

开启上市后异地扩张第一步, 持续外延可期

投资要点

- **事件:** 公司公告拟收购杭州怡丹生物 45% 股权, 交易金额为 2.16 亿元, 收购前公司出资 10% 的上海润达盛瑚投资管理中心持有 12% 股权, 即公司合计持有 57% 的股权, 实现实际控制并将并表。
- **怡丹生物估值合理, 协同效应明显。** 此次收购怡丹生物整体估值 4.8 亿元, 考虑到标的方承诺 2016 年净利润不低于 4000 万且未来两年增速不低于 20%, 即对应 2016 年 PE 为 12 倍, 估值合理。考虑到怡丹生物十多年来一直专注于体外诊断微生物产品领域, 拥有覆盖浙江地区、客户依赖度高的业务网络和综合服务体系, 拥有一支在微生物领域具有丰富从业经验的年轻管理团队, 已树立了优质的品牌形象和市场美誉。我们认为此次收购与公司协同效应明显, 主要体现在如下两方面: 1) 区域协同实现规模效应。公司整包业务的优势范围主要集中于华东地区和黑龙江地区, 收购怡丹生物后, 公司将进行管理输出和业务模式输出, 将业务范围强势切入浙江地区, 有望实现规模效应; 2) 充实微生物领域解决方案, 强化实验室整体综合服务能力。怡丹生物是国际知名品牌有法国生物梅里埃公司微生物系列产品的重要代理商, 在微生物解决方案领域有突出经验和优势, 怡丹生物在微生物领域的解决方案结合到公司的整体综合服务中, 将有效提升公司整包业务服务的核心竞争力。
- **开启上市后异地扩张第一步, 持续外延可期。** 公司整包业务压缩流通环节, 模式顺应医改和医院利益诉求, 平台属性和可拓展性强。我们认为公司发展逻辑和路径可分为三个阶段: 1) 异地扩张, 管理输出实现规模效应, 目前已迈出第一步; 2) 向上布局特色产品, 嫁接公司终端可实现快速放量, 目前已布局化学发光, 分子诊断和 POCT 等; 3) 向下发展第三方服务, 已与金域检测开展合作。我们认为此次收购仅仅为公司上市后扩张第一步, 异地扩张有望持续。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到此次并购并表影响, 我们小幅上调盈利预测, 预计 2016-2018 增发摊薄后 EPS 分别为 0.43 元、0.57 元和 0.69 元, 对应增发摊薄后 PE 分别为 66 倍、50 倍、41 倍。公司整包业务顺应国家医改趋势和医院诉求, 是目前医改环境下明确受益标的, 具备长牛基因, 我们坚定看好公司长期发展。同时考虑到公司定增顺利过会, 大股东大比例增持及员工持股坚定不调价彰显未来发展信心, 未来有持续外延预期, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 异地扩张低于预期风险; 营运资本短缺风险; 增发事项不及预期风险; 并购标的业绩承诺或不达预期的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1628.64	2124.38	2745.07	3284.47
增长率	19.89%	30.44%	29.22%	19.65%
归属母公司净利润(百万元)	91.76	137.49	182.98	222.52
增长率	22.08%	49.83%	33.09%	21.61%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.43	0.57	0.69
净资产收益率 ROE	9.95%	5.68%	7.05%	7.92%
PE	99	66	50	41
PB	9.81	3.74	3.48	3.22

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: zxxing@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)	2.82
流通 A 股(亿股)	1.23
52 周内股价区间(元)	23.45-107.87
总市值(亿元)	79.80
总资产(亿元)	18.97
每股净资产(元)	9.98

相关研究

1. 润达医疗 (603108): 进军 POCT, 产品线+强渠道平台协同明显 (2016-06-16)
2. 润达医疗 (603108): 业绩表现优异, 平台价值凸显 (2016-04-26)
3. 润达医疗 (603108): 整包业务持续发力, 异地扩张已现成效 (2016-03-30)
4. 润达医疗 (603108): 牵手合富医疗, 共逐 IVD 流通服务 (2016-03-15)

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	1628.64	2124.38	2745.07	3284.47	净利润	92.43	138.48	184.30	224.13
营业成本	1185.74	1536.25	1979.99	2367.91	折旧与摊销	72.87	89.41	89.41	89.41
营业税金及附加	3.96	5.45	6.69	8.14	财务费用	33.44	0.54	0.69	0.83
销售费用	156.11	216.69	280.00	331.73	资产减值损失	19.30	30.00	35.00	40.00
管理费用	110.11	152.96	197.65	236.48	经营营运资本变动	-380.92	-133.95	-308.12	-266.94
财务费用	33.44	0.54	0.69	0.83	其他	-63.81	-4.08	-32.78	-37.75
资产减值损失	19.30	30.00	35.00	40.00	经营活动现金流净额	-226.69	120.41	-31.49	49.69
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	182.50	245.05	299.37	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	189.01	251.64	305.88	股权融资	361.06	1376.17	0.00	0.00
所得税	33.51	50.53	67.34	81.74	支付股利	-4.23	-5.17	-7.74	-10.30
净利润	92.43	138.48	184.30	224.13	其他	-32.57	-30.79	-0.69	-0.83
少数股东损益	0.67	1.00	1.33	1.61	筹资活动现金流净额	562.37	827.96	-8.43	-11.13
归属母公司股东净利润	91.76	137.49	182.98	222.52	现金流量净额	53.92	948.37	-39.93	38.56
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	189.82	1138.19	1098.26	1136.82	成长能力				
应收和预付款项	621.61	734.88	964.54	1164.29	销售收入增长率	19.89%	30.44%	29.22%	19.65%
存货	395.52	512.44	660.46	789.85	营业利润增长率	24.75%	52.56%	34.27%	22.17%
其他流动资产	0.72	0.93	1.21	1.45	净利润增长率	23.06%	49.83%	33.09%	21.61%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	20.59%	23.02%	16.25%
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	283.29	197.84	112.38	毛利率	27.19%	27.68%	27.87%	27.91%
无形资产和开发支出	31.12	27.52	23.91	20.30	三费率	18.40%	17.43%	17.43%	17.33%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.52%	6.71%	6.82%
资产总计	1693.82	2783.18	3031.79	3310.31	ROE	9.95%	5.68%	7.05%	7.92%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	4.98%	6.08%	6.77%
应付和预收款项	164.50	282.53	349.05	408.91	ROIC	10.48%	9.57%	11.43%	12.02%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	12.82%	12.21%	11.86%
其他负债	82.65	56.75	62.28	67.11	营运能力				
负债合计	765.27	345.15	417.19	481.88	总资产周转率	1.17	0.95	0.94	1.04
股本	94.13	322.24	322.24	322.24	固定资产周转率	6.28	8.28	16.04	38.35
资本公积	438.77	1586.82	1586.82	1586.82	应收账款周转率	3.36	3.38	3.46	3.31
留存收益	391.13	523.45	698.69	910.90	存货周转率	3.73	3.38	3.38	3.27
归属母公司股东权益	924.02	2432.51	2607.74	2819.96	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	5.53	6.85	8.47	资本结构				
股东权益合计	928.55	2438.03	2614.60	2828.43	资产负债率	45.18%	12.40%	13.76%	14.56%
负债和股东权益合计	1693.82	2783.18	3031.79	3310.31	带息债务/总负债	67.70%	1.70%	1.41%	1.22%
					流动比率	1.67	7.91	7.29	7.05
					速动比率	1.13	6.21	5.52	5.25
					股利支付率	4.61%	3.76%	4.23%	4.63%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.43	0.57	0.69
					每股净资产	2.88	7.57	8.11	8.78
					每股经营现金	-0.70	0.37	-0.10	0.15
					每股股利	0.01	0.02	0.02	0.03
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	225.94	272.45	335.16	389.62					
PE	99.24	66.24	49.77	40.92					
PB	9.81	3.74	3.48	3.22					
PS	5.59	4.29	3.32	2.77					
EV/EBITDA	13.06	29.02	23.71	20.30					
股息率	0.05%	0.06%	0.08%	0.11%					

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

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