

## 战略布局肿瘤诊断领域，产业链整合有序推进

### 投资要点

- **事件:** 公司拟出资 1.05 亿元以受让和增资的方式取得麦迪医疗 20% 股权, 其中 5250 万元用于受让原麦迪医疗股东 12.5% 股权, 5250 万元用于麦迪医疗增资。
- **麦迪医疗为国内肿瘤早期医疗诊断设备和试剂研发、生产、销售与服务一体化企业。** 麦迪医疗的细胞 DNA 自动检测分析仪可自动发现早期癌变细胞, 为国内临床肿瘤早期诊断新技术, 广泛应用于妇科肿瘤筛查, 同时公司获加拿大大不列颠哥伦比亚肿瘤研究所授权, 成为境内唯一使用宫颈癌 DNA 倍体分析技术单位。此外, 麦迪医疗拥有 15 万片切片信息的数据库以及上百名专家组成的“数字病理远程会诊与数字切片交流平台”, 平台可提供病理各领域的专业诊断和咨询, 是国内唯一经卫生行政主管部门批准的开展病理诊断业务的医疗机构。
- **病理诊断和检验诊断领域资源共享、协同发展, 盈利能力进一步提升。** 双方将在检验和病理领域的综合服务解决方案在各自的终端客户予以协同实施, 公司在麦迪医疗协助下两年内将开发不少于 100 家首诊客户, 第一年不少于 20 家。本次投资介入病理诊断市场, 主要意义有三: 1) 拓展肿瘤早期筛查和远程医疗诊断市场, 丰富和完善现有的服务体系, 增强服务能力同时加强客户粘度; 2) 充分发挥麦迪医疗在福建等地区良好的市场资源, 加速拓展福建等地市场, 提高业务市场占有率; 3) 通过投资麦迪医疗引进在病理筛查方面的专业技术, 扩充公司产品组合, 增强整体综合服务能力, 提高综合服务竞争优势。通过投资麦迪医疗, 战略性布局肿瘤早期筛查和远程医疗诊断领域, 加速推进产业链整合, 公司盈利能力将进一步提升。
- **大股东及员工高比例参与增发彰显未来发展信心。** 公司拟定向增发 3986 万股, 募集资金 11.5 亿元, 发行价为 28.8 元/股, 目前该方案已获得证监会批文。从定增方案来看, 公司大股东合计认购 52.3%, 员工持股认购 5.8%, 体现出公司管理层对公司未来发展的坚定信心。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.62 元、0.78 元, 对应增发摊薄后 PE 分别为 75 倍、53 倍和 42 倍, 我们坚定看好公司长期发展, 大股东大比例增持及员工持股彰显对公司未来发展信心, 我们维持“买入”评级。
- **风险提示:** 交易存在调整或取消的风险; 增发事项不及预期风险; 异地扩张不及预期的风险。

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	141.54	200.52	251.36
增长率	22.08%	54.25%	41.67%	25.36%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.44	0.62	0.78
净资产收益率 ROE	9.95%	5.84%	7.66%	8.80%
PE	116	75	53	42
PB	11.49	4.37	4.05	3.71

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)	93.50
总资产(亿元)	21.99
每股净资产(元)	3.38

### 相关研究

1. 润达医疗 (603108): 顺应行业发展, 全国扩张与产业链整合有序推进 (2016-10-16)
2. 润达医疗 (603108): 首单技术服务能力输出, 全国性服务平台加速推进 (2016-09-30)
3. 润达医疗 (603108): 业绩表现靓丽, 整体综合服务业务正快速发展 (2016-08-26)

**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	142.57	201.97	253.18
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	9.54	-0.66	-0.37
销售费用	156.11	213.94	312.65	357.60	资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00
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	9.54	-0.66	-0.37	其他	-63.81	6.11	-30.58	-42.44
资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-226.69</b>	<b>122.95</b>	<b>-109.62</b>	<b>49.25</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>188.08</b>	<b>269.17</b>	<b>339.02</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>194.58</b>	<b>275.76</b>	<b>345.52</b>	股权融资	361.06	1376.17	0.00	0.00
所得税	33.51	52.02	73.79	92.34	支付股利	-4.23	-5.17	-7.97	-11.29
净利润	92.43	142.57	201.97	253.18	其他	-32.57	-39.79	0.66	0.37
少数股东损益	0.67	1.03	1.45	1.82	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>562.37</b>	<b>818.95</b>	<b>-7.31</b>	<b>-10.92</b>
归属母公司股东净利润	91.76	141.54	200.52	251.36	<b>现金流量净额</b>	<b>53.92</b>	<b>941.90</b>	<b>-116.93</b>	<b>38.33</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	1131.72	1014.79	1053.12	<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%	57.22%	43.12%	25.95%
其他流动资产	0.72	0.94	1.31	1.57	净利润增长率	23.06%	54.25%	41.67%	25.36%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	27.04%	24.70%	19.59%
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%	16.85%	17.58%	17.09%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.66%	6.78%	7.08%
<b>资产总计</b>	<b>1693.82</b>	<b>2792.27</b>	<b>3084.23</b>	<b>3397.93</b>	ROE	9.95%	5.84%	7.66%	8.80%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	5.11%	6.55%	7.45%
应付和预收款项	164.50	287.17	377.94	444.40	ROIC	10.48%	10.29%	11.95%	12.57%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	13.42%	12.02%	11.97%
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	1.10
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	527.51	720.05	960.13	存货周转率	3.73	3.41	3.46	3.27
归属母公司股东权益	924.02	2436.56	2629.11	2869.19	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	5.56	7.01	8.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>928.55</b>	<b>2442.12</b>	<b>2636.12</b>	<b>2878.02</b>	资产负债率	45.18%	12.54%	14.53%	15.30%
负债和股东权益合计	1693.82	2792.27	3084.23	3397.93	带息债务/总负债	67.70%	1.68%	1.31%	1.13%
					流动比率	1.67	7.81	6.86	6.67
					速动比率	1.13	6.11	5.10	4.87
					股利支付率	4.61%	3.65%	3.97%	4.49%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	225.94	287.03	357.93	428.07	每股收益	0.28	0.44	0.62	0.78
PE	116.27	75.38	53.21	42.45	每股净资产	2.88	7.58	8.18	8.93
PB	11.49	4.37	4.05	3.71	每股经营现金	-0.70	0.38	-0.34	0.15
PS	6.55	4.99	3.58	2.98	每股股利	0.01	0.02	0.02	0.04
EV/EBITDA	15.08	33.02	26.80	22.32					
股息率	0.04%	0.05%	0.07%	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
	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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@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
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn