

血液透析

报告原因：调研简报

2017年5月24日

宝莱特（300246）

首次

深耕产业，打造未来血透行业龙头

买入

公司研究/调研简报

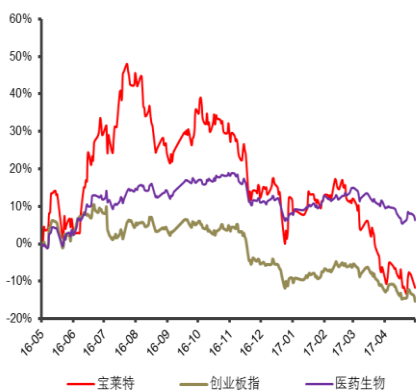
市场数据：2017年5月23日

总股本（亿股）	1.46
流通股本（亿股）	1.08
收盘价（元）	26.02
流通市值（亿元）	28.04

基础数据：2016年12月31日

每股净资产（元）	3.18
每股资本公积（元）	0.62
每股未分配利润（元）	1.38

股价历史走势



分析师

张旭

执业证书编号：S0760511010001

Email: zhangxu@sxzq.com

研究助理

王腾蛟

Tel: 0351-8686978

Email: wangtengjiao@sxzq.com

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

相关报告

《医药行业深度研究--迎政策春风，血透行业步入千亿大蓝海》

2017.1.5

投资要点：

- **血液透析行业进入黄金时代。**据测算我国目前有超过300万人的终末期肾病患者，而透析治疗的患者不到20%，远低于发达国家70%-90%的水平。随着终末期肾病纳入国家大病医保带来医保支付水平的提升，以及近期出台独立血透中心相关支持性政策，国家加大力度鼓励社会资本进入透析服务领域，国内血透行业进入黄金时代。
- **宝莱特是目前A股血透领域唯一全产业链公司。**宝莱特自12年开始进入血液透析领域，通过一系列的外延并购，从一家传统的监护仪公司成功转型成“设备+耗材+渠道+服务”的全产业链血透公司。公司16年实现营收5.94亿，增速56.19%，归母净利润6714.35万，增速180.71%，其中血透收入占比达到62%，公司16年业绩的大幅增长主要源于血透业务的持续放量。
- **血透耗材是公司重要利润增长点。**公司16年拟非公开发行股票，资金用于“收购攀信鸿达40%股权”、“收购常州华岳60%股权”、“天津血透耗材产业化建设项目”、“南昌血透耗材产业化建设项目”等，这将扩大公司在华东、华北和华中地区血液透析粉液的供应能力和市场份额，同时在渠道方面继宝瑞、申宝之后成立深圳宝原，主要覆盖广东地区的血透渠道，随着市场覆盖范围的进一步拓展，公司血透耗材中粉液的收入将进一步提升。另外公司透析器方面目前进展一切顺利，有望18年拿证，这块有望成为公司未来非常重要的盈利增长点。
- **公司掘金透析服务蓝海市场。**16年全球透析市场总规模760亿美元，而透析服务市场规模有620亿美元，占到接近82%的份额。当我国血透市场逐渐成熟以后，透析服务的吸引力要大于透析产品。随着清远康华医院和同泰医院相继落地，宝莱特逐步开始在医疗服务领域的布局，进入透析服务市场不仅可以扩大公司产品销量，同时又可分享服务这块巨大蛋糕，公司未来将打开新的成长空间。
- **员工持股价倒挂率高达27%。**16年1月公司完成第1期员工持股计划，交易均价35.72元/股，购买公司股票164万股，占总股本1.12%。根据公司近日股价，倒挂率高达27%，而且这还不考虑公司当时做员工持股计划时配资的成本以及期间产生的一系列费用，因此在公司业绩高速增长背景下更能凸显其投资价值。

投资建议

- 预计公司2017-2019年EPS分别为0.62，0.86和1.13，对应PE分别为41.96倍，30.26倍和23.02倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：1.政策风险；2.医疗事故风险；3.透析器获批进度不达预期的风险；4.市场竞争风险。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	410	534	730	1,007	营业收入	594	841	1,210	1,720
现金	183	199	251	336	营业成本	354	500	715	1,032
应收账款	140	175	261	378	营业税金及附加	5	8	11	15
其他应收款	2	6	6	9	销售费用	91	135	193	275
预付账款	10	12	20	14	管理费用	61	89	128	181
存货	70	132	172	242	财务费用	(2)	(3)	(3)	(4)
其他流动资产	5	10	20	27	资产减值损失	2	0	0	1
非流动资产	276	288	301	324	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	84	119	138	154	营业利润	83	113	166	220
无形资产	57	53	49	46	营业外收入	9	8	9	8
其他非流动资产	135	117	113	123	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	687	822	1,031	1,331	利润总额	91	121	174	227
流动负债	169	220	303	434	所得税	13	18	26	34
短期借款	4	2	1	0	净利润	79	103	148	193
应付账款	73	137	178	251	少数股东损益	12	13	22	27
其他流动负债	93	81	124	183	归属母公司净利润	67	90	126	166
非流动负债	13	16	19	25	EBITDA	93	122	176	230
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.62	0.86	1.13
其他非流动负债	13	16	19	25					
负债合计	182	236	323	459	主要财务比率				
少数股东权益	40	53	75	102	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	146	146	146	146	成长能力				
资本公积	91	89	89	89	营业收入	56.19%	41.52%	43.83%	42.14%
留存收益	227	298	398	534	营业利润	240.85%	35.80%	46.67%	32.42%
归属母公司股东权益	464	534	633	770	归属于母公司净利润	180.71%	34.42%	39.26%	31.76%
负债和股东权益	687	822	1,031	1,331	获利能力				
					毛利率(%)	40.49%	40.60%	40.88%	40.01%
现金流量表					净利率(%)	11.30%	10.73%	10.39%	9.63%
					ROE(%)	15.61%	17.56%	20.91%	22.10%
					ROIC(%)	34.35%	33.57%	40.10%	43.24%
经营活动现金流	51	57	107	143	偿债能力				
净利润	79	90	126	166	资产负债率(%)	26.55%	28.70%	31.31%	34.48%
折旧摊销	15	12	13	15	净负债比率(%)	-13.47%	-3.48%	-2.45%	-1.64%
财务费用	1	(3)	(3)	(4)	流动比率	2.42	2.43	2.41	2.32
投资损失	(0)	(0)	(0)	(0)	速动比率	2.01	1.83	1.84	1.76
营运资金变动	(45)	(55)	(51)	(61)	营运能力				
其他经营现金流	1	13	23	28	总资产周转率	0.94	1.11	1.31	1.46
投资活动现金流	(91)	(53)	(28)	(24)	应收账款周转率	5.58	5.48	5.71	5.52
资本支出	0	(55)	(28)	(24)	应付账款周转率	8.84	8.02	7.70	8.03
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	(91)	2	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.46	0.62	0.86	1.13
筹资活动现金流	(7)	(19)	(24)	(26)	每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.39	0.73	0.98
短期借款	(2)	(1)	(1)	(1)	每股净资产(最新摊薄)	3.18	3.65	4.33	5.27
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	56.6	42.1	30.2	23.0
资本公积增加	(24)	(2)	0	0	P/B	8.2	7.1	6.0	4.9
其他筹资现金流	18	(16)	(23)	(25)	EV/EBITDA	50.47	29.70	20.47	15.37
现金净增加额	(47)	(15)	55	93					

资料来源：wind，山西证券研究所

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

请务必参阅最后一页股票评级说明和免责声明