

湘财证券研究所**行业研究部****陈国俊****分析师**

执业编号: S0500511010012

联系人:**叶侃**

Tel: 021-68634518-8721

E-mail: yk2880@xcsc.com

目标价: 40.00 元

当前股价: 33.85 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2849.07

总股本 1992,643,338

流通股本 826,928,499

EPS(TTM) 0.5680

PE(TTM) 58.96

核心观点:

□ **订单充裕, 核心业务高增长可持续。**公司 2010 年年报和 2011 年一季报已经验证了我们之前在报告中的判断, 即受新医改、新版 GMP 等政策的持续推动, 公司两大核心业务医院感控设备和制药设备均处于高增长的景气高峰。公司目前订单充沛, 2008 年以来公司经营现金流一直大幅超过净利润以及 2010 年期末预收账款同比增加 107%, 据说明了公司的订单具有可持续性, 公司业绩高增长的局面仍将维持。

□ **公司激励机制日趋完善, 管理改善凸显经营拐点。**淄矿集团入主后, 公司激励机制日趋完善, 管理层积极性大幅提升: 一方面, 淄矿集团入主后, 将公司定位为大健康产业的发展平台, 并制定了严格的业绩考核, 化业绩压力为管理改善的动力; 另一方面, 公司于 2009 年改革了奖励基金方案, 使得奖励额度大幅提升, 业绩激励效果显现。两者共同推动了公司管理的改善, 包括产品定价政策的改变, 明确表示将通过新产品来提高毛利率; 而且事实证明管理改善确有其效——业绩实现持续高增长以及毛利率和净利率的稳步提升。我们认为, 随着公司管理的持续改善以及公司规模效应的逐步体现, 公司整体不足 25% 的毛利率以及不足 5% 的净利率在未来具有极大的提升空间。

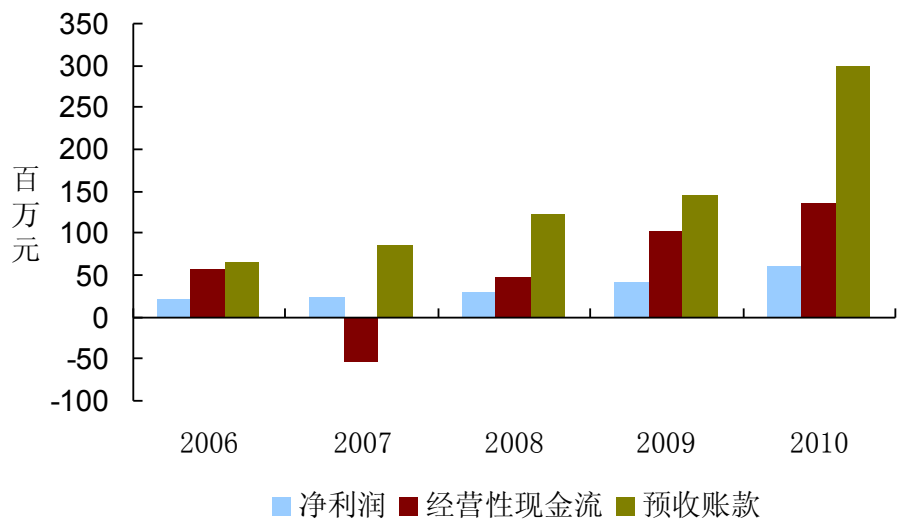
□ **战略升级双管齐下, 自主研发能力同样值得期待。**公司正在从自主研发和外延并购两方面着手致力于多元化发展的战略升级。在之前的报告中, 我们认为外延并购将是公司实现多元化发展的首选, 故更多地关注了公司在收购方面的进展——2010 年, 公司主要收购了上海泰美医疗器械、淄博众生医药和北京威泰克三家商业企业, 以渠道为切入点实现产业链延伸的意图明显。事实上, 公司自主研发能力亦不容小觑。首先, 公司具有自主研发的传统, 强大的研发实力是公司能够长期主导消毒设备市场的核心竞争力。其次, 公司早已布局多元化的研发格局, 自 2009 年起开展战略研发, 2010 年投入 2502 万元, 目前公司已在上海建立战略研发中心, 负责中长期的研发项目, 其中部分项目已经成熟, 即将进入产业化阶段——制药用清洗消毒器、制水机、冻干机等新型制药设备有望在 2 年内陆续投产; 口腔科事业部刚刚成立, 义齿加工中心处于探索阶段。此外, 公司还在积极向医疗/制药专业工程服务商转型, 在原先消毒供应室专业工程的基础上, 公司相继推出了手术室、微生物检验室等一系列的整体解决方案, 通过一体化服务来抢占市场。总结来看, 相较于外延并购, 公司的自主研发能力同样值得期待, 公司定位于大健康产业平台, 以外延并购和战略研发双管齐下的战略布局已经明朗。

盈利预测及投资评级

不考虑后续的并购, 我们上调公司的盈利预测, 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.80 元、1.35 元和 2.12 元。我们认为, 新华医疗核心业务处于景气高峰, 而且管理改善以及随之带来的战略升级凸显出公司目前的经营拐点, 公司即将迎来业绩的丰收期。故我们继续维持公司“买入”的投资评级, 3-6 个月目标价 40 元不变。

□ **风险提示:** 新 GMP 标准出台和新医改等政策的效果低于预期; 大规模并购进程延缓。

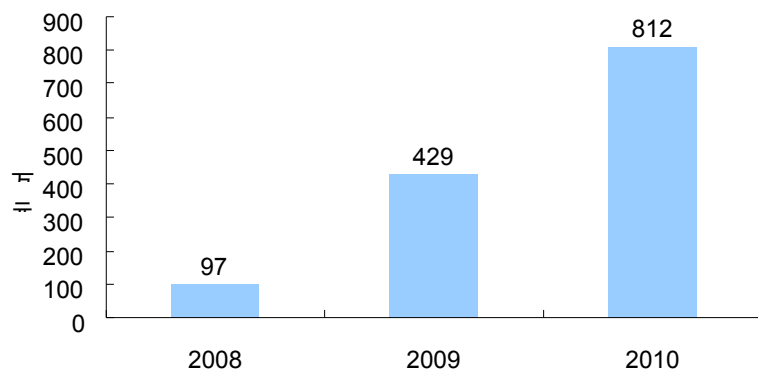
表 1 公司经营性现金流良好且预收账款大幅增长



数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 2 公司奖励基金提取金额逐年提升

公司奖励基金提取金额



数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

表 1 公司盈利能力持续提高

	2007	2008	2009	2010
收入增速	2.87%	23.83%	35.25%	51.52%
净利润增速	5.45%	33.14%	38.23%	46.18%
母公司毛利率	23.94%	24.54%	26.86%	26.56%
母公司净利率	4.63%	5.07%	4.83%	5.71%

注: 2010 年在原材料成本大幅上升的情况下, 母公司毛利率保持稳定已经实属不易

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1110	1535	2005	2576	营业收入	1342	1931	2527	3184
现金	317	407	554	785	营业成本	1018	1473	1893	2325
应收账款	277	379	486	601	营业税金及附加	6	9	11	14
其他应收款	41	66	86	109	营业费用	147	180	224	277
预付账款	34	49	64	78	管理费用	90	129	167	207
存货	404	579	744	914	财务费用	-1	-3	-6	-10
其他流动资产	38	54	71	89	资产减值损失	13	5	5	5
非流动资产	381	432	484	541	公允价值变动收	-0	0	0	0
长期投资	25	29	31	35	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	205	288	355	417	营业利润	74	138	233	366
无形资产	42	42	40	38	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资	108	74	58	51	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	1491	1967	2490	3117	利润总额	78	139	234	368
流动负债	689	1067	1425	1800	所得税	13	24	40	63
短期借款	50	50	50	50	净利润	65	116	194	305
应付账款	253	403	544	688	少数股东损益	4	8	13	21
其他流动负债	386	614	832	1062	归属母公司净利润	60	108	181	285
非流动负债	25	21	23	25	EBITDA	90	153	251	386
长期借款	6	0	0	0	EPS (元)	0.45	0.80	1.35	2.12
其他非流动负	19	21	23	25	主要财务比率				
负债合计	714	1088	1448	1825	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	80	88	101	122	成长能力				
股本	134	134	134	134	营业收入	51.5%	43.9%	30.9%	26.0%
资本公积	331	331	331	331	营业利润	47.6%	85.6%	69.0%	57.3%
留存收益	232	326	475	705	归属于母公司净利润	46.2%	78.6%	68.2%	56.9%
归属母公司股东权益	697	791	940	1170	获利能力				
负债和股东权益	1491	1967	2490	3117	毛利率(%)	24.2%	23.7%	25.1%	27.0%
现金流量表					净利率(%)	4.5%	5.6%	7.2%	8.9%
单位: 百万元					ROE(%)	8.7%	13.6%	19.3%	24.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	12.2%	22.7%	37.2%	56.8%
经营活动现金流	124	173	246	359	偿债能力				
净利润	65	116	194	305	资产负债率(%)	47.9%	55.3%	58.2%	58.6%
折旧摊销	17	18	24	30	净负债比率(%)	7.84%	4.60%	3.45%	2.74%
财务费用	-1	-3	-6	-10	流动比率	1.61	1.44	1.41	1.43
投资损失	-4	0	0	0	速动比率	1.02	0.89	0.88	0.92
营运资金变动	39	24	5	2	营运能力				
其他经营现金	9	19	29	32	总资产周转率	1.06	1.12	1.13	1.14
投资活动现金流	-95	-63	-73	-83	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	108	60	70	80	应付账款周转率	5.24	4.49	4.00	3.78
长期投资	18	3	3	3	每股指标 (元)				
其他投资现金	31	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.80	1.35	2.12
筹资活动现金流	100	-21	-26	-44	每股经营现金流(最新摊薄)	0.92	1.29	1.83	2.67
短期借款	50	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.19	5.89	7.00	8.71
长期借款	0	-6	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	74.49	41.70	24.79	15.80
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	6.45	5.68	4.78	3.84
其他筹资现金	49	-15	-26	-44	EV/EBITDA	48	28	17	11
现金净增加额	129	90	147	231					

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。