

短期业绩承压不改长期稳步增长趋势，产品线逐步丰富可期

2015.10.09

分析师：姬浩	研究员：唐爱金
电话：	020-88836125
邮箱：	jih_a@gzgzs.com.cn
执业编号：	A1310515020001

事件：

公司公告 2015 年上半年营业收入为 5.33 亿元，较上年同期减 10.70%；营业利润 1.22 亿，同比减 18.08%；归属于母公司所有者的净利润为 6375.21 万元，较上年同期减 15.50%；EPS 为 0.35 元，较上年同期减 16.67%。

投资要点：

- 不再代理右旋糖酐铁产品等原因导致业绩短期受承压。上半年公司业绩下滑，其中医药收入 3.13 亿（同比降 7%），毛利 2.73 亿（同比降 4.84%），净利润 8314.5 万（同比降 23%）主要是因为达因药业右旋糖酐铁代理权协议解除以及市场竞争加剧，以及去年公司二十周年庆业绩指标较高，渠道留有库存，导致今年一季度收入增幅下降较快（同比降 18.3%）。二季度有所好转，另伊可新销量今年受羊年出生率较低有一定影响。环保业务收入 1.12 亿（同比降 30.59%），主要受环保工程业务收入下降影响。同时公司上半年销售费用（同比增 10.95%）和管理费用（同比增 15.4%）增加导致业绩下滑。预计全年业绩平稳发展，保持与去年持平，今年的业绩受影响部分将由三个方面补充：1) 新品种上市销售；2) 原有品种在更多省份销售（如上海直接挂网采购）；3) 基层医生教育工作，基层市场增量。这三个增量来抵充不再代理右铁等对业绩的影响。
- 看好达因药业产品线逐步丰富，长期稳步增长可期。公司今后将通过自研与并购两手同时扩展公司产品线。公司在研的儿童品种有 64 个，涉及 16 类儿童疾病，完整的儿科用药体系，20 多个保健食品立项。在研的今年会有 2 个产品能拿到生产批件，分别是布洛芬酸和布洛芬混悬液。且公司自己的右旋糖酐铁颗粒目前正走相关的审批程序。而在 CDE 评审的还有地氯雷他定口服液、蒙脱石散颗粒剂、多潘立酮混悬液、匹多莫德口服溶液、葡萄糖酸锌颗粒等，覆盖了鼻炎、腹泻、消费不良、提升免疫力等领域的儿童产品，有望受益于儿童药审批绿色通道，丰富公司产品线；此外，益生菌正在铺货过程中。同时公司今年有望外延并购产品批文，自研与并购两手抓产品线布局。
- 盈利预测与估值：**我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 1.20/1.67/2.31 元，对应 27/20/14 倍 PE。公司业绩稳定成长，是专注于儿童药的标杆，考虑公司儿童大健康的外延扩张，以及国企改革预期，给予“强烈推荐”评级，半年目标价 50 元。

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1373.96	1391.96	1741.62	2164.48
同比(%)	25.44%	1.31%	25.12%	24.28%
归属母公司净利润	217.38	216.28	301.16	416.81
同比(%)	41.82%	-0.51%	39.25%	38.40%
ROE(%)	16.45%	13.13%	14.89%	16.62%
每股收益(元)	1.21	1.20	1.67	2.31
P/E	27.44	27.68	19.88	14.36
P/B	5.27	5.13	4.13	3.24
EV/EBITDA	11.06	13.17	10.64	8.22

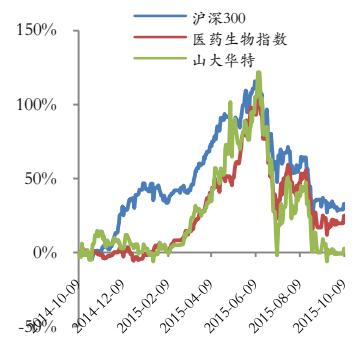
敬请参阅最后一页重要声明证券研究报告

强烈推荐 (维持→)

现价：	33.21
目标价：	50
股价空间：	33%

医药生物行业

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
佐力药业	-2.43	-13.55	-25.73
医药生物	2.22	-7.62	-10.11
沪深 300	-1.13	-19.73	-23.26

基本资料

总市值 (亿元)	59.86
总股本 (亿股)	1.80
流通股比例	99%
资产负债率	19.19%
大股东	山大产业集团
大股东持股比例	21.59%

相关报告

广证恒生-山大华特(000915)-深度报告-专注儿童大健康产业的领头羊--2015.5.23

广证恒生-山大华特(000915)-公告点评-投资首都医疗，儿童大健康战略迈出重要一步-2015.6.24

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1119.98	1470.55	1875.52	2267.89	经营活动现金流	272.41	493.70	456.55	545.71
现金	426.24	842.12	1019.31	1262.73	净利润	386.28	347.00	441.68	563.53
应收账款	168.14	160.48	202.07	255.19	折旧摊销	34.69	53.52	53.35	66.46
其它应收款	60.05	0.00	59.48	23.81	财务费用	46.47	48.93	56.18	65.94
预付账款	47.01	59.04	70.57	86.84	投资损失	-1.86	-1.11	-1.21	-1.39
存货	100.40	130.00	156.06	176.04	营运资金变动	-144.40	46.90	-93.63	-149.23
其他	318.14	278.92	368.03	463.27	其它	-48.78	-1.54	0.17	0.40
非流动资产	834.68	784.33	930.57	1089.68	投资活动现金流	-41.50	-0.51	-198.55	-224.59
长期投资	0.00	-0.86	-2.00	-3.50	资本支出	44.60	-46.11	144.52	164.14
固定资产	437.69	414.48	514.94	629.79	长期投资	-3.22	0.68	-1.93	-1.49
无形资产	156.37	151.62	189.76	233.95	其他	-0.12	-45.94	-55.96	-61.94
其他	240.62	219.09	227.87	229.45	筹资活动现金流	-80.21	-77.31	-80.81	-77.70
资产总计	1954.67	2254.88	2806.09	3357.57	短期借款	16.45	0.06	-5.53	3.66
流动负债	461.68	423.84	553.37	557.63	长期借款	-29.86	-2.42	3.14	2.13
短期借款	71.58	71.64	66.12	69.78	其他	-66.80	-74.95	-78.43	-83.49
应付账款	128.99	87.71	174.64	144.33	现金净增加额	150.70	415.88	177.19	243.42
其他	261.11	264.48	312.61	343.52					
非流动负债	10.74	11.58	9.60	11.31	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	2.50	0.08	3.22	5.35	成长能力				
其他	8.24	11.51	6.38	5.96	营业收入增长率	0.25	0.01	0.25	0.24
负债合计	472.42	435.42	562.97	568.95	营业利润增长率	0.23	0.01	0.28	0.28
少数股东权益	514.63	645.36	785.88	932.60	归属于母公司净利润	0.42	-0.01	0.39	0.38
归属母公司股东权益	967.62	1165.87	1449.00	1847.79	盈利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	1954.67	2246.64	2797.85	3349.33	毛利率	0.62	0.65	0.65	0.66
					净利率	0.28	0.25	0.25	0.26
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	ROE	0.16	0.13	0.15	0.17
营业收入	1373.96	1391.96	1741.62	2164.48	ROIC	0.36	0.27	0.28	0.28
营业成本	521.23	492.33	618.27	744.80	偿债能力				
营业税金及附加	24.06	24.42	31.02	38.14	资产负债率	0.24	0.19	0.20	0.17
营业费用	281.33	317.78	393.60	494.98	净负债比率	0.06	0.04	0.03	0.03
管理费用	107.43	111.46	134.10	169.74	流动比率	2.43	3.47	3.39	4.07
财务费用	46.47	48.93	56.18	65.94	速动比率	2.21	3.16	3.11	3.75
资产减值损失	4.19	3.17	4.52	5.72	营运能力	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.77	0.66	0.69	0.70
投资净收益	1.86	1.11	1.21	1.39	应收账款周转率	0.12	0.12	0.12	0.12
营业利润	391.11	394.98	505.11	646.56	应付账款周转率	4.75	4.54	4.71	4.67
营业外收入	59.02	10.00	10.00	10.00	每股指标(元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.10	1.55	1.51	1.39	每股收益(最新摊薄)	1.21	1.20	1.67	2.31
利润总额	449.04	403.42	513.60	655.17	每股经营现金流(最新)	1.51	2.74	2.53	3.03
所得税	62.75	56.42	71.92	91.64	每股净资产(最新摊)	8.22	10.05	12.40	15.42
净利润	386.28	347.00	441.68	563.53	估值比率	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	168.91	130.73	140.52	146.72	P/E	23.45	27.68	19.88	14.36
归属母公司净利润	217.38	216.28	301.16	416.81	P/B	5.27	5.13	4.13	3.24
EBITDA	477.52	445.45	547.91	697.42	EV/EBITDA	11.06	13.17	10.64	8.22
EP	1.21	1.20	1.67	2.31					

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现 15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现 5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现 5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。