



参股常州华森、华森三维，进军 3D 打印

- **事件:** 公司公告拟非公开发行股票募集资金不超过 10.2 亿元, 用于新工厂搬迁扩建、收购及增资取得常州华森 20% 股权、认购华森三维 4.76% 股权、补充流动资金。其中大股东认购 1.1 亿股(9.8 亿元)、员工持股计划认购 500 万股(4250 万元)。
- **中国骨科材料市场未来空间广阔, 蕴含国产化机遇。** 骨科材料市场占全球生物材料市场的 37.5%, 为生物材料需求最大科室。估计 2015 年全球骨科市场规模约 470 亿美元, 中国骨科规模为 166 亿元, 约为美国骨科市场规模的 1/10, 未来空间广阔, 在老年化驱动下增速约 18%, 远超全球 3% 的水平。关节类、创伤类和脊柱类是中国骨科医疗器械三大主流类别产品, 除创伤类是唯一一类没有被国外厂商主导的产品外, 关节类、脊柱类市场主要由强生、史塞克等海外公司主导, 国产化空间巨大。
- **常州华森产品质量优异, 将于公司产品形成协同。** 常州华森成立于 2002 年, 产品主要包括创伤类和脊柱类, 2015 年实现营业收入 1.6 亿元、净利润 4744 万元。其产品质量优异, 吻合器已获得了美国 FDA510(K) 认证, 中芯钻髓内钉、数字化定制、足踝产品、骨盆钢板等在国内均属于独家产品。其产品不但出口到南美、中东等发展中国家, 且已开始进入美国、法国等欧美传统发达国家。我们认为常州华森业务与公司骨科产品形成协同, 本次增资有利于延伸公司的产品线, 强化公司在骨科领域的优势。
- **华森三维主营 3D 打印, 为个性化医疗提供方案。** 随着骨科疾病的多样化及复杂化, 患者的个体化治疗至关重要。3D 打印解决方案作为创新的技术手段, 在骨科领域受到越来越多的关注与青睐, 若按照骨科器材市场的 10% 计算, 2015 年中国的整体潜在市场约 16.6 亿元。华森三维以销售 3D 打印机硬件为主, 为医生、病人提供骨科数字定制化解决方案, 便于生成医生以及病人可以直观看到的实物、辅助医生进行手术的术前规划和病患之间的沟通、提高手术的成功率、缩短手术时间, 减少病人痛苦以及提高医生效率。
- **业绩预测与估值:** 我们预测公司 2015-2017 年摊薄后 EPS 分别为 0.06 元、0.14 元、0.21 元, 对应 PE 分别为 172 倍、72 倍、50 倍。预计金花格胶囊将维持 20% 左右的较高增速, 市场对人工虎骨酒获批预期较高, 此次通过定增介入骨科材料市场, 并进军 3D 打印将进一步提升公司估值, 后续外延扩张预期强烈。上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 非公开发行进展低于预期; 新产品获批速度或低于预期。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	712.79	861.22	1004.66	1173.73
增长率	51.30%	20.82%	16.66%	16.83%
归属母公司净利润(百万元)	30.95	25.38	60.71	87.16
增长率	-32.12%	-18.01%	139.25%	43.56%
每股收益 EPS(元)	0.07	0.06	0.14	0.21
净资产收益率 ROE	2.92%	2.35%	2.77%	3.85%
PE	141	172	72	50
PB	4.27	4.20	2.07	2.00

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

分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

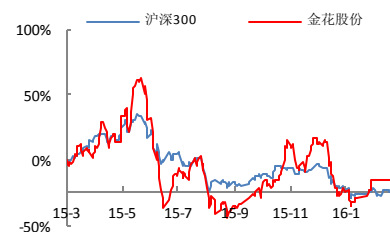
邮箱: syue@swsc.com.cn

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)	3.05
流通 A 股(亿股)	3.05
52 周内股价区间(元)	7.02-21.75
总市值(亿元)	31.32
总资产(亿元)	12.81
每股净资产(元)	3.41

相关研究

1. 金花股份(600080): 中报业绩稳定, 产品结构亟待改善 (2014-08-26)

盈利预测关键假设:

- (1) 非公开发行募集资金及购买资产事项于 2016 年年内完成。
- (2) 金天格胶囊将维持 20%左右的增速。
- (3) 销售转型趋于稳定, 销售费用率下滑至 30%左右。

表 1: 收入成本预测表

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	712.79	861.2	1,004.7	1,173.7
yoy	51.30%	20.82%	16.66%	16.83%
营业成本	355.52	509.6	586.1	674.9
毛利率	50.12%	40.82%	41.66%	42.50%
医药商业				
收入	272.28	408.42	469.68	540.14
yoy	188.55%	50.00%	15.00%	15.00%
成本	267.73	400.25	460.29	529.33
毛利率	1.67%	2.00%	2.00%	2.00%
医药工业				
收入	398.94	410.91	493.09	591.71
yoy	19.44%	3.00%	20.00%	20.00%
成本	60.76	82.18	98.62	118.34
毛利率	84.77%	80.00%	80.00%	80.00%
酒店业				
收入	39.89	39.89	39.89	39.89
yoy	-2.23%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	26.95	27.13	27.13	27.13
毛利率	32.44%	32.00%	32.00%	32.00%
其它				
收入	1.68	2	2	2
成本	0.08	0.08	0.08	0.08

数据来源: 公司公告, 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	712.79	861.22	1004.66	1173.73	净利润	29.81	24.44	58.47	83.94
营业成本	355.52	509.64	586.11	674.88	折旧与摊销	25.99	77.56	101.00	131.14
营业税金及附加	8.76	8.61	10.05	11.74	财务费用	-5.23	-5.17	-5.02	-4.69
销售费用	260.36	254.06	291.35	340.38	资产减值损失	4.67	11.65	1.00	1.00
管理费用	60.97	64.59	75.35	88.03	经营营运资本变动	-17.13	-3.79	-35.30	-47.22
财务费用	-5.23	-5.17	-5.02	-4.69	其他	-3.78	-14.65	-11.00	-21.00
资产减值损失	4.67	11.65	1.00	1.00	经营活动现金流净额	34.33	90.04	109.15	143.16
投资收益	0.10	3.00	10.00	20.00	资本支出	3.68	-40.00	-330.00	-330.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-8.71	3.00	-337.50	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5.03	-37.00	-667.50	-310.00
营业利润	27.83	20.83	55.83	82.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.17	4.37	4.17	4.07	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	31.00	25.21	59.99	86.47	股权融资	0.00	0.00	1017.50	0.00
所得税	1.19	0.77	1.52	2.53	支付股利	-9.16	-6.22	-5.10	-12.20
净利润	29.81	24.44	58.47	83.94	其他	0.29	5.17	5.02	4.69
少数股东损益	-1.14	-0.94	-2.24	-3.22	筹资活动现金流净额	-8.87	-1.05	1017.43	-7.50
归属母公司股东净利润	30.95	25.38	60.71	87.16	现金流量净额	20.43	51.99	459.08	-174.34
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	23.33	75.32	534.40	360.07	成长能力				
应收和预付款项	231.48	275.94	322.19	379.63	销售收入增长率	51.30%	20.82%	16.66%	16.83%
存货	52.10	74.69	85.89	98.90	营业利润增长率	-28.70%	-25.13%	167.95%	47.60%
其他流动资产	146.81	177.38	206.93	241.75	净利润增长率	-34.19%	-18.01%	139.25%	43.56%
长期股权投资	0.77	0.77	348.27	348.27	EBITDA 增长率	-21.79%	91.89%	62.83%	37.57%
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	603.23	566.94	797.21	997.35	毛利率	50.12%	40.82%	41.66%	42.50%
无形资产和开发支出	53.56	52.29	51.02	49.75	三费率	44.35%	36.40%	36.00%	36.10%
其他非流动资产	155.48	155.48	155.48	155.48	净利率	4.18%	2.84%	5.82%	7.15%
资产总计	1266.76	1378.81	2501.39	2631.19	ROE	2.92%	2.35%	2.77%	3.85%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	2.35%	1.77%	2.34%	3.19%
应付和预收款项	106.93	145.02	169.06	195.01	ROIC	2.61%	1.84%	5.27%	6.32%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.82%	10.83%	15.11%	17.79%
其他负债	139.62	195.36	223.02	255.12	营运能力				
负债合计	246.55	340.38	392.08	450.13	总资产周转率	0.58	0.65	0.52	0.46
股本	305.30	305.30	425.00	425.00	固定资产周转率	1.77	1.92	1.69	1.50
资本公积	252.60	252.60	1150.39	1150.39	应收账款周转率	5.29	4.76	4.91	4.81
留存收益	461.88	481.04	536.65	611.62	存货周转率	6.74	8.04	7.30	7.30
归属母公司股东权益	1019.77	1038.93	2112.05	2187.01	销售商品/劳务收到的现金/营业收入	94.60%	—	—	—
少数股东权益	0.44	-0.50	-2.74	-5.96	资本结构				
股东权益合计	1020.21	1038.43	2109.31	2181.05	资产负债率	19.46%	24.69%	15.67%	17.11%
负债和股东权益合计	1266.76	1378.81	2501.39	2631.19	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.93	1.83	3.02	2.46
					速动比率	1.71	1.61	2.79	2.24
					股利支付率	29.59%	24.50%	8.40%	13.99%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	48.58	93.23	151.81	208.84	每股收益	0.07	0.06	0.14	0.21
PE	140.89	171.83	71.82	50.03	每股净资产	2.40	2.44	4.96	5.13
PB	4.27	4.20	2.07	2.00	每股经营现金	0.08	0.00	0.00	0.00
PS	6.12	5.06	4.34	3.72	每股股利	0.02	0.01	0.01	0.03
EV/EBITDA	60.79	31.12	24.18	18.41					
股息率	0.21%	0.14%	0.12%	0.28%					

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