天风证券 TF SECURITIES

花园生物（300401）

证券研究报告
2017 年 01 月 23 日

打通 VD3 产业链上下游，25-羟基 VD3 带动公司业绩高增长

2016 年业绩增长约 263%符合预期，新品 25-羟基 D3 在 Q4 贡献近 1400 万

2016 年实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 117.62%，归属上市股东净利润 4377 万元，同比增长 262.52%，基本符合我们预期。NF 级胆固醇恢复生产降低了维生素 D3 的生产成本，2016 年实际生产 NF 级胆固醇 232.14 吨，产能利用率为 116.07%。预计 25-羟基维生素 D3 主要在四季度销售发货，实现销售收入 4,846.04 万元，实现净利润 1,468.37 万元，净利润率为 30.29%。按公告披露，公司年产 100 吨饲料级 25-羟基维生素 D3，四季度生产 25-羟基维生素 D3 原 1,062.50 公斤。按照 2017 年 4 吨 25-羟基维生素 D3 原销量测算，预计 2017 年贡献净利润为 6,000-8,000 万元。同时，预计未来随着规模效应的提升，25-羟基维生素 D3 原的净利润率有望持续提升。

一季度预告增长 137.17 % - 160.89%保持高增长，预计增速有望持续提升

公司一季度业绩预告显示，公司净利润盈利为 1,000 万元－1,100 万元，同比 2016 年 1Q 增长 137.17 % - 160.89%，表观保持高增长。考虑到披露时间较早，我们判断预计公司出于审慎原则，一季度预告属于偏中性预测。公司与帝斯曼签订了 25-羟基维生素 D3 原十年购货协议，季度供货预计将持续进行，1 季度预计将持续贡献收入和净利润；公司维生素 D3 价格处于底部，目前价格为 69 元/kg，相比较去年 11 月份 66.5 元/kg 已有小幅反弹，未来仍有提价潜力。公司年产 3000t，按照年平均涨价 20-30 元/kg 计算，年预计新增净利润 6000-9000 万元，业绩弹性较大；公司在 VD3 生产原料-NF 级胆固醇具有较强的把控能力，生产成本低保证了利润水平。

财务状况良好，盈利质量提升明显，毛利率和净利率水平有望持续提升

公司 2016 年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 3.57%、17.46%和-1.74%，同比 2015 分别降低了 3.53%、8.62%和 0.19%。2016 年整体毛利率为 37.02%，同比 2015 年毛利率 36.33%略有提升，主因 25-羟基维生素 D3 的毛利润水平较高，提升了整体毛利率水平。净利率为 13.30%，较去年提升近 6 个 pp。2017 年公司整体盈利质量水平有望持续提升升，一方面由于 2015-2016 年维生素 D3 价格一直处于底部，2017 年维生素 D3 价格提升将带动公司的毛利润水平；另一方面随着 2017 年高毛利率的 25-羟基维生素 D3 原的销售放量，规模化效应带来的生产成本降低，高毛利产品占比提升，将进一步带动公司整体的盈利质量。

估值与评级

全活性维生素 D3 的持续布局和“优迪王”杀鼠剂的中试生产，引领公司中长期的发展。公司 2016 年 4 季度 25-羟基维生素 D3 的业绩贡献超预期，我们上调 2017 年预测净利润至 1.60 亿元，公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.24、0.81 和 1.11 元，对应 PE 为 149、44 和 33 倍，考虑到公司业绩的快速增长，我们给予 2017 年 55 倍 PE，目标价 44.70 元，给予“买入”评级。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	158.84	151.22	329.09	601.60	721.10
增长率(%)	(13.85)	(4.80)	117.62	82.80	19.86
EBITDA(百万元)	53.50	18.91	54.98	182.40	247.30
净利润(百万元)	37.29	12.07	43.77	159.31	217.48
增长率(%)	2.34	(67.62)	262.52	263.95	36.51
EPS(元/股)	0.21	0.07	0.24	0.81	1.11
市盈率(P/E)	175.43	541.73	149.44	44.37	32.50
市净率(P/B)	9.23	9.19	8.73	7.94	6.64
市销率(P/S)	41.18	43.26	19.88	11.75	9.80
EV/EBITDA	58.00	269.62	129.58	40.33	30.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	36.06 元
目标价格	44.70 元
上次目标价	39.51 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	181.40
流通 A 股股本(百万股)	96.17
A 股总市值(百万元)	6,541.28
流通 A 股市值(百万元)	3,467.86
每股净资产(元)	4.15
资产负债率(%)	14.14
一年内最高/最低(元)	40.10/21.11

作者

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com
王金成 联系人
wangjincheng@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1《花园生物-公司点评:维生素 D3 产业布局延伸，技术和成本优势凸显价值》2016-12-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	67.74	72.17	26.33	48.13	57.69
应收账款	29.75	25.70	94.24	100.02	132.82
预付账款	4.75	9.29	16.88	18.46	22.01
存货	204.24	177.42	694.20	554.62	738.43
其他	111.69	13.19	94.12	73.10	60.23
流动资产合计	**418.17**	**297.77**	**925.77**	**794.32**	**1,011.18**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	175.72	355.01	395.25	443.69	484.07
在建工程	110.88	65.81	75.48	93.29	85.97
无形资产	25.54	56.78	55.81	54.83	53.85
其他	24.94	12.46	13.29	15.41	12.32
非流动资产合计	**337.07**	**490.06**	**539.82**	**607.22**	**636.21**
资产总计	**755.24**	**787.84**	**1,465.59**	**1,401.55**	**1,647.40**
短期借款	0.00	0.00	497.84	349.17	446.60
应付账款	31.28	63.94	69.52	144.72	99.01
其他	9.11	6.22	20.23	12.32	18.17
流动负债合计	**40.39**	**70.16**	**587.59**	**506.21**	**563.77**
长期借款	0.00	0.00	122.83	0.00	13.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.83	5.65	6.26	5.91	5.94
非流动负债合计	**5.83**	**5.65**	**129.09**	**5.91**	**19.69**
负债合计	**46.22**	**75.81**	**716.68**	**512.13**	**583.46**
少数股东权益	0.00	0.00	(0.05)	(0.31)	(0.51)
股本	90.70	181.40	181.40	196.03	196.03
资本公积	141.28	50.58	50.58	50.58	50.58
留存收益	618.32	530.62	567.56	693.69	868.41
其他	(141.28)	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)
股东权益合计	**709.02**	**712.02**	**748.91**	**889.42**	**1,063.94**
负债和股东权益总	**755.24**	**787.84**	**1,465.59**	**1,401.55**	**1,647.40**

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**158.84**	**151.22**	**329.09**	**601.60**	**721.10**
营业成本	66.55	95.76	207.26	276.35	302.95
营业税金及附加	1.44	0.39	2.53	3.87	4.01
营业费用	11.89	10.74	9.46	29.90	35.84
管理费用	42.17	41.69	69.05	126.22	151.30
财务费用	(1.92)	(2.34)	(0.30)	(0.23)	(0.32)
资产减值损失	3.14	1.77	2.17	2.36	2.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.59	3.56	4.02	4.02	4.02
其他	(11.18)	(7.13)	(8.04)	(8.04)	(8.04)
营业利润	**41.15**	**6.79**	**42.93**	**167.13**	**229.24**
营业外收入	6.09	5.94	6.08	6.04	6.02
营业外支出	3.66	0.95	2.03	2.21	1.73
利润总额	**43.59**	**11.78**	**46.99**	**170.96**	**233.54**
所得税	6.43	(0.30)	3.27	11.91	16.27
净利润	**37.15**	**12.07**	**43.72**	**159.05**	**217.27**
少数股东损益	(0.14)	0.00	(0.05)	(0.26)	(0.21)
归属于母公司净利润	**37.29**	**12.07**	**43.77**	**159.31**	**217.48**
每股收益（元）	0.21	0.07	0.24	0.81	1.11

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.15	12.07	43.77	159.31	217.48
折旧摊销	14.27	14.46	12.34	15.49	18.38
财务费用	(0.78)	(2.16)	(0.30)	(0.23)	(0.32)
投资损失	(5.59)	(3.56)	(4.02)	(4.02)	(4.02)
营运资金变动	(36.83)	128.77	(655.74)	217.30	(244.51)
其它	(20.15)	(107.06)	(0.05)	(0.26)	(0.21)
经营活动现金流	**(11.93)**	**42.52**	**(603.99)**	**387.60**	**(13.20)**
资本支出	154.07	178.39	59.39	80.35	49.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(270.86)	(207.19)	(115.37)	(156.33)	(95.95)
投资活动现金流	**(116.79)**	**(28.79)**	**(55.98)**	**(75.98)**	**(45.98)**
债权融资	0.00	0.00	620.67	349.17	460.35
股权融资	133.44	2.34	0.30	14.86	0.32
其他	(0.65)	(11.93)	(6.83)	(653.84)	(391.93)
筹资活动现金流	**132.79**	**(9.58)**	**614.13**	**(289.82)**	**68.74**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**4.07**	**4.14**	**(45.84)**	**21.80**	**9.56**

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-13.85%	-4.80%	117.62%	82.80%	19.86%
营业利润	17.14%	-83.51%	532.64%	289.28%	37.16%
归属于母公司净利润	2.34%	-67.62%	262.52%	263.95%	36.51%
获利能力					
毛利率	58.10%	36.68%	37.02%	54.06%	57.99%
净利率	23.47%	7.98%	13.30%	26.48%	30.16%
ROE	5.26%	1.70%	5.84%	17.91%	20.43%
ROIC	6.80%	0.73%	6.29%	11.66%	18.11%
偿债能力					
资产负债率	6.12%	9.62%	48.90%	36.54%	35.42%
净负债率	-3.45%	-3.02%	0.49%	7.83%	10.79%
流动比率	10.35	4.24	1.58	1.57	1.79
速动比率	5.30	1.72	0.39	0.47	0.48
营运能力					
应收账款周转率	4.95	5.45	5.49	6.19	6.19
存货周转率	0.89	0.79	0.76	0.96	1.12
总资产周转率	0.24	0.20	0.29	0.42	0.47
每股指标（元）					
每股收益	0.21	0.07	0.24	0.81	1.11
每股经营现金流	-0.07	0.23	-3.33	2.14	-0.07
每股净资产	3.91	3.93	4.13	4.54	5.43
估值比率					
市盈率	175.43	541.73	149.44	44.37	32.50
市净率	9.23	9.19	8.73	7.94	6.64
EV/EBITDA	58.00	269.62	129.58	40.33	30.16
EV/EBIT	79.08	1,146.99	167.10	44.07	32.58

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com