

花园生物 (300401)

证券研究报告

2018年02月01日

17年业绩预告低于预期，看好18年VD3提价后的业绩兑现

17年归属上市公司股东净利润1.28-1.40亿元，整体低于市场预期

公司发布2017年度业绩预告，实现归属上市公司股东净利润1.28-1.40亿元，同比增长192.42%-219.83%。2017年公司前三季度实现净利润1.03亿元，去年四季度实现净利润0.25-0.37亿元。VD3在2017年6月涨幅较大，从69元/kg上涨至435元/kg，12月份价格出现短期上行波动，2017年上半年发货正常，下半年由于涨价且渠道库存多，我们预计VD3发货量偏低，整体业绩低于市场预期。2017年全年净利润贡献方面，我们预计高端产品25-羟基维生素D3贡献净利润超过6,000万元，VD3贡献净利润为4,000-5,000万元，胆固醇贡献净利润为2000-3000万元，VD3提价尚未完全体现在业绩中。

短期VD3价格回调不改涨价趋势，看好18年VD3正常发货后的业绩兑现

EDB数据显示，12月份VD3价格从435元/kg冲高至540元/kg，近期受厂家发货及经销商回款等因素影响，市场购销不佳价格回落并稳定在425元/kg。我们认为VD3价格短期回调不会影响18年VD3整体价格水平，VD3行业竞争格局良好，公司作为行业龙头多年深耕VD3领域，具备上下游一体化生产的能力。产量方面，花园生物年产VD3超过3000吨，行业占比超过40%，其他生产厂家主要为DSM、新和成、海盛制药等，且公司是其他企业胆固醇原料的主要供应商。我们认为18年下半年VD3存在继续提价的可能，主因环保趋严或厂家限产导致供给紧张，环保成本偏高的背景下，短期内新进入者可能性较低，供给缺口的形成将带动价格的进一步上涨，有望继续冲高至600-800元/kg。保守估计，按照2018年全年VD3销量2000t，均价500元/kg计算，18年VD3贡献营收有望超过10亿元。

定增募投全活性VD3项目，布局医药制剂领域

公司非公开发行募资4.22亿元，用于“核心预混料项目”、“年产4000吨灭鼠剂项目”和“花园生物中心研发项目”。全活性维生素D3是VD3产业链最高端产品，是抗骨质疏松及钙制剂第二大药品。PDB数据显示，全活性维生素D3在样本医院2016年销售额为5.26亿元，预计整体市场规模超过10亿元，公司纵深发展维生素D3产业链，依托上下游产业优势和持续的研发投入，布局医药补钙制剂领域。

估值与评级

短期看好VD3提价带来的业绩弹性，中长期看好公司的制剂布局。考虑到环保趋严和厂家惜售等因素，我们预计VD3高价格周期仍能维持一年以上。预计公司2017-2019年EPS分别为0.74、3.44和3.62元，给予18年16倍PE，目标价55元，维持“增持”评级。

风险提示：VD3提价幅度或周期不及预期，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	470.71	1,311.10	1,371.56
增长率(%)	(4.80)	117.62	43.03	178.54	4.61
EBITDA(百万元)	18.91	70.74	182.07	756.09	779.69
净利润(百万元)	12.07	43.77	134.92	623.66	655.95
增长率(%)	(67.62)	262.52	208.22	362.25	5.18
EPS(元/股)	0.06	0.23	0.74	3.44	3.62
市盈率(P/E)	728.77	201.03	61.71	13.35	12.69
市净率(P/B)	12.36	11.69	9.68	6.12	4.42
市销率(P/S)	58.19	26.74	17.69	6.35	6.07
EV/EBITDA	269.62	97.11	48.57	10.99	10.16

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	增持(维持评级)
当前价格	45.90元
目标价格	55元

基本数据

A股总股本(百万股)	191.72
流通A股股本(百万股)	170.49
A股总市值(百万元)	8,799.73
流通A股市值(百万元)	7,825.65
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	9.88
一年内最高/最低(元)	51.68/25.90

作者

杨烨辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@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

- 《花园生物-公司点评:季报业绩预告略低于预期，看好VD3提价持续性和业绩弹性》2017-10-16
- 《花园生物-半年报点评:25-羟基VD3贡献主要净利润，受益VD3提价17年业绩弹性大》2017-08-13
- 《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速增长》2017-07-09

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	37.66	104.89	394.82
应收账款	25.70	91.93	60.06	363.29	79.58
预付账款	9.29	9.14	19.06	21.41	17.16
存货	177.42	165.00	831.49	461.55	845.48
其他	13.19	55.02	73.35	60.41	62.93
流动资产合计	297.77	379.39	1,021.63	1,011.55	1,399.97
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	1,564.23	1,606.99	2,017.74
短期借款	0.00	45.00	470.07	95.30	0.00
应付账款	63.94	51.80	119.16	124.57	110.79
其他	6.22	22.52	13.44	21.04	19.71
流动负债合计	70.16	119.32	602.68	240.90	130.49
长期借款	0.00	0.00	95.95	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	101.87	5.94	5.54
负债合计	75.81	124.07	704.55	246.85	136.03
少数股东权益	0.00	0.00	(0.22)	(0.80)	(1.35)
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	678.50	1,179.54	1,701.66
其他	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)
股东权益合计	712.02	753.08	859.68	1,360.15	1,881.71
负债和股东权益总	787.84	877.15	1,564.23	1,606.99	2,017.74

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.07	43.77	134.92	623.66	655.95
折旧摊销	14.46	31.86	21.64	24.53	27.26
财务费用	(2.16)	(1.73)	13.17	14.06	(0.40)
投资损失	(3.56)	(0.09)	(4.02)	(4.02)	(4.02)
营运资金变动	128.77	(67.93)	(609.92)	92.96	(113.59)
其它	(107.06)	43.39	(0.22)	(0.59)	(0.56)
经营活动现金流	42.52	49.27	(444.42)	750.60	564.65
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	566.03	95.30	0.00
股权融资	2.34	5.71	(13.17)	(14.06)	0.40
其他	(11.93)	(16.35)	(73.09)	(688.63)	(229.13)
筹资活动现金流	(9.58)	34.36	479.76	(607.39)	(228.73)
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)	(20.64)	67.23	289.94

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	470.71	1,311.10	1,371.56
营业成本	95.76	207.25	220.52	302.95	330.22
营业税金及附加	0.39	4.03	3.74	9.94	12.70
营业费用	10.74	11.74	6.59	48.44	48.22
管理费用	41.69	57.46	73.63	212.40	222.19
财务费用	(2.34)	(5.71)	13.17	14.06	(0.40)
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	147.25	717.50	752.82
营业外收入	5.94	8.08	11.00	6.02	8.37
营业外支出	0.95	1.95	2.21	1.73	1.97
利润总额	11.78	50.71	156.04	721.79	759.23
所得税	(0.30)	6.94	21.34	98.72	103.84
净利润	12.07	43.77	134.70	623.07	655.39
少数股东损益	0.00	0.00	(0.22)	(0.59)	(0.56)
归属于母公司净利润	12.07	43.77	134.92	623.66	655.95
每股收益(元)	0.06	0.23	0.74	3.44	3.62

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-4.80%	117.62%	43.03%	178.54%	4.61%
营业利润	-83.51%	556.92%	230.29%	387.26%	4.92%
归属于母公司净利润	-67.62%	262.52%	208.22%	362.25%	5.18%
获利能力					
毛利率	36.68%	37.02%	53.15%	76.89%	75.92%
净利率	7.98%	13.30%	28.66%	47.57%	47.83%
ROE	1.70%	5.81%	15.69%	45.83%	34.83%
ROIC	0.73%	5.32%	18.86%	45.90%	48.43%
偿债能力					
资产负债率	9.62%	14.14%	45.04%	15.36%	6.74%
净负债率	-3.02%	0.48%	2.42%	7.42%	2.48%
流动比率	4.24	3.18	1.70	4.20	10.73
速动比率	1.72	1.80	0.32	2.28	4.25
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	0.94	2.03	2.10
总资产周转率	0.20	0.40	0.39	0.83	0.76
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.23	0.74	3.44	3.62
每股经营现金流	0.22	0.26	-2.32	3.92	2.95
每股净资产	3.71	3.93	4.74	7.50	10.38
估值比率					
市盈率	728.77	201.03	61.71	13.35	12.69
市净率	12.36	11.69	9.68	6.12	4.42
EV/EBITDA	269.62	97.11	48.57	10.99	10.16
EV/EBIT	1,146.99	176.71	55.12	11.35	10.53

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