

2017年07月03日

宝莱特 (300246.SZ)

公司快报

收购柯瑞迪深入华中地区，透析粉液全国布局初具雏形

医药 | 医疗器械 III

投资评级 **买入-A(维持)**
 6个月目标价 31元
 股价(2017-07-03) 27.69元

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布公告，以自有资金 493.82 万元增资武汉柯瑞迪，同时以 744.02 万元收购柯瑞迪原有股东 37.31% 股权，合计使用资金 1,237.84 万元。交易完成后，公司占柯瑞迪 62.08% 股权，柯瑞迪成为公司控股子公司。
- ◆ **收购柯瑞迪深入华中地区，透析粉液全国布局初具雏形**：柯瑞迪主要从事血液透析浓缩液和透析粉的生产和销售，现有市场主要集中在湖北、湖南及周边省市。透析粉液的技术成本不高，但由于运输成本较大，因此具有较强的区域垄断性。此前，公司已经通过自建和收购的方式完成了透析粉液的多地布局，而本次收购柯瑞迪实现了公司在华中地区透析粉液制造基地的布局，使得公司可以依托柯瑞迪突破原有限制向周边省市辐射，有效缩短透析粉液在华中地区销售的运输半径，至此公司基本完成了东北、华北、华中、华东南、华东及华南透析粉液的布局，透析粉液全国布局初具雏形。
- ◆ **“产品+渠道+服务”全产业链布局初步完成，有望进入收获期**：（1）**产品方面**，公司自主研发的 D30 型号透析机 2015 年 7 月正式获得 CFDA 的批文，第二代血液透析机 D50 也在积极研发中；公司已经通过收购和自建的方式在东北、华北、华中、华东南、华东及华南透析粉液的布局，全国布局初步完成，市占率不断上升；公司子公司博奥天盛的透析管路产品也获 CFDA 批文，业绩高增长可期；核心部件透析器是血透产品中壁垒最高的产品，目前公司透析器研发进展顺利，我们预计 2018 年有望获得批文。（2）**渠道方面**，公司与地区优质渠道商合作分别成立申宝医疗、宝瑞医疗和深圳宝原，分别快速进入上海、贵州、广东地区的血透市场。（3）**服务方面**，通过外延收购的方式，逐步收购民营盈利性医院，采取“大专科、小综合”的模式，在全国范围内建立以血液净化为主的肾病专科连锁医院，清远康华医院、同泰医院相继落地，公司全产业链布局顺利完成。（4）公司还通过收购恒信生物涉足消毒产品领域，有望以血透消毒液为入口，逐步切入医院感控方面的所有消毒液产品；同时近期又通过收购广州谊利涉足净水设备，产品线不断完善，是行业内少有的全产业链布局的公司。我们认为，公司已经完成了前期的产业布局，血透板块业绩已初显成效，公司未来有望进入收获期，业绩预计保持持续高增长态势。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.61、0.85 和 1.08 元。维持买入-A 建议，6 个月目标价为 31 元，相当于 2017 年 51 倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：血透市场竞争加剧，收购进展不达预期，透析器注册不达预期。

交易数据

总市值 (百万元) 4,045.18
 流通市值 (百万元) 2,983.70
 总股本 (百万股) 146.09
 流通股本 (百万股) 107.75
 12 个月价格区间 24.80/44.58 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.41	-5.46	7.36
绝对收益	6.57	-9.2	-9.6

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：收购广州谊利，血透产品线进一步丰富 2017-05-26
- 宝莱特：业绩符合预期，看好血透全产业链发展及国际化战略实施 2017-04-23
- 宝莱特：布局血透全产业链，静待终端业绩释放 2017-03-26
- 宝莱特：恒信生物产品获批，切入消毒领域布局 2017-01-19
- 宝莱特：收购清远康华医院，全产业链布局完成 2016-12-08

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	380.5	594.3	838.3	1,096.4	1,404.0
同比增长(%)	31.7%	56.2%	41.1%	30.8%	28.1%
营业利润(百万元)	24.4	83.3	109.3	160.2	204.0
同比增长(%)	-32.9%	240.8%	31.2%	46.6%	27.4%
净利润(百万元)	23.9	67.1	88.6	124.3	157.8
同比增长(%)	-29.2%	180.7%	32.0%	40.2%	26.9%
每股收益(元)	0.16	0.46	0.61	0.85	1.08
PE	169.1	60.2	45.6	32.5	25.6
PB	9.4	8.7	7.6	6.4	5.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	380.5	594.3	838.3	1,096.4	1,404.0	年增长率					
减:营业成本	230.9	353.7	490.1	630.4	815.7	营业收入增长率	31.7%	56.2%	41.1%	30.8%	28.1%
营业税费	3.1	5.4	6.9	9.3	12.1	营业利润增长率	-32.9%	240.8%	31.2%	46.6%	27.4%
销售费用	67.3	90.9	125.7	164.5	210.6	净利润增长率	-29.2%	180.7%	32.0%	40.2%	26.9%
管理费用	47.1	60.9	102.2	127.2	159.3	EBITDA 增长率	-26.1%	198.2%	29.5%	41.6%	25.2%
财务费用	-4.1	-2.1	-0.8	-1.5	-2.2	EBIT 增长率	-38.2%	299.0%	33.6%	46.3%	27.2%
资产减值损失	11.9	2.2	5.0	6.4	4.6	NOPLAT 增长率	-36.8%	288.7%	35.0%	46.6%	26.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	33.6%	28.7%	-12.0%	27.6%
投资和汇兑收益	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	7.7%	9.4%	16.0%	20.6%	22.1%
营业利润	24.4	83.3	109.3	160.2	204.0	盈利能力					
加:营业外净收支	8.7	8.2	7.1	8.0	7.7	毛利率	39.3%	40.5%	41.5%	42.5%	41.9%
利润总额	33.2	91.5	116.3	168.2	211.8	营业利润率	6.4%	14.0%	13.0%	14.6%	14.5%
减:所得税	3.9	12.8	15.2	21.7	28.2	净利润率	6.3%	11.3%	10.6%	11.3%	11.2%
净利润	23.9	67.1	88.6	124.3	157.8	EBITDA/营业收入	8.2%	15.7%	14.4%	15.6%	15.2%
						EBIT/营业收入	5.3%	13.7%	12.9%	14.5%	14.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	20.6%	26.6%	28.9%	27.1%	30.2%
货币资金	230.1	182.7	179.3	352.1	420.3	负债权益比	26.0%	36.1%	40.7%	37.2%	43.2%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.61	2.42	2.49	2.90	2.80
应收帐款	77.2	140.1	158.5	230.9	273.2	速动比率	3.07	2.01	1.72	2.46	2.12
应收票据	3.0	0.9	6.3	3.3	7.9	利息保障倍数	-4.97	-37.90	-135.20	-102.97	-90.10
预付帐款	21.1	9.7	41.7	24.5	56.2	营运能力					
存货	59.5	69.8	173.1	110.6	246.0	固定资产周转天数	76	52	34	23	15
其他流动资产	4.2	7.1	3.8	5.1	5.4	流动营业资本周转天数	46	37	47	46	45
可供出售金融资产	-	2.0	-	-	-	流动资产周转天数	347	244	209	212	223
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	62	66	64	64	65
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	53	39	52	47	46
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	520	384	324	294	282
固定资产	87.0	84.1	74.2	64.3	54.4	投资资本周转天数	191	156	145	117	97
在建工程	4.4	30.4	30.4	30.4	30.4	费用率					
无形资产	54.4	56.7	54.3	51.9	49.5	销售费用率	17.7%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
其他非流动资产	39.7	103.0	100.9	94.2	90.0	管理费用率	12.4%	10.3%	12.2%	11.6%	11.3%
资产总额	580.6	686.6	822.6	967.4	1,233.3	财务费用率	-1.1%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
短期债务	5.0	3.5	-	-	-	三费/营业收入	29.0%	25.2%	27.1%	26.5%	26.2%
应付帐款	68.5	123.1	170.2	190.5	275.2	投资回报率					
应付票据	16.0	14.0	19.1	27.5	34.0	ROE	5.6%	14.5%	16.6%	19.7%	20.7%
其他流动负债	19.8	28.7	36.8	32.4	50.8	ROA	5.0%	11.5%	12.3%	15.1%	14.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	9.8%	31.7%	32.0%	36.5%	52.5%
其他非流动负债	10.4	12.9	11.7	11.7	12.1	分红指标					
负债总额	119.8	182.3	237.8	262.0	372.1	DPS(元)	0.05	0.05	0.13	0.18	0.19
少数股东权益	32.2	39.8	52.3	74.4	100.2	分红比率	30.5%	10.9%	21.0%	20.8%	17.6%
股本	146.1	146.1	146.1	146.1	146.1	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.6%	0.7%
留存收益	282.6	318.4	386.4	484.8	614.9						
股东权益	460.9	504.3	584.8	705.4	861.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	29.3	78.7	88.6	124.3	157.8	EPS(元)	0.16	0.46	0.61	0.85	1.08
加:折旧和摊销	12.4	15.3	12.3	12.3	12.3	BVPS(元)	2.93	3.18	3.64	4.32	5.21
资产减值准备	11.6	2.1	-	-	-	PE(X)	169.1	60.2	45.6	32.5	25.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.4	8.7	7.6	6.4	5.3
财务费用	-0.4	0.5	-0.8	-1.5	-2.2	P/FCF	-493.5	-483.6	6,204.3	23.8	61.4
投资损失	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	10.6	6.8	4.8	3.7	2.9
少数股东损益	5.4	11.6	12.5	22.1	25.8	EV/EBITDA	122.7	41.6	32.2	21.9	17.3
营运资金的变动	-14.7	-40.2	-94.6	39.9	-99.9	CAGR(%)	71.0%	32.6%	42.1%	71.0%	32.6%
经营活动产生现金流量	28.4	50.8	17.9	197.0	93.6	PEG	2.4	1.8	1.1	0.5	0.8
投资活动产生现金流量	-32.8	-91.2	2.0	0.1	0.1	ROIC/WACC	0.9	3.0	3.0	3.5	5.0
融资活动产生现金流量	5.8	-7.1	-23.3	-24.3	-25.5						

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

华金证券股份有限公司（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股份有限公司（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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限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。

华金证券股份有限公司

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