

2017年08月20日

德展健康 (000813.SZ)

# 中报业绩略超预期，看好公司全年超额完成业绩承诺

事件：

公司发布 2017 年半年报：上半年，公司实现收入 7.95 亿元，同比增长 21.72%；归母净利润 4.27 亿元，同比增长 27.92%；扣非净利润 4.23 亿元，同比增长 27.41%。经营活动产生的现金流量净额 2.87 亿元，同比增长 73.93%。

点评：

■ 二季度业绩环比增长较快，阿乐销售增速维持良好态势。公司上半年实现收入 7.95 亿元，同比增长 21.72%，其中公司二季度实现收入 4.45 亿元，环比增长 27.3%，归母净利润 2.65 亿元，环比增长 62.42%，实现较快增长。公司核心产品阿乐上半年实现销售收入约 7.9 亿元，保持良好增长态势。

■ 期间费用控制良好，盈利能力得到进一步提升。上半年公司整体毛利率较去年同期提升 2.79 个百分点至 85.8%，净利润率较 16 年底提升 7.89 个百分点至 53.57%。公司毛利率提升明显，一方面公司积极转换产品结构，不断提升高毛利率 20mg 规格的占比，我们测算 20mg 规格数量占比已经提升至 40% 左右，另一方面公司加强成本管控，上半年药品板块的营业成本同比增长 5.34%。与此同时，虽然上半年管理费用在职工薪酬增加等因素推动下同比增长 59%，但公司整体上费用控制良好，随着规模效应以及公司近年来注重营销效率的提升，占比最大的销售费用较往年同期略微下降，总体上销售费用率控制较好，净利润率获得进一步提升。

■ 参股健康产业投资平台，公司有望适时拓展业务边界。公司此前公告，为进一步加快在大健康领域的技术研发和应用，通过投资驱动加速大健康产业链的布局，公司参股东方盛泰并以此为产业投资平台将在中国境内外进行医药产业并购投资。我们在此前报告中强调公司的战略版图将绝不会仅仅局限于降脂药领域，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。

■ 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 25X/21X/18X。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，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11 元。

公司快报

证券研究报告

化学制剂

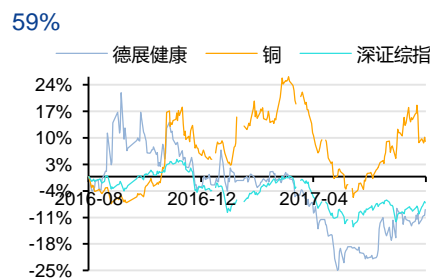
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价： 11 元  
股价 (2017-08-18) 8.98 元

交易数据

总市值 (百万元)	20,128.51
流通市值 (百万元)	5,286.91
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	-4.8	10.13	-1.61
绝对收益	0.22	12.63	-8.47

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：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/崔文亮	2017-07-13
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

■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
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	3,267.8	30.4	25.2	21.0	17.6
市净率(倍)	18.9	5.4	3.1	2.7	2.3
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						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)	3,267.8	30.4	25.2	21.0	17.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	18.9	5.4	3.1	2.7	2.3
财务费用	14.6	3.4	-7.9	-12.9	-14.6	P/FCF	-1,579.7	-103.3	9.6	39.1	18.2
投资损失	-	-3.1	-3.3	-2.1	-2.8	P/S	39.4	13.9	11.9	10.2	8.8
少数股东损益	23.9	-2.5	4.0	5.1	1.2	EV/EBITDA	50.9	1.5	15.1	12.1	9.4
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	15.0	1.5	0.2	0.1	0.9
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	5.0	1.0	1.2

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	王秋实	010-83321351
田星汉		010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人		胡珍	0755-82558073
	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