

三诺生物(300298.SZ)

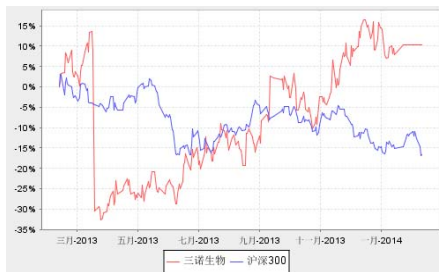
参股华广生技，布局高端血糖仪市场

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 78
 分析师: 陈景乐 分析师: 曾晖
 S0740513070002 S0740513010001
 021-20315157 021-20315169
 chenjl@r.qlzq.com.cn zenghui@r.qlzq.com.cn
 2014年2月27日

基本状况

总股本(百万股)	132.98
流通股本(百万股)	37.96
市价(元)	65.20
市值(百万元)	8670.04
流通市值(百万元)	2474.93

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	209.47	339.12	447.66	591.01	751.11
营业收入增速	30.73%	61.89%	32.01%	32.02%	27.09%
净利润增长率	60.71%	46.13%	28.28%	24.81%	34.18%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.46	1.25	1.56	2.10
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	38.66	45.93	36.80	27.42
PEG	0.00	0.84	1.62	1.48	0.80
每股净资产(元)	2.72	9.60	7.65	9.22	11.31
每股现金流量	1.30	1.47	1.19	1.69	2.33
净资产收益率	49.11%	15.24%	16.36%	16.95%	18.53%
市净率	0.00	5.89	7.51	6.24	5.08
总股本(百万股)	66.00	88.00	132.00	132.00	132.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

■ 事件:

- 2014年2月27日,公司发布2013年年度业绩快报,全年实现营业收入4.49亿元,同比增长32.42%;归属于上市公司股东的净利润1.66亿元,同比增长28.55%,处于前次业绩预告15%-35%的较上限。EPS1.25元,基本符合我们的预期(1.28元)。
- 公司发布与(台湾)华广生技股份有限公司(以下简称“华广生技”)签订了《战略合作框架协议书》和《私募认股协议书》并复牌的公告。
 - 根据双方签订的《战略合作框架协议书》,(1)双方将共同开发中国大陆地区及香港、澳门地区医疗器材零售市场(非医院途径销售市场),并授权公司在中国大陆地区及香港、澳门地区医疗器材零售市场(非医院途径销售市场)独家经销特定新品牌产品;(2)由华广生技依照台湾地区法律向公司发行私募普通股,公司完成私募股份认购后,将持有华广生技股份不超过11,000,000股,不超过华广生技已发行股份总数的20%;(3)华广生技完成子公司的设立、华广生技设立大陆子公司作为中国大陆的生产基地,完成大陆子公司的生产所需的原物料供应合同。
 - 根据双方签订的《私募认股协议书》,公司拟使用超募资金26400万元购汇,分两期以新台币120元每股的价格认购华广生技拟发行的不超过1100万私募股份。其中首期认购500万股,预计使用资金12000万元;二期认购不超过600万股,预计使用资金14400万元。公司完成全部私募股份认购后,将持有不超过20%的华广生技股份,成为华广生技第一大股东,上述股份自交付之日起锁定期为36个月。

- **点评:** 公司 2013 年度整体经营情况基本符合公司在 2012 年年报中所做的规划 (2013 年实现营业收入 4.4 亿元, 净利润 1.7 亿元), 净利润略低于规划主要是公司在四季度计提了约 120 万元的股权激励费用以及 200-300 万元的折旧费用 (募投项目投产)。我们预计公司 2013 年国内销售收入约 3.8-3.9 亿元, 同比增速在 30% 以上, 海外收入约 5000-6000 万元。从 Q4 单季度来看, 公司销售收入 1.07 亿元, 同比增长 23.44%, 我们认为主要是因为 2013 年 Q4 海外收入结转的金额略低于 2012 年 Q4 所致。Q4 公司营业利润 3984 万元, 同比增长 5.25%, 我们认为主要是因为 1>公司在四季度加大市场投入, 并逐步布局医院销售团队; 2>四季度计提了股权激励费用。
- **参股华广生技, 布局高端血糖仪市场:** 华广生技成立于 2003 年 4 月, 主要产品为血糖检测仪和血糖检测试条, 产品已取得欧盟 CE、美国 FDA、台湾 GMP 以及中国 SFDA 的认证。华广生技的核心技术在于贵金属电化学检测试条, 目前公司产品遍布亚洲、美洲、欧洲、非洲, 并在瑞士、美国、澳洲、深圳设有销售公司。公司已于 2010 年在台湾证券交易所上市。三诺自 2014 年 2 月 18 日公告与华广生技合作意向书以来, 华广二级市场股价从新台币 76.70 元/股上涨至 94 元/股, 累计涨幅达 22%, 可见台湾资本市场对双方合作较为认可。另外, 从华广生技的经营情况来看 (根据 2013 年前三季度财报), 公司前三季度实现营业收入新台币 11.89 亿元 (约合人民币 2.38 亿元), 净利润新台币 8354 万元 (约合人民币 1670 万元)。如果按照前三季度净利润简单推算的话, 我们预计华广 2013 年全年净利润在 2200 万元左右。此次合作如果仅仅从支付对价来看的话, 公司每股溢价率达 25% 以上, 且收购 PE 也可能超过 50 倍, **但是我们需要提醒投资者注意的是, 公司此次合作的战略意义更胜于财务投资带来的业绩增厚。原因如下:**
 - **获取 OTC 渠道独家经销权, 凭借渠道优势抢占外资份额:** 华广生技的产品定位高端, 解决了三诺高端产品储备不足以及品牌定位的问题; 而三诺在国内 OTC 市场精耕细作, 渠道优势明显, 强强联合有望迅速抢占外资份额; 另外从华广生技 2012 年的年报中可见, 华广在中国市场的销售收入同比增速高达 47%, 中国市场是华广未来发展的核心区域;
 - **双方有望不断开展业务部门之间的交流, 密切合作关系:** 我们看到公告中提及华广生技将设立大陆子公司作为中国大陆的生产基地, 完成大陆子公司的生产所需的原物料供应合同, 我们认为双方未来的合作领域有望延伸至生产、技术等等。
- **盈利预测和投资建议:** 我们暂时不考虑华广生技的利润贡献, 预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 4.48、5.91、7.51 亿元, 同比增速为 32%、32%、27%; 归属母公司净利润分别为 1.65、2.06、2.77 亿元, 同比增速为 28%、25%、34%; 2013-2015 年对应 EPS 为 1.25、1.56、2.10 元。给予医疗器械板块 2014 年平均估值 50 倍, 目标价 78 元, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 产品单一的风险、出口业务不稳定的风险、汇率波动的风险

图表 1: 三诺生物分产品销售预测表

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
内销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	50.80	54.62	73.23	87.87	105.45
增长率 (YOY)	-1.57%	7.52%	34.07%	20.00%	20.00%
毛利率	42.20%	7.32%	1.49%	1.49%	1.49%
销售成本	29.36	50.62	72.14	86.56	103.88
增长率 (YOY)	65.35%	72.41%	42.50%	20.00%	20.00%
毛利	21.44	4.00	1.09	1.31	1.57
增长率 (YOY)	-36.67%	-81.36%	-72.70%	20.00%	20.00%
占总销售额比重	24.25%	16.20%	16.36%	14.87%	14.04%
占主营业务利润比重	14.64%	1.69%	0.35%	0.31%	0.30%
外销-血糖仪 (包括STX-1, 安稳、安准型血糖仪)					
销售收入	3.03	3.80	3.20	3.20	3.20
增长率 (YOY)	-81.34%	25.29%	-15.81%	0.00%	0.00%
毛利率	26.84%	20.59%	20.59%	20.59%	20.59%
销售成本	2.22	3.02	2.54	2.54	2.54
增长率 (YOY)	-80.13%	36.01%	-15.81%	0.00%	0.00%
毛利	0.81	0.78	0.66	0.66	0.66
增长率 (YOY)	-84.01%	-3.92%	-15.81%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.45%	1.13%	0.71%	0.54%	0.43%
占主营业务利润比重	0.56%	0.33%	0.21%	0.16%	0.12%
内销-血糖仪试条					
销售收入	134.32	234.46	316.82	426.13	557.80
增长率 (YOY)	180.21%	74.55%	35.13%	34.50%	30.90%
毛利率	81.44%	85.26%	86.82%	84.89%	84.10%
销售成本	24.93	34.57	41.76	64.37	88.69
增长率 (YOY)	128.79%	38.69%	20.80%	54.14%	37.79%
毛利	109.40	199.89	275.06	361.76	469.11
增长率 (YOY)	195.34%	82.72%	37.60%	31.52%	29.67%
占总销售额比重	64.12%	69.52%	70.77%	72.10%	74.26%
占主营业务利润比重	74.69%	84.46%	87.02%	86.98%	88.38%
外销-血糖仪试条					
销售收入	21.32	44.37	54.41	68.81	77.16
增长率 (YOY)	-52.02%	108.16%	22.62%	26.46%	12.14%
毛利率	69.49%	72.11%	72.21%	72.21%	72.21%
销售成本	6.50	12.38	15.12	19.12	21.44
增长率 (YOY)	-63.70%	90.33%	22.14%	26.46%	12.14%
毛利	14.81	31.99	39.29	49.69	55.72
增长率 (YOY)	-44.14%	115.99%	22.81%	26.46%	12.14%
占总销售额比重	—	—	—	—	—
占主营业务利润比重	—	—	—	—	—
新产品-尿微量白蛋白测试条					
销售收入	0.00	0.00	0.00	5.00	7.50
增长率 (YOY)	—	—	—	—	50.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%
销售成本	0.00	0.00	0.00	2.50	3.75
增长率 (YOY)	—	—	—	—	50.00%
毛利	0.00	0.00	0.00	2.50	3.75
增长率 (YOY)	—	—	—	—	50.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.85%	1.00%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.60%	0.71%
销售收入小计	209.47	337.25	447.66	591.01	751.11
销售成本小计	63.01	100.59	131.56	175.09	220.30
毛利	146.46	236.67	316.10	415.91	530.81
平均毛利率	69.92%	70.17%	70.61%	70.37%	70.67%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 三诺生物财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	160	209	339	448	591	751
增长率	130.45%	30.7%	61.9%	32.0%	32.0%	27.1%
营业成本	-58	-63	-101	-132	-175	-220
%销售收入	35.9%	29.9%	29.7%	29.4%	29.6%	29.3%
毛利	103	147	238	316	416	531
%销售收入	64.1%	70.1%	70.3%	70.6%	70.4%	70.7%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-5	-7	-9
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.1%
营业费用	-31	-35	-89	-121	-148	-173
%销售收入	19.6%	16.5%	26.3%	27.0%	25.0%	23.0%
管理费用	-12	-14	-28	-38	-63	-79
%销售收入	7.5%	6.8%	8.3%	8.5%	10.7%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	57	96	117	152	198	271
%销售收入	35.8%	45.7%	34.5%	34.0%	33.5%	36.1%
财务费用	1	3	16	14	20	26
%销售收入	-0.8%	-1.6%	-4.7%	-3.2%	-3.3%	-3.4%
资产减值损失	0	0	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	7	3	5	4
%税前利润	0.0%	0.0%	4.6%	1.8%	2.2%	1.3%
营业利润	59	99	140	169	223	301
营业利润率	36.5%	47.4%	41.2%	37.7%	37.7%	40.1%
营业外收支	5	4	10	22	16	19
税前利润	63	103	150	190	239	320
利润率	39.4%	49.1%	44.1%	42.5%	40.4%	42.5%
所得税	-8	-15	-21	-25	-32	-43
所得税率	13.2%	14.3%	13.9%	13.2%	13.6%	13.4%
净利润	55	88	129	165	206	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	55	88	129	165	206	277
净利率	34.2%	42.1%	38.0%	36.9%	34.9%	36.8%
				28.3%	24.8%	34.2%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	55	88	129	165	206	277
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2	2	4	4	23	42
非经营收益	-1	0	-21	-25	-21	-23
营运资金变动	11	-4	17	12	15	12
经营活动现金流	67	86	129	157	223	307
资本开支	4	8	33	81	187	-18
投资	1	0	-154	0	0	0
其他	0	0	6	3	5	4
投资活动现金流	-3	-8	-181	-77	-182	22
股权募资	9	0	588	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-14	0	-53	0	0	0
筹资活动现金流	-5	0	535	0	0	0
现金净流量	59	78	482	79	41	330
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	101	179	655	735	775	1,105
应收账款	10	10	16	19	24	31
存货	14	23	37	39	52	65
其他流动资产	4	6	181	184	187	191
流动资产	129	217	889	977	1,038	1,392
%总资产	87.9%	90.1%	94.0%	86.2%	75.5%	82.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	7	12	40	139	319	278
%总资产	4.7%	4.9%	4.2%	12.2%	23.2%	16.5%
无形资产	10	12	12	12	12	13
非流动资产	18	24	57	156	336	295
%总资产	12.1%	9.9%	6.0%	13.8%	24.5%	17.5%
资产总计	146	241	946	1,133	1,374	1,688
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	24	31	37	57	68	91
其他流动负债	18	16	48	49	73	87
流动负债	43	47	85	106	141	178
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	15	16	16	16	16
负债	55	62	101	123	158	194
普通股股东权益	91	180	845	1,010	1,217	1,493
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	146	241	946	1,133	1,374	1,688
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.831	1.336	1.464	1.252	1.563	2.097
每股净资产 (元)	1.384	2.720	9.604	7.655	9.217	11.314
每股经营现金流 (元)	1.016	1.302	1.467	1.187	1.687	2.329
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.750	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	60.05%	49.11%	15.24%	16.36%	16.95%	18.53%
总资产收益率	37.46%	36.55%	13.61%	14.59%	15.01%	16.40%
投入资本收益率	-495.96%	14570.01%	53.11%	47.86%	38.79%	60.41%
增长率						
营业总收入增长率	130.45%	30.73%	61.89%	32.01%	32.02%	27.09%
EBIT增长率	144.98%	66.89%	22.25%	29.76%	30.31%	36.77%
净利润增长率	110.40%	60.71%	46.13%	28.28%	24.81%	34.18%
总资产增长率	105.50%	64.70%	292.35%	19.74%	21.30%	22.79%
资产管理能力						
应收账款周转天数	16.9	13.2	10.9	12.1	11.5	11.8
存货周转天数	60.4	106.9	108.7	107.8	108.2	108.0
应付账款周转天数	28.3	23.9	20.4	22.1	21.3	21.7
固定资产周转天数	14.0	15.6	13.8	10.8	63.1	83.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-111.00%	-99.69%	-77.53%	-72.71%	-63.72%	-73.99%
EBIT利息保障倍数	-47.6	-28.1	-7.3	-10.8	-10.0	-10.5
资产负债率	37.62%	25.57%	10.68%	10.82%	11.47%	11.50%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。