

花园生物 (300401)

证券研究报告
2017年08月13日

25-羟基 VD3 贡献主要净利润，受益 VD3 提价 17 年业绩弹性大

25-羟基维生素 D3 原产销量大幅增长，整体业绩情况符合预期

上半年公司实现营业收入 2.33 亿元 (+46.40%)，归属上市公司股东净利润 7519 万元 (+378%)，扣非后净利润 7168 万元 (+446%)，基本符合我们的预期。公司首发募投项目产品胆固醇及 25-羟基维生素 D3 原产销量大幅增加，是业绩增长的主要原因，预计 25-羟基维生素 D3 元贡献净利润~5000 万元，其中一季度贡献净利润 1,000-1,500 万元。预计上半年胆固醇和维生素 D3 贡献净利润为 1,000-2,000 万元，羊毛脂及其衍生品上半年实现销售收入 6137 万元，但由于毛利率仅为 29.72%，我们预计净利润占比相对较小。从销量情况来看，VD3 销量与去年持平，25-羟基维生素 D3 同比大幅增长。

“三大核心技术”加筑公司护城河，受益 VD3 提价 17 年净利润有望超过 3 亿元

公司打通产业链上下游，构建公司核心技术优势，三大核心生产工艺：维生素 D3 生产工艺、NF 胆固醇生产工艺、25-羟基维生素 D3 生产工艺加筑公司护城河。近期维生素 D3 价格由 69 元/kg 上涨至 435 元/kg，涨幅超出市场预期。公司年产 VD3 近 3000t，考虑到订单周期带来的业绩 3 个月左右的滞后期，预计四季度业绩增长最明显，17 年 VD3 新增净利润超过 2 亿元。同时 25-羟基 VD3 达产销售，17 年全年有望贡献净利润 8,000-10,000 万元，因此 17 年公司净利润有望超过 3 亿元。同时我们判断本轮维生素 D3 的涨价周期有望持续 1 年以上，因此 18 年上半年业绩仍持续向好。

销售费用和管理费用同比下滑，预计 17 年三期总费用保持平稳

上半年销售费用 390 万元，同比下滑 38.59%，主因本期出口返佣较上期减少；管理费用 2619 万元，同比下滑 9.79%；财务费用 325 万元，同比增长 317%，主因本期汇兑损失及贷款利息较上期增加。由于公司业务存在季节性波动，与管理费用相比，销售费用和财务费用占比较低，预计三期费用保持平稳，对 17 年净利润影响不大。近期 VD3 提价带动全年业绩高增长，整体费用率预计有明显下滑。18 年随着灭鼠剂等市场推广项目的进一步实施，销售费用有可能会有所增长。

估值与评级

短期看好募投项目达产和提价带来的业绩弹性，中长期看好公司的制剂布局。公司定增方案已获证监会审核通过，4.22 亿元募投灭鼠剂和研发全活性 VD3，创新产品引领公司中长期成长。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.07、2.92 和 3.09 元，对应 PE 为 18、13 和 12 倍，参考原料药行业估值，给予 17 年 24 倍 PE，目标价 49.68 元，维持“买入”评级。

风险提示：维生素 D3 提价周期不及预期，公司业绩不及预期

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	151.22	329.09	911.60	1,171.10	1,231.56
增长率(%)	(4.80)	117.62	177.00	28.47	5.16
EBITDA(百万元)	18.91	70.74	468.71	646.49	667.94
净利润(百万元)	12.07	43.77	374.75	528.90	559.93
增长率(%)	(67.62)	262.52	756.12	41.14	5.87
EPS(元/股)	0.07	0.24	2.07	2.92	3.09
市盈率(P/E)	557.66	153.83	17.97	12.73	12.03
市净率(P/B)	9.46	8.94	6.41	4.57	3.51
市销率(P/S)	44.53	20.46	7.39	5.75	5.47
EV/EBITDA	269.62	97.11	15.82	9.59	9.95

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 (维持评级)
当前价格	37.12 元
目标价格	49.68 元
上次目标价	50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	181.40
流通 A 股股本(百万股)	98.51
A 股总市值(百万元)	6,733.57
流通 A 股市值(百万元)	3,656.58
每股净资产(元)	4.52
资产负债率(%)	11.81
一年内最高/最低(元)	42.41/25.01

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:半年度业绩预告基本符合预期，VD3 提价带动全年业绩高增长》 2017-07-09
- 2 《花园生物-公司点评:维生素 D3 价格涨幅超预期，看好提价带来的业绩弹性》 2017-06-27
- 3 《花园生物-公司点评:VD3 新一轮涨价周期开启，看好提价带来的业绩弹性》 2017-06-08

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	72.17	58.30	72.93	521.77	98.52
应收账款	25.70	91.93	202.42	175.73	221.94
预付账款	9.29	9.14	26.20	14.27	24.30
存货	177.42	165.00	1,083.82	209.22	1,097.80
其他	13.19	55.02	73.80	60.36	62.90
流动资产合计	297.77	379.39	1,459.17	981.35	1,505.47
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	355.01	382.64	405.64	440.60	469.73
在建工程	65.81	45.56	63.34	86.00	81.60
无形资产	56.78	62.21	60.46	58.71	56.97
其他	12.46	7.35	13.16	10.12	9.47
非流动资产合计	490.06	497.75	542.60	595.44	617.77
资产总计	787.84	877.15	2,001.77	1,576.79	2,123.23
短期借款	0.00	45.00	641.44	0.00	21.27
应付账款	63.94	51.80	162.45	81.28	154.08
其他	6.22	22.52	17.56	15.97	23.54
流动负债合计	70.16	119.32	821.45	97.25	198.88
长期借款	0.00	0.00	125.23	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.65	4.75	5.91	5.94	5.54
非流动负债合计	5.65	4.75	131.14	5.94	5.54
负债合计	75.81	124.07	952.60	103.19	204.42
少数股东权益	0.00	0.00	(0.60)	(1.09)	(1.57)
股本	181.40	181.40	181.40	181.40	181.40
资本公积	50.58	50.58	50.58	50.58	50.58
留存收益	530.62	571.68	868.38	1,293.29	1,738.98
其他	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)
股东权益合计	712.02	753.08	1,049.18	1,473.60	1,918.82
负债和股东权益总	787.84	877.15	2,001.77	1,576.79	2,123.23

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.07	43.77	374.75	528.90	559.93
折旧摊销	14.46	31.86	21.64	24.53	27.26
财务费用	(2.16)	(1.73)	17.48	14.13	(2.66)
投资损失	(3.56)	(0.09)	(4.02)	(4.02)	(4.02)
营运资金变动	128.77	(67.93)	(964.78)	846.55	(866.98)
其它	(107.06)	43.39	(0.61)	(0.50)	(0.48)
经营活动现金流	42.52	49.27	(555.54)	1,409.59	(286.96)
资本支出	178.39	44.07	58.84	79.97	50.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(207.19)	(151.27)	(114.82)	(155.95)	(96.39)
投资活动现金流	(28.79)	(107.20)	(55.98)	(75.98)	(45.98)
债权融资	0.00	45.00	766.67	0.00	21.27
股权融资	2.34	5.71	(17.48)	(14.13)	2.66
其他	(11.93)	(16.35)	(123.04)	(870.64)	(114.23)
筹资活动现金流	(9.58)	34.36	626.15	(884.77)	(90.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4.14	(23.57)	14.63	448.84	(423.24)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	151.22	329.09	911.60	1,171.10	1,231.56
营业成本	95.76	207.25	276.35	302.95	330.22
营业税金及附加	0.39	4.03	7.25	8.88	11.40
营业费用	10.74	11.74	32.53	41.79	43.94
管理费用	41.69	57.46	142.59	189.72	199.51
财务费用	(2.34)	(5.71)	17.48	14.13	(2.66)
资产减值损失	1.77	9.83	9.83	9.83	9.83
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.56	0.09	4.02	4.02	4.02
其他	(7.13)	(0.18)	(8.04)	(8.04)	(8.04)
营业利润	6.79	44.58	429.59	607.83	643.34
营业外收入	5.94	8.08	6.04	6.02	6.71
营业外支出	0.95	1.95	2.21	1.73	1.97
利润总额	11.78	50.71	433.42	612.12	648.09
所得税	(0.30)	6.94	59.28	83.72	88.64
净利润	12.07	43.77	374.14	528.40	559.45
少数股东损益	0.00	0.00	(0.61)	(0.50)	(0.48)
归属于母公司净利润	12.07	43.77	374.75	528.90	559.93
每股收益(元)	0.07	0.24	2.07	2.92	3.09

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-4.80%	117.62%	177.00%	28.47%	5.16%
营业利润	-83.51%	556.92%	863.59%	41.49%	5.84%
归属于母公司净利润	-67.62%	262.52%	756.12%	41.14%	5.87%
获利能力					
毛利率	36.68%	37.02%	69.68%	74.13%	73.19%
净利率	7.98%	13.30%	41.11%	45.16%	45.47%
ROE	1.70%	5.81%	35.70%	35.87%	29.16%
ROIC	0.73%	5.32%	52.57%	31.02%	58.69%
偿债能力					
资产负债率	9.62%	14.14%	47.59%	6.54%	9.63%
净负债率	-3.02%	0.48%	1.98%	7.67%	-21.81%
流动比率	4.24	3.18	1.78	10.09	7.57
速动比率	1.72	1.80	0.46	7.94	2.05
营运能力					
应收账款周转率	5.45	5.60	6.19	6.19	6.19
存货周转率	0.79	1.92	1.46	1.81	1.88
总资产周转率	0.20	0.40	0.63	0.65	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.24	2.07	2.92	3.09
每股经营现金流	0.23	0.27	-3.06	7.77	-1.58
每股净资产	3.93	4.15	5.79	8.13	10.59
估值比率					
市盈率	557.66	153.83	17.97	12.73	12.03
市净率	9.46	8.94	6.41	4.57	3.51
EV/EBITDA	269.62	97.11	15.82	9.59	9.95
EV/EBIT	1,146.99	176.71	16.58	9.97	10.37

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com