

中航证券金融研究所

分析师：石玉华

证券执业证书号：S0640515050001

研究助理：孟维肖

证券执业证书号：S0640116010022

电话：010-64818350

花园生物（300401）点评： 维生素 D3 价格上涨

行业分类：农林牧渔

2017年6月8日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价 (17.6.8)	31.70

基础数据	
创业板指数	1794.75
总股本 (亿)	1.81
流通 A 股 (亿)	0.97
流通 B 股 (亿)	0
总市值 (亿)	57.50
每股净资产 (元)	4.21
ROE (2016)	2.69%
资产负债率 (2016)	14.14%
市净率	7.52



资料来源：wind

相关报告：维生素 D3 价格上涨，产业布局优势显现

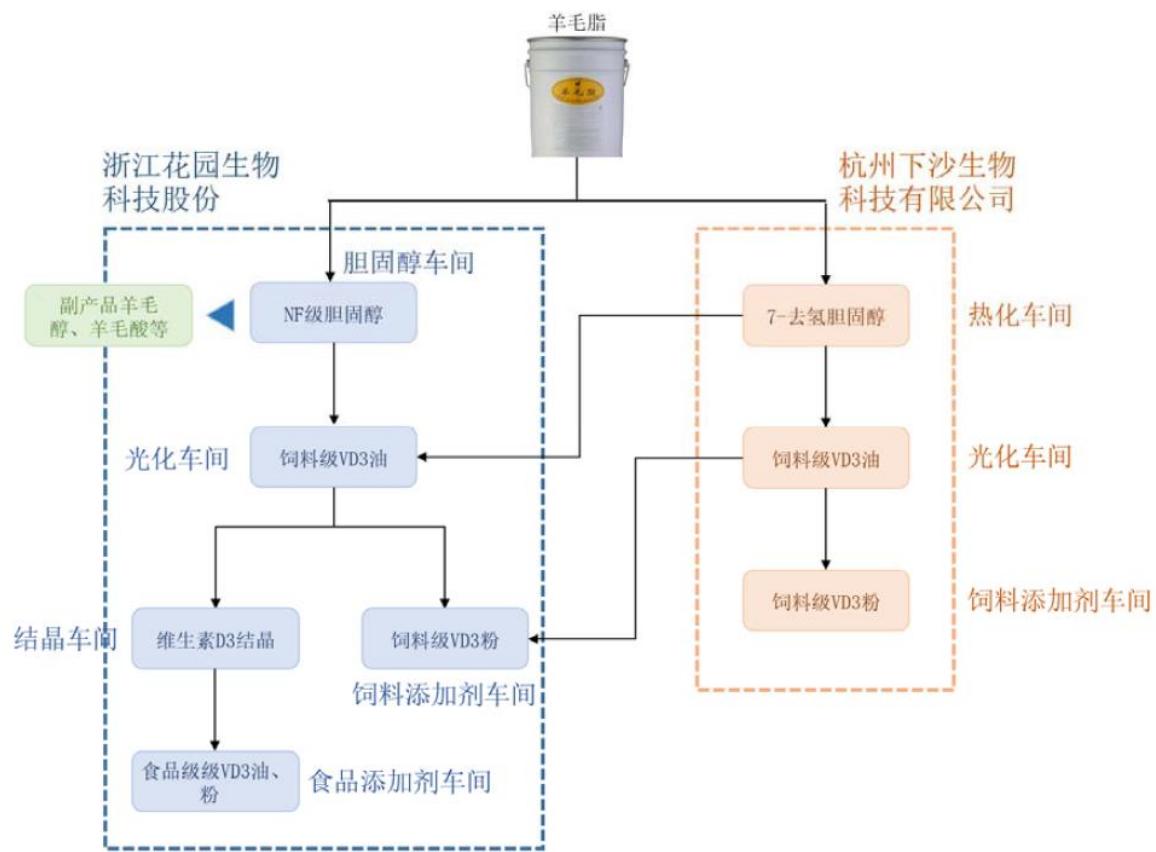
公司主要产品维生素 D3 价格提价明显：

- 6月7日维生素D3报价单日上涨近20%，由69元/kg提价至82.5元/kg。考虑到维生素D3品类处于寡头垄断行业，且惯常上涨普遍具有连续性，价格上涨将显著的增厚上市公司利润。
- 公司上游拓宽，全产业链助力公司业绩增长。花园生物作为全球最大的维生素D3生产商，2016年共实现营业收入3.29亿元，总体来说公司产品维生素D3在今年上半年维持相对低位，但公司上游产品胆固醇及下游高毛利产品25羟基维生素D3产品销售顺利，公司一季度共实现销售收入8,669.06万元，同比增长41.7%，共实现净利润2053.73万元、考虑到公司例行技改的影响，公司主要产品毛利率将快速提升，导致一季度企业内部产能使用率显著高于公司正常水平。受益于二季度维生素的大幅涨价，公司毛利率有所回升，截止到今年3月公司超纯羊毛脂项目已完成预计投资总额的86%有望于今年达产，公司产品有望更加多元化，预计2017年公司净利润有望高速增长。
- 风险因素：核心技术的流失；业务领域较为集中。
- 我们预计随着公司胆固醇的复产维生素产品成本有望降低公司毛利率和产量都将稳步回升，随着公司产业链的不断延伸，公司在维生素 D3 细分领域中的定价权将进一步提升，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

公司是全球最大的维生素D3生产供应商，目前公司已完成整条维生素D3产业链的布局，未来继续拓展下游向多维维生素预混料发展，维生素作为一个行业壁垒不是十分高的产业，先后经历过4次自周期，主要是反映在价格高企时很多民营作坊开始进入该行业，其成本较高，但因为维生素价格较高，其仍能盈利。在经历了长期价格低迷时低端产能才会退出。所以维生素D3弹性较大，花园生物作为行业的寡头垄断者在成本端具有较大的优势，其生产工艺先进产品质量稳定，在业界受到认可，此次提价将具有一定的连续性。

图表 1 公司产品流程图



资料来源：债券募集说明书，中航证券金融研究所

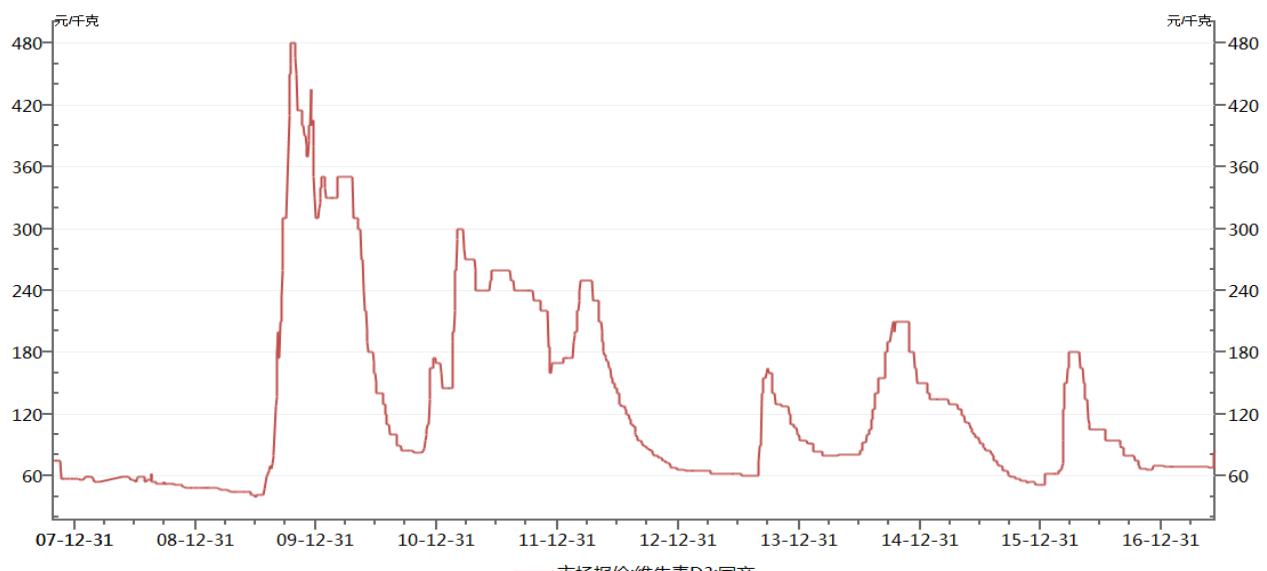
2014公司经历了NF级胆固醇车间的停产，减少了NF级胆固醇的对外销售，带动了一波维生素的上涨，但同时下半年因为高价也吸引了一波维生素的新进入者。目前公司产品25羟基维生素因为专利的到期，正在被国内多家公司研究，考虑到25羟基维生素的技术门槛较高，其在饲料领域的应用也符合了现在养殖业的替抗趋势，未来有望成为公司业绩的重要增长点。

图表 2 维生素 D3 供应表

D3 (折 50 万 IU), 吨	2014 年产量	2015 年产量	2015 年中国出口	2015 年中国供应	2016 年产量估计
花园高科	1 800	2 200	1 500	700	2 800
台州海盛	800	700	350	350	800
新和成	650	700	600	100	750
金达威	600	550	450	100	600
浙江医药	250	250	10	240	150
东营天润	200	30	20	10	
其它	100	50	30	20	200
中国总计	4 400	4 480	2 960	1 520	5 300
	2014 年	2015 年			2016 年
全球需求	5 500	5 600			5 700
中国需求	1 300	1 350			1 400

资料来源：博亚和讯，中航证券金融研究所

图表 3 维生素 D3 价格



资料来源：wind, 中航证券金融研究所

图表 4 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	158.84	151.22	329.09	631.86	770.87	894.21
增长率(%)	-13.85%	-4.80%	117.62%	92.00%	22.00%	16.00%
归属母公司股东净利润	37.29	12.07	43.77	141.75	190.72	235.83
增长率(%)	2.34%	-67.62%	262.52%	223.83%	34.55%	23.65%
每股收益(EPS)	0.206	0.067	0.241	0.781	1.051	1.300
每股股利(DPS)	0.000	0.050	0.015	0.212	0.285	0.352
每股经营现金流	-0.070	0.224	0.238	-1.359	2.830	-0.813
销售毛利率	58.10%	36.68%	37.02%	58.00%	60.00%	61.00%
销售净利率	23.39%	7.98%	13.30%	22.41%	24.71%	26.34%
净资产收益率(ROE)	5.26%	1.70%	5.81%	16.55%	19.16%	20.20%
投入资本回报率(ROIC)	6.82%	1.14%	5.98%	19.68%	16.92%	27.98%
市盈率(P/E)	154.22	476.23	131.37	40.57	30.15	24.38
市净率(P/B)	8.11	8.08	7.64	6.71	5.78	4.93
股息率(分红/股价)	0.000	0.002	0.000	0.007	0.009	0.011

报表预测						
利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	158.84	151.22	329.09	631.86	770.87	894.21
减: 营业成本	66.55	95.76	207.25	265.38	308.35	348.74
营业税金及附加	1.44	0.39	4.03	5.02	6.13	7.11
营业费用	11.89	10.74	11.74	38.23	46.64	54.11
管理费用	42.17	41.69	57.46	150.76	183.93	213.36
财务费用	-1.92	-2.34	-5.71	0.99	-3.20	-11.14
资产减值损失	3.14	1.77	9.83	4.91	4.91	4.91
加: 投资收益	5.59	3.56	0.09	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	41.15	6.79	44.58	166.56	224.10	277.11
加: 其他非经营损益	2.43	4.99	6.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.59	11.78	50.71	166.56	224.10	277.11
减: 所得税	6.43	-0.30	6.94	24.98	33.62	41.57
净利润	37.15	12.07	43.77	141.58	190.49	235.55
减: 少数股东损益	-0.14	0.00	0.00	-0.17	-0.23	-0.29
归属母公司股东净利润	37.29	12.07	43.77	141.75	190.72	235.83

资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	55.87	63.72	44.95	6.32	162.10	8.94
应收和预付款项	34.50	34.99	101.07	165.76	158.06	216.58
存货	204.24	177.42	165.00	598.67	288.64	714.91
其他流动资产	111.69	13.19	55.02	55.02	55.02	55.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	2.12	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	291.51	424.01	429.89	400.40	368.54	336.68
无形资产和开发支出	25.54	56.78	62.21	57.93	53.65	49.36
其他非流动资产	18.70	5.06	2.55	2.55	2.55	2.55
资产总计	742.05	777.31	860.69	1286.64	1088.56	1384.04
短期借款	0.00	0.00	45.00	299.85	0.00	57.82
应付和预收款项	33.03	65.29	62.61	130.57	93.55	159.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	33.03	65.29	107.61	430.42	93.55	217.43
股本	90.70	181.40	181.40	181.40	181.40	181.40
资本公积	141.28	50.58	50.58	50.58	50.58	50.58
留存收益	477.04	480.04	521.09	624.42	763.43	935.33
归属母公司股东权益	709.02	712.02	753.08	856.40	995.41	1167.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	-0.17	-0.41	-0.69
股东权益合计	709.02	712.02	753.08	856.22	995.01	1166.62
负债和股东权益合计	742.05	777.31	860.69	1286.64	1088.56	1384.04

现金流量表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-12.72	40.60	43.21	-246.47	513.40	-147.43
投资性现金净流量	-116.79	-28.79	-107.20	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	132.79	-9.58	34.36	207.84	-357.62	-5.72
现金流量净额	4.23	3.23	-26.89	-38.63	155.78	-153.16

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

石玉华 SAC 执业证书号：S0640515050001，理学硕士，2013 年 3 月加入中航证券金融研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。