

布局顶级质子放疗, A股最佳放疗标的

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 公司拟以 1100 万美元增资认购 GSL 公司 43% 的股权, 目前 GSL 公司持有美国先进质子放疗设备企业 Protom 公司 25% 的股权, 此次通过增资 GSL 公司进而间接持有美国 Protom 公司的股权 10.75% 的股权。
- **质子重离子治疗为放疗皇冠明珠, 国外正蓬勃发展。** 与传统放疗相比, 质子重离子由于其“布拉格峰”能量释放特征, 可以对肿瘤实现定向爆破, 从而达到精准治疗效果, 即副作用小, 特别适用于儿童的患者, 使其不留或少留后遗症。凭借更高的精准性和更强的杀伤力, 质子放疗在全球范围内正在蓬勃发展。据 PTCOG 统计数据显示, 目前全球运营中的质子重离子治疗中心约 60 个, 主要分布在美国、欧洲和日本等发达国家和地区。截止 2014 年, 全球治疗患者已达 118,195 名患者, 同比增速约 15%, 其中 86% 质子治疗。从海外公司股价表现上看, 质子放疗孕育牛股, 质子放疗设备国际巨头比利时 IBA 公司 (Ion Beam Applications S.A.), 近 4 年股价涨了近 10 倍。
- **小型化质子系统为发展趋势, Protom 为小型化质子治疗典范。** 传统大型质子重离子系统占地面积大, 价格达 10 多亿人民币, 一定程度上阻碍了质子放疗的推广, 而价格降至 1.5-2 亿元的小型化质子治疗系统则大大降低安装门槛, 有助于质子治疗系统在中等不发达国家广泛推广。美国 Protom 公司成立于 2008 年 1 月, 其主打产品 Protom Radiance330® 质子治疗系统已于 2014 年获得美国 FDA 认证, 是目前市场上最先进的模块化、小型化质子治疗系统, 具有先进性、灵活性、经济性的显著特点, 已被美国麻省总医院 (MGH) 选中用于建设质子治疗中心, MGH 的项目正在安装中。
- **上海示范效应带动国内质子治疗百亿级市场空间。** 上海质子重离子医院成功运行满 1 年, 带动国内兴建质子治疗中心热潮, 据统计目前国内有 40-50 家医疗机构正申请建设质子治疗中心。按 1.5-2 亿元每套设备算, 国内质子治疗设备容量约 80 亿元, 若分 15 年装机完成, 年均空间 5 亿元。考虑到区域、经济状况等因素, 我们认为国内能接受质子治疗的病人约有 10 万人, 按每个 20 万治疗费用算, 质子治疗服务市场空间约 200 亿元。
- **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 44 倍、33 倍和 25 倍。考虑到伽马刀和质子治疗系统业务壁垒高、稀缺性强, 公司作为 A 股最佳高端放疗设备标的和高端医疗器械典范, 我们维持“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; 质子治疗系统推广或不及预期的风险。

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	550	44	33	25
PB	3.92	3.54	3.14	2.75

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)	56.29
总资产(亿元)	18.27
每股净资产(元)	6.20

相关研究

1. 星河生物 (300143): 布局高端放疗, 转型医疗健康 (2016-05-30)

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	经营活动现金流净额	52.37	296.38	255.23	319.67
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	投资活动现金流净额	118.62	0.00	0.00	0.00
营业利润	-4.81	146.69	197.55	249.86	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
利润总额	15.14	158.10	210.45	263.45	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	筹资活动现金流净额	-123.52	-163.23	-9.24	-8.25
归属母公司股东净利润	10.58	131.23	178.89	229.21	现金流量净额	47.47	133.15	245.99	311.42
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	成长能力				
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	获利能力				
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%
资产总计	1848.86	1955.70	2214.77	2534.47	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	营运能力				
负债合计	364.75	313.48	362.08	418.33	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	资本结构				
股东权益合计	1484.11	1642.22	1852.68	2116.14	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	550.09	44.33	32.52	25.38	每股净资产	6.34	7.02	7.92	9.05
PB	3.92	3.54	3.14	2.75	每股经营现金	0.22	1.27	1.09	1.37
PS	20.77	9.80	7.93	6.55	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	97.59	24.59	19.33	15.37					
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

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