

中航证券金融研究所

分析师：石玉华

证券执业证书号：S0640515050001

研究助理：孟维肖

证券执业证书号：S0640116010022

电话：010-64818350

花园生物（300401）业绩预告点评： 维生素 D3 价格上涨，产业布局优势显现

行业分类：农林牧渔

2016 年 7 月 20 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	——
当前股价（16.7.20）	27.64

基础数据

创业板指数	2268.54
总股本（亿）	1.81
流通 A 股（亿）	0.85
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	50.14
每股净资产（元）	3.93
ROE（2015）	1.70%
资产负债率（2015）	9.62%
动态市盈率	34.7
市净率	7.03

近一年公司指数与创业板指走势对比



资料来源：wind、中航证券金融研究所

2016 年半年业绩预告：

- 花园生物公布2016年半年业绩预告，公司实现净利润1,450万元—1,650万元，同比增长33.59%—50.02%。
- 公司收入大幅增长，产品价格上升有助提高公司毛利。花园生物作为全球最大的维生素D3生产商，2016年1-3月其（扣除内部使用量）出产饲料级维生素D3油剂、粉、食品医药级维生素D3分别为81.26吨、565.37吨、42.58吨。产能利用率分别为92.62%、113.31%、37.60%。公司考虑到G20峰会暂停生产以及公司例行技改的影响，提前布局产能，导致一季度企业内部产能使用率显著高于公司正常水平。受益于二季度维生素的大幅涨价，公司毛利率有所回升，随着公司产品量价持续上扬2016年净利润有望高速增长。
- NF级胆固醇的自产恢复将有效降低公司生产成本。公司目前已打开了维生素D3的上游，随着NF级胆固醇的恢复生产，公司产品成本将得到下降，同时NF级胆固醇将成为公司控制维生素D3价格的重要筹码，由于2014年底公司自用胆固醇的停产导致其在总成本比例占比由50%上升到70%，随着200吨NF级胆固醇的产能释放成本下降，公司毛利将持续上升，同时上游原料的成本控制将提升公司维生素D3中的定价地位。
- 公司新产品环保维生素灭鼠剂试销，25羟基维生素认证可期。公司维生素D3杀鼠剂“优迪王”目前已进入试产试销阶段，其产品具有安全、环保、无二次中毒的特点并已被美国FDA认定为绿色灭鼠剂。随着鼠类耐药性的出现及环保要求的提高（由杀鼠剂导致的大量二次中毒），抗凝血型杀鼠剂将逐渐被取代。公司25羟基维生素依然在认证阶段其附加值较高，未来有望成为公司利润的新增长点。
- 风险因素：核心技术的流失；业务领域较为集中。
- 我们预计随着公司胆固醇的复产维生素产品成本有望降低公司毛利率和产量都将稳步回升，随着公司产业链的不断延伸，公司在维生素 D3 细分领域中的定价权将进一步提升，给予买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传 真：0755-83688539

公司是全球最大的维生素D3生产供应商，公司的主要的产品主要分为饲料、食品、医药三个等级。公司一般按照客户的不同需求进行生产销售，在纯度和规格上不同。我们在生产销售中均以50万I.U./g进行折算。

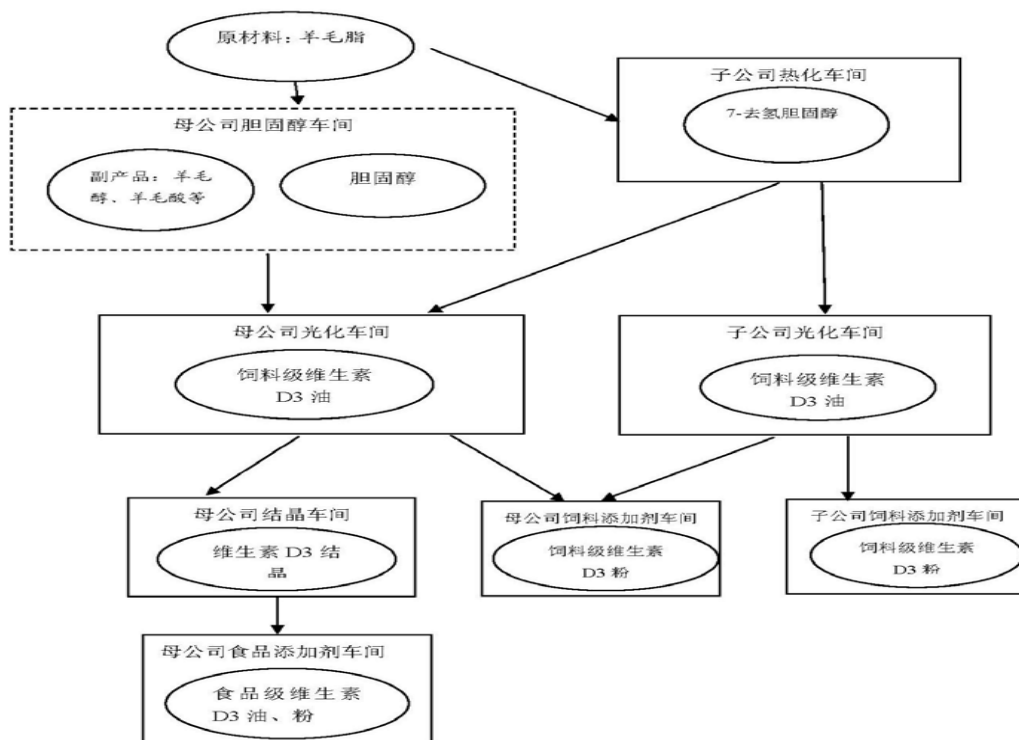
图表 1 公司主要产品及用途

产品种类	产品名称	主要用途
饲料级维生素D3	饲料级维生素D3 粉（50 万 I.U./g） 饲料级维生素D3 油（100 万 I.U./g-4000 万 I.U./g）	生产饲料添加剂
食品医药级维生素D3	食品级维生素D3 微粒（10万 I.U./g -100万 I.U./g） 食品级维生素D3 油（100万 I.U./g、200万 I.U./g、400万 I.U./g） 维生素D3 结晶（4000 万 I.U./g）	生产食品添加剂、维生素D3 药品
中间产品	NF 级胆固醇	生产7-去氢胆固醇，也可作医药及液晶面板的原料
	羊毛脂衍生品：化妆品级羊毛醇、羊毛酸、羊毛脂、羊毛甾醇、羊毛酸异丙酯等	用于生产化妆品原料
	7-去氢胆固醇	于生产饲料级维生素D3油、化妆品原料
	腺、氧化物	生产饲料级维生素D3 油

资料来源：债券募集说明书，中航证券金融研究所

维生素 D3 又称胆钙化醇、胆骨化醇，英文名为 Cholecalciferol，化学分子式为 C₂₇H₄₄O，系白色针状结晶，是人体内最重要的维生素之一，属脂溶性维生素，其主要作用可以提高肌体对钙、磷的吸收，使血浆钙和血浆磷的水平达到饱和程度，促进生长和骨骼钙化，促进牙齿健全等。

图表 2 公司产品流程图



资料来源：债券募集说明书，中航证券金融研究所

目前公司主要业务是经营维生素D3的上下游的生产销售，从生产流程中我们可以看到公司的饲料级维

生素D3油为中间产品主要用来生产粉剂，其上游主要为NF级胆固醇。公司胆固醇因为扩产于2014年下半年停产，公司主要胆固醇依赖外在进口。随着公司项目200吨NF级胆固醇的产能于2015年底开始释放我们将看到公司成本的下降，其成本将有望回归之前水平。1-3月公司还需消耗剩余的NF级胆固醇库存，随着外采NF级胆固醇的使用完毕，公司成本将显著下降，盈利有所提升。但我们更为看重的是公司在完成NF级胆固醇扩产后对下游维生素D3的价格控制能力，随着其产业链完整度的逐步提高，规模化和一体化优势正在逐步显现。

图表 3 饲料级维生素 D3 油剂生产成本核算

项目	各项目占总成本			
	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
NF级胆固醇	49.95%	51.45%	69.41%	66.64%
化工辅助材料	24.24%	23.51%	10.93%	13.31%
水电汽制造费	11.42%	11.01%	8.28%	8.91%
制造费	14.39%	14.03%	11.38%	11.14%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：债券募集说明书，中航证券金融研究所

公司的主要收入来自于饲料级维生素 D3 粉，目前公司开工状况良好，产能利用率较高。考虑到公司例行的技改检修以及 9 月份 G20 的召开，公司工厂将停产，维生素价格可能会出现较大幅度波动。

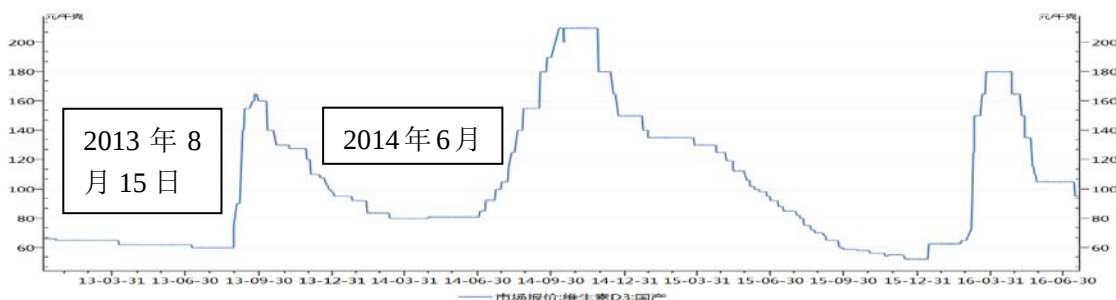
图表 4 饲料级维生素 D3 粉产能分析

指标	2013年	2014年	2015年	2016年1-3月
产能（吨）	2000	2000	2000	500
总产量（吨）	1,896.79	1,084.80	1,333.95	566.56
产能利用率	94.84%	54.24%	66.70%	113.31%
销量（吨）	1,811.07	1,096.16	1,378.87	584.63

资料来源：债券募集说明书，中航证券金融研究所

就维生素 D3 的子行业分析，维生素 D3 的价格处于寡头垄断市场，由于行业有一定的行业壁垒和退出成本，大型企业拥有维生素的定价权和成本优势。2013 年 8 月 15 日异常高温导致浙江省开始限电，公司被迫进行了停产进行夏季技改，预计 9 月下旬恢复生产。2014 年 6 月底，公司宣布实施胆固醇扩产项目，停止胆固醇生产至 2015 年底。维生素两次都迎来了一次快速上扬。但随着维生素价格的提高，吸引了很多散户入场，其生产成本较高采用土法制作等如：从动物脑干提取胆固醇，质量较差，容易引发疫病已在发达国家禁止。但因为维生素价格较高其仍能生存，这时寡头会通过价格机制淘汰落后产能，这一定程度形成了维生素行业的周期性。

图表 5 维生素市场报价



资料来源：wind，中航证券金融研究所

盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	184.39	158.84	151.22	427.67	545.51	695.27
增长率(%)	-18.41%	-13.85%	-4.80%	182.81%	27.55%	27.45%
归属母公司股东净利润	36.43	37.29	12.07	53.56	80.88	118.30
增长率(%)	-56.61%	2.34%	-67.62%	343.58%	51.01%	46.26%
每股收益(EPS)	0.201	0.206	0.067	0.295	0.446	0.652
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.050	0.074	0.112	0.163
每股经营现金流	0.366	-0.070	0.224	-2.821	3.125	-2.690
销售毛利率	45.13%	58.10%	36.68%	50.00%	52.00%	54.00%
销售净利率	19.76%	23.39%	7.98%	12.51%	14.81%	16.99%
净资产收益率(ROE)	6.62%	5.26%	1.70%	7.12%	9.95%	13.12%
投入资本回报率(ROIC)	8.20%	6.82%	1.14%	9.79%	7.40%	16.95%
市盈率(P/E)	137.62	134.47	415.24	93.61	61.99	42.38
市净率(P/B)	9.11	7.07	7.04	6.67	6.17	5.56
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.002	0.003	0.004	0.006

报表预测						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	184.39	158.84	151.22	427.67	545.51	695.27
减: 营业成本	101.17	66.55	95.76	213.84	261.84	319.82
营业税金及附加	2.12	1.44	0.39	3.29	4.20	5.35
营业费用	9.16	11.89	10.74	27.87	35.55	45.31
管理费用	38.89	42.17	41.69	107.22	136.76	174.31
财务费用	-0.77	-1.92	-2.34	10.35	9.95	9.30
资产减值损失	1.59	3.14	1.77	2.17	2.17	2.17
加: 投资收益	2.90	5.59	3.56	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	35.13	41.15	6.79	62.94	95.04	139.01
加: 其他非经营损益	4.75	2.43	4.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	39.88	43.59	11.78	62.94	95.04	139.01
减: 所得税	3.45	6.43	-0.30	9.44	14.26	20.85
净利润	36.43	37.15	12.07	53.50	80.79	118.16
减: 少数股东损益	0.00	-0.14	0.00	-0.07	-0.10	-0.14
归属母公司股东净利润	36.43	37.29	12.07	53.56	80.88	118.30
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	51.78	55.87	63.72	4.28	61.43	6.95
应收和预付款项	37.37	34.50	34.99	146.24	83.57	207.60
存货	152.84	204.24	177.42	685.33	371.13	919.26
其他流动资产	156.32	111.69	13.19	13.19	13.19	13.19
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	2.12	1.84	1.55	1.27
固定资产和在建工程	156.65	291.51	424.01	378.28	325.64	273.00
无形资产和开发支出	22.05	25.54	56.78	48.93	41.07	33.22
其他非流动资产	0.00	18.70	5.06	5.06	5.06	5.06
资产总计	577.02	742.05	777.31	1283.14	902.65	1459.55
短期借款	0.00	0.00	0.00	477.56	0.00	475.00
应付和预收款项	19.47	33.03	65.29	53.47	90.01	83.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	7.30	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	26.76	33.03	65.29	531.03	90.01	558.37
股本	68.00	90.70	181.40	181.40	181.40	181.40
资本公积	32.46	141.28	50.58	50.58	50.58	50.58
留存收益	449.79	477.04	480.04	520.19	580.82	669.51
归属母公司股东权益	550.25	709.02	712.02	752.17	812.81	901.49
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	-0.07	-0.16	-0.31
股东权益合计	550.25	709.02	712.02	752.11	812.64	901.18
负债和股东权益合计	577.02	742.05	777.31	1283.14	902.65	1459.55
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	66.36	-12.72	40.60	-511.68	566.91	-488.02
投资性现金净流量	-156.14	-116.79	-28.79	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1.92	132.79	-9.58	452.23	-509.75	433.54
现金流量净额	-88.23	4.23	3.23	-59.45	57.16	-54.48

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

石玉华 SAC 执业证书号：S0640515050001，理学硕士，2013 年 3 月加入中航证券金融研究所

孟维肖 SAC 执业证书号：S0640116010022，农林牧渔行业研究员，经济学硕士，2015 年 11 月加入中航证券金融研究所。

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，本报告清晰、准确地反映了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：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。