

乐普医疗(300003)

技术卓越，引领成长

✍ 易镜明

☎ 021-38676779

✉ yijingming@gtjas.com

➤ 潜力巨大的心脏介入市场，技术领先的乐普医疗

本报告导读：

投资要点：

- 公司系由北京乐普整体变更而成的股份有限公司，主要从事冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售，目前主要产品包括血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统、先心病封堵器、冠脉支架输送系统、PTCA 球囊扩张导管等。本次发行 4100 万股，发行前总股本 36500 万股，发行后为 40600 万股。实际控制人中国船舶重工集团持有公司股份 53.90%。
- 乐普医疗的主导产品是冠状动脉药物支架系统（雷帕霉素）。其第一代药物支架技术与国外已不存在差距。第二代无载体药物支架在技术原理上已领先国外产品，特别是无载体药物（雷帕霉素）洗脱支架和药物交叉支架技术。目前，主要竞争对手尚未推出类似技术的产品。
- 世界心脏介入器械老大波士顿科学心血管介入相关（主要是支架类）08 年销售收入 198 亿。我国目前冠心病患者达到 2,000 万人，每年新增患者人数超过一百万。近 95% 的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗，未来市场空间巨大。公司的冠状动脉药物支架系统国内市场占有率高达 25.80%，是我国冠心病介入治疗中的龙头企业。
- 2006 年~2008 年收入平均增长率 51.13%，净利润平均增长率 84.89%。2008 年公司收入构成：支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他分别为 3.41、0.05、0.37、0.11 亿元，分别占收入比重 86.55%、1.36%、9.38%、2.71%；毛利率分别为 86.75%、93.55%、16.22%、25.91%。支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他占毛利比例分别为 86.81%、8.89%、3.51%、0.79%。
- 本次募集资金将投资于心血管药物支架及输送系统生产线技术改造建设项目等四个项目，投资金额合计 51,673 万元。
- 心血管内科介入相关器械是快速增长的很高壁垒的行业，公司主导产品冠脉药物支架结构设计达到国际先进水平；正在注册中的无载体支架技术卓越；公司未来发展空间巨大、成长性好。我们强烈建议关注该公司，预计 09、10eps 分别为 0.72、0.95 元，按照 10 年 35-40PE 目前合理估值区间 33.5-38 元，新股上市首日可能达到 45 元以上。
- 风险提示：降价、税收优惠政策改变风险

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	299	394	544	699	899
(+/-)%	70.5%	31.7%	38.2%	28.4%	28.7%
经营利润（EBIT）	151	196	301	391	504
(+/-)%	89.7%	30.0%	53.6%	30.0%	28.8%
净利润	150	201	291	387	493
(+/-)%	135.4%	34.5%	44.5%	33.0%	27.4%
每股净收益（元）	0.37	0.50	0.72	0.95	1.21
每股股利（元）			0.07	0.08	0.10

注：每股净收益按发行后的总股本计算

合理估值

33.5-38.0

上市首日定价区间：

38.0-50.0

2009.10.13

发行上市资料

总股本（万股）	40600
发行量（万股）	4100
发行日期	
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	信达证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	1.55
净资产收益率（%）	26.06
资产负债率（%）	21.26

主要股东和持股比例

七二五所（SS）	28.917%
中船投资（SS）	18.530%
Brook 公司	17.980%
蒲忠杰	14.886%
美国 WP 公司	7.634%
苏荣誉	0.945%
全国社会保障基金	
理事会（SS）	1.010%
A 股流通股	10.098%

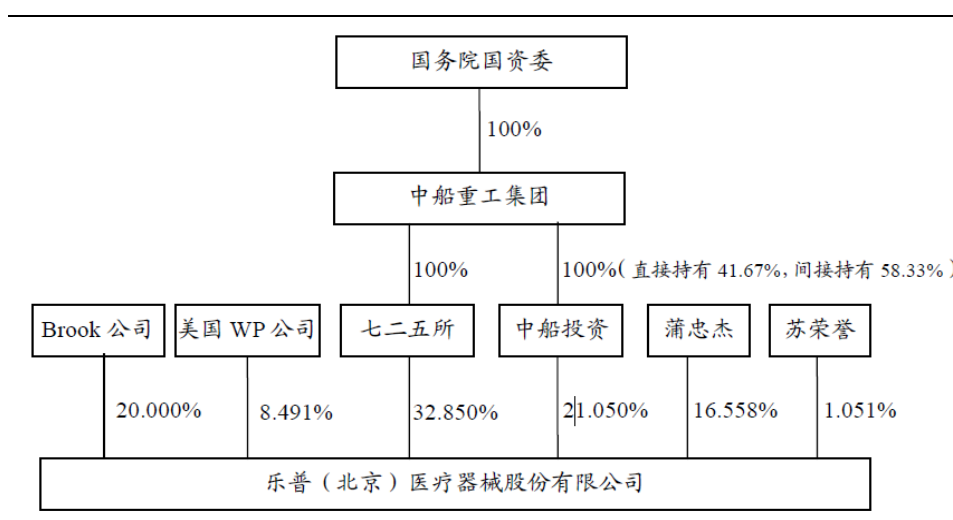
注：SS 为 State-owned Shareholder 的缩写，为国有股东。

1. 公司简介

公司系由北京乐普整体变更而成的股份有限公司。公司主要从事冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售，目前主要产品包括血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统、冠脉支架输送系统、PTCA 球囊扩张导管、药物中心静脉导管等。

本次发行 4100 万股，发行前总股本 36500 万股，发行后为 40600 万股。实际控制人中国船舶重工集团公司，共持有公司股份 53.90%。主要控股子公司有北京天地和协科技有限公司、上海形状记忆合金材料有限公司、上海形记科工贸有限公司、北京乐普医疗科技有限责任公司、北京瑞祥泰康科技有限公司。

图 1：发行人股权结构



数据来源：乐普医疗招股说明书 国泰君安证券

表 1:

2. 乐普的优势

心血管内科介入相关器械是快速增长的很高壁垒的行业，优势的领导地位和很强的技术储备是乐普的最大优势，我们对乐普的产品储备印象很深刻。

1、行业增速：心脏介入手术目前治疗率很低，存在巨大发展空间（我国目前冠心病患者达到 2,000 万人，每年新增患者人数超过一百万。近 95% 的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗；08 年美国 33-40 万 PCI 手术/亿人；日本 26 万例 PCI 手术/亿人，我国 1.38 万例/亿人。2000 年以来 PCI 手术病例的年均复合增长率超过 40%。

2、技术储备：

● 总体技术介绍：

公司长期坚持技术创新为先导的发展战略，在技术体系布局中实现了“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的梯度结构。目前，公司主导产品冠脉药物支架系统产品质量稳定，在药物及载体选择、药物释放技术与国外产品一致，支架结构设计、抛光加工工艺和药物涂覆等工艺技术达到国内领先水平，部分达到国

际先进水平；正在注册中的无载体支架等新产品的技术水平达到国际先进水平；正积极研发的抗体药物支架等新产品部分已进入临床试验阶段，其产品性能达到国际先进水平；可降解支架等一批预研产品的关键技术取得突破。先进的产品体系和领先的技术研发梯度将使公司保持较强的竞争力，为公司持续盈利提供坚实保障。

表 2: 产品结构

产品类别	生产一代	注册一代	研制一代	预研一代
心脏介入类	Partner 药物支架	Nano 无载体药物支架	抗体药物联合支架	镁合金可降解支架
	PTCA 球囊扩张导管	钴基合金可降解药物支架	变径支架	紫杉醇无载体支架
	冠脉输送系统	分叉药物支架		双药物支架
	先心封堵器/输送装置		变径球囊导管	电生理导管
	造影/指引导管			介入心脏瓣膜
	血管造影机			
	OCT 设备			
介入治疗类	介入导丝/鞘管			
	穿刺针/止血压迫器			
外周介入类	颈动脉支架/保护伞		PTA 球囊导管	
	引流导管			
	血管闭合器			

数据来源：国泰君安证券销售交易总部 乐普医疗招股说明书

表 3: 产品所处阶段

序号	品种	所处阶段
1	无载体药物支架	注册申报
2	分叉药物支架	临床实验
3	钴基可降解药物支架	临床实验
4	抗体药物联合支架	产品型检、动物实验、稳定性研究
5	完全可降解支架	产品研制
6	紫杉醇无载体支架	样品试制
7	PTA 球囊导管	临床研究
8	变径球囊导管	注册型检报告、动物试验
9	变径支架	注册型检报告、动物试验
10	靶向灌注导管	注册型检报告
11	电生理导管	注册型检报告
12	双药物支架	注册型检报告、动物试验
13	周边小血管支架	制定标准、启动动物试验
14	介入瓣膜支架	产品预研
15	血栓抽吸导管	产品预研
16	IABP 设备	产品预研
17	心脏瓣膜	产品预研
18	盘面无铆钉封闭器	产品研制
19	非对称和偏心型封堵器	产品研制
20	卵圆孔未闭封闭器	产品预研

● 重点介绍二代支架

第一代药物洗脱支架，成功解决了裸支架植入引起的再狭窄问题，但也带来了一些

缺陷。主要表现为远期血栓的发生，和抗血小板药物的长期使用导致的高成本。乐普通过在裸支架表面产生纳米微孔的办法，将药物直接储存在纳米级的微孔中，通过纳米微孔的作用达到高分子材料在第一代药物支架中所起的载药和缓释药物的功能。但它克服了传统高分子材料可能引起的血管组织的过敏反应和慢性炎症反应，从而降低远期血栓发生的风险。目前这种支架已经通过国家认定的检测机构的检验。动物实验以及临床实验证实其抵抗再狭窄的能力不低于第一代具有高分子载体的血管内药物支架。经过对 126 例患者进行冠状动脉腔内支架成形术临床试验效果分析验证表明，公司生产的血管内无载体药物（雷帕霉素）洗脱支架系统（试验组）在安全性和有效性方面均完全满足临床治疗使用要求，综合性能评估达到国内外同类产品水平。公司已将该产品上报国家药监局等待注册批准。这项新技术属于国内首创，在同行业中居于国际领先水平。

总结：

- 1、第一代支架 乐普是国内的行业领导者，行业增速快、壁垒高
- 2、在行业的长期成长上，无载体支架存在取代第一代支架的可能性，目前乐普即将取得无载体支架的生产证书，在国际上是领先水平。且别的公司在这方面的研发远远落后
- 3、第三代支架在研发之中，且乐普的先心封堵器等产品发展快速。

下面我们从行业方面进行详细介绍

3. 行业分析

3.1. 国际冠脉介入器械类公司分析

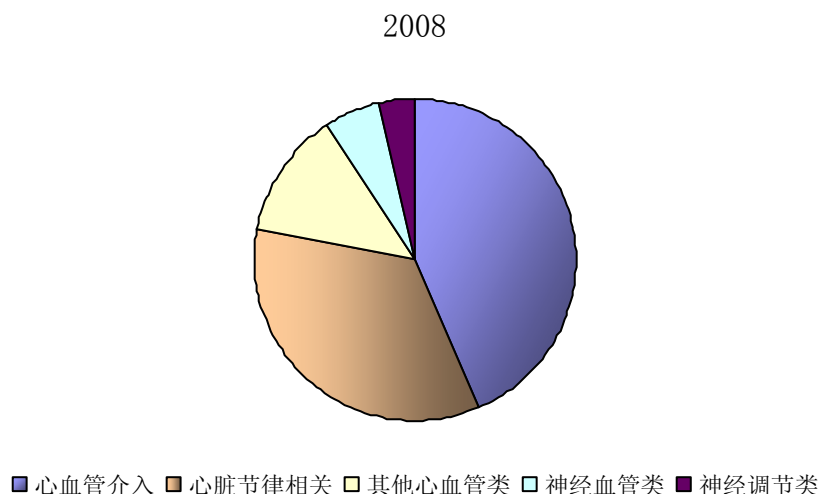
乐普医疗的主导产品是冠状动脉药物支架系统（雷帕霉素）。其第一代药物支架技术与国外已不存在差距。第二代无载体药物支架在技术原理上已领先国外产品，特别是无载体药物（雷帕霉素）洗脱支架和药物分叉支架技术。目前，主要竞争对手尚未推出类似技术的产品。

目前，波士顿科学和强生在全球范围内是这个行业的领先者。关于两者战况的最简单描述是：率先在美国市场推出药物涂层支架的是强生，但如今其市场份额已经落后于波士顿科学。据相关统计，2008 年，波士顿科学在美国的市场份额为 50%左右，强生和美敦力分别占了 14%，9%。同时，波士顿科学占全球市场约 44%，几乎两倍领先于第二名。

波士顿科学

心血管介入相关（主要是支架类）08 年销售收入 198 亿 RMB，心脏节律相关 157 亿、其他心血管类 57 亿、神经血管类 25 亿。波士顿科学在心脏介入器械领域作为全球第一品牌，具有全面综合的强大实力。

图 2: 波士顿科技 2008 年度收入分类



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

2009 年 5 月 19 日, 波士顿科学公司宣布推出铂铬 TAXUS® Element™ 紫杉醇洗脱支架系统, 开拓该产品世界范围内的市场。TAXUS Element 支架应用独特设计用于冠脉支架的新型铂铬合金, 代表该公司第三代药物洗脱支架技术 (DES)。

Element 支架平台代表了波科第三代 DES 技术, 该公司第四代 DES 正在研发阶段。初始临床数据已经在经导管介入治疗会议 (TCT) 2008 上公布, 全球关键性试验有望在 2010 年开始。这种 DES 采用 Labcoat 技术, 这是极薄的生物可降解 abluminal 聚合物, 传输极低剂量的紫杉醇到治疗的血管壁, 而支架内表面无聚合物或药物。整合 Element 支架结构、铂铬合金以及最佳的药物释放, “Labcoat Element” 支架将设计成操作及临床表现有力的联合。

强生

1994 年, 强生公司研发出全球第一个可以进行广泛临床使用的裸支架, 进而在 2002 年又研发出第一个可以临床使用的药物支架——Cypher 支架。这个里程碑式的产品, 开创了介入心脏病学的新时代。2008 年 11 月推出的是强生公司第三代药物支架——Cypher Select Plus。

Cypher Select Plus 雷帕霉素药物洗脱支架在第二代产品的基础上增加了支架输送系统上的亲水涂层。专利的 CYPH2ONIC 亲水涂层技术使得 Cypher Select Plus 支架的推送系统的光滑程度比第二代产品提高了大约 94%, 大大减少了推送过程中与导管和迂曲血管的摩擦力, 这样对于复杂病变, 比如特别迂曲病变、长病变、血管直径较小、钙化严重、病变分叉血管等等情况, 支架更容易通过, 方便医生攻克复杂病变, 帮助更多的病人获得更有品质的生活。

Cordis 的 Cypher 支架是迄今为止被应用得最广泛的药物洗脱支架之一。大量的循证数据证实, Cypher 支架能显著提高患者的生活质量, 降低疾病负担。截止到 2008 年, 全球已有超过 75 个针对 Cypher 的临床研究在各地开展, 五万位患者入选进入关于 Cypher 支架的临床研究, 超过四百万患者接受了 Cypher 支架治疗, 超过八百五十篇文章在全世界顶级学术期刊上发表。数据还证实 Cypher 支架保持了同裸支架相当的安全性, 但能使晚期管腔丢失显著降低, 从而大大降低了患者进行再次 PCI 手术或心脏搭桥手术的风险, 显著提高患者的生活质量降低疾病负担。

雅培

雅培公司计划于今年第四季度在中国推出 XIENCE V，中国目前已成为亚太地区第二大药物洗脱支架市场。雅培公司 9 月 14 日宣布，其研发的 XIENCE V®西罗莫司药物洗脱冠脉支架系统已获得中国国家食品药品监督管理局(SFDA)的批准用于治疗冠心病。而日本的 XIENCE V 的上市批准预期将在今年年底获得。

与第一代紫杉醇药物洗脱支架相比，冠心病患者接受新一代西罗莫司药物洗脱支架治疗两年，能够显著降低 45% 的主要心血管不良事件 (MACE)，包括心源性死亡、心肌梗死以及靶病变血运重建。XIENCE V 同时也显示了 1-2 年内较低的支架所致血栓形成(该疾病由学术研究联盟 ARC 最新定义，经试验表明，XIENCE V 的发生率为 0.3%，而紫杉醇药物涂层支架为 1.0%)。XIENCE V 通过 SPIRIT 三期临床试验，已达到最初预期目标，并实现与紫杉醇药物涂层支架相比，在植入支架后，降低了 50% 的血管再狭窄率。

2007 年 3 月 24 日雅培宣布 ABSORB 试验，全球第一个临床试验评价了完全生物可吸收药物支架治疗冠状动脉疾病的总安全性和可行性。在新奥尔良召开的第 56 届 ACC 科学分会上公布了首选 30 例患者 6 个月的试验结果，显示无血栓形成，缺血性 MACE 发生率低 (3.3%)，如心脏事件或重复介入治疗。

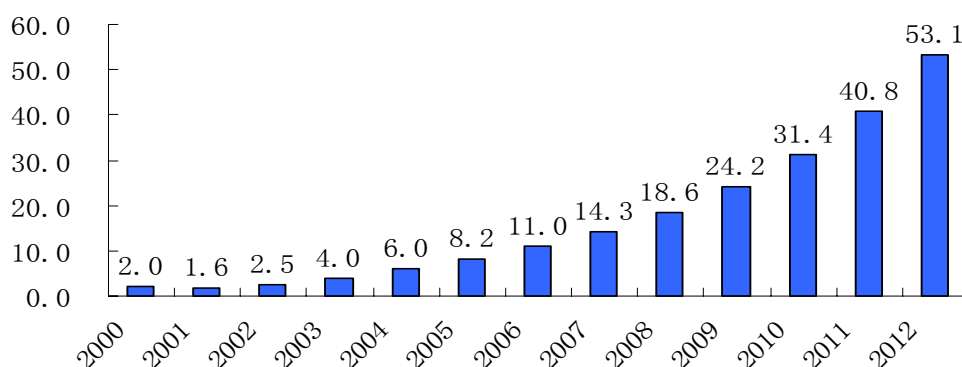
雅培是唯一一家完成完全生物可吸收药物洗脱支架的临床测试的公司。该支架用聚乳酸制成，这是一种生物相容材料，被广泛用于医疗设备中。Abbott 的可吸收支架可用于恢复阻塞冠状动脉的血流，并且为血管提供支持直到其愈合。与金属支架不同的是，这种支架能最终被身体吸收。公司将继续评估生物可吸收支架平台的安全性和效果。

3.2. 我国心血管介入治疗发展空间巨大

2008 年 10 月世界卫生组织发表的《全球疾病负担》评估报告显示死于心血管疾病的人数仍占全球总死亡人数的 29%。心血管疾病是全球人类主要死因之一。目前，接受冠状动脉介入术的病例在世界范围内呈稳步增长趋势，全球每年接受冠状动脉介入术的患者已经超过了 200 万例，使用的支架系统数量已超过 320 万套，仅支架系统形成的销售产值就超过 38 亿美元左右。

我国目前冠心病患者达到 2,000 万人，每年新增患者人数超过一百万。据统计，2007 年我国发生过心肌梗塞的病人有 320 万例，而 2007 年我国完成的 PCI 病例仅有 14.3 万例左右，心脏搭桥手术约 1.8 万~2.0 万例，近 95% 的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗。而在人口为 3 亿的美国，每年实施的 PCI 例数高达 100 万~120 万例 (33-40 万 PCI 手术/亿人)；人口为 1 亿多的日本，每年 PCI 例数也达到 28 万例 (即 26 万例 PCI 手术/亿人)。2008 年我国 PCI 手术病例数超过 18 万例 (1.38 万例/亿人)，从这个指标看，我国还存在巨大的上升空间。目前，2000 年以来 PCI 手术病例的年均复合增长率超过 40%。

图 3: 我国 PCI 手术病例变化趋势图 单位: 万例

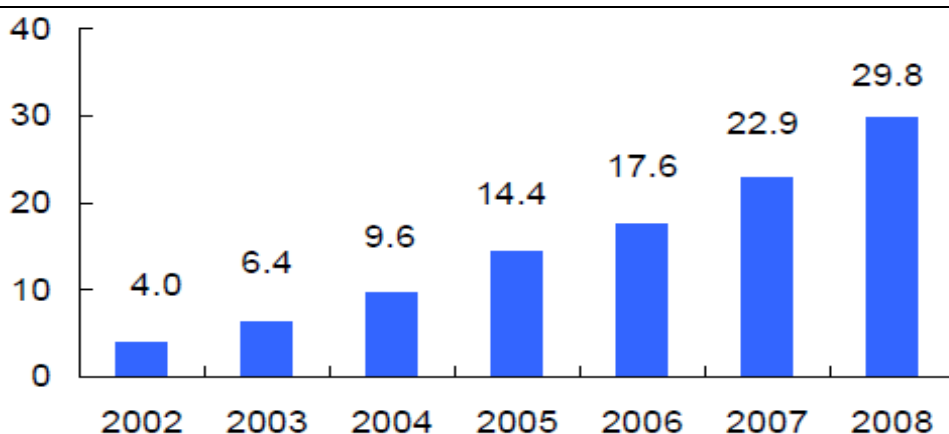


数据来源: 乐普医疗招股说明书 国泰君安证券

2008 年国内支架系统销量约 29.8 万套, 其中 93% 为药物支架系统。其中, 强生公司、波士顿公司和美敦力公司三家外国企业约占 27% 的药物支架市场份额, 另外三家为国内企业, 占 73% 的药物支架市场份额, 其中乐普医疗占 25.8% (占国内全部冠脉支架系统市场的 24% 左右)。

随着冠状动脉介入术 (PCI) 手术病例逐年增加, 冠状动脉介入术 (PCI) 手术所使用的支架系统数量从 2002 年的约 4.0 万套增长到 2008 年的约 29.8 万套。预计未来几年冠状动脉介入术 (PCI) 手术病例年均复合增长率将达到 30%, 按照这个幅度我国 2012 年接受冠状动脉介入术置入的患者将达到 53.09 万例。按平均每例冠状动脉介入术 (PCI) 手术使用 1.6 个支架系统计算, 预计 2012 年我国支架系统市场需求量将达到 85.03 万套。

图 4: 支架系统使用量变化情况 单位: 万套



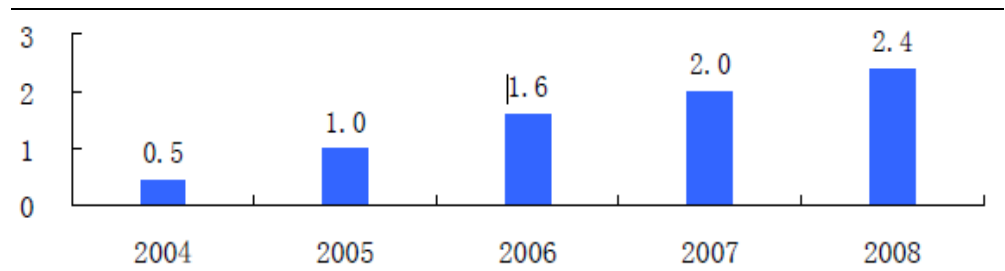
数据来源: 乐普医疗招股说明书 国泰君安证券

3.3. 先心病类药物市场

先天性心脏病 (CHD, 简称先心病) 已经成为我国首位出生缺陷性疾病。目前我国每年新出生的先天性心脏病患儿高达 13 万 ~ 15 万左右。随着医疗技术的发展, 先心病的检出率逐步提高, 成人先心病比例还在增加。在美国 2 亿多人口中成人先天性心脏病约有 90 万, 以此推算, 我国成人心脏病可能有 400 万左右。

据统计, 2007 年我国进行先天性心脏病治疗的人数为 15 万人, 约 8 万人通过介入方式进行治疗, 使用了约 2 万个封堵器。封堵器消费市场每年约以 20% 的速度递增, 专家估计 2008 年消费 2.4 万个封堵器。

图 5: 封堵器使用量变化情况 单位: 万套



数据来源: 乐普医疗招股说明书 国泰君安证券

目前, 进口产品只有美国 AGA 医药有限公司。国内企业拥有所有相关产品注册证的只有先健科技(深圳)有限公司、北京华医圣杰科技有限公司、上海形状记忆合金材料有限公司三家, 这三家公司基本占据了中国市场的 90%, 相对垄断的局面。截止 2009 年 6 月上海形状销量约占国内市场份额的 30%, 位居市场第二位, 与北京华医圣杰的差距逐渐在缩小。

4. 乐普医疗分析

3.1 目前主要产品

公司主要产品基本情况如下:

表 4: 乐普医疗主要产品介绍

产品名称	用途
血管内药物(雷帕霉素)	主要用于冠脉急性血管闭塞及濒临血管闭塞、急性冠状动脉综合症等心血管疾病的介入治疗
洗脱支架系统	主要用于先天性心脏病介入治疗
封堵器	

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

公司主要产品优势:

公司主导产品为冠状动脉药物支架系统。该产品现已覆盖全国 85% 以上开展冠状动脉介入手术的医院, 国内市场占有率高达 25.80%, 是我国冠心病介入治疗中的主流产品。

动脉导管未闭(PDA) 封堵器、房间隔缺损(ASD) 封堵器、室间隔缺损(VSD) 封堵器产品技术为发行人通过收购获得, 该技术所涉及的专利均为公司控股子公司上海形状自主创新研发取得, 所使用的材料配方及工艺属于公司专有技术。其中 PDA、ASD 被授予上海市科学技术进步二等奖。多年来经上百家医院临床应用证明, 该系列产品疗效可靠、使用安全, 目前国内市场占有率第二。

3.2 历年利润表分析

2006 年~2008 年收入平均增长率 51.13%, 净利润平均增长率 84.89%。09 半年报:

主营收入、营业利润分别为 2.81、1.67 亿元，净利润 1.48 亿元，实际税率 11.42%，EPS 0.36，ROE 26.12%，每股经营性现金流 0.33 元。

表 5：利润表分析（万元）

	09H	2008 年	2007 年	2006 年
主营收入	28089.77	39387.94	29898.47	17533.82
同比 %		31.74%	70.52%	
毛利率	81.70%	78.58%	75.18%	70.95%
主营毛利	22949.15	30949.35	22478.69	12439.58
同比 %		37.68%	80.70%	
主营税金/收入	0.22%	0.05%	0.12%	1.05%
销售费用	3525.04	7047.35	4564.65	2969.91
销售费用/收入	12.55%	17.89%	15.27%	16.94%
管理费用	2654.58	4081.64	3398.85	1296.32
管理费用/收入	9.45%	10.36%	11.37%	7.39%
财务费用/收入	0.43%	1.13%	0.42%	0.28%
期间费用率	21.57%	27.12%	27.06%	24.06%
营业利润	16702.59	20051.47	14950.36	7993.87
营业利润率	59.46%	50.91%	50.00%	45.59%
同比 %		34.12%	87.02%	
公允价值变动		-0.84		
投资收益	2.21	123.65	670.49	0
营业外收支净额	37.46	118.95	81.14	-43.30
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支)/利润总额	0.24%	1.20%	5.00%	-0.54%
利润总额	16740.06	20170.42	15031.50	7950.57
税前利润率	59.59%	51.21%	50.28%	45.34%
同比 %		34.19%	89.06%	
实际税率	11.42%	0.27%	0.39%	20.01%
少数股东损益/利润总额	22.42	-19.84		
净利润	14828.49	20116.97	14972.55	6360.05
同比 %		34.36%	135.42%	
EPS	0.36	0.50	0.37	0.16

数据来源：乐普医疗招股意向书，国泰君安证券

4.1. 收入和利润构成

2008 年公司收入构成：支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他分别为 3.41、0.05、0.37、0.11 亿元，分别占收入比重 86.55%、1.36%、9.38%、2.71%；毛利率分别为 86.75%、93.55%、16.22%、25.91%。支架系统、封堵器、代理及经销产品、其他占毛利比例分别为 86.81%、8.89%、3.51%、0.79%。

支架系统产品最近三年及一期的销售收入占当期营业收入的比例分别为 93.81%、95.59%、86.55%和 78.64%，平均增长率达到 46.52%，是本公司第一大主导产品。2008 年和 2009 年 1-6 月，封堵器产品和代理经销产品收入所占比重逐年有所上升。

表 6: 营业收入构成分析 (万元)

项目	2009年1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	28,089.77	100%	39,387.94	100%	29,898.47	100%	17,533.82	100%
(一)自产产品	24,965.63	88.88%	35,695.55	90.62%	29,681.44	99.28%	17,533.82	100%
1、支架系统	22,088.37	78.64%	34,090.44	86.55%	28,579.05	95.59%	16,447.84	93.81%
2、封堵器	2,273.30	8.09%	536.03	1.36%	-	-	-	-
3、其它	603.96	2.15%	1,069.08	2.71%	1,102.39	3.69%	1,085.98	6.19%
(二)代理及经销产品	3,124.14	11.12%	3,692.39	9.38%	217.03	0.72%	-	-

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

报告期内, 公司毛利率水平整体呈上升趋势。主导产品支架系统的毛利率加权平均数为 81.67 %, 封堵器产品的毛利率加权平均数为 90.46 %。

表 7: 毛利率分析 (%)

主要产品	2009年1-6月	2008年度	2007年度	2006年度
支架系统	90.19	86.75	75.86	71.97
封堵器	89.72	93.55	-	-
代理及经销产品	25.81	16.22	25.70	-
其他产品	30.15	25.91	67.48	55.48
综合毛利率	81.70	78.58	75.18	70.95

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

4.2. 主要产品价格

随着公司产品技术革新和市场规模的迅速扩大, 公司产品的生产成本进一步下降, 主导产品支架系统产品最近三年及一期的价格逐步下调。

表 8: 主要产品价格 (元)

产品类别	2006年度	2007年度	2008年度	2009年1-6月
支架系统 (单价)	5,519.41	5,253.50	4,767.89	4,239.61
封堵器 (单价)	-	-	4,679.22	4,518.49

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

4.3. 财务数据分析

资产负债表: 资产质量良好, 流动资产占总资产比重较高, 负债比例较低。09 年半年报总资产 7.31 亿, 其中货币资金 2.07 亿, 固定资产 1.02 亿元, 应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 1.16 亿, 应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 0.55 亿。

表 9: 乐普医疗资产负债表 (万元)

指标名称	09H	08 年	07 年	06 年
货币资金	20,673.14	16,402.08	18,420.81	5,390.80
流动负债	15,254.11	9,371.24	6,434.18	5,239.62
非流动负债	481.78	430.00	325.00	1,000.00
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	11,595.39	9,585.04	8,247.25	3,880.11
存货	6,914.51	5,340.25	4,389.15	2,262.18
固定资产	10,214.94	9,641.36	7,047.89	3,176.41
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	5,485.49	5,105.82	3,699.13	2,091.50
股东权益	57,380.83	51,122.92	38,388.09	11,551.11
资产合计	73,116.72	60,924.17	45,147.27	17,790.73

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

财务指标: 2006年末、2007年末、2008年末及2009年6月末, 本公司资产负债率(母公司报表)分别为33.43%、14.58%、14.55%、21.26%, 与国内同行业上市公司相比属于较低水平。流动比率和速动比率虽然存在一定的波动性, 但从比率数值来看, 体现出公司资产的流动性较强, 均高于同行业上市公司平均水平。

公司从2007年起对信誉好的经销商给予了一定的销售信用额度, 导致2007年、2008年平均应收账款余额较上年分别增长169.71%和77.98%。2009年1-6月, 公司主要产品的市场需求快速增长, 因产能日趋紧张相应使付款条件有所收紧, 公司营业收入的增幅大于平均应收账款余额的增幅, 应收账款周转率较2008年有所上升并将趋于稳定。

表 10: 乐普医疗主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009h
资产负债率(%)	14.97	16.09	21.52
流动比率(%)	5.22	3.66	2.72
速动比率(%)	4.54	3.09	2.26
存货周转天数(天)	161.36	207.53	214.54
应收账款周转天数(天)	49.51	66.83	55.13
总资产周转率(次)	0.95	0.74	0.42
净资产收益率(摊薄)(%)	39.00	39.92	26.12
销售毛利率(%)	75.18	78.58	81.70
经营活动产生现金流量/经营活动净收益(%)	0.43	0.95	0.73

数据来源: 乐普医疗招股意向书, 国泰君安证券

5. 募集资金投向

本次募集资金将投资于四个项目, 投资金额合计 51,673 万元, 现将本次募集资金投资项目基本情况按照轻重缓急顺序披露如下:

表 11: 募集资金投向 (万元)

序号	项目	总投资	拟投入募集资金	投资进度		
				第一年	第二年	第三年
1	心血管药物支架及输送系统生产线技术改造建设项目	19,234	19,234	8,691	10,237	306
2	产品研发工程中心建设项目	6,641	6,641	4,316	2,325	
3	介入导管扩产及技术改造建设项目	18,160	18,160	10,367	6,911	882
4	介入导丝及鞘管产业化技术改造建设项目	7,638	7,638	4,086	3,487	65
	合计	51,673	51,673	27,460	22,960	1,253

数据来源：乐普医疗招股意向书，国泰君安证券

6. 风险分析

降价风险：国家对医疗器械实行集中的公开招标管理工作，存在降价风险。

税收优惠政策改变风险：本公司为生产性外商投资企业，2007 年和 2008 年免缴企业所得税，2009 年至 2011 年减半缴纳企业所得税。

7. 盈利预测及投资建议

关键假设：

✚ 主要产品收入假设如下

表 12：利润表的关键假设（百万）

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
支架系统	164.5	285.8	340.9	446.58	562.69
增长		73.75%	19.28%	31.00%	26.00%
毛利率	71.97%	75.86%	86.75%	90.00%	90.00%
代理及经销产品	0.0	2.2	36.9	47.26	56.71
增长			1601.38%	28.00%	20.00%
毛利率		25.70%	16.22%	25.80%	25.00%
封堵器	0.0	0.0	5.4	37.52	63.78
增长				600.00%	70.00%
毛利率			93.55%	89.70%	90.00%
其它	10.9	11.0	10.7	12.83	15.39
增长		1.47%	-2.99%	20.00%	20.00%
毛利率	55.48%	67.48%	25.91%	30.00%	28.00%
总计	175.3	299.0	393.9	544.18	698.58
增长		70.51%	31.74%	38.16%	28.37%
毛利率	70.95%	75.19%	78.58%	82.99%	83.36%

数据来源：国泰君安证券

表 13：利润表（百万）

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	394	544	699	899
营业成本	84	93	116	149
营业税金及附加	0	1	1	2
营业费用	70	93	119	153

管理费用	41	54	70	90
财务费用	-4	-32	-63	-75
资产减值损失	3	3	1	1
营业利润	-0	0	0	0
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	201	334	454	579
利润总额	2	1	1	1
所得税	1	0	0	0
净利润	202	335	455	580
少数股东损益	1	43	68	87
归属母公司净利润	201	291	387	493
EBITDA	-0	0	0	0
EPS (元)	201	291	387	493

投资建议：心血管内科介入相关器械是快速增长的很高壁垒的行业，公司主导产品冠脉药物支架结构设计、抛光加工工艺和药物涂覆等工艺技术达到国内领先水平，部分达到国际先进水平；正在注册中的无载体支架等新产品的技术水平达到国际先进水平；公司未来发展空间巨大、成长性好。我们预计 09、10eps 分别为 0.72、0.95 元，按照 10 年 35-40PE 目前合理估值区间 33.5-38 元，新股上市首日可能达到 45 元以上。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com