

巨星国际控股(2393 HK)

评级：未评级

投资要点:

纯利增长逾五成

公司刚公布了 2014 年的全年业绩，得益于收购的医疗耗材公司以及来自富士胶片的订单增加，总收入按年升 30.5%至人民币 15.314 亿元。虽然整体毛利率由 17.8%下跌至 17.2%，但由于销售成本甚低的医用胶片产品业务占比提升，令公司拥有人应占溢利录得约 55.1%的增长，至 1.009 亿元人民币，远高于公司在 1 月中发布的盈喜内指出的不低于 40%增长，以及市场预期(根据彭博)的 52.91%。

并购成效理想

公司于 2014 年 11 月完成对医疗耗材公司欧诺的收购，并为公司 2014 年贡献了两个月的业绩，以少数股东应占权益的贡献估算，欧诺 2014 年的利润约为 4800 万元人民币，高于 2014 年的保证纯利 4500 万元人民币。目前，欧诺于中国江苏及安徽分别向 106 家及 13 家医院直接销售产品。连同其分别于该两省的 70 家及 32 家二级经销商，欧诺覆盖 279 家医院及诊所。而公司计划于 2015 年与另外 30 家医院建立业务关系，亦将于安徽及江苏两省分别新增 7 及 5 名次级经销商，同时在产品方面，亦会推出 3 个诊断产品系列，相信欧诺 2015 年的利润可望高于 5400 万元人民币的保证利润。

新收购进度超预期

公司于 1 月底时公司，正考虑收购一间于内地从事医疗体外诊断行业的公司。管理层表示，收购目标为一间与欧诺类似的销售渠道公司，有关的尽职调查预期可于 3 月底完成，进度符合预期，为未来公司除欧诺外的另一新增长点。

齐鲁观点

据我们预测，公司 2015 年收入增长可达到 45.4%至 22.16 亿元人民币，而由于新业务的毛利率较高，股东应占溢利增长更可望达到 46.2%，至 1.47 亿元人民币，对应 2015 年预测市盈率 24.9 倍，属于行业偏高水平，惟此估值并未计及新收购的潜在影响，假如新收购的规模与欧诺相若，公司估值可望回落到较低水平。另一方面，在中央锐意破除以药养医的背景下，医疗服务收入增长预期将高于药物销售增长，而公司近半收入来自与身体检测相关的医疗耗材，算是内地医药行业改革当中的受惠者，予以较高估值亦属合理。

公司基本资料 (更新至2015年3月6日):

最新价:	2.43	(港元)
总市值:	45.4	(亿港元)
流通股比例:	28.9%	
已发行总股本:	1,867.5	(百万股)
52周价格区间:	0.887-2.62	(港元)
3个月内日均成交额:	8.99	(百万港元)
主要股东:	Hartono 家族	占71.07%

来源：公司资料,彭博

股价走势图 (最近一年):



来源：彭博

业务简介:

巨星国际为在中国的彩色相纸与医学及工业影像产品供应商。公司将彩色相纸大轴裁剪、加工及包装成订制产品，使相纸能够成为彩色相纸、多种影像列印胶片及医学影像胶片。公司为富士胶片集团在中国的最重要的拍作伙伴，目前所有产品原材料均购自富士胶片集团。

分析员:

韦成昌

Ethan Wai

 电邮: ethan.wai@qlzq.com.hk

财务资料:

收入损益表					现金流量表				
(单位: 百万人民币)	11财年	12财年	13财年	14财年	(单位: 百万人民币)	11财年	12财年	13财年	14财年
营业收入	977.1	955.82	1173.33	1531.353	净利润(亏损)/溢利	47.31	56.52	65.07	-
营业成本	-813.68	-788.51	-963.9	-1267.888	折旧及摊销	10.04	10.1	13.44	-
毛利	163.42	167.31	209.43	263.465	其他调整	42.73	-21.98	-42.37	-
销售费用	-55.78	-49.64	-52.43	-57.005	营运活动现金流	100.08	44.64	36.14	-
管理费用	-41.47	-41.1	-62.95	-58.673	资本开支	-23.98	-52.49	-22.74	-
营业利润	62.02	75.98	92.26	142.054	其他投资活动	-8.62	30.68	-4.37	-
其他经营净收益	6.68	7.88	5.38	4.986	投资活动现金流量	-32.6	-21.81	-27.11	-
财务费用	-3.56	-2.88	-5.77	-5.725	借款变动	9.6	-1.6	72.21	-
所得税	-21.01	-23.54	-28.33	-43.502	股本变动	0	0.01	128.61	-
净利润(含少数股东权益)	48.3	58.03	65.34	103.546	其他融资活动	-3.56	-2.88	-5.77	-
少数股东权益	0.98	1.52	0.26	2.646	已付股息	0	0	-80.59	-
净利润(不含少数股东权益)	47.31	56.52	65.07	100.9	融资活动现金流量	6.04	-4.47	114.46	-
股息	0	0	32.667	50.45	汇率变动对现金的影响	0	0	-0.86	-
每股盈利(港元)	-	0.2077	0.0552	0.0670	现金及现金等价物净增加额	73.52	18.36	123.49	-
每股股息(港元)	0.0000	0.0000	0.0890	0.0335					
资产负债表					主要比率				
(单位: 百万人民币)	11财年	12财年	13财年	14财年		11财年	12财年	13财年	14财年
固定资产-物业,厂房及设备	53.247	95.888	104.352	104.009	增长率:				
无形资产	2.542	2.675	2.524	337.033	收入	86.8%	-2.2%	22.8%	30.5%
其他非流动资产	18.637	20.965	23.956	22.756	毛利	91.6%	2.4%	25.2%	25.8%
非流动资产合计	74.426	119.528	130.832	463.798	营业利润	144.5%	15.9%	17.8%	53.6%
存货	132.827	177.768	272.704	327.201	EBITDA	144.5%	31.4%	19.6%	50.8%
应收账款及应收票据	36.941	100.754	16.848	105.197	净利润	122.8%	20.1%	12.6%	58.5%
现金及银行结余	146.605	162.896	286.343	198.824	每股盈利	-	-	-73.4%	21.4%
其他流动资产	85.062	26.255	29.259	22.899	盈利能力:				
流动资产合计	401.435	467.673	605.154	654.121	毛利率	16.7%	17.5%	17.9%	17.2%
短期借款	46.6	25	117.212	101.713	EBITDA利润率	7.5%	10.0%	9.8%	11.3%
应付账款及应付票据	183.855	244.246	215.322	282.778	净利润率	4.9%	6.1%	5.6%	6.8%
其他流动负债	58.69	138.691	47.821	167.224	股息分派比例				
流动负债合计	289.145	407.937	380.355	551.715	资产回报率(ROA)	10.2%	9.9%	8.9%	9.3%
长期借款	0	20	0	4.5	权益回报率(ROE)	26.6%	38.9%	19.1%	31.9%
其他非流动负债	5.129	10.161	13.446	236.647	总负债权益比率	162.1%	293.8%	115.1%	243.9%
非流动负债合计	5.129	30.161	13.446	241.147	净负债权益比率	-55.1%	-79.1%	-49.4%	-28.5%
股东权益	158.435	140.153	332.972	315.659	流动比率	138.8%	114.6%	159.1%	118.6%
少数股东权益	23.152	8.95	9.213	9.398	应收账款周转日数:	9.0	25.9	18.0	14.3
总权益	181.587	149.103	342.185	325.057	应付账款周转日数:	63.3	97.7	85.8	70.7
每股资产净值(港元)	-	0.442	0.234	0.174	存货周转日数:	61.0	70.9	84.1	85.2

来源: 公司资料, 齐鲁国际研究部, 彭博

公司及行业评级定义

公司评级定义

以报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准：

买入： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅达 20%以上

增持： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于 5%和 20%之间

中性： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅介于-10%~5%之间

卖出： 公司股价的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅大于-10%以上

行业投资评级

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐： 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性： 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

谨慎： 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由齐鲁国际证券有限公司 - “齐鲁国际” 分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。齐鲁国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要作出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

齐鲁国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表齐鲁国际或者附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

(1)在过去 12 个月，齐鲁国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。

(2)分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

版权所有 齐鲁国际证券有限公司

未经齐鲁国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发