



新华医疗 (600587.SH)

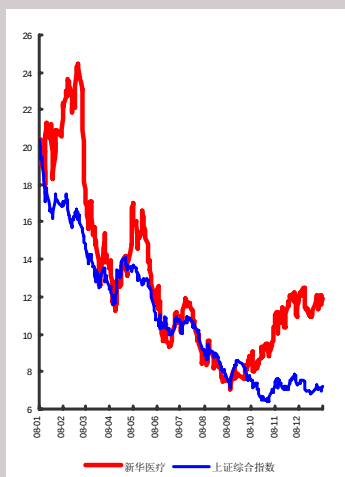
推荐 (维持)

所属行业: 医药行业
行业评级: 推荐

股价数据

总市值(亿元)	10.27
流通 A 股市值(亿元)	13.36
总股本(亿股)	1.34
流通 A 股(亿股)	1.03

股价表现图



齐鲁证券有限公司
 研究所
 行业公司部

分析师
 吕国启

Tel: (8621) 58306453
 Fax: (8621) 58318543
 Email: lugq@qlzq.com.cn

六十六年专注，今朝锋芒毕露

——新华医疗 (600587) 深度报告

投资要点:

◇我国覆盖城乡全体居民的医疗保障体系建设为医疗器械行业发展提供巨大空间，基层卫生机构设备配置的提升、农村和社区医疗卫生机构的建设，将促进基础医疗器械市场的快速增长。

◇诞生于 1943 年抗日炮火之中的新华医疗具有六十六年医疗器械生产历史，是国内最优秀的医疗器械生产企业之一，在医疗器械行业中具有较强的品牌优势、市场优势和技术优势，能够充分享受整个行业的成长。

◇目前，消毒灭菌设备是公司的主要收入和利润来源；公司 2007 年新建的清洗消毒器项目、非 PVC 软袋大输液全自动生产线项目已经开始为公司贡献利润，这两个项目将成为公司未来重要的利润增长点。

◇公司是国内最大的消毒灭菌设备研制生产基地，消毒灭菌设备的市场占有率位居首位，其中面向医院及制药企业的中高档灭菌设备市场占有率更是达到 65% 左右；2009 年在国家加大基层医疗体制建设的背景下，公司的消毒灭菌设备有望实现较高的增长。

◇大输液制剂作为常用药之一，临床需求量非常大，目前塑料瓶和非 PVC 软袋约占 30% 的市场份额；随着人们医疗健康水平和科学技术不断提高，塑料瓶和非 PVC 软袋所占的市场份额将逐步提高，这将拉动对这类设备需求的大幅增长；2008 年上半年该项目已经实现销售收入 1832 万元，2009 年将会有较大幅度的增长。

◇目前国内清洗消毒器市场空间巨大，产品主要以进口为主，公司产品具有自主知识产权，在品质稳定的前提下，价格只有进口产品的三分之一，具备较强的竞争优势，2008 年上半年该项目已经实现收入 1104 万元，2009 年将会有较大幅度的增长。

◇钢材成本占公司总成本的比重较大，2009 年钢材价格较前期将有一定幅度的下降，这将对公司产生较大的影响，将显著改善公司的盈利能力。



◇在收入保持稳定增长，原料价格有较大幅度下降的背景下，公司的盈利能力和营运能力有一定提高，2009 年公司的利润将有大幅度的增长。

◇预计 2008 年-2010 年公司的 EPS 分别为 0.27 元、0.41 元、0.48 元，运用传统现金流贴现模型计算的公司每股价值为 13.03 元，从相对估值的角度来看，公司在医疗器械行业中具备估值优势，综合以上分析，给予公司“推荐”的投资评级。

盈利预测

利润表（单位：万元）	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	52891	65999	72599	83489
营业成本	40005	50050	51383	59090
营业费用	6289	7820	8988	10234
管理费用	3451	3818	4741	5452
财务费用	1060	495	726	835
营业外收入	1179	500	500	500
利润总额	2774	4316	7261	8378
净利润	2243	3237	5446	6284
EPS（元）	0.23	0.24	0.41	0.48



正文目录

一、行业概况.....	4 -
1. 1 行业概况.....	5 -
1. 2 基础医疗器械市场空间巨大.....	5 -
二、公司概况.....	7 -
2. 1 公司基本情况.....	7 -
2. 2 公司业务介绍.....	8
2. 3 公司竞争力分析.....	8 -
三、公司业务分析.....	10 -
3. 1 消毒灭菌设备.....	10 -
3. 2 非PVC软袋大输液全自动生产线项.....	13
3. 3 清洗消毒器项目.....	15
3. 4 放射治疗项目.....	15 -
四、公司财务分析.....	17 -
4. 1 盈利能力分析.....	17 -
4. 2 成长性分析.....	18
4. 3 营运能力分析.....	18
五、原料价格下跌提升盈利能力.....	19 -
六、估值与投资建议.....	20 -
6. 1 行业概况.....	20 -
6. 2 投资建议.....	20 -
七、风险提示.....	22 -

图标目录

图 1: 公司收入增长情况.....	7
图 2: 公司收入构成情况.....	8
图 3: 每千人病床数比较.....	11
图 4: 公司毛利率变化情况.....	16
图 5: 钢材价格变化情况.....	18
表 1: 欧洲输液包装材料发展历史.....	13
表 2: 4 种输液包装材料比较.....	13
表 3: 非PVC软袋大输液设备市场容量.....	14
表 4: 公司盈利能力分析.....	16
表 5: 公司成长性分析.....	17
表 6: 公司营运能力分析.....	17
表 7: 钢材价格对每股收益影响的敏感性分析.....	19



一、行业概况

1、1 市场概况

国外大公司占据高端市场

医疗器械行业是一个多学科交叉、知识密集、资金密集型的高技术产业，医疗器械行业也是一个快速发展的行业。

2005 年全球医疗器械市场的销售收入已经超过了 2500 亿美元，其中全球前 20 大医疗器械公司所创造的销售收入达到 1400 亿美元，占总销售收入的 56%；20 家公司的销售增长率平均达到 10%，超过了行业平均 6.5% 增幅。在前 20 强中，美国占据了 16 席，竞争优势明显。

美国、德国、日本的部分大公司，是全球医疗器械市场特别是高端市场的主导者。

中低端市场国内企业具备竞争力

国内医疗器械市场中，高端医疗器械占整体市场的 25%，基础医疗器械占整体市场的 75%。

目前国内高端医疗器械市场的 70% 已被跨国公司占领，我国除在超声聚焦等少数领域处于国际领先水平外，多数关键技术被发达国家大公司所垄断。

美国 GE、德国西门子和荷兰飞利浦等国外公司在高端医疗器械市场中竞争优势明显，以放射诊疗设备为例，美国 GE 公司、德国西门子公司、荷兰飞利浦公司分别在 CT、核磁共振成像装置、血管造影设备产品市场占有较高的市场份额。

与发达国家相比，我国医疗器械行业发展较为滞后，近年来医疗器械行业取得了较大进步：随着我国企业软件开发能力和精密电子设备制造能力的提高，正在逐步打破国外企业垄断，出现了一些从事高端医疗器械产品生产的优秀企业；在基础医疗器械方面，经过多年的发展，在自动化控制和精密制造领域不断进步，目前在基础医疗器械市场竞争优势明显。

近年来我国医疗器械行业获得了快速发展，其增长速度快于国内其他工业，也快于世界发达国家和其它发展中国家医疗器械市场的增长。2000 年-2006 年每年平均递增 20% 以上，2006 年实现销售收入 427 亿元。2006 年，我国市场规模已达 600 亿元，是 1978 年 72 倍、1998 年的 3.8 倍，市场规模位居全球第四。



1.2 基础医疗市场空间巨大

我国覆盖城乡全体居民的医疗保障体系的建设为医疗器械行业发展提供巨大空间，其中包括加快推进新型农村合作医疗，建立以大病统筹为主的城镇居民医疗保险，发展社会医疗救助，完善城镇职工基本医疗保险。

温总理在 2006 年政府工作报告中明确“国家计划 5 年内投资 200 多亿元，对乡镇卫生院和部分县医院进行改造”，近期国家计划增加 48 亿元投资加强基层医疗卫生体系建设。

基层卫生机构设备配置的提升、农村和社区医疗卫生机构的建设，将促进基础医疗器械市场的快速增长。全国医疗机构的平均医疗器械装备水平较低，更新换代需求量较大。

我国医疗机构的整体医疗装备水平还很低，医疗器械在地区和医疗机构之间分布很不均匀，医疗资源主要集中在城市大医院；全国医疗机构 15% 的现有仪器和设备是 70 年代以前的产品，60% 的设备是 80 年代中期以前的产品，大量的设备需要更新换代。同时，更新换代的过程将是一个需求释放的过程，将会保证未来 10 年甚至更长一段时间医疗器械市场的快速增长。

在基础医疗市场上，国内企业已经具备一定的国际竞争力，2006 年我国医疗器械类商品出口 68.71 亿美元，同比增长 28.58%，预计未来出口仍是行业快速发展的又一因素。基础医疗器械出口快速增长的因素有：首先，目前国内外的经济呈现快速增长的态势，加上全球人口老龄化趋势，以及大众卫生保健意识的增强，使得全球医疗器械市场需求持续增长；其次，当前世界各国普遍在卫生保健领域推行支出控制，因此导致满足基本需求的基础医疗器械市场增长迅速，而在这个市场上我国的医疗器械企业具有一定的竞争优势；第三，在我国政府鼓励创新的政策引导下，一些有实力的本土企业已经加快了“走出去”的步伐，开始参与全球市场的竞争。

国内企业具备竞争力

国外大型医疗器械制造商资金雄厚、技术先进、人才集中，在高端医疗器械的研发上积累数十年的经验，垄断了主要高端医疗器械产品核心技术。我国高端医疗器械产品与国际先进产品有一定的差距。



我国医疗器械行业市场化程度较高，根据加入 WTO 的承诺，2000～2005 年我国海关税目中 60 个医疗器械产品平均进口关税已经逐步由 10.5% 降到 4.4%，部分医疗器械产品实行了零关税，国外医疗器械产品可以全面参与国内市场的竞争，目前我国高端医疗器械产品市场基本被国际大型医疗器械制造商垄断。

在高端医疗器械市场基本饱和之后，国际大型医疗器械制造商凭借资金优势和品牌优势通过收购国内企业或由国内企业 OEM 的方式降低生产成本，进入基础医疗器械市场。

看好龙头企业

我国基础医疗器械行业经过几十年的发展，特别是近十年的发展，已经形成了一定的产业基础，出现了一些优质的企业，像新华医疗、鱼跃医疗、万东医疗的部分产品已经在国内市场中具备强大的竞争优势，这些企业将是最大的受益者。

行业进入的壁垒比前期显著提高，主要有以下政策障碍：医疗器械涉及人的生命健康，国家对医疗器械的生产采取生产许可证和产品注册制度，对设立医疗器械企业的资格和条件审查非常严格，目前已在严格控制企业数量；国家对医疗器械产品的注册条件要求较高。技术与人才障碍：医疗器械行业是特殊的高科技行业，医疗器械产品综合了医学、电子、自动化控制等多种学科的新技术，缺乏技术和科研开发能力的企业是难以进入的。核心技术人才需要具备医学、电子、自动化控制等综合知识，还须具备多年的同行业实践经验；销售人员需要具备市场营销和产品性能、使用等多方面知识；这些人才难以在短期内培养。

品牌障碍：医疗器械关系到使用者的生命健康，消费者在选择产品时对品牌尤其关注，优质产品多年积累的品牌效应，是新进入者短期内难以逾越的障碍。市场渠道障碍：建立覆盖全国的销售网络和售后服务体系需要大量的资金投入，而销售及售后服务网络的维护需要大量的高利润空间产品作为支撑；医疗卫生系统的招标项目条件一般设置较高，需要多年良好的经营业绩和产品质量以及完善的售后服务网络，新进入者难以进入招标市场。

资金障碍：医疗器械行业是高投入行业，没有一定规模的资金投入进行产品研发以及建立销售和服务网络，企业难以在市场上生存。



二、公司概况

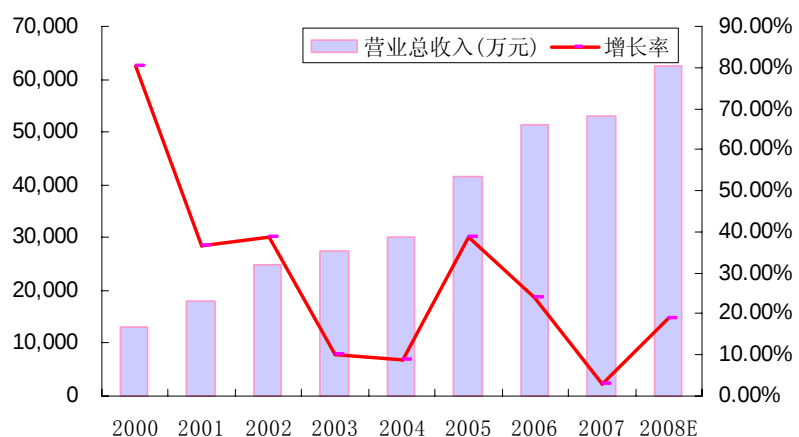
2.1 公司基本情况

新华医疗是具有六十余年历史的医疗器械生产企业，为国家医疗器械行业协会的副会长单位，消毒供应室设备专业委员会理事长、秘书长单位，被国家定名为消毒灭菌设备研制中心。

公司是我国最大的消毒灭菌设备研制生产基地，也是国内生产放射治疗设备品种最多的企业，主要产品有消毒灭菌设备、放射治疗设备、数字诊断设备、医用环保设备和灭菌化学指示类产品、制药机械、外科手术器械等，建立健全了严格的质量管理制度，相继通过了 ISO9001、ISO13485、CE 等质量体系认证，是医疗器械行业中唯一的国家级企业技术中心和“AAAA”级标准化良好行为的企业。

公司坚持走技术创新之路，在产品开发、市场运作、营销管理、用户服务等方面，取得了令人瞩目的业绩，生产规模和市场占有率迅速扩大，其中消毒灭菌设备销量、市场占有率、技术水平居全国第一；放射治疗设备品种最全，规模居全国前列，在医疗器械行业中，新华品牌已在国内外市场上享有盛誉；公司也是最具成长性的医药企业之一：从 1999 年到 2007 年公司收入年复合增长率高达 25%。

图 1：公司收入增长情况



资料来源：WIND 资讯

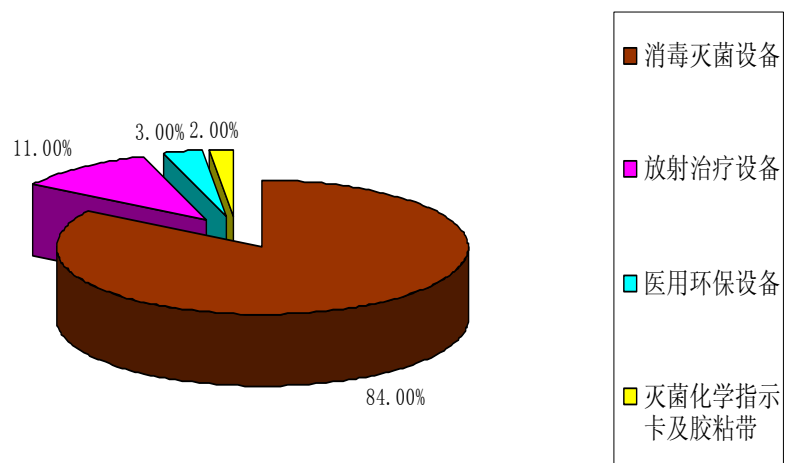


2.2 公司业务概况

医疗器械是公司主要的收入和利润来源，2007 年医疗器械占公司总收入的 98.44%；公司也是国内最大的消毒灭菌设备研制生产基地，消毒灭菌设备的市场占有率位居首位，达到 40%以上，其中面向医院及制药企业的中高档灭菌设备市场占有率更是达到 65%左右，消毒灭菌设备在医疗器械中又占有绝对的主导地位。

从公司各产品在主营业收入中所占的比例看，公司收入和利润来源主要集中于消毒灭菌设备和放射治疗设备两项产品中，这两项产品占到了公司主营业收入的 95%以上。因此在接下来的分析中，将主要围绕这两项产品展开。

图 2：公司收入构成情况



资料来源：WIND 资讯

2.3 公司竞争力分析

经过多年的不懈努力，新华医疗已经发展成为国内最大的感染控制设备和放射治疗设备研发和制造基地。在放疗设备方面，新华医疗是国内唯一拥有医用电子直线加速器、放射治疗模拟机、钴 60 治疗机、后装治疗机、放射治疗计划系统等系列产品的企业。其放疗治疗设备的国内平均市场占有率达到 30%以上，消毒灭菌设备的品种数量和产量居世界第一。其中，中、高档消毒灭菌设备的国内市场占有率已分别达到 30%和 60%，连续多年保持国内第一。两大主导产品的技术水平显著提高，许多产品已达到或接近国际先进水平。公司在国内医疗器械市场特别是基础医疗市场具有非常强的竞争力。



品牌优势

公司通过了国家科技部与中国科学院分别组织的高新技术企业“双高”认证，医用消毒灭菌设备荣获“中国名牌产品”称号，RSY4-1-3000型全自动制袋灌封机，SSY6000 塑瓶大输液洗灌封生产线，BSY-200 玻璃瓶洗灌封生产线等三项新产品一次性通过专家鉴定，达到国际同类产品先进水平，公司获得了国家级企业技术中心，成为全国医疗器械行业唯一的国家认定企业技术中心，可以在多方面免征进口关税和进口环节增值税、消费税。

技术领先优势

拥有中国最大的消毒灭菌设备研制生产基地，拥有医院用灭菌器和制药用灭菌器两条生产线，高压灭菌消毒柜市场 70%以上市场份额，公司拥有 5 项国家级重点产品、国家级新产品，2 项国家级火炬计划项目，21 项专利技术，获得技术进步奖多项；清洗消毒器设备项目填补了国内自动清洗上的空白，而价格只是进口设备价格的三分之一左右，极具竞争优势，在中高端市场上，公司的额消毒灭菌设备占有 60%以上的市场份额。

市场优势

公司是全国医疗器械行业协会的副会长单位，消毒供应室设备专业委员会理事长、秘书长单位。在全国同行业、医疗卫生及制药行业中均具有相当高的知名度。目前，公司消毒灭菌设备的销售量、销售收入均稳居全国第一，特别是高档消毒灭菌设备，其销售量占全国总销量的 60%以上。

公司拥有覆盖全国的销售网络及 131 人的高素质的销售队伍，对医疗设备实行“专家销售”战略。公司品牌在行业中已建立起很高的知名度，对公司产品的市场拓展有很大的帮助。相对于国外产品，公司产品有极大的价格优势，售价与进口产品相差 3-8 倍，而且具有中文界面和服务本地化的优势。



三、业务分析

3.1 消毒灭菌设备

消毒灭菌概况

消毒灭菌设备是公司主要的收入和利润来源，在分析公司主营业务时，公司是国内最大的消毒灭菌设备研制生产基地，消毒灭菌设备的市场占有率位居首位，达到 40%以上，其中面向医院及制药企业的中高档灭菌设备市场占有率更是达到 65%左右，将着重分析消毒灭菌设备的经营状况。

从我国医疗卫生和科研以及工业化程度概况分析，在化学、物理和理化混合的三大类消毒灭菌方法中看，压力蒸汽消毒灭菌与它其他灭方式相比较有其较突出的优点：

- 1、灭菌可靠，效果好，时间短，在 133℃五分钟可杀灭所有微生物。
- 2、成本低，经济实用，所消耗的是燃料和水。
- 3、适应性广泛，可用于器械、织物、液体、食品的消毒。
- 4、无污染，对操作人员和环境没有影响。
- 5、能量的利用率高，热量的 80%可被消毒物品吸收。

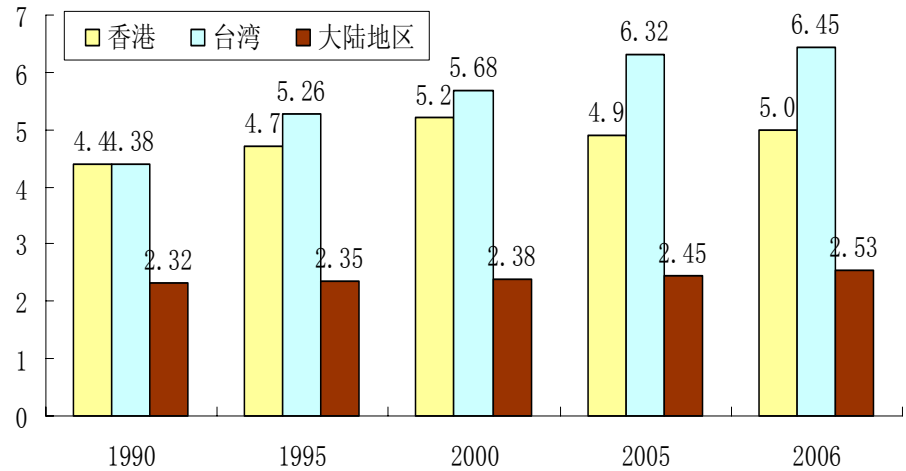
所以压力蒸汽为介质的消毒灭菌设备在各种灭菌设备中占主导地位，并得到迅速发展。公司所生产的灭菌设备复合灭菌设备的发展规律。

医院用消毒灭菌设备

消毒灭菌设备是公司主要的收入和利润来源，前期实现了快速增长，特别是中、高档灭菌器设备。目前，公司在高档消毒灭菌设备市场上的占有率已高达 60%以上，市场优势竞争地位十分突出。医院及制药企业对消毒灭菌设备需求持续增长是其前期快速发展的重要原因。

我国目前县级以上医院有 1.3 万家，加上个体诊所、乡镇卫生院、企业医院共计 6 万多家，这也是一个非常大的市场。

我国医疗卫生体制建设还较落后，其中卫生资源的缺乏是一个较为突出的问题，在医疗卫生体制的建设过程中，卫生费用投入将有大幅的增加以解决卫生资源不足的问题，在这一过程中，对消毒灭菌类基础医疗器械的需求也会稳步增长。下面以病床数代表我国的整体卫生资源状况，与香港、台湾进行比较。


图 3：每千人病床数比较


资料来源：WIND 资讯

从表 4 可以看出，我国的人均卫生资源享有量一直与台湾、香港地区存在较大的差距，1990 年我国每千人拥有的病床数是台湾、香港地区的 53%；并且近年来这一差距有所扩大：2006 年我国每千人拥有的病床数分别是台湾、香港地区的 39%和 51%。

随着我国医疗卫生体制建设的逐步深入，我国消毒灭菌设备与整体卫生资源一样，其较为短缺的现象将会逐步改善，与发达地区的差距也会不断缩小。

下面对我国消毒灭菌设备行业未来增长做一简单分析，假设经过 10 年的卫生体制建设，我国人均卫生资源水平达到台湾的水平，可以简单估计我国消毒灭菌设备的市场容量将增加 1.56 倍，未来 10 年中医疗器械行业的复合增长率可以达到 10%。

2009 整个医药行业依然面临良好的发展环境，医院用消毒灭菌设备增速将保持稳定增长，预计增长速度为 10%。

其次，2009 年国家将在政策上加大了对医疗卫生体制的支持力度，这对医药行业特别是医疗器械行业 2009 年的发展具有积极的作用。

2008 年 11 月 23 日，卫生部网站上公布了国家计划新增 48 亿元支持农村卫生服务体系建设的消息。具体内容是，国家投资 26.21 亿元支持 7300 多个农村卫生项目，包括县医院 26 个，县妇幼保健站 59 个，县中医院 72 个，乡镇卫生院 1610 个，村卫生室 5547 个。其中乡镇卫生院的投入所占比例超七成，达 18.91 亿元。



这 48 亿投资中将有部分是直接用于医疗器械的采购，消毒灭菌设备将是重点采购产品之一，这将赋予消毒灭菌设备行业 2009 年一个额外的增长速度。但对消毒灭菌行业及公司的具体影响难以估计，这里初步预计公司 2009 年消毒灭菌设备将有 10% 的额外增长。

综合以上分析预计公司 2009 年医院用消毒灭菌设备增长率为 20%。

公司用消毒灭菌设备

2000 年后，国家药品监督管理局要求制药企业必须通过 GMP 认证，药厂客户大量增加，公司转而以生产药厂类消毒灭菌设备为主。

国家药品监督管理局在 1999 年要求制药企业必须通过 GMP 认证的文件发布之后，药厂对消毒灭菌设备的需求急剧增长。公司消毒灭菌设备由于药厂 GMP 认证因素的存在形成了几年的高速增长。但由于 GMP 认证工作已经截止，假设未来公司用消毒灭菌设备销售状况保持稳定。

综合以上分析，在不考虑 2009 年可能发生的对公司有重大影响的事件的情况下，预计 2009 年公司的医院用消毒灭菌设备的增长率为 8%—10%。



3. 2 非 PVC 软袋大输液全自动生产线项目

经过前几年猛烈的价格战，大输液行业在 2005 年迎来拐点。2005 年 7 月 1 日，随着基础性输液全面更换丁基胶塞，大输液行业开始全面提价，之后步入相对稳定阶段；其市场容量也在不断提升，2007 年我国大输液市场容量超过 60 亿瓶。在大输液的包装上，玻璃瓶一直占据着主导地位，2006 年其市场占有率约为 70%。

表 1：欧洲输液包装材料的发展

年代	包装材料
1950 年前	以玻璃瓶为主
1950 年~1960 年	以玻璃瓶为主，出现 PVC 软袋
1960 年~1970 年	玻璃瓶+PVC 软袋
1970 年~1980 年	出现 PP 瓶，PVC 软袋+PP 塑瓶+玻璃瓶
1980 年~1990 年	出现非 PVC 软袋，PVC 软袋+塑瓶+玻璃瓶+非 PVC 软袋
1990 年以后	PVC 软袋+塑瓶+非 PVC 软袋+玻璃瓶

资料来源：齐鲁争取研究所

行业专家们普遍认为，从国外市场的经验来看，软包装逐步取代玻璃瓶是一个趋势，玻璃瓶输液存在运输困难、使用不方便、生产不环保等诸多缺点，从 2006 年开始，这一观点迅速转变为现实，塑料瓶和非 PVC 软袋输液取代玻璃瓶输液的速度明显加快。

表 2：四种输液包装材料比较

	玻璃瓶	PP/PE 瓶	PVC 膜袋	非 PVC 膜袋
透明度	好	一般	好	好
灭菌后透明度	好	一般	差	好
0 坠落实验	差	较差	好	好
0 生产安排	一般	不宜停机	好安排	好安排
7 温度适应性	差（低温度）	差（PP 低温）	较差	好
4 灭菌温度范围	好	一般	较差（高温）	好
非 废料量	大	很少	很少	很少
公 透气性指标	好	一般	差	好
井 透水性指标	好	一般	差（需要外包装）	好
发 可回复性	很差（需进空气）	较差	好	好
行 药物相容性	好	一般	差	好
毒 毒性	无	无	有（增塑剂）	无
募 环保问题	一般	无	有	无

资料来源：齐鲁争取研究所



资金投资的另一项目——非 PVC 软袋大输液全自动生产线项目，今年上半年实现销售收入 1832 万元，利润 458 万元。

大输液制剂作为常用药之一，临床需求量非常大，2007 年的用量已达到 60 亿瓶，其中塑料瓶和非 PVC 软袋约占 30% 的市场份额；随着人们医疗健康水平和科学技术不断提高，塑料瓶和非 PVC 软袋所占的市场份额将逐步提高，这将拉动对这类设备需求的大幅增长。

表 3：非 PVC 软袋大输液设备市场容量分析

	30%	40%	50%	60%
非玻璃瓶大输液（亿瓶）	18	24	30	36
增 加 额 （亿瓶）		6	12	18
非 玻 璃 瓶 设 备（台）		110	220	330
非 PVC 包 装设备（台）		55	110	165

备注：假设塑料瓶和非 PVC 软袋输液包装的市场份额分别为 30%、40%、50%、60%，未来几年中塑料瓶和非 PVC 软袋市场份额相等，公司在非 PVC 软袋的市场份额为 20%，塑料瓶和非 PVC 软袋输液包装项目的年生产能力为 500 万袋——600 万袋，综合考虑，假设该项目 2009 年的增长率为 60%。

资料来源：齐鲁证券研究所



3. 3 清洗消毒器项目

清洗中能将物体上细菌污染的数量降低到公共卫生规定的安全水平以下，而消毒可杀灭物品上致病微生物的繁殖体，具有非常重要意义。医院对先进的清洗消毒设备的迫切需求将推动清洗消毒器市场规模的快速增长，市场空间巨大。

2007 年 5 月非公开发行募集资金投资的清洗消毒器项目，在 2009 年将有 1000 台的生产能力，2008 年上半年实现销售收入 1104 万元，利润 141 万元。

同时公司主要面对中高端市场，以大医院、区级以上医院为主要客户，目前国内清洗消毒器市场主要以进口产品为主，公司产品具有自主知识产权，在品质稳定的前提下，价格只有进口产品的三分之一，具备一定的竞争优势，由于 2008 年的基数较小，2009 年将会有较大幅度的增长。

3. 4 放射治疗设备

公司放射治疗设备产品的系列比较齐全，包括钴 60 治疗机、后装治疗机、医用电子直线加速器和放射治疗模拟机。放射治疗设备的市场非常巨大，但该市场的竞争也十分激烈。并且公司在这一市场也不具备竞争优势，新研制的 XHA600D 医用电子直线加速器近日通过专家鉴定，将大大增强公司在这一领域的竞争实力。

该产品是新华医疗为提高企业核心竞争力和产品的档次而研制的，技术等方面达到国际同类产品先进水平。

医用电子直线加速器的成功研制，将使得新华医疗高科技产品再添新实力，进一步拉大了与同类企业的差距，未来增长前景非常广阔。

该产品面对的市场同样是共 6 万多家的医疗卫生机构。目前我国放射治疗设备严重不足，不能满足广大肿瘤患者的需要。公司面对的放射治疗设备的市场非常巨大，增长前景也非常良好，但该市场的竞争也十分激烈。美国、瑞典等国外公司产品凭借其技术和品牌优势一直占据国内 40% 左右的市场份额，国内还有数家与日本合资的企业生产同类产品。由于该类产品单位价值较高，虽然理论上很多医院均有购置该类设备的愿望，当真正买得起的医院却只占少数。公司在该类产品市场上，同国内企业相比，虽有系列齐全和一定的技术优势，但没有市场占有率领先，经营规模偏小，竞争优势不明显。



四、公司财务分析

4.1 盈利能力分析

从近年来的数据来看，公司的盈利能力低于行业的平均水平，2007年公司净资产收益率仅为 4.88%，2008 年前三季度公司的净资产收益率为 3.63%，预计全年与 2007 年相当。

从公司的历史数据中可以发现，公司曾经具有较强的盈利能力：2002 年的净资产收益率高达 11.1%。但是随着成本的上涨和行业竞争环境的变化以及公司策略的变化，公司的净资产收益率逐步下滑。

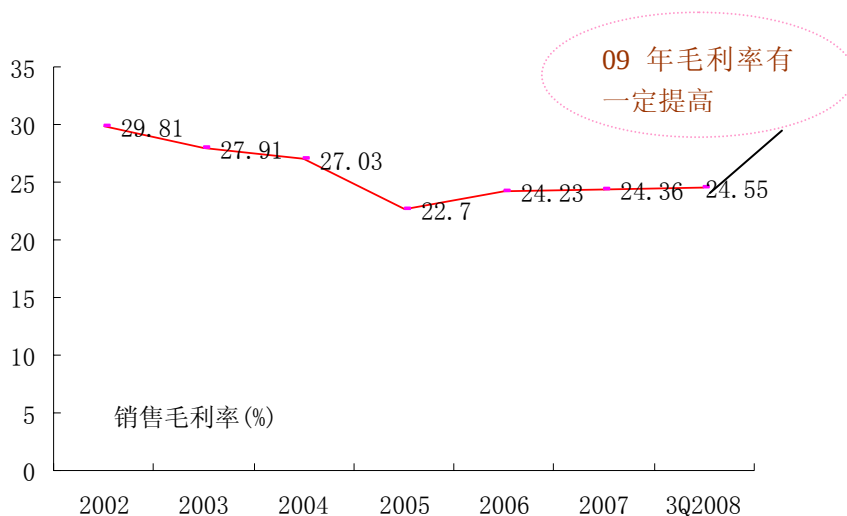
表 4：公司盈利能力分析

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	3Q2008
净资产收益率 (%)	11.1	7.85	-9.47	5.08	6.66	4.88	3.63
总资产报酬率 (%)	7.31	5.48	-3.17	3.71	4.43	4.08	3.21
销售净利率 (%)	8.56	8.83	-9.11	3.66	4.27	4.37	4.56
销售毛利率 (%)	29.81	27.91	27.03	22.7	24.23	24.36	24.55
销售费用 (%)	10	11.81	12.63	10.18	11.1	11.89	11.94
管理费用 (%)	8.02	7.14	23.54	7.16	6.14	6.53	5.96
财务费用 (%)	1.36	-0.34	0.81	2.08	1.96	2	0.77

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

从公司的历史数据可以发现，销售毛利率是影响公司净资产收益率的主要原因，2002 年开始公司的销售毛利率大幅下滑，但在钢材价格大幅下滑的背景下，预计 2009 年公司的销售毛利率将有所回升，公司的盈利能力也将有所提高。

图 4：公司毛利率变化情况



资料来源：WIND 资讯



4. 2 成长性分析

稳定增长是公司的特征之一。2002 年到 2007 年间，公司实现收入年复合增长率为 16%。2007 年增速大幅下滑，2008 年在部分新产品实现销售的情况下，公司得以恢复前期的高增长，2009 年在国家加大对医疗卫生体制支持力度的背景下，公司收入高增长可期。

从近年来的数据来看，公司营业利润除受收入增长的影响外，还收到产品毛利率的影响，2009 年在产品毛利率有一定提高，公司收入保持较高增长的背景下，公司营业利润将有大幅度的增长。

表 5: 成长性分析

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	3Q2008
营业收入增长率 (%)	38.74	10.23	8.81	38.68	23.82	2.87	18.81
营业利润增长率 (%)	8.54	9.47	-186.46	175.27	8	-18.96	55.82
利润总额增长率 (%)	8.05	10.09	-187.39	175.09	39.44	6.65	4.73
净利润增长率 (%)	14.59	12.65	-219.71	152.44	40.84	5.45	2.80

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

4. 3 营运能力分析

近年来公司盈利能力较低的一个原因是营运能力不理想。公司的固定资产周转率与行业内效率较高的企业存在一定的差距。2009 年随着公司新建项目销售规模的逐步扩大，公司的营运能力会有所提高，公司的盈利能力也将因此有一定的提高。

表 6: 营运能力分析

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	3Q2008
营业周期(天)	262	315	374	333	304	318	294
存货周转天数(天)	174	204	239	203	184	200	187
应收账款周转天数(天)	87	111	134	130	120	119	107
流动资产周转率(次)	0.88	0.7	0.7	0.86	0.98	0.84	0.68
固定资产周转率(次)	3.43	2.64	1.88	1.99	2.49	2.52	2.30
总资产周转率(次)	0.62	0.5	0.46	0.56	0.63	0.57	0.47

资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所



五、原料价格下跌提升盈利能力

钢价下跌提升盈利能力

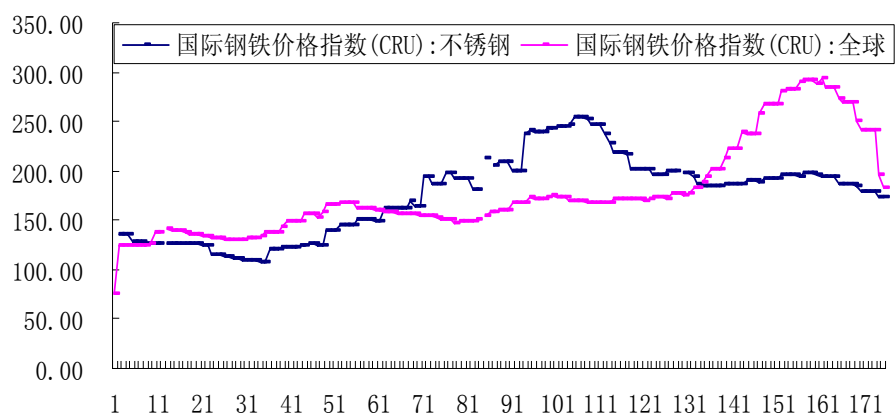
医药行业是一个具有较高盈利能力的行业，2007 年前 11 个月，整个行业的净资产收益率接近 15%。作为我国最优秀的医疗器械生产企业，公司理应具备较强的盈利能力，然而从当前的情况看，公司的盈利能力远不及整个行业的平均水平：2007 年公司的净资产收益率不到 5%。

但是从历史上的数据来看，公司也曾具有较强的盈利能力，但是随着原料价格的不断上涨、行业竞争的不断加剧、公司竞争策略的变动，今年来公司的盈利能力出现下滑。

原料价格的不断上涨是今年来公司盈利能力下滑的一个主要原因。以公司最主要的收入来源消毒灭菌设备为例，作为高压容器设备，不锈钢中厚板为其主要原料，在其它产品成本构成中，钢材所占比重也较大。预计钢材成本约占公司总成本的 20%-30%，具体比例和公司短期的价格策略、板材市场价格等因素密切相关。

近年来钢铁价格不断上涨，公司所使用的原料不锈钢价格也一直在上涨，特别是从 2007 年开始，不锈钢价格出现大幅上升，整体钢铁价格水平到 2008 年 8 月达到了一个历史的高点，不锈钢价格在 2007 年 7 月达到了一个历史的高点，之后钢铁价格出现了较大幅度的回落：不锈钢价格与最高价相比，下降了 32%，整体钢材价格水平近期也出现大幅下降，与最高价相比，下降了 38%。

图 5：钢材价格变化情况



资料来源：WIND 资讯



由于钢材占公司总成本的比重较大，钢材价格的下跌将对公司产生较大的影响，将显著改善公司的盈利能力。下面对钢铁价格变动对公司 2009 年业绩的影响做一敏感性分析。

假设 2009 年的收入同比 2008 年增长 10%、钢材成本占公司总成本的比重在 20%—30%之间、钢铁价格变动在 28%—40%之间；除此之外公司的营运能力与经营效率大体维持在 2007 年的水平。按照上面的假设，计算出 2009 年每股收益的范围在 0.44 元—0.49 元之间，同比 2008 年增长 83%—104%。

但考虑到其他因素的影响，预计 2009 年净利润的增长幅度要小于 83%。

表 7：钢材价格对每股收益影响敏感性分析

敏感性分析		产品钢材成本所占比重（假设收入增长 10%）										
钢 价 格 同 比 下 降 幅 度		20%	21%	22%	23%	24%	25%	26%	27%	28%	29%	30%
	28%	0.37	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46
	30%	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48
	32%	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50
	34%	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51
	36%	0.42	0.43	0.44	0.45	0.47	0.48	0.49	0.50	0.51	0.52	0.53
	38%	0.43	0.45	0.46	0.47	0.48	0.49	0.50	0.52	0.53	0.54	0.55
	40%	0.45	0.46	0.47	0.48	0.50	0.51	0.52	0.53	0.54	0.56	0.57

资料来源：齐鲁证券研究所



六、估值与投资建议

6.1 估值

◇新增项目实现收入在 2009 年将有较大增长。2008 年上半年清洗消毒器项目、非 PVC 软袋大输液分别实现销售收入 1104 万元、1832 万元，2009 年将在这一基础上有较大的增长。

◇总体收入保持稳定增长。随着医疗卫生体制改革的推进、居民收入的提高以及人口老龄化程度的加剧，对医药产品及医疗服务的需求有着稳定的增长，对那些基础的医疗设施的需求也存在着稳定的增长，预计 2009 年公司消毒灭菌设备及放射治疗设备等老产品保持 10% 的增长率。

◇受钢材价格下跌影响，公司成本在 2009 年将有一定的下降；公司的管理费用率、销售费用率相对稳定，分别为 12.38% 和 6.53%；公司的财务费用率有一定的下降；在收入保持稳定增长，盈利能力和营运能力有一定提高的情况下，2009 年公司的利润将有大幅度的增长。

◇运用传统现金流贴现模型计算的公司每股价值为 13.03 元。从相对估值的角度来看，公司在医疗器械行业中具备估值优势。

表 8：相对估值（2008 年）

公司	收盘价	总市值	EPS	PE	PB
新华医疗 (SH. 600587)	8.43	11.30	0.27	31	1.87
山东威高 (HK. 8199)	11.92	128.26	0.38	31	8.76
万东医疗 (SH. 600055)	5.52	11.92	0.16	35	2.49

资料来源：齐鲁证券研究所

6.2 投资建议

从长期来看，伴随我国医疗卫生体制建设的不断推进，未来对医疗器械的需求将呈稳步增长，作为国内医药行业的龙头公司未来几年可以保持稳定的增长；随着原料成本的降低，公司的盈利能力也会逐步增强，公司未来几年可以实现较高的利润增长率，2009 年将是公司利润高速增长的一年。

预计 2008 年-2010 年公司的 EPS 分别为 0.27 元、0.41 元、0.57 元，对应 2008-2010 年的动态 PE 分别为：31 倍、21 倍和 15 倍，鉴于公司未来良好的发展前景，我们认为公司仍具备投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。


表 9：三大表预测（部分）

资产负债表	单位: 百万元				利润表			单位: 百万元	
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	702	842	870	941	营业收入	529	658	757	883
现金	199	210	161	130	营业成本	400	492	549	627
应收账款	178	239	273	315	营业税金及附加	3	3	4	5
其它应收款	55	57	66	77	营业费用	63	81	92	107
预付账款	25	29	31	35	管理费用	35	42	48	56
存货	242	298	330	372	财务费用	11	5	3	1
其他	4	8	9	11	营业利润	16	35	61	88
非流动资产	308	272	260	248	营业外收入	12	9	6	6
固定资产	212	209	202	192	所得税	5	7	11	15
无形资产	54	54	54	54	净利润	23	37	56	78
其他	28	9	5	2	少数股东损益	1	0	1	1
资产总计	1010	1114	1130	1189	归属母公司净利润	22	37	56	77
流动负债	330	399	401	450	EBITDA	43	52	76	100
短期借款	35	0	0	0	EPS (元)	0.22	0.27	0.41	0.57
应付账款	117	193	209	231	主要财务比率				
其他	178	207	192	182	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
非流动负债	52	49	7	3	成长能力				
长期借款	47	47	5	0	营业收入	2.9%	24.4%	15.1%	16.6%
其他	5	2	2	3	营业利润	-19.0%	118.7%	72.7%	42.8%
负债合计	382	448	408	416	归属于母公司净利润	5.5%	64.4%	51.1%	38.3%
少数股东权益	43	43	44	45	获利能力				
股本	103	134	134	134	毛利率	24.4%	25.2%	27.5%	29.0%
资本公积	362	331	331	331	净利率	4.2%	5.6%	7.4%	8.7%
留存收益	120	157	213	263	ROE	3.8%	5.9%	8.2%	
归属母公司股东权益	585	622	678	728	ROIC	5.1%	7.5%	11.3%	14.5%
负债和股东权益	1010	1114	1130	1189	偿债能力				
现金流量表	单位: 百万元				资产负债率	37.8%	40.2%	36.1%	35.0%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	净负债比率	31.14%	18.74%	1.29%	-8.84%
经营活动现金流	-35	38	32	39	流动比率	2.13	2.11	2.17	2.09
净利润	23	37	56	78	速动比率	1.39	1.36	1.35	1.26
折旧摊销	16	11	12	12	营运能力				
财务费用	11	5	3	1	总资产周转率	0.57	0.62	0.67	0.76
投资损失	-2	0	0	0	应收账款周转率	3	3	3	3
营运资金变动	-86	-37	-56	-66	应付账款周转率	3.04	3.17	2.74	2.85
投资活动现金流	-33	14	0	0	估值比率				
筹资活动现金流	152	-42	-82	-70	P/E	30.83	24.38	16.14	11.67
短期借款	-114	-35	0	0	P/B	1.18	1.44	1.33	1.23
长期借款	16	0	-42	-42	EV/EBITDA	20	16	11	8
现金净增加额	85	11	-50	-30					



七、风险提示

7.1 经济减速可能对医疗器械行业产生负面影响

医药行业是一个成长性行业，受经济波动影响较小，但如果整体经济大幅下滑，可能对医疗器械行业产生一定的负面影响。

7.2 新项目高增长存在一定的不确定性

我们非常看好公司几个新建项目，但 2009 年新建项目能否实现高速增长存在一定的不确定性。

7.3 原料价格下跌对公司的影响存在一定不确定性

由于钢材占公司总成本的比重较大，钢材价格的下跌将对公司产生较大的影响，将显著改善公司的盈利能力，但钢材价格下跌对公司业绩影响存在一定不确定性。



投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791