

阳普医疗 (300030)

真空采血管龙头企业

✍ 易镜明

☎ 021-38676779

✉ yijingming@gtjas.com

本报告导读:

➤ 产品突出, 成长较快

投资要点:

- 公司系由广州阳普医疗用品有限公司整体变更设立而成。公司主营业务是为临床检验实验室与临床护理提供以专业解决方案为依托的技术、产品和服务, 主要产品为第三代真空采血系统。本次发行 1,860 万股, 发行后股本为 7,400 万股。发行前: 邓冠华持有公司 1,720.20 万股, 占发行前总股本 31.05%, 为公司主要发起人、控股股东、实际控制人。
- 根据中国医疗器械行业协会测算, 2008 年国内真空采血管消费量为 7.92 亿支, 未来几年真空采血管需求量将保持 20% 以上的增长率, 预计到 2013 年真空采血管的消费量约为 19.71 亿支, 2005—2013 年真空采血管需求的年平均增长率为 21.60%, 未来市场增长空间巨大。
- 公司率先倡导并推出的以“标本分析前变异控制”为核心内容的第三代真空采血系统, 主要用于血液标本采集、预处理和标本分析前变异控制, 具有明显的技术领先优势, 是目前国际上先进的真空采血系统, 代表着真空采血系统的发展方向。
- 2006 年~2008 年收入复合增长率 53.13%, 净利润复合增长率达到 56.63%。2008 年公司主营收入构成: 采血管、采血针、代理产品及其它分别占收入比重 76.02%、9.61%、14.37%; 毛利率分别为 49.78%、24.12%、43.75%; 分别占毛利比例为 81.64%、5.01%、13.57%。
- 从销售地区分布来看, 报告期内公司销售收入由以华南沿海地区为主, 逐年向其他中国区和海外市场扩张。
- 本次募集资金将实施三个募集资金项目, 拟投资总额为 10,893.21 万元。
- 风险提示: 产品集中风险、技术替代风险、所得税优惠被追缴风险
- 公司是以第三代真空采血系统为主导产品的医疗器械企业, 是细分行业的领导者, 在拓宽融资渠道后有望取得进一步市场发展, 利用技术研发优势形成规模竞争优势。我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.36、0.53 元, 合理估值按照 10 年 35PE 计算为 18.5 元, 上市首日可能达到 24 元以上。

合理估价区间:

18.5 元

2009.12.16

发行上市资料

总股本 (万股)	7400
发行量 (万股)	1860
发行日期	
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	国信证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产 (元)	1.95
净资产收益率 (%)	10.19
资产负债率 (%)	42.82

主要股东和持股比例

邓冠华	23.25%
广州科技创业投资有限公司	13.10%
广东省医药保健品进出口公司	10.92%
赵吉庆	10.55%
国信弘盛投资有限公司	4.72%
连庆明等 35 名自然人	9.82%
全国社会保障基金理事会	2.51%
A 股流通股	25.14%

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	72	103	134	187	283
(+/-)%	63.9%	43.0%	29.2%	39.7%	51.3%
经营利润 (EBIT)	15	20	28	40	61
(+/-)%	53.4%	34.5%	36.2%	42.8%	53.1%
净利润	13	20	27	39	56
(+/-)%	58.1%	55.1%	31.8%	45.1%	43.8%
每股净收益 (元)	0.18	0.28	0.36	0.53	0.76
每股股利 (元)	-	-	0.04	0.05	0.08

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

公司系由广州阳普医疗用品有限公司整体变更设立的股份有限公司。公司主营业务是为临床检验实验室与临床护理提供以专业解决方案为依托的技术、产品和服务，主要产品为第三代真空采血系统。

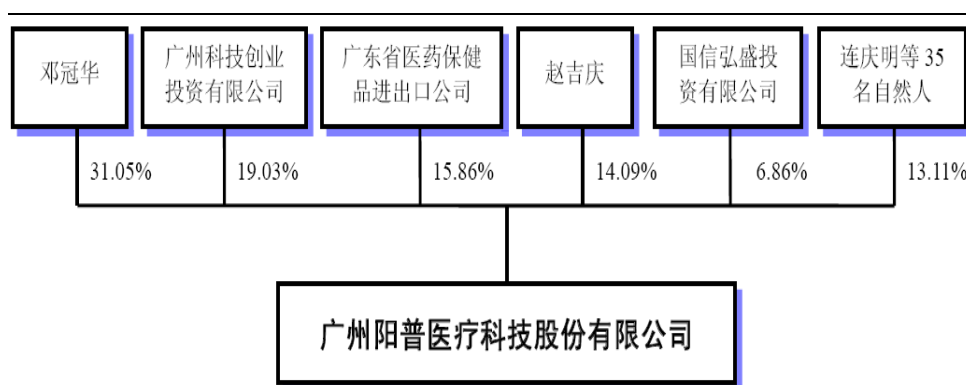
本次发行 1,860 万股，发行前总股本 5,540 万股，发行后为 7,400 万股。发行前：邓冠华持有公司 1,720.20 万股，占公司发行前总股本的 31.05%，为公司主要发起人、控股股东、实际控制人。

表 1:本次发行前后股本变化(万股)

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
邓冠华	1,720.20	31.05%	1,720.20	23.25%
广州科技创业投资有限公司 (SS)	1,054.08	19.03%	969.297	13.10%
广东省医药保健品进出口公司 (SS)	878.40	15.86%	807.7476	10.92%
赵吉庆	780.80	14.09%	780.80	10.55%
国信弘盛投资有限公司 (SS)	380.00	6.86%	349.4354	4.72%
连庆明等 35 名自然人	726.52	13.11%	726.52	9.82%
全国社会保障基金理事会	-	-	186.00	2.51%
A 股流通股	-	-	1,860.00	25.14%
合计	5,540.00	100.00%	7,400.00	100.00%

数据来源：阳普医疗招股说明书，国泰君安证券

图 1：发行人股权结构



数据来源：阳普医疗招股说明书，国泰君安证券

2. 行业分析

2.1. 医疗器械行业前景广阔

近年来，随着国家经济的持续发展、人民生活水平的不断提高，以及人们健康意识的提升，我国的就医人次和住院人数持续增长。根据《中国卫生部卫生统计信

息中心》统计，2008 年全国医疗机构总诊疗人次达 31.08 亿次，入院人数达 1.15 亿人。与 2001 年相比，诊疗人次增加 10.12 亿次，增长 48.49%；入院人数增加 6,500 万人，增长 118.18%。持续增长的医疗需求促进了我国医疗卫生市场的快速持续发展。

与发达国家相比，目前我国医疗器械行业主要存在研发能力不足、研发投入不足、科技成果转化能力薄弱等问题。但由于庞大的消费群体和政府的积极支持，我国医疗器械市场发展空间极为广阔，主要表现在几个方面：

(1) 生活水平的提高加快医疗卫生费用支出

人民生活水平提高、亚健康状态人群增加、人口老龄化进程加快，导致医疗服务需求升级，促进了医疗卫生消费的增长和医疗器械的需求。

(2) 人们健康意识的不断增强，医疗卫生消费观念将不断改变

目前我国人均药品和医疗器械消费比例已达到 10:1；而发达国家为 1:1。随着健康意识的增强，“预防为主，防治结合”观念的深入，医疗器械消费需求的比重将大幅度增加，从而促进医疗器械的需求。

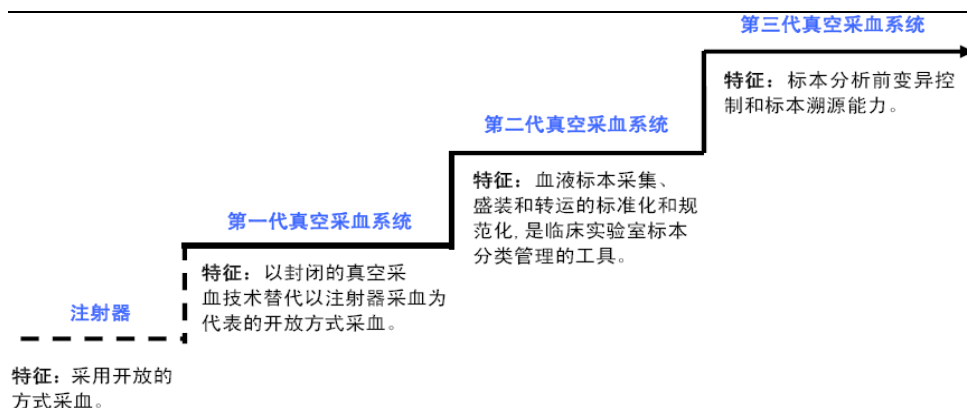
(3) 我国医疗器械产品结构的调整，将成为一块巨大的市场

据有关统计显示，我国医疗器械的整体医疗装备水平还很低，全国 17.5 万家医疗卫生机构现有的医疗仪器和设备中，有 15% 左右还是 20 世纪 70 年代前后的产品，有 60% 是 20 世纪 80 年代中期以前的产品。以真空采血系统为例，目前我国许多医疗机构还是采用的注射器采血方式。大量的设备需要更新换代，新产品的替代给我国医疗器械产业也提供了广阔的发展空间。

2.2. 真空采血系统市场分析

真空采血系统在循证医学的发展下，作为医疗器械行业的子行业，是新兴快速发展起来的细分行业。目前真空采血系统的作用已由静脉血液标本的采集和转运装置转变为静脉血液标本分析前变异控制和处理系统，而第三代真空采血系统的功能与使命因此已远远超出“真空采血”范畴。未来具备标本分析前变异控制和标本溯源能力的第三代真空采血系统，是真空采血系统的发展方向。

图 2：历代真空采血系统的发展特征



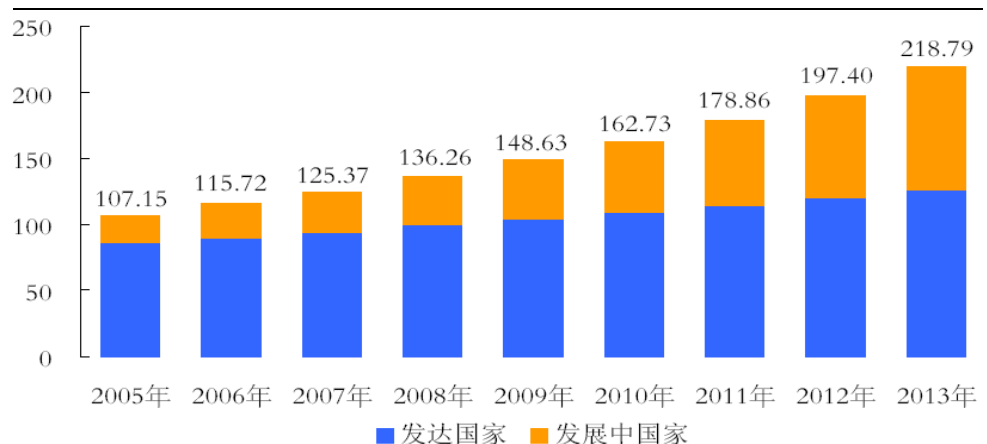
数据来源：阳普医疗招股说明书，国泰君安证券

随着生活水平的提高，居民对疾病诊断预防及健康管理的加强，以及针对禽畜类疾病的预防和监控，真空采血系统的普及率及使用量快速上升，行业发展进入快速成长期。根据中国医疗器械行业协会测算，2008 年全球真空采血管的销售量约为 136.26 亿支。以美国、西欧及日本为代表的发达国家从 20 世纪 70 年代起

开始推广使用真空采血系统,已经实现普及使用,其真空采血管的消费量占全球消费量的 70%以上,且保持着每年不低于 5%的自然增长率。而以中国、印度为代表的经济体的真空采血管消费量以不低于 20%的年均增长率增长,在全球市场份额中所占比例持续上升。

由于真空采血系统在新兴经济体和发展中国家的普及速度加快,全球真空采血系统市场容量未来几年将呈加速上升趋势,预计到 2013 年全球真空采血管的销售量约为 218.79 亿支,年均增长率将达到 10%左右,远高于全球医疗器械行业每年 7.5%的增长率,是医疗器械行业中增长最快的细分市场之一,行业发展进入快速成长期。

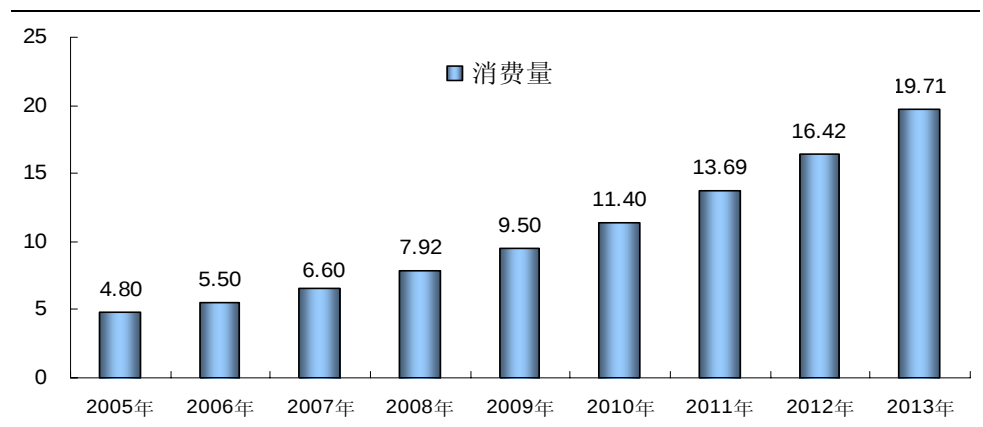
图 3: 2005—2013 年全球真空采血管消费数量测算 (单位: 亿支)



数据来源: 阳普医疗招股说明书, 国泰君安证券

20 世纪 90 年代,真空采血系统开始进入中国市场,普及和发展十分迅速。随着国内检验医学的发展、居民收入水平上升和健康意识的增强,真空采血管的需求快速增长,市场规模迅速扩大。根据中国医疗器械行业协会测算,2008 年国内真空采血管消费量为 7.92 亿支,未来几年真空采血管需求量将保持 20%以上的增长率,预计到 2013 年真空采血管的消费量约为 19.71 亿支,2005—2013 年平均增长率将达到 21.60%,人均血管使用量达到 1.3 支/人/年,与发达国家仍存在差距,未来市场增长空间巨大。

图 4: 2005—2013 年国内真空采血管市场需求预测 (单位: 亿支)



数据来源: 阳普医疗招股说明书, 国泰君安证券

目前国内真空采血管的产能约为 9 亿支，部分用于出口，由于需求的快速增长，而新增投资的产能需要逐步释放，国内具备较高技术水平的高端真空采血管产能较少，无法完全满足国内对具有较高技术水平真空采血管快速增长的市场需求，行业利润率水平仍将保持在较高的水平。

根据中国医疗器械行业协会的统计，2007 年国内真空采血管生产企业共计 56 家，产业集中度不高，以中小规模企业为主。公司 2008 年国内真空采血系统行业市场份额为 8.30%，全球市场占有率为 0.99%，其中广东省三级以上医院覆盖率约为 77.33%、北京三级以上医院覆盖率约为 20.29%、上海三级以上医院覆盖率约为 24.44%，处于细分市场领先地位；超过 5% 以上国内市场份额的还有浏阳市医用仪器厂、浙江拱东医用塑料厂、北京积水创格医疗科技有限公司、成都瑞琦科技实业有限责任公司、美国 BD 公司等；全球市场份额较大的主要是美国 BD 公司、日本泰尔茂株式会社、奥地利 Greiner 公司。

从业务模式来看，大多数企业还属于制造型生产企业，行业中部分优秀企业也仅仅重视专业化技术创新阶段，绝大部分企业仅停留在相关产品的销售及售后服务上。根据检验医学的发展要求，真空采血系统生产企业需要为顾客提供涵盖产品、技术和专家服务等专业解决方案，以实现顾客价值最大化。目前具备与本公司临床检验实验室与临床护理领域提供专业解决方案的综合能力的服务型企业很少，公司在临床检验实验室与临床护理领域提供专业解决方案的方式已经得到医疗机构的广泛认可，也是未来行业的发展趋势。

3. 阳普医疗分析

3.1. 产品储备

公司主要产品为第三代真空采血系统，核心组件是真空采血管、采血针。根据采集血液标本的最终用途和上机时要求的标本型态不同，公司真空采血管主要划分为三种类型：血清管、血浆管和全血管。

表 2：阳普医疗主要产品介绍

主要产品		主要功能及用途
血清类 采血管	无抗凝管	无抗凝管用于医学检验中生化学、免疫学等检查的血液标本的采集与盛装。它既是采血管，又是检测管。在样本架允许时，可与目前主流生化分析仪配套，直接上机。
	促凝管	促凝管用于医学检验中生化学、免疫检查的血液标本的采集与加速血液凝固。它具有操作温度范围广，凝血速度快，无纤维蛋白二次析出现象等优点。
	分离胶—促凝管	分离胶—促凝管用于血液生化学检查和血液免疫学检查。具有提高血清液面，防止血细胞与血清的物质交换，保障血清长时间内生化学性质及化学构成不发生显著变化，无需使用专用工具转移血清等优点。
血浆类 采血管	血糖管	血糖管是内含草酸盐系列抗凝剂的真空采血管。由于抑制剂的加入及试管内壁的特殊处理，使得血样的原始性状保持时间较长，血细胞代谢基本停滞。广泛应用于血糖、糖耐量、红细胞电泳、抗碱血红蛋白、糖溶血等检查的血样标本的采集与抗凝。
	PT 管	PT 管是指以 0.129mol/L 的枸橼酸钠缓冲液作抗凝剂，与血样体积比为 1: 9 设定的真空采血管。主要用于凝血机制等检查。具有血液量与抗凝剂配比精度高的优点。
	肝素管	肝素管广泛应用于临床生化学检查和急诊生化检验的血液标本的采集和抗凝，也适用于部分血液流变学项目的血液标本采集与抗凝。它具有上机速度快，操作温度范围广，与血清标本指标兼容性强等优点。

全血类	血沉管	血沉管该管专用于韦氏血沉法进行血细胞沉降速率检查时血样的采集和抗凝。
采血管	血常规管	血常规管是以 EDTA.K2、EDTA.K3 为主体抗凝剂的真空采血管，它广泛应用于临床血液学检查，并适合各类血细胞分析仪。
静脉采血针	软连接式采血针	配合真空采血管，用于临床静脉血液标本采血。

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

公司主要产品优势：

公司拥有 8 项核心专有技术和 17 项国家专利，2 项国家（发明）专利已获受理，部分技术处于国际领先水平。“阳普”、“阳普医疗”品牌已经发展成为国内临床医学检验实验室和临床护理领域的著名品牌。“IMPROVACUTER®”已经成为第三代真空采血系统的代表，成为真空采血系统行业著名国际品牌之一，国内外顾客已将阳普品牌视可为其实现安全性、有效性和创造价值的技术、产品和服务。

2007 年公司  商标被认定为“广州市著名商标”。

公司率先倡导并推出了以“标本分析前变异控制”为核心内容的第三代真空采血系统，成功帮助临床检验实验室与临床护理的溯源体系和质量控制体系实现了从“标本—检验—结果输出”到“病人—标本—检验—结果输出”延伸，为检验医学学科发展与建设做出了重大的基础性贡献。公司的第三代真空采血系统主要用于血液标本采集、预处理和标本分析前变异控制，具有明显的技术领先优势，是目前国际上先进的真空采血系统，代表着真空采血系统的发展方向。

- 标本分析前变异控制技术领先；
- 全球真空采血管品规最多——适用所有机型；
- 全球专项检查专用检测管最多——解决专项检测难题；
- 全球血清类采血管血清制备速度最快——为挽救危重病人赢得时间。

公司采用的试管内壁仿生膜处理技术是真空采血管的关键技术，为公司独家专有，在国际上处于领先水平；公司通过自主研发，掌握了静脉采血针生产的全套核心技术，并取得 1 项核心专有技术、3 项国家专利技术，公司静脉采血针采用的针管仿生膜处理技术在国际上处于领先水平。

表 3：公司第三代真空采血系统的核心专有技术

技术名称	技术作用	技术应用范围	技术来源	所处阶段	技术水平
试管内壁仿生膜处理技术	改善血液相容性，使血液保持原始性状，防止变异产生。	采血管	原始创新 自主研发	大批量生产阶段	独家专有 国际领先
细胞休眠技术	使血液在 10 分钟内快速凝固，获得高质量血清，为挽救急诊病人赢得时间。	采血管	集成创新 自主研发	大批量生产阶段	独家专有 国际领先
耐高温血清分离胶合成技术	减小血小板黏附和激活，改善血液相容性，使血液保持原始性状，防止变异产生。	采血管	原始创新 自主研发	大批量生产阶段	国内领先
纳米快速血液凝固促进技术	提高耐候性，避免分离胶易分离的通病，离心时间大幅缩短。	采血管	原始创新 自主研发	大批量生产阶段	独家专有 国际领先
采血针针管仿生膜处理技术	抑制血细胞代谢，使血清血浆中的待检物质保持长时间恒定，使得血细胞能长时间不发生变异。	采血针	原始创新 自主研发	试生产阶段	独家专有 国际领先
改性医用高分子材料及注塑	提升高分子试管的隔水阻气能力，提升产品真空保质期，为实现水基采血管提供可能。	采血管	集成创新 自主研发	大批量生产阶段	国内领先

成型技术					
等离子体试管内壁处理技术	提高制膜及膜接枝的工艺水平	采血管	集成创新自主研发	大批量生产阶段	国际领先
致密性胶塞表面处理技术	有效降低胶塞中小分子物质向外迁移，防止血液污染，并延长产品有效期，使血清、血浆、全血质量水平大幅提升。	采血管	集成创新自主研发	大批量生产阶段	国内领先

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

3.2. 历年利润表分析

2006 年~2008 年收入复合增长率 53.13%，净利润复合增长率达到 56.63%。09 半年报：主营收入、营业利润分别为 0.62、0.12 亿元，净利润 0.11 亿元，实际税率 15.81%，EPS 0.16 元，ROE 10.19%，每股经营性现金流 0.28 元。

表 4：利润表分析（万元）

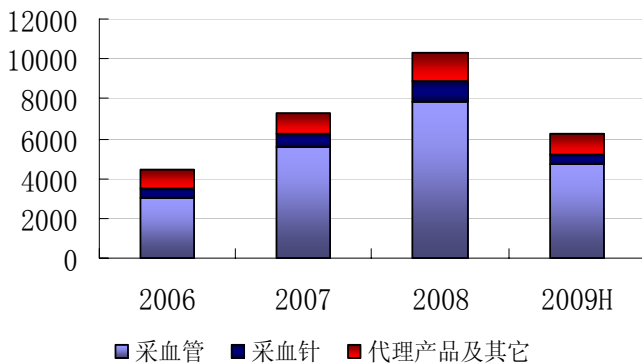
	09H	2008 年	2007 年	2006 年
主营收入	6,219.75	10,344.80	7,232.11	4,412.12
同比 %		43.04%	63.91%	
毛利率	48.35%	46.48%	49.65%	57.23%
主营毛利	3,007.33	4,808.35	3,590.38	2,525.25
同比 %		33.92%	42.18%	
主营税金/收入	0.51%	0.52%	0.87%	0.62%
销售费用	826.00	1,296.25	1,038.57	851.30
销售费用/收入	13.28%	12.53%	14.36%	19.29%
管理费用	848.47	1,405.47	1,026.00	635.15
管理费用/收入	13.64%	13.59%	14.19%	14.40%
财务费用/收入	1.21%	0.63%	-0.15%	-0.02%
期间费用率	28.13%	26.75%	28.40%	33.67%
营业利润	1,212.78	1,973.80	1,526.56	989.57
营业利润率	19.50%	19.08%	21.11%	22.43%
同比 %		29.30%	54.26%	
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	1.62	6.03	0.00
营业外收支净额	97.35	442.10	69.38	(3.39)
（公允价值 + 投资收益 + 营业外收支）/利润总额	7.43%	18.37%	4.73%	-0.34%
利润总额	1,310.12	2,415.90	1,595.94	986.18
税前利润率	21.06%	23.35%	22.07%	22.35%
同比 %		51.38%	61.83%	
实际税率	15.81%	15.30%	17.35%	15.39%
少数股东损益/利润总额	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净利润	1,102.97	2,046.20	1,319.00	834.46
同比 %		55.13%	58.07%	
EPS	0.16	0.28	0.18	0.11

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

3.3. 收入和利润构成

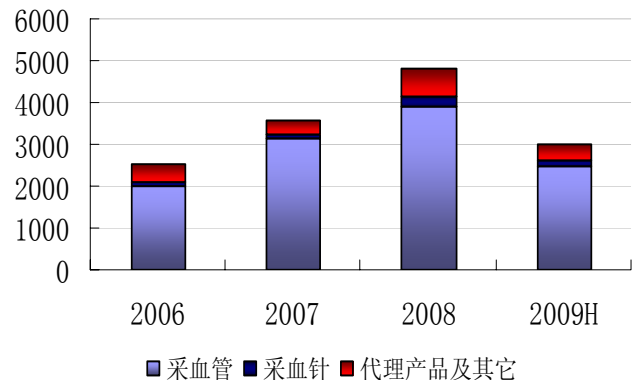
2008 年公司主营收入构成：采血管、采血针、代理产品及其它分别为 0.78、0.10、0.15 亿元，分别占收入比重 76.02%、9.61%、14.37%；毛利率分别为 49.78%、24.12%、43.75%。采血管、采血针、代理产品及其它、其他占毛利比例分别为 81.64%、5.01%、13.57%。

图 5：公司业务收入及构成（万元）



数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

图 6：公司毛利润及构成（万元）



数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

第三代真空采血系统是公司业绩增长的主要动力，报告期内其占公司主营收入的比重为 78.83%、85.85%、85.63%和 84.05%。其中，2007 年、2008 年真空采血管收入分别同比增长了 84.24%和 40.44%，2007 年、2008 年采血针收入分别同比增长了 42.74%和 59.53%。公司产品主导的细分领域所占的市场份额越来越大，使得公司销售业绩迅速增长。

报告期内公司真空采血管的毛利率分别为 66.20%、56.09%、49.78%和 52.05%，占主营业务毛利的比例分别为 79.91%、87.31%、81.64%和 82.59%。07 年公司综合毛利率下降主要是因为公司为了市场扩张下调了价格，08 年的毛利率下降主要是因为产品单位成本的上升所致。

表 5：公司各产品毛利率情况分析

项目	2009年 1-6月		2008年度		2007年度		2006年度	
	毛利率	比例	毛利率	比例	毛利率	比例	毛利率	比例
真空采血系统	49.92%	86.98%	46.90%	86.65%	51.95%	89.85%	59.86%	82.64%
其中：采血管	52.05%	82.59%	49.78%	81.64%	56.09%	87.31%	66.20%	79.91%
采血针	28.22%	4.39%	24.12%	5.01%	14.78%	2.56%	15.71%	2.73%
代理产品及其它	40.63%	13.43%	43.75%	13.57%	35.60%	10.13%	46.83%	17.36%
合计	48.24%	-	46.35%	-	49.64%	-	57.10%	-

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

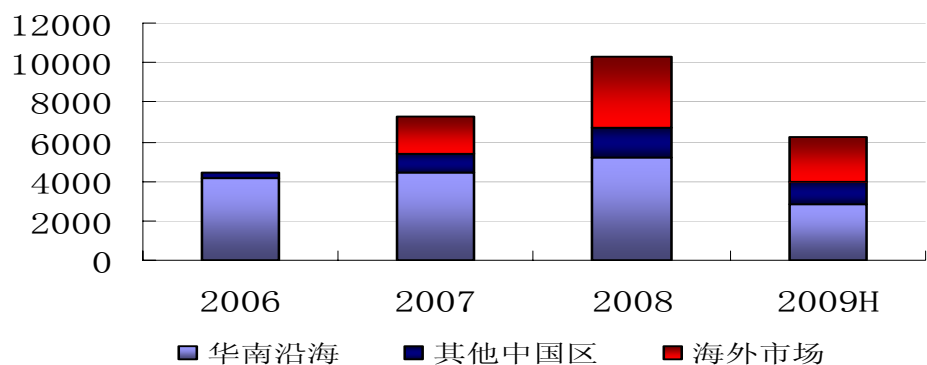
3.4. 产品销售渠道分析

从销售地区分布来看，报告期内公司销售收入由以华南沿海地区为主，逐年向其他中国区和海外市场扩张。公司 2007 年开始拓展海外市场，随着市场需求增长迅速，其他中国区和海外市场这两个地区的销售收入占主营业务收入的比重由 2006 年的 6.51%迅速增长到 2007 年的 38.92%、2008 年的 49.8%；2009 年 1—6

月这两个地区的销售收入占公司主营业务收入的比重为 54.46%，其中海外市场比重达到 36.10%。公司从区域营销服务向全球化战略营销服务快速拓展，市场的成功开拓使主营业务收入呈持续快速增长态势。

公司产品预计明年上半年就将获得 FDA 注册批准，这将进一步打开以美国为主的北美市场。为了提高自己的市场份额，公司以 BD 公司同类产品在美国销售价格的 90%—95% 进行竞争，同时利用自身的国际学术展会作为平台辅以良好的培训机制来开拓新的市场渠道，培育新的顾客和经销商。公司海外市场有望迎来新的销售增长。

图 7：公司产品销售地区变动情况 (万元)



数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

3.5. 主要产品价格

报告期内公司真空采血管直销模式下产品销售价格变动幅度较小，直销业务主要推广在高端市场，为国内三级以上医院提供量身定制的专业解决方案，满足顾客高品质、高服务和高技术支持的需要；分销模式下考虑到扩大市场份额，从而采取了更为灵活的定价策略，其销售价格有一定的变动。

表 6：公司主要产品价格的变动情况

真空采血管	09H	08 年	07 年	06 年
直销业务单价 (元/支)	0.90	0.91	0.92	0.96
分销业务单价 (元/支)	0.48	0.48	0.49	0.73
平均单价 (元 / 支)	0.58	0.58	0.62	0.93

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

3.6. 财务数据分析

资产负债表：报告期内公司资产结构与生产经营规模和特点相匹配的，资产总额随公司主营业务的扩张而增长。09 年半年报总资产 1.89 亿，其中货币资金 0.39 亿，固定资产 0.13 亿元，应收账款 + 其他应收款 + 应收票据 0.39 亿，应付票据 + 应付账款 + 其他应付款 0.33 亿。

表 7：阳普医疗资产负债表 (万元)

指标名称	09H	08 年	07 年	06 年
------	-----	------	------	------

货币资金	3,859.10	2,828.26	1,327.85	359.33
短期借款	1,200.00	1,000.00	0.00	0.00
长期借款	2,250.00	1,750.00	0.00	0.00
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	3,913.01	2,840.36	2,447.02	1,420.64
存货	1,619.92	1,912.68	1,265.15	554.80
固定资产	1,309.99	1,244.23	836.85	510.69
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	3,299.07	2,868.99	1,108.97	1,504.13
股东权益	10,823.76	7,872.80	5,826.59	1,933.24
资产合计	18,929.82	14,168.68	7,388.07	3,995.02

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

财务指标：报告期内，公司的存货周转率高于行业均值，反映了行业特点，存货周转能力较好；应收账款随着销售收入的快速增长而相应增长，应收账款周转率基本稳定，周转能力较好；公司资产流动性较好，短期偿债能力较强，2007 年度流动比率和速动比率相对较高，主要由于 2007 年增资扩股收到货币资金 2,500 万元，并偿还部分流动负债，2007 年 6 月公司归还完省医保借入的生产资金。

表 8：阳普医疗主要财务指标

指标名称	09H	08 年	07 年	06 年
资产负债率(%)	42.82	44.44	21.14	51.61
流动比率	1.91	1.82	3.70	1.46
速动比率	1.62	1.39	2.84	1.17
存货周转天数	99.4	103.7	90.0	98.9
应收账款周转天数	78.9	77.9	88.2	85.3
总资产周转天数	418.6	529.4	666.7	631.6
净资产收益率(摊薄)(%)	10.19	25.99	22.64	43.16
销售毛利率(%)	48.35	46.48	49.65	57.23
每股经营性现金流(元)	0.28	0.51	0.05	0.66

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

4. 募集资金投向

本次募集资金将实施三个募集资金项目，拟投资总额为 10,893.21 万元。

表 9：募集资金投向（万元）

项目名称	总投资额	2009 年	2010 年	2011 年
改性医用高分子真空采血管全自动生产项目	7,991.61	-	7,251.00	740.61
VBCN 一次性使用静脉采血针建设项目	1,781.60	1,509.49	227.79	44.25
生物医学工程技术研究开发中心建设项目	1,120.00	620.00	400.00	100.00
合 计	10,893.21	2,129.49	7,878.79	884.86

数据来源：阳普医疗招股意向书，国泰君安证券

表 10: 改性医用高分子真空采血管投资项目产能变动情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	达产后合计数
新增产能 (万支)	12,000	9,000	9,000	30,000
新增销售额 (万元)	5,760	4,320	4,320	14,400

数据来源: 阳普医疗招股意向书, 国泰君安证券

表 11: VBCN 一次性静脉采血针项目新增产能变动情况

项目	2010 年	2011 年	达产后合计数
新增产能 (万支)	14,000	6,000	20,000
新增销售额 (万元)	4,620	1,980	6,600

数据来源: 阳普医疗招股意向书, 国泰君安证券

5. 风险分析

产品集中风险: 公司主导产品集中于第三代真空采血系统, 如果销售达不到预期存在一定经营风险。

技术替代风险: 若公司科研、技术改造更新缓慢, 无法准确预测产品的市场发展趋势, 目前所掌握的专有技术有被代替的风险。

所得税优惠被追缴风险: 公司 2006、2007 两年享受的高新技术企业所得税优惠政策是广州市所认定的高新技术企业普遍适用的规章, 但没有相关法律、法规、国务院或国家税务总局颁布的相关税收规范性文件作为依据, 因此存在所得税被追缴风险。

6. 盈利预测及投资建议

关键假设:

✚ 主要产品收入假设如下

✚ 税率为 15%

✚ 09 年、10 年两项费用率 (营业费用和管理费用) 分别为 26.6%、26.1%

表 12: 利润表的关键假设 (百万)

主营收入	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
采血管	55.9	78.5	102.0	142.8
增长	84.24%	40.44%	30.00%	40.00%
毛利	56.09%	49.78%	52.00%	52.00%
代理产品及其他	10.2	14.8	17.8	23.1
增长	9.86%	44.94%	20.00%	30.00%
毛利	35.60%	43.07%	41.00%	41.00%
采血针	6.2	9.9	13.9	20.8
增长	42.74%	59.53%	40.00%	50.00%
毛利	14.78%	24.12%	28.00%	28.00%
总计	72.3	103.2	133.7	186.7
增长	64.39%	42.72%	29.52%	39.71%
毛利	49.64%	46.35%	48.04%	47.96%

数据来源: 国泰君安证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 13: 利润表 (百万)

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	103	134	187	283
营业成本	55	69	97	146
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	13	17	23	35
管理费用	14	18	25	38
财务费用	1	-2	-4	-3
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	20	30	44	64
营业外收入	5	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	24	32	46	66
所得税	4	5	7	10
净利润	20	27	39	56
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	20	27	39	56
EBITDA	20	30	45	70
EPS (元)	0.42	0.36	0.53	0.76

数据来源: 国泰君安证券

投资建议:

公司是以第三代真空采血系统为主导产品的医疗器械企业, 是细分行业的领导者, 在拓宽融资渠道后有望取得进一步市场发展, 利用技术研发优势形成规模竞争优势。我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.36、0.53 元, 我们预计 09-10 年 EPS 分别为 0.36、0.53 元, 合理估值按照 10 年 35PE 计算为 18.5 元, 上市首日可能达到 24 元以上。

作者简介:

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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:

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com