

2016年07月01日

公司研究·证券研究报告

阳普医疗 (300030.SZ)

公司快报

半年业绩倒退，无碍潜在发展

投资要点

公司6月30日发布业绩预告，称2016年上半年归母净利润或倒退0%-20%，至1,418.7万元-1,773.4万元。

◆ **转型阵痛至归母净利润下跌**：公司2015年开始打造医疗服务平台，当年7月公告与宜章县人民政府签署了PPP模式合作共建宜章县中医医院的意向书，正式进军医疗服务和健康管理。目前，该项目进展顺利，但仍处在前期规划建设期，还未产生收益。转型期，公司增加了资金投入，增加了报告期内公司银行贷款，因此公司上半年财务费用较去年同期增加约380万，另外报告期内非经常性损益对归母净利润影响约320万。若扣非后，实际归母净利润下跌约在10%。我们认为2015-2016年为公司转型期，随着PPP项目进入运营期，透过经营管理费和供应链经营权收益，公司将实现收入利润的回升。

◆ **IVD核心业务领先行业**：公司核心业务为医学实验室诊断产品，传统产品为真空采血系统，13年公司进军免疫诊断领域。1.真空采血系统龙头。自09年上市以来，真空采血系统一直为公司龙头产品和利润来源的重要组成部分。2015年年报显示，真空采血系统在国内市占率已达到10%，广东三甲医院覆盖率70%。2.POCT免疫诊断未来可期。公司依托真空采血系统在POCT领域继续深耕，2013年进军免疫诊断领域。目前公司已经自主研发并投产第一代荧光定量分析仪，与之配套的心脏标志物和感染源检测试剂已经取得CFDA注册认证。POCT由于检测的便捷性和快速性，以及较高的准确性，适合和顺应国家主推的分级诊疗政策。POCT市场或将迎来爆发期。

◆ **投资建议**：我们公司预测2016年至2018年每股收益分别为0.15、0.16和0.28元。考虑下半年业务进展和公司在新兴业务上的拓展，给予增持-A建议，6个月目标价为17.3元，相当于2017年108倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：PPP融资风险，政策波动风险，新产品开发风险

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	461.8	545.3	632.6	759.1	926.1
同比增长(%)	16.4%	18.1%	16.0%	20.0%	22.0%
营业利润(百万元)	53.5	38.2	44.0	50.6	95.5
同比增长(%)	19.6%	-28.5%	15.2%	15.0%	88.6%
净利润(百万元)	53.1	39.8	45.2	50.5	86.7
同比增长(%)	15.0%	-24.9%	13.4%	11.8%	71.8%
每股收益(元)	0.17	0.13	0.15	0.16	0.28
PE	92.9	123.7	109.1	97.6	56.8
PB	6.8	5.4	5.3	5.0	4.7

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

医药 | 医疗器械 III

增持-A(首次)

投资评级

6个月目标价

17.3元

股价(2016-06-30)

15.96元

交易数据

总市值(百万元)

4,928.38

流通市值(百万元)

3,852.75

总股本(百万股)

308.80

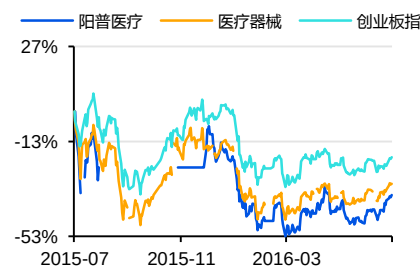
流通股本(百万股)

241.40

12个月价格区间

11.65/24.61元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.84	11.69	-20.31
绝对收益	15.99	11.22	-42.38

分析师

徐曼

SAC 执业证书编号：S0910516020001

xuman@huajinsc.cn

021-20655643

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	461.8	545.3	632.6	759.1	926.1	年增长率					
减:营业成本	261.6	308.5	360.6	455.5	509.4	营业收入增长率	16.4%	18.1%	16.0%	20.0%	22.0%
营业税费	4.2	4.1	5.1	6.3	7.4	营业利润增长率	19.6%	-28.5%	15.2%	15.0%	88.6%
销售费用	76.4	96.8	117.7	126.0	163.5	净利润增长率	15.0%	-24.9%	13.4%	11.8%	71.8%
管理费用	68.3	86.8	104.4	119.5	148.7	EBITDA 增长率	18.1%	3.4%	-7.2%	9.0%	56.1%
财务费用	-2.1	7.7	-	-	-	EBIT 增长率	20.8%	-10.6%	-4.1%	15.0%	88.6%
资产减值损失	2.7	5.0	3.0	3.5	3.8	NOPLAT 增长率	20.5%	-13.8%	-1.8%	15.0%	88.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	44.3%	32.2%	1.0%	14.0%	-7.4%
投资和汇兑收益	2.8	1.9	2.2	2.3	2.1	净资产增长率	1.2%	19.0%	2.2%	4.6%	7.6%
营业利润	53.5	38.2	44.0	50.6	95.5						
加:营业外净收支	12.4	11.5	13.0	12.3	12.3	盈利能力					
利润总额	65.9	49.8	57.0	63.0	107.8	毛利率	43.3%	43.4%	43.0%	40.0%	45.0%
减:所得税	9.2	8.5	8.6	9.4	16.2	营业利润率	11.6%	7.0%	7.0%	6.7%	10.3%
净利润	53.1	39.8	45.2	50.5	86.7	净利润率	11.5%	7.3%	7.1%	6.7%	9.4%
						EBITDA/营业收入	16.6%	14.5%	11.6%	10.5%	13.5%
						EBIT/营业收入	11.1%	8.4%	7.0%	6.7%	10.3%
						偿债能力					
						资产负债率	23.3%	35.4%	20.7%	28.7%	21.4%
						负债权益比	30.3%	54.7%	26.0%	40.3%	27.2%
						流动比率	2.36	1.62	2.13	2.59	2.66
						速动比率	1.79	1.27	1.64	1.73	2.08
						利息保障倍数	-24.24	5.96			
						营运能力					
						固定资产周转天数	164	179	172	132	99
						流动营业资本周转天数	151	150	131	149	145
						流动资产周转天数	385	348	298	259	252
						应收帐款周转天数	120	124	119	121	121
						存货周转天数	69	79	65	75	69
						总资产周转天数	742	812	751	615	536
						投资资本周转天数	427	496	490	439	369
						费用率					
						销售费用率	16.5%	17.7%	18.6%	16.6%	17.6%
						管理费用率	14.8%	15.9%	16.5%	15.7%	16.1%
						财务费用率	-0.5%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	30.9%	35.1%	35.1%	32.3%	33.7%
						投资回报率					
						ROE	7.3%	4.3%	4.8%	5.2%	8.3%
						ROA	5.6%	2.9%	4.0%	3.8%	6.7%
						ROIC	9.9%	5.9%	4.4%	5.0%	8.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.03	0.03	0.03	0.03	0.05
						分红比率	16.7%	19.4%	17.4%	17.8%	18.2%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
资产负债表											
	2014	2015	2016E	2017E	2018E						
货币资金	138.6	167.8	50.6	60.7	74.1						
交易性金融资产	-	-	-	-	-						
应收帐款	166.4	208.8	208.2	301.8	321.5						
应收票据	0.2	-	0.2	0.1	0.2						
预付帐款	31.2	19.3	54.3	33.4	61.8						
存货	109.4	128.7	101.2	215.3	142.0						
其他流动资产	4.5	79.2	29.5	37.7	48.8						
可供出售金融资产	-	17.4	-	-	-						
持有至到期投资	-	-	-	-	-						
长期股权投资	61.3	140.5	140.5	140.5	140.5						
投资性房地产	-	-	-	-	-						
固定资产	227.2	314.1	290.5	267.0	243.5						
在建工程	54.2	2.0	2.0	2.0	2.0						
无形资产	62.1	83.2	77.3	71.4	65.5						
其他非流动资产	164.2	278.3	244.2	266.4	262.2						
资产总额	1,019.3	1,439.3	1,198.6	1,396.5	1,362.0						
短期债务	110.2	200.0	65.8	71.0	46.5						
应付帐款	56.7	105.4	63.9	127.5	99.9						
应付票据	10.1	4.7	38.0	6.7	38.3						
其他流动负债	13.9	63.0	41.0	45.2	59.0						
长期借款	20.0	73.5	-	108.4	-						
其他非流动负债	26.4	62.3	39.0	42.5	47.9						
负债总额	237.3	508.9	247.6	401.3	291.5						
少数股东权益	52.0	9.8	12.8	15.5	19.9						
股本	296.0	308.8	308.8	308.8	308.8						
留存收益	432.0	609.5	629.4	670.9	741.9						
股东权益	782.0	930.5	951.0	995.2	1,070.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	56.7	41.3	45.2	50.5	86.7	EPS(元)	0.17	0.13	0.15	0.16	0.28
加:折旧和摊销	26.7	35.5	29.4	29.4	29.4	BVPS(元)	2.36	2.98	3.04	3.17	3.40
资产减值准备	2.7	5.0	-	-	-	PE(X)	92.9	123.7	109.1	97.6	56.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.8	5.4	5.3	5.0	4.7
财务费用	1.9	10.4	-	-	-	P/FCF	-319.0	446.2	-25.2	104.4	154.4
投资损失	-3.6	-1.9	-2.2	-2.3	-2.1	P/S	10.7	9.0	7.8	6.5	5.3
少数股东损益	3.7	1.4	3.3	3.0	4.9	EV/EBITDA	60.6	61.5	66.1	61.6	38.3
营运资金的变动	-300.1	-50.5	-3.7	-172.7	47.5	CAGR(%)	-1.9%	30.4%	-2.0%	-1.9%	30.4%
经营活动产生现金流量	-108.2	-8.0	72.0	-92.0	166.4	PEG	-47.9	4.1	-54.0	-50.4	1.9
投资活动产生现金流量	-204.1	-202.1	70.9	-6.2	-9.3	ROIC/WACC	1.0	0.6	0.4	0.5	0.8
融资活动产生现金流量	141.1	246.2	-260.1	108.4	-143.8						

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

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

华金证券有限责任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。

华金证券有限责任公司

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.huajinsc.cn