



牵手合富医疗, 共逐 IVD 流通服务

- **事件:** 公司公告拟与合富医疗展开战略合作, 双方旨在构建统一服务平台、业务模式创新、前沿技术引进推广等领域开展战略合作。
- **合富医疗专注 IVD 流通, 其特点为全院统一采购。**合富医疗于 1997 年成立, 业务范围主要集中于中国大陆。在临床检验领域摸索了十余年后, 于 2008 年提出“层峰计划”, 即提供全院体外诊断集中采购及物流管理服务, 在统一物流的服务下最大化经营效益。其核心是全院统一采购, 同时协助医院从“加强监管、填补漏洞、降低成本、资源共享”等多方面提升管理效益。目前销售额 5.4 亿元, 国内客户 50 余家。
- **公司与合富的牵手将形成业务协同及规模效应。**我们认为公司与合富的合作将有下列几个方面的影响: 1) 业务协同: 合富深耕中国市场将近 10 年, 具备渠道优势, 润达的医学实验室综合服务更为完善, 二者的协同将有助于市场开发的推进, 扩大销售规模; 2) 规模效应: 二者均为 IVD 流通领域的领头羊, 不考虑协同业务增量的情况下预计 2016 年销售额合计约 25 亿元, 上游供应商的议价能力将得以增强, 基础设施的成本将进一步摊薄, 盈利能力将得以提升。我们保守估计采取合作模式后二者整体净利率有望提升 2 个百分点, 为润达贡献业绩增量 2000-4000 万元; 3) 未来两者或存股权整合预期;
- **横向扩张+纵向延伸, 长期增长可期。**1) 公司开展的 IVD 综合流通服务符合当前医改背景下的行业趋势, 增强客户粘性。目前已在华东地区布局完善, 开启省外复制阶段。上市后全国性网点正在加速铺设, 我们预计随着其它网点的陆续放量, 业绩将进入高速增长阶段。2) 公司将深入挖掘其平台价值, 在现有业务深化的基础上谋求产业链延伸: 向上丰富产品线, 已通过外延并购初步形成覆盖生化诊断、免疫诊断和分子诊断的产品线布局; 向下开展第三方服务, 与金域检验设立合资公司开展第三方检验服务, 试水社区检验中心。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 EPS 分别为 1.07 元、1.52 元和 2.00 元, 对应 PE 分别为 64 倍、45 倍、34 倍。考虑到公司业务顺应行业趋势, 具备龙头企业潜质, 员工持股激励充分, 后续外延发展值得期待, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 异地扩张低于预期风险; 供应商相对集中风险; 营运资本短缺风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1358.50	1674.54	2027.90	2459.17
增长率	32.42%	23.26%	21.10%	21.27%
归属母公司净利润(百万元)	75.16	101.03	143.21	188.52
增长率	10.63%	34.42%	41.75%	31.64%
每股收益 EPS(元)	0.80	1.07	1.52	2.00
净资产收益率 ROE	15.79%	11.33%	6.33%	7.71%
PE	86	64	45	34
PB	18.37	9.31	3.67	3.40

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: 陈铁林

电话: 023-67909731

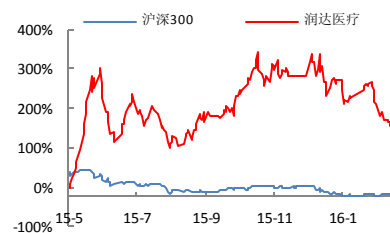
邮箱: cti@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxxing@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)	0.94
流通 A 股(亿股)	0.24
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	64.93
总资产(亿元)	15.63
每股净资产(元)	9.50

相关研究

1. 润达医疗(603108): 定增助力公司发展, 增持彰显发展信心 (2015-12-28)
2. 润达医疗(603108): 进军分子诊断, 完善上游布局 (2015-12-17)
3. 润达医疗(603108): 业绩符合预期, 平台价值初现 (2015-10-28)
4. 润达医疗(603108): 迈向全国的医学实验室综合服务平台 (2015-10-22)
5. 润达医疗(603108): 综合服务优势正在逐步体现的 MD 流通与服务龙头 (2015-08-27)

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	1358.50	1674.54	2027.90	2459.17	净利润	75.11	106.35	150.75	198.44
营业成本	999.04	1245.63	1500.52	1808.92	折旧与摊销	47.27	49.10	59.94	72.69
营业税金及附加	2.83	3.48	4.22	5.12	财务费用	29.56	8.46	-15.93	-33.30
销售费用	127.82	152.38	186.57	228.70	资产减值损失	7.99	6.47	8.60	9.90
管理费用	93.62	118.89	143.98	174.60	经营营运资本变动	-115.04	-86.39	-128.39	-139.41
财务费用	29.56	8.46	-15.93	-33.30	其他	-8.77	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	7.99	6.47	8.60	9.90	经营活动现金流净额	36.11	83.99	74.97	108.33
投资收益	-1.75	0.00	0.00	0.00	资本支出	-114.45	-150.00	-130.00	-100.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-10.75	0.00	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	-125.20	-150.00	-130.00	-100.00
营业利润	95.90	139.21	199.95	265.22	短期借款	27.00	-210.94	-69.06	0.00
其他非经营损益	7.19	6.38	6.29	6.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	103.09	145.59	206.23	271.69	股权融资	0.00	361.06	1298.70	0.00
所得税	27.98	39.24	55.48	73.24	支付股利	-3.98	-4.41	-5.92	-8.40
净利润	75.11	106.35	150.75	198.44	其他	15.15	-49.22	15.93	33.30
少数股东损益	-0.06	5.32	7.54	9.92	筹资活动现金流净额	38.17	96.50	1239.65	24.90
归属母公司股东净利润	75.16	101.03	143.21	188.52	现金流量净额	-50.94	30.49	1184.62	33.23
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	136.97	167.45	1352.07	1385.30	成长能力				
应收和预付款项	420.00	512.98	626.11	757.00	销售收入增长率	32.42%	23.26%	21.10%	21.27%
存货	240.73	300.15	361.57	435.89	营业利润增长率	9.03%	45.17%	43.63%	32.65%
其他流动资产	1.32	1.62	1.96	2.38	净利润增长率	10.55%	41.60%	41.75%	31.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	33.11%	13.92%	23.98%	24.86%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	237.72	339.43	410.29	438.40	毛利率	26.46%	25.61%	26.01%	26.44%
无形资产和开发支出	26.54	25.95	25.36	24.78	三费率	18.48%	16.71%	15.51%	15.05%
其他非流动资产	21.62	21.41	21.19	20.97	净利率	5.53%	6.35%	7.43%	8.07%
资产总计	1084.89	1369.00	2798.56	3064.72	ROE	15.79%	11.33%	6.33%	7.71%
短期借款	280.00	69.06	0.00	0.00	ROA	6.92%	7.77%	5.39%	6.48%
应付和预收款项	225.77	296.32	349.09	422.39	ROIC	13.64%	12.23%	12.22%	12.89%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.71%	11.75%	12.03%	12.39%
其他负债	103.50	64.99	67.32	70.13	营运能力				
负债合计	609.27	430.37	416.41	492.52	总资产周转率	1.41	1.36	0.97	0.84
股本	70.53	94.13	109.13	109.13	固定资产周转率	7.95	7.32	7.95	8.68
资本公积	101.31	438.77	1722.47	1722.47	应收账款周转率	3.82	3.76	3.73	3.73
留存收益	303.60	400.23	537.52	717.64	存货周转率	4.78	4.61	4.54	4.54
归属母公司股东权益	475.44	933.12	2369.11	2549.23	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	109.85%	—	—	—
少数股东权益	0.19	5.51	13.04	22.97	资本结构				
股东权益合计	475.63	938.63	2382.15	2572.20	资产负债率	56.16%	31.44%	14.88%	16.07%
负债和股东权益合计	1084.89	1369.00	2798.56	3064.72	带息债务/总负债	45.96%	16.05%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.44	2.61	6.45	5.88
					速动比率	1.00	1.81	5.46	4.89
					股利支付率	5.30%	4.36%	4.14%	4.45%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	172.72	196.77	243.96	304.61	每股收益	0.80	1.07	1.52	2.00
PE	116.25	86.48	61.01	46.35	每股净资产	5.05	9.97	25.31	27.33
PB	18.37	9.31	3.67	3.40	每股经营现金	0.38	0.89	0.80	1.15
PS	4.78	3.88	3.20	2.64	每股股利	0.04	0.05	0.06	0.09
EV/EBITDA	28.88	32.55	26.68	21.28					
股息率	0.05%	0.05%	0.07%	0.10%					

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