

2017年04月27日

山大华特 (000915.SZ)

达因药业 1 季度收入高增长 80%以上 推动业绩超预期，看好公司显著受益 新生儿数量增长

■公司公布 2016 年年报及 2017 年 1 季报：年报业绩与 3 月 2 日披露的业绩快报一致，分红方案为每 10 股送 3 股并现金分红 1.5 元（含税）/10 股。1 季度收入 4.5 亿元，同比增长 35.3%，扣非净利润 0.86 亿元，同比大幅增长 88.5%，超出 4 月 11 日公司 1 季度业绩预告中 70%~100% 的中值，略超预期。

■1 季度收入 4.5 亿元，毛利率大幅提升 4 个百分点至 69.7%，我们判断主要是在伊可新高速增长带动下，毛利率较高的达因药业并表收入占比显著提升所致，我们预计和测算，达因药业 1 季度收入增速 80% 以上，作为最刚性指标，体现了公司 Q1 业绩高增长并非来自费用波动甚至调控所致，而是真正通过需求拉动实现收入高增长推动，达因药业净利润实现翻倍，1.5 亿元左右，远超市场预期，但完全符合我们 4 月 11 日点评报告中提到的“我们预计和测算，公司 1 季报业绩增速有望超出 80%，超出 8500 万，这相当于达因药业 1 季度单季度净利润接近 1.5 亿元，同比增长实现翻倍”。

■显著受益于新生儿逻辑得到进一步确认和验证：公司 2016 年年报由于 4 季度集中确认较多费用而略低于预期，我们当时坚定不移发布《山大华特跟踪报告：4 季度费用高不改新生儿刚需带来的收入逐季环比增长，新生儿收益逻辑并未破坏确定性》，我们在报告最后一段明确阐述：我们跟踪到，2017 年以来新生儿数据、建卡数据及伊可新终端销售状况不错，我们预计，达因 Q1 收入环比去年 Q4 会有显著增长，同比则更加显著。而公司 1 季报业绩高增长、达因药业净利润实现翻倍，完全验证了我们当时的判断，公司显著受益于新生儿的逻辑得到进一步确认和验证

事实上，2016 年新生儿数量 1847 万，且主要是从 11 和 12 月份开始新生儿数量才显著增加，因此，2016 年新生儿增长效应还未显现，而 2017 年开始，预计新生儿数量将进一步增加，从今年 1 季度开始，预计伊可新的销量将环比持续增长，且 2018 年还将持续，我们预计，公司未来两年业绩都有望实现高速增长。

■投资建议：暂不考虑达因药业少数股东权益注入后带来的业绩极大增厚，我们预计公司 2017-2019 年的净利润增速分别为 73%、31%、27%；EPS 分别为 1.9 元、2.5 元、3.16 元，当前股价对应估值仅为 24/18/14 倍。作为不受医保控费和招标降价影响的 OTC 品种，业绩增长确定性较强，且显著受益于新生儿数量增加；维持买入-A 的投资评

公司快报

证券研究报告

化学制剂

投资评级 买入-A

维持评级

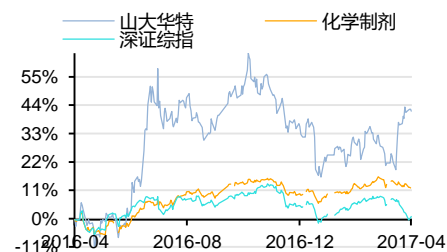
6 个月目标价： 60.00 元

股价 (2017-04-27) 45.36 元

交易数据

总市值 (百万元)	8,176.37
流通市值 (百万元)	8,145.00
总股本 (百万股)	180.25
流通股本 (百万股)	179.56
12 个月价格区间	28.62/52.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.74	15.16	43.97
绝对收益	11.57	14.25	44.93

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

- 山大华特：一季报业绩超预期，显著受益于新生儿数量增长 2017-04-11
- 山大华特：四季度费用高不改收入逐季环比增高，公司受益新生儿逻辑并未破坏 2017-03-28

级，未来6个月目标价为60.00元。

■风险提示：伊可新销售低于预期；其他业务盈利波动

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,233.0	1,544.7	2,078.6	2,621.1	3,239.7
净利润	152.5	198.4	342.3	449.8	569.3
每股收益(元)	0.85	1.10	1.90	2.50	3.16
每股净资产(元)	6.11	7.12	8.70	11.17	14.17

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	53.6	41.2	23.9	18.2	14.4
市净率(倍)	7.4	6.4	5.2	4.1	3.2
净利润率	12.4%	12.8%	16.5%	17.2%	17.6%
净资产收益率	13.8%	15.5%	21.8%	22.3%	22.3%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
ROIC	29.6%	35.1%	56.4%	53.3%	75.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,233.0	1,544.7	2,078.6	2,621.1	3,239.7	成长性					
减:营业成本	464.9	610.9	636.0	791.8	968.7	营业收入增长率	-10.3%	25.3%	34.6%	26.1%	23.6%
营业税费	21.3	28.2	38.0	44.6	52.2	营业利润增长率	-25.6%	37.2%	83.2%	31.4%	28.5%
销售费用	281.0	334.7	473.7	577.7	694.9	净利润增长率	-29.9%	30.1%	72.5%	31.4%	26.6%
管理费用	115.4	143.3	193.7	244.3	291.9	EBITDA 增长率	-18.4%	21.3%	65.2%	29.8%	27.4%
财务费用	57.9	27.5	-	-	-	EBIT 增长率	-20.3%	22.3%	71.3%	31.4%	28.5%
资产减值损失	4.4	3.8	6.0	4.7	1.5	NOPLAT 增长率	-20.3%	22.8%	71.2%	31.4%	28.8%
加:公允价值变动收益	-	1.4	-1.0	0.2	0.2	投资资本增长率	3.4%	6.6%	39.0%	-9.0%	20.9%
投资和汇兑收益	2.9	1.4	1.0	2.7	4.2	净资产增长率	13.3%	16.1%	28.7%	33.0%	31.2%
营业利润	291.0	399.2	731.1	960.9	1,235.0	利润率					
加:营业外净收支	13.0	7.2	1.5	12.3	12.8	毛利率	62.3%	60.5%	69.4%	69.8%	70.1%
利润总额	304.0	406.3	732.6	973.2	1,247.8	营业利润率	23.6%	25.8%	35.2%	36.7%	38.1%
减:所得税	42.5	55.4	100.4	133.3	168.4	净利润率	12.4%	12.8%	16.5%	17.2%	17.6%
净利润	152.5	198.4	342.3	449.8	569.3	EBITDA/营业收入	31.3%	30.2%	37.1%	38.2%	39.4%
						EBIT/营业收入	28.3%	27.6%	35.2%	36.7%	38.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	142	123	87	65	48
货币资金	414.6	616.2	743.9	1,679.0	2,431.2	流动营业资本周转天数	90	58	77	87	84
交易性金融资产	-	1.4	0.5	0.6	0.8	流动资产周转天数	316	275	278	330	384
应收账款	261.3	215.3	457.6	441.7	611.6	应收账款周转天数	71	56	58	62	59
应收票据	220.4	274.9	520.4	475.7	694.2	存货周转天数	32	30	24	24	23
预付账款	30.7	55.5	47.9	76.3	72.3	总资产周转天数	589	532	475	479	502
存货	118.9	142.5	133.3	218.7	203.1	投资资本周转天数	301	253	232	204	174
其他流动资产	0.1	3.9	1.3	1.8	2.3	投资回报率					
可供出售金融资产	102.5	102.5	69.2	91.4	87.7	ROE	13.8%	15.5%	21.8%	22.3%	22.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	14.1%	21.1%	21.1%	21.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	29.6%	35.1%	56.4%	53.3%	75.5%
投资性房地产	86.6	83.4	83.4	83.4	83.4	费用率					
固定资产	535.2	522.3	487.6	452.9	418.2	销售费用率	22.8%	21.7%	22.8%	22.0%	21.5%
在建工程	24.0	199.1	199.1	199.1	199.1	管理费用率	9.4%	9.3%	9.3%	9.3%	9.0%
无形资产	178.3	170.3	164.2	158.1	152.0	财务费用率	4.7%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	108.2	94.8	91.2	97.9	94.6	三费/营业收入	36.9%	32.7%	32.1%	31.4%	30.5%
资产总额	2,080.9	2,482.2	2,999.6	3,976.7	5,050.5	偿债能力					
短期债务	52.7	40.0	-	-	-	资产负债率	19.3%	21.5%	16.3%	16.1%	13.3%
应付账款	209.1	227.6	256.8	363.6	366.2	负债权益比	23.9%	27.3%	19.5%	19.2%	15.4%
应付票据	3.3	34.8	6.0	41.4	18.7	流动比率	2.67	2.50	3.95	4.59	6.04
其他流动负债	126.5	221.4	219.0	226.0	280.0	速动比率	2.37	2.23	3.68	4.24	5.73
长期借款	1.5	-	-	-	-	利息保障倍数	6.02	15.50			
其他非流动负债	8.2	9.1	8.5	8.6	8.7	分红指标					
负债总额	401.3	532.9	490.4	639.6	673.7	DPS(元)	0.10	-	0.13	0.15	0.14
少数股东权益	577.5	665.3	940.8	1,324.4	1,823.1	分红比率	11.8%	0.0%	6.7%	6.2%	4.3%
股本	180.3	180.3	180.3	180.3	180.3	股息收益率	0.2%	0.0%	0.3%	0.3%	0.3%
留存收益	921.8	1,102.2	1,388.1	1,832.3	2,373.5						
股东权益	1,679.6	1,949.3	2,509.2	3,337.0	4,376.9						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	261.5	351.0	342.3	449.8	569.3	EPS(元)	0.85	1.10	1.90	2.50	3.16
加:折旧和摊销	36.5	40.6	40.8	40.8	40.8	BVPS(元)	6.11	7.12	8.70	11.17	14.17
资产减值准备	4.4	3.8	-	-	-	PE(X)	53.6	41.2	23.9	18.2	14.4
公允价值变动损失	-	-1.4	-1.0	0.2	0.2	PB(X)	7.4	6.4	5.2	4.1	3.2
财务费用	7.8	2.3	-	-	-	P/FCF	105.2	71.1	-64.0	13.9	29.8
投资损失	-2.9	-1.4	-1.0	-2.7	-4.2	P/S	6.6	5.3	3.9	3.1	2.5
少数股东损益	109.0	152.6	290.0	390.1	510.0	EV/EBITDA	16.3	15.9	10.6	7.6	5.7
营运资金的变动	-43.5	159.5	-469.3	92.5	-333.7	CAGR(%)	47.5%	45.4%	17.8%	47.5%	45.4%
经营活动产生现金流量	290.2	500.9	201.8	970.7	782.4	PEG	1.1	0.9	1.3	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-160.6	-300.3	36.3	-19.8	7.5	ROIC/WACC	2.8	3.3	5.4	5.1	7.2
融资活动产生现金流量	-126.3	-89.3	-110.4	-15.7	-37.7	REP	2.1	2.0	1.0	1.1	0.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034