

生产不正常拖累一季报，二季度开始业绩表观增速有望大幅扭转

——山大华特 2019 年一季报业绩预告点评

公司点评

崔文亮 (分析师)

010-83561311

cuiwenliang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518120002

● 事件: 公司发布 2019 年一季报业绩预告

2019 年第一季度, 公司预计实现归母净利润 1848~2588 万元, 同比下降 65%~75%, 主要原因是伊可新恢复生产后的初期阶段生产效率较正常时下降, 导致其收入、利润同比减少。其他业务保持稳定。首先, 相比 2018 年 Q4 达因药业单季度亏损 7000 万左右, 我们测算达因药业 2019 年 Q1 单季度净利润在 2000 万左右, 环比看已经脱离了大幅亏损状态; 其次, **Q1 的业绩是在伊可新开工率仍然没有完全恢复正常的情况下实现的, 不能真正体现公司潜在的盈利能力**, 公告提到, “至 3 月中旬, 伊可新产能已恢复到正常水平”, 我们预计是 24 小时满负荷生产状态, 因此, 可以预计, 从 Q2 开始, 包括 Q3、Q4, 达因药业生产将完全恢复正常, 全年业绩将前低后高; 此外, 1、2 月份伊可新虽然有生产, 但公司优先保证医院渠道的供货, 然后才是 OTC 和商务分销渠道, 而医院端供货价较低, 因此, 这部分销售虽然贡献收入, 但盈利能力却显著低于其他渠道, 但从长远看, 医院端具有为其他渠道引流和学术教育的重要意义, 公司相当于牺牲短期利润优先保证医院端供货。

● 预计全年业绩前低后高, 中报开始表观增速有望大幅扭转

2018 年 Q1~Q4 公司单季度净利润分别为 0.74 亿、0.08 亿、0.62 亿和 -0.14 亿元, 可见, 2018 年 Q1 基数全年最高, 2018 年 Q2 由于核销土地减值, 基数开始大幅下降, 而 2019 年随着 3 月份伊可新全面恢复生产, **预计 Q2 开始业绩将正常释放, 公司业绩同比增速也将相应的从 Q2 开始大幅扭转。**

● 看好“量价齐升”成长逻辑, 国家倡导校办企业脱钩剥离, 机制有望理顺

2018 年 5 月, 国务院发文倡导校办企业脱钩剥离, 未来不排除有更换股东的可能性, 一旦实现, 公司机制有望进一步理顺。考虑到 1 季度业绩情况, 我们调整 2019 年盈利预测, 预计公司 2019~2021 年净利润 2.70(-0.15)/3.45/4.31 亿元, 同比增长 108%/28%/25%, 2019~2021 年 PE 分别为 21/17/13 倍, PEG 显著小于 1, 公司在儿科用药领域具有绝对优势, 维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 新生儿数量波动影响伊可新销售; 伊可新销售低于预期; 新产品上市销售低于预期; 收购达因药业少数股权及更换股东等预期不可控。

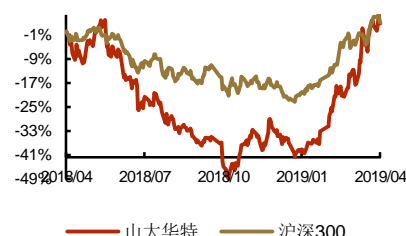
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,767	1,526	1,923	2,308	2,654
增长率(%)	14.4	-13.6	26.0	20.0	15.0
净利润(百万元)	243	130	270	345	431
增长率(%)	22.6	-46.7	108.1	27.7	25.0
毛利率(%)	67.7	60.3	67.6	68.0	69.0
净利率(%)	13.8	8.5	14.0	14.9	16.2
ROE(%)	20.3	10.2	17.9	18.8	19.3
EPS(摊薄/元)	1.04	0.55	1.15	1.47	1.84
P/E(倍)	23.5	44.0	21.2	16.6	13.3
P/B(倍)	3.8	3.6	3.2	2.7	2.3

强烈推荐 (维持评级)

市场数据	时间 2019.04.12
收盘价(元):	24.37
一年最低/最高(元):	11.7/25.68
总股本(亿股):	2.34
总市值(亿元):	57.11
流通股本(亿股):	2.33
流通市值(亿元):	56.89
近 3 月换手率:	146.61%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	11.46	42.74	-0.9
绝对	17.67	71.62	1.41

相关报告

《经营低点已过, 基本面显著改善多因素驱动 2019 年业绩反转》2019-03-27

《渠道补库存+提价有望驱动今年业绩反转, 右旋糖酐铁和维生素 D 滴剂即将上市有望再造一个伊可新》2019-03-21

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1470	1616	1966	2473	3142	营业收入	1767	1526	1923	2308	2654
现金	707	1011	830	1565	1739	营业成本	571	606	624	738	823
应收账款	231	213	346	324	446	营业税金及附加	33	26	34	41	47
其他应收款	20	0	26	5	30	营业费用	480	433	499	574	640
预付账款	43	36	64	56	82	管理费用	153	127	190	219	230
存货	113	129	120	174	155	财务费用	9	1	12	11	5
其他流动资产	355	227	580	348	689	资产减值损失	8	2	0	0	0
非流动资产	1305	1284	1423	1555	1657	公允价值变动收益	-1	0	0	0	-0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	9	11	7	7	8
固定资产	643	651	803	943	1053	营业利润	528	270	571	732	916
无形资产	108	187	184	183	179	营业外收入	1	3	2	2	2
其他非流动资产	554	446	435	428	425	营业外支出	2	3	2	5	7
资产总计	2775	2900	3389	4027	4798	利润总额	526	270	571	729	911
流动负债	548	483	548	603	639	所得税	75	30	77	98	123
短期借款	21	20	20	20	20	净利润	451	240	494	630	788
应付账款	145	138	153	191	193	少数股东损益	208	110	224	286	357
其他流动负债	382	325	375	392	426	归属母公司净利润	243	130	270	345	431
非流动负债	8	76	76	76	76	EBITDA	549	291	595	755	934
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(元)	1.04	0.55	1.15	1.47	1.84
其他非流动负债	8	76	76	76	76						
负债合计	556	559	624	679	715	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	719	743	967	1253	1610	成长能力					
股本	234	234	234	234	234	营业收入(%)	14.4	-13.6	26.0	20.0	15.0
资本公积	35	62	62	62	62	营业利润(%)	32.2	-48.9	111.6	28.2	25.2
留存收益	1230	1301	1666	2111	2636	归属于母公司净利润(%)	22.6	-46.7	108.1	27.7	25.0
归属母公司股东权益	1499	1598	1797	2095	2473	获利能力					
负债和股东权益	2775	2900	3389	4027	4798	毛利率(%)	67.7	60.3	67.6	68.0	69.0
						净利率(%)	13.8	8.5	14.0	14.9	16.2
						ROE(%)	20.3	10.2	17.9	18.8	19.3
						ROIC(%)	28.4	12.6	24.9	27.4	29.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	20.0	19.3	18.4	16.9	14.9
						净负债比率(%)	-30.9	-42.3	-29.3	-46.1	-42.1
						流动比率	2.7	3.3	3.6	4.1	4.9
						速动比率	2.5	3.1	3.4	3.8	4.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	8.4	6.9	6.9	6.9	6.9
						应付账款周转率	3.7	4.3	4.3	4.3	4.3
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.04	0.55	1.15	1.47	1.84
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	1.58	0.36	4.18	1.70
						每股净资产(最新摊薄)	6.40	6.82	7.67	8.94	10.55
						估值比率					
						P/E	23.5	44.0	21.2	16.6	13.3
						P/B	3.8	3.6	3.2	2.7	2.3
						EV/EBITDA	10.5	19.0	10.0	7.3	6.1

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

崔文亮，9年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、中信证券、方正证券、安信证券等，2018年11月加入新时代证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>