

2017年07月13日

德展健康 (000813.SZ)

中报业绩保持较快增长符合预期，全年有望超额完成业绩承诺估值具有优势

事件：

公司今日公告，2017年上半年公司实现归母净利润 3.78 亿元 - 4.62 亿元，较往年同比增长 13%-38%（按原北京嘉林口径），符合市场预期。

点评：

■业绩符合预期，我们预计与测算公司中报净利润有望超过 4.1 亿元（+23%左右），全年有望超额完成业绩承诺。公司能够在高基数的情况下实现上述净利润增速反映了公司产品“阿乐”的品牌优势以及公司管理层较强的执行力，也在一定程度上打消了市场对公司业绩可持续发展的担忧。我们预计与测算，公司上半年有望实现净利润超过 4.1 亿元，同比增长 23%左右。考虑到上半年受春节等因素的扰动影响，按照往年情况，公司下半年业绩往往较上半年较好，因此我们判断全年公司有望超额完成承诺净利润（7.8 亿元）。

■后续业绩有望持续释放，公司当前估值具有显著优势且存在较大修复空间。在血脂异常患病率增加、医保报销范围扩大、一线预防用药增加等多重因素驱动下，他汀类药物市场有望迎来新一轮扩容以及增速换挡。而公司产品“阿乐”作为国内降脂药第一品牌，在他汀类药物中市场份额仅次于辉瑞的立普妥（阿托伐他汀原研）以及阿斯利康的可定（瑞舒伐他汀原研），在当前控制药占比、医保控费等大背景下，最有望受益于进口替代。与此同时，阿乐在医院覆盖率、零售药店的布局以及规格转换等方面仍可进一步挖潜，有望在高基数情况下实现持续高增长，驱动公司业绩持续释放。

北京嘉林药业在 2015 年启动借壳之际，承诺 2015 年、2016 年、2017 年、2018 年度归母净利润分别为 49,980.50 万元、64,996.15 万元、77,947.53 万元、93,679.55 万元，即 2016-2018 年净利润增速分别为 30%、20%、20%。根据 wind 数据显示，当前医药生物行业对应 2017 年预期估值为 32 倍左右，按照公司未来两年业绩承诺测算，对应目前 186 亿市值的 17-18 年估值仅分别为 23X、19X，具有显著地估值优势。与此同时，我们认为公司此前关注度较低，从 2016 年年报中可以看出前十大流通股东中没有一家公募机构进入。当前估值水平并未真实的反映出公司的价值，考虑到公司在国内降脂药领域的龙

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

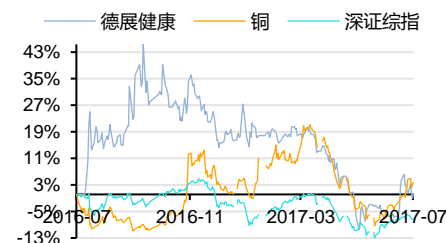
6 个月目标价：**11 元**

股价 (2017-07-13) **8.29 元**

交易数据

总市值 (百万元)	18,581.88
流通市值 (百万元)	4,880.68
总股本 (百万股)	2,241.48
流通股本 (百万股)	588.74
12 个月价格区间	7.70/18.02 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.59	-4.45	9.41
绝对收益	6.42	-10.35	2.68

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

孔令岩

报告联系人

kongly@essence.com.cn

相关报告

德展健康：国内降脂药领先者，未来业绩有望在多重因素驱动下持续增长且当前估值具有显著优势/崔文亮
2017-06-30

头位置以及未来两年较高的业绩承诺，我们认为公司的估值被低估且存在较大的修复空间。

■**公司致力于打造大健康产业平台，外延预期强烈。**市场认为公司产品结构过于单一，对公司后续的可持续增长较为担忧。但我们认为阿乐的潜力仍可进一步挖掘，且公司的战略版图将不会仅仅局限于降脂药领域。公司在 2016 年年报中提出，公司未来的发展战略是致力于成为大健康产业的运作平台，通过产业+资本的双轮驱动，做大做强公司大健康产业。因此，我们预计公司将会适时展开外延式并购不断拓展自己的业务边界，打造成根植于健康产业的平台型公司。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 11 元。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 8 亿元、9.6 亿元、11.42 亿元，增速分别为 21%/20%/19%，EPS 分别为 0.36 元、0.43 元、0.51 元，对应当前股价的 PE 分别为 23X/19X/16X。考虑到公司为国内降脂药龙头企业，未来两年业绩有望持续释放且当前估值不高具有显著优势，同时外延预期强烈，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11 元。

■**风险提示：**阿乐市场拓展不达预期；两票制后带来业务调整风险；10 月部分股票解禁

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	510.8	1,443.0	1,686.9	1,966.4	2,279.4
净利润	6.2	661.7	799.2	960.2	1,142.0
每股收益(元)	0.00	0.30	0.36	0.43	0.51
每股净资产(元)	0.47	1.67	2.94	3.37	3.88

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	3,016.7	28.1	23.3	19.4	16.3
市净率(倍)	17.5	5.0	2.8	2.5	2.1
净利润率	1.2%	45.9%	47.4%	48.8%	50.1%
净资产收益率	0.6%	17.6%	12.1%	12.7%	13.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	1.9%	43.1%	38.4%	120.1%	91.4%

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	510.8	1,443.0	1,686.9	1,966.4	2,279.4	成长性					
减:营业成本	333.7	222.9	254.0	277.1	308.0	营业收入增长率	-8.7%	182.5%	16.9%	16.6%	15.9%
营业税费	6.8	25.2	24.0	25.8	29.2	营业利润增长率	-21.9%	1216.6%	20.6%	20.7%	18.6%
销售费用	20.1	286.1	332.1	379.9	431.0	净利润增长率	-71.4%	10642.1	20.8%	20.1%	18.9%
管理费用	56.5	123.2	141.9	159.9	181.4	EBITDA 增长率	-24.6%	609.8%	19.2%	19.8%	18.3%
财务费用	10.9	1.5	-7.9	-12.9	-14.6	EBIT 增长率	-24.9%	1013.7%	19.3%	20.3%	18.7%
资产减值损失	24.0	11.9	11.3	10.9	9.2	NOPLAT 增长率	-39.6%	2094.4%	19.4%	20.4%	18.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-1.7%	34.3%	-61.5%	56.1%	2.2%
投资和汇兑收益	-	3.1	3.3	2.1	2.8	净资产增长率	1.5%	173.3%	75.8%	14.6%	15.1%
营业利润	58.9	775.3	934.7	1,127.8	1,338.0	利润率					
加:营业外净收支	11.0	1.7	11.0	7.9	6.9	毛利率	34.7%	84.6%	84.9%	85.9%	86.5%
利润总额	69.9	777.0	945.8	1,135.7	1,344.9	营业利润率	11.5%	53.7%	55.4%	57.4%	58.7%
减:所得税	39.8	117.8	142.5	170.5	201.7	净利润率	1.2%	45.9%	47.4%	48.8%	50.1%
净利润	6.2	661.7	799.2	960.2	1,142.0	EBITDA/营业收入	22.0%	55.3%	56.4%	57.9%	59.1%
						EBIT/营业收入	13.7%	53.8%	54.9%	56.7%	58.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	437	111	37	28	20
						流动资产周转天数	63	193	191	98	123
						流动营业资本周转天数	286	460	1,039	1,253	1,250
						应收账款周转天数	22	99	106	56	68
						存货周转天数	148	46	39	37	37
						总资产周转天数	1,411	736	1,166	1,357	1,335
						投资资本周转天数	1,086	446	303	185	197
						投资回报率					
						ROE	0.6%	17.6%	12.1%	12.7%	13.1%
						ROA	1.5%	16.8%	11.5%	12.3%	12.6%
						ROIC	1.9%	43.1%	38.4%	120.1%	91.4%
						费用率					
						销售费用率	3.9%	19.8%	19.7%	19.3%	18.9%
						管理费用率	11.1%	8.5%	8.4%	8.1%	8.0%
						财务费用率	2.1%	0.1%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
						三费/营业收入	17.1%	28.5%	27.6%	26.8%	26.2%
						偿债能力					
						资产负债率	30.4%	4.5%	5.7%	3.3%	4.2%
						负债权益比	43.7%	4.7%	6.1%	3.5%	4.4%
						流动比率	0.76	21.11	20.29	38.58	26.36
						速动比率	0.38	19.95	19.71	37.43	25.59
						利息保障倍数	6.42	505.14	-116.88	-86.77	-90.85
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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	30.1	659.2	799.2	960.2	1,142.0	EPS(元)	0.00	0.30	0.36	0.43	0.51
加:折旧和摊销	42.7	20.8	23.8	23.8	23.8	BVPS(元)	0.47	1.67	2.94	3.37	3.88
资产减值准备	24.0	11.9	-	-	-	PE(X)	3,016.7	28.1	23.3	19.4	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.5	5.0	2.8	2.5	2.1
财务费用	14.6	3.4	-7.9	-12.9	-14.6	P/FCF	-1,458.3	-95.4	8.9	36.1	16.8
投资损失	-	-3.1	-3.3	-2.1	-2.8	P/S	36.4	12.9	11.0	9.5	8.2
少数股东损益	23.9	-2.5	4.0	5.1	1.2	EV/EBITDA	50.9	1.5	13.4	10.8	8.3
营运资金的变动	-10.8	-737.3	1,234.4	-465.4	-49.0	CAGR(%)	217.8%	20.1%	150.2%	217.8%	20.1%
经营活动产生现金流量	124.9	262.4	2,050.2	508.6	1,100.6	PEG	13.9	1.4	0.2	0.1	0.8
投资活动产生现金流量	-57.6	-77.3	4.9	1.8	2.4	ROIC/WACC	0.2	4.1	3.7	11.5	8.7
融资活动产生现金流量	-69.0	1,385.0	2,088.4	9.4	4.2	REP	20.3	0.1	4.4	0.9	1.0

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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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