证券研究报告

生物医药

推荐(维持)

证券分析师

邹敏

投资咨询资格编号:S1060514080003
邮箱 ZOUMIN787@pingan.com.cn

叶寅

投资咨询资格编号:S1060514100001
邮箱 YEYIN757@pingan.com.cn

魏巍

投资咨询资格编号:S1060514110001
邮箱 WEIWEI093@pingan.com.cn

研究助理

张斌

一般证券从业资格编号:S1060114110003
邮箱 ZHANGBIN482@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

鱼跃医疗(002223)

并购上械审批完成 即将注入上市公司

事项：

公司公告，收到控股股东鱼跃科技书面通知：国务院国资委出具批复，同意北药集团将所持华润万东 111,501,000 股份转让给鱼跃科技。由于依照条款鱼跃科技并购上械集团 100%股权与受让华润万东股份同时进行，因此鱼跃科技并购上械集团也完成最后审批程序。后续鱼跃科技将上械集团 100%股权注入上市公司经董事会、股东大会通过后即可实施。

平安观点：

- **并购上械集团强化医用器械业务。**公司上市以来多次并购具有较强的整合能力。根据并购进度，预计 2015 上半年上市公司完成收购上械集团 100%股权。上械集团手术器械厂是目前国内最大的手术器械专业制造厂，主要产品是开放式手术器械并有部分微创手术器械。并购将获得丰富的手术器械等产品文号以及医院销售渠道资源。

- **预计多种整合措施提高其盈利水平。**因机制等问题，上械集团利润率偏低。鱼跃医疗并购上械集团后，随着民营机制的引入，凭借鱼跃医疗以往并购整合经验，预计将采取多种整合措施提高上械集团盈利水平。具体措施包括，降低人员成本、对管理层引入灵活的激励机制、对老化生产线改进提高产品质量、海外并购提高技术工艺水平、积极进入快速发展的微创器械领域等。预计上械集团通过整合盈利能力将有较大幅度提升。

- **维持“推荐”评级，目标价 40 元。**公司处于家用医疗器械龙头地位，渠道和产品线优异，将持续并购医用器械耗材企业进一步提升业绩，同时布局互联网医疗进入慢性病远程健康管理培育新的发展空间。预计 2014-2016 年 EPS 为 0.59、0.74、0.94 元。若考虑 2015 年上半年并表上械集团， 2014-2016 年 EPS 分别为 0.59、0.79、1.03 元，维持“推荐”评级，目标价 40 元。

- **风险提示：**业务整合风险。

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	1279	1426	1721	2190
现金	323	281	365	564
应收账款	395	527	581	751
其他应收款	244	260	346	383
预付账款	23	60	38	79
存货	293	299	389	413
其他流动资产	294	299	390	413
非流动资产	534	674	744	755
长期投资	1	1	1	1
固定资产	401	491	544	536
无形资产	65	112	159	184
其他非流动资产	68	70	40	34
资产总计	1813	2100	2465	2945
流动负债	267	322	373	456
短期借款	3	0	0	0
应付账款	195	255	286	366
其他流动负债	69	67	87	90
非流动负债	30	10	10	10
长期借款	20	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	296	332	383	466
少数股东权益	11	11	12	13
股本	532	532	532	532
资本公积	69	69	69	69
留存收益	906	1156	1469	1865
归属母公司股东权益	1506	1756	2070	2466
负债和股东权益	1813	2100	2465	2945

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	124	237	292	364
净利润	259	315	395	498
折旧摊销	34	37	45	49
财务费用	2	-4	-4	-7
投资损失	0	15	10	10
营运资金变动	-173	-126	-155	-187
其他经营现金流	3	1	1	1
投资活动现金流	-88	-195	-130	-70
资本支出	0	-180	-120	-60
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-88	-15	-10	-10
筹资活动现金流	-33	-84	-77	-96
短期借款	0	-3	0	0
长期借款	20	-20	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-53	-61	-77	-96
现金净增加额	3	-42	85	198

资料来源：wind，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1424	1746	2099	2525
营业成本	887	1066	1264	1504
营业税金及附加	10	13	15	18
营业费用	124	140	164	189
管理费用	145	175	210	247
财务费用	-1	-4	-4	-7
资产减值损失	6	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-15	-10	-10
营业利润	253	322	421	543
营业外收入	47	45	40	40
营业外支出	1	3	3	4
利润总额	298	364	458	579
所得税	40	48	62	79
净利润	259	315	396	499
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	258	315	395	498
EBITDA	281	355	462	585
EPS（元）	0.49	0.59	0.74	0.94

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	8.5	22.6	20.2	20.3
营业利润(%)	-3.1	27.4	30.7	29.0
归属于母公司净利润(%)	5.7	22.0	25.5	26.1
获利能力				
毛利率(%)	37.7	39.0	39.8	40.4
净利率(%)	18.1	18.0	18.8	19.7
ROE(%)	17.0	17.8	19.0	20.1
ROIC(%)	22.2	23.0	24.5	27.1
偿债能力				
资产负债率(%)	16.3	15.8	15.5	15.8
净负债比率(%)	-6.3	-2.8	2.5	0.7
流动比率	4.79	4.43	4.62	4.80
速动比率	3.70	3.50	3.57	3.90
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.89	0.92	0.93
应收账款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	7.8	7.8	7.8	7.7
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.59	0.74	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.45	0.55	0.69
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.30	3.89	4.64
估值比率				
P/E	65.5	53.7	42.8	33.9
P/B	11.2	9.6	8.2	6.9
EV/EBITDA	42.2	46.8	35.8	27.9

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033