

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

目标价: 21.99 元

当前股价: 17.28 元

评价调整: 首次

基本信息

上证综指 2647.57

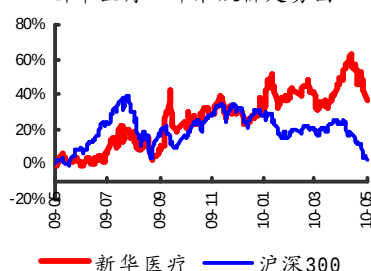
总股本 134,394,000

流通股本 134,394,000

EPS(09) 0.307

PE(09) 56.25

新华医疗一年来股价走势图


投资要点:

近期,我们对新华医疗进行了实地调研,首次给予公司“增持”的投资评级。

q 核心业务受益于政策推动,高景气有望延续。消毒灭菌设备是公司的核心业务,约占营业收入的72%,主要分为医院消毒灭菌设备和制药用灭菌设备两大块。公司是国内消毒灭菌设备的龙头,具备研发实力强的核心竞争优势,市场龙头地位巩固。该业务2009年实现突破式增长,主要是受益于政策的推动:一方面,基层医疗机构的大规模建设催生了医院设备采购的高峰,利好医院消毒灭菌设备;另一方面,新医改推动的药品市场扩容以及即将实施的新的GMP认证,也将直接或者间接拉动制药设备的需求,同样利好制药用灭菌设备。考虑到相关政策均具有一定的延续性,我们预计,公司消毒灭菌设备业务在未来2-3年内仍将延续高景气,保持30%左右的高增长。

q 产品结构优化创造业绩新增长点。公司正在积极开展产业结构优化,围绕消毒灭菌设备核心业务,重点发展基数较小、但受政策推动增长迅速的大输液生产线和医用环保设备两大业务,创造业绩增长新引擎。同时,公司在医院控制感染和软袋生产线构建优势领域推出整体设备解决方案,不仅提高了市场份额,也提升了业务毛利率,有望成为业绩增长新动力。

q 淄矿集团入主催生大规模并购预期。淄矿集团入主后将公司定位是“作为集团健康产业的核心平台,不断做大做强”。从当前情况来看,从资金上支持公司做大做强将是大股东的最优选择。而在公司的发展战略上,考虑到大股东急切做大健康产业的意愿和强大的现金流,我们认为大规模并购或将成为主流。同时,2009年奖励基金方案的改革新增了对年度资产增值保值率的考核,将进一步鼓励管理层积极寻求并购。而考虑到大股东提升控股比例的迫切要求以及并购标的估值偏高的现状,我们判断公司外延式并购将主要从明年起开始大规模实施。

q 盈利预测及投资评级

不考虑外延式并购的因素,我们预测新华医疗2010-2012年EPS分别为0.44元、0.60元和0.86元。我们看好政策推动和大规模并购预期对公司业绩的持续推动,我们首次给予公司“增持”的投资评级,6个月目标价为21.99元。目前股价处于调整期,建议持续关注,寻找逢低介入的契机。

q 风险提示:新医改等政策的效果低于预期;大规模并购进程延缓。

盈利预测

单位:百万元

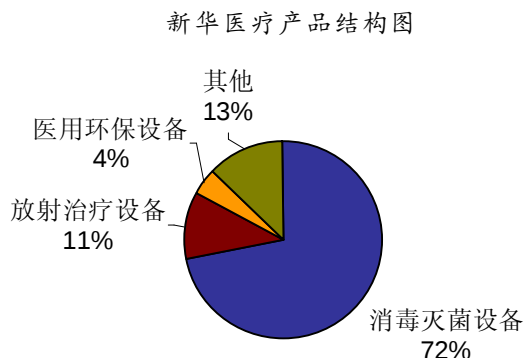
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	886	1181	1535	1980
收入同比(%)	35%	33%	30%	29%
归属母公司净利润	41	59	80	116
净利润同比(%)	38%	43%	36%	44%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.60	0.86

数据来源:湘财证券研究所预测

核心业务受益于政策推动，高景气有望延续

消毒灭菌设备是公司的核心业务，约占营业收入的 72%，主要分为医院消毒灭菌设备和制药用灭菌设备两大块。

图 1 新华医疗产品结构图



数据来源：湘财证券研究所

公司是国内消毒灭菌设备的龙头，主要定位于高端市场，市场份额在 60% 上下。公司具备研发实力强的核心竞争优势，单个产品的生命周期在两年以内，引领整个行业内产品的更新换代，而且清洗消毒器等新产品增长迅速，市场龙头地位巩固。

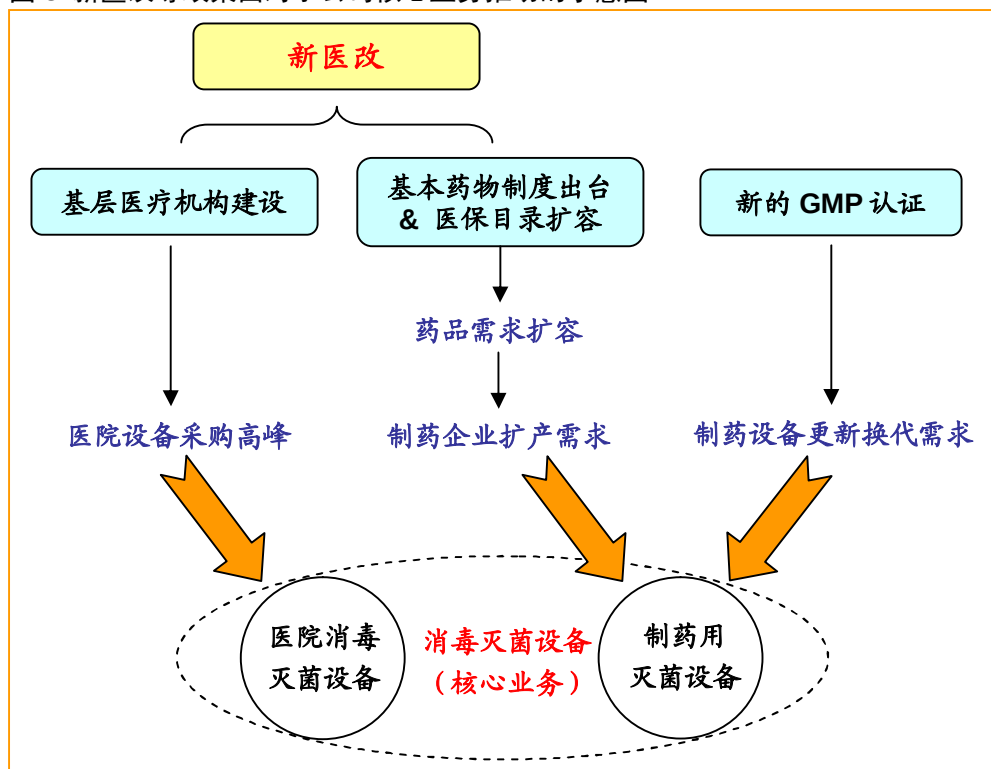
图 2 公司医疗器械业务实现突破式增长



数据来源：湘财证券研究所

公司医疗器械业务 2009 年实现突破式增长，主要是因为核心业务消毒灭菌设备受益于政策的推动，实现了高增长。从政策上来看，一方面，基层医疗机构的大规模建设催生了医院设备采购的高峰，利好医院消毒灭菌设备；另一方面，基层药物制度的出台和医保目录的扩容等一系列措施拉动了药品的消费，间接刺激了制药企业的扩产需求，利好制药用灭菌设备。此外，即将实施的新的 GMP 认证，也将拉动制药设备更新换代的需求，同样利好制药用灭菌设备。考虑到相关政策均具有一定的延续性，我们认为，公司消毒灭菌设备业务在未来 2-3 年内将延续高景气，保持 30% 左右的高增长。

图 3 新医改等政策面对于公司核心业务推动的示意图



数据来源：湘财证券研究所

产品结构优化创造业绩新增长点

公司另一大看点便在于产品结构优化。目前公司产品线比较多，盈利能力也参差不齐，公司也正在进行产品结构优化，未来发展将有所侧重。具体来看，公司将围绕消毒灭菌设备这个核心业务，重点发展基数较小、但受政策推动增长迅速的大输液生产线和医用环保设备两大业务，同时将医学影像诊断设备、放射治疗设备和空气净化设备作为潜力业务进行培育，而其他盈利能力不强的业务则逐步较少投入。

表 1 新华医疗主要业务的发展规划

定位	业务	特点	发展规划
核心业务	消毒灭菌设备	行业龙头，是公司的主要利润来源	重在渠道维护和产品研发，巩固龙头地位
增长引擎	大输液生产线 医用环保设备	盈利能力强，且受益于政策推动，增长迅速	在不断推陈出新的基础上重点宣传推广，打造业绩增长新引擎
潜力业务	放射治疗设备 医学影像诊断设备 空气净化设备	目前发展不甚理想，但仍具备较强的市场竞争力，一旦持续投入或者政策推动，则有望成为主导业务	作为储备的潜力业务进行培育，继续投入提高市场竞争力
配套业务	精细化工 手术器械 一次性医疗用品	规模不大且增速缓慢甚至亏损	减少投入，但考虑到产业链完整性，暂不考虑退出，主要定位于对整体设备解决服务的支持

数据来源：湘财证券研究所

公司的大输液生产线业务，以非 PVC 软包装大输液生产线为重点，是与制药用灭菌设备相匹配的重点发展业务之一，具有渠道优势，未来受益于产品替代和政策推动，市场前景广阔。目前国内大输液产品仍以传统的玻璃瓶包装为主，占比在 80% 左右，而非 PVC 软包装相对于玻璃瓶包装具有运输方便、操作便捷、减少污染（玻璃瓶易进空气）的优点，在欧美市场已基本普及，未来产品替代将是一个大趋势。而且上述的医疗市场扩容、新 GMP 认证等政策利好同样会刺激大输液生产线的需求。

而公司医用环保设备业务一直在国内处于领先地位，随着相关政策的明朗化，有望迎来爆发式增长。长期以来，医疗废弃物处理的政策一直在变：从最初医院就地焚烧，到 2003 年推出的就近集中焚烧，再到 2009 年要求对易导致交叉感染的医疗废弃物就地进行高温灭菌处理。随着 2003 年以来多部相关法规条例的出台，政策已基本完善，并在近几年采取了强制性措施，因此未来医用环保设备市场将逐步趋向成熟，有望实现放量。公司在该领域紧跟政策，在相关产品研发上一直处于国内领先地位，市场份额长期保持第一。因此，公司具有明显的先发优势，有望在市场大扩容中占据先机。

此外，公司在优势领域还积极向服务提供商进行转变，提供整体设备解决方案，其中分为医院感染控制和软袋生产线构建两大块。通过为客户提供一站式服务，公司首先提高了市场份额，突出了优势业务；其次也进一步提高了盈利能力（通常整体解决方案的毛利率较单纯提供设备要高）。目前，公司整体设备解决方案的订单饱满，且项目实施能力充足，未来有望成为公司业绩增长的新动力。

溜矿集团入主催生大规模并购预期

溜矿集团入主后将公司定位是“作为集团健康产业的核心平台，不断做大做强”。按照公司 2009 年 8.9 亿的收入水平，相较于集团 130 多亿的总收入，大股东显然不满足公司当前的规模。同时考虑到大股东旗下缺乏合适的医药注入资产且煤炭业务处于萎缩期，未来大股东资产注入或者借壳上市的可能性都不大，考虑到目前溜矿集团账面上拥有大量的现金，从资金上支持公司做大做强或许是大股东的最优选择。

按照当前做大做强的发展战略，公司将在科研开发和外延式并购两条路径上双管齐下。一方面，公司具有强大的研发实力，通过不断创新把原有业务做大做强是一个比较稳健的选择；另一方面，在新的或者目前薄弱的业务领域，通过并购实现产业链延伸则是一个操作性强、见效快的选择。从大股东急切做大健康产品的意愿和强大的现金流考虑，大规模的外延式并购或将成为主流。

同时，2009 年奖励基金方案的改革进一步催生了公司大规模并购的预期。新的奖励基金方案从原来的单纯以利润增长为考核指标变更为以利润增长和股东权益增加并重。而以股东权益增加为考核指标之一，无疑将进一步鼓励管理层积极寻求并购。

表 2 新华医疗奖励基金方案改革先后的比较

项目	2006-2008 年方案	2009 年修改稿
奖励基金的提取条件	1、年度净利润增长率超过 30%(不含 30%); 2、奖励基金所产生的费用计入下一年度; 3、最近一个会计年度财务报告被注册会计师出具无保留意见。	1、年度净利润增长率超过 10% (不含 10%); 2、年度资产增值保值率为正值; 3、激励奖金所产生的费用计入下一年度; 4、最近一个会计年度财务报告被注册会计师出具无保留意见。
奖励提取的考核指标	1、净利润增长率	1、资产增值保值率 2、净利润增长率

数据来源: 公司公告, 湘财证券研究所

从目前来看, 公司的外延式并购已是万事具备只欠东风——公司已有不少并购项目处于初步论证阶段。但我们预计, 公司的外延式并购将主要从明年起开始大规模实施, 主要基于两点考虑: 一是大股东对上市公司的控股权有一定的担忧 (仅 29% 的控股比例), 希望在支持公司大规模并购之前进一步提高控股比例, 而这涉及到要约收购程序的履行, 需要一段时日; 二是目前创业板、中小板估值普遍偏高, 并购标的的资产评估价格同样水涨船高, 不妨待回落后再择机介入。

盈利预测及投资评级

主要假设:

1. 公司核心业务消毒灭菌设备在未来 3 年内保持 30% 的高增长;
2. 主要原材料不锈钢价格 2010-2012 年增速分别在 25%、10% 和 10%;
3. 销售费用和管理费用稳中有降。

按照以上假设, 我们预测公司分产品营收如下:

表 4 分产品预测表

单位: 万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	88583.66	118097.39	153489.27	198043.76
营业成本	65303.01	88590.40	115308.77	147998.00
毛利率	26.28%	24.99%	24.88%	25.27%
医疗器械收入	74639.14	98791.71	129066.13	167856.57
增速	30.32%	32.36%	30.64%	30.05%
毛利率	28.12%	25.73%	26.00%	25.98%
成本	53652.85	73286.90	96051.84	124251.66
医用环保设备收入	3926.01	6281.62	8794.26	11432.54

增速	79.57%	60.00%	40.00%	40.00%
毛利率	25.08%	30.54%	30.31%	30.09%
成本	2941.27	4363.29	6128.67	7992.44

其他收入	10018.51	13024.06	15628.88	18754.65
增速	65.95%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	13.07%	16.00%	16.00%	16.00%
成本	8708.89	10940.21	13128.26	15753.91

数据来源：湘财证券研究所预测

不考虑外延式并购的因素,我们预测新华医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44 元、0.60 元和 0.86 元。公司在消毒灭菌设备等核心领域具有研发实力强的核心竞争力,高景气有望持续,且未来存在大规模并购的预期,故我们给予一定的估值溢价,按照 2010 年 EPS 50 倍 PE 计算,我们首次给予新华医疗“增持”的投资评级,6 个月目标价为 21.99 元。我们认为,该股未来具有政策推动的基本面和大规模并购预期带来的消息面的双重利好,具备良好的投资价值。目前股价处于调整期,建议持续关注,寻找逢低介入的契机。

表 5 新华医疗同类上市公司 2010 年预测市盈率

证券代码	证券简称	2010 年预测市盈率
002223.SZ	鱼跃医疗	47.17
300003.SZ	乐普医疗	55.65
300030.SZ	阳普医疗	52.43
600055.SH	万东医疗	60.61
600529.SH	山东药玻	21.22
平均		47.42

数据来源：Wind，湘财证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	712	953	1119	1482
现金	188	351	467	702
应收账款	186	259	269	359
其他应收款	29	46	60	77
预付账款	18	25	32	41
存货	275	252	265	270
其他流动资产	15	19	25	33
非流动资产	324	330	336	342
长期投资	18	22	26	31
固定资产	222	225	227	228
无形资产	58	56	54	52
其他非流动资产	26	27	28	30
资产总计	1036	1283	1455	1824
流动负债	303	502	602	868
短期借款	0	20	20	20
应付账款	135	201	285	366
其他流动负债	168	281	297	482
非流动负债	23	22	26	24
长期借款	6	6	6	6
其他非流动负债	17	16	20	18
负债合计	326	524	628	891
少数股东权益	60	64	68	75
股本	134	134	134	134
资本公积	331	331	331	331
留存收益	185	230	293	393
归属母公司股东权益	650	695	758	858
负债和股东权益	1036	1283	1455	1824

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	106	175	152	269
净利润	44	62	85	122
折旧摊销	17	16	17	18
财务费用	1	-2	-3	-4
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	41	88	34	111
其他经营现金流	3	12	20	22
投资活动现金流	-21	-21	-21	-22

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	886	1181	1535	1980
营业成本	653	886	1153	1480
营业税金及附加	6	6	8	10
营业费用	114	146	186	234
管理费用	58	74	93	118
财务费用	1	-2	-3	-4
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	50	68	96	141
营业外收入	3	7	6	6
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	53	74	101	146
所得税	9	12	16	24
净利润	44	62	85	122
少数股东损益	3	3	4	7
归属母公司净利润	41	59	80	116
EBITDA	68	82	110	154
EPS (元)	0.31	0.44	0.60	0.86

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	35.2%	33.3%	30.0%	29.0%
营业利润	74.8%	35.5%	40.1%	47.3%
归属于母公司净利润	38.2%	43.2%	36.2%	43.8%
获利能力				
毛利率(%)	26.3%	25.0%	24.9%	25.3%
净利率(%)	4.7%	5.0%	5.2%	5.8%
ROE(%)	6.4%	8.5%	10.6%	13.5%
ROIC(%)	8.4%	13.3%	21.3%	50.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.5%	40.9%	43.2%	48.9%
净负债比率(%)	1.84%	4.96%	4.14%	2.92%
流动比率	2.35	1.90	1.86	1.71
速动比率	1.44	1.39	1.42	1.40
营运能力				
总资产周转率	0.87	1.02	1.12	1.21

资本支出	19	17	17	17	应收账款周转率	4	5	5	6
长期投资	-3	4	4	5	应付账款周转率	5.24	5.26	4.74	4.54
其他投资现金流	-5	-0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-56	8	-15	-12	每股收益(最新摊薄)	0.31	0.44	0.60	0.86
短期借款	-45	20	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.30	1.13	2.00
长期借款	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.17	5.64	6.38
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	61.03	42.63	31.30	21.78
其他筹资现金流	-11	-12	-15	-12	P/B	3.88	3.62	3.32	2.94
现金净增加额	29	163	116	235	EV/EBITDA	35	29	22	15

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。