

2009 年 10 月 20 日

鱼跃医疗

09 年前三季度业绩增长 72%

买入
 002223.SZ - 人民币 27.40
A 目标价格: 人民币 31.20 (↑30.40)

张寅

 (8621) 6860 4866 分机 8929
 yin.zhang@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	72	8	(0)	254
相对新华富时				
A50 指数(%)	(2)	3	7	185

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	155
流通股 (%)	25
流通股市值 (人民币 百万)	712
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	46
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
江苏鱼跃科技发展有限公司	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

2009 年前三季度公司实现收入 4.1 亿元, 同比增长 34.3%; 净利润 7,219 万元, 同比增长 71.6%, 每股收益 0.47 元。业绩快速增长主要源自收入增长和毛利率提升。我们上调 09-11 年盈利预测分别至 0.66 元、0.89 元和 1.21 元, 基于 35 倍 10 年预测市盈率, 上调目标价至 31.20 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 政府对基层医疗机构建设投入力度加大, 中低端医疗器械需求旺盛。随着社区医疗功能完善, 居民自我保健意识增强, 家庭对基础医疗器械需求也不断增加。
- 公司品牌知名度高, 终端销售网络建设卓有成效。
- 公司在保持传统产品领先优势的同时, 高毛利新产品实现快速增长, 收入比重提升, 同时生产规模扩大也使公司原材料采购议价能力增强, 由此带动综合毛利率不断提升。

评级面临的主要风险

- 传统产品市场逐渐饱和, 新产品上市进度缓慢。业务规模持续扩大对公司管理决策的有效性和科学性提出更高要求。

估值

- 我们将公司 09-11 年盈利预测分别上调至 0.66 元、0.89 元和 1.21 元, 对应市盈率 42 倍、31 倍和 23 倍。公司具备持续高速成长的潜力, 我们基于 35 倍 10 年预测市盈率, 将目标价由 30.40 元上调至 31.20 元, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	289	401	570	719	902
变动 (%)	25	39	42	26	25
净利润 (人民币 百万)	38	62	101	138	186
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.245	0.400	0.655	0.890	1.206
变动 (%)	20.0	63.3	63.5	36.0	35.4
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	0.603	0.802	1.033
调整幅度 (%)	-	-	8.5	11.0	16.7
全面摊薄市盈率 (倍)	111.8	68.5	41.9	30.8	22.7
每股现金流量 (人民币)	0.29	0.59	0.53	0.80	1.10
价格/每股现金流量 (倍)	93.6	46.6	51.5	34.3	25.0
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	34.1	31.8	31.8	23.0	16.8
每股股息 (人民币)	0.575	0.200	0.218	0.297	0.402
股息率 (%)	2.1	0.7	0.8	1.1	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前三季度业绩增长 71.6%

2009 年前三季度公司实现收入 4.1 亿元，同比增长 34.3%；净利润 7,219 万元，同比增长 71.6%，每股收益 0.47 元。业绩快速增长主要源自收入增长和毛利率提升。

毛利率大幅提升

公司制氧机、X 线机、体温计等高毛利产品增速较快，收入占比增加，生产规模扩大也使原材料采购议价能力增强，由此公司综合毛利率同比提升 8.7 个百分点，达到 38.0%。

期间费用增长较快

公司加大新产品推广及销售人员引进力度，销售费用同比增长 111%，销售费用率 6.0%，同比上升 2.2 个百分点。研发投入加大以及高级管理、研发人员的引进，使管理费用同比增长 152%，管理费用率 9.2%，同比上升 4.3 个百分点。

新产品持续推出

公司针对县级医院市场的数字 X 线机已经上市，大型制氧机已取得注册证，待施工证办妥后，即可开始销售。此外，公司制氧机也已取得美国 FDA 认证，为公司产品全面出口美国市场奠定了基础。

拟增发扩大产能

公司拟通过定向增发募集 2.5 亿元，用于扩大制氧机、轮椅车产能，为公司相关产品进行配套的医用压缩机产业化，以及研发中心建设等。增发项目的实施将有助于优化产品结构，增加利润增长点，降低生产成本，稳定产品品质，提升长期竞争力。

上调盈利预测，维持买入评级

我们将公司 09-11 年盈利预测分别由 0.60 元、0.80 元和 1.03 元上调至 0.66 元、0.89 元和 1.21 元，对应市盈率 42 倍、31 倍和 23 倍。公司在保持传统产品优势地位的同时，不断通过研发和并购推出新产品，具备持续高速成长的潜力，我们基于 35 倍 10 年预测市盈率，将目标价由 30.40 元上调至 31.20 元，维持**买入**评级。

图表 2.业绩摘要

(人民币 百万)	08 年 1-9 月	09 年 1-9 月	同比变动 %
营业收入	305	410	34
销售成本	(216)	(254)	18
毛利润	90	156	74
销售费用	(12)	(24)	111
管理费用	(15)	(38)	152
财务费用	(2)	0	(104)
资产减值准备	(1)	(4)	259
投资收益	(0)	1	(290)
营业利润	58	87	49
营业外收入	0	1	7488
营业外支出	(1)	(1)	(31)
利润总额	57	87	53
所得税	(14)	(14)	(4)
少数股东损益	(0)	(1)	163
净利润	42	72	72

资料来源：公司数据及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	289	401	570	719	902
销售成本	(202)	(283)	(362)	(455)	(568)
经营费用	(25)	(34)	(80)	(89)	(98)
息税折旧前利润	63	84	128	175	235
折旧及摊销	(6)	(8)	(9)	(12)	(15)
经营利润 (息税前利润)	57	76	119	163	220
净利息收入/(费用)	(5)	0	1	1	2
其他收益/(损失)	6	(2)	0	0	0
税前利润	57	74	120	164	222
所得税	(19)	(12)	(19)	(26)	(35)
少数股东权益	(1)	0	0	0	0
净利润	38	62	101	138	186
核心净利润	38	62	101	138	186
每股收益(港币)	0.245	0.400	0.655	0.890	1.206
核心每股收益(港币)	0.245	0.400	0.655	0.890	1.206
每股股息(港币)	0.575	0.200	0.218	0.297	0.402
收入增长(%)	25	39	42	26	25
息税前利润增长(%)	26	34	57	37	35
息税折旧前利润增长(%)	40	33	52	37	35
每股收益增长(%)	20	63	64	36	35
核心每股收益增长(%)	20	63	64	36	35

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	43	155	169	211	276
应收帐款	52	58	81	103	129
库存	0	0	0	0	0
其他流动资产	56	58	74	93	116
流动资产总计	151	271	325	407	522
固定资产	81	141	200	246	290
无形资产	33	32	32	31	30
其他长期资产	6	6	5	5	5
长期资产总计	120	179	237	283	325
总资产	271	449	562	690	847
应付帐款	41	40	51	64	80
短期债务	80	0	0	0	0
其他流动负债	13	4	27	50	67
流动负债总计	134	44	78	114	147
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	77	103	155	155	155
储备	60	303	329	421	545
股东权益	137	406	484	575	700
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	271	449	562	690	847
每股帐面价值(人民币)	1.78	3.94	3.13	3.72	4.53
每股有形资产(人民币)	1.35	3.63	2.92	3.52	4.33
每股净负债(现金)	0.48	(1.50)	(1.09)	(1.36)	(1.79)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	57	74	120	164	222
折旧与摊销	6	8	9	12	15
净利息费用	5	0	(1)	(1)	(2)
运营资本变动	(22)	(15)	(31)	(28)	(35)
税金	(19)	(12)	(19)	(26)	(35)
其他经营现金流	1	13	13	16	20
经营活动产生的现金流	23	61	82	124	170
购买固定资产净值	(57)	(73)	(68)	(58)	(58)
投资减少/增加	39	0	0	0	0
其他投资现金流	17	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(1)	(73)	(68)	(58)	(58)
净增权益	0	234	0	0	0
净增债务	(45)	(80)	0	0	0
支付股息	(50)	(23)	0	(23)	(46)
其他融资现金流	0	(7)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(95)	124	0	(23)	(46)
现金变动	(73)	112	14	42	65
期初现金	116	43	155	169	211
公司自由现金流	22	(9)	15	67	113
权益自由现金流	(29)	(92)	15	67	113

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.7	20.9	22.4	24.3	26.1
息税前利润率	19.5	18.8	20.9	22.6	24.4
税前利润率	19.9	18.4	21.1	22.8	24.6
净利率	13.1	15.4	17.7	19.1	20.7
流动性(倍)					
流动比率	1.1	6.2	4.2	3.6	3.5
利息覆盖率	10.7	26.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	27.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.1	6.2	4.1	3.6	3.5
估值(倍)					
市盈率	111.8	68.5	41.9	30.8	22.7
核心业务市盈率	111.8	68.5	41.9	30.8	22.7
目标价对应核心业务市盈率	127.3	78.0	47.7	35.0	25.9
市净率	15.4	7.0	8.8	7.4	6.1
价格/现金流	93.6	46.6	51.5	34.3	25.0
企业价值/息税折旧前利润	34.1	31.8	31.8	23.0	16.8
周转率					
存货周转天数	0.0	0.2	0.3	0.2	0.2
应收帐款周转天数	100.9	50.0	44.6	46.8	46.9
应付帐款周转天数	44.3	37.1	29.2	29.3	29.3
回报率(%)					
股息支付率	117.0	33.3	33.3	33.3	33.3
净资产收益率	26.9	22.8	22.7	26.0	29.2
资产收益率	11.4	17.7	19.8	21.9	24.1
已运用资本收益率	22.9	25.2	27.0	31.0	34.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 10 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371