

儿童药进入黄金发展时期，业绩重返高增长

投资要点

- **事件:** 日前我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **二胎放开+政策支持=儿童药发展黄金时期。**随着 2016 年全面二孩政策正式实施，新生儿数量将出现大幅度提升，儿童药迎来最佳发展时机。2013 年我国儿童数量为 2.38 亿，政策放开后每年新增 300 万左右，到 2020 年儿童数量有望达到 2.5 亿。2015 年我国儿童用药市场规模达到 688 亿，如果考虑医生开处方时药品减半给儿童使用的部分，儿童药实际市场规模超过千亿。然而我国超过 90% 的药品缺少儿童剂型，儿童药市场还有巨大的扩容空间。政府陆续出台了多项政策支持儿童药发展：在支持现有产品放量方面，卫计委发布《关于进一步加强医疗机构儿童用药配备使用工作的通知》，儿童药无需招标，可以通过集中挂网采购直接销售，从而加快儿童药迅速进入市场销售；在鼓励儿童药新药研发方面，CFDA 为 10 种儿童药提供优先审评通道，近期又发布首批 30 种鼓励研发申报的儿童药，并提供专门的审评通道和其他优惠政策。预计后续还会有更多儿童药通过优先通道尽快完成审批上市，随着国家对儿童药持续加大对儿童药的支持力度，整个行业都迎来最佳的发展期。
- **二胎政策放开受益最明显，达因药业高增长可期。**公司以儿童药为主业，核心资产达因药业占公司总收入和利润的比例分别为 56% 和 77%，主打产品伊可新适用于婴幼儿，是二胎政策放开后最直接最大的受益者。2016Q1 公司实现收入 3.3 亿元(+31%)和净利润 0.5 亿元(+9%)，净利润增速较低主要是因为 2015Q1 季节性调整导致基数较高，但是从全年来看，我们预计随着二胎政策放开，净利润增速将在 30% 左右。公司在儿童药领域的核心增长点主要来自：1) 伊可新占据婴幼儿维生素 AD 补充剂 60% 以上市场份额，品牌效应强，受益于新生儿数量增加将出现产品放量；2) 右旋糖酐铁由代理改为自产，获批上市后有望借助之前的渠道实现迅速放量，未来将发展成上亿元的重磅产品；3) 投资首都医疗向服务业延伸，首都医疗的投资方向为妇儿医院，与达因药业的儿童药具有明显的协同作用，是公司从儿童药到下游儿童医疗服务延伸的第一步。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.09 元、1.37 元、1.78 元，对应 PE 分别为 30 倍、24 倍、18 倍。考虑到二胎政策放开给公司带来的业绩弹性和儿童大健康产业延伸，我们首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示:** 儿童药放量进度或低于预期；儿童大健康产业扩张进度或低于预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1232.97	1495.26	1832.49	2191.48
增长率	-10.26%	21.27%	22.55%	19.59%
归属母公司净利润 (百万元)	152.46	196.57	247.73	321.17
增长率	-29.87%	28.94%	26.03%	29.64%
每股收益 EPS (元)	0.85	1.09	1.37	1.78
净资产收益率 ROE	15.57%	17.17%	18.20%	19.53%
PE	38	30	24	18
PB	3.49	2.92	2.41	1.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

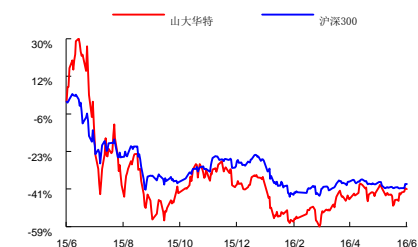
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.80
流通 A 股(亿股)	1.80
52 周内股价区间(元)	23.1-72.6
总市值(亿元)	58.55
总资产(亿元)	21.71
每股净资产(元)	6.37

相关研究

关键假设：

1、考虑到全面二胎政策使新生儿数量明显提升和未来自研右旋糖酐铁产品上市带来的业绩增量，我们预计达因药业 2016-2018 收入增速为 30%、30%、25%；

2、环保和教育板块进入稳步发展期，2016-2018 收入增速分别为 10%、10%、10%和 15%、10%、10%。

表 1：山大华特主营业务收入预测（百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计						
营业收入	1095.3	1374.0	1233.0	1495.3	1832.5	2191.5
yoy	32%	25%	-10%	21%	23%	20%
营业成本	361.6	521.2	464.9	546.2	646.2	750.1
毛利率	67%	62%	62%	63%	65%	66%
药品						
收入	703.4	817.4	693.2	901.2	1171.6	1464.5
yoy	27%	16%	-15%	30%	30%	25%
成本	94.0	128.3	91.3	126.2	164.0	219.7
毛利率	87%	84%	87%	86%	86%	85%
环保产品						
收入	211.6	351.3	252.9	278.2	306.0	336.6
yoy	10%	71%	-36%	10%	10%	10%
成本	152.3	261.1	166.3	194.7	229.5	252.5
毛利率	28%	26%	34%	30%	25%	25%
教育						
收入	94.8	111.6	144.8	166.5	183.1	201.4
yoy	10%	18%	30%	15%	10%	10%
成本	72.8	84.2	113.8	128.2	141.0	155.1
毛利率	23%	25%	21%	23%	23%	23%
其它						
收入	82.3	87.7	129.9	149.4	171.8	188.9
yoy	14%	7%	48%	15%	15%	10%
成本	42.5	47.6	87.0	97.1	111.6	122.8
毛利率	48%	46%	33%	35%	35%	35%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1232.97	1495.26	1832.49	2191.48	净利润	261.47	344.86	442.38	583.94
营业成本	464.87	546.19	646.20	750.06	折旧与摊销	36.48	90.85	96.10	102.76
营业税金及附加	21.28	26.21	31.95	38.22	财务费用	57.92	50.74	58.32	65.30
销售费用	281.05	358.86	439.80	504.04	资产减值损失	4.40	4.00	4.00	4.00
管理费用	115.40	134.57	164.92	175.32	经营营运资本变动	31.16	-50.55	-102.11	-82.85
财务费用	57.92	50.74	58.32	65.30	其他	-101.20	-3.98	-4.01	-4.00
资产减值损失	4.40	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	290.24	435.92	494.68	669.15
投资收益	2.95	0.00	0.00	0.00	资本支出	-52.27	-100.00	-110.00	-120.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-108.38	32.26	-10.75	3.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-160.65	-67.74	-120.75	-116.42
营业利润	290.99	374.68	487.29	654.54	短期借款	-18.84	-2.74	10.00	10.00
其他非经营损益	13.00	26.32	27.10	24.46	长期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.00	401.00	514.40	679.00	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.52	56.14	72.02	95.06	支付股利	-18.03	-16.06	-19.64	-24.50
净利润	261.47	344.86	442.38	583.94	其他	-88.39	-50.74	-58.32	-65.30
少数股东损益	109.02	148.29	194.65	262.77	筹资活动现金流净额	-126.25	-69.54	-67.97	-79.80
归属母公司股东净利润	152.46	196.57	247.73	321.17	现金流量净额	3.34	298.64	305.96	472.93
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	414.62	713.26	1019.22	1492.16	成长能力				
应收和预付款项	512.39	607.11	752.66	895.74	销售收入增长率	-10.26%	21.27%	22.55%	19.59%
存货	118.93	128.20	156.23	179.59	营业利润增长率	-25.60%	28.76%	30.05%	34.32%
其他流动资产	0.13	0.10	0.15	0.17	净利润增长率	-32.31%	31.89%	28.28%	32.00%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.40%	33.96%	24.30%	28.19%
投资性房地产	86.60	87.67	87.32	87.43	获利能力				
固定资产和在建工程	559.17	560.69	566.96	576.57	毛利率	62.30%	63.47%	64.74%	65.77%
无形资产和开发支出	206.48	214.12	221.76	229.40	三费率	36.85%	36.39%	36.18%	33.98%
其他非流动资产	182.59	149.25	160.35	156.64	净利率	21.21%	23.06%	24.14%	26.65%
资产总计	2080.91	2460.40	2964.65	3617.69	ROE	15.57%	17.17%	18.20%	19.53%
短期借款	52.74	50.00	60.00	70.00	ROA	12.57%	14.02%	14.92%	16.14%
应付和预收款项	260.96	284.97	344.08	407.83	ROIC	25.80%	30.08%	35.17%	41.91%
长期借款	1.50	1.50	1.50	1.50	EBITDA/销售收入	31.26%	34.53%	35.02%	37.54%
其他负债	86.15	115.57	127.97	147.82	营运能力				
负债合计	401.35	452.04	533.55	627.15	总资产周转率	0.61	0.66	0.68	0.67
股本	180.25	180.25	180.25	180.25	固定资产周转率	2.53	2.85	3.60	4.37
资本公积	34.59	34.59	34.59	34.59	应收账款周转率	6.26	6.63	7.15	6.89
留存收益	887.21	1067.71	1295.80	1592.47	存货周转率	4.24	4.42	4.54	4.47
归属母公司股东权益	1102.05	1282.55	1510.64	1807.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.85%	—	—	—
少数股东权益	577.52	725.81	920.46	1183.23	资本结构				
股东权益合计	1679.56	2008.36	2431.10	2990.54	资产负债率	19.29%	18.37%	18.00%	17.34%
负债和股东权益合计	2080.91	2460.40	2964.65	3617.69	带息债务/总负债	13.51%	11.39%	11.53%	11.40%
					流动比率	2.67	3.28	3.68	4.16
					速动比率	2.37	2.99	3.38	3.87
					股利支付率	11.82%	8.17%	7.93%	7.63%
					每股指标				
					每股收益	0.85	1.09	1.37	1.78
					每股净资产	9.32	11.14	13.49	16.59
					每股经营现金	1.61	2.42	2.74	3.71
					每股股利	0.10	0.09	0.11	0.14
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	385.39	516.27	641.72	822.60					
PE	38.54	29.89	23.72	18.30					
PB	3.50	2.93	2.42	1.96					
PS	4.77	3.93	3.21	2.68					
EV/EBITDA	13.16	9.30	7.01	4.91					
股息率	0.31%	0.27%	0.33%	0.42%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn