

业绩超市场预期，二孩政策受益最明显

投资要点

- **事件:** 公司发布业绩预告, 预计 2017 年第一季度归母净利润为 7920-9320 万元, 同比增长约 70-100%。
- **业绩远超市场预期, 达因收入和利润高增长。** 业绩高增长主要来自于达因药业的利润增长。达因药业是公司的核心业务 (持股比例 50.4%), 2016 年给公司贡献的收入和净利润占比分别为 57% 和 75%。估计达因药业一季度的收入增速超过 40%, 净利润超过 1.5 亿, 同比增速超过 100%。达因药业的核心产品为补充新生儿维生素 AD 的伊可新, 出生之后即可使用, 收入高增长主要受益于全面二孩政策放开后新生儿数量明显增加, 2016 年新生儿数量为 1846 万, 同比增长 12%, 2017 年新生儿数量仍然处于上升通道, 累计使用伊可新的新生儿数量增长更快, 再叠加销售持续拓展, 带来伊可新的消费增加。利润增速高于收入增速的原因: 1) OTC 渠道的伊可新从 2016 年 6 月份开始提价, 带来了一定的业绩弹性; 2) 2016Q1 的销售费用由于确认时间的影响导致基数较低, 2017Q1 的费用率估计处于正常水平。
- **全面二孩政策放开受益最明显的儿童药标的。** 全面二孩政策放开将带来新生儿数量大幅度增加, 2016 年的 1846 万新生儿中二孩及以上的比例超过 45%, 与 2015 年相比提升 2 个百分点, 预计二孩及以上的比例还会持续提升。卫计委指出全面二孩政策的目标人群有 9000 万, 但综合各种因素只有 28% 有生育意愿, 这部分生育势能将在 2016-2030 年间不断释放, 将带来新生儿数量增加。政府大力推广二孩政策实施, 两会期间卫计委将与其他部委协作, 强化妇幼保健服务供给, 合理规划产科、儿科、教育等资源, 推动建设标准化的母婴设施, 保障女性的就业权益。推动各地进一步完善延长产假、设立陪产假等制度, 从而提高生育意愿。达因药业是受益最明显的标的, 一方面新生儿相关药品的收入和利润占比在 A 股上市公司中最高, 新生儿数量增加带来的业绩弹性最大; 另一方面主打产品伊可新从新生儿出生后即可服用, 业绩释放速度最快。且伊可新主要在 OTC 渠道销售, 或存在持续提价预期。
- **盈利预测与投资建议。** 根据业绩预告, 预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 1.11 元、1.66 元、2.16 元, 对应 PE 分别为 36 倍、24 倍、19 倍。新生儿出生数量增加将带来公司业绩持续高增长, 维持“买入”评级。给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价为 49.8 元。
- **风险提示:** 新生儿出生数量或低于预期; 伊可新放量进度或低于预期。

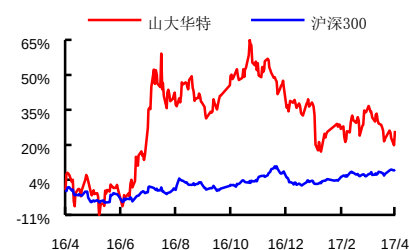
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	1232.97	1544.81	2015.43	2525.22
增长率	-10.26%	25.29%	30.46%	25.29%
归属母公司净利润 (百万元)	152.46	199.63	298.78	389.05
增长率	-29.87%	30.94%	49.67%	30.22%
每股收益 EPS (元)	0.85	1.11	1.66	2.16
净资产收益率 ROE	15.57%	17.39%	21.11%	22.07%
PE	47	36	24	19
PB	4.30	3.58	2.86	2.25

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)	28.62-52.52
总市值(亿元)	72.16
总资产(亿元)	24.20
每股净资产(元)	6.91

相关研究

1. 山大华特 (000915): 二胎政策放开受益最明显, 达因药业业绩超预期 (2016-07-28)
2. 山大华特 (000915): 儿童药进入黄金发展时期, 业绩重返高增长 (2016-06-05)

关键假设：

假设 1：随着新生儿数量增加，预计伊可新 2017-2018 年的销量增速分别为 40%、30%；

假设 2：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	1233.0	1544.8	2015.4	2525.2
	增速	-10%	25%	30%	25%
	毛利率	62%	65%	68%	69%
药品	收入	693.2	880.0	1232.0	1601.6
	增速	-15%	27%	40%	30%
	毛利率	87%	89%	90%	90%
环保	收入	252.9	378.0	453.6	544.3
	增速	-36%	49%	20%	20%
	毛利率	34%	36%	36%	36%
教育	收入	144.8	144.8	166.5	191.4
	增速	30%	0%	15%	15%
	毛利率	21%	23%	23%	23%
其他	收入	142.1	142.1	163.4	187.9
	增速	52%	0%	15%	15%
	毛利率	34%	34%	34%	34%

数据来源：公司公告，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	1544.81	2015.43	2525.22	净利润	261.47	350.22	533.53	707.37
营业成本	464.87	543.94	649.50	779.92	折旧与摊销	36.48	90.85	96.10	102.76
营业税金及附加	21.28	27.08	35.14	44.04	财务费用	57.92	46.34	60.46	75.76
销售费用	281.05	386.20	483.70	606.05	资产减值损失	4.40	4.00	4.00	4.00
管理费用	115.40	139.03	171.31	202.02	经营营运资本变动	30.84	-67.17	-145.51	-125.36
财务费用	57.92	46.34	60.46	75.76	其他	-100.88	-4.14	-3.98	-3.98
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	420.11	544.60	760.54
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	398.21	611.30	813.43	短期借款	-18.84	-2.74	10.00	10.00
其他非经营损益	13.00	9.00	9.00	9.00	长期借款	-1.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	304.00	407.21	620.30	822.43	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	42.52	56.98	86.77	115.06	支付股利	-18.03	-16.06	-19.95	-29.55
净利润	261.47	350.22	533.53	707.37	其他	-88.39	-46.34	-60.46	-75.76
少数股东损益	109.02	150.60	234.75	318.32	筹资活动现金流净额	-126.25	-65.15	-70.41	-95.31
归属母公司股东净利润	152.46	199.63	298.78	389.05	现金流量净额	3.34	287.23	353.43	548.82
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	701.85	1055.28	1604.10	成长能力				
应收和预付款项	512.39	625.88	823.76	1026.59	销售收入增长率	-10.26%	25.29%	30.46%	25.29%
存货	118.93	127.76	157.19	186.93	营业利润增长率	-25.60%	36.84%	53.51%	33.07%
其他流动资产	0.13	0.11	0.16	0.20	净利润增长率	-32.31%	33.94%	52.34%	32.58%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-18.40%	38.92%	43.42%	29.18%
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%	64.79%	67.77%	69.11%
无形资产和开发支出	206.48	214.12	221.76	229.40	三费率	36.85%	37.00%	35.50%	35.00%
其他非流动资产	182.59	149.25	160.35	156.64	净利率	21.21%	22.67%	26.47%	28.01%
资产总计	2080.91	2467.33	3072.78	3867.85	ROE	15.57%	17.39%	21.11%	22.07%
短期借款	52.74	50.00	60.00	70.00	ROA	12.57%	14.19%	17.36%	18.29%
应付和预收款项	260.96	286.98	355.39	437.85	ROIC	25.80%	31.16%	41.74%	48.27%
长期借款	1.50	1.50	1.50	1.50	EBITDA/销售收入	31.26%	34.66%	38.10%	39.28%
其他负债	86.15	115.12	128.58	153.37	营运能力				
负债合计	401.35	453.60	545.47	662.72	总资产周转率	0.61	0.68	0.73	0.73
股本	180.25	180.25	180.25	180.25	固定资产周转率	2.53	2.95	3.96	5.03
资本公积	34.59	34.59	34.59	34.59	应收账款周转率	6.26	6.74	7.34	7.03
留存收益	887.21	1070.77	1349.60	1709.10	存货周转率	4.23	4.40	4.55	4.53
归属母公司股东权益	1102.05	1285.61	1564.44	1923.94	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	728.11	962.87	1281.18	资本结构				
股东权益合计	1679.56	2013.72	2527.31	3205.13	资产负债率	19.29%	18.38%	17.75%	17.13%
负债和股东权益合计	2080.91	2467.33	3072.78	3867.85	带息债务/总负债	13.51%	11.35%	11.27%	10.79%
					流动比率	2.67	3.28	3.80	4.32
					速动比率	2.37	2.99	3.51	4.03
					股利支付率	11.82%	8.05%	6.68%	7.60%
					每股指标				
					每股收益	0.85	1.11	1.66	2.16
					每股净资产	9.32	11.17	14.02	17.78
					每股经营现金	1.61	2.33	3.02	4.22
					每股股利	0.10	0.09	0.11	0.16
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	385.39	535.40	767.86	991.95					
PE	47.33	36.15	24.15	18.55					
PB	4.30	3.58	2.86	2.25					
PS	5.85	4.67	3.58	2.86					
EV/EBITDA	16.64	11.49	7.55	5.31					
股息率	0.25%	0.22%	0.28%	0.41%					

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

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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn