

二胎政策放开受益最明显，达因药业业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司 2016 年上半年营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 7.2 亿元、1.1 亿元、1.0 亿元，同比增长分别为 34.2%、66.1%、64.7%；2016Q2 公司营业收入、归母净利润、扣非净利润分别为 3.8 亿元、5929 万元、5761 万元，同比增长分别为 36.7%、180.5%、175.9%。
- **净利润增速大幅度提升，达因药业业绩超预期。** (1) 单季度来看，无论是收入还是利润增速都明显提升，收入增速从 Q1 的 31% 提升至 Q2 的 37%，利润增速更是从 Q1 的 9% 提升至 Q2 的 181%，主要原因在于达因药业净利润大幅度提升。(2) 分业务来看，达因药业 (持股比例 50.4%) 是公司业绩高速增长的主要原因，上半年共实现 1.6 亿净利润，同比增长 95%；其他业务上半年共实现约 2400 万净利润，同比增长 10% 左右。达因药业利润接近翻倍增长，远超市场预期，主要有两方面原因：① 猴年生育意愿增强+二胎政策放开导致新生儿出生数量增加，北京等大城市在上半年的出生数量和建档量都大幅度提升，推动达因药业的核心产品伊可新放量明显，收入同比增长 36%；② 伊可新终端销售价提价 10% 以上，估计出厂价也有同比例提升，导致利润增速远超收入增速。(3) 从费用率来看，2016H1 的期间费用率为 31.22%，同比下降 9.19pp，其中销售费率为 22.14% (-4.93pp)、管理费率为 7.03% (-2.19pp)、财务费率为 2.05% (-2.08pp)。销售费率大幅度下滑表明公司的规模效应和管理水平提升，从而增厚公司业绩。
- **二胎政策放开受益最明显，少数股权有望收回。** 二胎政策放开将带来新生儿数量大幅度增加，预计 2016 年新生儿数量有望超过 1800 万；且儿童药享受快速审批通道、直接挂网采购等优惠政策，对儿童药企业形成重大利好。公司以儿童药为主业，2016H1 儿童药子公司达因药业对公司收入和利润的贡献分别为 60% 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。目前公司对达因药业的持股比例为 50.4%，随着国企改革持续推进，公司有望逐步收回达因药业少数股权，将带来公司业绩大幅度提升。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到中报业绩超预期，我们将 2016-2018 年公司 EPS 上调至 1.18 元、1.54 元、2.00 元 (原预测值分别为 1.09 元、1.37 元、1.78)，对应 PE 分别为 39 倍、30 倍、23 倍，上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 儿童药放量进度或低于预期；收回少数股权的进度或低于预期。

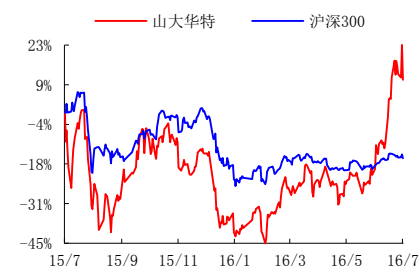
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1232.97	1564.58	1971.14	2430.30
增长率	-10.26%	26.90%	25.99%	23.29%
归属母公司净利润 (百万元)	152.46	213.34	278.30	360.86
增长率	-29.87%	39.93%	30.45%	29.67%
每股收益 EPS (元)	0.85	1.18	1.54	2.00
净资产收益率 ROE	15.57%	18.37%	19.77%	20.88%
PE	54	39	30	23
PB	4.91	4.05	3.28	2.62

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: zhuguo@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)	1.79
52 周内股价区间(元)	23.1-50.63
总市值(亿元)	82.47
总资产(亿元)	22.73
每股净资产(元)	6.70

相关研究

1. 山大华特 (000915): 儿童药进入黄金发展时期, 业绩重返高速增长 (2016-06-03)

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	1564.58	1971.14	2430.30	净利润	261.47	374.28	496.96	656.10
营业成本	464.87	555.89	665.61	785.89	折旧与摊销	36.48	90.85	96.10	102.76
营业税金及附加	21.28	27.43	34.37	42.38	财务费用	57.92	46.94	59.13	72.91
销售费用	281.05	375.50	473.07	558.97	资产减值损失	4.40	4.00	4.00	4.00
管理费用	115.40	140.81	177.40	218.73	经营营运资本变动	31.16	-70.54	-123.30	-111.22
财务费用	57.92	46.94	59.13	72.91	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	441.55	528.88	720.56
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	414.01	557.55	747.42	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	440.33	584.65	771.89	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.52	66.05	87.70	115.78	支付股利	-18.03	-16.06	-21.32	-27.52
净利润	261.47	374.28	496.96	656.10	其他	-88.39	-46.94	-59.13	-72.91
少数股东损益	109.02	160.94	218.66	295.25	筹资活动现金流净额	-126.25	-65.74	-70.45	-90.43
归属母公司股东净利润	152.46	213.34	278.30	360.86	现金流量净额	3.34	308.07	337.68	513.71
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	722.69	1060.37	1574.07	成长能力				
应收和预付款项	512.39	634.22	807.66	990.33	销售收入增长率	-10.26%	26.90%	25.99%	23.29%
存货	118.93	130.48	160.92	188.16	营业利润增长率	-25.60%	42.27%	34.67%	34.05%
其他流动资产	0.13	0.11	0.16	0.19	净利润增长率	-32.31%	43.14%	32.78%	32.02%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.40%	43.18%	29.17%	29.51%
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%	64.47%	66.23%	67.66%
无形资产和开发支出	206.48	214.12	221.76	229.40	三费率	36.85%	36.00%	36.00%	35.00%
其他非流动资产	182.59	149.25	160.35	156.64	净利率	21.21%	23.92%	25.21%	27.00%
资产总计	2080.91	2499.23	3065.49	3802.79	ROE	15.57%	18.37%	19.77%	20.88%
短期借款	52.74	50.00	60.00	70.00	ROA	12.57%	14.98%	16.21%	17.25%
应付和预收款项	260.96	292.48	359.01	434.81	ROIC	25.80%	31.86%	38.12%	44.95%
长期借款	1.50	1.50	1.50	1.50	EBITDA/销售收入	31.26%	35.27%	36.16%	37.98%
其他负债	86.15	117.47	131.57	154.48	营运能力				
负债合计	401.35	461.45	552.08	660.80	总资产周转率	0.61	0.68	0.71	0.71
股本	180.25	180.25	180.25	180.25	固定资产周转率	2.53	2.98	3.88	4.84
资本公积	34.59	34.59	34.59	34.59	应收账款周转率	6.26	6.78	7.23	6.98
留存收益	887.21	1084.48	1341.46	1674.79	存货周转率	4.24	4.46	4.57	4.50
归属母公司股东权益	1102.05	1299.32	1556.30	1889.63	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	738.46	957.12	1252.36	资本结构				
股东权益合计	1679.56	2037.78	2513.41	3141.99	资产负债率	19.29%	18.46%	18.01%	17.38%
负债和股东权益合计	2080.91	2499.23	3065.49	3802.79	带息债务/总负债	13.51%	11.16%	11.14%	10.82%
					流动比率	2.67	3.29	3.74	4.23
					速动比率	2.37	3.00	3.44	3.94
					股利支付率	11.82%	7.53%	7.66%	7.63%
					每股指标				
					每股收益	0.85	1.18	1.54	2.00
					每股净资产	9.32	11.30	13.94	17.43
					每股经营现金	1.61	2.45	2.93	4.00
					每股股利	0.10	0.09	0.12	0.15
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	385.39	551.80	712.78	923.09					
PE	54.09	38.66	29.63	22.85					
PB	4.91	4.05	3.28	2.62					
PS	6.69	5.27	4.18	3.39					
EV/EBITDA	19.32	12.98	9.58	6.85					
股息率	0.22%	0.19%	0.26%	0.33%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn