

2016年12月08日

宝莱特 (300246.SZ)

公司快报

医药 | 医疗器械 III

收购清远康华医院，全产业链布局完成

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布公告，参股子公司厚德莱福通过其控股子公司清远宝莱特（厚德莱福持有清远宝莱特 80% 的股份）于 2016 年 12 月 5 日收购清远康华医院全部产权。其中清远康华医院原有团队以现金方式入股清远宝莱特，占清远宝莱特 20% 股份。
- ◆ **首家医院布局落地，坚定进军血透服务市场**：本次成功收购清远康华医院是公司在医疗服务领域的首单落地，是公司从血透产品与渠道向医疗服务深入发展的一大实质性进展，在医疗服务领域，截止 2016 年上半年，公司已组建了包括 4 名医生专业人员在内的肾病医疗服务团队，完成了多家医院的并购重组谈判，完成了 3 家“院中院”模式的血透中心的商务谈判，已完成了 9 家血透中心投放。本次医院的成功收购，进一步保证了公司 2016 年医疗服务领域布局目标的实现，即 2016 年计划完成 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。
- ◆ **“产品+渠道+服务”全产业链布局完成，有望彻底打开公司发展空间**：在血透领域，公司深入布局“产品+渠道+服务”全产业链。产品方面，公司透析机、透析粉液和透析管路已有批文能够正式生产，透析器预计 2017 年底将获得批文，同时公司推进公司第二代血液透析机 D50 的研发，有望进一步丰富公司产品线；渠道方面，公司积极进行血透渠道商的投资整合工作，继宝瑞医疗（贵州血透渠道）、申宝医疗（上海及周边渠道）后，公司于今年 8 月投资设立一家新的血透渠道商深圳市宝原医疗器械有限公司，有望快速进入华南地区的血透市场；公司本次医疗服务领域收购首单落地，“产品+渠道+服务”全产业链布局顺利完成，未来公司将继续加快在医疗服务领域的布局，公司未来发展空间有望全面打开。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.51、0.69 和 0.91 元，随着清远康华医院的落地，公司全产业链布局完成，血透收入大幅增长确定性高，上调至买入-A 建议，6 个月目标价 44 元，相当于 2016 年 86 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：血透市场竞争加剧，汇率风险，管理风险。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	289.0	380.5	665.9	952.2	1,276.0
同比增长(%)	23.1%	31.7%	75.0%	43.0%	34.0%
营业利润(百万元)	36.4	24.4	95.2	126.3	171.3
同比增长(%)	17.2%	-32.9%	289.4%	32.7%	35.6%
净利润(百万元)	33.8	23.9	74.8	101.4	132.4
同比增长(%)	16.9%	-29.2%	212.9%	35.4%	30.5%
每股收益(元)	0.23	0.16	0.51	0.69	0.91
PE	161.2	227.8	72.8	53.7	41.2
PB	13.2	12.7	11.3	9.7	8.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

投资评级	买入-A(上调)
6 个月目标价	44 元
股价(2016-12-07)	37.30 元

交易数据

总市值(百万元)	5,449.08
流通市值(百万元)	4,019.22
总股本(百万股)	146.09
流通股本(百万股)	107.75
12 个月价格区间	19.56/44.58 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.43	-2.11	31.05
绝对收益	-4.21	-5.59	9.02

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

- 宝莱特：血透业务高速增长，看好全产业链布局 2016-10-26
- 宝莱特：产业链整合顺利，肾科医疗业务收入大幅增加 2016-07-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	289.0	380.5	665.9	952.2	1,276.0	年增长率					
减:营业成本	159.5	230.9	409.1	587.5	772.0	营业收入增长率	23.1%	31.7%	75.0%	43.0%	34.0%
营业税费	2.1	3.1	5.4	7.5	10.3	营业利润增长率	17.2%	-32.9%	289.4%	32.7%	35.6%
销售费用	53.3	67.3	86.6	128.5	178.6	净利润增长率	16.9%	-29.2%	212.9%	35.4%	30.5%
管理费用	40.2	47.1	67.9	100.0	140.7	EBITDA 增长率	26.6%	-26.1%	228.8%	29.8%	33.1%
财务费用	-3.5	-4.1	-2.9	-3.4	-4.3	EBIT 增长率	18.9%	-38.2%	353.8%	33.1%	35.9%
资产减值损失	1.0	11.9	4.7	5.9	7.5	NOPLAT 增长率	17.7%	-36.8%	348.7%	33.2%	36.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.4%	20.2%	27.3%	1.3%	24.7%
投资和汇兑收益	-	0.2	0.2	0.1	0.1	净资产增长率	8.6%	7.7%	14.9%	16.9%	19.4%
营业利润	36.4	24.4	95.2	126.3	171.3	盈利能力					
加:营业外净收支	4.3	8.7	5.7	6.2	6.9	毛利率	44.8%	39.3%	38.6%	38.3%	39.5%
利润总额	40.8	33.2	100.8	132.6	178.2	营业利润率	12.6%	6.4%	14.3%	13.3%	13.4%
减:所得税	5.5	3.9	12.8	16.8	22.0	净利润率	11.7%	6.3%	11.2%	10.6%	10.4%
净利润	33.8	23.9	74.8	101.4	132.4	EBITDA/营业收入	14.6%	8.2%	15.4%	14.0%	13.9%
						EBIT/营业收入	11.4%	5.3%	13.9%	12.9%	13.1%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	17.5%	20.6%	32.0%	28.3%	34.1%
货币资金	222.5	230.1	234.0	319.2	372.3	负债权益比	21.3%	26.0%	47.0%	39.5%	51.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	4.26	3.61	2.54	2.99	2.61
应收帐款	53.5	77.2	155.3	178.7	265.2	速动比率	3.59	3.07	1.76	2.34	1.87
应收票据	1.3	3.0	3.3	5.9	7.0	利息保障倍数	-9.32	-4.97	-32.31	-35.85	-38.97
预付帐款	7.3	21.1	24.2	42.0	47.2	营运能力					
存货	53.4	59.5	185.6	151.4	276.2	固定资产周转天数	85	76	45	28	19
其他流动资产	0.1	4.2	1.5	1.9	2.5	流动营业资本周转天数	48	46	52	53	53
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	427	347	270	246	236
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	65	62	63	63	63
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	63	53	66	64	60
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	617	520	367	310	280
固定资产	73.5	87.0	79.0	71.0	63.0	投资资本周转天数	209	191	135	107	90
在建工程	10.3	4.4	4.4	4.4	4.4	费用率					
无形资产	41.7	54.4	52.0	49.5	47.1	销售费用率	18.4%	17.7%	13.0%	13.5%	14.0%
其他非流动资产	55.4	39.7	39.4	39.8	36.2	管理费用率	13.9%	12.4%	10.2%	10.5%	11.0%
资产总额	519.0	580.6	778.6	863.8	1,121.0	财务费用率	-1.2%	-1.1%	-0.4%	-0.4%	-0.3%
短期债务	-	5.0	-	-	-	三费/营业收入	31.1%	29.0%	22.8%	23.6%	24.7%
应付帐款	64.5	68.5	186.0	181.4	287.9	投资回报率					
应付票据	-	16.0	20.0	20.3	37.8	ROE	8.2%	5.6%	15.5%	18.1%	20.2%
其他流动负债	14.9	19.8	31.8	32.0	45.5	ROA	6.8%	5.0%	11.3%	13.4%	13.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	18.7%	9.8%	36.6%	38.2%	51.5%
其他非流动负债	11.7	10.4	11.1	11.1	10.9	分红指标					
负债总额	91.1	119.8	248.9	244.8	382.1	DPS(元)	0.05	0.05	0.13	0.18	0.25
少数股东权益	16.6	32.2	45.4	59.8	83.7	分红比率	21.6%	30.5%	25.8%	26.0%	27.4%
股本	146.1	146.1	146.1	146.1	146.1	股息收益率	0.1%	0.1%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	265.3	282.6	338.1	413.1	509.2						
股东权益	427.9	460.9	529.6	619.1	738.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	35.2	29.3	74.8	101.4	132.4	EPS(元)	0.23	0.16	0.51	0.69	0.91
加:折旧和摊销	10.1	12.4	10.5	10.5	10.5	BVPS(元)	2.82	2.93	3.31	3.83	4.49
资产减值准备	1.0	11.6	-	-	-	PE(X)	161.2	227.8	72.8	53.7	41.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.2	12.7	11.3	9.7	8.3
财务费用	-1.8	-0.4	-2.9	-3.4	-4.3	P/FCF	1,993.9	-664.8	564.2	55.8	87.9
投资损失	-	-0.2	-0.2	-0.1	-0.1	P/S	18.9	14.3	8.2	5.7	4.3
少数股东损益	1.4	5.4	13.2	14.4	23.8	EV/EBITDA	123.5	167.6	51.0	38.8	29.0
营运资金的变动	-14.6	-14.7	-70.4	-14.6	-77.2	CAGR(%)	48.7%	74.7%	42.3%	48.7%	74.7%
经营活动产生现金流量	42.3	28.4	25.1	108.1	85.0	PEG	3.3	3.0	1.7	1.1	0.6
投资活动产生现金流量	-50.7	-32.8	0.2	0.1	0.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-7.5	5.8	-21.5	-22.9	-32.0						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn