

阳普医疗(300030)/中小盘

业绩承压不减集团战略雄心，大股东承诺增持表信心
评级：增持（维持）

市场价格：11.92

目标价格：13.48

分析师：王暎

执业证书编号：S0740516060001

电话：021-20315165

Email: wangxian@r.qlzq.com.cn

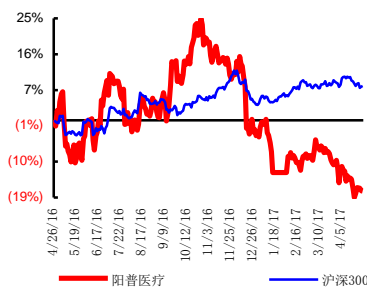
联系人：张欣

电话：021-20315165

Email: zhangxin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	309
流通股本(百万股)	253
市价(元)	11.92
市值(百万元)	3,681
流通市值(百万元)	3,013

股价与行业-市场走势对比

相关报告

《业绩短期承压，医疗器械获注册增强竞争力》 2017-03-30

《拟定增加码主业，医疗“产品+服务”大集团启航》 2017-02-07

《拟3亿债券补血，助力医疗大产业战略》 2016-12-09

《变革年，“医疗产品+医疗服务”巨头启航》 2016-11-14

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	545.35	517.10	586.00	676.33	781.44
增长率 yoy%	18.09%	-5.18%	13.32%	15.41%	15.54%
归母净利润(百万元)	39.84	30.48	48.39	67.09	83.22
增长率 yoy%	-24.92%	-23.49%	58.76%	38.65%	24.04%
每股收益(元)	0.13	0.10	0.16	0.22	0.27
每股现金流量	-0.03	0.08	0.01	0.18	0.21
净资产收益率	4.33%	3.23%	4.87%	6.33%	7.28%
P/E	151.63	140.12	81.24	59.15	47.68
PEG	—	—	1.38	1.53	1.98
P/B	6.56	4.52	3.96	3.74	3.47

备注：

投资要点

- **事件：**公司4月26日公布2017年一季度业绩。

点评如下：

- **业绩继续下滑 17.58%，仍在中短期承压范围内。**公司发布2017年一季度报，实现营收1.09亿元，同比增长3.94%，营收趋于稳定；归母净利润594万元，同比下降17.58%，业绩下滑主要是对联营企业深圳阳和投资收益较上年同期减少169.66%，对应EPS为0.02，公司业绩在前期一季度预告范围之内，分产品看公司真空采血系统实现营收6142万，营收贡献54.31%，同比增长7.37%，非真空采血系统主要由于部分产品停止代理导致收入下降0.14%。
- **继续加大研发，有序推进医疗“产品+服务”战略。**公司近三年处于变革之年，研发投入较多，部分产品认证周期较长给业绩带来一定压力，但不影响公司由单一的医疗器械制造企业向“医疗产品+医疗服务”的大型医疗集团方向发展战略，公司将有序围绕“临床实验室标本解决方案与诊断平台、影像学诊断平台、护理及麻醉产品平台、生物医药及药物中间体产品平台、健康管理平台五大产品线，通过海内外并购方式在大诊断、大医疗、大健康快速实现推进，且公司目前总规模6亿元并购基金及发行3亿债券随时做好外延并购准备。
- **实际控制人计划增持1-10亿元彰显未来发展信心。**公司2017年处于历史变革及快速发展阶段，基于对公司未来发展前景的信心，实际控制人邓冠华先生及公司高级管理人员拟在未来24个月内增持股票规模1-10亿元（目前市值仅36亿，总股本的2.7%-27%）并承诺6个月内不减持其所持有的公司股份。
- **盈利预测：**基于宜春县中医医院2017年1月完成工商登记后医院运营对产品的拉动、真空采血业绩稳住增长、前期研发下半年逐步释放，我们预测未来两年17/18营收分别为5.86、6.76亿，归母净利润分别为4839、6709万，同比分别增长58.76%、38.65%，对应EPS为0.157、0.217；同时考虑公司管理层丰富的经验优势以及外延发展的雄心、决心和信心，我们给予公司17年86 PE，对应目标价13.48元，对应当前价至“增持”评级。
- **风险提示事件：**医疗服务领域扩张风险；外延并购风险；海外市场销售风险

图表 1：公司的五大产品线



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	462	545	517	586	676	781	货币资金	139	168	128	154	422	384
增长率	16.40%	18.1%	-5.2%	13.3%	15.4%	15.5%	应收款项	167	209	200	247	285	330
销货成本	-235	-273	-236	-272	-314	-367	存货	109	129	107	118	133	153
%收入	50.9%	50.1%	45.6%	46.4%	46.4%	47.0%	其他流动资产	36	99	162	206	214	224
毛利	227	272	281	314	362	414	流动资产合计	450	604	596	725	1,055	1,091
%收入	49.1%	49.9%	54.4%	53.6%	53.6%	53.0%	%总资产	44.2%	41.9%	40.6%	45.4%	60.9%	57.8%
销售及行政费用	-149	-188	-201	-226	-252	-285	长期投资	162	225	266	285	294	304
%收入	32.2%	34.4%	38.9%	38.5%	37.3%	36.5%	固定资产	281	316	313	270	229	189
EBITDA	78	85	80	88	110	129	无形资产	117	260	270	289	128	279
%收入	16.9%	15.5%	15.5%	15.1%	16.3%	16.5%	非流动资产合计	569	836	874	870	676	797
折旧与摊销	-27	-36	-41	-33	-32	-30	%总资产	55.8%	58.1%	59.4%	54.6%	39.1%	42.2%
%收入	5.8%	6.5%	7.9%	5.7%	4.7%	3.8%	资产总计	1,019	1,439	1,470	1,595	1,731	1,888
EBIT	51	49	40	55	79	99	短期借款	110	237	288	338	388	438
%收入	11.1%	9.0%	7.7%	9.4%	11.7%	12.7%	应付款项	78	125	106	136	154	177
利息费用	2	-8	-11	-13	-15	-17	其他流动负债	3	11	19	17	20	23
投资收益	3	2	-2	2	2	2	流动负债	191	373	413	491	561	637
税前经营收益	56	43	27	44	66	85	长期贷款	20	74	59	59	59	59
%收入	12.2%	7.9%	5.2%	7.5%	9.7%	10.8%	其他长期负债	26	62	44	44	44	44
其他非经营收益	10	7	14	14	14	14	负债	237	509	516	594	664	740
税前利润	66	50	41	57	80	99	普通股股东权益	730	921	944	993	1,060	1,143
%收入	14.3%	9.1%	7.8%	9.8%	11.8%	12.6%	少数股东权益	52	10	10	9	7	5
所得税	-9	-8	-10	-10	-14	-18	负债股东权益合计	1,019	1,439	1,470	1,595	1,731	1,888
所得税率	13.9%	17.1%	24.7%	17.8%	17.8%	17.8%	比率分析						
少数股东损益	4	1	0	-1	-2	-2		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
归属于普通股股东净利润	53	40	30	48	67	83	每股指标						
净利率	11.5%	7.3%	5.9%	8.3%	9.9%	10.6%	每股收益(元)	0.179	0.129	0.099	0.157	0.217	0.269
							每股净资产(元)	2.466	2.982	3.058	3.215	3.432	3.702
							每股经营现金净流(元)	-0.366	-0.026	0.075	0.011	0.180	0.206
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	7.27%	4.33%	3.23%	4.87%	6.33%	7.28%
							总资产收益率	5.21%	2.77%	2.07%	3.03%	3.88%	4.41%
							投入资本收益率	7.22%	4.78%	3.27%	4.71%	8.10%	8.51%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.40%	18.09%	-5.18%	13.32%	15.41%	15.54%
							EBIT增长率	22.26%	-4.32%	-19.34%	39.39%	42.97%	26.03%
							净利润增长率	15.04%	-24.92%	-23.49%	58.76%	38.65%	24.04%
							总资产增长率	19.54%	41.20%	2.12%	8.52%	8.53%	9.06%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	112.5	114.6	130.9	110.0	110.0	110.0
							存货周转天数	123.3	140.8	155.2	140.0	140.0	140.0
							应付账款周转天数	57.1	69.0	94.2	68.0	68.0	68.0
							固定资产周转天数	166.1	181.1	220.5	179.4	131.4	93.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-1.08%	15.29%	22.88%	24.23%	2.28%	9.77%
							EBIT利息保障倍数	-36.8	11.0	7.2	6.5	7.0	7.3

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	57	41	30	47	65	81
少数股东损益	0	0	0	-1	-2	-2
非现金支出	29	40	43	34	32	30
非经营收益	-3	10	13	-2	0	2
营运资金变动	-192	-100	-63	-75	-41	-49
经营活动现金净流	-108	-8	23	2	54	62
资本开支	82	95	26	-4	-186	127
投资	-123	-107	-6	-19	-9	-9
其他	1	0	0	2	2	2
投资活动现金净流	-204	-202	-33	-14	178	-134
股权募资	30	48	0	0	0	0
债权募资	130	162	36	50	50	50
其他	-19	39	-63	-14	-16	-18
筹资活动现金净流	142	249	-28	36	34	32
现金净流量	-171	39	-37	25	267	-40

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。