

加码血透全产业链，打造 A 股血透龙头企业

投资要点

- **事件:**公司公告定增预案,拟非公开发行募集 2.74 亿元,用于收购挚信鸿达 40% 股权、常州华岳 60% 股权以及天津和南昌血液透析耗材产业项目。此次非公开发行的定价基准日为发行期首日,燕金元董事长将与挚信鸿达及常州华岳股东拟发起设立 5600 万规模的宝发 1 号资管计划用于认购定增,认购比例约 20%。
- **加码血液透析全产业链,打造 A 股血透龙头企业。**公司围绕“在巩固医疗监护设备的基础上,加快建立和完善血液透析领域生态圈”长期发展战略,先后收购天津挚信鸿达、重庆多泰、辽宁恒信和天津博奥天盛等公司,已构建了从血液透析机、透析器、血液透析粉液、血液透析管理和穿刺针的全产品线布局。在透析粉液覆盖区域上,公司目前已形成覆盖东北(辽宁恒信)、华北(天津基地)、华中(南昌基地)和华东(常州华岳)、华南(珠海基地)的全国布局。此次收购少数股权和加码透析耗材产业项目将进一步完善公司的血透全产业链布局,公司已成为 A 股产品线最全且耗材覆盖面最广的企业。
- **国内血透市场空间达千亿,大病医保将加快透析治疗需求释放。**血透是终末期肾病患者的主流治疗方法,2016 年全球市场规模将达 750 亿美元。国内终末期肾病存量患者超 200 万人,规律透析患者约 30 万人,透析治疗率远低于发达国家平均水平,若按年透析费用 7 万元测算,我国的血液透析市场规模预计达 1400 亿元。参考美国血透产业发展史,医保支付是血透需求释放的关键。近年来,我国出台系列政策将终末期肾病等疾病纳入大病医疗保险,实际报销比例不低于 50%,并且医疗费用越高支付比例越高。此外,通过新型农村合作医疗、民政部医疗救助基金的补充,终末期肾病的总报销比例进一步提高。我们认为报销比例的提升加快了透析治疗需求的释放,血透产业迎来发展良机。
- **推行“产品+渠道+服务”模式,外延预期强烈。**公司坚持通过内生式发展和外延式并购相结合的方式,高起点、快速构建血液透析产业“血透设备+透析耗材+渠道+医疗服务”的全产业链发展模式。相关公告显示,公司将重点在渠道和医疗服务方面大力布局。血透渠道商整合方面,公司计划 2016 年完成一家以上血透渠道商合作的谈判工作,在保证风险可控的前提下,采取公司原有模式建立血透渠道销售公司,争取 2016 年实现收入。在肾病医疗服务方面,公司计划 2016 年完成 5 家医院的并购重组谈判,建成 1~2 家以血透为主的肾病样板医院,建立 5 家以上的“院中院”模式的血透中心,完成 10 家以上的血透中心投放。
- **盈利预测及评级:**不考虑增发,我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.49 元、0.71 元和 0.91 元,对应 2016-2018 年 PE 分别为 61 倍、43 倍和 33 倍。考虑到公司市值小、业绩增速快、有外延预期,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:**渠道和肾科医院布局速度低于预期,并购企业业绩实现或不及承诺。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	380.51	647.16	1025.10	1366.65
增长率	31.67%	70.08%	58.40%	33.32%
归属母公司净利润(百万元)	23.92	72.04	103.63	132.22
增长率	-29.24%	201.17%	43.85%	27.59%
每股收益 EPS(元)	0.16	0.49	0.71	0.91
净资产收益率 ROE	6.36%	16.22%	19.37%	20.37%
PE	185	61	43	33
PB	9.61	8.14	6.76	5.57

数据来源: Wind, 西南证券

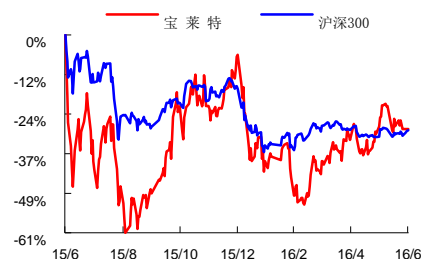
西南证券研究发展中心

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)	1.46
流通 A 股(亿股)	1.07
52 周内股价区间(元)	17.08-44.0
总市值(亿元)	44.28
总资产(亿元)	6.19
每股净资产(元)	3.03

相关研究

关键假设：

1、血液透析产品：考虑到上海陈连忠和贵州杨泽军两家血透渠道经销商的业绩承诺，以及常州华岳业绩承诺及并表影响，我们预计血液透析产品 2016-2018 年的收入增速分别为 130%、80%、40%，毛利率维持在 35%左右；

2、健康检测产品：考虑到行业稳定，我们预计 2016-2018 年的收入增速维持在 5%左右，毛利率维持在 45%。

表 1：宝莱特业务分拆盈利预测

单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计：营业收入	234.83	288.99	380.51	647.16	1,025.10	1,366.65
yoy	28.83%	23.06%	31.67%	70.08%	58.40%	33.32%
合计：营业成本	123.05	159.51	230.93	402.01	646.75	867.77
毛利率	47.60%	44.81%	39.31%	37.88%	36.91%	36.50%
血液透析产品						
收入	60.12	101.76	200.34	460.78	829.41	1,161.17
yoy	212.6%	69.3%	96.9%	130.00%	80.00%	40.00%
成本	32.85	61.97	131.07	299.51	539.11	754.76
毛利率	45.36%	39.10%	34.58%	35.00%	35.00%	35.00%
健康检测产品						
收入	147.16	184.42	177.5	186.38	195.69	205.48
yoy	7.0%	7.3%	-3.8%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	74.28	96.27	98.58	102.51	107.63	113.01
毛利率	49.52%	47.80%	44.46%	45.00%	45.00%	45.00%
其他业务						
收入			2.67	2.80	2.94	3.09
yoy			-4.9%	5.00%	5.00%	5.00%
成本				1.54	1.62	1.70
毛利率				45.00%	45.00%	45.00%

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	380.51	647.16	1025.10	1366.65	净利润	29.29	88.22	126.90	161.92
营业成本	230.93	402.01	646.75	867.77	折旧与摊销	12.37	18.77	18.77	18.77
营业税金及附加	3.12	5.30	8.40	11.19	财务费用	-4.10	-3.06	-4.70	-6.20
销售费用	67.27	84.13	133.26	177.66	资产减值损失	11.93	3.00	4.00	5.00
管理费用	47.09	64.72	102.51	136.66	经营营运资本变动	-26.67	-30.34	-55.85	-49.02
财务费用	-4.10	-3.06	-4.70	-6.20	其他	5.58	-3.00	-4.00	-5.00
资产减值损失	11.93	3.00	4.00	5.00	经营活动现金流净额	28.40	73.58	85.12	125.47
投资收益	0.16	0.00	0.00	0.00	资本支出	-16.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-16.73	0.12	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	-32.78	0.12	0.00	0.00
营业利润	24.44	91.06	134.89	174.55	短期借款	5.00	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.73	8.84	8.82	8.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	33.17	99.90	143.71	183.36	股权融资	0.69	0.00	0.00	0.00
所得税	3.88	11.68	16.80	21.44	支付股利	-7.30	-5.17	-15.57	-22.39
净利润	29.29	88.22	126.90	161.92	其他	7.43	3.06	4.70	6.20
少数股东损益	5.37	16.18	23.28	29.70	筹资活动现金流净额	5.81	-7.11	-10.87	-16.20
归属母公司股东净利润	23.92	72.04	103.63	132.22	现金流量净额	2.60	66.59	74.26	109.27
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	230.08	296.67	370.93	480.20	成长能力				
应收和预付款项	101.33	164.52	263.64	352.03	销售收入增长率	31.67%	70.08%	58.40%	33.32%
存货	59.51	103.60	166.66	223.62	营业利润增长率	-32.89%	272.56%	48.13%	29.41%
其他流动资产	4.23	6.99	11.08	14.77	净利润增长率	-16.80%	201.17%	43.85%	27.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-23.90%	226.33%	39.52%	25.62%
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	91.40	79.42	67.43	55.44	毛利率	39.31%	37.88%	36.91%	36.50%
无形资产和开发支出	78.89	72.87	66.86	60.84	三费率	28.98%	22.53%	22.54%	22.55%
其他非流动资产	15.22	14.45	13.69	12.92	净利率	7.70%	13.63%	12.38%	11.85%
资产总计	580.65	738.51	960.28	1199.82	ROE	6.36%	16.22%	19.37%	20.37%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.04%	11.95%	13.22%	13.50%
应付和预收款项	97.19	171.70	274.53	367.69	ROIC	7.43%	27.20%	33.52%	35.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.60%	16.50%	14.53%	13.69%
其他负债	17.59	22.90	30.49	37.35	营运能力				
负债合计	119.78	194.60	305.03	405.04	总资产周转率	0.69	0.98	1.21	1.27
股本	146.09	146.09	146.09	146.09	固定资产周转率	4.74	7.98	14.84	23.94
资本公积	115.29	115.29	115.29	115.29	应收账款周转率	6.06	6.57	6.50	6.03
留存收益	167.27	234.13	322.19	432.02	存货周转率	4.09	4.93	4.79	4.45
归属母公司股东权益	428.64	495.51	583.57	693.40	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.17%	—	—	—
少数股东权益	32.23	48.41	71.68	101.38	资本结构				
股东权益合计	460.87	543.92	655.25	794.78	资产负债率	20.63%	26.35%	31.76%	33.76%
负债和股东权益合计	580.65	738.51	960.28	1199.82	带息债务/总负债	4.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.61	3.10	2.76	2.71
					速动比率	3.07	2.54	2.19	2.15
					股利支付率	30.54%	7.18%	15.02%	16.94%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.49	0.71	0.91
					每股净资产	3.15	3.72	4.49	5.44
					每股经营现金	0.19	0.50	0.58	0.86
					每股股利	0.05	0.04	0.11	0.15
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	32.72	106.76	148.95	187.12					
PE	185.12	61.47	42.73	33.49					
PB	9.61	8.14	6.76	5.57					
PS	11.64	6.84	4.32	3.24					
EV/EBITDA	128.23	38.62	27.19	21.06					
股息率	0.16%	0.12%	0.35%	0.51%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn