.78	51.64	99.91	147.17
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	减: 所得税	-0.30	7.75	14.99	22.08
负债合计	65.29	579.91	95.77	528.09	净利润	12.07	43.90	84.92	125.09
股本	181.40	181.40	181.40	181.40	减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	50.58	50.58	50.58	50.58	归属母公司股东净利润	12.07	43.90	84.92	125.09
留存收益	480.04	512.95	576.61	670.38	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
归属母公司股东权益	712.02	744.93	808.59	902.36	营业收入	151.22	381.50	510.68	612.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	增长率(%)	-4.80%	152.28%	33.86%	20.00%
股东权益合计	712.02	744.93	808.59	902.36	归属母公司股东净利润	12.07	43.90	84.92	125.09
负债和股东权益合计	777.31	1324.84	904.36	1430.46	增长率(%)	-67.62%	263.55%	93.46%	47.30%
现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E	每股收益(EPS)	0.067	0.242	0.468	0.690
经营性现金净流量	40.60	-555.14	560.80	-406.60	每股股利(DPS)	0.050	0.061	0.117	0.173
投资性现金净流量	-28.79	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.224	-3.060	3.091	-2.241
筹资性现金净流量	-9.58	495.23	-554.14	402.25	销售毛利率	36.68%	40.07%	43.60%	45.95%
现金流量净额	3.23	-59.91	6.66	-4.35	销售净利率	7.98%	11.51%	16.63%	20.41%
					净资产收益率(ROE)	1.70%	5.89%	10.50%	13.86%
					投入资本回报率(ROIC)	1.14%	8.46%	7.63%	16.81%
					市盈率(P/E)	491.26	132.52	68.50	46.51
					市净率(P/B)	8.33	7.81	7.19	6.45
					股息率(分红/股价)	0.002	0.002	0.004	0.005

数据来源: 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

