

# 花园生物 (300401)

证券研究报告

2018年06月18日

## VD3 价格底部反弹，新一轮涨价周期开启

### VD3 价格底部反弹，价格有望继续上涨

Wind 数据显示，VD3 在 6 月 15 日的市场报价为 400 元/kg，6 月 14 日价格为 335 元/kg，价格已从 5 月底的 280 元/kg 企稳反弹。一季度 VD3 价格有所下滑主因：1. 春节前厂家发货意愿增强；2. 经销商年底回款，出货意愿增加。短期价格压制因素已经消除，目前公司已停止报价，我们认为 VD3 存在继续提价的机会，有望继续冲高至 500-600 元/kg，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，供给缺口的形成有望将带动价格的进一步上涨。

### 提价周期持续半年以上，业绩弹性大

VD3 提价的基础在于环保趋严导致新厂家进入的壁垒较高，VD3 行业竞争格局良好。目前花园生物年产 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 NF 级胆固醇原料的主要供应商。我们认为本轮提价周期有望维持半年以上，高价位趋势有望延续到 2018 年年底。公司目前 VD3 产能超过 3000t，按照高价位下 2000t 发货量计算，价格每上涨 100 元/kg，按照 17% 增值税税率计算，扣除增值税后新增净利润 1.71 亿元，EPS 增厚 0.36 元，业绩弹性大。

### 加大研发投入，布局医药制剂领域

2018 年公司以子公司搬迁为契机，开展金西科技园建设，其中包括三大板块：1. 维生素板块；2. 药物板块，重点研发全活性 VD3 等药物；3. 研发板块；预计第一期项目于 2019 年年底建成投产。2017 年年报显示，公司拥有研发人员 78 人，研发投入 2210 万元，同比增长 5.26%。公司依托产业链优势已开发出 VD3 的高端产品：25-羟基维生素 D3，2016 年公告与 DSM 签订十年购货协议。未来公司重点研发全活性 VD3 等药物，抗骨质疏松及钙制剂第二大药品，预计市场规模超过 10 亿元。

### 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。我们认为当前环保监管严格，在竞争格局稳定的情况下价格有望维持高位。考虑到 VD3 价格继续上涨可能性，我们假设 2018 年下半年均价为 500 元/kg，原假设均价为 400 元/kg，我们上调 2018 年净利润预测至 9.37 亿元。2017 年 5 月公司以资本公积金向全体股东每 10 股转增 15 股，我们将 2018-2020 年 EPS 由 4.14、4.32 和 4.38 元调整为 1.96、1.73 和 1.75 元。考虑到 VD3 价格周期属性，我们给与公司 2018 年 14 倍 PE，目标价 27.44 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**1. VD3 提价幅度及提价周期不及预期；2. 提价后 VD3 发货量不及预期，导致业绩低于预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	329.09	419.87	1,533.05	1,430.24	1,461.52
增长率(%)	117.62	27.58	265.13	(6.71)	2.19
EBITDA(百万元)	70.74	187.30	1,105.13	974.23	992.87
净利润(百万元)	43.77	130.40	937.29	829.51	839.35
增长率(%)	262.52	197.91	618.76	(11.50)	1.19
EPS(元/股)	0.09	0.27	1.96	1.73	1.75
市盈率(P/E)	263.77	88.54	12.32	13.92	13.76
市净率(P/B)	15.33	9.01	5.00	3.88	3.17
市销率(P/S)	35.08	27.50	7.53	8.07	7.90
EV/EBITDA	97.11	42.89	9.38	9.61	9.22

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	22.04 元
目标价格	27.44 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	479.29
流通 A 股股本(百万股)	429.95
A 股总市值(百万元)	10,563.51
流通 A 股市值(百万元)	9,476.03
每股净资产(元)	7.32
资产负债率(%)	9.41
一年内最高/最低(元)	54.77/19.64

### 作者

杨焯辉	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

- 《花园生物-季报点评:一季度净利润同比高增长，VD3 价格有望维持高位》2018-04-16
- 《花园生物-年报点评报告:VD3 产业链一体化优势明显，布局医药制剂领域研发》2018-04-04
- 《花园生物-公司点评:一季度业绩预告高增长，VD3 发货恢复后业绩初步兑现》2018-02-04

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	58.30	440.68	1,209.20	2,217.81	2,422.23
应收账款	91.93	64.93	497.19	27.23	508.66
预付账款	9.14	13.42	23.93	20.66	24.11
存货	165.00	202.99	251.33	267.83	271.28
其他	55.02	146.98	74.44	60.46	93.59
<b>流动资产合计</b>	<b>379.39</b>	<b>869.00</b>	<b>2,056.08</b>	<b>2,593.98</b>	<b>3,319.86</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	382.64	397.63	393.26	397.41	413.47
在建工程	45.56	22.04	19.23	35.54	57.32
无形资产	62.21	92.49	89.72	86.96	84.19
其他	7.35	13.67	16.22	11.96	10.98
<b>非流动资产合计</b>	<b>497.75</b>	<b>525.84</b>	<b>518.43</b>	<b>531.86</b>	<b>565.96</b>
<b>资产总计</b>	<b>877.15</b>	<b>1,394.83</b>	<b>2,574.51</b>	<b>3,125.84</b>	<b>3,885.82</b>
短期借款	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
应付账款	51.80	38.22	188.21	80.29	160.30
其他	22.52	26.16	26.11	19.69	32.42
<b>流动负债合计</b>	<b>119.32</b>	<b>109.38</b>	<b>259.32</b>	<b>144.98</b>	<b>237.72</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	4.75	4.34	5.91	5.94	5.40
<b>非流动负债合计</b>	<b>4.75</b>	<b>4.34</b>	<b>5.91</b>	<b>5.94</b>	<b>5.40</b>
<b>负债合计</b>	<b>124.07</b>	<b>113.72</b>	<b>265.24</b>	<b>150.92</b>	<b>243.12</b>
少数股东权益	0.00	0.00	(1.50)	(2.27)	(2.99)
股本	181.40	191.72	479.29	479.29	479.29
资本公积	50.58	446.97	446.97	446.97	446.97
留存收益	571.68	1,089.40	1,831.49	2,497.91	3,166.40
其他	(50.58)	(446.97)	(446.97)	(446.97)	(446.97)
<b>股东权益合计</b>	<b>753.08</b>	<b>1,281.12</b>	<b>2,309.27</b>	<b>2,974.93</b>	<b>3,642.70</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>877.15</b>	<b>1,394.83</b>	<b>2,574.51</b>	<b>3,125.84</b>	<b>3,885.82</b>

  

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	43.77	130.40	937.29	829.51	839.35
折旧摊销	31.86	34.31	22.67	23.94	25.90
财务费用	(1.73)	4.40	0.91	(0.24)	(1.02)
投资损失	(0.09)	(2.42)	(3.86)	(4.02)	(4.02)
营运资金变动	(67.93)	(107.31)	(272.31)	359.02	(429.26)
其它	43.39	87.36	(1.53)	(0.79)	(0.72)
<b>经营活动现金流</b>	<b>49.27</b>	<b>146.74</b>	<b>683.18</b>	<b>1,207.42</b>	<b>430.23</b>
资本支出	44.07	61.59	8.42	39.97	60.54
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(151.27)	(220.18)	(14.56)	(75.95)	(116.53)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(107.20)</b>	<b>(158.59)</b>	<b>(6.14)</b>	<b>(35.98)</b>	<b>(55.98)</b>
债权融资	45.00	45.00	45.00	45.00	45.00
股权融资	5.71	398.80	286.66	0.24	1.02
其他	(16.35)	(40.18)	(240.18)	(208.07)	(215.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>34.36</b>	<b>403.61</b>	<b>91.48</b>	<b>(162.83)</b>	<b>(169.83)</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>(23.57)</b>	<b>391.76</b>	<b>768.52</b>	<b>1,008.61</b>	<b>204.42</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>329.09</b>	<b>419.87</b>	<b>1,533.05</b>	<b>1,430.24</b>	<b>1,461.52</b>
营业成本	207.25	179.00	292.06	333.75	346.57
营业税金及附加	4.03	6.19	14.38	13.42	13.71
营业费用	11.74	12.93	23.00	21.45	21.92
管理费用	57.46	68.82	122.64	112.99	114.00
财务费用	(5.71)	7.91	0.91	(0.24)	(1.02)
资产减值损失	9.83	2.37	2.37	2.37	2.37
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.09	2.42	3.86	4.02	4.02
其他	(0.18)	(10.30)	(7.72)	(8.04)	(8.04)
<b>营业利润</b>	<b>44.58</b>	<b>150.53</b>	<b>1,081.55</b>	<b>950.53</b>	<b>967.99</b>
营业外收入	8.08	1.00	7.68	13.87	7.52
营业外支出	1.95	0.04	2.21	1.73	1.33
<b>利润总额</b>	<b>50.71</b>	<b>151.48</b>	<b>1,087.02</b>	<b>962.67</b>	<b>974.18</b>
所得税	6.94	21.08	151.25	133.95	135.55
<b>净利润</b>	<b>43.77</b>	<b>130.40</b>	<b>935.76</b>	<b>828.72</b>	<b>838.63</b>
少数股东损益	0.00	0.00	(1.53)	(0.79)	(0.72)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>43.77</b>	<b>130.40</b>	<b>937.29</b>	<b>829.51</b>	<b>839.35</b>
每股收益(元)	0.09	0.27	1.96	1.73	1.75

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	117.62%	27.58%	265.13%	-6.71%	2.19%
营业利润	556.92%	237.64%	618.50%	-12.11%	1.84%
归属于母公司净利润	262.52%	197.91%	618.76%	-11.50%	1.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	37.02%	57.37%	80.95%	76.67%	76.29%
净利率	13.30%	31.06%	61.14%	58.00%	57.43%
ROE	5.81%	10.18%	40.56%	27.86%	23.02%
ROIC	5.32%	18.58%	106.06%	72.21%	105.02%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	14.14%	8.15%	10.30%	4.83%	6.26%
净负债率	0.48%	1.62%	-16.11%	-33.24%	-57.98%
流动比率	3.18	7.94	7.93	17.89	13.97
速动比率	1.80	6.09	6.96	16.04	12.82
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.60	5.35	5.45	5.45	5.45
存货周转率	1.92	2.28	6.75	5.51	5.42
总资产周转率	0.40	0.37	0.77	0.50	0.42
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.09	0.27	1.96	1.73	1.75
每股经营现金流	0.10	0.31	1.43	2.52	0.90
每股净资产	1.57	2.67	4.82	6.21	7.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	263.77	88.54	12.32	13.92	13.76
市净率	15.33	9.01	5.00	3.88	3.17
EV/EBITDA	97.11	42.89	9.38	9.61	9.22
EV/EBIT	176.71	52.51	9.58	9.85	9.47

### 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 37 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com