



## 布局高端放疗, 转型医疗健康

### 投资要点

- **事件:** 近期, 我们与公司高管及其子公司玛西普总经理进行了交流。
- **伽马刀壁垒高、技术高、格局好、空间大, 2017年换源业务将进入快速增长期。** 2015年底公司通过收购伽马刀生产企业玛西普, 战略切入高端医疗器械领域。伽马刀属于高端放疗设备的一种, 在治疗颅脑肿瘤和脑血管疾病方面具有副作用更小, 治疗效果更好等系列优势。我们看好公司收购的玛西普主要源于以下四点: 1) 壁垒高: 伽马刀带核源, 属于高度管制产品, 玛西普持有国内钴-60唯一供应商中核高通 3%的股权, 合作关系非常稳定。2) 技术高: 玛西普主打产品多源旋转聚焦伽马刀相比于国际巨头医科达的静态聚焦伽马刀, 有换钴成本低, 剂量适形有无穷可能等优点, 公司价格仅国外产品 70%。3) 格局好: 公司产品已获得 FDA 和 CE 认证, 是国内唯一有出口资质的企业, 国内市场占有率约 25%, 国际和国内市场最大竞争对手为医科达; 4) 空间大: 据 WHO 建议, 每百万人应拥有放疗设备 6-7 台, 而我国仅为 0.5 台, 我国放疗设备市场未来增长空间巨大。从销售订单看, 截至 2015 年底, 公司已有 18 台订单保障 2016 年业绩承诺, 我们预计 2016 年还将有更多订单保障 2017 年业绩承诺。从换源(耗材)业务看, 到 2017 年公司将超过 20 台已售设备需要换源, 同时考虑到公司可以为其他厂商换源, 我们预计 2017 年开始换源业务将进入快速增长期。
- **上游布局高端放疗, 下游切入医疗服务, 将进一步打开公司成长空间。** 1) 公司未来将丰富在精准医疗新技术领域进行产业布局, 关注包括医用加速器、质子刀、速锋刀等技术领域。2) 公司将切入医疗服务领域, 以实现由放疗设备供应商向医疗服务提供商的纵向业务拓展。公司通过与友谊医院合作, 已在医疗服务领域已具备一定的业务基础, 我们认为医疗服务布局将打开公司成长空间。
- **原有菌菇业务扭亏为盈, 实现平稳发展。** 2015 年公司对原有业务进行了产能调整, 关闭了三个生产基地, 转让了新乡星河, 仅保留最具成本和市场优势的韶关和西充两个生产基地, 成功扭亏为盈, 预计 2016 年全年将继续实现盈利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56 元、0.76 元、0.98 元, 对应当前股价 PE 分别为 43 倍、32 倍和 25 倍。考虑到公司市值较小、伽马刀业务壁垒高且外延预期强烈, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 菌类业务业绩下滑的风险, 玛西普业绩不达预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	280.14	593.83	733.99	888.67
增长率	-9.00%	111.98%	23.60%	21.07%
归属母公司净利润(百万元)	10.58	131.23	178.89	229.21
增长率	-96.39%	1140.79%	36.31%	28.13%
每股收益 EPS(元)	0.05	0.56	0.76	0.98
净资产收益率 ROE	1.02%	9.63%	11.36%	12.45%
PE	535	43	32	25
PB	3.81	3.45	3.05	2.67

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: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	2.34
流通 A 股(亿股)	2.34
52 周内股价区间(元)	11.49-30.23
总市值(亿元)	56.59
总资产(亿元)	18.27
每股净资产(元)	6.20

### 相关研究

## 关键假设：

1、食用菌业务：考虑到韶关和西充两个生产基地的成本和市场优势，我们预计2016-2018的收入保持平稳增速，预计14%左右，毛利率维持在33%左右；

2、伽马刀业务：考虑到公司承诺业绩和在手订单情况，我们预计公司2016-2018年收入有望实现2.7亿、3.7和4.7亿，毛利率维持在71%左右。

表 1：星河生物业务分拆及盈利预测

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	254.84	307.84	280.14	593.83	733.99	888.67
yoy	2.83%	20.80%	-9.00%	111.98%	23.60%	21.07%
合计：营业成本	233.55	263.96	192.74	290.98	351.01	417.23
毛利率	8.35%	14.26%	31.20%	51.00%	52.18%	53.05%
<b>食用菌业务</b>						
收入	254.79	307.54	280.13	318.53	363.99	416.17
yoy		20.70%	-8.91%	13.71%	14.27%	14.33%
成本	233.53	263.94	192.52	213.90	243.71	277.85
毛利率	8.34%	14.18%	31.28%	32.85%	33.04%	33.24%
<b>伽马刀业务</b>						
收入	16.93	52.03	127.17	275.30	370.00	472.50
yoy		207.32%	144.42%	116.48%	34.40%	27.70%
成本	8.11	23.70	45.44	77.08	107.30	139.39
毛利率	52.10%	54.45%	64.27%	72.00%	71.00%	70.50%

数据来源：Wind、西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	280.14	593.83	733.99	888.67	净利润	15.14	158.11	210.46	263.46
营业成本	192.74	290.98	351.01	417.23	折旧与摊销	46.22	71.33	71.33	71.33
营业税金及附加	0.00	0.04	0.03	0.04	财务费用	19.12	10.62	9.24	8.25
销售费用	25.42	53.44	66.06	79.98	资产减值损失	5.08	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.37	92.04	110.10	133.30	经营营运资本变动	-131.91	53.91	-35.62	-23.06
财务费用	19.12	10.62	9.24	8.25	其他	98.72	2.40	-0.19	-0.31
资产减值损失	5.08	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>52.37</b>	<b>296.38</b>	<b>255.23</b>	<b>319.67</b>
投资收益	0.79	0.00	0.00	0.00	资本支出	-786.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	904.76	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>118.62</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-4.81</b>	<b>146.69</b>	<b>197.55</b>	<b>249.86</b>	短期借款	-75.00	-40.00	0.00	0.00
其他非经营损益	19.95	11.42	12.91	13.59	长期借款	-23.90	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>15.14</b>	<b>158.10</b>	<b>210.45</b>	<b>263.45</b>	股权融资	1125.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	15.14	158.11	210.46	263.46	其他	-1149.62	-123.23	-9.24	-8.25
少数股东损益	4.57	26.88	31.57	34.25	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-123.52</b>	<b>-163.23</b>	<b>-9.24</b>	<b>-8.25</b>
归属母公司股东净利润	10.58	131.23	178.89	229.21	<b>现金流量净额</b>	<b>47.47</b>	<b>133.15</b>	<b>245.99</b>	<b>311.42</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	108.51	241.66	487.65	799.07	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	156.21	184.05	256.30	322.40	销售收入增长率	-9.00%	111.98%	23.60%	21.07%
存货	35.86	53.04	65.19	78.70	营业利润增长率	-101.59%	2949.27%	34.67%	26.48%
其他流动资产	0.01	0.02	0.02	0.03	净利润增长率	-94.94%	944.15%	33.11%	25.18%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-71.60%	277.74%	21.64%	18.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	442.67	386.47	330.27	274.08	毛利率	31.20%	51.00%	52.18%	53.05%
无形资产和开发支出	1089.27	1075.21	1061.14	1047.07	三费率	31.38%	26.29%	25.26%	24.93%
其他非流动资产	16.33	15.26	14.19	13.12	净利率	5.41%	26.63%	28.67%	29.65%
<b>资产总计</b>	<b>1848.86</b>	<b>1955.70</b>	<b>2214.77</b>	<b>2534.47</b>	ROE	1.02%	9.63%	11.36%	12.45%
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.82%	8.08%	9.50%	10.39%
应付和预收款项	103.16	191.00	231.36	278.52	ROIC	1.33%	10.13%	13.83%	17.56%
长期借款	50.59	50.59	50.59	50.59	EBITDA/销售收入	21.61%	38.50%	37.89%	37.07%
其他负债	171.00	71.88	80.13	89.22	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>364.75</b>	<b>313.48</b>	<b>362.08</b>	<b>418.33</b>	总资产周转率	0.21	0.31	0.35	0.37
股本	233.94	233.94	233.94	233.94	固定资产周转率	0.66	1.58	2.30	3.37
资本公积	1546.60	1546.60	1546.60	1546.60	应收账款周转率	8.28	10.12	9.12	8.53
留存收益	-338.54	-207.30	-28.41	200.79	存货周转率	4.88	6.04	5.49	5.45
归属母公司股东权益	1442.00	1573.24	1752.13	1981.33	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.69%	—	—	—
少数股东权益	42.11	68.99	100.55	134.80	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1484.11</b>	<b>1642.22</b>	<b>1852.68</b>	<b>2116.14</b>	资产负债率	19.73%	16.03%	16.35%	16.51%
负债和股东权益合计	1848.86	1955.70	2214.77	2534.47	带息债务/总负债	24.84%	16.14%	13.97%	12.09%
					流动比率	1.07	2.07	2.89	3.57
					速动比率	0.94	1.84	2.66	3.34
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	60.53	228.64	278.12	329.45	每股收益	0.05	0.56	0.76	0.98
PE	535.05	43.12	31.63	24.69	每股净资产	6.34	7.02	7.92	9.05
PB	3.81	3.45	3.05	2.67	每股经营现金	0.22	1.27	1.09	1.37
PS	20.20	9.53	7.71	6.37	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	94.96	23.89	18.76	14.89					
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

### 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

赵晨阳（上海办公）

021-68416926

15821921712

zcy@swsc.com.cn