

## 异地扩张再下一城，持续外延发展可期

### 投资要点

- **事件:** 公司公告拟收购山东鑫海润邦 100% 股权，估值 2 亿，分四年现金支付 (40%，20%，20% 和 20%)，标的承诺 2016-2018 年净利润不低于 2000 万、2500 万和 3100 万。
- **山东地区协同效应明显，有望提升服务覆盖深度与广度。** 鑫海润邦在山东代理 BD、强生等十余个品牌，服务医疗机构中，6 家集中配送，50 余家直销。公司同时通过 300 余家分销合作伙伴，间接覆盖 600 余家医疗机构。收购鑫海润邦将显著增强公司在山东地区的覆盖广度，考虑到鑫海润邦选择部分县级医院作为其整体医疗耗材综合配送业务的主攻方向，未来有望在山东地区建立一定数量的县级医院渠道服务平台，这将增强公司覆盖深度，整体上协同明显。
- **异地扩张再下一城，持续外延发展可期。** 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，已与金城检测开展合作。我们认为此次收购仅仅为公司上市后扩张第二单，异地扩张有望持续。
- **明确受益医疗服务价格改革，长期看好。** 2016 年 7 月初，发改委四部委《关于印发推进医疗服务价格改革意见的通知》明确提出在调整医疗服务价格的同时，重点降低大型医用设备检查治疗和检验等价格，原检验项目收费由政府定价，现明确降低检验收费后，医院有降低检验成本诉求，明确利好通过整包模式帮助检验科控费的润达医疗。目前公司业务对应的中游流通环节市场空间在 800-900 亿元，格局分散，作为国内龙头，市场份额占比不到 3%。考虑到公司为 A 股稀缺标的，有望利用先发优势和资本优势整合产业。
- **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 0.44 元、0.61 元和 0.77 元，对应增发摊薄后 PE 分别为 60 倍、43 倍、34 倍。在医疗服务价格改革的大背景下，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，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	2139.38	2977.57	3575.97
增长率	19.89%	31.36%	39.18%	20.10%
归属母公司净利润 (百万元)	91.76	140.82	195.86	246.80
增长率	22.08%	53.46%	39.09%	26.01%
每股收益 EPS (元)	0.28	0.44	0.61	0.77
净资产收益率 ROE	9.95%	5.81%	7.50%	8.67%
PE	93	60	43	34
PB	9.14	3.48	3.23	2.96

数据来源: Wind, 西南证券

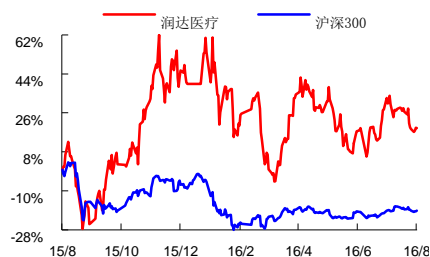
### 西南证券研究发展中心

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)	1.20
52 周内股价区间(元)	23.45-107.87
总市值(亿元)	74.41
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): 开启上市后异地扩张第一步, 持续外延可期 (2016-07-03)
2. 润达医疗 (603108): 进军 POCT, 产品线+强渠道平台协同明显 (2016-06-16)
3. 润达医疗 (603108): 业绩表现优异, 平台价值凸显 (2016-04-26)
4. 润达医疗 (603108): 整包业务持续发力, 异地扩张已现成效 (2016-03-30)
5. 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	2139.38	2977.57	3575.97	净利润	92.43	141.84	197.28	248.59
营业成本	1185.74	1565.42	2142.74	2571.96	折旧与摊销	72.87	89.41	89.41	89.41
营业税金及附加	3.96	5.48	7.26	8.86	财务费用	33.44	0.54	0.75	0.90
销售费用	156.11	213.94	312.65	357.60	资产减值损失	19.30	30.00	40.00	50.00
管理费用	110.11	136.92	211.41	253.89	经营营运资本变动	-380.92	-144.68	-404.77	-295.54
财务费用	33.44	0.54	0.75	0.90	其他	-63.81	-3.89	-35.58	-47.44
资产减值损失	19.30	30.00	40.00	50.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-226.69</b>	<b>113.22</b>	<b>-112.91</b>	<b>45.93</b>
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	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-281.80</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>119.63</b>	<b>187.07</b>	<b>262.76</b>	<b>332.75</b>	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
<b>利润总额</b>	<b>125.93</b>	<b>193.58</b>	<b>269.35</b>	<b>339.25</b>	股权融资	361.06	1376.17	0.00	0.00
所得税	33.51	51.75	72.08	90.66	支付股利	-4.23	-5.17	-7.93	-11.03
净利润	92.43	141.84	197.28	248.59	其他	-32.57	-30.79	-0.75	-0.90
少数股东损益	0.67	1.02	1.42	1.79	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>562.37</b>	<b>827.95</b>	<b>-8.68</b>	<b>-11.93</b>
归属母公司股东净利润	91.76	140.82	195.86	246.80	<b>现金流量净额</b>	<b>53.92</b>	<b>941.17</b>	<b>-121.59</b>	<b>34.00</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	189.82	1130.99	1009.40	1043.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	621.61	740.70	1046.07	1267.41	销售收入增长率	19.89%	31.36%	39.18%	20.10%
存货	395.52	522.17	714.74	857.92	营业利润增长率	24.75%	56.38%	40.46%	26.63%
其他流动资产	0.72	0.94	1.31	1.57	净利润增长率	23.06%	53.46%	39.09%	26.01%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	22.61%	27.40%	19.87%
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	368.74	283.29	197.84	112.38	毛利率	27.19%	26.83%	28.04%	28.08%
无形资产和开发支出	31.12	27.52	23.91	20.30	三费率	18.40%	16.43%	17.63%	17.13%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.63%	6.63%	6.95%
<b>资产总计</b>	<b>1693.82</b>	<b>2791.54</b>	<b>3078.84</b>	<b>3388.21</b>	ROE	9.95%	5.81%	7.50%	8.67%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	5.08%	6.41%	7.34%
应付和预收款项	164.50	287.17	377.94	444.40	ROIC	10.48%	9.77%	11.73%	12.38%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	12.95%	11.85%	11.83%
其他负债	82.65	57.12	64.30	69.65	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>765.27</b>	<b>350.15</b>	<b>448.11</b>	<b>519.91</b>	总资产周转率	1.17	0.95	1.01	1.11
股本	94.13	322.24	322.24	322.24	固定资产周转率	6.28	8.34	17.40	41.76
资本公积	438.77	1586.82	1586.82	1586.82	应收账款周转率	3.36	3.39	3.57	3.32
留存收益	391.13	526.78	714.71	950.48	存货周转率	3.73	3.41	3.46	3.27
归属母公司股东权益	924.02	2435.84	2623.77	2859.54	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	5.55	6.97	8.76	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>928.55</b>	<b>2441.39</b>	<b>2630.74</b>	<b>2868.30</b>	资产负债率	45.18%	12.54%	14.55%	15.34%
负债和股东权益合计	1693.82	2791.54	3078.84	3388.21	带息债务/总负债	67.70%	1.68%	1.31%	1.13%
					流动比率	1.67	7.81	6.85	6.65
					速动比率	1.13	6.11	5.08	4.85
					股利支付率	4.61%	3.67%	4.05%	4.47%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	225.94	277.03	352.93	423.07	每股收益	0.28	0.44	0.61	0.77
PE	92.54	60.30	43.35	34.40	每股净资产	2.88	7.58	8.16	8.90
PB	9.14	3.48	3.23	2.96	每股经营现金	-0.70	0.35	-0.35	0.14
PS	5.21	3.97	2.85	2.37	每股股利	0.01	0.02	0.02	0.03
EV/EBITDA	12.27	26.35	21.03	17.46					
股息率	0.05%	0.06%	0.09%	0.13%					

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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn