



补全华北拼图，全国性集成业务平台隐现

投资要点

- **事件:** 公司发布公告拟以 3.13 亿元受让北京东南悦达 60% 股权，同时标的方承诺 2016-2018 年扣非后净利润分别不低于 2800 万元、5375 万元和 6718 万元。
- **补全华北拼图，全国性集成业务平台隐现。** 北京东南悦达主要为客户提供雅培、积水、伯乐等品牌 IVD 产品，经过十多年的发展已成为华北地区最具市场竞争力的 IVD 流通与服务企业。此次交易整体估值 5.22 亿，对应 2017 年业绩承诺估值不到 10 倍，估值适中。考虑到北京东南悦达 2015 年收入达 4.3 亿，而公司华北地区收入仅 2640 万元，我们认为此次收购战略意义重大，北京东南悦达可有效补全公司华北地区拼图。公司目前已经在华东、华北和东北完成战略布局，我们认为公司未来有望向华南、华中和西南等地区进军，构建全国集成业务平台。
- **整体综合服务业务模式顺应行业发展趋势，公司未来发展空间巨大。** 在当前三医联动的医改政策环境下，驱动检验科控费整体综合服务业务（即整包模式，也称集约化服务模式）发展，驱动力主要体现在：1）取消药品加成和降低检查费用促使医院有通过集中采购控制成本诉求；2）两票制和反腐，均促使压缩流通环节，进行阳光集中采购；3）整包业务需要强有力的资金支持，国内多家公司获得上市融资，迪安诊断、美康生物和塞力斯等均利用资本强势推广整包业务。目前公司业务对应的中游流通环节市场空间在 900-1000 亿元，格局极其分散，作为国内龙头，市场份额占比不到 3%。考虑到大行业、小公司，公司有望利用先发优势和资本优势整合产业，我们认为公司发展空间巨大。
- **公司业务平台属性显著，横纵向可拓展性极强。** 作为国内跨区域 IVD 综合服务商，公司平台属性突出，我们认为公司业务可拓展性极强：公司第一阶段通过管理输出异地扩张，类 GPO 模式下，发挥规模优势并提高向上游议价能力；第二阶段向上布局特色产品，嫁接公司终端实现快速上量，目前公司已布局自产生化、糖化血红蛋白、化学发光、POCT、分子诊断、自免及过敏原检测等产品；第三阶段可托医疗终端向下发展服务业务，如子公司昆涿生物开展第三方质控服务，与金域检验设立合资公司开展第三方检验服务，在东北参与设立区域精准检测中心，同时公司两支并购基金或也在为公司外延扩张积极储备标的。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到并表影响，我们上调盈利预测，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.43 元、0.72 元、0.95 元，对应当前股价的 PE 分别为 71 倍、42 倍、32 倍。在国家新医改大背景下，公司集成业务模式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，发展空间巨大，我们坚定看好公司长期发展。同时考虑到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:** 异地扩张低于预期风险；营运资本短缺风险；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	3574.80	4322.50
增长率	19.89%	31.36%	67.10%	20.92%
归属母公司净利润(百万元)	91.76	138.37	231.98	306.61
增长率	22.08%	50.80%	67.65%	32.17%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.43	0.72	0.95
净资产收益率 ROE	9.95%	5.81%	8.90%	10.57%
PE	107	71	42	32
PB	10.60	4.10	3.75	3.37

数据来源: Wind, 西南证券

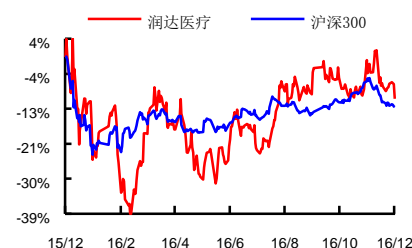
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
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)	3.22
流通 A 股(亿股)	1.23
52 周内股价区间(元)	23.45-107.07
总市值(亿元)	98.39
总资产(亿元)	26.51
每股净资产(元)	3.51

相关研究

1. 润达医疗 (603108): 募集资金到位充实资本实力, 外延步伐有望提速 (2016-11-20)
2. 润达医疗 (603108): 规模效应渐显, 业绩或有加速迹象 (2016-10-26)
3. 润达医疗 (603108): 战略布局肿瘤诊断领域, 产业链整合有序推进 (2016-10-20)
4. 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)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1628.64	2139.38	3574.80	4322.50	净利润	92.43	139.38	233.67	308.83
营业成本	1185.74	1565.42	2560.80	3094.53	折旧与摊销	72.87	89.41	89.41	89.41
营业税金及附加	3.96	5.48	8.72	10.72	财务费用	33.44	9.62	0.07	0.85
销售费用	156.11	218.22	389.65	445.22	资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00
管理费用	110.11	136.92	268.11	311.22	经营营运资本变动	-383.49	-145.51	-682.76	-369.13
财务费用	33.44	9.62	0.07	0.85	其他	-61.23	4.82	-24.24	-41.54
资产减值损失	19.30	20.00	35.00	45.00	经营活动现金流净额	-226.69	117.72	-348.86	33.42
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	183.72	312.45	414.96	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	190.23	319.04	421.47	股权融资	361.06	1336.84	0.00	0.00
所得税	33.51	50.85	85.37	112.64	支付股利	-4.23	-5.17	-7.79	-13.06
净利润	92.43	139.38	233.67	308.83	其他	-32.57	-39.87	-0.07	-0.85
少数股东损益	0.67	1.00	1.68	2.22	筹资活动现金流净额	562.37	779.54	-7.86	-13.91
归属母公司股东净利润	91.76	138.37	231.98	306.61	现金流量净额	53.92	897.27	-356.72	19.51
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	189.82	1087.09	730.37	749.89	成长能力				
应收和预付款项	621.61	740.70	1255.48	1531.50	销售收入增长率	19.89%	31.36%	67.10%	20.92%
存货	395.52	524.28	858.25	1037.34	营业利润增长率	24.75%	53.58%	70.07%	32.81%
其他流动资产	0.72	0.94	1.57	1.90	净利润增长率	23.06%	50.80%	67.65%	32.17%
长期股权投资	15.93	15.93	15.93	15.93	EBITDA 增长率	30.81%	25.15%	42.15%	25.70%
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%	26.83%	28.37%	28.41%
无形资产和开发支出	31.12	27.52	23.91	20.30	三费率	18.40%	17.05%	18.40%	17.52%
其他非流动资产	70.35	69.99	69.64	69.29	净利率	5.68%	6.51%	6.54%	7.14%
资产总计	1693.82	2749.75	3152.99	3538.54	ROE	9.95%	5.81%	8.90%	10.57%
短期借款	512.25	0.00	0.00	0.00	ROA	5.46%	5.07%	7.41%	8.73%
应付和预收款项	164.50	287.17	452.15	535.27	ROIC	10.48%	10.06%	12.62%	12.95%
长期借款	5.87	5.87	5.87	5.87	EBITDA/销售收入	13.87%	13.22%	11.24%	11.69%
其他负债	82.65	57.12	69.51	76.15	营运能力				
负债合计	765.27	350.15	527.52	617.29	总资产周转率	1.17	0.96	1.21	1.29
股本	94.13	321.96	321.96	321.96	固定资产周转率	6.28	8.34	20.89	50.47
资本公积	438.77	1547.77	1547.77	1547.77	应收账款周转率	3.36	3.39	3.84	3.33
留存收益	391.13	524.34	748.53	1042.08	存货周转率	3.71	3.39	3.70	3.26
归属母公司股东权益	924.02	2394.06	2618.26	2911.81	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	7.21	9.44	资本结构				
股东权益合计	928.55	2399.60	2625.47	2921.25	资产负债率	45.18%	12.73%	16.73%	17.44%
负债和股东权益合计	1693.82	2749.75	3152.99	3538.54	带息债务/总负债	67.70%	1.68%	1.11%	0.95%
					流动比率	1.67	7.67	5.88	5.79
					速动比率	1.13	5.96	4.11	3.98
					股利支付率	4.61%	3.73%	3.36%	4.26%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.43	0.72	0.95
					每股净资产	2.88	7.45	8.15	9.07
					每股经营现金	-0.70	0.37	-1.08	0.10
					每股股利	0.01	0.02	0.02	0.04
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	225.94	282.75	401.93	505.23					
PE	107.23	71.11	42.41	32.09					
PB	10.60	4.10	3.75	3.37					
PS	6.04	4.60	2.75	2.28					
EV/EBITDA	14.02	30.74	22.51	17.87					
股息率	0.04%	0.05%	0.08%	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
	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	021-68416922	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
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn