



自周期提价逻辑不变 公司3季度业绩超预期

——花园生物（300401）事件点评

2018年08月22日

推荐/首次

花园生物

事件点评

孟维肖

分析师

执业证书编号：S1480518070002

Mengweixiao520@sina.com

010-66554040

事件：

花园生物(300401)8月20日晚间公告，预计2018年前三季度实现净利润2.23亿元-2.53亿元，同比增长116.33%-145.41%。其中，预计第三季度盈利7000万元至1亿元，同比增长150.33%-257.62%。业绩变动的主要原因在于，本期维生素D3产品售价较上年同期大幅上涨，胆固醇销量较上年同期增长。

公司分季度财务指标

| 指标 | 2016Q4 | 2017Q1 | 2017Q2 | 2017Q3 | 2017Q4 | 2018Q1 | 2018Q2 |
|------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 106.05 | 86.69 | 146.29 | 77.19 | 109.7 | 235.5 | 85.31 |
| 增长率（%） | 115.24% | 41.70% | 49.34% | 20.77% | 3.44% | 171.66% | -41.69% |
| 毛利率（%） | 40.69% | 44.80% | 55.33% | 67.21% | 63.09% | 68.54% | 55.18% |
| 期间费用率（%） | 14.77% | 18.68% | 11.73% | 28.99% | 30.94% | 7.42% | 20.43% |
| 营业利润率（%） | 17.86% | 26.60% | 43.92% | 41.92% | 28.13% | 59.90% | 41.51% |
| 净利润（百万元） | 17.15 | 20.54 | 54.65 | 27.96 | 27.25 | 121.90 | 31.25 |
| 增长率（%） | 505.81% | 387.08% | 374.69% | 156.64% | 58.92% | 493.55% | -42.83% |
| 每股盈利（季度，元） | 0.09 | 0.11 | 0.30 | 0.15 | 0.14 | 0.64 | 0.07 |
| 资产负债率（%） | 14.14% | 12.13% | 11.81% | 9.88% | 8.15% | 9.41% | 5.97% |
| 净资产收益率（%） | 2.28% | 2.69% | 6.67% | 3.30% | 2.13% | 8.69% | 2.22% |
| 总资产收益率（%） | 1.95% | 2.36% | 5.88% | 2.97% | 1.95% | 7.87% | 2.09% |

观点：

- 公司目前拥有产能公司已形成年产NF级胆固醇200吨、饲料级25羟基维生素粉100吨、饲料级维生素D3油剂4000吨、饲料级维生素D3粉剂2000吨、食品级维生素D3粉480吨、食品医药级维生素D3结晶4000万1.U/g为10吨的产能规模。公司饲料级D3占全球产能的35%。产品主要为外销，其中25羟基维生素粉100吨为专供帝斯曼，NF级胆固醇产品与帝斯曼签订了10年的战略合作协议小部分国内消化，公司可以通过控制胆固醇价格来锁定竞争对手公司的单位维生素D3成本。公司主营业务收入中国外与国内比为约为3:1随着25羟基D3的产量释放这一比例在未来有可能升高。帝斯曼和国内竞争对手作为下游彰显了公司行业地位。
- 公司饲料级维生素D3作为饲料添加剂多维中不可或缺的一环（影响动物的骨骼发育）产品占单吨饲料成本比重极小，添加量为7.5克每吨，这导致饲料对维生素价格非常不敏感，同时公司有较高的成本壁垒，在维生素D3价格单吨60元以上时均可保持盈利，自周期表现为，行业本身具备一定的市场壁垒

且整体容量较小，新入竞争者在 D3 价格高企时进入，然后行业出现价格战，以花园为首的寡头垄断企业通过价格战使对手出局进入新一轮提价周期。

- 公司主要产品饲料级维生素 D3 在 2 季度末价格有所回落由 600 元至 280 元，3 季度受环保因素价格有所回暖，截至 8 月 20 日均价维持在 450 元左右。公司在今年享受到了超高的毛利率。同时受人民币贬值影响对比印度相同产品，在国际市场中更具竞争力。
- 公司自切入上游胆固醇以来对于产业链控制更加的得心应手，25 羟基维生素 D3 在国内的推广还需时日，但销售给帝斯曼仍有每年 10% 增长缺口，行业的主要逻辑在于竞争对手的产能突然收缩，目前公司的主要竞争对手帝斯曼、新和成将逐渐进入设备的更新换代期，公司有望在未来某一时点继续享受超高毛利。

结论：

从短期看我们推荐的主要逻辑源于公司三季度业绩的超预期成长，通过 D3 价格我们可以看到公司的业绩具有较大的确定性。从中长期看我们预计公司未来的市场空间发展可能有限，但行业自周期的循环提价逻辑将反复出现，公司目前产品端的更新和自周期波动都有望使公司重回一个高增长通道。我们预测公司 2018-20 年的营业收入分别为 8.5 亿、8.6 亿和 8.7 亿。净利润为 3.08 亿、3.64 亿和 4.1 亿元，EPS（每股收益）为 0.63、0.74 和 0.82 元。考虑到我们认为随着公司医药级维生素和食品级维生素的持续推广，以及公司在胆固醇的定价能力的逐渐加强，在维生素 D3 这一寡头垄断领域公司具有极大的竞争优势。予以“推荐”评级。

风险提示：公司生产出现巨大变化，环保因素导致的停产。

公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | 单位:百万元 | | |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|---------|--------|---------|--------|--------|--|--|
| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 流动资产合计 | 379 | 869 | 2627 | 3106 | 3649 | 营业收入 | 329 | 420 | 850 | 860 | 870 | | |
| 货币资金 | 58 | 441 | 1824 | 2351 | 2933 | 营业成本 | 207 | 179 | 340 | 282 | 235 | | |
| 应收账款 | 90 | 65 | 181 | 158 | 172 | 营业税金及附加 | 4 | 6 | 11 | 12 | 12 | | |
| 其他应收款 | 2 | 0 | 1 | 1 | 1 | 营业费用 | 12 | 13 | 26 | 26 | 27 | | |
| 预付款项 | 9 | 13 | 17 | 22 | 26 | 管理费用 | 57 | 69 | 128 | 129 | 131 | | |
| 存货 | 165 | 203 | 328 | 296 | 237 | 财务费用 | -6 | 8 | 1 | 1 | 1 | | |
| 其他流动资产 | 55 | 147 | 276 | 279 | 281 | 资产减值损失 | 9.83 | 2.37 | 2.00 | 4.00 | 5.00 | | |
| 非流动资产合计 | 498 | 526 | 590 | 646 | 697 | 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0.09 | 2.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | |
| 固定资产 | 382.64 | 397.63 | 498.35 | 585.56 | 599.17 | 营业利润 | 45 | 151 | 343 | 407 | 459 | | |
| 无形资产 | 62 | 92 | 113 | 132 | 149 | 营业外收入 | 8.08 | 1.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | | |
| 其他非流动资产 | 3 | 3 | 4 | 3 | 3 | 营业外支出 | 1.95 | 0.04 | 0.98 | 0.99 | 0.67 | | |
| 资产总计 | 877 | 1395 | 3217 | 3752 | 4346 | 利润总额 | 51 | 151 | 352 | 416 | 469 | | |
| 流动负债合计 | 119 | 109 | 283 | 282 | 297 | 所得税 | 7 | 21 | 44 | 52 | 59 | | |
| 短期借款 | 45 | 45 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 44 | 130 | 308 | 364 | 410 | | |
| 应付账款 | 50 | 34 | 73 | 57 | 49 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 6 | 10 | 15 | | |
| 预收款项 | 4 | 8 | 15 | 22 | 29 | 归属母公司净利润 | 44 | 130 | 302 | 354 | 395 | | |
| 一年内到期的非流 | 0 | 0 | 130 | 130 | 130 | EBITDA | 131 | 283 | 402 | 482 | 540 | | |
| 非流动负债合计 | 5 | 4 | 204 | 404 | 604 | BPS (元) | 0.24 | 0.72 | 0.63 | 0.74 | 0.82 | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 200 | 400 | 600 | 主要财务比率 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | | | |
| 负债合计 | 124 | 114 | 488 | 686 | 902 | 成长能力 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 6 | 16 | 31 | 营业收入增长 | 117.62% | 27.58% | 102.44% | 1.18% | 1.16% | | |
| 实收资本(或股本) | 181 | 192 | 479 | 479 | 479 | 营业利润增长 | 556.92% | 237.64 | 127.55% | 18.81% | 12.90% | | |
| 资本公积 | 51 | 447 | 1325 | 1325 | 1325 | 归属于母公司净利润 | 131.29% | 17.50% | 131.29% | 17.50% | 11.38% | | |
| 未分配利润 | 476 | 586 | 773 | 993 | 1238 | 获利能力 | | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 753 | 1281 | 2724 | 3050 | 3413 | 毛利率(%) | 37.02% | 57.37% | 60.00% | 67.25% | 73.00% | | |
| 负债和所有者权 | 877 | 1395 | 3217 | 3752 | 4346 | 净利率(%) | 13.30% | 31.06% | 36.19% | 42.37% | 47.09% | | |
| 现金流量表 | | | | | | 8324 | 4.99% | 9.35% | 9.37% | 9.44% | | | |
| | 2010A | 2011A | 2012E | 2013E | 2014E | ROE(%) | 5.81% | 10.18% | 11.07% | 11.62% | 11.56% | | |
| 经营活动现金流 | 49 | 147 | 84 | 490 | 550 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 净利润 | 44 | 130 | 308 | 364 | 410 | 资产负债率(%) | 14% | 8% | 15% | 18% | 21% | | |
| 折旧摊销 | 92.40 | 124.49 | 0.00 | 62.79 | 66.39 | 流动比率 | | | | 11.03 | 12.27 | | |
| 财务费用 | -6 | 8 | 1 | 1 | 1 | 速动比率 | | | | 9.98 | 11.47 | | |
| 应付帐款的变化 | 0 | 0 | -116 | 23 | -15 | 营运能力 | | | | | | | |
| 预收帐款的变化 | 0 | 0 | 7 | 7 | 7 | 总资产周转率 | 0.40 | 0.37 | 0.37 | 0.25 | 0.21 | | |
| 投资活动现金流 | -107 | -159 | -125 | -134 | -135 | 应收账款周转率 | 6 | 5 | 7 | 5 | 5 | | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.02 | 9.96 | 15.90 | 13.30 | 16.50 | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | |
| 投资收益 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.24 | 0.72 | 0.63 | 0.74 | 0.82 | | |
| 筹资活动现金流 | 34 | 404 | 1425 | 171 | 167 | 每股净现金流(最新 | -0.13 | 2.04 | 2.89 | 1.10 | 1.21 | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊 | 4.15 | 6.68 | 5.68 | 6.36 | 7.12 | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 200 | 200 | 200 | 估值比率 | | | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 10 | 288 | 0 | 0 | P/E | 68.50 | 22.83 | 26.13 | 22.23 | 19.96 | | |
| 资本公积增加 | 0 | 396 | 878 | 0 | 0 | P/B | 3.96 | 2.46 | 2.89 | 2.58 | 2.31 | | |
| 现金净增加额 | -24 | 392 | 1383 | 527 | 582 | EV/EBITDA | 22.62 | 9.74 | 15.88 | 12.57 | 10.51 | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。