

心血管平台逐步完善, 医疗服务延伸值得期待

- **事件:** 公司出资 7.19 亿元收购乐普药业 40% 股权已完成工商变更登记手续, 乐普药业成为公司全资子公司。
- **药械协同效应明显, 乐普药业持续高增长。** 此次收购使得公司完成对乐普药业全资控股, 从交易定价来看也很合理, 乐普药业 2015 年净利润为 1.2 亿元, 对应 PE 为 15 倍, 2016 年净利润预计为 1.9 亿元, 动态 PE 仅为 9.46 倍。乐普药业的主要产品为氯吡格雷, 主要用在 PCI 手术前后防止血小板凝集, 而公司的主打产品心脏支架也用于 PCI 手术, 乐普药业能够借助公司的营销渠道迅速推动产品放量。自 2013 年公司控股乐普药业以来, 氯吡格雷销售额从 2013 年的 0.43 亿增长到 2015 年的 1.98 亿, 也带动了乐普药业的净利润持续超预期。乐普药业 2016-2018 年净利润预计将分别达到 1.9/2.6/3.3 亿元, 同比增速分别为 58%/37%/28%。氯吡格雷市场空间超过 60 亿, 乐普药业市场份额仅在 5% 左右, 还有巨大的增长空间, 考虑到氯吡格雷和心脏支架协同作用明显, 氯吡格雷将持续放量, 带动乐普药业业绩超预期是大概率事件。
- **管理层执行力强, 心血管平台逐步完善。** 公司自 2014 年完成混合所有制改革以来, 持续推进以医疗器械、药品、医疗服务和移动医疗四位一体的心血管产业链平台。公司战略清晰, 执行力强, 已经初步完善了心血管平台。器械以心脏支架为核心, 重磅产品双腔起搏器、完全可降解支架和左心耳封堵器将在 2016-2018 年陆续获批上市, 成为新的业绩增长点; 药品逐步覆盖抗凝药氯吡格雷、降血脂药阿托伐他汀钙、降糖药艾塞那肽, 并继续向降压药等重磅品种延伸; 移动医疗通过心血管患者互联网社区和医药电商衔接医院、医生和患者; 医疗服务将重点打造网络医院平台、县级心血管重点专科和血液透析中心。
- **医疗服务持续延伸, 打造全新商业模式。** 公司正在重点打造网络医院平台, 形成北京总部-五大区域中心-基层诊所的多层次布局, 线上通过优质的心血管专科医生提供远程医疗, 线下连接到县级药店诊所网点, 诊所销售的各种心血管药物、器械和保健品将成为网络医院重要的现金流, 2016 年计划将诊所网点扩大到 1000 家。公司还将在三四线城市收购医院, 打造成小综合强专科的心血管医院集群, 借助专家资源提供优质的血管诊疗服务, 并成为衔接基层诊所与顶级心血管医院之间的转诊通道。
- **盈利预测及评级:** 暂不考虑 2016 年非公开发行的影响, 我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.60 元、0.82 元、1.09 元, 对应 PE 分别为 57 倍、42 倍和 31 倍。考虑到公司心血管平台发展前景广阔, 医疗服务持续外延扩张, 我们首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 主要产品招标降价的风险; 并购标的业绩或不达预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1668.64	2776.95	3552.30	4432.08
增长率	28.03%	66.42%	27.92%	24.77%
归属母公司净利润(百万元)	423.19	521.36	717.02	954.09
增长率	17.02%	23.20%	37.53%	33.06%
每股收益 EPS(元)	0.49	0.60	0.82	1.09
净资产收益率 ROE	13.73%	11.81%	14.02%	15.99%
PE	71	57	42	31
PB	9.10	5.96	5.28	4.61

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

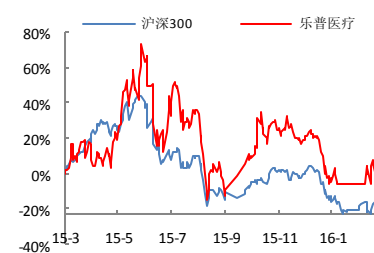
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 周平

电话: 023-67791327

邮箱: zp@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	8.72
流通 A 股(亿股)	6.86
52 周内股价区间(元)	26.5-58.2
总市值(亿元)	299.55
总资产(亿元)	65.17
每股净资产(元)	4.25

相关研究

关键假设:

- 1、考虑到 2015 年新东港并表和 2016 乐普药业并表比例增加, 预计 2015-2017 年药品业务增速分别为 424%、27%、17%;
- 2、考虑到新一轮招标完成和 Nano 支架普及率提高, 预计 2015-2017 年支架系统业务增速分别为 24%、30%、32%。

表 1: 乐普医疗业务分拆盈利预测 (百万元)

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计						
营业收入	1015.9	1303.3	1668.6	2777.0	3552.3	4432.1
yoy		28%	28%	66%	28%	25%
营业成本	212.0	403.8	608.3	1295.4	1655.0	2045.0
毛利率	79%	69%	64%	53%	53%	54%
药品						
收入		57.4	178.9	936.8	1189.7	1392.0
yoy			211%	424%	27%	17%
成本		24.0	61.0	569.8	725.7	863.0
毛利率		58%	66%	39%	39%	38%
支架系统						
收入	699.3	660.8	686.4	851.6	1107.1	1461.3
yoy		-5%	4%	24%	30%	32%
成本	63.9	75.5	106.4	152.5	210.3	292.3
毛利率	91%	89%	85%	82%	81%	80%
封堵器						
收入	78.4	76.2	86.9	102.5	117.8	135.5
yoy		-3%	14%	18%	15%	15%
成本	7.4	7.3	9.6	11.3	13.0	14.9
毛利率	91%	90%	89%	89%	89%	89%
其他代理业务						
收入	139.6	156.6	310.3	293.9	308.6	324.1
yoy		12%	98%	-5%	5%	5%
成本	103.8	121.3	256.4	242.3	250.0	259.3
毛利率	26%	23%	17%	18%	19%	20%
其他						
收入	98.6	352.3	406.2	592.2	829.0	1119.2
yoy		257%	15%	46%	40%	35%
成本	37.0	175.7	175.0	319.5	456.0	615.6
毛利率	63%	50%	57%	46%	45%	45%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1668.64	2776.95	3552.30	4432.08	净利润	452.24	593.36	795.02	1039.09
营业成本	608.28	1295.40	1655.00	2045.00	折旧与摊销	72.45	87.19	105.05	125.44
营业税金及附加	20.74	33.07	42.37	53.21	财务费用	-10.52	55.54	71.05	132.96
销售费用	341.34	416.54	497.32	576.17	资产减值损失	13.14	13.00	15.00	20.00
管理费用	180.39	277.70	355.23	398.89	经营营运资本变动	-126.22	-686.80	-461.51	-503.22
财务费用	-10.52	55.54	71.05	132.96	其他	-52.77	-11.78	-15.00	-20.20
资产减值损失	13.14	13.00	15.00	20.00	经营活动现金流净额	348.32	50.51	509.61	794.06
投资收益	1.59	0.00	0.00	0.00	资本支出	-346.42	-200.00	-250.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-342.23	0.02	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-688.65	-199.98	-250.00	-300.00
营业利润	516.86	685.70	916.33	1205.85	短期借款	235.00	15.00	50.00	50.00
其他非经营损益	19.77	17.00	25.00	25.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	536.64	702.70	941.33	1230.85	股权融资	0.00	1262.01	0.00	0.00
所得税	84.40	109.35	146.31	191.76	支付股利	-105.56	-123.52	-152.18	-209.29
净利润	452.24	593.36	795.02	1039.09	其他	0.46	-54.13	-71.05	-132.96
少数股东损益	29.04	72.00	78.00	85.00	筹资活动现金流净额	129.90	1099.35	-173.22	-292.25
归属母公司股东净利润	423.19	521.36	717.02	954.09	现金流量净额	-211.42	949.87	86.38	201.81
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	506.67	1456.55	1542.93	1744.74	成长能力				
应收和预付款项	958.72	1628.35	2092.21	2606.52	销售收入增长率	28.03%	66.42%	27.92%	24.77%
存货	249.70	530.54	678.15	838.45	营业利润增长率	22.78%	32.67%	33.63%	31.60%
其他流动资产	0.04	0.04	0.05	0.06	净利润增长率	23.34%	31.20%	33.99%	30.70%
长期股权投资	160.06	160.06	160.06	160.06	EBITDA 增长率	26.33%	43.13%	31.87%	34.04%
投资性房地产	17.20	17.20	17.20	17.20	获利能力				
固定资产和在建工程	727.51	858.61	1021.85	1214.70	毛利率	63.55%	53.35%	53.41%	53.86%
无形资产和开发支出	934.07	917.25	900.44	883.62	三费率	30.64%	27.00%	26.00%	25.00%
其他非流动资产	275.97	274.50	273.03	271.55	净利率	27.10%	21.37%	22.38%	23.44%
资产总计	3829.93	5843.08	6685.90	7736.89	ROE	13.73%	11.81%	14.02%	15.99%
短期借款	235.00	250.00	300.00	350.00	ROA	11.81%	10.15%	11.89%	13.43%
应付和预收款项	226.35	428.16	545.11	680.49	ROIC	16.96%	19.53%	20.83%	23.90%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.69%	29.83%	30.75%	33.04%
其他负债	75.99	139.09	172.11	207.93	营运能力				
负债合计	537.34	817.25	1017.22	1238.42	总资产周转率	0.48	0.57	0.57	0.61
股本	812.00	871.79	871.79	871.79	固定资产周转率	3.30	4.71	4.89	5.07
资本公积	752.77	1954.99	1954.99	1954.99	应收账款周转率	2.29	2.59	2.33	2.30
留存收益	1579.21	1977.04	2541.88	3286.68	存货周转率	2.57	3.32	2.73	2.69
归属母公司股东权益	3142.56	4803.81	5368.65	6113.45	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	107.43%	—	—	—
少数股东权益	150.03	222.03	300.03	385.03	资本结构				
股东权益合计	3292.59	5025.84	5668.68	6498.48	资产负债率	14.03%	13.99%	15.21%	16.01%
负债和股东权益合计	3829.93	5843.08	6685.90	7736.89	带息债务/总负债	43.73%	30.59%	29.49%	28.26%
					流动比率	3.32	4.54	4.33	4.26
					速动比率	2.83	3.87	3.65	3.57
					股利支付率	24.94%	23.69%	21.22%	21.94%
					每股指标				
					每股收益	0.49	0.60	0.82	1.09
					每股净资产	3.78	5.76	6.50	7.45
					每股经营现金	0.40	0.06	0.58	0.91
					每股股利	0.12	0.14	0.17	0.24
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	578.79	828.43	1092.43	1464.25					
PE	70.78	57.46	41.78	31.40					
PB	9.10	5.96	5.28	4.61					
PS	17.95	10.79	8.43	6.76					
EV/EBITDA	47.19	34.32	26.00	19.29					
股息率	0.35%	0.41%	0.51%	0.70%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn