



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 7 月 15 日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

鱼跃医疗(002223.SZ)

内延外扩迎来高速发展

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	401	538	827	1,226
(+/-)	39%	34%	54%	48%
主营业务利润	116	201	320	480
(+/-)	35%	74%	59%	50%
净利润	62	101	163	250
(+/-)	61%	62%	62%	54%
每股盈利(元)	0.24	0.39	0.64	0.98
市盈率	137.2	84.6	51.5	33.5
市净率	21.0	17.9	14.4	11.3
EV/EBITDA	103.2	64.9	35.9	23.8
现金分红收益率	0.5%	0.5%	0.7%	1.0%

股票信息

	A股
当前股价	人民币 33.3
股票代码	002223.CH
日成交量(百万股)	1.06
52周最高价/最低价	人民币 64.78 / 30.18
总市值(百万元)	8,511
发行股数(百万股)	256
其中:流通股(百万股)	62
主要股东(持股比例)	江苏鱼跃科技发展有限公司 (43.38%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[鱼跃医疗]	+3.07	-5.55	-30.32	-33.67
[沪深300指数]	+2.80	-4.50	-22.60	-25.97
[沪深300医药指数]	+1.91	-15.84	-17.95	-7.76

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/10/2010 2010 年中期报告

投资亮点:

中低端医疗器械的龙头企业, 产品覆盖康复护理、医用供氧和医用影像三大系列。公司前七大产品中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器和轮椅车六个产品的市场占有率国内第一、X光机的市场占有率国内第三。

内延外扩扩大市场份额。大型医用分子筛制氧机、全科诊断仪等内生性科研成果将不断推动产品结构向高端延伸, 打开大型医院设备市场, 进一步扩大相关领域市场占有率。同时公司通过并购进入体温计、针灸针、可吸收缝合线等新细分市场, 从而延伸产品链, 保证持续发展。

营销实力基础上的双轨策略提供发展保障。多层次、广覆盖的渠道精耕战略凸显市场竞争力, 强大的营销实力有效保障了新产品推广销售。公司一方面积极研发小型制氧机, 电子血压计等家用型器械, 另一方面, 公司凭借大型制氧机和可吸收缝合线等进入大型医疗设备和耗材市场。双轨发展之路效果显现, 09 年公司推出 X 光机, 当年市场占有率上升为全国第三, 2010 年起公司加强医院销售队伍建设, 为大型设备和医用耗材的推广打下基础。

成本优势突出。不同产品共用同一渠道的协同效应, 大规模采购带来的强势议价能力, 开发通用模具带来的单位成本降低, 以及地处长江三角洲拥有的机电一体化优势, 使得公司有效的控制了采购成本、模具开发摊销成本和单位产品渠道成本。综合化成本优势为公司增添了竞争筹码。

财务预测:

预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.64 和 0.98 元。

估值与建议:

对应 PE 分别是 52x 和 34x。公司管理能力突出, 借助优秀的销售渠道, 后续产品将迅速放量。首次给予“审慎推荐”评级。

风险:

持续的产业结构调整转型和外部并购, 给公司管理体系融合方面带来一定风险。

目录

基础医疗器械领头羊	3
三大业务覆盖基础医疗器械	4
医用供氧：增长的主动动力	4
康复护理：品类延伸促进持续增长	6
医用影像：布局医院市场、铺设院线渠道	9
管理和渠道打造竞争力	11
产品升级和结构调整带动销售增长和毛利提高	11
产品梯队保障快速增长	11
渠道精耕细作，坚持双轨发展	11
出口成为公司未来的成长点	12
财务预测与估值	13
风险	14

图表目录

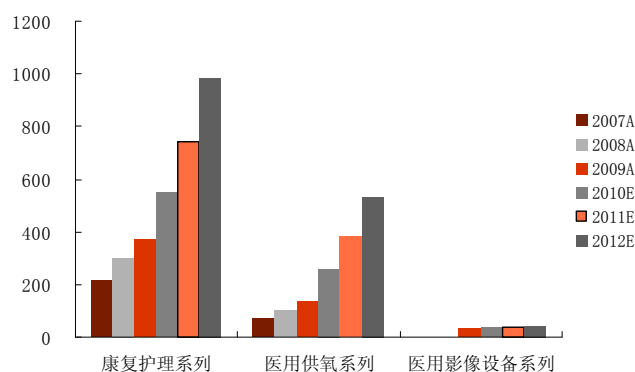
图表 1：三大系列产品历年销售及预测	3
图表 2：2009 年三大系列产品销售构成	3
图表 3：公司主要产品历年销售及预测	3
图表 4：中国制氧机市场格局	4
图表 5：鱼跃制氧机销售预测	5
图表 6：制氧机单价逐年降低，毛利逐年提升	5
图表 7：氧气阀销售情况预测	5
图表 8：10—12 年轮椅车销售预测	6
图表 9：10—12 年电子血压计销售预测	7
图表 10：10—14 年全科诊断仪销售预测	7
图表 11：10—12 年普通血压计销售预测	8
图表 12：10—12 年体温计销售预测	8
图表 13：10—12 年超声雾化器销售预测	8
图表 14：10—12 年听诊器销售预测	8
图表 15：10—12 年 III 器械销售预测	9
图表 16：基层医疗结构设备配置清单	10
图表 17：2010~2012 年 X 光机销售预测	10
图表 18：产品升级促进销售增长	11
图表 19：结构调整带动毛利逐步提升	11
图表 20：历史和预测的财务指标	13
图表 21：PE/PB-band	13
图表 22：A 股医药公司估值表(其中绿色背景公司为中金覆盖公司) (2010-7-14)	15

基础医疗器械领头羊

鱼跃医疗是国内最大的康复护理和医用供氧系列医疗器械的专业生产企业。作为民营医疗的标志性企业，公司产品覆盖康复护理、医用供氧和医用影像三大系列。其中康复护理系列覆盖血压计、听诊器、雾化器、轮椅车和保健盒等；医用供氧系列覆盖制氧机、供氧器和超轻微氧气阀等；医用影像系列覆盖X光机等。本着“要么不做，要么前三”的产品经营理念，公司前七大产品中制氧机、超轻微氧气阀、雾化器、血压计、听诊器和轮椅车六个产品的市场占有率达到国内第一、X光机的市场占有率国内第三。2009年制氧机、雾化器、血压计、听诊器、轮椅车和X光机的中国市场占有率分别为40%、35%、47%、33%、18%和5%。

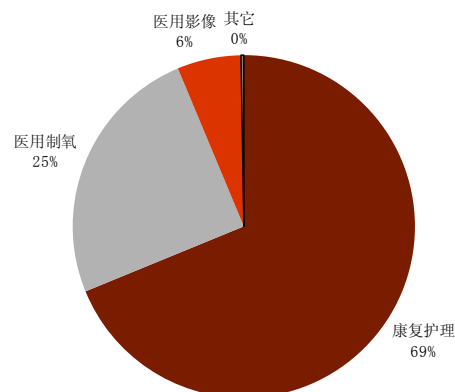
2009年公司完成销售收入5.38亿元，2005~2009年CAGR为26%。其中康复护理销售收入3.70亿元，销售占比69%；医用供氧销售收入1.33亿元，销售占比25%；2009年公司开始销售X光机，当年完成销售收入3303万元，销售占比6%，市场占有率立即提升至全国第三位。领先的营销实力和覆盖全国的销售网络保证了新产品的迅速铺开，扩大了产品的市场占有率，有效推动了持续发展。

图表 1：三大系列产品历年销售及预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

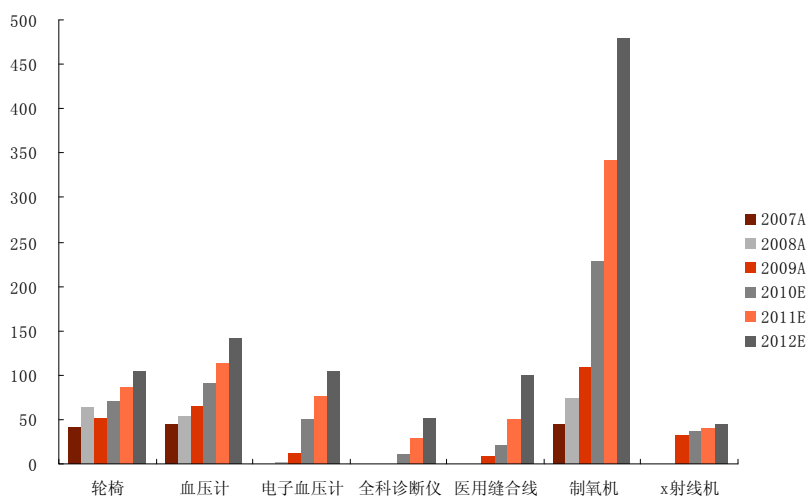
图表 2：2009 年三大系列产品销售构成



资料来源：公司资料，中金公司研究部

公司未来的“明星”产品为制氧机、电子血压计、医用缝合线和全科诊断仪。“奶牛”产品为汞柱式血压计、轮椅车、保健盒、体温计和X光机。通过内生增长和外延并购，公司未来产品线将进一步延伸。而强大的销售网络和营销能力又保证了新业务的迅速展开。可以预计公司未来将进入“新产品—依托强势渠道—提升市场占有率—利润快速增长—加快新品推出”的良性循环。

图表 3：公司主要产品历年销售及预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

三大业务覆盖基础医疗器械

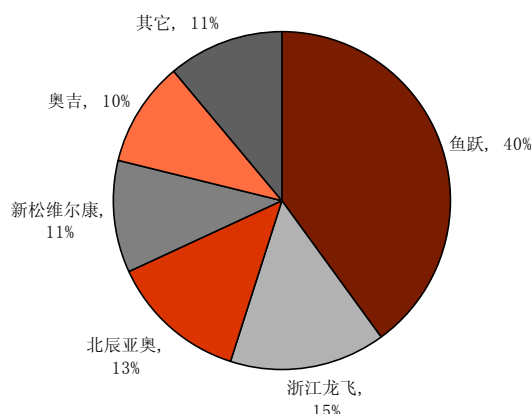
医用供氧：增长的主动动力

公司医用供氧系列产品包括制氧机和氧气阀等产品，其中制氧机是公司首个销售过亿元的“明星”产品。2009 年公司医用供氧系列产品完成销售收入 1.32 亿元，制氧机完成销售收入 1.08 亿元，销售占比 82%。

内需外销拉动销量持续高速增长

根据 Frost & Sullivan 撰写的《美国供氧设备市场研究报告》预测目前全球制氧机市场年均需求量约为 110 万台，其中美国市场年均需求量约为 40 万台。2008 年中国市场医用分子筛制氧机年需求量约为 10.5 万台，其中卫生机构年需求量约为 4 万台，家庭用户年需求约为 6.5 万台。由于呼吸系统疾病患者尤其是慢性阻塞性肺部疾病（COPD）患者的增加导致家庭治疗和护理需求的增加，预计 2012 年我国分子筛制氧机需求量将达到 25 万台，未来几年中国制氧机市场年均增速达 24%。

图表 4：中国制氧机市场格局



资料来源：公司资料，招股说明书，中金公司研究部

2008 年国内吸氧用户约有 75 万，其中约 8 万用户（11%比例）采用分子筛制氧机吸氧，另外 67 万用户采用氧气袋、供养器或化学制氧机吸氧。分子筛制氧机通过沸石分子筛，以物理法将氧气和氮气分离，从而达到提高氧气浓度的目的。分子筛制氧机的平均吸氧成本为 0.18 元/小时，成本分别是化学制氧机的 1%、氧气袋的 1.5%和供养器的 4.8%，远远低于其它吸氧产品。分子筛制氧机平均使用寿命 7—8 年。作为安全经济的吸氧方式，预计未来分子筛制氧机的市场占比进一步提高。

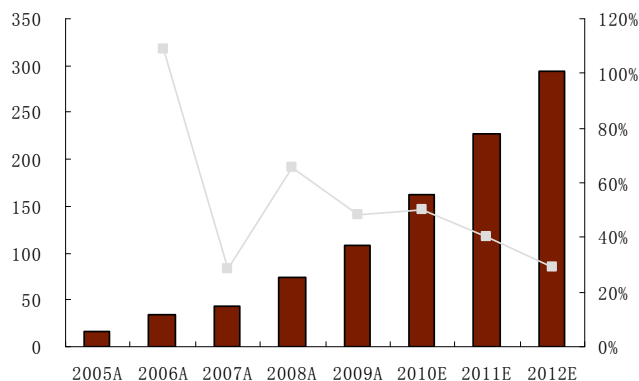
公司产品国际市场占有率约为 1.7%，国内市场占有率约为 42%。主要竞争对手为浙江龙飞、北京北辰亚奥、沈阳新松维尔康和北京奥吉，竞争对手的市场占有率约为鱼跃的 1/3 左右。未来新一代家用制氧机和大型医用制氧机的推出，将进一步抢占市场，市场占有率将持续提高。

2010 年 6 月，公司完成非公开发行，筹集资金中有 1 亿元用于医用分子筛制氧机系列技术改造项目。该项目达产后，将新增年产 12 万台小型医用分子筛制氧机和年产 200 套大型医用分子筛制氧机的生产能力。届时小型制氧机产能将扩展为 18 万台，有效缓解当前产能紧张的情况。

公司之前制氧机出口均为 OEM 方式，未来公司将推行自有品牌销售，充分享受海外制氧市场的增长。2009 年公司产通过 FDA 审核，获得向美国客户的直销资格，预计未来出口将逐步放量，2012 年出口达 6 万台。

我们预计制氧机 2010 年销售 10 万台，增长 50%，2011 年销售 14 万台，2012 年达 18 万台，其中国内市场销售 12 万台，出口 6 万台。

图表 5: 鱼跃制氧机销售预测

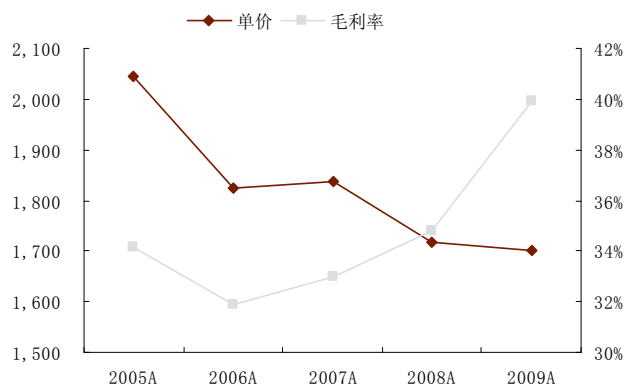


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

成本控制显成效

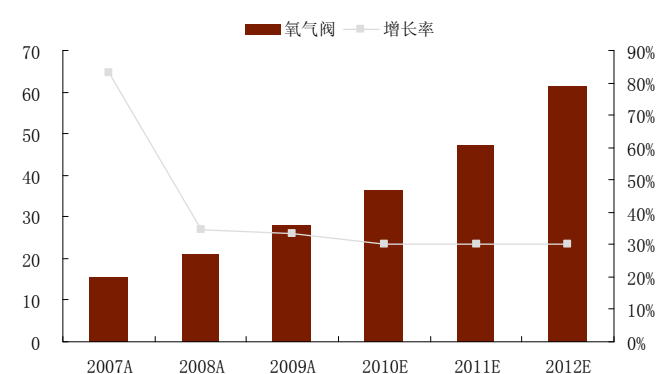
公司通过大规模采购降低原材料和零配件采购成本、模具开发费用和单位产品的销售费用, 从而维持了合理的利润水平。在制氧机单价逐年降低的情况下, 制氧机的毛利率仍不断提升。

图表 6: 制氧机单价逐年降低, 毛利逐年提升



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 7: 氧气阀销售情况预测



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

制氧机未来的发展方向主要有两个, 一个是小型家用分子筛制氧机、一个为大型医用分子筛制氧机。前期医院主要通过氧气瓶供氧, 往往带来操作不便和火灾爆炸等隐患。同时, 大型制氧机供氧成本仅为氧气瓶供氧的 20%。未来医院集中供氧将成为趋势。以南京市为例, 2001 年全市仅一家医院使用, 而到 2009 年已发展到十多家。截至 2008 年, 我国的医院总数达到 2 万个、社区卫生服务中心 (站) 2.4 万个、农村乡镇卫生院 3.9 万个, 这些医疗机构绝大多数都未采用集中供氧方式。公司 2009 年 6 月取得大型医用制氧机的医疗器械注册证, 已能够生产从 1m³/h 到 30m³/h 全系列的大型制氧机。目前公司已经开始销售, 预计经过两年的培育, 2012 年销售开始放量。

氧气阀: 出口带动销售增长

超轻微氧气阀是目前美国和欧盟等发达国家普遍使用的氧气阀制式, 超轻微氧气阀的需求主要分为两类: 氧气瓶配套使用的需求和集中供氧系统的需求。由于发达国家对氧气阀的使用安全要求较高, 轻微氧气阀一般 2-3 年强制进行更换, 市场需求量较大。

超轻微氧气阀国际市场的年均需求量约为 805 万支, 其中高档型超轻微氧气阀的年均需求约为 141 万支, 基础型超轻微氧气阀的年均需求约为 664 万支。美国市场年需求量约 469 万支, 其中高档型超轻微氧气阀的年均需求为 82 万支、基础型超轻微氧气阀的年均需求为 387 万支。公司产品全球市场占有率仅为 1.45%, 目前尚无国内厂家能向美国规模供应超轻微氧气阀。公司的竞争对手主要是美国国内生产厂家 Precision Medical、Thermadyne 和 Western Meidica, 其全球市场占有率分别为 22.36%、17.89%和 11.18%。

公司基础型氧气阀出口价格约为 8-12 美元，约为国外竞争对手产品售价的 50%；高档型氧气阀出口价格约 50-70 美元，约为国外竞争对手产品售价的 40%。基于巨大的海外市场规模、较低海外市场渗透率以及较高产品价格竞争力，预计公司氧气阀出口将迅速增长。

康复护理：品类延伸促进持续增长

轮椅车：限制性协议到期打开增长空间

根据 ICON Group 发布的《全球助行产品市场研究报告》显示，2008 年至 2012 年，中国、日本、欧洲、北美等国家/地区的轮椅车年均需求量为 375 万台，其中电动轮椅 78 万台。2009 年世界轮椅市场销售近 400 万台各式轮椅，其中美国是全球最大的轮椅消费国，占到世界轮椅消费量的 50%以上。中国市场年需求量约为 60 万辆，公司产品市场占有率为 18%，排名第一。目前公司的主要竞争对手为上海互邦、佛山东方、上海方太和天津长静，其国内市场占有率分别为 13%、4%、3%和 3%。

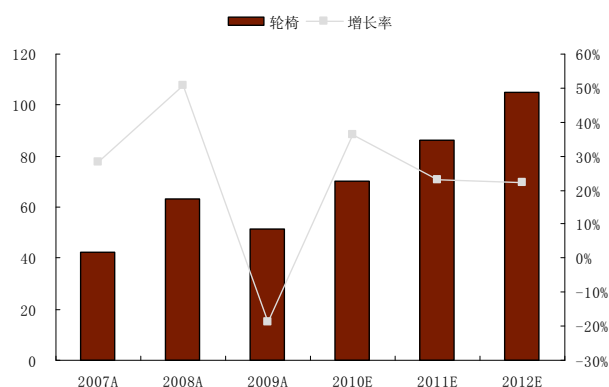
老年人需求分析。当前我国 60 岁以上老年人口约为 1.67 亿，占总人口比例超过 12%，并且以每年 3%的速度递增。预计到 2020 年老年人口达到 2.48 亿，老龄化水平达到 17%。60 岁以上的老年人中，10%（约 1620 万人）在日常生活、疾病治疗和康复过程中，需要使用轮椅车。考虑城乡居民消费水平因素影响，预计每年可以产生的需求量约在 25 万台，其中电动轮椅 5000 台左右。

残疾人需求分析。2006 年 12 月，国家统计局第二次全国残疾人抽样调查结果显示，全国各类残疾人的总数为 8,296 万人。其中肢体残疾 2,412 万人，占 29%；多重残疾 1,352 万人，占 16%。在肢体残疾和多重残疾的群体中，有 15%，约 555 万人属于重度残疾，其在生活、工作、治疗疾病和康复训练中，需要使用轮椅。考虑城乡居民消费水平因素影响，预计每年可以产生的需求量约在 35 万台，其中电动轮椅 7000 台。

人口老龄化、残疾人事业的发展和无障碍设施的完善、居民收入水平的迅速提高和轮椅车的技术革新为轮椅车市场的高速增长奠定了基础。预计 2010~2012 年中国轮椅车市场的年均需求量约为 60 万台，其中电动轮椅 1.2 万台。

公司 2010 年 6 月非公开发行募集资金中有 4998 万元用于投入轮椅产能扩建项目。该项目达产后，将新增年产 15 万辆手动轮椅车的生产能力，总产能达 30 万辆。在产品销售上，主要以国内市场销售为主，通过公司已有的覆盖全国 34 个省级行政区的近 500 家经销商和鱼跃医疗器械专柜向家庭销售各式轮椅产品。国外市场为辅，公司向 APM 公司出售轮椅资产之前，公司的轮椅产品 65%以上出口，至 2010 年 10 月相关约定届满，公司的轮椅产品将能够重新恢复出口，公司将利用已有的国外客户网络，以 OEM/ODM 方式在国外市场销售轮椅系列产品。

图表 8：10—12 年轮椅车销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

电子血压计：通过现有渠道，快速侵蚀市场

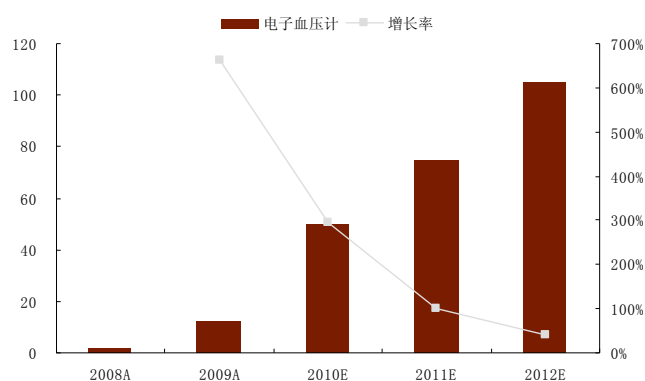
据 Frost & Sullivan 撰写的《美国血压监测仪器市场》预测，2007 年至 2010 年，全球电子血压计市场的年均需求量为 2500 万台，其中美国电子血压计市场的年均需求量为 1040 万台。日本欧姆龙、日本爱安德、台湾优盛、台湾合世、台湾百略、日本日精、日本松下等厂商占据了全球电子血压计 80% 多的市场份额。而全球销售的电子血压计中，90% 在中国地区生产。

目前，中国成年人高血压的患病率为 18.8%，全国约有 1.6 亿高血压患者。在我国人群高血压的知晓率为 30%、治疗率为 25%、控制率仅为 6%。而美国数据显示，人群高血压患者知晓率为 70%、治疗率为 59%、控制率为 34%。随着我国高血压患者治疗、控制高血压的意识增强，电子血压计的市场需求将迅速增加。2009 年中国市场销售 210 万台，其中欧姆龙和久安分列中国市场前两位，市场份额分别为 70% 和 15%。鱼跃电子血压计 2008 年开始销售，2009 年完成销售收入 1263 万元，市场占有率 1.5%。

利用 OTC 渠道优势，预计未来电子血压计的销售将迅速放量。目前欧姆龙全国具有 2 万多个销售点，鱼跃具有 1 万多个。公司通过 2009 年一年时间，立即获得 1.5% 的市场份额，可以预计未来市场份额将持续提高。同时，电子血压计和公司其它基础医疗产品形成渠道协同作用，降低了单位产品的销售费用，销售利润进一步提高。电子血压计已经成为公司未来发展的“明星”产品。

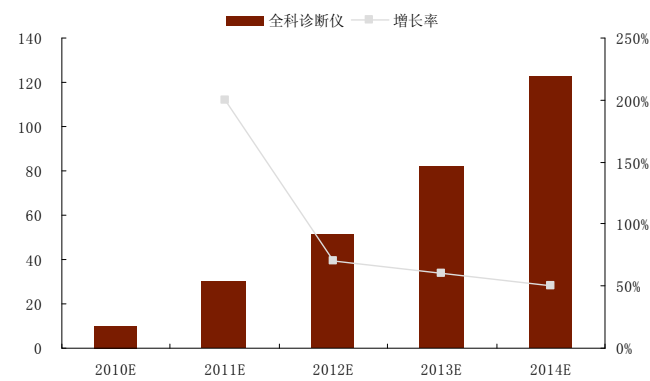
我们预计 2009—2012 年电子血压计将维持 103% 的复合增长率，2012 年将带来销售收入 1.05 亿元。

图表 9：10—12 年电子血压计销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 10：10—14 年全科诊断仪销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

全科诊断仪：未来的“明星”产品

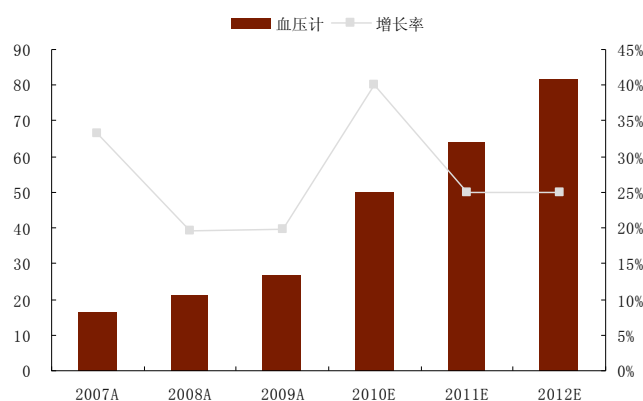
2009 年公司获得全科诊断仪生产批文，今年产品推出市场，预计明年销售放量，成为公司销售的亮点产品。公司为国内第一个获得全科诊断仪批文的生产企业，之前市场上所有产品均为美国伟伦生产。目前，公司产品售价比伟伦产品低 10%，预计未来几年公司将逐渐争夺部分政府招标份额。

公司正积极和相关部门沟通，推动全科诊断仪成为医院常规配置。如果全科诊断仪确立为医院配置标准，全科诊断仪销售将迎来爆发式增长。我们预计公司 2011 年和 2012 年公司全科诊断仪完成销售 3000 万元和 5100 万元，由于基数较小，2010—2012CAGR 可达 126%。

“奶牛”产品继续贡献稳定增长

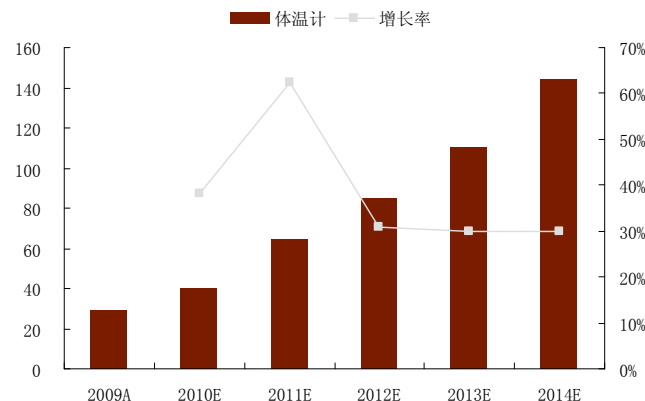
普通血压计：汞柱式血压计国内市场年需求量约为 280 万台，公司市场份额约 36%，市场占有率第一。公司的汞柱式血压计是该项产品的唯一“中国名牌”，竞争优势明显。主要竞争对手为上海医疗器械公司，其市场占有率为 21%。同时，公司目前正研发生产无汞血压计，预计未来出口欧洲市场潜力巨大。我们预计公司普通血压计未来几年将继续维持稳定增长，2010—2012 年复合增长 30%。

图 11：10—12 年普通血压计销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 12：10—12 年体温计销售预测

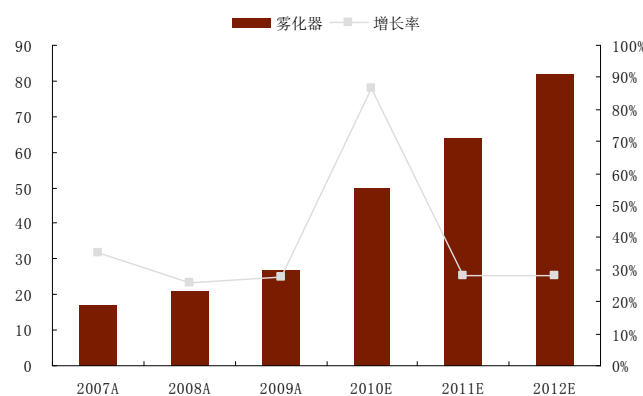


资料来源：公司资料，中金公司研究部

体温计：公司与盐城市蒂菱体温计有限公司成立合资公司江苏鱼跃医用仪器有限公司，鱼跃持有 60% 股权，蒂菱持有 40% 股权。合资公司主要从事体温计的生产和销售。2009 年体温计贡献销售收入 2897 万，预计 2010 年贡献销售收入 3000 万元。

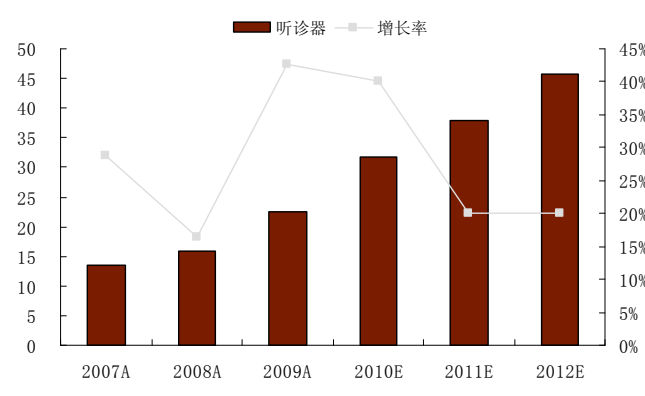
超声雾化器：2006 年医用超声雾化器国内市场年需求量约为 15 万台，鱼跃医用超声雾化器国内市场占有率为 35%，排名第一。国内医用超声雾化器市场的主要竞争对手是广东粤华和上海医菱，其市场占有率分别为 13% 和 5%。预计公司雾化器销售将继续保持 25% 年均增速。

图 13：10—12 年超声雾化器销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图 14：10—12 年听诊器销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

听诊器：2006 年国内听诊器市场年需求量约为 360 万副，公司市场占有率为 33%，排名第一。主要竞争对手为上海医疗器械公司和上海医菱医疗，其市场占有率分别为 19% 和 4%。未来高精度听诊器的推出将带动听诊器销售保持 40% 年均增速。

吸引器：吸引器通过负压吸附的原理，将血、脓、痰等粘质液体从患者体内吸出，被广泛的应用于手术、急救等需要负压吸附的场合，是一种小型、可移动的机电一体化产品，是医院、卫生院、妇幼保健院、救护车等场所必备的设备。近年来，随着我国城市社区卫生服务网络以及乡村卫生服务体系的建立完善，吸引器的需求量迅速增加。

防褥疮床垫：通过气垫循环波动、气流喷射等方法，将患者体压分散，避免因压力集中于患者背部的局部位置而产生的细菌滋生、血液循环坏死，从而有效的防止褥疮产生，可供医院、家庭中长期卧床者使用。近年来，随着世界各国老年人口比例的普遍提高，市场需求不断增大。

吸引器和防褥疮床垫属于小型机电一体化产品，没有权威市场数据，预测未来几年上述产品的市场需求内将保持 20% 左右的年均增速。

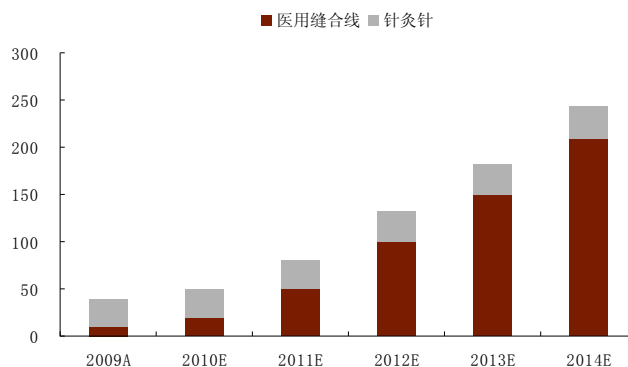
III类器械有望带来新空间

公司于 2009 年收购苏州医疗用品厂 100% 的股权，介入 III 类器械的生产销售。苏州医疗的主要产品为医用缝合线和针灸针，其针灸针拥有中华老字号品牌“华佗牌”。收购过程中，公司对前期应收账款进行清理，轻装上阵，2009 年净利润-35.8 万元。

针灸针：全球每年约消耗针灸针 14—16 亿支，苏州医疗用品厂的针灸针主要用于出口，2009 年出口量约为 5 亿支，占全球三分之一的市场份额。预计未来公司针灸针销售将保持稳定，年销售额 3000 万元。针灸针业务处于维持市场份额阶段，不是公司发展重点。

缝合线：缝合线一般可分为可吸收线和不可吸收线两大类。可吸收线分为普通肠线和铬制肠线两种，一般 6~20 天可完全吸收。2009 年全球医用缝合线市场规模约为 26.5 亿美元，预计 2016 年达 43 亿美元，年均增速 7%。2009 年美国医用缝合线市场规模为 10 亿美元、预计 2015 年市场规模达 12 亿美元，年复合增长率 4.4%，强生占有美国市场 80% 的市场份额。全球市场增长主要由中国和印度市场需求拉动，2009 年中国医用缝合线市场规模约为 40 亿元，强生公司市场占有率约为 80%。苏州厂缝合线价格约为强生价格的三分之一。目前公司已经结束和威高缝合针的配套销售，通过购入缝合针，自行完成压制后推向市场。2010 年下半年将重点进行缝合线业务的推广，我们预计未来 2—3 年将维持 100% 以上的年均增速。

图表 15: 10—12 年 III 器械销售预测



资料来源：公司资料，中金公司研究部

医用影像：布局医院市场、铺设院线渠道

2009 年全球 X 射线医疗器械市场规模为 37.9 亿美元，预计未来几年 CAGR 为 4.5%，到 2015 年全球市场规模达 50 亿美元。X 射线机市场的稳步发展主要得益于数字 X 射线机销售额的快速增长。2009 年中国 X 射线机市场需求约为 1.2 万台，其中高频 X 射线机市场规模 1 万台，数字 X 射线机市场规模 2000 台。万东医疗和上海医疗器械公司为国内最大的 X 射线机生产企业，共同占据了国内 80% 市场份额。

在中国，基层医疗机构现有器械的更新换代和新基层医疗机构的建设投入带动基层医疗对于 X 线机需求的快速增长。三年内中央财政将支持 5000 所中心乡镇卫生院、2000 所县级医院和 2400 所城市社区卫生服务中心的建设。根据《县医院等 5 个基层医疗卫生机构建设指导意见》，X 光机是县级医院和中心乡镇卫生院的标准配置器械。预计未来几年，X 射线机的市场需求仍维持高速增长。

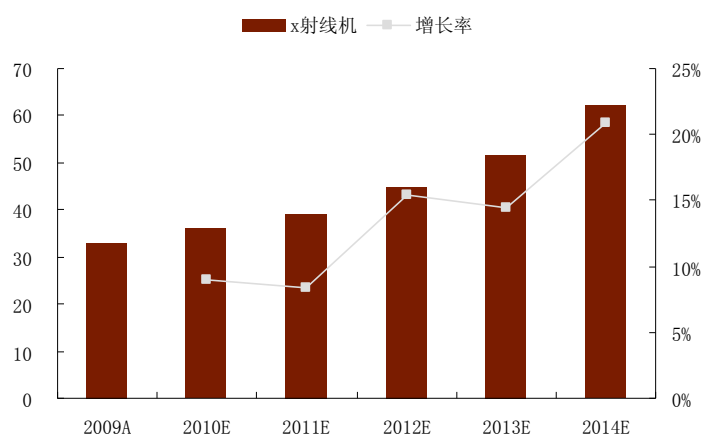
图表 16：基层医疗结构设备配置清单

机构类别	配置标准
县医院	CT、X光机、超声诊断仪、彩超、自动生化分析仪、酶标分析仪、内窥镜清洗消毒机等17类
县中医院	X光机、心电图机、CT、超声诊断仪、彩超、生化分析仪、麻醉机等16类
中心乡镇卫生院	X光机、生化分析仪、B超、心电图机、麻醉机、多普勒胎儿诊断仪等18类
村卫生室	简易诊断设备、简易消毒灭菌设备、供氧设备、输液装置等基础设备
社区卫生服务中心	心电图机、B超、离心机、血球计数仪、尿常规分析仪、生化分析仪、血糖仪、基础诊断设备、基础预防保健设备等

资料来源：《县医院等5个基层医疗卫生机构建设指导意见》，《卫生部、国家中医药管理局关于印发城市社区卫生服务中心、站基本标准的通知》，中金公司研究部

公司 2008 年 6 月获得高频 X 射线机注册批文，2009 年完成销售 3303 万元，市场推广迅速。2009 年公司获得数字 X 射线机注册批文，2010 年正式进入市场推广阶段。预计 2010 年 X 射线机销售收入增长 50%，达 5000 万元。X 射线机是公司进入医院销售的先锋产品，通过 X 射线机的销售，布局医院市场，铺设院线渠道。为未来大型制氧机、全科诊断仪和医用缝合线进入医院市场打下结实的渠道基础，为以后新品的快速推广铺路。

图表 17：2010~2012 年 X 光机销售预测



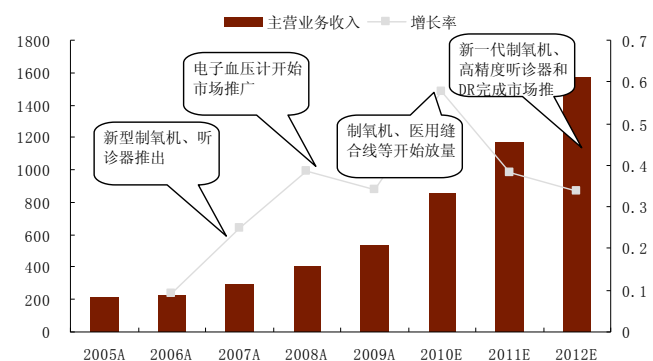
资料来源：公司资料，中金公司研究部

管理和渠道打造竞争力

产品升级和结构调整带动销售增长和毛利提高

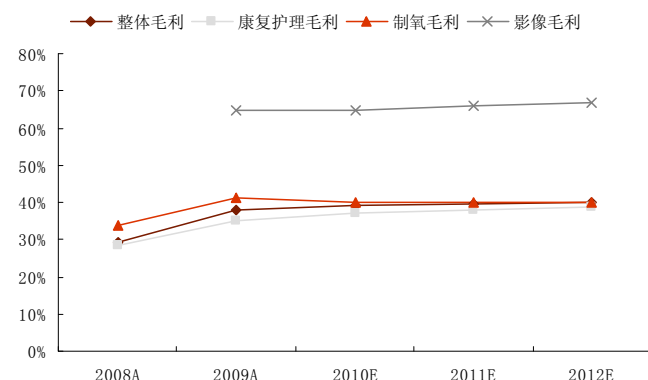
2006~2007 年公司通过研发不断推动产品升级,新型制氧机、听诊器等产品不断推出;2008 年电子血压计开始市场推广;2009 年大型医用分子筛制氧机和全科诊断仪完成研发,进入市场培育期;同年通过外延并购,将产品线扩展到体温计、针灸针和医用缝合线等耗材;2010~2012 年新一代家用型分子筛制氧机、高精度听诊器和高清晰数字式 X 射线机等升级产品的相继推出,产品升级和结构调整将带动公司销售额持续增长和毛利的不断提高。

图表 18: 产品升级促进销售增长



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 19: 结构调整带动毛利逐步提升



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

公司已经引进一批高端技术人员,增强研发能力。通过提升原有产品的功能和品质,开发市场前景好的新产品,从而提高产品竞争能力。目前公司已经完全掌握新一代家用型分子筛制氧机、大型医用分子筛制氧机、高精度听诊器、全科诊断仪、高清晰数字式 X 射线机等衍生品种的技术工艺,这些产品的推出将为公司提供更高的利润,增强公司的盈利能力。同时可吸收医用缝合线、电子体温计、无汞体温计、睡眠呼吸机等新品的消费群体和公司现有产品的消费群体一致,可以充分发挥公司渠道和品牌的协同效应。

产品梯队保障快速增长

公司未来的“明星”产品为制氧机、电子血压计、医用缝合线和全科诊断仪。“奶牛”产品为汞柱式血压计、轮椅车和 X 光机。7 大产品保障公司销售额稳定快速增长。通过内生增长和外延并购,公司产品线进一步延伸,未来将涌现更多的明星产品。同时,在公司强大的销售网络和营销能力支撑下,“明星”产品的市场占有率不断提高,最终成为“奶牛”产品。可以预计公司未来将进入“新产品—依托强势渠道—提升市场占有率—利润快速增长—初进新品推出”的良性循环。

渠道精耕细作,坚持双轨发展

公司拥有广泛的销售网络,覆盖 34 个省、直辖市和自治区的 5000 多家医院和药店,经销商数量达 400 多家。完善的销售渠道一方面扩大了公司产品和品牌的影响力,另一方面加快了公司新产品的全国铺开速度。目前公司的新产品从开发完成到全国的终端市场销售仅需 15 天,确保了产品可以迅速投放到全国各地药房和医院等销售终端。完善的售后服务网络既可以确保公司产品能够得到及时的维修,也可以迅速反馈客户对公司产品的改进需求,为保持公司产品持久的竞争力起到了关键作用。相比跨国企业,公司在二、三线城市销售网络具有明显优势;相比国内厂商,公司的销售网络更加完善。同时公司对经销商的选择较为严格,拥有谈判主动权,有效降低了下游风险。

公司日益重视直接销售的作用，2009 年专门开设 OTC 事业部，并在全国大范围布局市场专区和体验店，目前拥有市场专区 330 家。预计 2010 年完成直销布局，以此推动 OTC 类如电子血压计系列、床垫系列、颈椎牵引器、家用制氧机等产品的市场拓展，增强公司在家庭康复领域的品牌影响力和知名度。

与 OTC 渠道并重，公司不断拓展医院销售渠道，累积销售大型医院设备的营销经验，从而为未来大型制氧机、全科诊断仪、X 射线机和可吸收缝合线等进入医院大型医疗设备和医用耗材市场奠定市场基础。

出口成为公司未来的成长点

目前除针灸针外，公司产品主要面向国内销售。公司目前已经开始布局海外市场，多项产品已经通过多种国际认证。同时公司与国际知名企业进行 OEM 和 ODM 合作培养生产和技术人员；与海外知名医疗器械经营企业的合作，培养国际贸易人才。未来制氧机、电子血压计、X 射线机和氧气阀等产品的海外市场销售将成为公司新的盈利增长点。

财务预测与估值

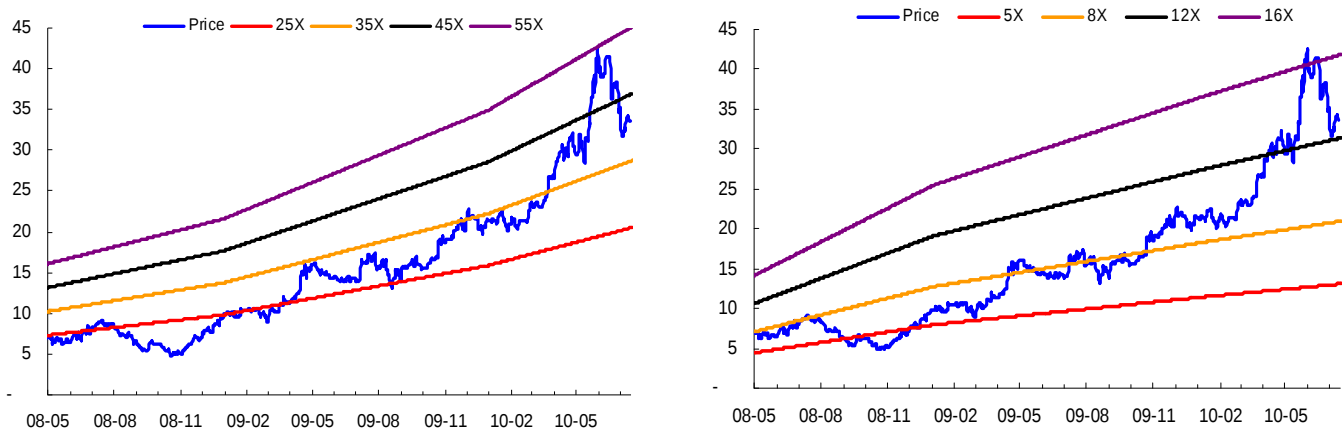
我们预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.64 和 0.98 元，对应 2010PE、2011PE 分别是 52x 和 34x。公司管理能力突出，借助优秀的销售渠道，后续产品将迅速放量。首次给予“审慎推荐”评级。

图表 20：历史和预测的财务指标

损益表（百万元）	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	财务指标					
主营业务收入净额	289	401	538	827	1,226	主营业务利润率	29.6%	28.8%	37.4%	38.7%	39.2%
主营业务利润	86	116	201	320	480	息税前利润率	19.5%	18.8%	21.5%	23.2%	24.1%
其他业务利润	-	-	-	-	-	净利润率	13.3%	15.5%	18.7%	19.7%	20.4%
营业费用	-11	-17	-34	-50	-72	净资产收益率	28.0%	15.3%	21.1%	28.0%	33.6%
管理费用	-18	-23	-52	-78	-113	总资产负债率	49.5%	9.7%	24.4%	26.0%	26.9%
财务费用	-5	-0	-1	-1	-1	净资产负债率	97.7%	10.8%	32.8%	35.7%	37.3%
营业利润	51	75	115	191	295	流动比率	1.1	6.2	2.7	2.8	2.9
税前利润	57	74	118	192	296	速动比率	0.8	4.9	2.0	2.1	2.2
所得税	-19	-12	-17	-29	-44	应收帐款周转期	66.9	48.6	67.9	67.0	82.0
少数股东权益	-	-	-1	-1	-1	存货周转期	90.0	70.5	97.7	90.0	90.0
净利润	39	62	101	163	250	分红比例	0.0%	66.4%	38.4%	35.0%	35.0%

资料来源：Wind，中金研究部

图表 21：PE/PB-band



资料来源：wind, 公司资料，中金公司研究部

风险

持续的产业结构调整转型和外部并购，给公司管理体系融合方面带来一定风险。

图表 22: A 股医药公司估值表(其中绿色背景公司为中金覆盖公司) (2010-7-14)

公司名称	代码	收盘价 2010-7-14	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2011E
品牌中药																		
云南白药	000538	65.30	34,874	1.13	1.55	2.03	58	42	32	45.4	34.5	26.3	0.3%	18%	29%	12.1	1.24	34%
同仁堂	600085	22.20	11,562	0.55	0.65	0.78	40	34	29	21.6	18.8	16.2	0.0%	10%	11%	3.7	1.81	19%
广州药业	600332	8.97	5,301	0.26	0.37	0.43	34	24	21	42.6	42.6	42.6	0.6%	7%	9%	2.2	0.84	29%
东阿阿胶	000423	35.80	23,414	0.60	0.88	1.17	60	41	31	46.3	32.3	24.6	0.0%	21%	22%	9.2	1.03	40%
片仔癀	600436	35.07	4,910	0.93	1.18	1.47	38	30	24	29.6	24.2	19.7	1.4%	17%	19%	5.7	1.14	26%
康美药业	600518	12.42	21,044	0.30	0.44	0.59	42	28	21	31.1	28.3	22.9	0.3%	14%	15%	4.7	0.68	42%
中新药业	600329	11.64	6,278	0.35	0.44	0.57	33	27	21	19.9			0.0%	19%	18%	5.3	0.96	28%
中恒集团	600252	28.00	7,642	0.49	1.45	2.11	57	19	13		16.1	12.3	0.0%	25%	35%	12.3	0.18	107%
中间值			5,133				39	28	21	30	27	20	0.3%	15%	14%	5.1	1.14	28%
现代中药																		
天士力	600535	26.54	12,952	0.65	0.84	1.03	41	32	26	27.1	21.3	18.1	1.5%	16%	20%	6.2	1.21	26%
康缘药业	600557	17.44	5,576	0.50	0.72	0.95	35	24	18	22.7	18.4	14.9	0.8%	16%	21%	5.0	0.64	38%
上海凯宝	300039	28.28	4,959	0.39	0.66	0.94	72	43	30	55.8	40.6	25.2	1.1%	11%	9%	4.3	0.79	55%
桂林三金	002275	21.26	9,652	0.68	0.83	1.02	31	26	21	24.0	20.8	17.4	2.6%	24%	19%	6.1	1.12	23%
亚宝药业	600351	7.37	4,665	0.20	0.31	0.44	36	24	17	23.9	15.5	11.3	1.4%	15%	20%	5.1	0.50	47%
江中药业	600750	30.28	8,959	0.68	0.88	1.12	45	35	27	28.2	24.6	19.7	1.0%	20%	20%	8.2	1.21	29%
中间值			4,118				42	33	26	28	22	18	1.0%	16%	15%	5.1	1.06	31%
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	38.00	28,306	0.89	1.10	1.37	43	35	28	41.2	27.0	21.9	0.0%	29%	30%	10.3	1.46	24%
科伦药业	002422	95.20	22,848	1.78	2.81	3.74	53	34	25	37.6	24.4	18.6	0.0%	27%	6%	13.8	0.75	45%
华东医药	000963	22.24	9,653	0.87	0.80	1.02	26	28	22	16.2	16.6	13.2	1.5%	33%	26%	8.0	3.38	8%
信立泰	002294	67.10	15,232	0.95	1.43	1.95	71	47	34	57.8	37.7	26.6	1.5%	23%	18%	8.9	1.09	43%
康芝药业	300086	50.30	5,030	0.98	1.37	1.81	52	37	28	41.4	29.7	21.9	0.0%	50%	16%	18.9	1.01	36%
恩华药业	002262	18.44	4,315	0.23	0.33	0.50	79	55	37	50.9	41.3	28.3	0.3%	15%	17%	10.6	1.21	46%
华邦制药	002004	50.52	6,669	0.97	1.08	1.25	52	47	40	34.5			0.0%	16%	15%	7.8	3.42	14%
中间值			5,963				50	37	28	36	28	22	0.0%	23%	17%	8.4	1.15	28%
生物制药																		
双鹭药业	002038	34.80	8,765	0.97	1.42	1.88	36	25	19	31.6	21.2	16.0	0.0%	28%	35%	8.6	0.63	39%
天坛生物	600161	20.28	9,902	0.43	0.53	0.58	47	39	35	23.6	20.4	18.4	0.0%	29%	26%	11.4	2.42	16%
华兰生物	002007	43.04	24,800	1.06	1.33	1.53	41	32	28	29.9	26.2	24.1	0.7%	44%	32%	13.3	1.58	21%
科华生物	002022	14.20	6,990	0.42	0.53	0.68	34	27	21	27.3	23.9	18.7	1.4%	30%	27%	8.7	0.96	28%
通化东宝	600867	9.88	5,681	0.13	0.25	0.36	77	39	27	30.4	26.5	20.1	0.0%	5%	8%	3.5	0.57	69%
中牧股份	600195	23.91	9,325	0.58	0.85	1.02	41	28	23	24.5	19.2	16.4	0.6%	19%	21%	6.7	0.88	32%
中间值			6,576				43	32	26	30	24	19	0.6%	18%	21%	8.4	0.89	36%
保健品																		
健康元	600380	7.92	10,434	0.37	0.53	0.64	21	15	12	9.9			0.0%	16%	20%	3.1	0.47	32%
人福科技	600079	16.13	7,607	0.43	0.47	0.60	38	34	27	23.0	21.7	17.9	0.2%	15%	12%	4.2	1.85	19%
中间值			7,607				30	25	20	23	22	18	0.2%	15%	12%	3.1	1.16	25%
医疗服务																		
爱尔眼科	300015	38.90	10,386	0.35	0.49	0.67	112	79	58	56.1	50.7	34.2	0.9%	13%	10%	8.4	2.00	39%
通策医疗	600763	9.75	1,563	0.14	0.26	0.35	70	38	28	35.5			0.0%	11%		7.2	0.65	58%
中间值			5,975				91	58	43	46	51	34	0.4%	12%	10%	7.8	1.33	49%
医疗器械																		
鱼跃医疗	002223	33.30	8,511	0.40	0.64	0.98	84	52	34	64.4	37.4	24.8	0.3%	28%	34%	16.6	0.91	57%
乐普医疗	300003	26.12	21,209	0.36	0.50	0.67	73	52	39	62.7	46.5	34.6	1.0%	20%	23%	11.4	1.42	37%
万东医疗	600055	14.25	3,084	0.32	0.27	0.35	45	52	41	33.0	34.8	28.1	0.4%	13%	11%	5.5	10.12	5%
新华医疗	600587	14.11	1,896	0.31	1.53	0.63	46	9	22	27.9	23.8	17.8	0.7%	7%	9%	2.9	0.21	43%
康耐特	300061	19.59	1,175	0.36	0.50	0.63	55	39	31	34.7			0.0%	24%	15%	3.3	1.21	32%
九安医疗	002432	24.24	3,006	0.31	0.48	0.70	77	51	35	62.4	41.9	27.3	0.0%	25%	11%	16.3	1.03	49%
阳普医疗	300030	25.91	1,917	0.36	0.57	0.82	71	45	31	52.6	41.1	27.5	0.0%	8%	8%	3.4	0.89	51%
蓝帆股份	002382	32.68	2,614	0.75	0.98	1.19	44	33	27	28.4	23.2	17.7	0.0%	33%	14%	3.0	1.27	26%
山东药玻	600529	14.43	3,714	0.56	0.78	0.78	26	18	18	15.5	12.3	10.2	0.7%	9%	12%	2.3	1.03	18%
中间值			3,006				55	45	31	35	36	26	0.3%	20%	12%	3.4	1.03	37%

资料来源: Wind, 中金公司研究部; (粗体为中金预测, 其他均为 WIND 一致预期)

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的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、刊登、发表或引用。