

审慎推荐-A (首次)

乐普医疗 300003.SZ

目标估值: NA

当前股价: 27.40 元

2010 年 7 月 29 日

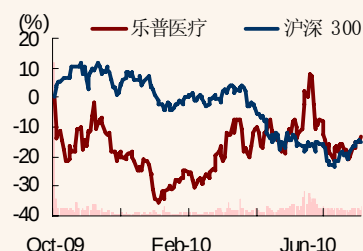
中报符合预期, 收入与毛利率双增

基础数据

上证综指	2575
总股本(万股)	81200
已上市流通股(万股)	7380
总市值(亿元)	222
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	19.0
资产负债率	5.5%
主要股东	中船第七二五研究所
主要股东持股比例	28.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	35	90
相对表现	-3	48	115



相关报告

1、乐普医疗—主导产品销量增长迅速, 未来成长性仍然良好 2010/4/13

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

乐普医疗公布中报, 2010 年上半年收入 3.83 亿, 同比增长 36%, 净利润 2.09 亿, 同比增长 41%, 每股收益 0.26 元, 基本符合预期。

- **支架系列收入与毛利率双增。**支架系列, 2010 年上半年收入 3 亿, 同比增长 36%, 毛利率 93.32%, 同比上升 3.13%, 实现了收入和毛利率的双增, 收入增速保持近几年的高速增长速度, 毛利率的提升得益于导丝等部件的国产化, 有效地降低了成本。
- **封堵器销售平稳, 有望受益于新农合。**封堵器, 2010 年上半年收入 2618 万, 同比增长 15%, 毛利率 90%, 同比上升 0.25%, 基本保持平稳。今年卫生部的新农合资金使用测算中, 单列 18 亿用于儿童白血病、先天性心脏病, 预计将来将拉动封堵器的销售。
- **公司正在逐步完成自己的战略布局:** 并购卫金帆进入血管造影领域; 将瑞祥康泰提升为一级子公司, 专门负责销售; 与天方药业签订《投资及合作框架协议》, 合作开拓阿托伐他汀, 渗透到心血管的药物领域; 之后, 公司在电生理导管、心脏瓣膜和心脏起搏器领域, 可能都会有相关的并购动作, 公司正在一步步地完成自己的战略布局。公司的战略始终很清楚, 就是, 围绕公司最强势的心血管领域, 将心血管器械的上下游及周边产品布局完整, 以期形成规模效应和品牌效应。
- 我们预计 2010~2012 年收入同比增长 34%/32%/38%, 净利润同比增长 36%/30%/38%, 实现 EPS 0.49/0.63/0.87 元, 当前股价对应 2010~2012 年 PE 分别为 57 倍、44 倍、32 倍, 估值较高, 但考虑到公司正在完成战略布局, 给予“审慎推荐-A”评级。
- 风险提示: 谨慎关注产品价格下降的风险; 医改政策带来的不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	394	565	757	997	1371
同比增长	32%	43%	34%	32%	38%
营业利润(百万元)	201	327	451	598	834
同比增长	34%	63%	38%	33%	40%
净利润(百万元)	201	292	396	514	709
同比增长	35%	45%	36%	30%	38%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.49	0.63	0.87
PE	50.7	38.8	57.3	44.2	32.0
PB	20.2	6.5	11.7	9.7	7.9

资料来源: 招商证券 (EPS为摊薄后数据)

表 1: 乐普医疗 2010 年半年报母公司、合并报表经营分析

单位: 百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010H	增长(率)	2010H	增长(率)
营业收入	383	36.2%	335	37.6%
毛利率	84.5%	2.8%	85.7%	2.6%
营业费用率	12.9%	0.4%	12.4%	0.3%
管理费用率	10.4%	1.0%	10.1%	0.7%
财务费用率	-2.7%	-2.2%	-3.0%	-2.6%
期间费用率	20.7%	-0.9%	19.6%	-1.6%
营业利润	241	44.3%	220	46.7%
营业利率	63.0%	3.5%	65.5%	4.0%
利润总额	241	43.9%	219	46.1%
利润率	63.0%	3.4%	65.4%	3.8%
实际所得税率	13.1%	1.7%	12.5%	0.3%
净利润	209	41.3%	192	45.6%
净利率	54.7%	1.9%	57.2%	3.1%
应收账款周转天数	59.3	7.9	56.9	-7.6
存货周转天数	263.8	87.9	243.7	124.6
每股经营现金流(元)	0.23	70.0%	0.19	36.3%

资料来源: 公司报告、招商证券研究

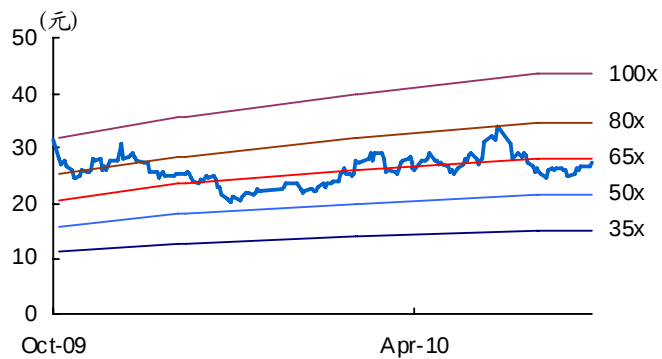
表 2: 乐普医疗单季度、季度累计财务指标分析

单位:百万元	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	08A	09H	09A	10H
一、营业总收入	90	115	137	144	136	148	185	198	394	281	565	383
二、营业总成本	39	74	49	64	59	65	60	82	195	114	238	142
其中:营业成本	15	31	24	27	28	24	29	30	84	51	103	59
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0
销售费用	16	29	14	21	20	27	19	30	70	35	82	49
管理费用	9	12	11	15	11	20	16	24	41	27	58	40
财务费用	-1	-1	0	-1	0	-5	-5	-6	-4	-1	-6	-10
资产减值损失	0	3	0	1	0	-2	0	2	3	1	0	3
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0
四、营业利润	51	41	87	80	77	84	125	116	201	167	327	241
加: 营业外收入	0	1	0	0	0	4	1	0	2	0	4	1
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	0	1
五、利润总额	51	43	87	80	77	87	125	116	202	167	331	241
减: 所得税	0	0	10	9	9	11	16	15	1	19	39	32
六、净利润	9	12	11	15	11	20	16	24	201	148	292	209
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	51	43	77	71	67	77	109	101	201	148	292	209
EPS	0.06	0.05	0.09	0.09	0.08	0.09	0.13	0.12	0.25	0.18	0.36	0.26

收入增长率					50%	30%	35%	37%	32%		43%	36%
毛利率	82.9%	72.8%	82.5%	81.0%	79.3%	84.0%	84.1%	84.9%	78.6%	81.7%	81.7%	84.5%
营业利润率	56.4%	36.2%	63.7%	55.5%	56.4%	56.5%	67.7%	58.6%	50.9%	59.5%	57.9%	63.0%
净利率	56.4%	37.8%	56.4%	49.2%	49.6%	51.7%	58.7%	50.8%	51.1%	52.8%	51.7%	54.7%
营业费率	17.5%	25.0%	10.3%	14.7%	15.0%	18.0%	10.3%	15.4%	17.9%	12.5%	14.6%	12.9%
管理费率	9.7%	10.3%	8.4%	10.5%	7.9%	13.7%	8.4%	12.3%	10.4%	9.5%	10.2%	10.4%
实际税率	0%	-1%	12%	11%	12%	12%	13%	13%	0%	11%	12%	13%
净利润增长率					32%	77%	41%	42%	34%		45%	41%

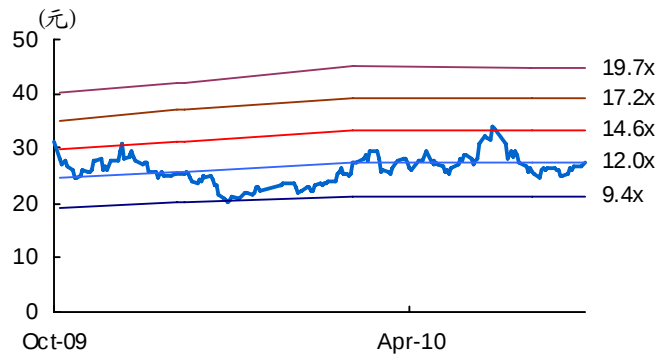
资料来源: 公司报告、招商证券研究

图 1: 乐普医疗历史 PE Band



资料来源：招商证券研究

图 2: 乐普医疗历史 PB Band



资料来源：招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	343	1505	1489	1732	2155
现金	164	1269	1174	1315	1582
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	8	7	9	12	17
应收款项	76	111	146	192	264
其它应收款	12	13	18	23	32
存货	53	79	107	143	195
其他	30	27	36	48	65
非流动资产	266	350	528	687	830
长期股权投资	11	11	11	11	11
固定资产	96	106	284	444	587
无形资产	6	5	4	4	3
其他	153	229	229	229	229
资产总计	609	1855	2017	2419	2985
流动负债	94	95	63	70	81
短期借款	0	30	0	0	0
应付账款	14	14	19	26	35
预收账款	10	9	2	3	4
其他	69	42	42	42	42
长期负债	4	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	4	4	4	4
负债合计	98	99	67	75	86
股本	365	406	812	812	812
资本公积金	21	1133	727	727	727
留存收益	118	210	403	798	1353
少数股东权益	7	7	7	7	8
母公司所有者权益	504	1749	1942	2337	2892
负债及权益合计	609	1855	2017	2419	2985

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	189	240	326	447	607
净利润			396	514	709
折旧摊销			22	41	57
财务费用			(12)	(12)	(14)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(81)	(96)	(146)
其它			1	1	2
投资活动现金流	(181)	(103)	(200)	(200)	(200)
资本支出			(200)	(200)	(200)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(28)	968	(221)	(106)	(140)
借款变动			(30)	0	0
普通股增加			406	0	0
资本公积增加			(406)	0	0
股利分配			(203)	(119)	(154)
其他			12	12	14
现金净增加额	(20)	1105	(95)	141	267

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	394	565	757	997	1371
营业成本	84	103	140	186	255
营业税金及附加	0	1	2	2	3
营业费用	70	82	106	135	181
管理费用	41	58	71	88	112
财务费用	(4)	(6)	(12)	(12)	(14)
资产减值损失	3	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0	0
营业利润	201	327	451	598	834
营业外收入	2	4	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	202	331	451	598	834
所得税	1	39	54	84	125
净利润	201	292	397	514	709
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
母公司所有者净利润	201	292	396	514	709
EPS (元)	0.55	0.72	0.49	0.63	0.87

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	32%	43%	34%	32%	38%
营业利润	34%	63%	38%	33%	40%
净利润	35%	45%	36%	30%	38%
获利能力					
毛利率	78.6%	81.7%	81.6%	81.3%	81.4%
净利率	51.1%	51.7%	52.4%	51.5%	51.7%
ROE	39.9%	16.7%	20.4%	22.0%	24.5%
ROIC	38.2%	15.9%	19.8%	21.5%	24.0%
偿债能力					
资产负债率	16.1%	5.3%	3.3%	3.1%	2.9%
净负债比率	0.0%	1.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.7	15.9	23.6	24.6	26.5
速动比率	3.1	15.0	21.9	22.6	24.1
营运能力					
资产周转率	0.6	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.5
应收帐款周转率	5.4	6.0	5.9	5.9	6.0
应付帐款周转率	7.5	7.2	8.4	8.3	8.4
每股资料(元)					
每股收益	0.55	0.72	0.49	0.63	0.87
每股经营现金	0.52	0.59	0.40	0.55	0.75
每股净资产	1.38	4.31	2.39	2.88	3.56
每股股利	0.00	0.00	0.25	0.15	0.19
估值比率					
PE	50.7	38.8	57.3	44.2	32.0
PB	20.2	6.5	11.7	9.7	7.9
EV/EBITDA	122.8	75.3	54.4	40.0	28.6

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。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征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。