

整包业务持续发力, 异地扩张已现成效

- **业绩总结:** 2015年实现收入16.3亿(+19.9%), 归母净利润0.92亿元(+22.1%), 扣非后净利润0.87亿(+24.8%)。利润分配方案为每10股转增20股。同时公司公告与上海盛瑚共同发起1.5亿规模产业并购基金。
- **整包业务持续发力, 异地扩张已见成效。** 公司2015年全年实现收入和净利润同比增速分别为20%和22%, 其中净利润增速略低于预期, 但收入端增速表现优异。从第四季度单季看, 收入增速达25%, 远超前三季度17.7%的增速, 环比改善非常明显, 这表明公司整包业务拓展和华东地区外扩张已见成效。公司为客户提供整体综合服务的医院数量快速增加, 目前已近100家, 贡献收入近5.4亿元, 同比实现翻倍增长。由于该模式顺应医改和医院诉求, 现整包正成为行业趋势, 我们认为公司整包业务有望延续高增长态势。从区域上看, 公司在华东地区维持15%左右的行业增速, 而东北地区和西南地区表现优异, 同比增速分别达140%和90%, 收入合计贡献约1.2亿元。我们认为公司通过东北和西南地区已证明自己异地扩张的能力, 通过管理输出和标准输出拓展实验室整体综合服务业务, 异地扩张将助力公司实现快速发展战略。
- **IVD全产业链布局, 外延扩张态度明确。** 公司开展的MD综合流通服务符合当前医改背景下的行业趋势, 客户粘性强。作为国内鲜有的跨区域MD综合服务商, 公司平台属性突出。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。1) 向上丰富产品线, 借助营销平台实现快速放量: 继增资北京润诺思布局化学发光后, 增资武汉海吉力布局分子诊断将大大丰富公司上游产品布局, 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。2) 向下开展第三方服务: 子公司昆涑生物开展第三方质控服务, 与金城检验设立合资公司开展第三方检验服务。目前公司先后参与设立的三支并购基金酝酿资源整合, 外延扩张态度明确。
- **业绩预测与估值:** 考虑到净利润略低于预期, 我们下调预测2016-2018增发摊薄后EPS分别到1.17元、1.51元和1.82元, 对应PE分别为71倍、55倍、46倍。员工持股和大股东大比例增持短期对股价有支持, 考虑到公司业务顺应行业趋势, 已为行业龙头且稀缺性强, 同时定增后外延发展值得期待, 我们维持“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	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1628.64	1957.71	2345.07	2804.47
增长率	19.89%	20.21%	19.79%	19.59%
归属母公司净利润(百万元)	91.76	127.80	164.53	198.81
增长率	22.08%	39.28%	28.74%	20.83%
每股收益EPS(元)	0.84	1.17	1.51	1.82
净资产收益率ROE	9.95%	5.43%	6.53%	7.32%
PE	99	71	55	46
PB	9.75	3.82	3.57	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

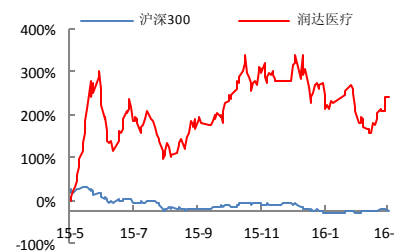
西南证券研究发展中心

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: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
电话: 021-68415020
邮箱: zxing@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)	78.12
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): 牵手合富医疗, 共逐MD流通服务 (2016-03-15)
2. 润达医疗(603108): 定增助力公司发展, 增持彰显发展信心 (2015-12-28)
3. 润达医疗(603108): 进军分子诊断, 完善上游布局 (2015-12-17)
4. 润达医疗(603108): 业绩符合预期, 平台价值初现 (2015-10-28)
5. 润达医疗(603108): 迈向全国的医学实验室综合服务平台 (2015-10-22)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1628.64	1957.71	2345.07	2804.47	净利润	92.43	128.73	165.72	200.25
营业成本	1185.74	1419.59	1699.99	2031.91	折旧与摊销	72.87	60.07	60.07	60.07
营业税金及附加	3.96	5.02	5.72	6.95	财务费用	33.44	9.03	-1.60	-1.71
销售费用	156.11	191.86	227.47	272.03	资产减值损失	19.30	26.00	32.00	35.00
管理费用	110.11	137.04	161.81	193.51	经营营运资本变动	-380.92	-58.46	-198.86	-227.76
财务费用	33.44	9.03	-1.60	-1.71	其他	-63.81	-2.11	-31.85	-33.09
资产减值损失	19.30	26.00	32.00	35.00	经营活动现金流净额	-226.69	163.26	25.48	32.76
投资收益	-0.35	0.00	0.00	0.00	资本支出	-161.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-120.36	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	-281.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	119.63	169.18	219.68	266.78	短期借款	232.25	-512.25	0.00	0.00
其他非经营损益	6.31	6.51	6.59	6.50	长期借款	5.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.93	175.69	226.27	273.28	股权融资	361.06	1313.70	0.00	0.00
所得税	33.51	46.97	60.55	73.03	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	92.43	128.73	165.72	200.25	其他	-36.81	-39.28	1.60	1.71
少数股东损益	0.67	0.93	1.19	1.44	筹资活动现金流净额	562.37	762.16	1.60	1.71
归属母公司股东净利润	91.76	127.80	164.53	198.81	现金流量净额	53.92	925.42	27.09	34.47
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	189.82	1115.24	1142.33	1176.80	成长能力				
应收和预付款项	621.61	677.36	824.29	994.48	销售收入增长率	19.89%	20.21%	19.79%	19.59%
存货	395.52	473.52	567.06	677.77	营业利润增长率	24.75%	41.43%	29.85%	21.44%
其他流动资产	0.72	0.86	1.03	1.23	净利润增长率	23.06%	39.28%	28.74%	20.83%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	5.46%	16.73%	16.89%
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	368.74	311.88	255.02	198.16	毛利率	27.19%	27.49%	27.51%	27.55%
无形资产和开发支出	31.12	28.27	25.41	22.55	三费率	18.40%	17.26%	16.53%	16.54%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.58%	7.07%	7.14%
资产总计	1693.82	2693.06	2900.71	3156.22	ROE	9.95%	5.43%	6.53%	7.32%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	4.78%	5.71%	6.34%
应付和预收款项	164.50	260.92	299.35	350.48	ROIC	10.48%	9.52%	10.91%	11.71%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	12.17%	11.86%	11.59%
其他负债	82.65	55.30	58.79	62.92	营运能力				
负债合计	765.27	322.09	364.00	419.27	总资产周转率	1.17	0.89	0.84	0.93
股本	94.13	109.13	109.13	109.13	固定资产周转率	6.28	7.23	10.96	17.85
资本公积	438.77	1737.47	1737.47	1737.47	应收账款周转率	3.36	3.25	3.35	3.31
留存收益	391.13	518.93	683.46	882.27	存货周转率	3.73	3.27	3.27	3.26
归属母公司股东权益	924.02	2365.52	2530.05	2728.86	销售商品提供劳务收到现金营业收入	104.01%	—	—	—
少数股东权益	4.53	5.46	6.65	8.09	资本结构				
股东权益合计	928.55	2370.98	2536.70	2736.95	资产负债率	45.18%	11.96%	12.55%	13.28%
负债和股东权益合计	1693.82	2693.06	2900.71	3156.22	带息债务/总负债	67.70%	1.82%	1.61%	1.40%
					流动比率	1.67	8.14	7.91	7.59
					速动比率	1.13	6.44	6.14	5.78
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	225.94	238.29	278.16	325.14	每股收益	0.84	1.17	1.51	1.82
PE	98.70	70.86	55.04	45.55	每股净资产	8.51	21.73	23.25	25.08
PB	9.75	3.82	3.57	3.31	每股经营现金	-2.08	1.50	0.23	0.30
PS	5.56	4.63	3.86	3.23	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	35.86	33.07	28.23	24.05					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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

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