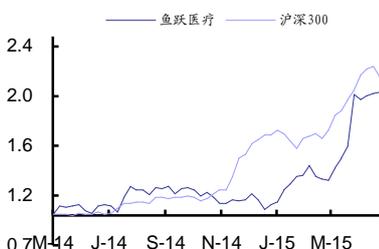


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
鱼跃医疗 (002223)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 47.9 元 (维持评级)

2015年05月12日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	532/226
总市值/流通(百万元)	25,464/10,830
上证综指/深圳成指	4,206/14,481
12个月最高/最低(元)	51.12/21.90

相关研究报告:

《鱼跃医疗-002223-2012年1季报点评: 高基数下小幅增长》——2012-04-23
 《鱼跃医疗-002223-2011年年报点评: 12年将步入平稳增长期》——2012-04-05

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

公司分析

外延并购及医云健康助力公司发展

● 设立投资基金, 外延并购预期强烈

近期公司与母公司鱼跃科技分别出资1亿及2亿元拟共同参与设立北京华泰瑞合医疗产业投资中心(以下简称“投资基金”)。同时, 鱼跃医云健康首发仪式在北京顺利举行。我们认为: 公司在家用医疗器械领域具备B2C渠道优势, 新收购的上械集团在医用器械领域具备医院渠道优势, 形成强强联合。参照强生医疗的发展历程, 医疗器械企业利用渠道平台进行快速外延式发展是必由之路。公司本次参与设立的投资基金将由华泰瑞合管理。华泰瑞和的团队拥有丰富的医疗服务、医药、医疗器械及其相关产业的投资及上市公司并购重组经验。公司有望借助其深厚的行业资源和丰富的经验实现快速的外延式发展。

● 医云健康前景看好

医云健康与医生共同创业, 实现资源众筹。与其他互联网医疗不同, 医云拥有全国最好的内分泌科大专家资源, 通过打造线上诊所和线下管理工具为专家实现有效管理患者的梦想。同时, 患者在大专家指导下得到个性化就医服务, 对平台的黏性高。医云健康预计今年设立300-500家网上诊所, 超过1500位医生入住, 并实现消费性活跃用户20万人以上。上市公司在医云中投入仅500万元, 占比为10%。医云的短期风险不会影响上市公司利润, 有助于保护上市公司股东权益。

● 风险提示

外延并购整合不达预期; 医云健康进展不达预期。

● 外延并购、医云健康前景看好, “买入”评级

我们预测公司2015-17年EPS分别为0.69元、0.88元、1.07元。如考虑上械并表因素, 15-16年EPS增厚至0.81元和1.05元, 目前股价对应估值为59x、46x, 低于主要医疗器械上市公司的平均估值。我们认为公司未来将持续外延并购以及医云健康有超预期的可能, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,424	1,682	2,149	2,673	3,272
(+/-%)	8.5%	18.1%	27.8%	24.4%	22.4%
净利润(百万元)	258	297	366	466	568
(+/-%)	5.7%	15.1%	23.2%	27.4%	22.0%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.56	0.69	0.88	1.07
EBIT Margin	20.8%	19.7%	16.8%	17.7%	17.9%
净资产收益率(ROE)	17.1%	17.0%	17.9%	19.3%	19.8%
市盈率(PE)	98.7	85.7	69.6	54.7	44.8
EV/EBITDA	77.9	69.4	62.8	48.8	39.7
市净率(PB)	16.9	14.5	12.5	10.5	8.9

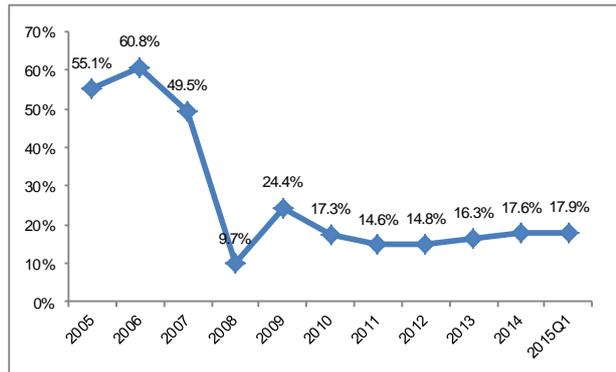
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

债务状况良好，外延运作空间大

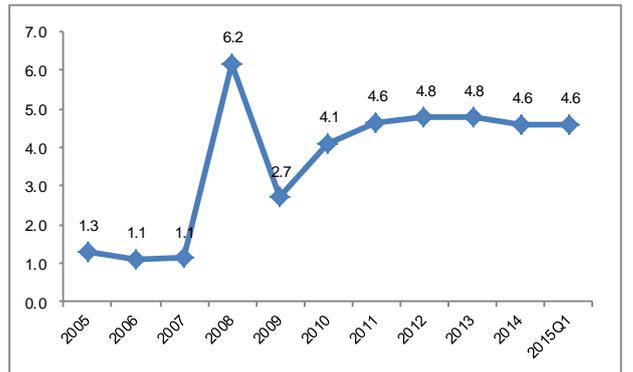
截至 2015 年一季度，公司资产负债率为 17.9%，处于较低的水平。流动比率为 4.6，账上净现金多于短期负债与长期负债之和，净负债率为负，显示了良好的流动性。公司目前的资产负债结构有助于公司下一步进行的外延扩张。

图 1: 公司 2005-2015Q1 资产负债率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2005-2015Q1 流动比率



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

上械集团并表增厚利润

上械集团 100% 股权已于 2015 年 4 月 2 日全部过户到鱼跃科技，今年下半年完成整合，并与鱼跃医疗并表。上械集团 13 年收入为 7.46 亿元，营业利润和净利润分别约为 5100 万和 4300 万。营业利润率（6.9%）及净利润率（5.7%）均大幅低于医疗器械行业的平均水平。我们认为上械集团与鱼跃整合后，利润率将会在 2-3 年稳步提高，收入也将快速增长。预计上械集团 15-16 年贡献利润 6500 万和 9000 万，增厚 EPS 约 0.12 元和 0.17 元。

表 1: 上械集团利润率与其他医疗器械公司比较

年份	收入	营业利润	净利润	营业利润率	净利率
2012	878	3	8	0.3%	0.9%
2013	746	52	43	6.9%	5.7%
医疗器械上市公司平均利润率				20.6%	19.2%

资料来源: 上海联合产权交易所、Wind、国信证券经济研究所整理

外延并购、医云健康前景看好，“买入”评级

我们预测公司 2015-17 年 EPS 分别为 0.69 元、0.88 元、1.07 元。如考虑上械并表因素，15-16 年 EPS 增厚至 0.81 元和 1.05 元，目前股价对应估值为 59x、46x，低于主要医疗器械上市公司的平均估值。我们认为公司未来将持续外延并购以及医云健康有超预期的可能，因此给予公司 2015 年 EPS 70 倍估值，对应合理估值 57 元，“买入”评级。

表 2: 可比公司估值比较

证券代码	证券简称	PE(TTM)	预测 PE(2015)	预测 PE(2016)
002551.SZ	尚荣医疗	110.6	72.3	50.5
300003.SZ	乐普医疗	61.6	48.7	37.6
300171.SZ	东富龙	75.1	65.4	51.8
300216.SZ	千山药机	152.0	79.2	39.6
300273.SZ	和佳股份	81.3	55.0	38.6
300289.SZ	利德曼	54.7	45.9	38.3
300298.SZ	三诺生物	50.3	41.7	33.7
300314.SZ	戴维医疗	113.1	93.7	82.6
300318.SZ	博晖创新	226.9	84.2	84.2
300326.SZ	凯利泰	89.5	63.9	49.5
600587.SH	新华医疗	63.2	45.9	35.7
	平均值	98.0	63.3	49.3
	中值	81.3	63.9	39.6
002223.SZ	鱼跃医疗	81.8	58.9	45.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	364	394	410	465	营业收入	1682	2149	2673	3272
应收款项	804	1027	1277	1563	营业成本	1009	1320	1629	1998
存货净额	302	394	487	598	营业税金及附加	13	17	21	25
其他流动资产	121	13	16	19	销售费用	148	189	233	281
流动资产合计	1590	1828	2190	2646	管理费用	216	261	318	382
固定资产	429	526	629	739	财务费用	(3)	(7)	(9)	(10)
无形资产及其他	69	67	65	64	投资收益	0	3	3	3
投资性房地产	43	43	43	43	资产减值及公允价值变动	(13)	(13)	(13)	(13)
长期股权投资	7	7	7	7	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2138	2471	2935	3498	营业利润	285	359	470	585
短期借款及交易性金融负债	50	0	0	0	营业外净收支	49	49	49	49
应付款项	245	320	395	485	利润总额	334	408	519	633
其他流动负债	50	64	79	97	所得税费用	36	41	52	63
流动负债合计	345	384	474	581	少数股东损益	1	1	1	2
长期借款及应付债券	20	20	20	20	归属于母公司净利润	297	366	466	568
其他长期负债	12	12	12	12					
长期负债合计	32	32	32	32	现金流量表 (百万元)				
负债合计	377	416	506	613	净利润	297	366	466	568
少数股东权益	11	12	13	15	资产减值准备	7	3	3	3
股东权益	1750	2043	2416	2870	折旧摊销	36	50	60	71
负债和股东权益总计	2138	2471	2935	3498	公允价值变动损失	13	13	13	13
					财务费用	(3)	(7)	(9)	(10)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(236)	(115)	(254)	(290)
每股收益	0.56	0.69	0.88	1.07	其它	(6)	(2)	(1)	(2)
每股红利	0.10	0.14	0.18	0.21	经营活动现金流	112	316	287	364
每股净资产	3.29	3.84	4.54	5.40	资本开支	(26)	(162)	(178)	(196)
ROIC	16%	18%	21%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	17%	18%	19%	20%	投资活动现金流	(32)	(162)	(178)	(196)
毛利率	40%	39%	39%	39%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	18%	17%	18%	18%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	20%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(56)	(73)	(93)	(114)
收入增长	18%	28%	24%	22%	其它融资现金流	73	(50)	0	0
净利润增长率	15%	23%	27%	22%	融资活动现金流	(39)	(123)	(93)	(114)
资产负债率	18%	17%	18%	18%	现金净变动	41	31	16	55
息率	0%	0%	0%	0%	货币资金的期初余额	323	364	394	410
P/E	85.7	69.6	54.7	44.8	货币资金的期末余额	364	394	410	465
P/B	14.5	12.5	10.5	8.9	企业自由现金流	38	99	54	112
EV/EBITDA	78.0	62.8	48.8	39.7	权益自由现金流	110	56	62	121

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	021-60875174				
李智能	0755-22940456				
固定收益		纺织/日化/零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
邓周宇	0755-82133263	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
林小伟	0755-22940022	钟潇	0755-82132098		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164		
军工		机械		非金属及建材	
梁铮	010-88005381	成尚汶	010-88005315	黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
房地产		食品饮料		银行	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167	李关政	010-88005326
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	邱波	0755-82133390
		苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
黄志文	0755-82133928				
李忠谦	010-88005325				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				