

医疗器械II

乐普医疗(300003.SZ)/28.20元

运筹方略，振翅欲飞

——以现实的实力促未来的发展

独到见解

介入治疗领域为朝阳行业，预计近几年行业增长率将超 30%。乐普医疗为国内领先 PCI 制造企业，公司业绩自 2005 年起一直保持 100%左右的增长。公司正在申报的无载体支架和正在进行临床试验的分叉支架将提升公司的竞争力，上述产品上市后以及公司正积极采取内涵和外延并重的发展模式，有望使公司实现业绩的跨越式增长。

投资要点

1. **国内 PCI 器械将保持 30%以上的行业增长。** 医疗器械属朝阳行业，发展快速，PCI 器械未来应用前景十分广阔，国内医疗制度改革将进一步扩展市场空间。
2. **乐普医疗强大的核心竞争力有可能促其超预期增长。** 乐普医疗为国内 PCI 器械龙头企业。强大的研发能力和新产品梯队提供了公司持续发展的动力，05 年至 09 年公司的销售收入和净利润维持 100%的复合增长率。
3. **新战略的实施可能使公司呈现跨越式发展。** 公司内生增长和外延扩张并举，先后控股或参股 6 家业务相关企业，产品多元化并向设备领域渗透将使公司未来收益渠道进一步拓宽。
4. **营销改革及产品国际化策略推动公司市场向深度与广度全面发展。** 公司实施的销售板块化管理和营销渠道下沉模式将强化终端维护与控制，开拓海外市场策略恰逢其时。新模式与新策略有望保证公司持续快速发展。
5. **投资建议：推荐（首次）。** 预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入将达到 7.69 亿元、11.07 亿元和 15.50 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.7 元和 0.97 元，按最新收盘价 PE 为 63 倍、44 倍和 32 倍。考虑到介入行业存在持续快速增长行业、公司处于领先地位、未来 3-5 年存在 40%以上的增长率可能，我们给予公司 50 倍的动态 PE，按 2011 年 0.7 元业绩，12 个月内目标价位 35 元，首次给予**推荐**评级。

主要财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	565	769	1107	1550
同比增速(%)	43	36	44	40
净利润(百万)	292	400	570	785
同比增速(%)	45	37	43	38
每股盈利(元)	0.72	0.49	0.70	0.97
市盈率(倍)	86	63	44	32

研究员： 范少忠 廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: fanshaozhong@hczq.com

联系人：

Tel:

Email:

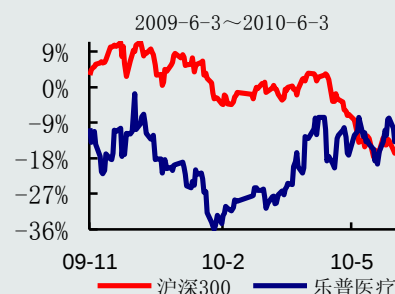
投资评级

投资评级： 推荐
 评级变动： 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	81200
流通 A 股/B 股(万股)	8200/0
资产负债率(%)	5.35
每股净资产(元)	4.31
市盈率(倍)	78.36
市净率(倍)	6.54
12 个月内最高/最低价	86.0/24.2

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

正文目录

1. 介入疗法：脱颖于传统治疗的新秀	4
1. 心血管介入治疗的发展历史及现状	4
2. PCI 有其无可替代的优势	4
3. PCI 现阶段临床应用存在的问题	4
4. 未来新型支架研发的方向	5
二. PCI 治疗器械：市场潜力巨大，行业发展迅猛	5
1. 适应症人群基数及增长率使消费市场日趋庞大	5
2. 朝阳行业方兴未艾，高速发展指日可待	6
三. 乐普医疗：今日的头羊，明日的黑马	11
1. 研发实力和延伸的产品线为公司的持续发展提供强大的助推力	11
● 产品研发的梯次配置打造公司的核心竞争力	11
● 无载体药物洗脱支架的推出有望改变行业市场格局	12
● 分叉支架全球一枝独秀	12
2. 技术优势与行业政策等壁垒有利于公司维持龙头地位	13
● 公司产品技术优势所形成的壁垒短期难以打破	13
● 产业标准与导向提高了进入门槛	13
● 公司的行业地位仍将维持并有提升的潜力	14
3. 内生增长和外延扩张并举，产品多元进一步拓宽化使公司未来收益渠道	15
4. 改善营销管理模式，推动产品国际化进程	16
● 网络下沉的营销策略有望挖掘更多的基层终端市场	16
● 拓展海外市场初见成效，未来空间广阔	16
● 美国医改方案有望使公司从中受益	16
四. 投资建议	17
1. 估值逻辑	17
2. 同类公司二级市场上股价表现。	17
3. 投资建议：推荐	18
附录：财务预测表	20

图表目录

图表 1 调查地区系统别循环系统慢性病患率	5
图表 2 我国部分城市心脑血管疾病死亡专率（2006 年-2009 年）	6
图表 3 2007-2009 年 3 年间我国城市疾病死亡死因平均构成	6

图表 4	全国医疗器械行业部分经济运行指标同比增幅（2005 年-2009 年）	7
图表 5	2009 年全国 PCI 手术适应症临床诊断表现	7
图表 6	2000 年以来我国 CPI 数量变化及预测	7
图表 7	全国 CPI 注册医疗机构及医师人数（2009 年）	8
图表 8	全国部分地区 PCI 病例数及占比	8
图表 9	2000 年以来全国支架系统使用量变化统计（09 年数据按 1.6 套/人测算）	9
图表 10	我国部分地区 PCI 报销比例	10
图表 11	公司部分新型支架产品特点及所处研发阶段	11
图表 12	2008 年主要支架厂商国内市场份额	13
图表 13	近 3 年公司销售收入毛利率和净利率变化	14
图表 14	乐普医疗 05-09 年盈利能力及复合增长率	14
图表 15	乐普医疗参股及控股公司结构	15
图表 16	公司近三年及本年一季度资产及负债变化	16
图表 17	公司最近 3 年支架产品销售收入增长和未来 3 年预测	17

1. 介入疗法：脱颖于传统治疗的新秀

1. 心血管介入治疗的发展历史及现状

所谓心血管疾病介入疗法，简单来说就是在体外监视设备引导下，通过在体表切开一个微小创口，然后用导管深入病人体内血管，进行修补、扩充、疏通操作的微创腔内手术治疗方法。上世纪 70 年代中期，世界上首例采用球囊实施经皮腔内冠状动脉成形术(PTCA)在苏黎世获得成功。自此，介入治疗步入迅速发展而方兴未艾的历程。早先采用的球囊扩张的方法可快速将狭窄或栓塞的管腔扩张疏通，但单纯的球囊扩张在机械力卸除后容易重新产生后期的再栓塞。为此，在球囊扩张术的基础上又发展出了支架介入治疗的方法，将冠状动脉狭窄的部位扩张后放入一个金属或其他材料制成的支架支撑狭窄部位，使狭窄或栓塞的部位重新畅通，同时用药物使栓子溶解消除，大大降低了再狭窄率。由此诞生了经皮冠状动脉介入术(PCI)。现代意义的介入疗法不再限于 PCI 而逐步延伸到其他各类心脑血管疾病，并且发展出栓塞阻断的介入策略成功用于肿瘤的治疗。自 1986 年第一例支架扩张治疗冠脉狭窄临床应用以来，先后采用金属裸支架、金属喷涂药物支架、高分子载体药物支架等多种类型。扩张方式也有自膨胀、球囊扩张和热记忆扩张等。

2. PCI 有其无可替代的优势

对于药物不能缓解或突发性缺血梗死病人，介入疗法可获得良好疗效。同时由于避免了开胸过程，仅用 2-3mm 的导管通过股动脉或桡动脉穿刺植入介入材料。因此，治疗过程创伤小、痛苦少、恢复快，避免了术后继发感染及其他并发症。2009 年全国个注册医院 PCI 手术质量检测统计资料显示，手术死亡率平均为 0.32%（各省在 0-0.87%之间），术中和术后严重并发症发生率分别为 0.05%和 0.35%，远低于心脏搭桥手术死亡率和各种并发症水平。随着研究的深入和临床试验的进展，介入器件发展出了球囊、各类支架、人工瓣膜、封堵器等多种类，已成为与传统的内科药物治疗、外科手术治疗相并列的三大现代医学治疗手段之一。

3. PCI 现阶段临床应用存在的问题

支架的诞生是为了解决球囊扩张后产生的再狭窄和远期栓塞的问题。过去采用金属裸支架有效地降低了这一情况发生的概率，但临床统计仍有 20%-30%病例发生支架内再狭窄(ISR)和远期血栓，复杂病例可达到 50%以上。主要原因是支架植入时损伤管腔内皮层导致的血管内平滑肌细胞增生和凝血机制激活，也与金属本身的异物性相关。为解决这一问题应运而生的载体药物洗脱支架，将抑制组织细胞增生药物（雷帕霉素、紫杉醇等）通过高分子载体附着于支架之上，即解决了药物直接涂覆于金属表面易脱落的问题，也将 ISR 发生率降低到了 10%以下。载体药物支架的出现曾一度被誉为“革命性”的事件。但随后发现远期血栓发生率却有升高的趋势，原因之一就是由于高分子载体引起致敏性及炎症反应而导致内皮化延迟增加了血栓形成的风险。因此，研究与开发更新型支架是临床应用的大势所趋。

4. 未来新型支架研发的方向

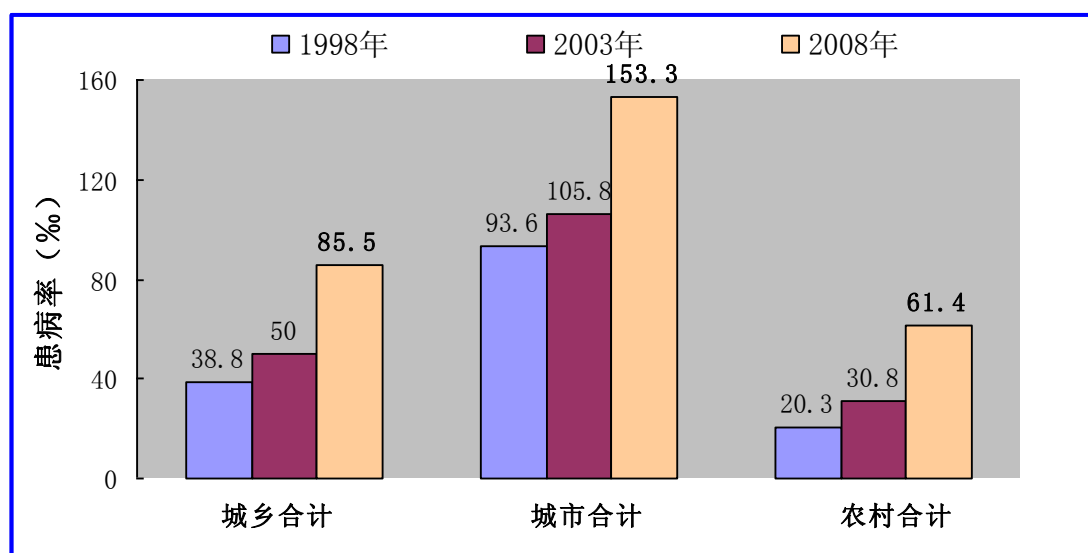
现阶段新型支架的研制主要是对裸支架表面处理以及采用药物联用或抗体—药物联用的思路，即采用在更优良的涂层技术、优选的支架材料和构型所提供的携药平台基础上，与携带不同作用药物或采用不同携带药物方法相结合的方向发展。但从长期看来，这些仍然是过渡类型，支架系统发展方向是无载体支架及完全可降解支架。

二. PCI 治疗器械：市场潜力巨大，行业发展迅猛

1. 适应症人群基数及增长率使消费市场日趋庞大

心血管疾病一直被认为是威胁人类健康的大敌，尽管近 30 年来心血管病死亡率在大多数国家都有不同程度的下降，但其仍是多数国家 45 岁以上男性第一位的死亡原因。在我国，根据《中国心血管病报告 2007 年》提供的数据，我国心血管病现患人数至少 2.3 亿，估计我国每年心血管病死亡 300 万人，总死亡每 3 人中就有 1 人因心血管病死亡。近年来由于我国人口结构的老龄化及不良生活习性，心血管病发病率和死亡率呈双上升趋势，且新患和易患人群呈年轻化趋势，仅每年新增先天性心脏病患儿就达 13-15 万例。美国心脏协会杂志《循环：心血管的质量和结果》一项研究预测，从 2010 年到 2030 年，中国的心血管疾病和死亡人数将增加 73%。庞大的人群基数意味着庞大的市场。

图表 1 调查地区系统别循环系统慢性病患率

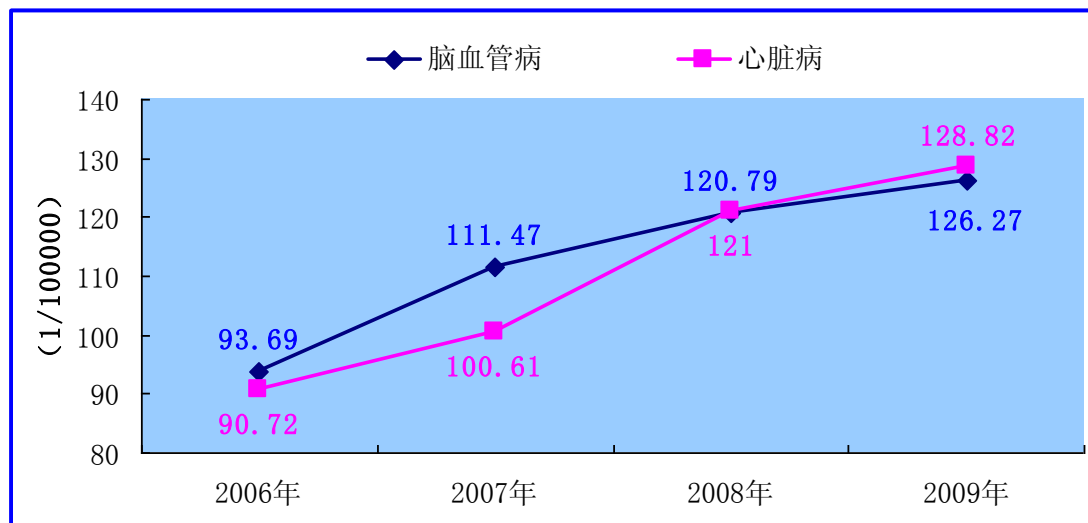


资料来源：2008 年中国卫生服务研究 卫生部统计信息中心

与此相对照，尽管近几年我国 PCI 发展迅速，但与庞大的需求基数和增量相比却仍存在很大缺口。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 14.47 万例，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

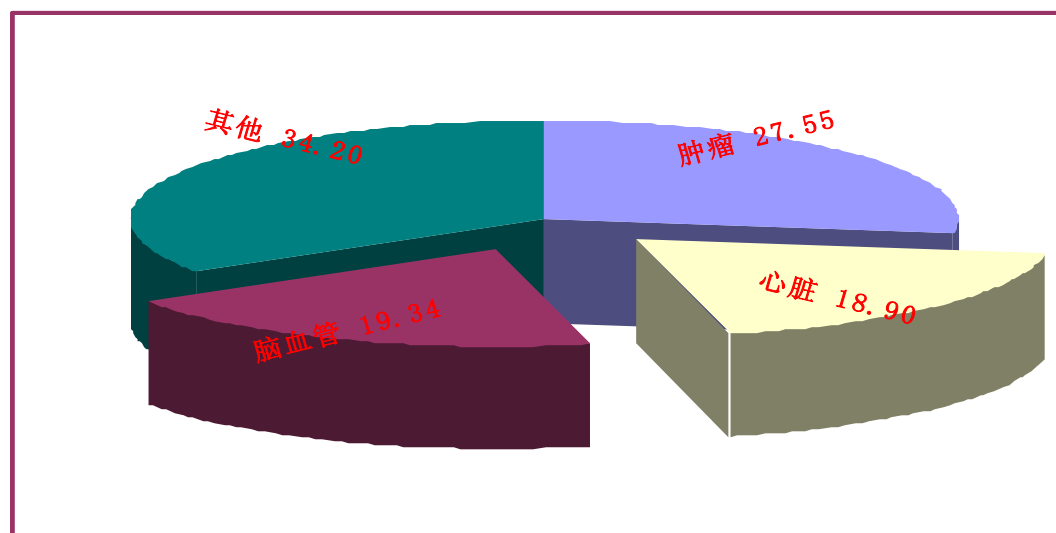
效的治疗。而在人口为 3 亿的美国，每年实施的 PCI 例数高达 100 万-120 万例。人口为 1 亿多的日本，每年 PCI 例数也达到 28 万例。根据 08 年卫生部统计，我国心脏病发病率约为 17.6%，按我国人口 13 亿计算，仅心脏病人数就超过 2200 万，而采用介入治疗的患者比例不足 2%，足见其未来的市场潜力将十分巨大。

图表 2 我国部分城市心脑血管疾病死亡专率（2006 年-2009 年）



资料来源：卫生部中国卫生统计提要

图表 3 2007-2009 年 3 年间我国城市疾病死亡死因平均构成



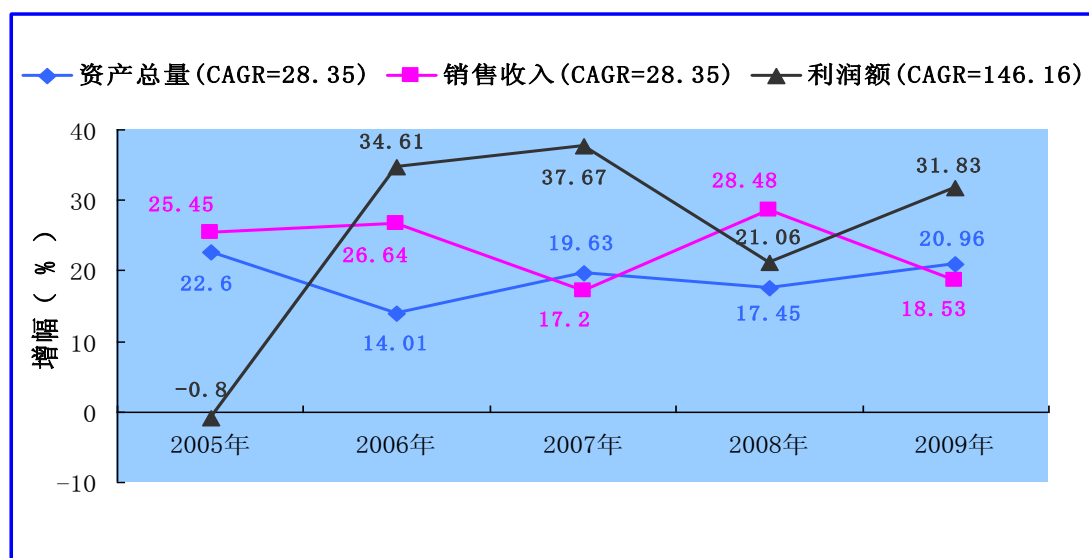
资料来源：卫生部中国卫生统计提要

2. 朝阳行业方兴未艾，高速发展指日可待

从世界上第一例临床冠脉治疗到现在仅有 37 年的时间，相对其他的成熟医疗技术，介入治疗还有很大的发展和成长空间。我国从上世纪 80 年代开始引入冠心病介入治疗，迄今已取得很大的进展，其在心血管疾病治疗上的特有优势使已逐渐被医患者接受并被应用于多

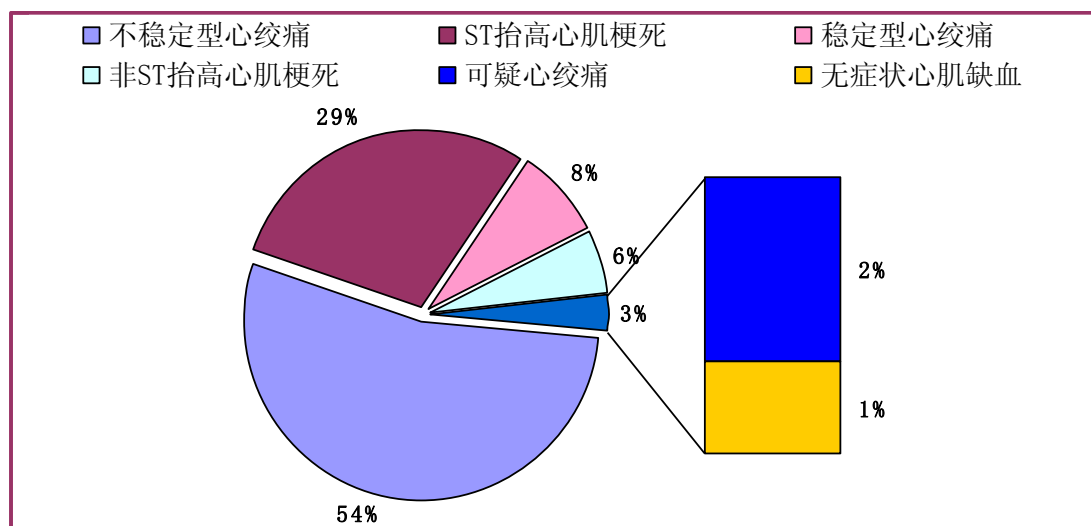
种类型心脏病的治疗上，至 2000 年采用介入治疗动脉导管未闭的病例数首次超过手术治疗病例数。2000 年我国仅有 1.2 万人接受了冠脉支架植入术，2004 年这一数字达到了 6 万例，2008 年我国心血管介入治疗的患者则超过了 18.6 万人，而 2009 年则达到了 24 万余人，年均复合增长率达到 39.6%，且增幅呈加速倾向。与此相适应，目前我国绝大多数的省、自治区和直辖市均有 PCI 医疗机构，总数达到 1015 家，注册医师达 4389 人。

图表 4 全国医疗器械行业部分经济运行指标同比增幅（2005 年-2009 年）



资料来源：华创证券研究所

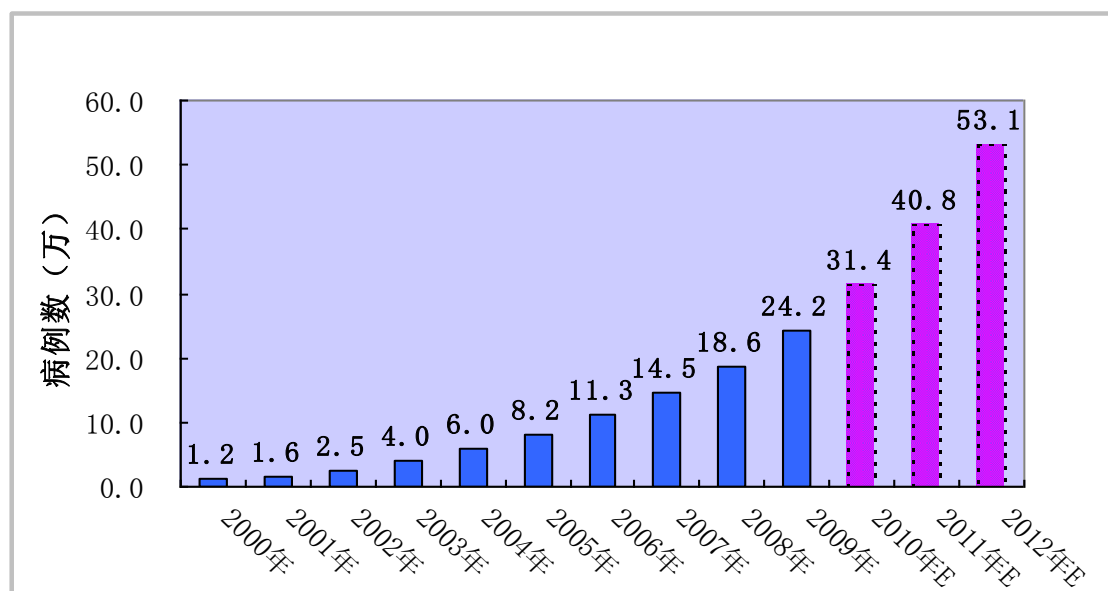
图表 5 2009 年全国 PCI 手术适应症临床诊断表现



资料来源：华创证券研究所

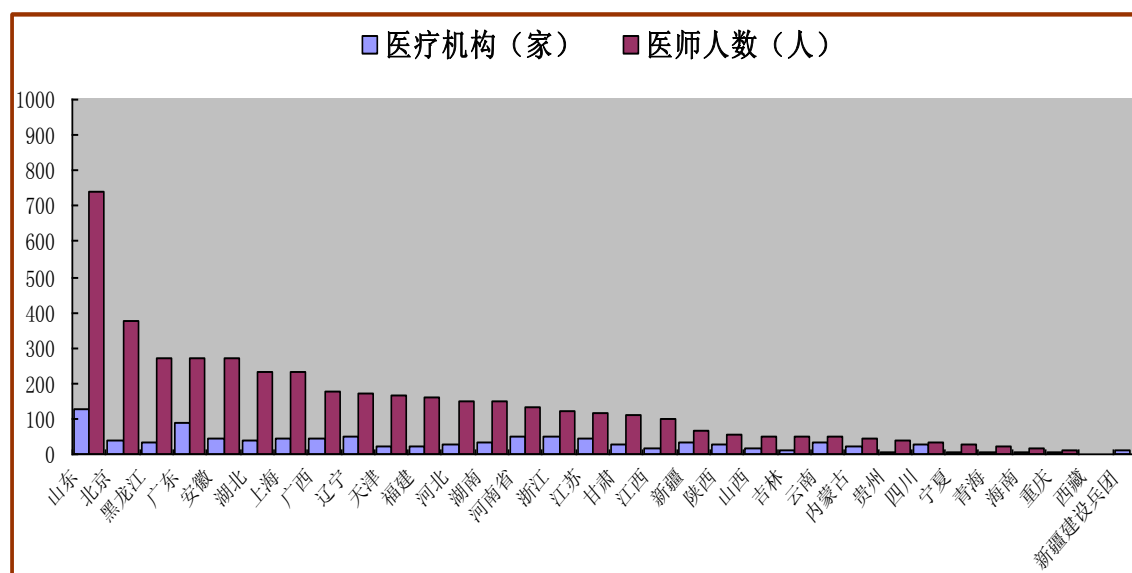
（注：缺新疆（含生产建设兵团）资料）

图表 6 2000 年以来我国 PCI 数量变化及预测



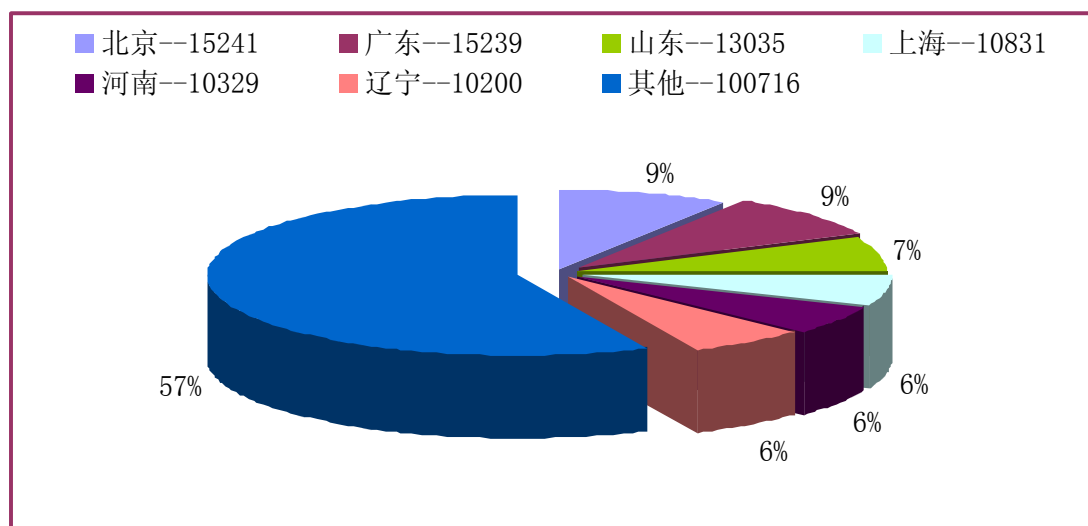
资料来源：中国医疗协会外科植入物专业委员会

图表 7 全国 PCI 注册医疗机构及医师人数（2009 年）



资料来源：华创证券研究所

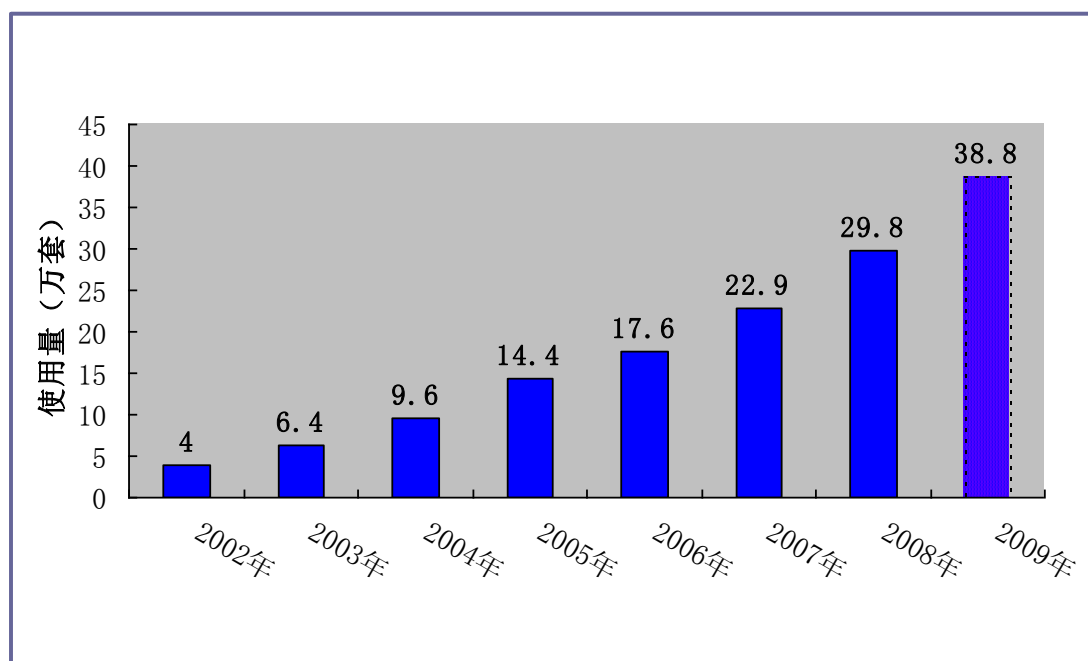
图表 8 2009 年全国部分地区 PCI 病例数及占比



资料来源：华创证券研究所

近 10 年来我国的先心病介入治疗的研究和制造技术发展很快，一些介入性材料如支架、导管术在数量上及种类上都接近甚至超过国际先进水平。受益于研发水平和临床应用的快速成长，器械材料的使用量也呈现快速增长势头。2008 年支架系统使用量较 2005 年上升超过了 7 倍，而且在医疗政策和患者人数双驱动下，这一成长趋势有较强的持续性。我们预计，未来三年内 PCI 器械制造行业维持 30%以上的复合增长应该是大概率事件。

图表 9 2000 年以来全国支架系统使用量变化统计（09 年数据按 1.6 套/人测算）



资料来源：中国医疗协会外科植入物专业委员会

3、新医保制度有利于介入治疗需求释放

尽管市场潜在需求旺盛，但由于我国过去医保制度不健全，受惠人群覆盖率低，消费市场主要来自城镇在职职工及可享受公费医疗的特殊群体。PCI 较高的费用，抑制了很大一部分需求。随着新的城镇居民医疗保险制度和新农合建设，医疗保险覆盖范围及报销比例大大提高，将显著提高城乡人口医疗支付能力。PCI 治疗已明确列入医疗报销范围，各地对植入性医疗器械报销比例有所差异。部分地区对进口介入材料实施较低报销比例或不予报销的政策有利国产支架市场拓展。

图表 10 我国部分地区 PCI 报销比例

地区	报销比例
北京	使用单价 500 元（含）以上的贵重医用材料，报销比例由 50%提高到 70%；单次最高支付额上调到 21600 元。适用于参加基本医疗保险职工和退休人员，并适用于本市享受公费医疗人员、参加城镇无医疗保障老年人大病医疗保险人员、参加城镇学生儿童大病医疗保险的人员、城镇劳动年龄内无业居民。
上海	进口材料个人支付 30%，国产个人支付 20%，剩余部分按通用规则由统筹基金与医院结算。适用于本市范围内的城镇企业、机关、事业单位、社会团体和民办非企业单位
广州	安装各种人造器官和体内置放材料，个人自付 50%。心导管球囊扩张术、心支架成形术、冠脉造影等各种介入治疗项目自付 20%。适用于参加本市城镇职工基本医疗保险、城镇灵活就业人员医疗保险及外来人员基本医疗保险人员。
深圳	使用特殊医用材料进行人工器官的安装或置换、使用单价在 1000 元以上的一次性医用材料，无国产普及型可比价格的，由原按进口普及型价格的 50%提高到 60%列入基本医疗大病统筹基金记账范围。取消心血管内导管、支架和球囊的最高支付限额。适用于本市所有用人单位及其职工（含农民工）、本市户籍的其他人员。
武汉	参保居民按规定使用体内置放材料、置换人工器官和血液制品的医疗费用，医保基金支付 35%，个人支付 65%。
四川宜宾	属基本医疗保险支付的特殊材料、一次性材料，基本医疗保险按规定比例报销后的剩余部分，承保公司按 95%赔付；

贵州万山特区	参合农民住院时特殊材料（只给国产的特殊材料纳入报销）费的报销： 特殊材料费 3000 元以内按相应定点医疗机构拟报费用的 60%按比例报销，3000 元以上按相应定点医疗机构拟报费用的 40%按比例报销。
全国城市平均 （2008）	支架介入治疗的医保报销比例总体在 50%~80%之间。（以北京、上海、广州等 13 个城市的医保机构和大型医院为主体的调查。涉及参保人员 2660 万人，具有一定的代表性。）

资料来源：各地社保网、健康报等

三、乐普医疗：今日的头羊，明日的黑马

1. 研发实力和延伸的产品线为公司的持续发展提供强大的助推力

●产品研发的梯次配置打造公司的核心竞争力

公司自 1999 年成立以来一直从事 PCI 医疗器械的研发、生产和销售，是国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的为数较少的企业之一。相继完成了支架、导管等多项介入医疗核心产品的研制开发和产业化工作，在业内第一个获得国家药监局颁发的“冠状动脉支架输送系统”产品注册证（III 类）、第一个研发并试制成功抗感染“药物中心静脉导管”。除目前已上市的产品外，公司自主开发的系列新产品已依次处在不同的研发阶段。

图表 11 公司部分新型支架产品特点及所处研发阶段

新产品系列	无载体药物支架	抗体-药物联合支架	完全可降解支架	分叉支架
说明	表面修饰形成纳米孔洞，药物直接吸附于内，药效缓释，无高分子载体。	支架朝管腔面涂覆 CD34 抗体，与管壁接触三面涂覆雷帕霉素（免疫抑制剂）。	药物涂覆于可完全生物降解的支架上，完成机械支撑后自行降解，无异物残留。	以特殊工艺制成各种不同角度和不同径的分叉骨架，适用于狭窄部位侧枝同步病变的治疗。

特点	1. 抑制内膜增生，降低再狭窄率。 2. 避免高分子载体所引致的远期血栓。 3. 避免药物涂层脱落。	1. 抑制内膜增生导致的支架内再狭窄。 2. 降低远期血栓形成。 3. 抗体具高度特异性和靶向专一性。	1. 与细胞和组织补偿再生相匹配的降解速率。 2. 降低再狭窄率和远期血栓形成。 3. 不妨碍特殊情况下的二次植入。	1. 一次植入，多点起效，操作简单。 2. 全球尚无第二家企业生产该种支架。 3. 适应症人群占PCI手术总人群的15%-18%。
现状	通过临床试验，等待批文。	临床试验阶段。	临床前试验阶段。	临床试验阶段。

资料来源：华创证券研究所

● 无载体药物洗脱支架的推出有望改变行业市场格局

无载体药物洗脱支架是公司自行开发的新型支架产品。采用特殊化学工艺在金属支架表面均匀蚀刻出无数的约 400nm 孔径的空洞，在纳米级水平分子作用力将药物牢固吸附在支架上，其载药量已达到或超过高分载体药物支架。该型支架一方面可以通过药物的持续释放抑制因血管内膜增生而导致的支架内再狭窄的形成，另一方面也完全消除现阶段临床应用的药物支架因中高分子载体引起的过敏和炎症反应所导致的远期血栓产生。我们预计该产品有望在 2011 年第二季度推出。预计产品上市后将对现有市场形成较大冲击，市场格局有可能面临重新洗牌。

● 分叉支架全球一枝独秀

分叉支架主要针对血管侧枝分叉处出现双狭窄的病例。据统计，这类病患约占 PCI 适应症患者的 15-18%。由于患者比例低加之人口基数小，受试样本难以获取，国外尚无机构对此做持续研究开发，公司是国内外唯一进行该项产品研发的企业。采用分叉支架进行介入治疗，可以用一套系统、一次操作即可达到普通支架多套多次手术的效果，在减少操作步骤同时降低手术费用。该产品已进入临床试验阶段并在过去 3 年中已完成 80 余例患者的临床试验。预计该产品一旦率先获得生产许可，将可以在一定时期内取得市场的完全垄断地位，加上其他在研产品，公司的发展潜力不可小视。

2. 技术优势与行业政策等壁垒有利于公司维持龙头地位

● 公司产品技术优势所形成的壁垒短期难以打破

PCI的发展是在各种研究和技术综合支撑下而实现的，其核心器材支架系统的制作对材料和工艺有很高的要求。如支架的表面或改性后表面性质、径向张力大小、稳定性和生物相容性、药物的被覆与缓释技术等方面，其工艺、设备及各项参数均有非常精密的要求，是结合医学、药学、材料学、机械制造、免疫学、细胞学多学科的高科技产品，生产企业需要具有很强的综合实力。公司过去一直以来都专注于冠脉支架系统的研究与开发，已具备了明显的技术优势。与国外同类产品相比，在药物及载体选择、药物释放技术与国外产品相近。支架结构设计、表面修饰和药物涂覆等工艺技术已达到国内领先水平，第二代无载体药物支架在技术原理上以领先国外产品。在支架规格、操作便捷性及支架与输送系统的集成等方面，更能适应国内患者的临床需求。与国内同类产品相比，本公司支架产品在血管支撑力、支架贴壁性、血管重塑性等方面都具有较强的性能优势，已构成了公司特有的技术壁垒。

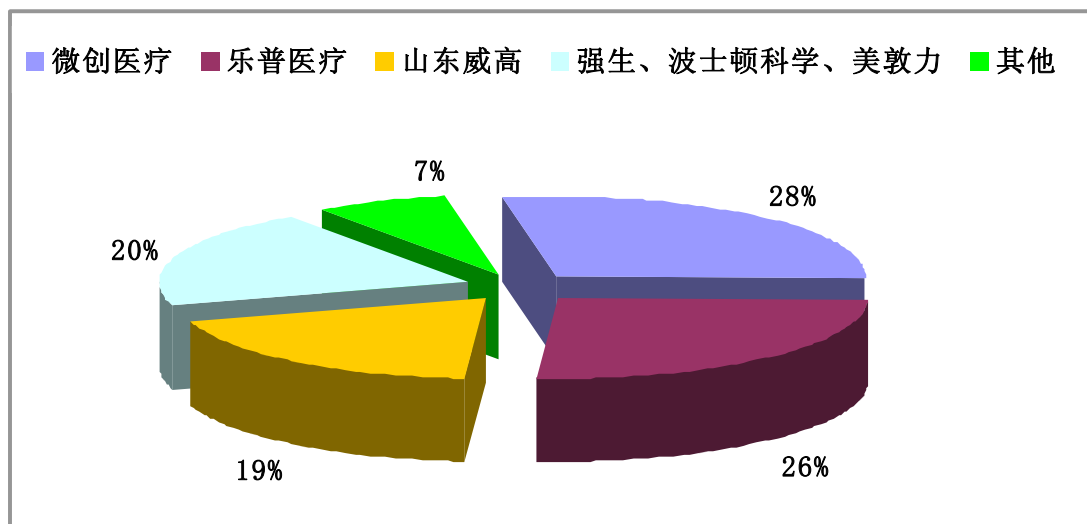
● 产业标准与导向提高了进入门槛

支架属国家严格控制的III类医疗器械，国家实行了严格的生产许可证和产品注册制度，实行高起点和高标准的产业导向政策，并颁布了一系列的标准和规范。2007年制定的国家标准就已超过美国药典的要求，08、09年不断对标准进行增补和修订，新近制定的《医疗器械生产质量管理规范（试行）》及相应的评定标准和实施细则将在2011年开始施行，监管标准进一步提高，截至目前，我国共有医疗器械国家标准180项，行业标准727项，医疗器械已经进入高标准时代。

其他诸如由于人才、专利技术保护、渠道等因素所构成的壁垒，都构成了后期行业进入的难度。

由于一系列的壁垒的阻碍，目前国内冠脉支架市场基本被排名前六位的微创医疗、乐普医疗、山东吉威、强生、波士顿科学和美敦力瓜分，合计占据了93%的市场份额。

图表 12 2008 年主要支架厂商国内市场份额

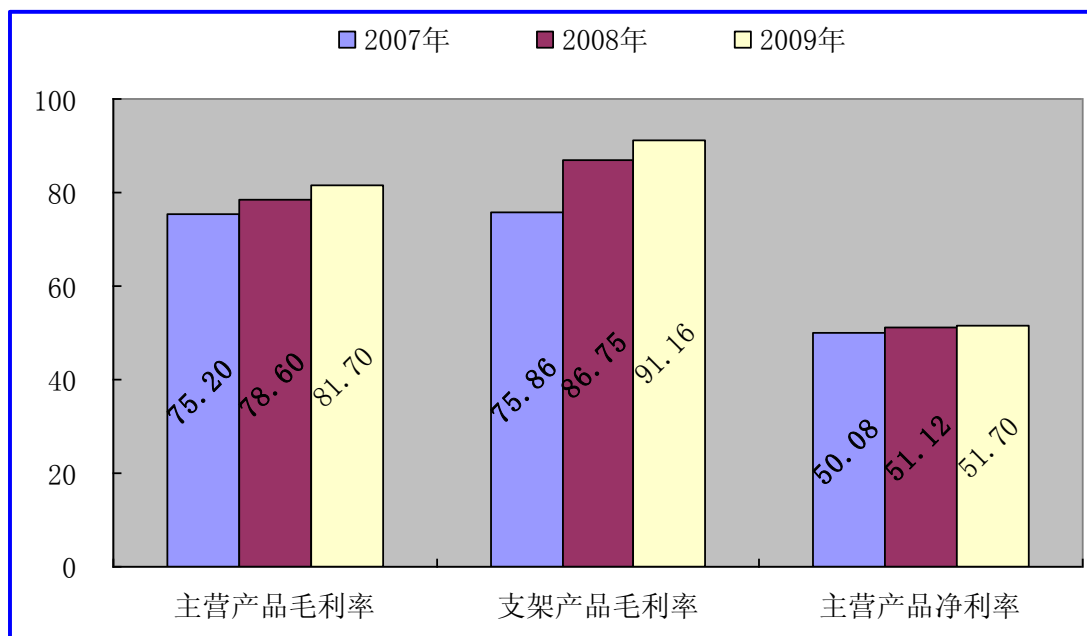


资料来源：华创证券研究所

● 公司的行业地位仍将维持并有提升的潜力

行业的高集中度及公司的行业垄断地位，加上公司已有的规模优势和品牌效应，使公司产品价格具备有较高的议价能力。2005 年以来，公司的毛利率和净利率持续维持高位，销售收入和利润额增幅领先于行业平均增幅。我们预计，这种趋势短期内难有较大的变化，公司销售收入增长和较高毛利率仍可维持，并有冲击行业第一的潜力。

图表 13 近 3 年公司销售收入毛利率和净利率变化



资料来源：公司年报

图表 14 乐普医疗 05-09 年盈利能力及复合增长率

销售收入(万元) 利润额(万元) 净利润(万元)

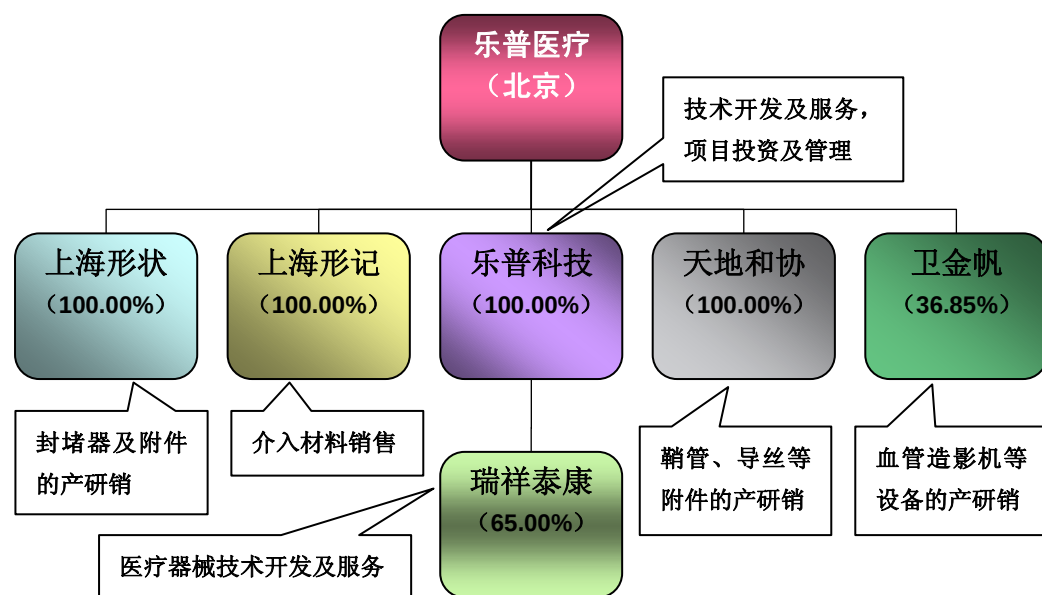
2005 年	3702.09	644.76	631.66
2006 年	17533.82	7950.97	6360.05
2007 年	29898.47	15031.5	14972.55
2008 年	39387.94	20170.42	20116.97
2009 年	56519.74	33142.32	29235.81
CAGR	100.24	167.76	160.83

资料来源：公司年报

3. 内生增长和外延扩张并举，产品多元化进一步拓宽公司未来收益渠道

公司在加大核心竞争力的培育的同时，采取技术转让、并购、参股的方式延伸产品覆盖领域，先后全资控股北京天地和协、上海形状、上海形记、乐普科技四家子公司，参股北京卫金帆和北京瑞祥泰康，现公司产品包含了支架系统、封堵器、心脏介入瓣膜、压力传感器、导管导丝等介入配件、诊断试剂盒，以及大型血管造影设备、OCT和彩超等检测设备，产品线已从小型介入医疗器械及配件向大中型医疗设备领域延伸。产品多样化在降低公司产品过度集中风险的同时，也有望在未来给公司贡献新的利润增长点。

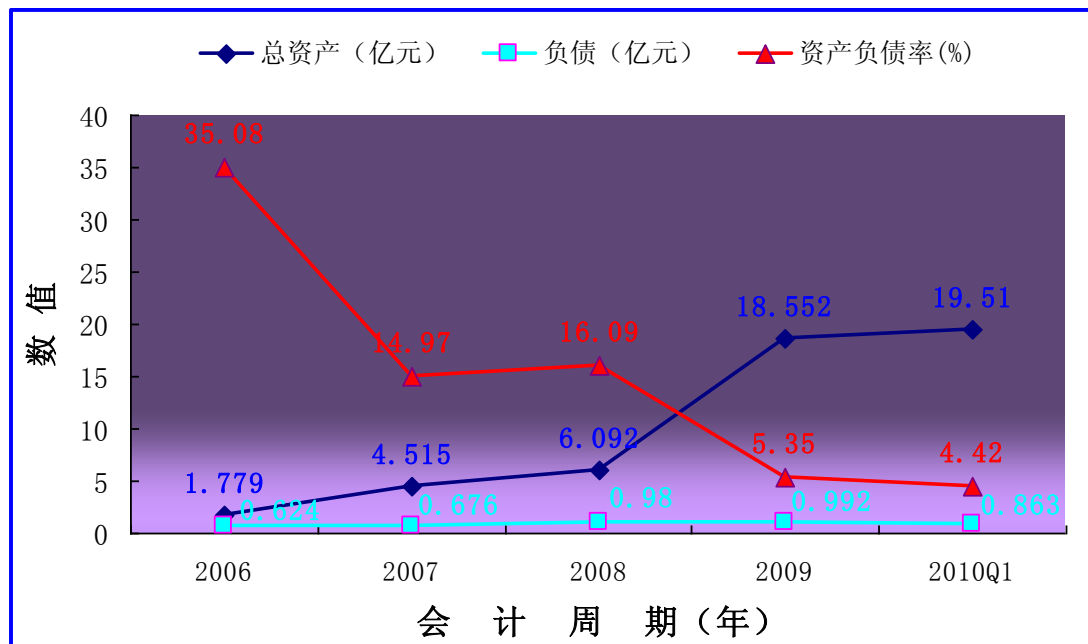
图表 15 乐普医疗参股及控股公司结构



资料来源：公司招股说明书

公司09年11月在创业板成功上市，股权资本扩充。我们分析，公司目前资本结构中负债资本过低，对财务杠杆应用不足，在收益大幅攀升的情况下，出于优化资本结构和提高ROE的需要，公司存在增大负债的冲动，预计未来外延扩张政策还将持续。伴随募集资金逐步投入运营，公司规模和盈利额还将有较大扩张空间。

图表 16 公司近三年及本年一季度资产及负债变化



资料来源：公司年报

4. 改善营销管理模式，推动产品国际化进程

● 网络下沉的营销策略有望挖掘更多的基层终端市场

国家医疗政策及介入治疗技术的推广，PCI 医院向中小市县普及将是大势所趋。为此，公司对已有的遍及全国 30 个省、自治区和直辖市营销网络进行拆并，改变过去的营销垂直管理模式，采取分片区设立营销分公司的方法，建立 12 个国内营销分部和 130 余人专职营销队伍，意在强化对终端的维护与控制，推进产品向中小城市和县市级医院的覆盖。目前公司主导产品支架系统已覆盖到全国 812 家医院和 160 家经销商，全国 85%以上 PCI 的医院都在使用公司产品。今年一季度公司营销费用较去年同期增加 35.61%，营业收入较去年同期增加 35.38%，取得良好开局。由于目前营销网络优化处于集中投放期，业绩体现预期将在后续过程中逐步放大。

● 拓展海外市场初见成效，未来空间广阔

公司的国际化战略实施以来已取得不俗成绩。一季度公司的药物支架、球囊导管等获得了泰国、厄瓜多尔的产品注册证，介入配件、止血压迫器通过了 CE 认证，并正积极推进俄罗斯、巴西、秘鲁、台湾等国家和地区的产品注册。公司国际营销的战略是：以技术高端优势突出的高附加值产品如支架、封堵器等开拓发达国家市场，其他产品主要向发展中国家出口。

● 美国医改方案有望使公司从中受益

美国是全世界最大的心血管介入医疗器械的消费国。我们注意到，美国医改方案已在 3 月中旬获得通过，新方案实施后将新增覆盖 3200 万人，国民覆盖率达到 95%以上。对此我

们预测，美国对支架等介入材料的需求将会扩大。出于开支压力，美国将会提高采购低价医疗产品的比重，对我国包括医疗器械在内的医药企业来说是打入美国市场难得的机遇，从这个意义上说，公司的国际化战略“生逢其时”。

四. 投资建议

1. 估值逻辑

- 公司所在的医疗器械为朝阳行业，公司的主营业务心血管介入材料及配件属行业中技术要求较高的子行业板块，市场需求每年增幅在 30%以上，受政策驱动，潜在消费欲望未来将出现快速释放。
- 公司占据行业的龙头地位，2005 年至 2009 年间的销售收入和净利润维持在 100%以上的复合增长率。09 年公司上市后，11.4 亿元的实际募集资金使公司现金面充裕，公司规模和盈利快速增长预期强烈。
- 公司核心竞争优势突出，现有主导产品载体药物洗脱支架 2009 年市场占有率 27%左右的市场份额，自行研发的无载体支架有望在 2011 年第二季度推出。预计上市一年可抢占 5%左右的市场份额，为公司贡献 1.4 亿元左右的收入。公司另一个自主研发的分叉支架为世界独有的新型产品，有望在今年完成临床试验，预计 2012 年可以上市并可占据目标市场（由患有血管分叉处双狭窄患者构成）30%左右的份额，贡献约 1.4 亿左右的销售收入。
- 预计公司核心产品支架系统 2010 年、2011 年及 2012 年销售收入 6.01 亿元、8.85 亿元和 12.62 亿元，增长率分别为 36.0%、47.3%和 42.6%。

图表 17 公司最近 3 年支架产品销售收入增长和未来 3 年预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
载体药物洗脱支架	28579	34090	44164	60063	78082	93698
无载体支架					10412	18741
分叉支架						13714
合计	28579	34090	44164	60063	88494	126154
增长率%	73.76	19.28	29.55	36.00	47.33	42.56

2. 同类公司二级市场上股价表现。

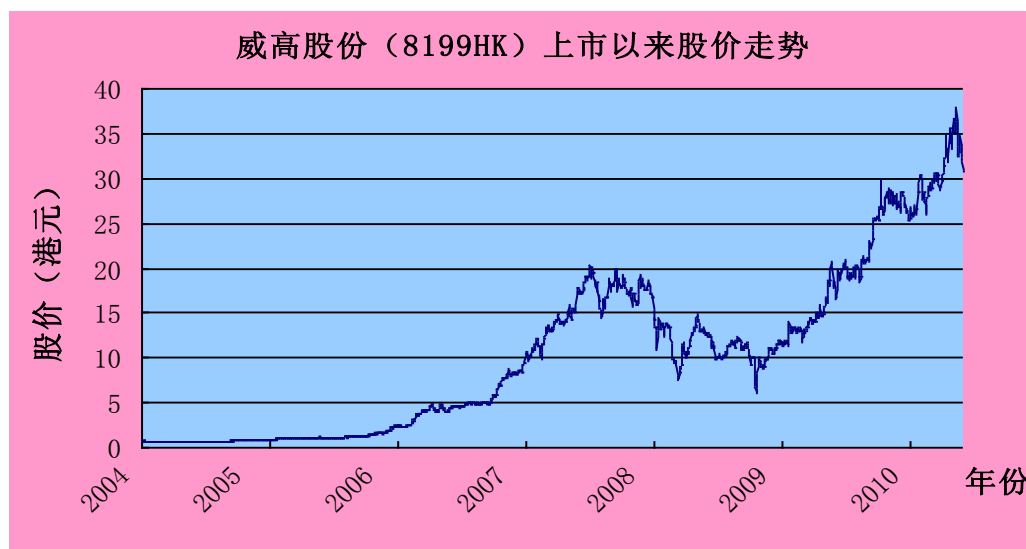
我们选择了鱼跃医疗和威高股份作为参照，分析它们在二级市场股价运行趋势。

（1）**鱼跃医疗（002223）**：2008 年 4 月 18 日在深交所中小板上市。公司经营范围业务医疗器械、保健用品的制造与销售；金属材料的销售等。主营业务为康复护理系列和医用供氧系列医疗器械产品的生产和销售。近 3 年公司主营业务收入和净利润 CAGR 分别

达到 36.3%和 62.93%。上市当日收盘价 3.95 元。当前的股价为 40.19 元, 对应 PE 值为 66.3 倍, 市场给予 2010 年股价 45-49 倍左右的 PE 估值。



(2) 威高股份（8199HK）：2004 年 2 月 27 日在香港联交所上市。公司及其附属公司主要从事研发、生产及销售医用耗材、骨科材料、介入器械等。包括血液、齿科和麻醉系列耗材、骨科材料及工具、医用针制品、心脏支架产品等。公司自上市至 09 年，营业收入和净利润 CAGR 分别达到 35.7%和 56.8%。上市当日收盘价 0.69 港元。目前二级市场股票价格为 30.8，对应 PE 值 42.7 倍，市场给予威高 2010 年 33-35 倍左右的 PE 估值。



3. 投资建议：推荐

我们预计，公司在 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入将达到 7.69 亿元、11.07 亿元和 15.50 亿元， EPS 分别为 0.49 元、0.7 元和 0.97 元，按最新收盘价 PE 为 63 倍、

44 倍和 32 倍。考虑到介入行业存在持续快速增长行业、公司处于领先地位、未来 3-5 年存在 40%以上的增长率可能，我们给予公司 50 倍的动态 PE，按 2011 年 0.7 元业绩，12 个月内目标价位 35 元，首次给予**推荐**评级。

风险提示

- 1、公司的无载体支架属国内行业中最前端产品，审批周期较长。目前该产品报批已超过20个月，我们预计将在明年4月可以获批投产，但仍然存在不确定性。分叉支架也存在同样的不确定因素。
- 2、公司未来4个月后存在部分非流通股解禁对股价上涨造成压力的可能性。

附录：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1505	1810	2336	3037
现金	1269	1525	1963	2548
应收账款	111	160	220	311
其它应收款	13	24	31	43
预付账款	23	35	49	59
存货	79	59	64	67
其他	11	6	8	9
非流动资产	350	325	324	315
长期投资	11	7	10	9
固定资产	106	101	96	91
无形资产	5	1	-2	-6
其他	229	215	221	221
资产总计	1855	2135	2660	3352
流动负债	95	76	77	72
短期借款	30	0	0	0
应付账款	14	12	14	13
其他	51	64	64	59
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
负债合计	99	80	82	76
少数股东权益	7	7	7	7
股本	406	812	812	812
资本公积	1133	727	727	727
留存收益	210	509	1033	1730
归属母公司股东权益	1749	2048	2572	3269
负债和股东权益	1855	2135	2660	3352

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	240	328	465	633
净利润	292	400	570	785
折旧摊销	13	7	7	7
财务费用	-6	-23	-30	-39
投资损失	-0	-3	-1	-1
营运资金变动	-65	-54	-81	-119
其它	5	1	-0	-0
投资活动现金流	-103	30	-12	4
资本支出	93	0	0	0
长期投资	0	-4	2	-0
其他	-9	27	-9	4
筹资活动现金流	968	-102	-15	-53
短期借款	30	-30	0	0
长期借款	0	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	565	769	1107	1550
营业成本	103	133	192	263
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	82	122	179	241
管理费用	58	82	115	161
财务费用	-6	-23	-30	-39
资产减值损失	-0	1	1	1
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
投资净收益	0	3	1	1
营业利润	327	456	649	921
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	0	1	1	0
利润总额	331	458	652	924
所得税	39	57	81	139
净利润	292	400	570	785
少数股东损益	0	-0	-0	0
归属母公司净利润	292	400	570	785
EBITDA	335	439	627	890
EPS (元)	0.72	0.49	0.70	0.97

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	43.5%	36.1%	43.9%	40.0%
营业利润	63.3%	39.1%	42.5%	41.9%
归属于母公司净利润	45.1%	37.0%	42.4%	37.7%
获利能力				
毛利率	81.7%	82.7%	82.6%	83.0%
净利率	51.7%	52.0%	51.5%	50.7%
ROE	16.7%	19.6%	22.2%	24.0%
ROIC	56.7%	71.8%	88.7%	104.2%
偿债能力				
资产负债率	5.3%	3.7%	3.1%	2.3%
净负债比率	30.24%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	15.86	23.86	30.15	42.04
速动比率	15.02	23.08	29.33	41.10
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.39	0.46	0.52
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	7.24	10.08	14.88	19.57
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.49	0.70	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.40	0.57	0.78
每股净资产 (最新摊薄)	2.15	2.52	3.17	4.03

普通股增加	41	406	0	0	估值比率				
资本公积增加	1112	-406	0	0	P/E	37.93	55.37	38.88	28.23
其他	-215	-72	-15	-53	P/B	6.34	10.82	8.62	6.78
现金净增加额	1105	257	438	585	EV/EBITDA	63	48	33	24

资料来源：公司报表、华创证券

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801