

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

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

目标价: 31.37 元

当前股价: 19.96 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2598.69

总股本 134,394,000

流通股本 134,394,000

EPS(TTM) 0.3536

PE(TTM) 56.48

投资要点:

q 核心业务保持高增长, 政策推动有望持续。消毒灭菌设备是公司的核心业务和主要收入来源, 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。政策推动将保证公司灭菌设备持续高景气: 一方面, 基层医疗机构的大规模建设仍在持续, 并存在超预期可能, 由此将催生医院设备采购的高峰, 利好医院消毒灭菌设备; 另一方面, 即将实施的新版 GMP 标准的严格成都在中国制药史上前所未有, 必将掀起一波药企生产改造的高峰, 加上新医改推动的药品市场扩容, 将推动制药用灭菌设备的采购高峰。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 3 年内将保持 30%-40% 的高增长。

q 内生: 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。其中 2010 年上半年年两项业务销售额分别实现了同比增长 75% 和 29%。考虑到近期大量大输液项目的上马以及医疗废弃物处置相关政策的明朗化, 我们认为这两项业务将成为公司业绩增长的新引擎。

q 外延: 并购之路初启, 后续或成常态。在淄矿集团入主后, 我们考虑到大股东急切做大健康产业的意愿和强大的现金流, 认为外延式并购或将成为公司发展主路径之一。2010 年上半年公司启动了并购战略, 相继收购了上海泰美医疗和淄博众生医药两家医药流通企业, 在扩大盈利范围的同时, 进一步提升了终端控制能力, 有利于巩固行业龙头的地位。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, 并购同样符合管理层的利益, 为此我们认为公司后续并购仍将持续进行, 或将成为一种常态。

q 盈利预测及投资评级

不考虑后续外延式并购的因素, 我们预测新华医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.70 元和 0.99 元。我们看好公司内生性增长和外延式并购并举的发展战略, 在政策利好对公司业绩持续推动的基础上, 适时启动并购战略, 我们认为, 公司“以灭菌设备为核心, 多业务协同发展, 打造成为国内医疗器械航母”的宏伟蓝图初显, 当前仅仅 26.84 亿元的总市值远远无法体现其产业价值。我们维持新华医疗“买入”的投资评级, 6-12 个月目标价上调至 31.37 元。

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	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	654.96	885.84	1173.12	1565.14	2093.12
营业收入增长率	23.83%	35.25%	32.43%	33.42%	33.73%
归属母公司净利润	29.87	41.29	62.90	93.68	133.61
净利润增长率	33.14%	38.23%	52.35%	48.94%	42.62%
EPS	0.22	0.31	0.47	0.70	0.99

数据来源: 湘财证券研究所预测

目 录

一、新华医疗是一家优势突出的医疗器械企业	3
二、主营业务分析	5
2.1 核心业务灭菌设备受益于政策，高景气有望延续	5
2.1.1 研发实力是核心竞争优势，市场龙头地位巩固	6
2.1.2 基层医疗机构大规模建设保证感控设备高景气	7
2.1.3 制药用灭菌设备迎来采购高峰	7
2.2 产品结构优化创造业绩增长新引擎	9
2.2.1 大输液生产线已初具规模，市场前景诱人	10
2.2.2 政策逐步明朗化，医用环保设备业务迎来发展契机	11
2.2.3 多元化发展带来新气象	12
三、淄矿集团入主催生大规模并购预期	13
四、财务分析	14
4.1 盈利能力分析——不锈钢价格决定毛利率，期间费用率保持平稳	14
4.2 偿债能力分析——背靠淄矿集团，偿债能力不成问题	15
4.3 营运能力分析——受益行业景气，营运效率持续提升	16
五、盈利预测与投资建议	16
六、风险提示	18

图目录

图 1 新华医疗股权结构图	4
图 2 新华医疗产品结构图	5
图 3 公司医疗器械业务实现突破式增长	5
图 4 新华医疗灭菌设备销量遥遥领先	6
图 5 新产品清洗消毒器进入快速成长期	6
图 6 公司消毒灭菌设备在 1999-2002 年期间实现高增长	8
图 7 新医改等政策面对于公司核心业务推动的示意图	9
图 8 公司非 PVC 软包装业务初具规模	10
图 9 公司医用环保设备销售额及增速	11
图 10 不锈圆钢的价格走势	15
图 11 新华医疗的期间费用率水平	15
图 12 新华医疗营运能力持续提升	16

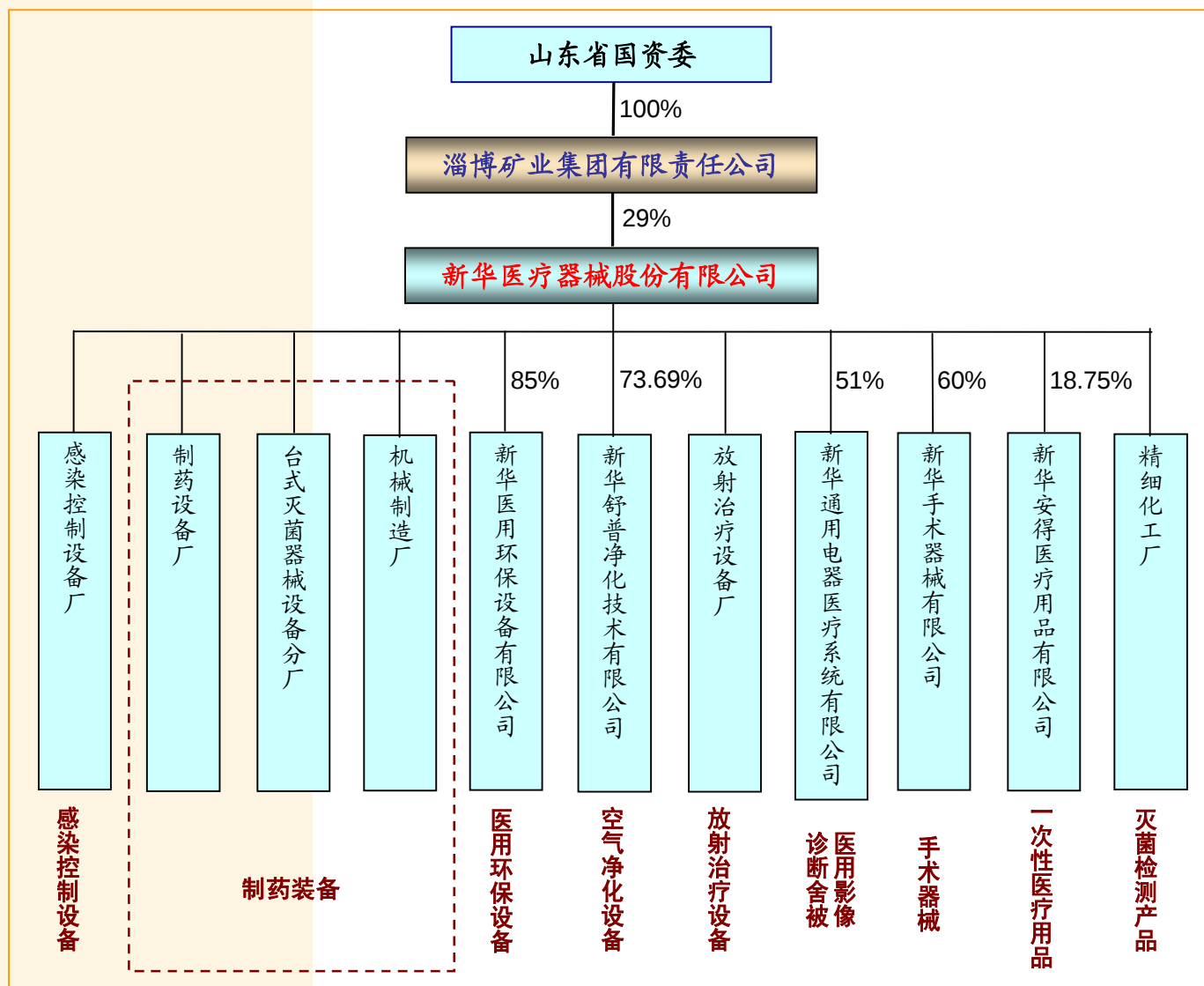
表目录

表 1 1998 年版制药企业 GMP 认证时间表	8
表 2 新华医疗主要业务的发展规划	9
表 3 不同包装输液产品历年销售数量（亿瓶/袋）	10
表 4 大输液行业近期在资本市场上的动向	11
表 5 国家医疗废弃物处置政策实施进程	12
表 6 新华医疗奖励基金方案改革先后的比较	14
表 7 主要医疗器械上市公司 2009 年报偿债能力指标	15
表 8 分产品预测表	17
表 9 新华医疗同类上市公司预测市盈率	17

一、新华医疗是一家优势突出的医疗器械企业

新华医疗是一家集医疗器械设计、研发、生产、销售于一体的大型国企。公司业务涉及医疗器械的多个领域，主要包括感染控制设备、制药装备、医用环保设备、空气净化设备、放射治疗设备、医用影像诊断设备、手术器械、一次性医用耗材、灭菌检测产品等 9 大类，其中公司在感染控制设备、制药装备、医用环保设备、放射治疗设备方面处于国内领先地位。

图 1 新华医疗股权结构图



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

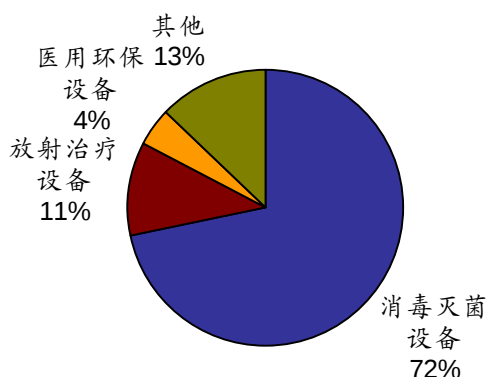
2009 年 12 月，淄博矿业集团受让原第一大股东山东省淄博市财政局持有的 29% 的公司股份，成为公司控股股东。目前淄矿集团主营三块业务，分别为煤炭、新能源和健康产业，其中新华医疗将作为健康产业的核心平台。因此，在受让公司股权时，淄博矿业集团承诺：“加大投入，保证上市公司生产经营发展的资金需要。”

同时，可以根据业务的拓展，向上市公司注入优质资产，做大、做强上市公司。”

二、主营业务分析

公司的核心业务是消毒灭菌设备，约占营业收入的 72%，放射治疗设备和医用环保设备分别占营业收入的 11%和 4%，而剩余业务的规模相对较小。

图 2 新华医疗产品结构图



数据来源：湘财证券研究所

2.1 核心业务灭菌设备受益于政策，高景气有望延续

公司是国内消毒灭菌设备的龙头，包括医院消毒灭菌设备（感染控制设备）和制药用灭菌设备两大块，主要定位于中高端市场，市场份额在 60% 上下。

近三年来，公司医疗器械业务的收入增速稳步提升，至 2009 年同比增速达到 30.32%，高景气逐步显现。

图 3 公司医疗器械业务实现突破式增长



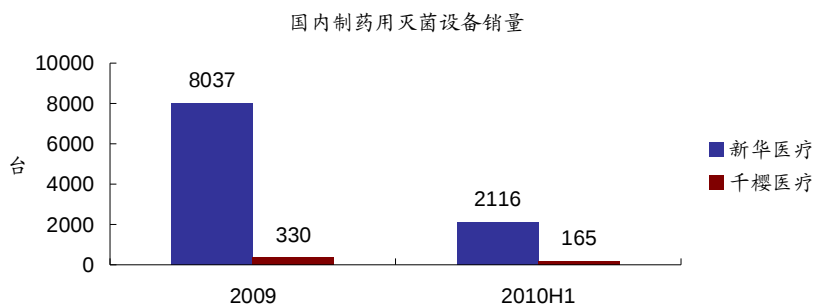
数据来源：湘财证券研究所

2.1.1 研发实力是核心竞争优势，市场龙头地位巩固

公司是国家级的消毒灭菌设备研制中心，具备研发实力强的核心竞争优势。公司目前 1100 多人的总员工人数中有 300 多人的研发人员，研发总开支占营业收入的比例在 10% 左右，其中以资本化费用为主，说明公司的技术成果转化能力较强。

公司的发展历程也证明了公司在研发方面的竞争优势。由于消毒灭菌设备对于产品售后服务要求较高，多年来限制了缺乏本土化的外资品牌的进入，进口设备仅在高端市场占据极小的份额，且在不断缩小，因此国内市场上基本都是国有品牌的竞争。目前国内市场排名第二的是连云港千樱医疗设备有限公司。早在公司 2002 年 IPO 之前，千樱医疗的市场份额还一度超过新华医疗。然而新华医疗借助 IPO 后的资金和研发优势，不断推出新产品和新型号，且把单个产品的生命周期控制在两年之内，引领了整个灭菌设备市场的更新换代，市场龙头地位确立并得到不断巩固；同时，千樱医疗却止步不前，市场份额逐步下降。按照中国制药装备行业协会的统计，目前千樱医疗制药用灭菌设备的销量尚不及新华医疗的 10%。

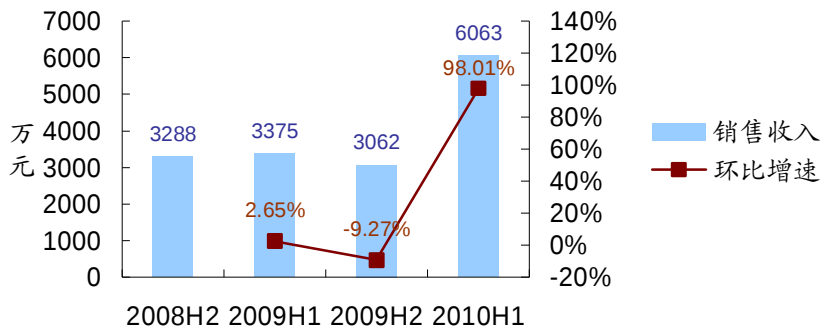
图 4 新华医疗灭菌设备销量遥遥领先



数据来源：中国制药装备行业协会，湘财证券研究所

此外，公司 2007 定向增发募投的新项目清洗消毒器已经度过市场培育阶段，进入快速成长期。2010 年上半年清洗消毒器实现销售额 6063 万元，占公司医疗器械总收入的 13.46%，成为公司业绩的一个新增长点，从而进一步公司在消毒灭菌设备领域的龙头地位。

图 5 新产品清洗消毒器进入快速成长期



数据来源：中国制药装备行业协会，湘财证券研究所

2.1.2 基层医疗机构大规模建设保证感控设备高景气

感染控制设备，即医院用消毒灭菌设备，在各种医疗机构中都是必须的配备，属于刚性需求，其市场规模主要取决于医疗机构数量和更新换代的速度。

目前，感控设备的市场增量主要集中在基层医疗机构。为了满足巨大的基层医疗卫生需求，2009年新医改明确提出要加强基层医疗卫生机构建设：在农村，三年内中央重点支持 2000 所左右县级医院（含中医院）建设，并实现全国每个行政村都有卫生室（2005 年全国约有 68 万个行政村）；在城市，三年内新建、改造 3700 所城市社区卫生服务中心和 1.1 万个社区卫生服务站。基层医疗机构的大规模建设催生了医院感控设备的采购高峰，为此 2009 年公司感控设备实现了 30% 左右的高增长。

而事实上，实际投入可能要远大于上述数字，基层医疗机构的大规模建设仍将持续。根据卫生部数据显示，截至今年 4 月份，新医改实施以来，各地已经新增 2077 个乡镇卫生院，8011 个城市社区卫生服务中心，和 68128 个村卫生室，已基本完成新医改对于基层医疗机构的 3 年建设目标，而由于地方政府响应政策加大医疗卫生投入的缘故，后续建设仍在继续。因此，基层医疗机构大规模建设对中低端医疗器械的刺激作用很可能会超预期，当然也包括医院用感控设备。

除了颇受期待的新增需求外，我们认为，感控设备的更新换代需求也是十分巨大的。目前中国医疗机构的整体医疗装备水平还不高，特别是基层医疗机构，全国医疗卫生机构拥有的医疗仪器和设备中，有 15% 左右是 20 世纪 70 年代前后的产品，有 60% 是上世纪 80 年代中期以前的产品，亟待更新。具体从感控设备来看，目前低档的手动灭菌器由于难以保证内部温度的均匀，灭菌往往不够彻底，正被逐步淘汰，取而代之的是采用脉动技术的中高端产品。因此，随着国家对基层医疗机构的投入加大，无论是新建还是改建，感控设备都将进入更新换代的高峰，其中性价比较高的中档脉动灭菌器将成为采购的重点，而这正是公司的优势所在。

因此，我们认为，基层医疗机构大规模建设的持续以及医疗设备更新换代的需求，将推动公司感控设备的持续高增长。

2.1.3 制药用灭菌设备迎来采购高峰

不同于感控设备，制药用灭菌设备主要面向药企，是制药生产线的重要组成部分，其市场规模主要取决于药企的产能规模和更新换代的速度。

即将出台的新版药品生产质量管理规范（GMP）将成为制药用灭菌设备高景气的催化剂。新版 GMP 标准已于今年 5 月通过药监局局务会议批准，并上报卫生部，即将正式颁布，预计于 2011 年开始实施，但给予了已获原 GMP 认证的药企三年过渡期。新版 GMP 标准结合我国的实际情况，涵盖了欧盟、美国 FDA 和 WHO 对 GMP 的基本要求，其中硬件方面参照欧盟标准，软件方面参考美国 FDA 标准，其严格程度在中国制药史上是前所未有的，必将掀起一波药企生产改造的高峰，生产设备的大幅投入不可避免。

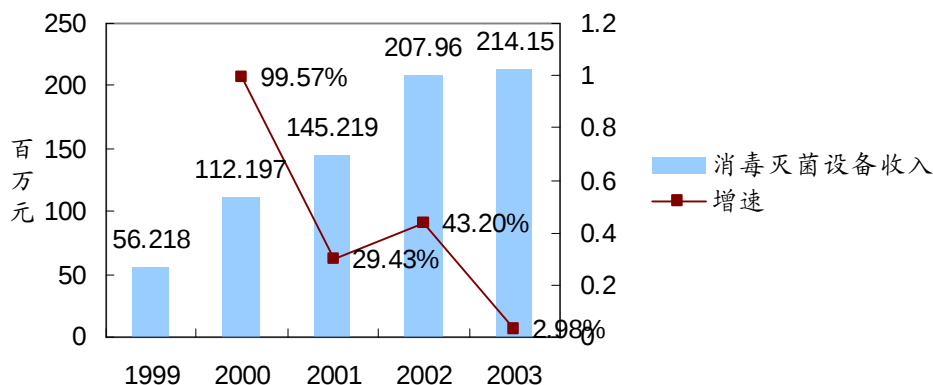
而灭菌设备自然是其中重要的一环，有望受益。1998 年版制药企业 GMP 认证便是明证。1999 年 6 月，国家药监局颁布《药品生产质量管理规范（1998 年修订）》及附录，规定 1999 年 8 月 1 日起实施，随后便掀起了 1999-2002 年之间灭菌设备的采购高潮。

表 1 1998 年版制药企业 GMP 认证时间表

药品项目	认证截至时间
血液制品	1998-12-31
冻干粉针剂、大容量注射液	2000-12-31
小容量注射液	2002-12-31
2003-01-01 起不再受理同一企业多次 GMP 认证申请	
2003-12-31 起国家药监局停止受理企业 GMP 认证的申请	
所有药品制剂和原料药	2004-06-30

数据来源：湘财证券研究所

图 6 公司消毒灭菌设备在 1999-2002 年期间实现高增长



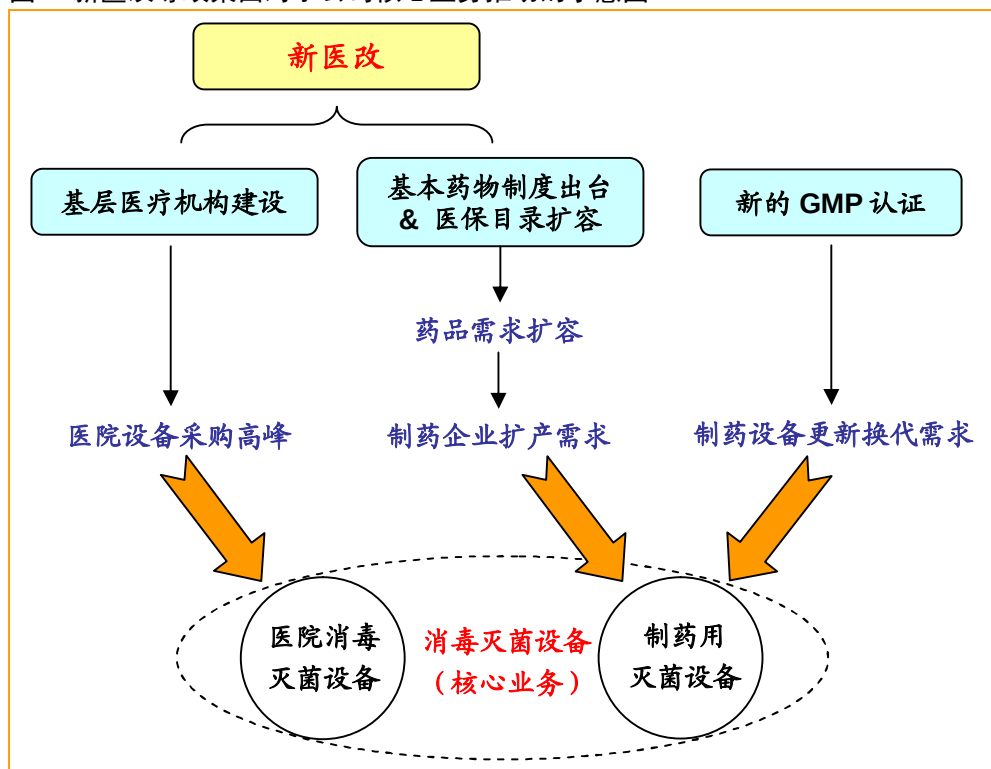
数据来源：中国制药装备行业协会，湘财证券研究所

考虑到新版 GMP 标准具有三年的实施过渡期，因此药企的设备采购和生产改造将在三年内陆续完成，由此将推动制药用灭菌设备又一个三年的采购高峰。而新华医疗作为该领域的龙头企业有望分享行业的高增长。

此外，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，同样利好制药用灭菌设备。因此，未来三年公司制药用灭菌设备迎来一个快速发展期将是一个大概率事件。

总结：在保持研发实力强的核心竞争力和龙头地位巩固的基础上，我们认为，相关政策均具有一定的延续性，将持续推动公司消毒灭菌设备业务在未来 2-3 年内的高景气，30%左右的高增长有望延续。

图 7 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

2.2 产品结构优化创造业绩增长新引擎

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减少投入。

表 2 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

精细化工
配套业务 手术器械
一次性医疗用品

规模不大且增速缓慢甚至亏损

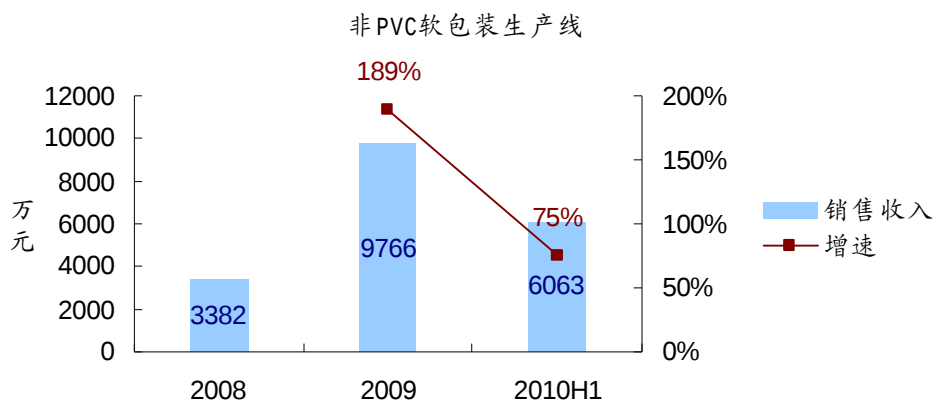
减少投入，但考虑到产业链完整性，暂不考虑退出，主要定位于对整体设备解决服务的支持

数据来源：湘财证券研究所

2.2.1 大输液生产线已初具规模，市场前景诱人

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。公司非 PVC 软包装生产线业务 2010 年上半年实现收入 6063 万元，同比增长 75%，已初具规模。

图 8 公司非 PVC 软包装业务初具规模



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

国内大输液市场增长稳定，但结构性调整趋势已现。2006-2008 年，国内大输液制剂的销售量年均复合增长率为 6.36%；但销售额年均复合增长率达到了 16.69%，明显高于销售量的增速。究其原因主要是因为价格较高的塑瓶、PVC 软袋和非 PVC 软袋逐步实现对玻璃瓶的替代。

表 3 不同包装输液产品历年销售数量（亿瓶/袋）

种类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	复合增长率
玻璃瓶输液	39.8	45.78	41.45	36	-3.29%
塑瓶输液	8.5	10	14.85	23.3	39.95%
PVC 软袋输液	1.3	0.9	1.2	1.2	-2.63%
非 PVC 软袋输液	3	4.2	6.5	8.5	41.50%

数据来源：中国数字医药网，湘财证券研究所

从市场的发展格局来看，非 PVC 软袋才是大输液的发展趋势。塑瓶和 PVC 软袋分别具有输液过程中形成空气回路易污染和 PVC 增塑剂危害人体健康的缺点，只能作为过渡性产品。而非 PVC 软包装相对于玻璃瓶包装则具有运输方便、操作便捷、避免交叉污染（不形成空气回路）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。2005-2008 年非 PVC 软袋的复合增长率达到 41.50%，远

远高于大输液的行业增速，便是这种替代作用的明证。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，未来非 PVC 软袋的替代空间十分巨大。相应地，非 PVC 软包装生产线的需求同样会水涨船高。近期，资本市场中大输液项目也是频频亮相，也显现了行业良好的前景。

表 4 大输液行业近期在资本市场上的动向

时间	项目
2010-6-3	科伦药业 IPO
2010-7-22	通化东宝与利军国际组建合资公司掘金大输液项目
2010-8-10	莱美药业拟收购康源制药 100% 股权进军大输液领域
2010-8-25	华仁药业 IPO

数据来源：湘财证券研究所

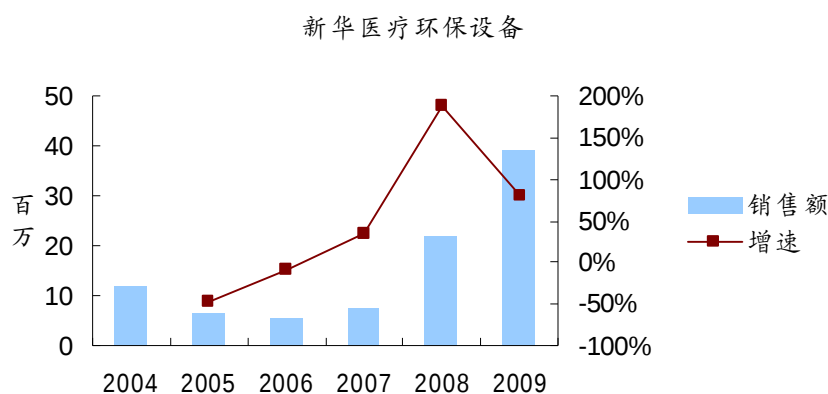
新产品同样锦上添花。双室带 PVC 软袋生产线，作为公司新一代拳头产品，主要生产预封装的大输液产品，具有使用高效、疗效显著、减少污染的优点。目前该产品尚处于试用阶段，预计在 2011 年中期通过试用并完成 GMP 认证，届时有望逐步贡献业绩，成为新的增长点。

此外，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。而且大输液生产线与公司主导产品制药用灭菌设备具有相同的目标客户，可以借助公司现有的渠道优势实现快速推广，未来受益于产品替代和政策推动，市场前景广阔。

2.2.2 政策逐步明朗化，医用环保设备业务迎来发展契机

而公司医用环保设备业务一直在国内处于领先地位，但在 2008 年以前受限于技术路线不明确和政策执行不到位而发展滞缓。

图 9 公司医用环保设备销售额及增速



数据来源：Wind，湘财证券研究所

长期以来，医疗废弃物处理的技术路线伴随着相关政策一直在变：从最初医院就地焚烧，到 2003 年推出的就近集中焚烧，再到 2009 年新增对易导致交叉感染的

医疗废弃物就地进行高温灭菌处理的要求。随着 2003 年以来多部相关法规条例的出台，医疗废弃物处理的技术路线已基本定型，即以就近集中焚烧为主，辅以对易导致交叉感染的医疗废弃物就地进行高温灭菌处理。而在政策落实方面，由于对医疗机构和地方卫生部门落实政策提出了强制性要求，医疗废弃物处置的执行得以规范。摆脱了技术和政策上的两大枷锁，未来医用环保设备市场将逐步趋向成熟，有望实现放量。

表 5 国家医疗废弃物处置政策实施进程

时间	新政策	政策要求	状态	公司产品
2003 年以前	-	医院就地焚烧医疗废弃物	大多数医院没有标准的焚烧设施，多是简易的土炉子，又没有安装废气处理装置，二次污染严重；同时，由于焚烧操作工专业技能低，焚烧不完全，质量不过关，很难起到消毒杀菌作用。	
2003-2009 年	2003 年 6 月 《医疗废弃物管理条例》； 2003 年 10 月 《医疗卫生机构医疗废物管理办法》； 2004 年 2 月 《全国危险废物和医疗废物处置设施建设规划》。	建立医疗废物处置中心，实行医疗废物就近集中焚烧处理	技术路线基本得到明确，但医疗废物收集难、收费难、运输成本高、缺乏必要的优惠政策支持等原因制约了政策的落实；而且在运输过程中存在病毒等扩散的风险，易造成二次污染	2004 年推出多系列医用焚烧炉
2009 年以后	2009 年 12 月 《医疗废物集中焚烧处置设施运行监督管理技术规范（试行）》， 2010 年 3 月 1 日开始实施	增加了对易导致交叉感染的医疗废弃物就地焚烧高温灭菌处理的要求，同时对医疗机构和地方卫生部门落实政策提出了强制性要求	技术路线得以完成，并从权责上规范了医疗废物处置政策的执行	2009 年推出搅拌式医疗废物灭菌器

数据来源：卫生部，湘财证券研究所

公司在医疗废弃物处置领域紧跟政策，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。其中公司新产品医疗废物高温蒸汽灭菌设备已被纳入 2010 年版《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录》，有望随着相关政策的明朗化而迎来爆发式增长。

总体而言，公司在医用环保设备领域具有明显的先发优势，产品和技术储备丰富，有望在市场大扩容中占据先机。

2.2.3 多元化发展带来新气象

除了重点发展的业务外，公司还广泛涉足放射治疗设备、医用影像诊断设备、空气净化设备、手术器械等领域，力求多元化发展，构筑医疗器械航母。

其中，我们认为，公司放射治疗设备、医用影像诊断设备等业务具有发展壮大成为主导业务的潜力。

公司放射治疗设备业务目前国内市场份额第一，技术处于领先地位，但由于整体市场不大，因此销售增速一般。其中，作为 2007 年公司定向增发募投项目之一的血液辐照器由于缺乏政策的推动，医院或者血站没有采购的动力，市场的认可度不高，公司已经减少了相应的投资，仅局限于向拥有大型血库的医院和地区血液中心进行小范围推广。但从趋势来看，国家正在逐步重视临床用血的安全（核酸血筛试点的推出也可见一斑），未来一旦政策面上实现突破，相应需求则有望被激活。

公司医用影像诊断设备业务主要是与 GE 合作生产高频 X 射线诊断机和直接数字化成像系统 DR，市场定位于县级医院市场。其核心技术是与 GE 合作共同研发的，但成本上没有优势，价格高于万东医疗和鱼跃医疗的同类产品。该业务 2009 年尚处于试生产阶段，2010 年开始推广，受益于基层医疗机构的大规模建设，有望实现可观收益。

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。

未来公司还将通过自主研发或者并购的方式进军其他医疗器械领域，进一步扩大多元化发展的范围，有望为公司整个医疗器械产业链带来新气象。

三、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，未来大股东直接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佳选择。

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 6 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

2010 年上半年，公司已经在并购之路上小试牛刀——公司相继收购了上海泰美医疗和淄博众生医药两家医药流通企业，在扩大盈利范围的同时，进一步提升了终端控制能力，有利于巩固行业龙头的地位。我们认为，提升终端控制能力只是前奏，未来更多的并购将集中在医疗器械生产环节。

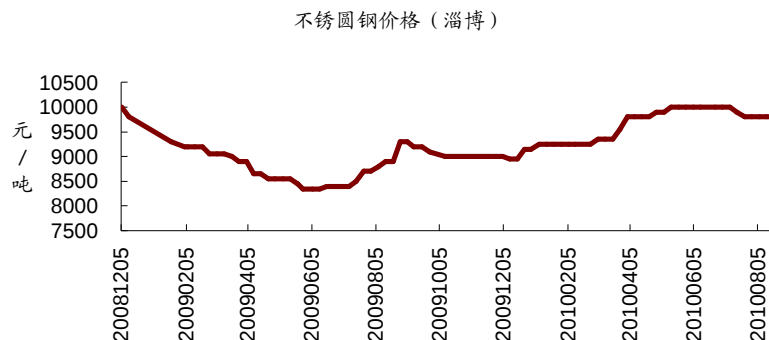
从目前来看，公司后续的大规模并购已是万事具备只欠东风——公司已有不少并购项目处于论证阶段。但是目前大股东对上市公司的控股权有一定的担忧(仅 29% 的控股比例)，希望进一步提高控股比例。考虑到直接收购股权涉及到要约收购程序的履行，操作比较复杂，故我们认为，在公司完成并购项目论证后，由大股东淄矿集团出面收购，再通过定向增发实现资产注入或许将会是一个两全之策。

四、财务分析

4.1 盈利能力分析——不锈钢价格决定毛利率，期间费用率保持平稳

公司毛利率的决定因素主要是不锈钢价格，不锈钢约占公司成本的 30%，而其他相对稳定。不锈钢价格由于金融危机经历了 2009 年的低谷，随后受下游需求复苏的刺激一路走高成本，今年相比去年最高涨幅达到 20%，未来伴随着经济复苏仍将延续稳步上涨的趋势。对此，公司主要通过两方面来应对成本压力：一方面通过提前采购、集中采购来降低采购成本；另一方面公司通过不断推出新型号产品，针对成本变化进行重新定价，从而保持毛利率稳定。我们认为，今年不锈钢价格大幅涨价几成定局，毛利率将略有下降；未来随着不锈钢价格增速趋于缓和，公司将有效转移成本压力，毛利率有望维持。

图 10 不锈圆钢的价格走势

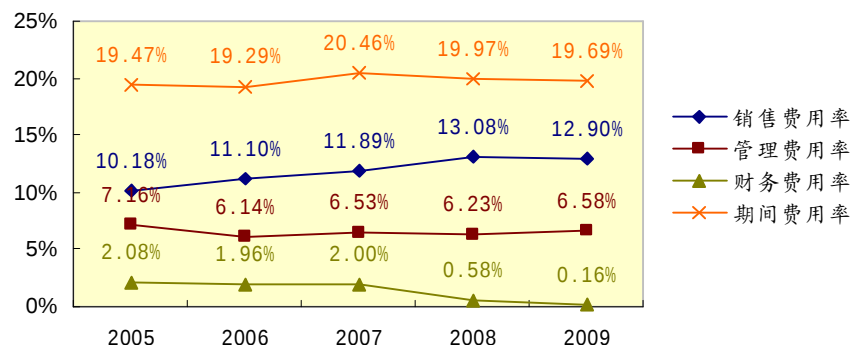


注：取东钢和太钢的不锈圆钢 2Cr13 45-75mm 产品在淄博价格的平均值

数据来源：Wind，湘财证券研究所

同时，新华医疗的期间费用率保持平稳。其中销售费用率略有上升，主要是因为公司由于推广新产品而提高了参加展销会的积极性以及公司针对新医改政策因势利导积极拓展基层市场（相对而言基层的运输费用比较高）。而管理费用率保持平稳。财务费用率则随着 2007 年定向增发募集资金的到位而下降，未来随着并购工作的开展，负债或有所增加，财务费用率有望回升。

图 11 新华医疗的期间费用率水平



数据来源：Wind，湘财证券研究所

4.2 偿债能力分析——背靠淄矿集团，偿债能力不成问题

公司 2009 年流动比例、速动比例和资产负债率在同类上市公司中均处于中等水平（除去刚完成 IPO 的公司），但考虑到背靠资金充裕的大股东淄矿集团，公司的偿债能力是不成问题的。

表 7 主要医疗器械上市公司 2009 年报偿债能力指标

证券简称	流动比率	速动比率	资产负债率
乐普医疗	15.8568	15.0241	5.3478

阳普医疗	7.5526	7.3258	14.3362
鱼跃医疗	2.6986	1.9892	24.4056
新华医疗	2.3479	1.4396	31.4546
九安医疗	2.3288	1.5748	24.9978
万东医疗	1.5793	1.1579	42.4198

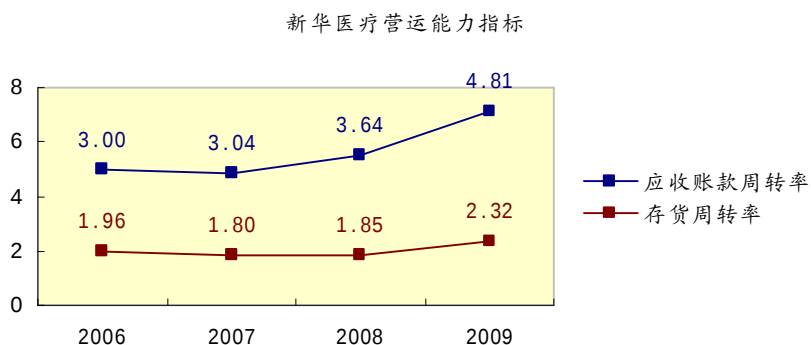
注：乐普医疗和阳普医疗由于当时刚完成 IPO，偿债能力比较突出

数据来源：Wind，湘财证券研究所

4.3 营运能力分析——受益行业景气，营运效率持续提升

公司近三年营运能力（以应收账款周转率和存货周转率为代表）持续提升，主要是因为政策推动下医药行业进入景气周期，灭菌设备的需求上升；而且随着药厂业绩的改善，贷款拖欠现象明显较少。未来随着医药行业景气周期的持续，公司的营运能力有望进一步提升。

图 12 新华医疗营运能力持续提升



数据来源：Wind，湘财证券研究所

五、盈利预测与投资建议

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%-40% 的高增长；
2. 主要原材料不锈钢价格 2010-2012 年增速分别在 15%、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 8 分产品预测表

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	654.96	885.84	1177.05	1570.63	2084.64
营业成本	490.90	653.03	881.91	1178.12	1514.00
毛利率	25.05%	26.28%	25.07%	24.99%	27.37%
医疗器械收入	572.73	746.39	987.92	1331.90	1789.91
增速	18.95%	30.32%	32.36%	34.82%	34.39%
毛利率	25.09%	28.12%	27.88%	28.22%	28.27%
成本	429.04	536.53	732.87	991.21	1283.99
医用环保设备收入	21.86	39.26	58.89	82.45	107.18
增速	186.90%	79.57%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	33.93%	25.08%	32.70%	32.53%	32.38%
成本	14.45	29.41	39.64	55.63	72.48
其他收入	60.37	100.19	130.24	156.29	187.55
增速	51.70%	65.95%	30.00%	30.00%	20.00%
毛利率	21.44%	13.07%	16.00%	16.00%	16.00%
成本	47.42	87.09	109.40	131.28	157.54

数据来源: 湘财证券研究所预测

不考虑后续外延式并购的因素,我们预测新华医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.47 元、0.70 元和 0.99 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;而且新华医疗作为一家拥有 6 个生产工厂、6 个子公司的医疗器械集团,当前仅仅 26.84 亿元的总市值远远未能体现其产业价值。故我们给予一定的估值溢价,按照 2011 年 EPS 45 倍 PE 计算,我们维持新华医疗“买入”的投资评级,6-12 个月目标价上调至 31.37 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,医疗器械航母蓝图正在描绘,目前市值被严重低估,未来具备良好的投资价值。

表 9 新华医疗同类上市公司预测市盈率

证券代码	证券简称	2010 年预测市盈率	2011 年预测市盈率
002223.SZ	鱼跃医疗	62.60	43.00
002432.SZ	九安医疗	65.41	42.59
300003.SZ	乐普医疗	55.37	40.75
300030.SZ	阳普医疗	54.60	37.60
600055.SH	万东医疗	67.71	51.28
600587.SH	新华医疗	44.92	32.30
平均值		58.43	41.25

数据来源: Wind, 湘财证券研究所

六、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。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	712	960	1139	1540
现金	188	362	473	730
应收账款	186	256	283	381
其他应收款	29	46	61	81
预付账款	18	24	32	43
存货	275	252	265	270
其他流动资产	15	19	26	34
非流动资产	324	338	351	363
长期投资	18	22	26	31
固定资产	222	233	242	250
无形资产	58	56	54	52
其他非流动资产	26	27	28	30
资产总计	1036	1297	1490	1904
流动负债	303	515	627	927
短期借款	0	40	40	40
应付账款	135	197	285	381
其他流动负债	168	278	302	506
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	537	654	951
少数股东权益	60	61	62	64
股本	134	134	134	134
资本公积	331	331	331	331
留存收益	185	234	309	424
归属母公司股东权益	650	699	774	889
负债和股东权益	1036	1297	1490	1904

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	174	157	303
净利润	44	64	95	135
折旧摊销	17	16	18	19
财务费用	1	-1	-2	-4
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	41	85	24	125
其他经营现金流	3	11	23	27
投资活动现金流	-21	-29	-29	-30
资本支出	19	25	25	25
长期投资	-3	4	4	5
其他投资现金流	-5	-0	0	0
筹资活动现金流	-56	28	-17	-15
短期借款	-45	40	0	0
长期借款	-1	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-11	-12	-17	-15
现金净增加额	29	173	111	257

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	886	1173	1565	2093
营业成本	653	866	1152	1539
营业税金及附加	6	6	8	10
营业费用	114	150	198	259
管理费用	58	76	96	126
财务费用	1	-1	-2	-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	74	112	160
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	53	76	114	162
所得税	9	13	19	27
净利润	44	64	95	135
少数股东损益	3	1	1	2
归属母公司净利润	41	63	94	134
EBITDA	68	89	127	175
EPS (元)	0.31	0.47	0.70	0.99

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	35.2%	32.4%	33.4%	33.7%
营业利润	74.8%	47.8%	50.0%	43.2%
归属于母公司净利润	38.2%	52.3%	48.9%	42.6%
获利能力				
毛利率(%)	26.3%	26.2%	26.4%	26.5%
净利率(%)	4.7%	5.4%	6.0%	6.4%
ROE(%)	6.4%	9.0%	12.1%	15.0%
ROIC(%)	8.4%	14.3%	23.5%	54.2%
偿债能力				
资产负债率(%)	31.5%	41.4%	43.9%	49.9%
净负债比率(%)	1.84%	8.57%	7.04%	4.84%
流动比率	2.35	1.86	1.82	1.66
速动比率	1.44	1.37	1.39	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.87	1.01	1.12	1.23
应收账款周转率	4	5	5	6
应付账款周转率	5.24	5.21	4.78	4.62
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.47	0.70	0.99
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.30	1.17	2.25
每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.20	5.76	6.61
估值比率				
P/E	60.32	39.59	26.58	18.64
P/B	3.83	3.56	3.22	2.80
EV/EBITDA	34	26	18	13

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。