

# 花园生物 (300401)

证券研究报告  
2018年02月04日

## 一季度业绩预告高增长，VD3 发货恢复后业绩初步兑现

2018 年第一季度业绩预告大幅预增，同比增长 610.90%-640.12%

公司 2018 年一季度业绩预告，归属上市公司股东净利润为 1.46 亿元-1.52 亿元，同比增长 610.90%-640.12%。业绩大幅增长的主要原因是维生素 D3 产品售价较去年同期大幅上涨，25-羟基维生素 D3 产品和胆固醇销量增长。其中非经常性损益对净利润影响约为 70-100 万元，对净利润影响不大。

### VD3 发货逐步恢复正常，看好 2018 年 VD3 提价后的业绩兑现

EDB 数据显示，2017 年一季度 VD3 均价仅为 69 元/kg，2017 年 6 月 VD3 价格从 69 元/kg 上涨至 435 元/kg，随后该价格持了近半年。2017 年 12 月以来，VD3 价格出现短期波动上涨随后回落，目前市场价格为 415 元/kg。2017 年下半年，VD3 销售以消耗渠道库存为主，我们预计公司发货量较少。2018 年一季度，公司发货逐步恢复正常，市场价格同比去年增长超过 500%，一季度业绩预增符合我们的预判。我们认为 18 年下半年 VD3 存在继续提价的可能，主因环保持续趋严挤压产能导致供给紧张，同时在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，预计产品价格下半年有望继续冲高。保守估计，按照 2018 年全年 VD3 销量 2000 吨，均价 500 元/kg 计算，18 年 VD3 贡献营收有望超过 10 亿元。

### NF 级胆固醇和 25-羟基维生素 D3 稳步增长，助力 2018 年业绩释放

公司纵深布局 VD3 行业，具备产业链上下游一体化生产能力。NF 级胆固醇是生产 VD3 的原料，公司产能 400 吨除供自用外，还对外销售给 DSM、新和成、海盛制药等主要的 VD3 生产企业。25-羟基维生素 D3 作为 VD3 产业链的高端产品，公司与 DSM 签订了十年的购货协议，自 2017 年起，每年供货量稳定并保持小幅上涨，业绩具备较强的稳定性。已公告数据显示，公司供给 DSM 的产品为 25-羟基维生素 D3 原，1kg 该产品可转化为 56kg 的 25-羟基维生素 D3。我们预计 2018 年公司 25-羟基维生素 D3 原发货量为 4 吨，按照单价 5000 万元/吨计算，预计贡献营收近 2 亿元。

### 上调盈利预测，调高至“买入”评级

公司已定增募集 4.22 亿元，布局中长期的环保灭鼠剂和全活性 VD3 产品。短期看好 VD3 提价和 25-羟基维生素 D3 达产带来的业绩弹性，中长期看好公司的制剂布局。考虑到 2018 年一季度业绩初步兑现，VD3 提价的业绩弹性逐步释放，同时 NF 级胆固醇和 25-羟基维生素 D3 业绩稳步增长，我们上调公司盈利预测，将公司 2017-2019 年 EPS 由 0.74 元、3.44 元和 3.62 元调整为 0.74 元、4.37 元和 4.57 元。预计环保高压持续存在，行业龙头的景气度较高，考虑到原料药板块的周期性属性，给予 18 年 15 倍 PE，目标价 65.55 元，调高至“买入”评级。

**风险提示：**公司业绩不及预期，VD3 提价持续性不及预期

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	1,335.37	1,404.76
增长率(%)	(4.80)	117.62	43.03	183.69	5.20
EBITDA(百万元)	18.91	70.74	174.70	941.72	978.84
净利润(百万元)	12.07	43.77	134.92	793.54	829.07
增长率(%)	(67.62)	262.52	208.23	488.15	4.48
EPS(元/股)	0.06	0.23	0.74	4.37	4.57
市盈率(P/E)	736.08	203.05	62.33	10.60	10.14
市净率(P/B)	12.48	11.80	9.78	5.62	3.90
市销率(P/S)	58.77	27.01	17.87	6.30	5.99
EV/EBITDA	269.62	97.11	47.12	8.45	7.19

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	46.36 元
目标价格	65.55 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)	8,887.92
流通 A 股市值(百万元)	7,904.08
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:纵深布局 VD3 产业链，看好 18 年 VD3 提价后的业绩兑现》 2018-02-01
- 《花园生物-公司点评:三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



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	72.17	58.30	210.01	485.05	1,404.66	营业收入	151.22	329.09	470.71	1,335.37	1,404.76
应收账款	25.70	91.93	60.06	371.13	82.47	营业成本	95.76	207.25	231.19	257.90	284.36
预付账款	9.29	9.14	20.43	14.03	19.19	营业税金及附加	0.39	4.03	4.42	12.53	13.18
存货	177.42	165.00	194.63	206.54	235.79	营业费用	10.74	11.74	9.18	20.03	21.07
其他	13.19	55.02	73.35	60.43	62.93	管理费用	41.69	57.46	65.90	119.52	125.73
<b>流动资产合计</b>	<b>297.77</b>	<b>379.39</b>	<b>558.49</b>	<b>1,137.18</b>	<b>1,805.04</b>	财务费用	(2.34)	(5.71)	0.65	(1.50)	(7.55)
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	1.77	9.83	9.83	9.83	9.83
固定资产	355.01	382.64	386.64	396.00	415.37	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	65.81	45.56	33.34	44.00	62.40	投资净收益	3.56	0.09	3.86	4.02	4.02
无形资产	56.78	62.21	60.46	58.71	56.97	其他	(7.13)	(0.18)	(7.72)	(8.04)	(8.04)
其他	12.46	7.35	13.16	10.12	9.47	<b>营业利润</b>	<b>6.79</b>	<b>44.58</b>	<b>153.40</b>	<b>921.10</b>	<b>962.17</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>490.06</b>	<b>497.75</b>	<b>493.60</b>	<b>508.84</b>	<b>544.21</b>	营业外收入	5.94	8.08	6.04	6.02	6.71
<b>资产总计</b>	<b>787.84</b>	<b>877.15</b>	<b>1,052.09</b>	<b>1,646.02</b>	<b>2,349.24</b>	营业外支出	0.95	1.95	2.21	1.73	1.97
短期借款	0.00	45.00	45.00	45.00	45.00	<b>利润总额</b>	<b>11.78</b>	<b>50.71</b>	<b>157.23</b>	<b>925.39</b>	<b>966.92</b>
应付账款	63.94	51.80	127.44	80.04	122.63	所得税	(0.30)	6.94	22.53	132.61	138.56
其他	6.22	22.52	14.05	18.57	20.40	<b>净利润</b>	<b>12.07</b>	<b>43.77</b>	<b>134.70</b>	<b>792.78</b>	<b>828.36</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>70.16</b>	<b>119.32</b>	<b>186.49</b>	<b>143.61</b>	<b>188.02</b>	少数股东损益	0.00	0.00	(0.22)	(0.75)	(0.71)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>12.07</b>	<b>43.77</b>	<b>134.92</b>	<b>793.54</b>	<b>829.07</b>
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.06	0.23	0.74	4.37	4.57
其他	5.65	4.75	5.91	5.94	5.54						
<b>非流动负债合计</b>	<b>5.65</b>	<b>4.75</b>	<b>5.91</b>	<b>5.94</b>	<b>5.54</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>75.81</b>	<b>124.07</b>	<b>192.40</b>	<b>149.55</b>	<b>193.56</b>		2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	(0.22)	(0.95)	(1.66)	成长能力					
股本	181.40	181.40	181.40	181.40	181.40	营业收入	-4.80%	117.62%	43.03%	183.69%	5.20%
资本公积	50.58	50.58	50.58	50.58	50.58	营业利润	-83.51%	556.92%	244.09%	500.44%	4.46%
留存收益	530.62	571.68	678.50	1,316.02	1,975.94	归属于母公司净利润	-67.62%	262.52%	208.23%	488.15%	4.48%
其他	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)	(50.58)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>712.02</b>	<b>753.08</b>	<b>859.68</b>	<b>1,496.47</b>	<b>2,155.68</b>	毛利率	36.68%	37.02%	50.88%	80.69%	79.76%
<b>负债和股东权益总</b>	<b>787.84</b>	<b>877.15</b>	<b>1,052.09</b>	<b>1,646.02</b>	<b>2,349.24</b>	净利率	7.98%	13.30%	28.66%	59.42%	59.02%
						ROE	1.70%	5.81%	15.69%	52.99%	38.43%
						ROIC	0.73%	5.32%	17.98%	115.43%	78.12%
						偿债能力					
						资产负债率	9.62%	14.14%	18.29%	9.09%	8.24%
						净负债率	-3.02%	0.48%	2.42%	-4.18%	-17.65%
						流动比率	4.24	3.18	2.99	7.92	9.60
						速动比率	1.72	1.80	1.95	6.48	8.35
						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	2.62	6.66	6.35
						总资产周转率	0.20	0.40	0.49	0.99	0.70
						每股指标(元)					
						每股收益	0.06	0.23	0.74	4.37	4.57
						每股经营现金流	0.22	0.26	0.97	2.43	5.93
						每股净资产	3.71	3.93	4.74	8.25	11.89
						估值比率					
						市盈率	736.08	203.05	62.33	10.60	10.14
						市净率	12.48	11.80	9.78	5.62	3.90
						EV/EBITDA	269.62	97.11	47.12	8.45	7.19
						EV/EBIT	1,146.99	176.71	53.44	8.66	7.37

  

现金流量表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.07	43.77	134.92	793.54	829.07
折旧摊销	14.46	31.86	20.64	22.13	24.22
财务费用	(2.16)	(1.73)	0.65	(1.50)	(7.55)
投资损失	(3.56)	(0.09)	(3.86)	(4.02)	(4.02)
营运资金变动	128.77	(67.93)	34.46	(343.88)	296.17
其它	(107.06)	43.39	(0.22)	(0.75)	(0.71)
<b>经营活动现金流</b>	<b>42.52</b>	<b>49.27</b>	<b>186.60</b>	<b>465.51</b>	<b>1,137.18</b>
资本支出	178.39	44.07	8.84	39.97	60.41
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(207.19)	(151.27)	(14.98)	(75.95)	(116.39)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(28.79)</b>	<b>(107.20)</b>	<b>(6.14)</b>	<b>(35.98)</b>	<b>(55.98)</b>
债权融资	0.00	45.00	45.00	45.00	45.00
股权融资	2.34	5.71	(0.65)	1.50	7.55
其他	(11.93)	(16.35)	(73.10)	(201.00)	(214.14)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(9.58)</b>	<b>34.36</b>	<b>(28.75)</b>	<b>(154.49)</b>	<b>(161.59)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4.14</b>	<b>(23.57)</b>	<b>151.71</b>	<b>275.04</b>	<b>919.61</b>

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 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