

新华医疗 (600587)

增持 (维持)

业绩持续向上, 进军血透新蓝海

市场数据

报告日期	2014-10-31
收盘价(元)	37.60
总股本(百万股)	397.55
流通股本(百万股)	348.11
总市值(百万元)	14947.79
流通市值(百万元)	13088.80
净资产(百万元)	2605.02
总资产(百万元)	6934.02
每股净资产	6.55

相关报告

《收入和利润均加速增长, 趋势向好》2014-08-10

《新版现金激励方案出台, 坚定看好公司长期发展》2014-06-08

《一季度是阶段性低点, 后续将确定性趋势向上》2014-04-27

分析师:

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4194	5923	7701	9312
同比增长(%)	38.2%	41.2%	30.0%	20.9%
净利润(百万元)	232	337	476	621
同比增长(%)	41.9%	45.7%	41.0%	30.6%
毛利率(%)	22.9%	22.4%	22.6%	23.2%
净利润率(%)	5.5%	5.7%	6.2%	6.7%
净资产收益率(%)	9.6%	12.4%	14.9%	16.2%
每股收益(元)	0.58	0.85	1.20	1.56
每股经营现金流(元)	0.06	0.44	0.87	1.23

投资要点

事件:

近日, 新华医疗公布 2014 年三季报, 报告期间, 公司实现营业收入 43.48 亿元, 同比增长 48.44%; 归属上市公司股东的净利润 2.4 亿元, 同比增长 42.27%; 扣除非经常性损益后的净利润同比增长 38.14%; 摊薄后每股收益 0.60 元。同时, 公司公告计划在 2014 年 10-12 月投资 13200 万元人民币在山东、河南、四川、湖南、湖北等地建立血液透析中心及提供血液透析管理服务。

点评:

公司的业绩符合我们的预期 (同比增长 40%-45%)。

- **远跃和威士达并表驱动收入持续加速。**报告期公司实现销售收入 43.48 亿元, 同比增长 48.44%, 较上半年 41.96% 的收入增长继续加速。分产品来看, 我们预计, 医院感控设备增长 15-20%, 骨科器械增长 30% 以上, 制药装备由于新版 GMP 改造的周期性, 同比持平, 其他如生物检测及耗材、口腔设备、洁净手术室工程等均高速增长。此外, 公司去年收购的远跃药机由于上半年是淡季 (制药装备行业的周期性, 上半年确认收入较少), 并表对收入的贡献不明显, 三季度开始贡献逐步加大。此外, 公司收入高速增长的重要因素还是威士达医疗的并表 (3 月份开始并表), 对公司的收入增长提供了不菲的增量。全年来看, 我们认为公司收入维持在 40% 以上的增速已成定局, 公司十二五规划中 2015 年做到 50 亿的收入目标今年有望提前完成。
- **三季度利润加速增长, 四季度有望继续加速。**单季度来看, 三季度公司扣

请阅读最后一页信息披露和重要声明

非后的净利润增速达到了 66.43%，较上半年 32.6% 的增长显著加速。公司三季度扣非后利润加速增长的主要原因和营业收入类似，还是远跃药机并表的贡献增加以及威士达医疗的并表。我们在此前的半年报点评（新华医疗：收入和利润均加速增长，趋势向好）中已经明确提出，下半年公司的业绩将进一步加速，公司的三季报印证了我们此前的判断。展望第四季度，威士达并表的贡献将延续，而且远跃药机的贡献将更为明显，因此我们判断四季度公司的业绩仍将延续向上的趋势，全年扣非后利润取得 40% 以上的高增长确定性很强。

- **产品结构变化导致毛利率下降，期间费用可比性不强。** 报告期间，公司的综合毛利率为 22.70%，同比下降 0.34 个百分点，我们认为主要原因是公司的产品结构发生变化所致：1）威士达二季度并表，由于是代理诊断试剂的业务，预计毛利率显著低于公司平均水平；2）上海泰美的骨科器械代理业务收入增长较快，也拉低了医疗器械板块的毛利率。扣除这两项因素的影响，其他产品的毛利率实际上呈现稳中有升的态势。前三季度公司的销售费用同比增长 32.33%，管理费用同比增长 50.15%，由于威士达并表增加，因此期间费用与去年同期相比失去了可比性。财务费用同比增长 97.85%，主要原因是公司近几年不断通过外延式并购扩张，资产负债率显著提升，因此财务费用在一定程度上拖累了公司的利润增速。三季度末公司的预收账款达到 6.49 亿元，较上半年继续增加，创历史新高，主要原因是远跃药机并表带来的预收账款增加所致；母公司的预收账款环比有所提升，同比小幅下降，符合我们此前的预期。
- **短期不确定性逐步消除，新业务前景广阔看点多。** 近期公司收购英德获得证监会审批通过，预计完成收购的时间点在 11 月份，从通过审核到拿到批文还需要一些时间。公司当前的股价 37.6 元，虽然仍低于换股价 39.7 元，但鉴于被收购标的股东对公司未来发展的强烈信心，预计不会影响相关的换股操作；当前股价高于配套融资增发价 35.7 元 5% 左右，我们预计顺利完成收购的概率也较大，投资者此前担心收购失败的疑虑将进一步消除。本次收购之外，公司后续新业务前景广阔看点多。公司近 1-2 年新进入了医疗服务和血液透析业务，现在已成功收购 6 家医院（淄博昌国医院、南阳骨科医院、平阴中医院、合肥东南骨科医院、合肥东南手外科医院和高青县中医院），预计今年有望继续收购 5 家医院，可能以骨科、妇幼保健等专科医院为主，发展到一定程度时也会考虑连锁经营。此外，公司也加快了血液透析设备及耗材的研发，结合投资医疗服务业务，在重点地市级城市建立肾脏病专科医院作为血液透析中心旗舰店，在周边区域建设血液透析中心，开拓血液透析市场。目前公司在湖北、湖南和山东的区域性血透平台公司已经成立，近期又公告计划在 2014 年 10-12 月投资 13200 万元人民币在山东、河南、四川、湖南、湖北等地建立血液透析中心及提供血液透析管理服务，我们预计公司今年有望建立 10 家血液透析中心。我们认为，医疗服务和血液透析将是公司未来增长最快的两大业务，也存在超预期的可能性。

- **配置时机已到，布局 2015 年。**新华医疗是医药板块过去几年的大牛股，但今年以来股价表现一般，我们认为主要原因是公司去年股价上涨 125%，但业绩增长仅 40% 出头，估值水平提升明显，尤其是今年一季度的暴涨，使得股价阶段性呈现泡沫化的趋势，因此后续的调整主要是消化此前过高的估值。经过为期半年多的回调和盘整，我们认为当前正是布局新华医疗的良好时机，公司的股价和预期均处于底部区域，目前股价也低于收购英德公司 39.5 元的换股价，未来趋势向上，而且医疗服务和血液透析等新业务看点较多，从未来一年的周期来看当前股价具备较强的吸引力。
- **盈利预测。**我们预估公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.85、1.20 和 1.56 元，对应 2014-2016 年市盈率分别为 44X、31X 和 24X，我们认为新华医疗作为优秀的医疗器械龙头，业绩增长确定，未来发展战略清晰，后续在医疗服务、血液透析等新领域的拓展也有望超预期，维持“增持”评级，建议积极配置。
- **股价表现催化剂：**各季度业绩增速达到甚至超预期；血透和医疗服务等业务的拓展超预期。
- **风险提示。**快速扩张期进入多个领域为管理上带来一定的挑战。

表 1、新华医疗分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	1265	1180	1545	1623	5.1%	3036	4194	38.2%
营业成本	978	900	1211	1250	3.2%	2344	3233	37.9%
毛利	286	280	334	373	11.7%	692	961	38.9%
销售费用	98	89	103	121	17.7%	257	334	29.9%
管理费用	87	79	93	87	-6.3%	182	259	42.5%
财务费用	8	16	14	23	60.2%	18	35	95.1%
资产减值	5	-1	6	7	8.2%	14	18	29.9%
公允价值	-0	0	-0	0	-196.6%	-0	-0	-60.9%
投资收益	-0	-0	-1	2	-302.3%	7	1	-87.4%
营业利润	82	90	111	132	18.9%	213	297	39.6%
利润总额	94	116	112	133	19.2%	220	330	50.2%
净利润	63	87	70	83	18.0%	163	232	41.9%
EPS	0.315	0.436	0.355	0.209	-41.0%	0.938	1.166	24.2%
销售费用率	7.7%	7.5%	6.7%	7.5%	0.8%	8.5%	8.0%	-0.5%
管理费用率	6.9%	6.7%	6.0%	5.3%	-0.6%	6.0%	6.2%	0.2%
财务费用率	0.6%	1.4%	0.9%	1.4%	0.5%	0.6%	0.8%	0.2%
所得税率	22.7%	17.0%	24.5%	21.6%	-2.9%	17.6%	19.3%	1.6%
毛利率	22.6%	23.7%	21.6%	23.0%	1.4%	22.8%	22.9%	0.1%
净利润率	5.0%	7.4%	4.6%	5.1%	0.6%	5.4%	5.5%	0.1%

资料来源: 天软投资系统

附表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3664	4357	5132	5835
货币资金	714	800	900	950
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	952	1217	1404	1591
其他应收款	98	138	179	217
存货	1519	1694	1992	2291
非流动资产	1727	1781	1786	1795
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	88	88	88	88
投资性房地产	6	0	0	0
固定资产	519	682	763	806
在建工程	276	163	101	71
油气资产	0	0	0	0
无形资产	301	291	281	271
资产总计	5391	6137	6918	7630
流动负债	2625	3008	3243	3244
短期借款	853	932	807	475
应付票据	200	284	368	442
应付账款	833	1185	1537	1842
其他	739	607	531	486
非流动负债	43	43	43	43
长期借款	5	5	5	5
其他	38	38	38	38
负债合计	2668	3051	3286	3287
股本	199	398	398	398
资本公积	1529	1330	1330	1330
未分配利润	612	899	1336	1908
少数股东权益	310	360	430	520
股东权益合计	2723	3086	3632	4343
负债及权益合计	5391	6137	6918	7630

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	232	337	476	621
折旧和摊销	42	52	62	69
资产减值准备	28	41	37	35
无形资产摊销	12	12	12	12
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	35	55	48	36
投资损失	-1	-4	-4	-4
少数股东损益	35	50	70	90
营运资金的变动	601	344	352	355
经营活动产生现金流量	-231	173	347	491
投资活动产生现金流量	-782	-86	-73	-73
融资活动产生现金流量	916	-1	-174	-368
现金净变动	-97	86	100	50
现金的期初余额	713	714	800	900
现金的期末余额	616	800	900	950

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4194	5923	7701	9312
营业成本	3233	4598	5964	7150
营业税金及附加	19	26	34	42
销售费用	334	425	531	653
管理费用	259	367	470	577
财务费用	35	55	48	36
资产减值损失	18	16	15	15
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	1	4	4	4
营业利润	297	439	643	844
营业外收入	36	40	32	35
营业外支出	4	1	1	1
利润总额	330	478	674	878
所得税	64	91	128	167
净利润	266	387	546	711
少数股东损益	35	50	70	90
归属母公司净利润	232	337	476	621
EPS(元)	0.58	0.85	1.20	1.56

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	38.2%	41.2%	30.0%	20.9%
营业利润增长率	39.6%	47.8%	46.3%	31.3%
净利润增长率	41.9%	45.7%	41.0%	30.6%
盈利能力(%)				
毛利率	22.9%	22.4%	22.6%	23.2%
净利率	5.5%	5.7%	6.2%	6.7%
ROE	9.6%	12.4%	14.9%	16.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	49.5%	49.7%	47.5%	43.1%
流动比率	1.40	1.45	1.58	1.80
速动比率	0.81	0.88	0.97	1.09
营运能力(次)				
资产周转率	0.96	1.03	1.18	1.28
应收帐款周转率	5.18	5.11	5.50	5.82
每股资料(元)				
每股收益	0.58	0.85	1.20	1.56
每股经营现金	0.06	0.44	0.87	1.23
每股净资产	6.07	6.86	8.06	9.62
估值比率(倍)				
PE	64.52	44.29	31.42	24.06
PB	6.19	5.48	4.67	3.91

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyjq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。