

医疗器械

报告原因: 首次覆盖

2009 年 9 月 7 日

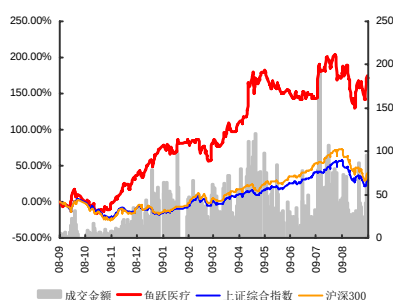
市场数据: 2009 年 9 月 4 日

收盘价 (元)	24.87
一年内最高/最低 (元)	39.5/11.2
市净率	9
市盈率	32
流通 A 股市值 (百万元)	970

基础数据: 2009 年 9 月 4 日

每股净资产 (元)	2.52
资产负债率%	46.55
总股本/流通 A 股 (百万)	154.5/39
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

相关研究



分析师

白宇

baiyu@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqjfbz@i618.com.cn

地址: 太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

鱼跃医疗 (002223)

业绩增长迅速, 长期前景看好

增持

首次评级

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	毛利率	净利润	净利润增长	每股收益	市盈率
2007A	289	24.8%	30.2%	38	28.4%	0.25	101
2008A	401	38.7%	29.4%	62	61.1%	0.40	62
2009E	566	41.0%	36.0%	119	91.3%	0.77	32
2010E	685	21.0%	36.0%	145	22.2%	0.94	27

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

● **最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械。**鱼跃医疗是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业。公司目前的实际控制人为董事长吴光明及其子吴群, 两人间接通过其全资控股公司鱼跃科技发展有限公司控制了上市公司 44.85% 的股权, 另外两人还分别直接持有上市公司 13.16%, 及 11.39% 的股权。

● **我们看好医疗器械行业的发展。**进入 21 世纪以来, 伴随我国经济高速增长, 医疗器械行业也出现了高速增长的趋势, 到 2008 年全行业收入达到 636 亿元, 年均复合增长率高达 27%。我们认为医疗器械行业发展主要推动力为: 1) 广阔的市场空间; 2) 政府对基层医疗卫生设施的投入加大; 3) 低成本、高技术优势将不断产生进口替代并拓宽国际市场。

● **公司成长性良好, 各种产品市场潜力巨大。**从 2006 年到 2008 年, 公司主营收入从 2.3 亿元增长到 4 亿元, 年均复合增长率高达 32%。公司的大部分产品都属于产品发展的成长期及成熟期, 因此近几年增长迅速。08 年公司较为成熟的产品血压计、听诊器、制氧机等七大核心产品销售收入增长 30%, 而其他非核心产品销售收入同比增长高达 60%。

● **公司拥有较强的行业内竞争实力。**相比公司的其他竞争对手, 公司的销售能力、研发能力均比较强大。通过对上游的议价和高技术产品的开发, 公司的毛利率、净利率不断增长。

● **盈利预测及投资评级。**我们预计公司 09 年-11 年收入增长率为: 41%、21%、9%。对应 EPS: 0.77、0.94, 1.0 元。公司所处医疗器械行业近几年发展迅速, 公司自身成长性也良好。综合考虑, 我们给予公司“增持”评级。

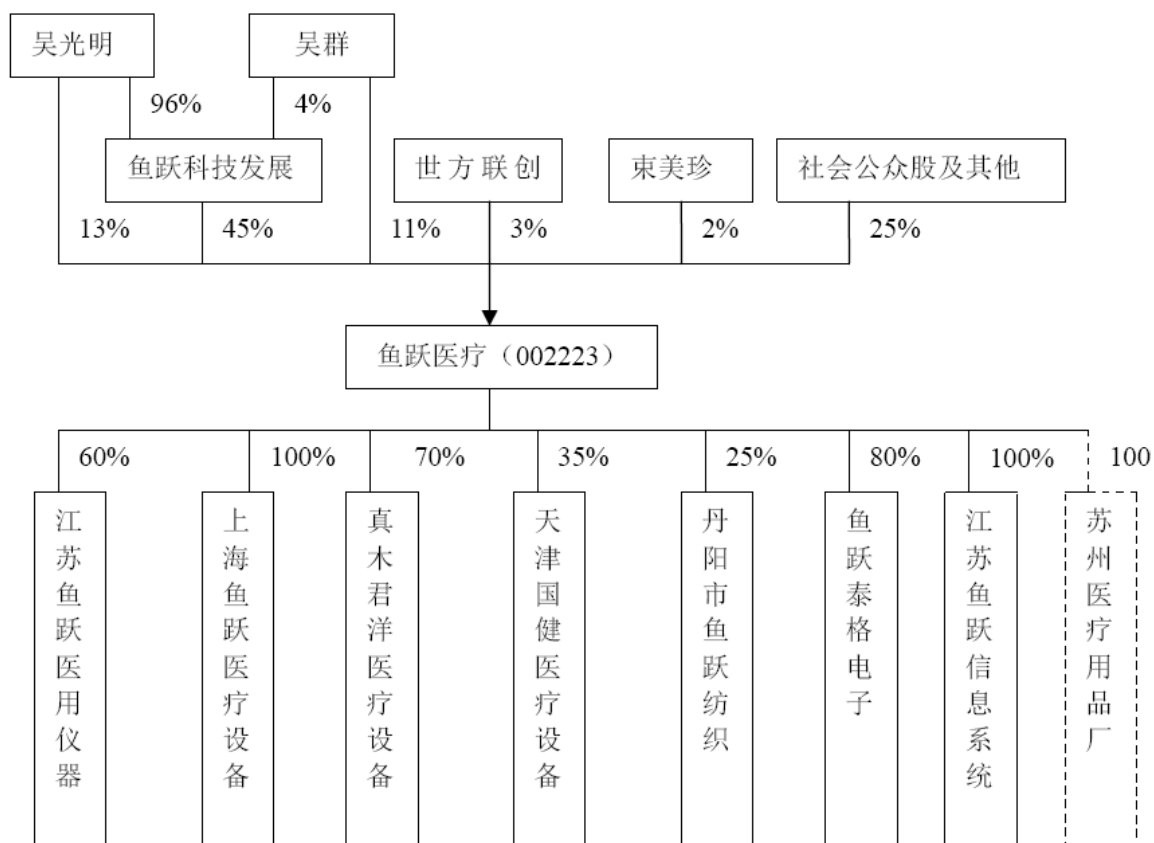
1. 公司简介

鱼跃医疗是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业，是我国医疗器械行业内业生产企业中产品品种最丰富的企业之一。

公司目前的实际控制人为董事长吴光明及其子吴群，两人间接通过其全资控股公司鱼跃科技发展有限公司控制了上市公司 44.85% 的股权，另外两人还分别直接持有上市公司 13.16%，及 11.39% 的股权。

09 年中报显示公司旗下拥有五家控股子公司和两家参股公司，主要都是从事医疗器械的制造和销售。近期公司又全资收购了苏州医疗用品厂，估计会在 09 年年报纳入合并报表。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告 山西证券研究所

公司上市之初主要生产康复护理和医用供氧两大系列产品，主要包括轮椅、血压计、听诊器、制氧机、超轻微氧气阀、雾化器等产品。经过一年的发展，公司又将产品线延展到高频 X 射线等医用影像领域。近期公司又全资收购了拥有“华佗”品牌的中医医疗器械生产商江苏医疗用品厂，开始进军针灸等

中医医疗器械市场。公司的康复护理、医用供氧两大系列产品技术水平较高，市场竞争力较强，多款产品的市场占有率都位居国内领先地位。

图表 2：公司主要产品及市场占有率

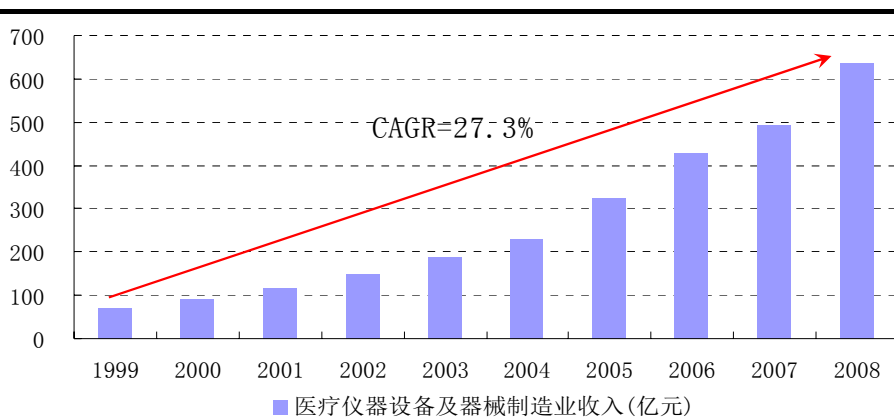
类别	产品	市场份额排名
康复护理	血压计	第一
	听诊器	第一
	雾化器	第一
	轮椅	第一
	保健盒	
	吸引器	
	手杖	
	助行器	
医用供氧系列	制氧机	第一
	超轻微氧气阀	第一
	供氧器	
医用影像设备	高频 X 射线机	

资料来源：公司公告 山西证券研究所

2. 医疗器械行业概览

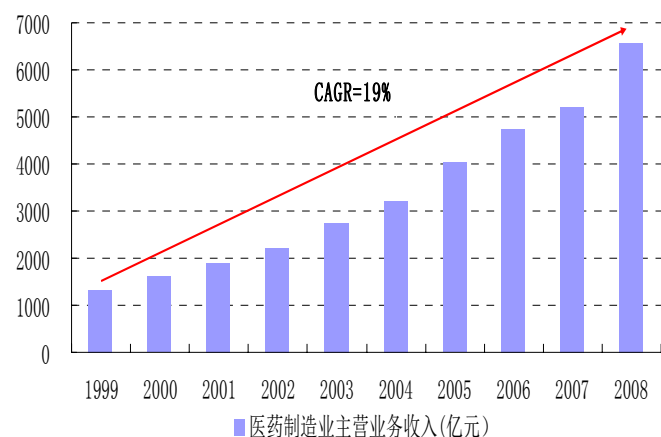
医疗器械是指单独或者组合适用于人体的一起、设备、器具、材料或者其他物品，包括所需软件。我国医疗器械行业在 70 年代末只有 7.8 亿元的收入，到 1999 年我国医疗器械行业收入达到 72 亿元，20 年行业收入的年均复合增长率只有 11%。进入 21 世纪以来，伴随我国经济高速增长，医疗器械行业也出现了高速增长的趋势，到 2008 年全行业收入达到 636 亿元，年均复合增长率高达 27%，大大超越了以往的发展速度，而且同期相对应的医药行业年均复合增长率只有 19%，医疗器械行业的增长速度大大超过医药行业增速，医疗器械行业市场对医药行业的比例在不断提升。

图表 3：近年来医疗器械行业产值



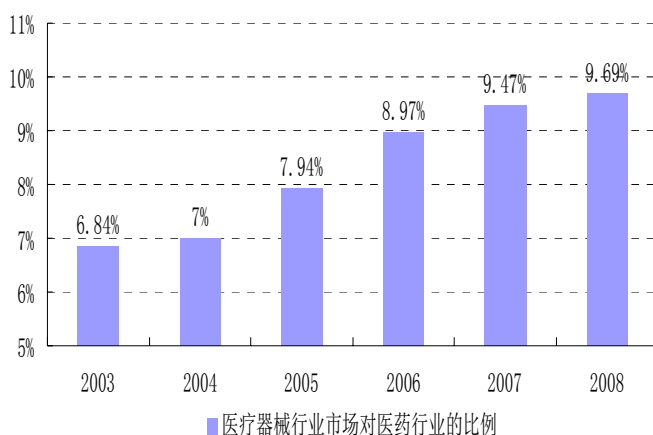
资料来源：卫生部 山西证券研究所

图表 4：近年医疗器械行业收入



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 5：近年医疗器械行业收入对整个医药行业比例

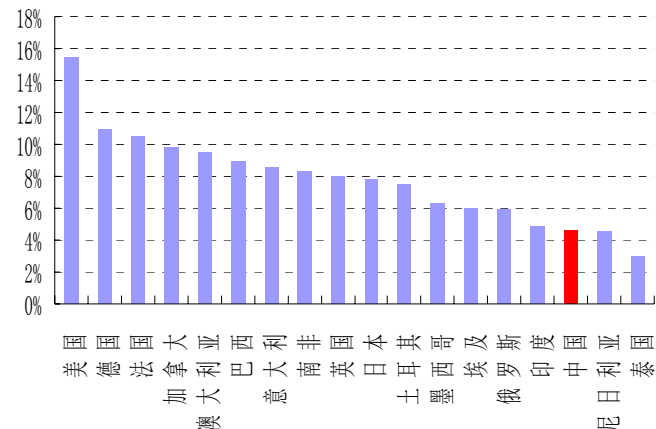


资料来源：wind 山西证券研究所

我们看好医疗器械行业的发展。我们认为医疗器械行业发展主要推动力为：

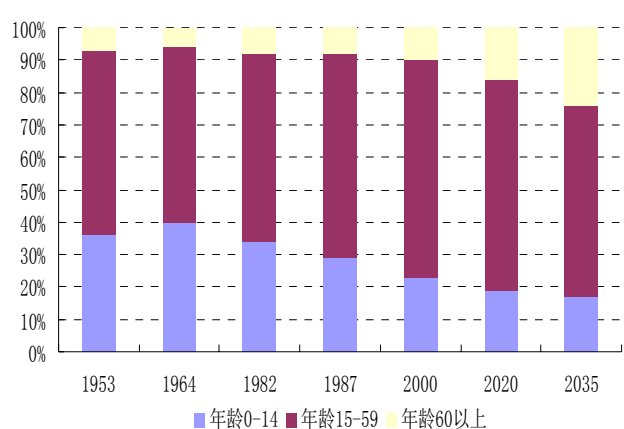
- ◆ 广阔的市场空间。我医疗卫生消费支出占 GDP 的比例只有 4.7%，而同期美国的比率为 16%，我国医疗消费远低于其他国家。如果考虑到中国庞大的人口基数，人均医疗消费的水平更为低下。我国人口老龄化过程将越来越明显，这将带动医疗卫生及医疗器械行业整体的发展。

图表 6：各国医疗支出 GDP 占比



资料来源：卫生部 山西证券研究所

图表 7：我国年龄结构预测



资料来源：山西证券研究所

- ◆ 政府对基层医疗卫生设施的投入加大。随着我国不断增长的经济实力，国家越来越注重医疗卫生投入，尤其是农村地区的卫生投入。2006 年，国家出台了《农村卫生服务体系建设与发展规划》，加大对农村三级卫生服务体系建设，规划在 2006 年-2010 年，中央安排 217 亿元专项资金支持农村卫生医疗机构的建设。

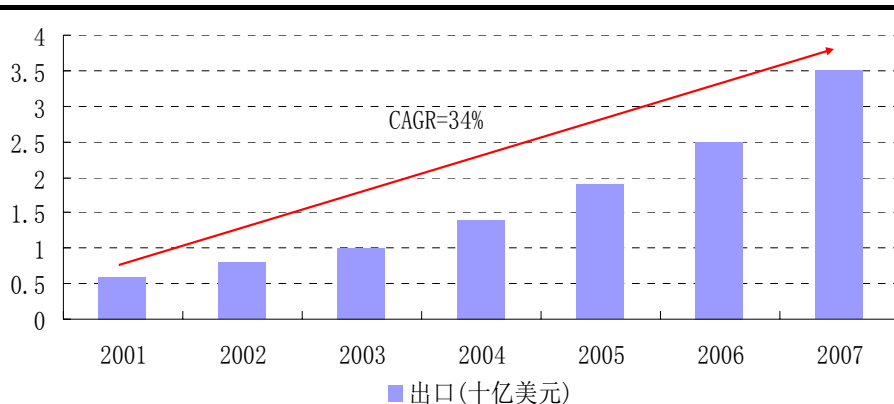
图表 8: 《农村卫生服务体系建设与发展规划》中的资金投向分布

投资方向	投资金额	设备投资	房屋建设投资
县级卫生医疗机构	76	25	51
乡镇卫生院	141	43	99

资料来源: 卫生部 山西证券研究所

- ◆ 低成本、高技术优势将不断产生进口替代并拓宽国际市场。近几年, 我国医疗器械厂商在利用低成本优势不断拓展低端医疗器械国际市场, 在一次性医疗器械如针管、消毒器材等领域已经取得了较大的出口份额。另外, 一些高端的医疗器械厂商如迈瑞等也不断的通过推出高技术产品来打开国外高端市场。

图表 9: 医疗器械行业出口增长

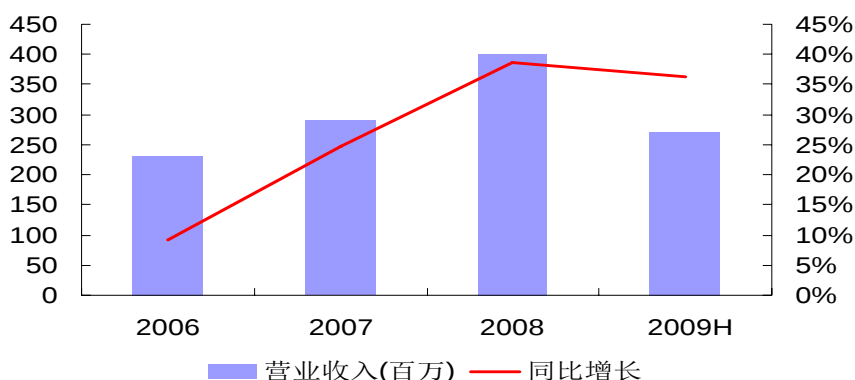


资料来源: wind 山西证券研究所

3. 公司成长性良好, 各种产品市场潜力巨大

受益医疗器械行业近几年的壮大以及公司产品强大的竞争力, 公司近几年高速增长。从 2006 年到 2008 年, 公司主营收入从 2.3 亿元增长到 4 亿元, 年均复合增长率高达 32%。09 年上半年, 在外部经济环境不佳的情况下公司中报仍然靓丽, 上半年主营收入达到 2.7 亿, 同比增长 36%。

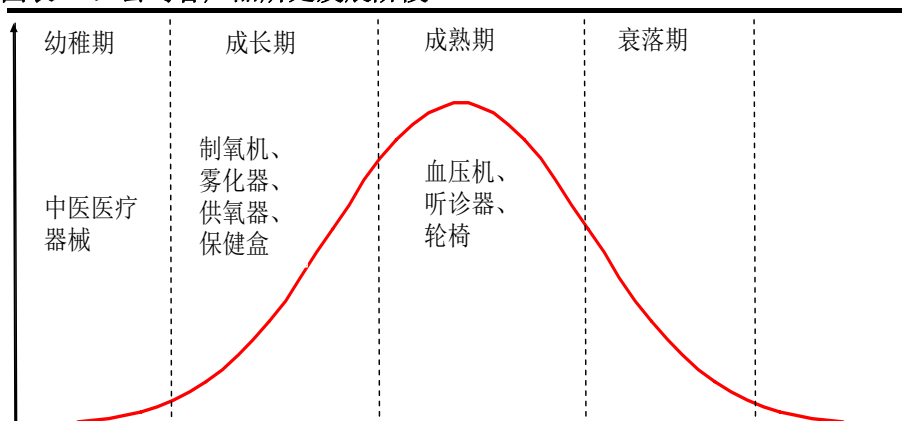
图表 10: 公司营业收入增长



资料来源: wind 山西证券研究所

公司的大部分产品都属于产品发展的成长期及成熟期，因此近几年增长迅速。08 年公司较为成熟的产品血压计、听诊器、制氧机等七大核心产品销售收入增长 30%，而其他非核心产品销售收入同比增长高达 60%。公司较长的产品线使得公司广泛的受益于国家加大的医疗投入。另外我国基层医疗机构医疗器械配置水平低下，许多基础医疗设备血压计、听诊器等成长空间仍然十分巨大。同时随着我国老龄人口的增加，基础医疗设备如血压计、保健盒等进入家庭的趋势也越来越明显。这些都使公司现有产品的市场潜力十分巨大。

图表 11：公司各产品所处发展阶段

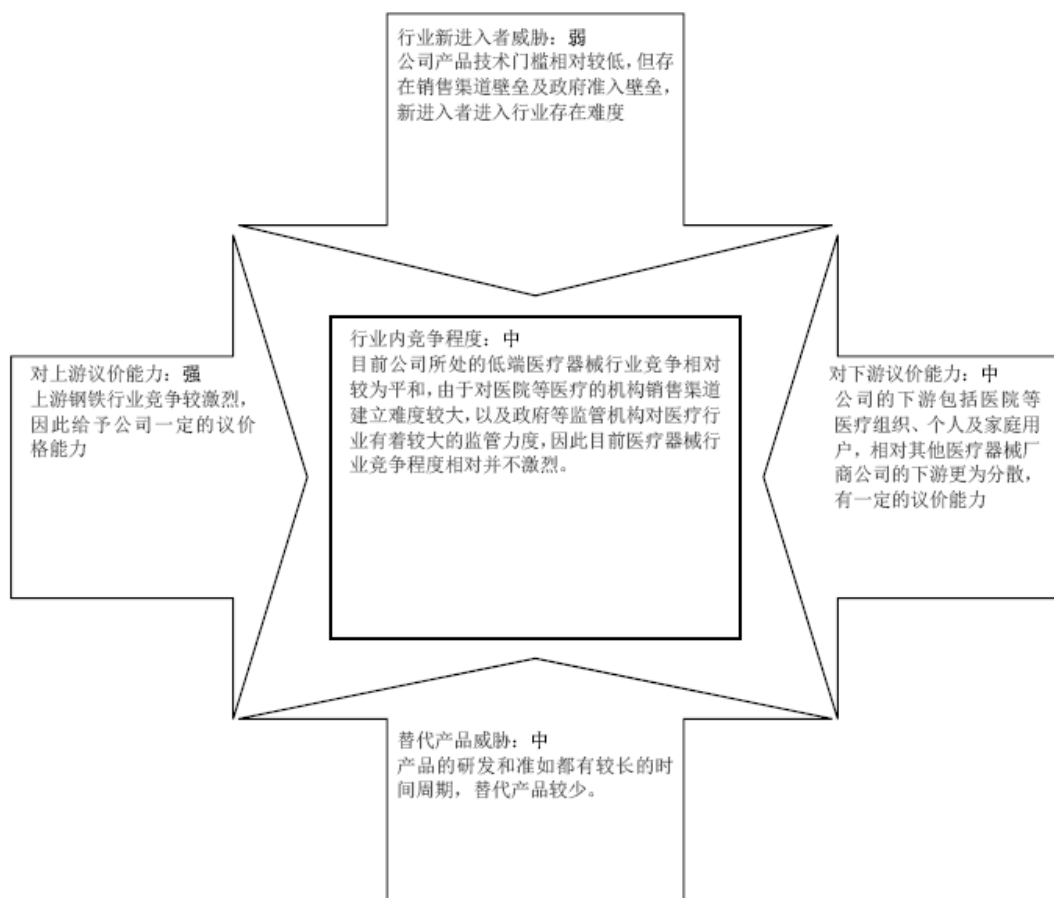


资料来源：山西证券研究所

4. 公司竞争力分析

公司所处的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，进入门槛较高。虽然公司目前所生产的医疗设备在行业当中属于较为低端的产品，技术含量相对较小，但由于存在着销售渠道的建设以及政府准入等门槛，新进入者威胁较低。公司的上游主要是金属元件及电子元件，公司所处的江苏省存在着很多小型的金属及电子元件生产商，因此上游厂商的议价能力相对较弱。公司的下游包括医院等医疗组织、个人及家庭用户，目前零售与医院市场销售的比例为 2：1。相对其他医疗器械厂商公司的下游更为分散，有一定的议价能力。

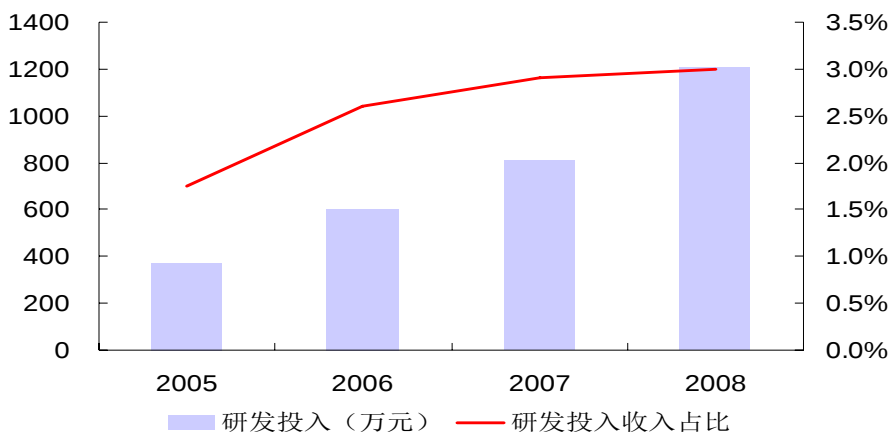
图表 12：医疗器械行业竞争分析



资料来源：山西证券研究所

相比公司的其他竞争对手，公司的销售能力较强。目前公司已与国内 150 多家一级经销商及 300 多家二、三级经销商建立了合作关系，覆盖 5,000 多家药店和医院。公司研发投入及研发实力也较强，近几年先后推出了小型高频 X 射线机等技术含量较高的产品，目标向高端发展。公司目前拥有 13 项国家专利，多个产品被认定为国家或省级高新技术、火炬计划产品。

图表 13：公司近几年研发投入

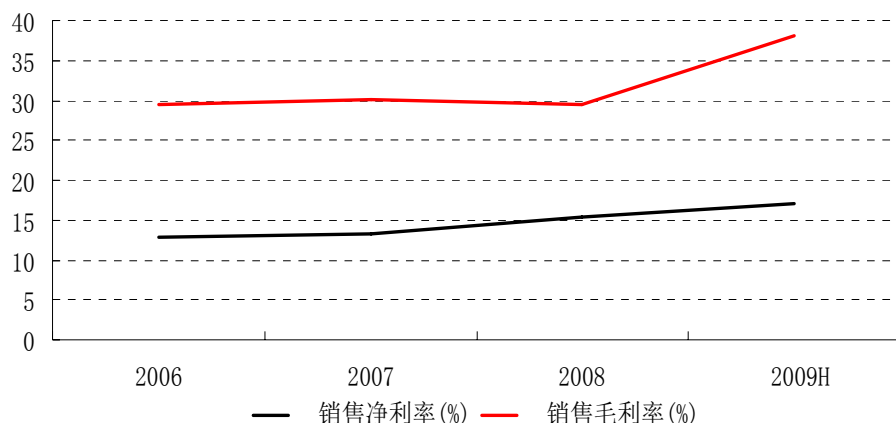


资料来源：wind 山西证券研究所

5.公司财务分析

公司盈利能力一直保持强劲，产品毛利率、净利率一直处于上升阶段。这主要是由于公司原材料、生产过程具有共同性，随着公司产品销量不断增长，产能利用率的提升使得公司产品的单位毛利率有所降低。另外，公司不断开发高端产品，这在一定程度上也在拉动公司的毛利率。

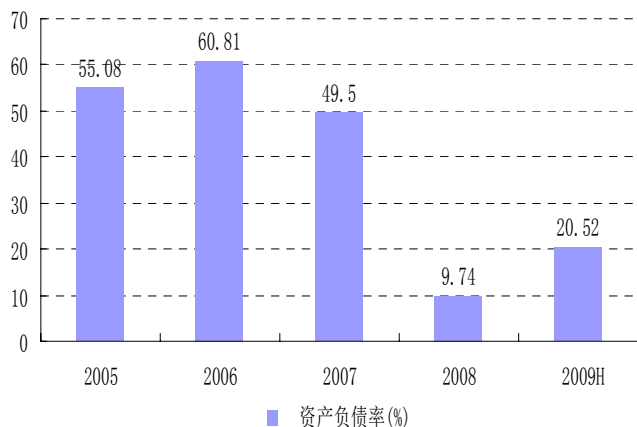
图表 14：公司近几年毛利率



资料来源：wind 山西证券研究所

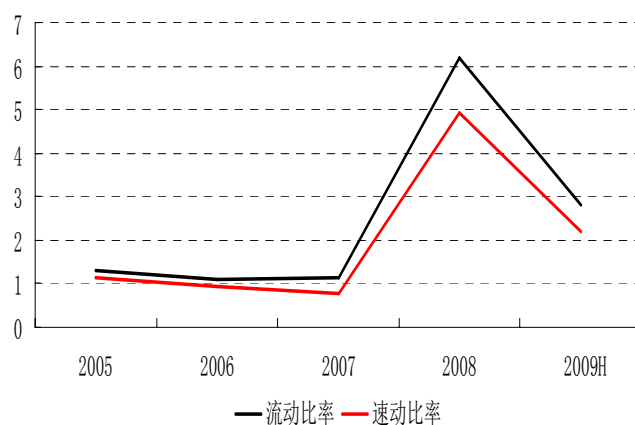
公司在上市后大约融得 2.5 亿元资金，这大大拉低了公司的资产负债率，资产负债率从 05 年 56% 直接降到 08 年的 10%。这同时也使得公司其他负债能力大幅度增强，流动指标、速动指标等在上市后也大幅度提升。

图表 15：公司近几年资产负债率



资料来源：wind 山西证券研究所

图表 16：公司近几年流动、速动比率



资料来源：wind 山西证券研究所

6.主要风险因素

- ◆ **汇率风险。**公司的制氧机、氧气阀等产品出口数量较大，而且随着公司海外市场的拓展，出口产品将越来越多，因此人民币汇率对公司的业绩有一定影响。
- ◆ **新产品推出风险。**更高附加值，更高技术含量的新产品推出是公司发展的重要动力。但医疗新产品研发时间长，合规检验时间长，监管审核严格等特点，因此新产品的推出如果受各方面的影响延误或者失败的话对公司的经营有着很大的影响

7.盈利预测

主要业绩预测假设如下表：

图表 17：主要业绩预测假设

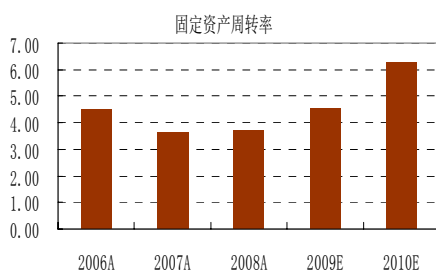
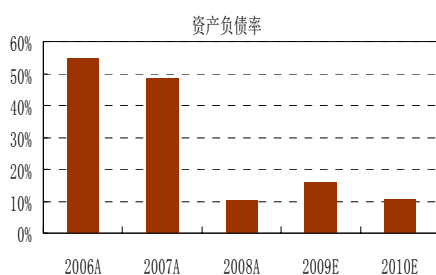
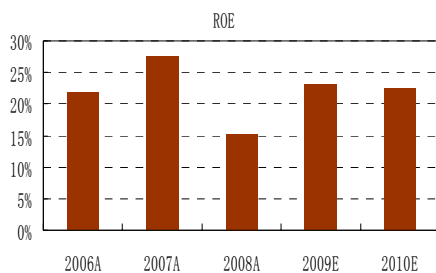
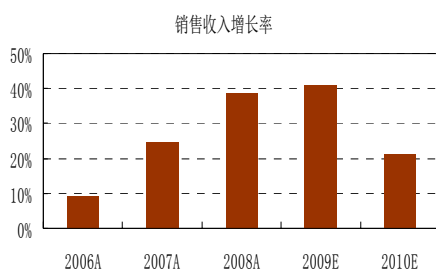
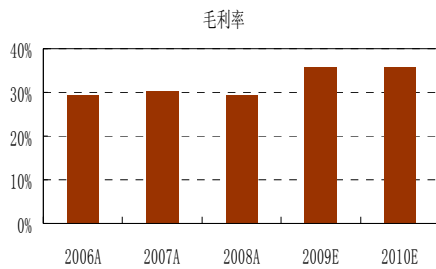
	2009E	2010E	2011E
营业收入增长率			
康复护理系列	45%	30%	20%
医用供氧系列	30%	20%	10%
毛利率			
康复护理系列	38%	38%	38%
医用供氧系列	35%	35%	35%

资料来源：山西证券研究所

我们预计公司 09 年-11 年收入增长率为：41%、21%、9%。对应 EPS：0.77、0.94，1.0 元。公司所处医疗器械行业近几年发展迅速，公司自身成长性也良好。综合考虑，我们给予公司“**增持**”评级。



财务报表预测



利润表	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	401.37	565.94	684.78	746.41
减: 营业成本	283.47	362.20	438.26	477.70
营业税金及附加	2.34	3.30	3.99	4.35
营业费用	17.30	28.30	34.24	37.32
管理费用	22.70	36.79	44.51	48.52
财务费用	0.23	-4.20	-6.80	-10.06
资产减值损失	0.43	0.00	0.00	0.00
营业利润	74.97	139.55	170.59	188.58
加: 其他非经营损益	-1.30	0.00	0.00	0.00
利润总额	73.67	139.55	170.59	188.58
减: 所得税	11.65	20.93	25.59	28.29
净利润	62.02	118.62	145.00	160.29
减: 少数股东损益	0.18	0.35	0.43	0.47
归属母公司股东净利润	61.83	118.27	144.57	159.82
资产负债表	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	157.45	215.66	389.20	504.58
应收和预付款项	60.62	142.31	103.24	164.41
存货	54.79	92.36	85.70	108.39
其他流动资产	0.45	0.45	0.45	0.45
长期股权投资	0.42	0.42	0.42	0.42
投资性房地产	2.32	1.98	1.63	1.29
固定资产和在建工程	140.56	124.69	108.83	92.96
无形资产和开发支出	32.47	29.09	25.72	22.34
其他非流动资产	2.23	1.11	0.00	0.00
资产总计	451.31	608.08	715.18	894.83
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	45.62	96.90	75.06	112.17
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	45.62	96.90	75.06	112.17
股本	103.00	103.00	103.00	103.00
资本公积	236.66	236.66	236.66	236.66
留存收益	66.24	171.38	299.90	441.96
归属母公司股东权益	405.91	511.04	639.56	781.63
少数股东权益	-0.22	0.13	0.56	1.03
股东权益合计	405.69	511.17	640.12	782.66
负债和股东权益合计	451.31	608.08	715.18	894.83
现金流量表	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	60.87	67.15	182.80	123.07
投资性现金净流量	-72.53	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	123.84	-8.94	-9.25	-7.69
现金流量净额	112.10	58.21	173.55	115.38

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。