

## 单季度业绩好转, 整体毛利率提升

### 投资要点

- 财务概况:** 2016年上半年营业收入、扣非净利润分别为33.4亿元、4亿元, 同比增长分别为0.4%、3.5%。2016Q2营业收入、扣非后净利润分别为18.2亿元、2.3亿元, 同比增长分别为0.8%、16.4%; 公司同时预告2016年1-9月净利润增速约为0%-30%。
- 单季度业绩增速恢复, 整体盈利水平提升。** 2016年上半年营业收入约为33.4亿元, 同比增长约0.4%。其中医药产品约为9.3亿元, 同比增长约6.2%; 农化产品约为22.6亿元, 同比增长约为0.2%。2016年上半年扣非净利润约为4亿元, 同比增长约为3.5%, 净利润增速快于收入增速约3个百分点, 主要原因为产品结构变化导致公司毛利率上升2个百分点。细分来看, 毛利较高的医药产品中自产产品收入比例提升, 整体来看不仅收入增加6.2%, 且毛利率同时提升约6个百分点; 毛利较低的农药化工产品收入占比下滑约2个百分点, 当前约为68%。子公司华邦制药、颖泰嘉和、百盛药业在2016H1的净利润分别约为1.1亿元、1.8亿元、1.05亿元, 同比增长分别约为22%、16%、5%。子公司中百盛药业增速较慢, 主要原因为返税进度低于预期所致, 如从行业情况来看, 返税或在下半年体现, 百盛大概率将完成2016年业绩承诺。如从单季度来看, 2016Q2公司扣非后净利润分别同比增长0.8%、16.4%, 利润增速为近三个季度首次为正, 出现增速反转, 我们判断公司农化业务业绩增速已经有所恢复, 全年持续看好。
- 逐步完善大健康布局, 未来盈利逐渐清晰。** 1) 康复领域继续加强。背靠重医优质医疗资源, 强化与重医系的康复医疗合作, 逐渐向专科康复方向发展, 预计2017-2018年将在全国的康复医院布局将达到10家。随着国际康复医疗项目莱茵顿医院落地, 后期将把国外的康复理念和模式引入国内, 进行推广复制, 外延预期强烈; 2) 强化皮肤疾病药品优势, 对接线上线下资源。公司为皮肤科和结核病领域制药龙头, 大力推进皮肤科互联网战略、OTC战略以及丰富的产品储备等都为公司制药业务的稳健发展保驾护航; 3) 布局先进生物治疗领域。增资及收购的方式获得生命原点约30%股权, 同时通过子公司收购瑞士生物约70%股权, 聚焦肿瘤先进治疗技术, 逐渐完善“大华邦医疗联盟”布局; 4) 业务梳理继续。农化业务挂牌新三板独立运营, 未来上市公司资源将专注于医药领域, 其它非医疗子公司或也存在独立融资预期, 如原料药主体汉江药业、旅游主体太白山旅游等。
- 盈利预测与估值:** 我们预计2016-2018年EPS分别为0.34元、0.42元、0.50元(原预测2016-2017年EPS分别为0.49元、0.61元, 本次调整原因为除权影响, 及收入结构、毛利率变化等), 对应市盈率分别为28倍、23倍、19倍, 公司业绩增速稳定, 且大健康战略稳步推进, 在康复领域的外延预期强烈, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 产品销售或低于预期, 产品降价风险、大健康战略进度或低预期。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6174.31	6587.67	7353.11	8211.10
增长率	26.87%	6.69%	11.62%	11.67%
归属母公司净利润(百万元)	636.63	760.15	947.75	1128.54
增长率	48.33%	19.40%	24.68%	19.08%
每股收益EPS(元)	0.28	0.34	0.42	0.50
净资产收益率ROE	6.31%	7.10%	8.34%	9.26%
PE	34	28	23	19
PB	2.05	1.93	1.82	1.70

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

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星  
电话: 021-68415020  
邮箱: zxxing@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)	20.35
流通A股(亿股)	13.37
52周内股价区间(元)	8.4-15.41
总市值(亿元)	194.33
总资产(亿元)	203.85
每股净资产(元)	4.76

### 相关研究

- 华邦健康(002004): 拟增资生命原点, 进军细胞治疗 (2015-12-09)
- 华邦健康(002004): “大华邦健康医疗联盟”又添新兵 (2015-12-01)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6174.31	6587.67	7353.11	8211.10	净利润	656.82	784.27	977.82	1164.34
营业成本	4040.40	4229.66	4688.90	5199.50	折旧与摊销	334.46	376.39	376.39	376.39
营业税金及附加	39.07	37.20	43.19	47.61	财务费用	157.03	-20.40	-35.21	-42.82
销售费用	659.83	724.64	772.08	821.11	资产减值损失	19.26	15.00	15.00	15.00
管理费用	600.67	658.77	698.55	780.05	经营营运资本变动	120.42	-369.13	-81.94	-138.03
财务费用	157.03	-20.40	-35.21	-42.82	其他	-945.55	15.84	12.44	13.76
资产减值损失	19.26	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>342.45</b>	<b>801.97</b>	<b>1264.50</b>	<b>1388.65</b>
投资收益	123.29	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1889.08	-30.00	-30.00	-30.00
公允价值变动损益	-28.58	-28.58	-28.58	-28.58	其他	1232.50	-31.55	-27.58	-28.91
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-656.57</b>	<b>-61.55</b>	<b>-57.58</b>	<b>-58.91</b>
<b>营业利润</b>	<b>752.76</b>	<b>914.22</b>	<b>1142.03</b>	<b>1362.07</b>	短期借款	-245.97	-2521.68	0.00	0.00
其他非经营损益	4.55	8.45	8.34	7.75	长期借款	-162.79	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>757.31</b>	<b>922.67</b>	<b>1150.37</b>	<b>1369.81</b>	股权融资	3607.22	0.00	0.00	0.00
所得税	100.49	138.40	172.56	205.47	支付股利	-226.02	-167.63	-300.23	-311.94
净利润	656.82	784.27	977.82	1164.34	其他	100.44	-198.28	35.21	42.82
少数股东损益	20.20	24.12	30.07	35.80	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>3072.88</b>	<b>-2887.60</b>	<b>-265.03</b>	<b>-269.13</b>
归属母公司股东净利润	636.63	760.15	947.75	1128.54	<b>现金流量净额</b>	<b>2843.89</b>	<b>-2147.18</b>	<b>941.89</b>	<b>1060.62</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	5965.04	3817.86	4759.75	5820.36	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	2149.09	2113.29	2374.48	2677.77	销售收入增长率	26.87%	6.69%	11.62%	11.67%
存货	1212.48	1236.56	1383.45	1529.88	营业利润增长率	56.36%	21.45%	24.92%	19.27%
其他流动资产	247.24	338.33	349.84	400.88	净利润增长率	47.27%	19.40%	24.68%	19.08%
长期股权投资	2058.46	2058.46	2058.46	2058.46	EBITDA 增长率	39.47%	2.09%	16.77%	14.32%
投资性房地产	33.50	35.56	34.87	35.10	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3220.23	3013.34	2806.45	2599.56	毛利率	34.56%	35.79%	36.23%	36.68%
无形资产和开发支出	4168.22	4035.63	3903.04	3770.45	三费率	22.96%	20.69%	19.52%	18.98%
其他非流动资产	656.16	649.25	642.34	635.44	净利率	10.64%	11.91%	13.30%	14.18%
<b>资产总计</b>	<b>19710.40</b>	<b>17298.27</b>	<b>18312.67</b>	<b>19527.89</b>	ROE	6.31%	7.10%	8.34%	9.26%
短期借款	2521.68	0.00	0.00	0.00	ROA	3.33%	4.53%	5.34%	5.96%
应付和预收款项	1392.85	1493.72	1671.96	1840.46	ROIC	10.49%	8.70%	10.84%	13.14%
长期借款	2071.25	2071.25	2071.25	2071.25	EBITDA/销售收入	20.15%	19.28%	20.17%	20.65%
其他负债	3314.20	2686.27	2844.85	3039.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>9299.99</b>	<b>6251.24</b>	<b>6588.06</b>	<b>6950.88</b>	总资产周转率	0.37	0.36	0.41	0.43
股本	2034.88	2235.98	2235.98	2235.98	固定资产周转率	2.79	3.00	3.75	4.76
资本公积	5547.13	5346.03	5346.03	5346.03	应收账款周转率	4.84	4.21	4.45	4.43
留存收益	1998.70	2591.22	3238.73	4055.33	存货周转率	3.75	3.45	3.57	3.57
归属母公司股东权益	9523.14	10135.64	10783.16	11599.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.35%	—	—	—
少数股东权益	887.27	911.38	941.45	977.26	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>10410.41</b>	<b>11047.03</b>	<b>11724.61</b>	<b>12577.01</b>	资产负债率	47.18%	36.14%	35.98%	35.59%
负债和股东权益合计	19710.40	17298.27	18312.67	19527.89	带息债务/总负债	65.38%	56.92%	54.01%	51.19%
					流动比率	1.72	2.99	3.12	3.25
					速动比率	1.50	2.50	2.63	2.77
					股利支付率	35.50%	22.05%	31.68%	27.64%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.28	0.34	0.42	0.50
					每股净资产	4.66	4.94	5.24	5.62
					每股经营现金	0.15	0.36	0.57	0.62
					每股股利	0.10	0.07	0.13	0.14
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1244.25	1270.21	1483.21	1695.64					
PE	33.58	28.12	22.55	18.94					
PB	2.05	1.93	1.82	1.70					
PS	3.46	3.24	2.91	2.60					
EV/EBITDA	15.37	16.08	13.14	10.86					
股息率	1.06%	0.78%	1.40%	1.46%					

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
	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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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