

巨星医疗 (2393 HK)

评级：增持；目标价：HK\$4.29

利息开支拖累盈利，惟收购策略续推动增长

16 财年业绩概要：

巨星 2016 年收入/纯利/股东应占溢利分别增长 23.1%/36%/23.5%，至人民币 30.2 亿/2.7 亿/2.01 亿 (VS 中泰预测: 32.2 亿/3.4 亿/2.66 亿)。公司业绩与我们预测的主要分别在于对 IVD 业务收入高估了约 2 亿元以及对利息开支的低估 (2016 年: 6256.4 万元 VS 中泰预测: 2400 万元)。利息开支的分别来源自公司于去年 9 月份发行了 2 亿美元 2021 年到期 6.9 厘的优先票据所致。

我们估算彩色相纸、工业影像产品、医学影像产品及 IVD 业务收入分别增长 -15.2%、8.8%、-0.4% 及 66.65%，至人民币 5.09 亿/1.96 亿/8.4 亿/14.8 亿。医疗设备耗材分销业务占公司总收入 76.7%。

除公布业绩外，巨星亦在业绩公布后宣布收购江苏欧诺余下的 30% 股权，作价人民币 2.099 亿，即以 2016 年江苏欧诺 10 倍市盈率估值收购，预计每年可为公司增加约 3000 万元的纯利。

中泰评论：

考虑到巨星于去年 10 月及 11 月时收购的三间 IVD 分销商的收入可于 2017 年完全并表，收购江苏欧诺余下的 30% 股权以及于 2018 年可能收购上海安百达余下的 30% 股权，IVD 业务的收入占比预期将会由 2016 年的约 48% 上升至 2019 年的 64.5%，并贡献巨星大部份的盈利。惟值得留意，经过过去 2 年多的进取式收购，公司的计息负债大幅增加至 2016 年底的人民币 16.8 亿，而由于我们预测公司需要在 2017 年下半年为收购上海安百达预备资金，因此，预期计息负债将会在 2017 年底进一步上升至 21.8 亿，公司需每年为此支付约 1.1-1.3 亿元的利息开支。

不过，随着医改的推进，降低药占比及分层医疗等政策将可支撑内地 IVD 市场于 2021 年前维持 13% CAGR 增速，而公司经销的罗氏品牌，其 IVD 业务更有望达到 19% CAGR 增速。加上公司管理层表示，未来仍然会有新的收购项目，因此，我们认为，即使财务负担大增，公司于 2016-2019 年的收入及股东应占溢利仍可维持 17.5% 及 27.9% 的 CAGR 增速。

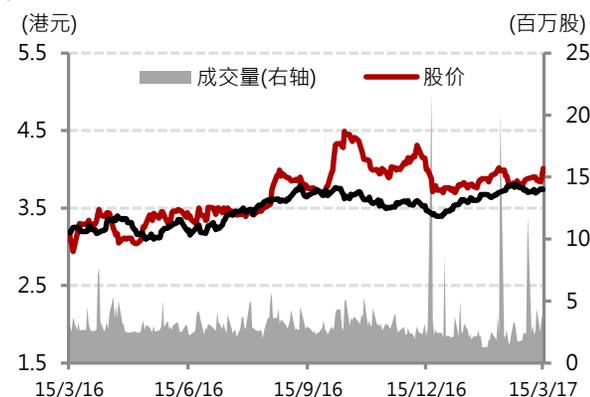
我们决定上调对巨星的收入及盈利预测，2017/2018 的收入预测由 36.2 亿/40.3 亿上调至 39.8 亿/44.3 亿，股东应占溢利则由 2.98 亿/3.35 亿调整至 2.95 亿/3.88 亿，并新增 2019 年的盈利预测，收入及股东应占溢利分别为 48.9 亿及 4.21 亿。2017-2019 年 EPS 分别为人民币 0.136、0.178 及 0.193 元，2016-2019 年 EPS CAGR 为 27.9%。

公司基本资料 (更新至 2017 年 3 月 15 日)

最新价	4.080	(港元)
市值	88.748	(亿港元)
流通股比例 (%)	29.43%	
已发行总股本 (百万)	2175.20	(百万股)
52 周价格区间	2.93-4.6	(港元)
3 个月平均每日成交	12.99	(百万港元)
主要股东	Hartono 家族	占 62.97%

来源：彭博

价格及成交量走势



来源：彭博

相关报告

- 《2016 年中期业绩点评》- 2016 年 08 月 17 日
- 《2015 年业绩点评》- 2016 年 03 月 15 日
- 《转型成功，潜在并购延续增长》- 2015 年 08 月 20 日

分析师

韦成昌 (Ethan Wai) CFA
ethan.wai@ztsc.com.hk

我们预测，巨星 2017 年的 ROE 达到 31.8%，远高于香港上市的医疗设备公司，因此，我们给予其 1 倍 PEG 的估值，目标价上调至 4.29 港元，维持巨星的「增持」评级。

图表 1：巨星医疗 (2393 HK) 主要财务数据

(千人民币)	(真实) 15财年	(真实) 16财年	(预测) 17财年	(预测) 18财年	(预测) 19财年
总收入	2,454,684	3,021,831	3,982,855	4,431,085	4,898,296
增长率：	60.3%	23.1%	31.8%	11.3%	10.5%
净利润	198,513	269,928	389,329	426,548	466,744
增长率：	91.7%	36.0%	44.2%	9.6%	9.4%
股东净利润	162,756	201,031	295,287	387,699	421,174
增长率：	61.3%	23.5%	46.9%	31.3%	8.6%
毛利率：	21.1%	25.4%	27.5%	27.9%	28.3%
净利润率：	8.1%	8.9%	9.8%	9.6%	9.5%
每股盈利 (人民币)	0.075	0.092	0.136	0.178	0.193
每股股息 (人民币)	0.033	0.039	0.054	0.071	0.077
每股资产净值 (人民币)	0.417	0.433	0.514	0.621	0.737

来源：公司资料，中泰国际研究部

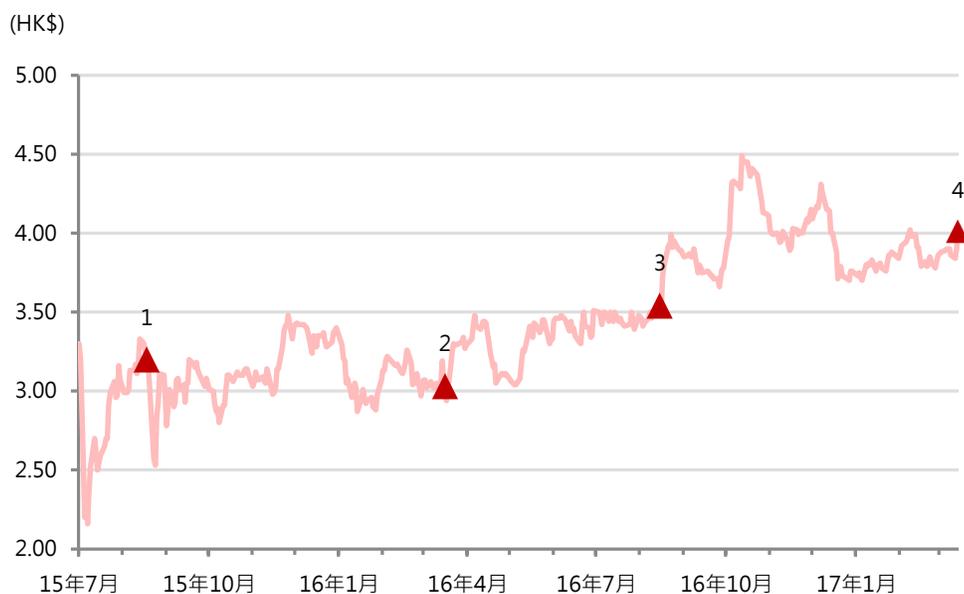
图表 2：巨星医疗(2393 HK) 财务资料一览
收入损益表

(千人民币)	(真实) 16财年	(中泰预测) 16财年	(真实) 同比增长
营业收入	3,021,831	3,219,189	23.1%
营业成本	(2,255,499)	(2,401,561)	16.4%
毛利	766,333	817,628	48.1%
销售费用	(116,807)	(127,520)	40.1%
管理费用	(140,671)	(152,823)	61.0%
研发开支	(1,058)	(3,000)	-69.2%
折旧/摊销	(92,842)	(68,000)	59.1%
经营溢利	414,955	466,286	45.6%
税息折旧及摊销前利润	507,797	534,286	47.9%
其他非经营收入/开支	28,235	24,000	61.0%
财务费用净额	(59,385)	(24,000)	163.7%
除税前溢利	383,805	466,286	37.1%
税息前利润	443,190	490,286	46.5%
所得税	(113,877)	(124,687)	39.9%
净利润(含少数股东权益)	269,928	341,599	36.0%
净利润(不含少数股东权益)	201,031	264,793	23.5%
少数股东损益	68,897	76,806	92.7%

来源：公司资料，中泰国际研究部

历史建议和目标价

巨星医疗(2393 HK) 股价表现及评级时间表



来源：彭博·中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2015/8/20	HK\$3.20	「增持」(首次评级)	HK\$3.80
2	2016/3/15	HK\$3.04	「增持」(无变动)	HK\$3.60
3	2016/8/16	HK\$3.54	「增持」(无变动)	HK\$3.96
4	2017/3/16	HK\$4.01	「增持」(无变动)	HK\$4.29

附注：股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的涨跌幅为基准；

买入：投资收益率领先同期恒生指数 20%以上

增持：投资收益率领先同期恒生指数介于 5%至 20%之间

中性：投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于-10%至 5%之间

卖出：投资收益率落后同期恒生指数 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，行业指数将领先恒生指数

中性：行业基本面稳定，行业指数将跟随恒生指数

谨慎：行业基本面向淡，行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司 - “中泰国际” 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。中泰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。

中泰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，并不代表中泰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，中泰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。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰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。