

## 巨星国际(2393 HK)

### 投资要点:

#### 成功转型为医疗耗材公司

巨星国际于 14/3/2016 发布了 2015 年财年业绩,并同时宣布获纳入恒生医疗保健指数,收入/毛利/纯利/股东应占溢利分别增长 60.3%/82.5%/90%/77.4%(VS 中泰: 84%/104.8%/109.1%/71.2%),与预测出现较大差距的主要原因为 1)对外体外诊断业务毛利率的低估(中泰:26.4% VS 实际: 32.2%),2)高估彩色相纸、工业影像产品及医学影像产品业收入增长(中泰: +4%/+3%/+25% VS 实际: -1.2%/-3.6%/+19.7%)。

整体而言,公司业绩的提升,主要是由于医疗耗材业务在经销体外诊断产品的江苏欧诺及安百达集团收购完成得以并表后而大幅增长。另外,由于毛利率体外诊断业务的毛利率较高,达 32.2%,远高于原本影像胶片业务 20%以下毛利率,从而把公司整体毛利率/纯利率由 2014 年的 17.2%/6.8%至 2015 年的 21.1%/8.1%。可以预期,随着安百达完全并表以及销售团队的壮大,公司毛利率及纯利率将可持续获得改善。

#### 应收账款周转天数急升

不过,由于经销体外诊断产品业务将直接面对医院,而原胶片业务主要客户则为富士胶片,两者应收账款期差距巨大。后者应收账款期仅约半个月,至于前者,以直接面向医院的内地药厂作比较,一般长达 3 个月,医疗器械公司如普华和顺(1358 HK, 未评级)更可能达到 5 个月之久,因此,可以解释巨星国际的应收账款周转天数由 2014 年的 14.3 天,大幅上升至 2015 年的 48.2 天,而随着体外诊断业务占比增加,应收账款周转天数将会于未来两年进一步增加逾 60,惟以医药行业而言,仍然属于正常水平。

#### 调整盈利预测,下调目标价至 3.6 港元,评级维持「增持」

由于经销体外诊断产品业务的毛利率较原预期为佳,但江苏欧诺及安百达集团 2015 年的纯利仅轻微高于收购时的保证纯利,前者将会提升盈利预测,后者将减低盈利预测,综合而言,我们决定向下调整巨星国际的盈利预测,2016/2017 的股东应占溢利将下调 4%/0.3%,至人民币 2.89 亿/3.26 亿,对应 EPS 为人民币 0.133/0.150,2015-2017CAGR 为 22.9%。我们维持给予巨星国际一倍市盈增长率的估值,目标价为 3.6 港元,维持巨星国际「增持」评级。

评级: 增持;目标价: \$3.6

### 公司基本资料 (更新至2016年3月14日):

最新价:	3.04 (港元)
总市值:	66.1 (亿港元)
流通股比例:	30.8%
已发行总股本:	2,175.2 (百万股)
52周价格区间:	2-4.61 (港元)
3个月内日均成交额:	7.89 (百万港元)
主要股东:	Hartono 家族 (占 61.6%)

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。而经过两次收购后,公司已转型成医疗耗材公司,向医疗检测业务发展。

### 分析员:

韦成昌  
Ethan Wai  
电话: 3979-2931  
电邮: [ethan.wai@qlzq.com.hk](mailto:ethan.wai@qlzq.com.hk)

## 主要数据:

百万人民币	2013 财年	2014 财年	2015 财年	(预测) 2016 财年	(预测) 2017 财年
收入	1173	1531	2455	3788	4332
增长率:	22.8%	30.5%	60.3%	54.3%	14.4%
毛利	209	263	517	944	1089
增长率:	25.2%	25.8%	96.4%	82.5%	15.4%
股东应占溢利	65	101	163	289	326
增长率:	15.1%	55.06%	61.30%	77.38%	12.90%
每股盈利(港元)	0.056	0.068	0.095	0.157	0.177
增长率:	-	21.4%	49.0%	64.8%	12.9%
每股派息(港元)	-	0.034	0.039	0.070	0.080
增长率:	-	-	14.71%	80.70%	12.90%

来源: 公司资料、中泰国际研究部

## 2014 VS 2015 业绩比较:

百万/人民币	FY2014	FY2015	注解
营业收入	1,531.35	2,454.68	原胶片业务贡献15.68亿·按年增长7.7%；体外诊断业务贡献人民币8.87亿·按年增长1071%
营业成本	(1,267.89)	(1,937.28)	
毛利	263.47	517.41	原胶片业务毛利率约14.7%；体外诊断业务毛利率32.2%
销售费用	(57.01)	(83.36)	
管理费用	(58.67)	(141.88)	体外诊断业务经销网路由2014年底止221个增加至2015年止588个
其他经营收入/支出	0.65	10.27	
经营溢利	148.44	302.45	
其他收入及收益	0.00	-	
利息收入	4.34	3.20	
财务支出	(5.73)	(25.72)	短期及长短借贷由2014年底止人民币1.06亿增至2015年底止人民币4.46亿·资金已用于收购安百达集团。
财务费用净值	(1.39)	(22.52)	
除税前溢利	147.05	279.93	
所得税	(43.50)	(81.41)	
净利润(含少数股东权益)	103.55	198.51	
净利润(不含少数股东权益)	100.90	162.76	
少数股东损益	2.65	35.76	为体外诊断业务纯利的30%

## 历史建议和目标价

巨星国际 (2393 HK) 股价表现及评级时间表:



来源: 彭博, 中泰国际研究部

附注: 股价已反映股息、股本合并及分拆等调整因素

序号	日期	前收市股价	评级变动	目标价
1	2015/8/20	HK\$3.20	「增持」(首次覆盖)	HK\$3.80
2	2016/3/15	HK\$3.04	「增持」(不变)	HK\$3.60

# 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