

日期: 2014 年 9 月 29 日

行业: 纺织行业



王昊
021-53519888-1957
wanghao@shzq.com

执业证书编号: S0870513070002

中小市值研究组:

曾小勇 (S0870510120014)

王昊 (S0870513070002)

潘贻立 (S0870514060001)

基本数据 (Y2013H1)

报告日股价 (元)	20.00
12mth A 股价格区间 (元)	14.72/23.1
总股本 (亿股)	1.77
无限售 A 股/总股本	89.02%
流通市值 (亿元)	31.48
每股净资产 (元)	8.87
PBR (X)	2.25
DPS (Y2013, 元)	0.20

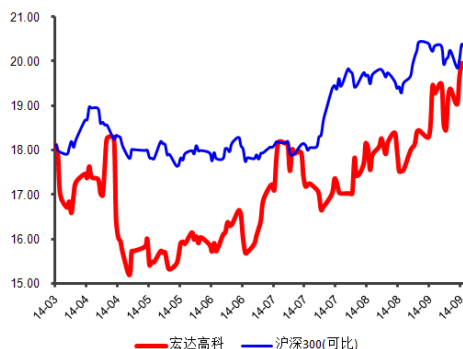
主要股东 (Y2013)

沈国甫	21.36%
毛志林	4.90%
李宏	4.59%

收入结构 (Y2013H1)

面料织造	55.31%
贸易	19.44%
医疗器械	13.83%
染整加工	9.66%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZXSZ14-CR12

首次报告日期: 2014 年 9 月 29 日

相关报告:

今朝栖苍梧 明日舞九天

投资摘要

估值与投资建议

我们预计, 2014-2016 年, 公司将分别实现归属于母公司的净利润 1.19 亿元、1.25 亿元和 1.44 亿元, 同比增长 46.15%、5.24% 和 15.20%; 相应的每股收益为 0.67 元、0.71 元和 0.82 元。以 9 月 29 日收盘价 20.00 元计算, 2014 年和 2015 年动态 PE 分别为 29.79 倍和 28.31 倍。而用整体法计算的申万医疗器械行业和纺织制造行业的对应的 2014 年股指水平分别为 50.50 和 16.81。考虑到公司医疗器械业务和纺织业务今年分别有望实现 2400 万和 4000 万净利润, 我们认为公司目前估值合理, 但鉴于未来新产品市场潜力广阔, 未来仍有提升的可能。

公司是国内经编行业的龙头企业之一, 我们认为其营收占比较大的汽车内饰产品, 其整个市场容量在 4700 万平方米左右, 价值在 9.4 亿元左右, 公司目前占比约在 22%。公司正在积极开拓奔驰、宝马、奥迪等豪华车的内饰市场, 有望实现进口替代; 同时还在积极拓展汽车窗帘面料、汽车座椅面料等产品市场, 以及高铁和大飞机相关领域。

医疗器械业务是公司另一大主业, 产品包括黑白超、彩超和其他超声产品。随着公司技术的不断提升, 彩超收入的占比有望逐步提高。而未来几年我国彩超市场年均增长率将保持在 20% 左右的较快水平。公司有望凭借技术和价格优势, 抢占更大的市场份额。公司利用其在超声波运用上的技术优势, 积极开发新产品, 主要面向癌症辅助治疗市场和移动医疗市场, 均有很大的发展潜力。

综合考虑, 公司现有产品市场销售情况良好, 未来或将保持稳健增长, 而今明两年新品投放市场后, 有望带来新的业绩增长点。估值上看, 目前公司估值合理, 未来投产的医疗器械新品兼具抗癌和移动医疗等市场热点, 或将打开新的估值提升空间。同时, 公司在手货币资金充足、大股东实力雄厚, 可能通过并购进一步延伸产业链和提升竞争力。首次覆盖, 给予“谨慎增持”评级。

核心假设

1) 我们认为随着公司逐步调整面料织造产品的结构, 提升高附加值产品的比重, 面料织造产品的毛利率在 2014-2016 年将分别达到 33%、35% 和 38%; 而随着新产品的不断推出和销售渠道的开拓, 同期医疗器械产品的毛利率有望达到 45%、46% 和 48%。

2) 费用方面, 考虑到营销团队建设和客户开拓力度仍保持在较高水平, 2014-2016 年销售费用率或将继续上升, 分别为 5.00%、5.20% 和

5.50%；同期管理费用新品的逐步退出和产能释放，在今年进一步上升后，或将未来两年中稳中略降，分别为 10.00%、8.50%和 8.00%的水平；公司在手资金充足，未来随着募集资金逐步投入使用，预计财务费用率将小幅上升，鉴于此我们假设未来三年财务费用率为-1.50%、-1.00%和 0.20%。

3) 投资收益方面，我们暂不考虑继续转让海宁皮城的股票带来的投资收益，而仅考虑持股小贷公司获得的投资收益，预计未来三年年均带来 2000 万左右的收益。

主要风险

- (1) 市场竞争加剧的风险；
- (2) 原材料价格波动的风险；
- (3) 医疗器械销售渠道开拓不顺的风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	585.87	567.79	631.37	719.68
年增长率	-6.81%	-3.09%	11.20%	13.99%
归属于母公司的净利润	81.20	118.68	124.90	143.88
年增长率	-29.22%	46.15%	5.24%	15.20%
每股收益(元)	0.48	0.67	0.71	0.81
PER (X)	43.54	29.79	28.31	24.57

数据来源: Wind 上海证券研究所

目 录

一、投资评级及建议.....	5
二、公司概况.....	6
2.1 历史沿革	6
2.2 实际控制人情况	6
2.3 公司现状	7
三、经编业务提升产品结构 保持市场竞争力.....	9
3.1 收入稳步增长 盈利持续提升	9
3.2 下游汽车需求增长有所放缓	10
3.3 产品差异化及新市场开拓有望带来持续的推动力	11
四、医疗器械新品丰富 有望打开新一轮增长空间.....	12
4.1 医疗器械收入波动较大 渠道开拓任重道远.....	12
4.2 超声市场容量依旧广大	14
4.3 新产品涉足抗癌和智能穿戴 市场前景看好.....	15
4.4 资金充足 并购可期	17
五、盈利预测.....	17
5.1 预测前提	17
5.2 盈利预测	18
六、风险提示.....	18
6.1 市场竞争加剧的风险	18
6.2 原材料价格波动的风险.....	18
6.3 医疗器械销售渠道开拓不顺的风险	18
七、附表.....	18

图

图 1 可比行业动态 PE	5
图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图	7
图 4 营收增速逐步放缓	8
图 5 出售股票致 2014 年上半年业绩大增	8
图 4 面料织造和医疗器械是公司两大主业	8
图 5 经编收入缓慢增长 医疗器械收入受制于渠道	8
图 7 经编业务收入及增速	10
图 8 经编业务毛利及毛利率	10
图 9 公司面料织造产品量价齐升	10
图 10 汽车产量增速放缓	11
图 11 氨纶价格维持在较低水平	12
图 12 涤纶、锦纶价格震荡下行	12
图 11 医疗器械收入增速持续下滑	13
图 12 医疗器械业务毛利率仍保持在较高水平	13
图 15 黑白超市场整体价格下滑对公司影响明显	14
图 16 国内彩超市场规模增长很快	15
图 17 国内移动医疗市场规模有望快速增长	17

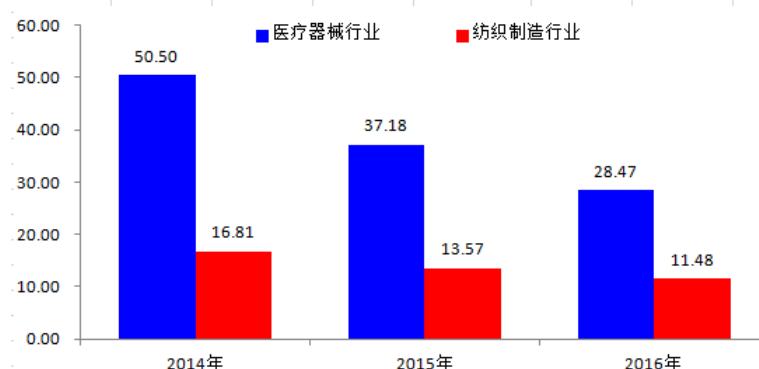
表

表 1 公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币） ...	18
表 2 宏达高科利润表预测（单位：百万元人民币）	19

一、投资评级及建议

我们预计，2014-2016 年，公司将分别实现归属于母公司的净利润 1.19 亿元、1.25 亿元和 1.44 亿元，同比增长 46.15%、5.24% 和 15.20%；相应的每股收益为 0.67 元、0.71 元和 0.82 元。以 9 月 29 日收盘价 20.00 元计算，2014 年和 2015 年动态 PE 分别为 29.79 倍和 28.31 倍。而用整体法计算的申万医疗器械行业和纺织制造行业的对应的 2014 年股指水平分别为 50.50 和 16.81。考虑到公司医疗器械业务和纺织业务分别今年有望实现 2400 万和 4000 万净利润，我们认为公司目前估值合理，但鉴于未来新产品市场潜力广阔，未来仍有提升的可能。

图 1 可比行业动态 PE



数据来源: Wind 上海证券研究所

公司是国内经编行业的龙头企业之一，我们认为其营收占比较大汽车内饰产品认为其整个市场容量在 4700 万平方米左右，价值在 9.4 亿元左右，公司目前占比约在 22% 左右。公司正在积极开拓奔驰、宝马、奥迪等豪华车的内饰市场，有望实现进口替代；同时还在积极拓展汽车窗帘面料、汽车座椅面料等产品市场，以及高铁和大飞机相关领域。

医疗器械业务是公司另一大主业，产品包括黑白超、彩超和其他超声波产品。随着公司技术的不断提升，彩超收入的占比有望逐步提高。而未来几年我国彩超市场年均增长率将保持在 20% 左右的较快水平。公司有望凭借技术和价格优势，抢占更大的市场份额。公司利用其在超声波运用上的技术优势，积极开发新产品，主要面向癌症辅助治疗市场和移动医疗市场，均有很大的发展潜力。

综合考虑，公司现有产品市场销售情况良好，未来或将保持稳健增长，而今明两年新品投放市场后，有望带来新的业绩增长点。

估值上看，目前公司估值合理，未来投产的医疗器械新品兼具抗癌和移动医疗等市场热点，或将打开新的估值提升空间。同时，公司在手货币资金充足、大股东实力雄厚，可能通过并购进一步延伸产业链和提升竞争力。首次覆盖，给予“谨慎增持”评级。

二、公司概况

宏达高科作为国内经编细分行业龙头企业，2007 年在深圳交易所挂牌上市，2010 年并购深圳威尔德之后，业务拓展到医疗器械领域，确立了经编和医疗器械两大主业的发展格局。2014 年上半年，面对国内经济增速下滑、汽车销售状况不佳以及国外超声波市场需求回落等众多不利挑战，仍积极应对，取得了较好的经营业绩。上半年，公司实现营业收入 2.42 亿元，实现归属于母公司股东的净利润 0.75 亿元，分别实现同比-14.42%和 56.42%的增长。但综合近几年的表现来看，公司业绩增长仍面临一定的瓶颈，未来发展主要取决于医疗器械业务的开拓进度。

2.1 历史沿革

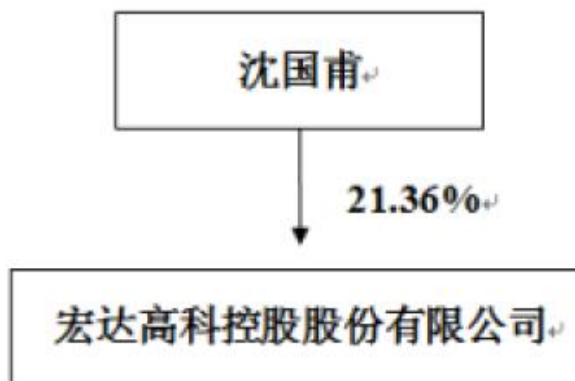
宏达高科控股股份有限公司以纺织业务起家，其前身为创建于 1985 年的许村经编厂，2001 年整体变更为宏达经编股份有限公司，2007 年在深圳证券交易所挂牌上市，成为国内首家经编行业上市公司，2010 年并购深圳威尔德之后，业务拓展到医疗器械领域，同时更名为宏达高科控股股份有限公司。

2.2 实际控制人情况

董事长沈国甫先生，曾在海宁市许村中学任教，1985 年创建海宁许村经编厂，2001 年变更设立股份公司后一直担任公司董事长。先后当选为中国家用纺织品行业协会副会长、浙江省经编行业协会会长、浙江省小额贷款公司协会会长、浙江省民办学校协会副会长、浙江省民营经济发展联合会执行会长。曾被评为全国优秀乡镇企业家、全国纺织工业劳动模范、浙江省优秀创业企业家。大股东实力雄厚，旗下产业众多，涉足纺织、金融业、服务以及教育等多个领域。

沈国甫先生为公司实际控制人，直接持有公司 21.36%的股份。

图 2 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源: Wind 上海证券研究所

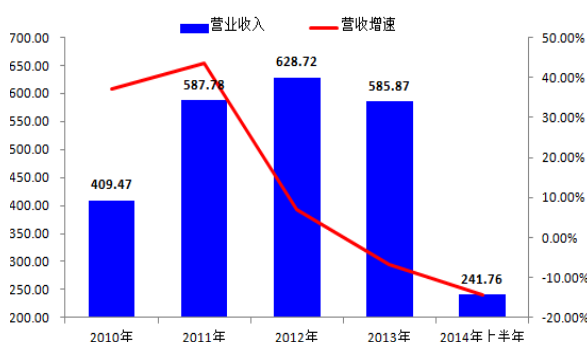
2.3 公司现状

自 2010 年之后,公司确定了经编面料和医疗器械双主业的发展方向,不断开拓进取,加大技术研发力度,加快新产品开发进度,进一步丰富公司医疗器械产品线,提升公司综合竞争能力。2014 年上半年,面对国内经济增速下滑、汽车销售状况不佳以及国外超声波市场需求回落等众多不利挑战,仍积极应对,取得了较好的经营业绩。上半年,公司实现营业收入 2.42 亿元,实现归属于母公司股东的净利润 0.75 亿元,分别实现同比-14.42%和 56.42%的增长。

回顾近几年公司业绩,我们发现 2013 年之前,虽然国内外经济形势难言乐观,但受收购深圳威尔德以及上海佰金带来的并表效应的影响,以及 2010 年后经编市场需求回暖的刺激,同时公司加大了产品结构的调整力度,保持了营收和净利润的较快增长,2011-2012 年,公司营收分别增长了 43.55%和 6.97%,归母净利润分别增长了 75.04%和 63.27%。

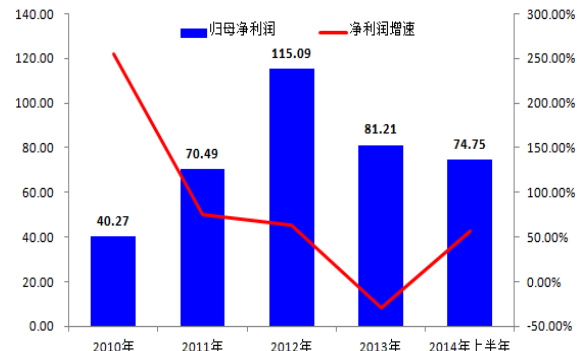
2013 年起到今年上半年,受转让上海佰金、威尔德募投项目持续投入带来了费用的较快上升、以及今年上半年汽车销售量增长放缓的共同作用,公司营业收入同比回落 6.82 和 14.42 个百分点,同期净利润增速下滑更快,2013 年净利润下降 29.44%,2014 年上半年在公司转让 400 万股海宁皮城股票兑现高额投资收益后,终于实现了净利润的正增长。

图 3 营收增速逐步放缓



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 出售股票致 2014 年上半年业绩大增



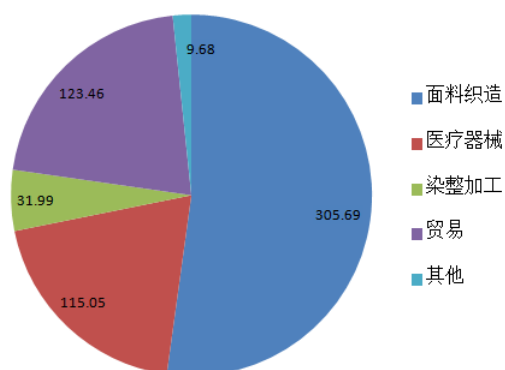
数据来源: Wind 上海证券研究所

从 2013 年年度数据来看，经编业务（占到面料织造收入的绝大部分）和医疗器械业务是公司的两大主业，占比分别达到了 48.70% 和 19.64%，贸易业务虽然也提供了 1.23 亿元的收入，但不是公司未来发展的主要方向，且毛利较低，而染整加工主要服务于经编业务，算是经编产业链的下游延伸。

两大主业来看，近年来经编收入仍可以保持一定比例的增长，而医疗器械业务则在并购、新品开发和销售渠道拓展的共同影响下表现出较大的波动。

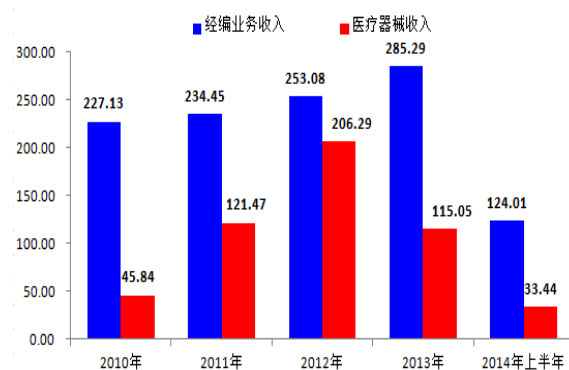
总体来看，我们认为近年来公司业绩增长还是遇到了一定的瓶颈：经编业务虽然规模容易扩大，但竞争激烈，增收难增利，公司有意控制规模；医疗器械业务受制于新品产能和销售渠道的制约，短期业绩放量仍有一定困难。鉴于此，未来公司业绩的增长更多的取决于医疗器械业务的开拓进度

图 5 面料织造和医疗器械是公司两大主业



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 经编收入缓慢增长 医疗器械收入受制于渠道



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、经编业务提升产品结构 保持市场竞争力

公司是国内经编行业的龙头企业之一，作为其主要增长点的汽车内饰面料业务，已成功进入上海大众、上海通用、上海汽车等大型汽车制造企业，并与上述汽车制造商及其一级配套供应商形成了相对稳固的长期合作关系，近三年，营收和毛利都保持了较快增长。

公司汽车内饰面料的主要下游需求来自汽车生产厂家，2011年后整体上看汽车销量增长呈现明显的放缓态势，2014年前8个月，增速仅为9.93%。我们认为其整个市场容量在4700万平方米左右，价值在9.4亿元左右，公司目前占比约在22%左右，未来仍有进一步提升的可能。

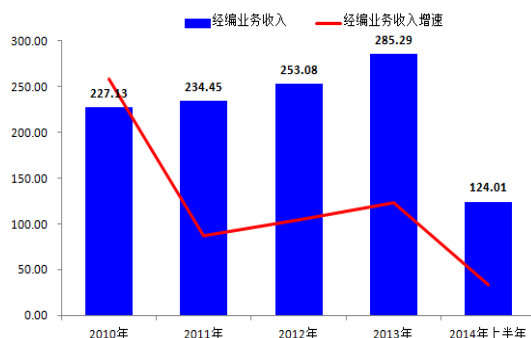
公司除了和现有汽车厂商保持密切合作外，也在积极开拓奔驰、宝马、奥迪等豪华车的内饰市场，有望实现进口替代；公司同时还在积极拓展汽车窗帘面料、汽车座椅面料等产品市场；并且积极开拓高铁和大飞机相关领域。

3.1 收入稳步增长 盈利持续提升

经编行业主要是将化学纤维通过织造和染整成为汽车内饰、面料服饰面料的织造行业。目前，公司已经是国内经编行业的龙头企业之一，产品主要包括：汽车内饰面料、弹力面料和普通面料，作为其主要增长点的汽车内饰面料业务，已成功进入上海大众、上海通用、上海汽车、一汽大众、长城汽车、比亚迪、江淮汽车、吉利汽车、奇瑞汽车等大型汽车制造企业，其中欧美车系占比较大，并与上述汽车制造商及其一级配套供应商形成了相对稳固的长期合作关系。

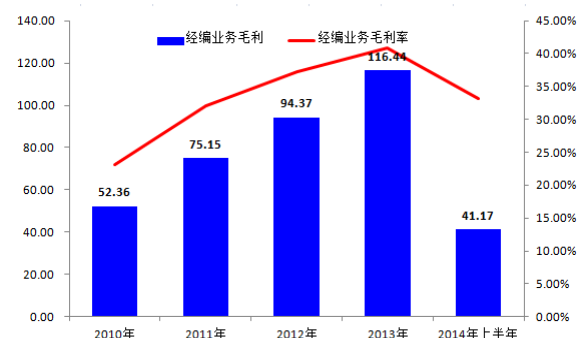
2011-2013年，经编业务收入分别实现了3.22%、7.95%和12.73%的增长，保持稳步增长的态势；毛利增长更快，增速分别达到了43.53%、25.58%和23.39%，这主要是受益于其产品的不断升级，带来毛利率从2011年的32.05%提高到2013年的40.81%。

图 7 经编业务收入及增速



数据来源: Wind 上海证券研究所

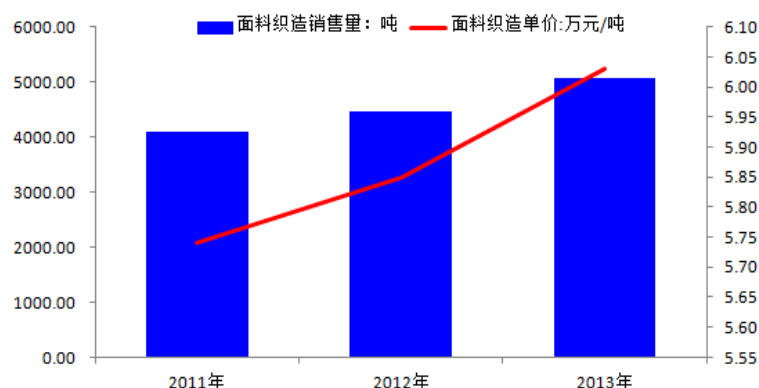
图 8 经编业务毛利及毛利率



数据来源: Wind 上海证券研究所

进一步分析可以发现，公司面料织造业务（大部分是经编业务）收入的增长是在销售量和单价的共同提升下完成的，说明公司具有较强的市场开拓能力和议价能力。

图 9 公司面料织造产品量价齐升



数据来源: Wind 上海证券研究所

3.2 下游汽车需求增长有所放缓

公司汽车内饰面料的主要下游需求来自汽车生产厂家，2011年后整体上看汽车销量增长呈现明显的放缓态势，虽然2013年实现了18.11%的增长，但是2014年前8个月，增速再次回落到个位数，为9.93%。

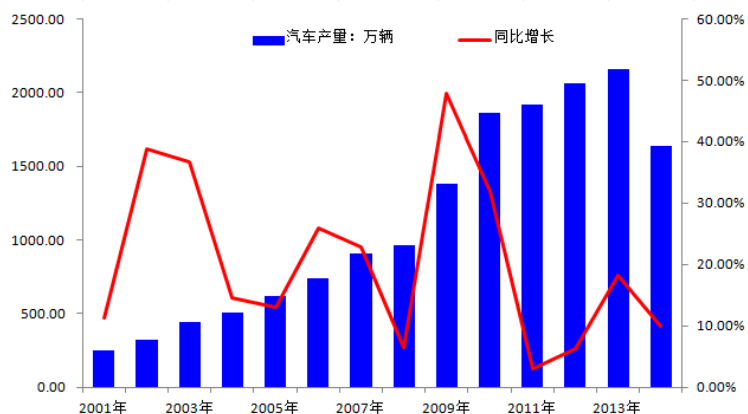
国内汽车内饰的主要材料包括纺织物、真皮和人造革等，运用于座椅、门板和顶棚等部位，公司产品主要运用于顶棚。2013年汽车产量在2162万辆，考虑到平均顶棚用量在2.2平方米/辆，其整个市场容量在4700万平方米左右，进一步假设20元/平方米的单价，其市

场容量价值在 9.4 亿元左右。公司目前占比约在 22% 左右，仍存在进一步提升的可能。

但随着汽车保有量的不断提升，未来低速增长或将成为主流，进而导致整个市场空间的提升有限，对公司汽车内饰产品的增长带来不小的压力。

除需求增长放缓外，公司面临较大的环保压力，排污指标也对公司经编业务规模的扩大带来一定的制约。

图 10 汽车产量增速放缓



数据来源: Wind 上海证券研究所

3.3 产品差异化及新市场开拓有望带来持续的推动力

从汽车内饰的角度来看，公司在国内的主要竞争对手是上海新纺联和江苏旷达等，但产品上还是存在一定差异，宏达高科的产品集中在顶棚上，而江苏旷达产品集中在座椅上，申达川岛、武汉博奇等也较少涉足顶棚产品，公司在细分行业内的优势地位明显。

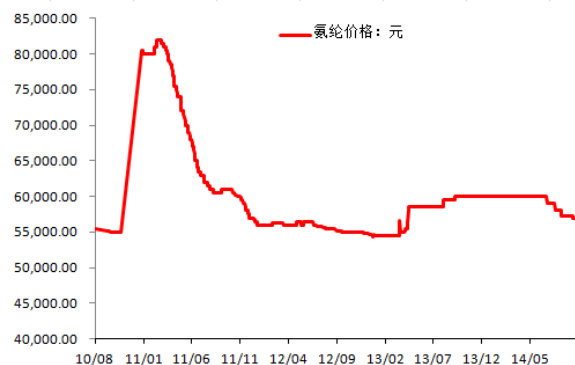
公司除了和现有汽车厂商保持密切合作外，也在积极开拓新市场。目前，奔驰、宝马、奥迪等豪华车的内饰基本依赖进口，未来如果可以实现进口替代无疑是打开了新的市场空间，公司正在积极开发相关产品，部分已经入小批量试生产阶段，但整个开发周期较长，若想顺利进入其供应商名录，保守估计还要一到两年。

公司同时还在积极拓展汽车窗帘面料、汽车座椅面料等产品市场；并且积极开拓高铁和大飞机相关领域。进一步考虑到公司领先的技术水平、良好的品牌影响力和完善的销售网络，我们认为未来数年内，公司仍将保持目前的龙头地位，呈现稳定增长的态势。

此外，我们认为宏达高科有望保持目前的盈利水平：一方面公

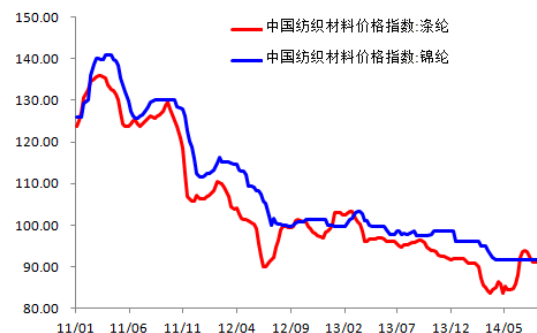
司目前有意识的改善产品结构，减少低附加值产品的产品比例；另一方面目前原材料市场保持平稳，而机器换人的逐步推进也有利于消除一部分人力成本提升带来的负面影响。

图 11 氨纶价格维持在较低水平



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 涤纶、锦纶价格震荡下行



数据来源: Wind 上海证券研究所

四、医疗器械新品丰富 有望打开新一轮增长空间

2010 年公司并购深圳威尔德后正式进军医疗器械行业，主要产品包括黑白超、彩超和其他超声波产品。然而受公司收购及转让上海佰金股权的影响以及下游销售渠道开拓未达预期，近几年公司医疗器械板块收入呈现出较大幅度的波动。

随着公司技术的不断提升，彩超收入的占比有望逐步提高。随着我国各级医疗机构临床检查需求的增加、超声设备更新换代时代的到来，以及彩超设备价格的下降，未来几年我国彩超市场年均增长率将达 20% 左右，销售量将从 2012 年的不足 1.91 万台增加到 2015 年的 3.4 万台。公司产品国产化程度较高，价格优势明显，有利于其在未来的市场竞争中抢占更大的市场份额。

公司利用其在超声波运用上的技术优势，积极开发新产品，目前进展较快的有溶栓治疗仪、空化治疗仪、移动心电图仪等。主要面向癌症辅助治疗市场和移动医疗市场，均有很大的发展潜力。

4.1 医疗器械收入波动较大 渠道开拓任重道远

公司 2010 年并购深圳威尔德医疗电子有限公司，正式进军医疗器械行业，后者当时已是国内领先的高科技医疗设备研发制造厂商，同时也是国内超声领域最大的研发制造商之一，始终致力于超声领域的研发和制造，产品涵盖超声诊断、超声治疗、超声理疗、超声监视及其它设备。

公司产品主要包括黑白超、彩超及其他超声波产品，产品覆盖掌上式B超、便携式B超、推车式B超、彩色超声诊断设备和超声治疗设备，产品系列覆盖中高低各种层次，十分丰富。

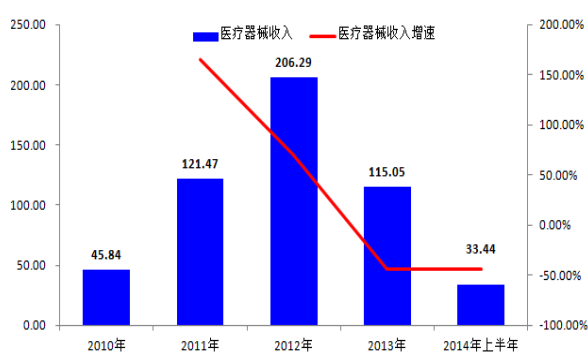
然而近几年数据显示，公司医疗器械收入波动较大，在连续并表威尔德和上海佰金后，板块收入在2012年达到最高的2.06亿元，之后2013年快速回落，今年上半年仍有44.05个百分点的下滑。

我们认为公司医疗器械业务的下滑，一方面是受公司收购和转让上海佰金公司股权所致。公司2011年收购佰金后，其管理团队的营销理念及实施力难以有效突破市场，核心团队人员发生变化，特别是2013年上半年业绩大幅下滑，在不能满足公司战略布局要求的背景下将其转让，对公司营收产生了较大影响。

另一方面是公司在销售渠道的开拓上不很顺利。转入佰金股权后，公司先后设立深圳市博亿金医疗器械有限公司、上海宏航医疗器械有限公司，同时利用募集资金建设销售服务中心，加大销售渠道的拓展力度。但渠道开拓需要时间、人才的储备以及破除地域的限制，我们认为今明两年公司销售渠道可能会逐步进入成熟期。

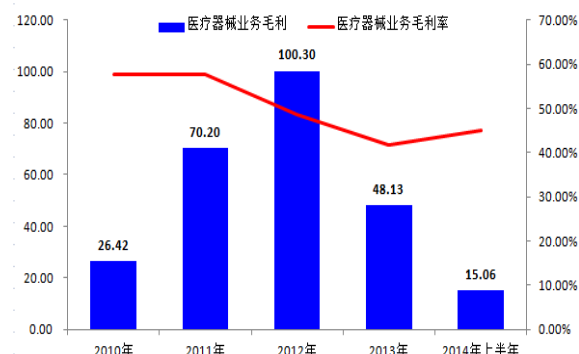
从毛利率的角度来看，公司医疗器械产品的毛利率虽然有所下滑，但是仍维持在40%以上的较高水平，这主要是因为2013年开始黑白超价格下滑超过20%的背景下，公司加大了研发力度，完成了探头、主板等核心部件的自主研发，大大降低了生产成本。

图 13 医疗器械收入增速持续下滑



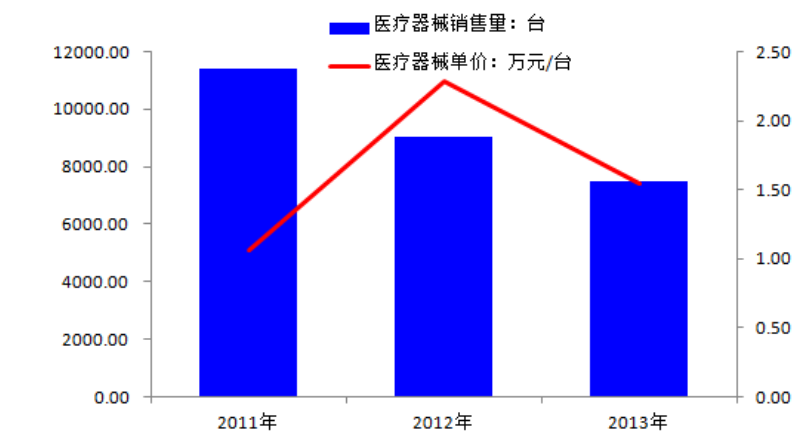
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 医疗器械业务毛利率仍保持在较高水平



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 黑白超市场整体价格下滑对公司影响明显



数据来源: Wind 上海证券研究所

4.2 超声市场容量依旧广大

伴随着经济的发展和人们保健意识的增强，全球医疗器械市场保持这 7% 左右的增长。国内医疗器械行业虽然起步较晚，但是发展速度较快，2000 年到 2009 年 10 年间，医疗器械行业市场规模翻了近 6 倍，复合增速达到 21%，超过同期药品市场规模的增长。预计到 2015 年市场规模要达 3400 亿元。值得注意的是，与全球医疗器械占医药市场总规模的 42% 相比，我国医疗器械的占比仅 14%，未来发展的空间依旧巨大。

超声诊断设备作为医疗影像诊断中性价比优势突出的诊断设备，将会在医疗器械市场中保持较快的增长速度。2011 年，全球医用超声波设备总市场价值已经达到 56 亿美元，而 2017 年有望达到 81 亿美元。而国内超声诊断市场规模预计在 2015 年也将达到 91.31 亿人民币。

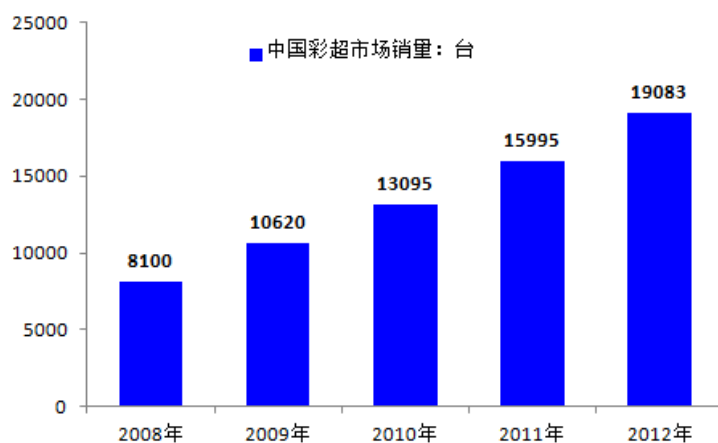
虽然目前公司黑白超产品仍占较大比重，但是彩超市场的发展空间更大，这是因为技术提升带来彩超成本的不断下降，其对于黑白超的比较优势更加显著，替代效应愈加明显。《2012~2015 年中国彩超市场研究报告》显示：2008~2012 年的 5 年间，我国彩超销量由 8100 台增加到 19083 台，年均复合增长率达 23.9%；销售总额则由 32.8 亿元增加到 61.9 亿元，年均复合增长率达 17.2%。

随着我国各级医疗机构临床检查需求的增加、超声设备更新换代时代的到来，以及彩超设备价格的下降，未来几年我国彩超市场年均增长率将达 20% 左右，销售量将从 2012 年的不足 1.91 万台增

加到 2015 年的 3.4 万台。

虽然国内三甲等大型医院主要从 GE、飞利浦和东芝等国外知名品牌采购，但是威尔德的产品对于二甲以下的县级医院和社区医疗站仍具有较强吸引力，同时公司不断提高产品的国产化比重，价格优势明显，有利于其在未来的市场竞争中抢占更大的市场份额。

图 16 国内彩超市场规模增长很快



数据来源：《2012-2015 年中国彩超市场研究报告》上海证券研究所

4.3 新产品涉足抗癌和智能穿戴市场前景看好

除了传统黑白超、彩超以及专业化的 B 超产品外，公司利用其在超声波运用上的技术优势，积极开发新产品，主要方向为技术先进、大健康的智慧型产品，目前进展较快的有溶栓治疗仪、空化治疗仪、移动心电图仪等。

超声溶栓治疗仪的工作原理是将超声波指向患者病灶部位，利用其超声波的机械、空化等作用将患者血栓溶解。其临床试验已经于 2014 年初在广州军区广州总医院和第四军医大学西京医院开展，目前已完成部分病例的临床，由于新增临床试验机构，预计半年后才会向市场推出，目前来看是国际首款类似原理的治疗机构，治疗对象以肝癌患者为主。

超声空化就是液体中内源性或外源性微气泡（空化核）在超声作用下发生振荡、膨胀、收缩及内爆等一系列动力学过程。超声空化仪就是利用超声空化技术，使癌细胞肿瘤产生微裂隙，扩大药物和癌细胞的接触面积以提高药效，目前已经和昆明的一所医院进行合作，尚处于科研阶段。另外，公司利用空化技术研究了超声声孔仪，用于肿瘤化疗增敏。预计未来新产品的研制与发展会将超声应用领域特别是辅助治疗癌症领域带来新的突破。

移动心电仪，顾名思义就是缩小化、便携式的心电仪，目前公司已经生产出了样品，大小相当于一张信用卡，携带方便。未来可能进一步添加其他检测指标，并配套推出 APP 应用，主要客户群体定位于社区医院及心脏病患者。

公司还涉水生化诊疗试剂领域，主要用于肝功能、肾功能、糖尿病、胰腺类、无机离子类、心肌类、血脂类；研发进展很快，特别是酶类和蛋白类试剂。

公司新产品的市场群体是癌症辅助治疗市场和移动医疗市场，均有很大的发展潜力。

2012 年全球肿瘤流行病学统计数据报告显示：2012 年全球新增约 1 410 万例癌症病例，癌症死亡人数达 820 万。与之相比，2008 年的数据分别为 1 270 万和 760 万。世界范围内最常见的癌症依次为肺癌、乳腺癌）和结直肠癌。全球总数一半以上的癌症新增病例和癌症死亡人数发生在欠发达地区，分别为 56.8% 和 64.9%。

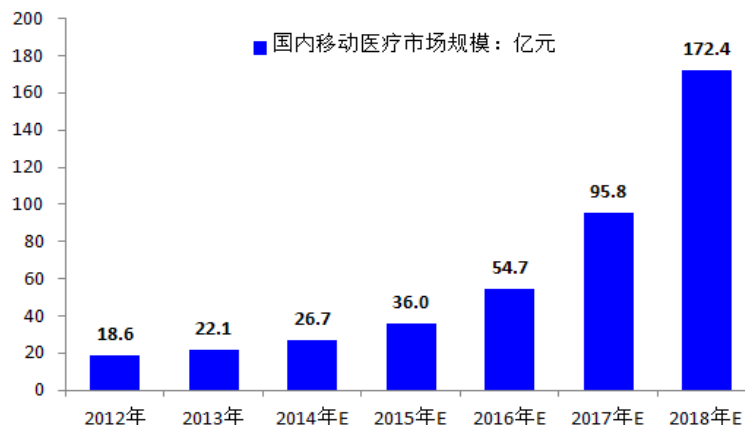
由于庞大的人口基数，国内癌症患者的群体相当可观，全球有 20% 的新发癌症病人在中国，24% 的癌症死亡病人在中国。2012 年数据显示，全国每年新发肿瘤病例有 312 万，每年因为癌症死亡的病例达到 270 万。

不断上升的癌症病患总数，直接催生了庞大的癌症药物市场，美国艾美仕市场研究公司的数据显示 2015 年抗癌药销售额将增长到 754.93 亿美元，与 2009 年相比增长 40%。

移动医疗即通过移动设备提供医疗或健康信息和服务，主要包括远程患者检测、在线咨询、个人医疗护理装置等，其市场同样庞大。卫生部发布的《健康中国 2020 战略研究报告》中表示将推出全民电子健康系统工程，预算达到 611 亿元，加上地方配套资金，其投资总规模当超过 1000 亿元。

在人口老龄化、医疗服务供需缺口明显、移动互联技术的快速发展和政府支持力度增加的共同作用下，根据易观智库的预计，未来国内移动医疗市场将迎来爆发式增长，从 2013 年的 22.1 亿元增加到 2018 年的 172.4 亿元。

图 17 国内移动医疗市场规模有望快速增长



数据来源：易观智库 上海证券研究所

4.4 资金充足 并购可期

公司目前在手货币资金 3.64 亿元，可供出售的海宁皮城无限售股股权 3730 万股，折合市值 5.48 亿元，再加上持有的银行理财产品，公司可以动用的资金超过 10 亿元。未来有望通过并购进一步完善医疗器械产业链，提升核心竞争力。

五、盈利预测

5.1 预测前提

关键假设如下：

1) 我们认为随着公司逐步调整面料织造产品的结构，提升高附加值产品的比重，面料织造产品的毛利率在 2014-2016 年将分别达到 33%、38% 和 40%；而随着新产品的不断推出和销售渠道的开拓，同期医疗器械产品的毛利率有望达到 45%、48% 和 50%。

2) 费用方面，考虑到营销团队建设和客户开拓力度仍保持在较高水平，2014-2016 年销售费用率或将继续上升，分别为 5.00%、5.20% 和 5.50%；同期管理费用新品的逐步退出和产能释放，在今年进一步上升后，或将未来两年中稳中略降，分别为 10.00%、8.50% 和 8.00% 的水平；公司资金充足，未来随着募集资金逐步投入使用，预计财务费用率将小幅上升，鉴于此我们假设未来三年财务费用率为

-1.50%、-1.00%和 0.20%。

3) 投资收益方面, 我们暂不考虑继续转让海宁皮城的股票带来的投资收益, 而仅考虑持股小贷公司获得的投资收益, 预计未来三年年均带来 2000 万左右的收益。

5.2 盈利预测

我们预计, 2014-2016 年, 公司将分别实现营业收入 5.68 亿元、6.31 亿元和 7.20 亿元, 同比增长-3.09%、11.20%和 13.99%; 实现归属于母公司的净利润 1.19 亿元、1.25 亿元和 1.44 亿元, 同比增长 46.15%、5.24%和 15.20%; 相应的每股收益为 0.67 元、0.71 元和 0.82 元。

六、风险提示

6.1 市场竞争加剧的风险

公司主营的经编产品, 虽然在 2009 年以来市场需求有所恢复, 但产品升级和环保等方面的要求逐步提高, 导致行业内市场的竞争依旧激烈。而超声诊疗设备制造行业也呈现竞争加剧的趋势, GE、西门子等公司, 也逐渐把市场瞄向了基层医疗器械市场需求, 同时国内企业纷纷扩产, 共同加剧国内超声诊疗设备市场的竞争。

6.2 原材料价格波动的风险

经编业务产品的生产所需的主要原材料是锦纶丝、涤纶丝、氨纶丝等原料丝。如果原材料价格出现大幅波动, 对公司的生产经营将产生一定影响。

6.3 医疗器械销售渠道开拓不顺的风险

医疗器械销售渠道的开拓是一个长期的过程, 公司新设立的两个销售公司如果不能在人才和经验积累上取得长足的进展, 或将对公司医疗器械产品的销售造成负面影响。

七、附表

表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)

分业务收入测算	2013A	2014E	2015E	2016E
面料织造	305.69	290.41	319.45	367.36
贸易	123.46	129.63	136.11	142.92
医疗器械	115.05	97.79	117.35	140.82

染整加工	31.99	39.99	47.99	57.58
其他业务	9.68	9.97	10.47	10.99
合计	585.87	567.79	631.37	719.68
分业务成本测算	2013A	2014E	2015E	2016E
面料织造	182.38	194.57	198.06	220.42
贸易	116.75	123.15	129.58	136.06
医疗器械	66.92	53.79	61.02	70.41
染整加工	25.48	24.79	29.75	36.85
其他业务	5.43	5.48	5.76	6.05
合计	396.96	401.78	424.17	469.79
分业务增速	2013A	2014E	2015E	2016E
面料织造	16.97%	-5.00%	10.00%	15.00%
贸易	6.27%	5.00%	5.00%	5.00%
医疗器械	-44.23%	-15.00%	20.00%	20.00%
染整加工	-2.50%	25.00%	20.00%	20.00%
其他业务	-19.93%	3.00%	5.00%	5.00%
分业务毛利率	2013A	2014E	2015E	2016E
面料织造	40.34%	33.00%	38.00%	40.00%
贸易	5.43%	5.00%	4.80%	4.80%
医疗器械	41.83%	45.00%	48.00%	50.00%
染整加工	20.35%	38.00%	38.00%	36.00%
其他业务	43.90%	45.00%	45.00%	45.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 2 宏达高科利润表预测 (单位: 百万元人民币)

	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业总收入	585.87	567.79	631.37	719.68
二、营业总成本	493.41	493.77	520.14	586.37
营业成本	396.96	401.78	424.17	469.79
营业税金及附加	3.34	2.84	3.16	3.60
销售费用	29.12	28.39	32.83	39.58
管理费用	50.52	56.78	53.67	57.57
财务费用	-2.69	-8.52	-6.31	1.44
资产减值损失	16.17	12.49	12.63	14.39
三、其他经营收益	-10.62	55.00	25.00	25.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-10.62	55.00	25.00	25.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	81.85	129.02	136.23	158.30
加: 营业外收入	12.35	10.00	10.00	10.00
减: 营业外支出	1.06	1.00	1.00	1.00
五、利润总额	93.14	138.02	145.23	167.30
减: 所得税	11.92	19.32	20.33	23.42
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00

六、净利润	81.21	118.70	124.90	143.88
减：少数股东损益	0.01	0.02	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	81.20	118.68	124.90	143.88
七、每股收益	0.48	0.67	0.71	0.81

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 曾小勇 王昊 潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。