

医疗器械 II
乐普医疗(300003.)/25.56 元
新产品、新市场与新策略共同培育新增长
事 项

公司9月14日发布公告宣布一批产品获得CE认证,同时公司新产品无载体支架审批流程已近尾声。另外,公司近期在拓展海外与国内市场、扩增业务领域方面采取了一系列措施以促进业绩快速发展。对此,我们赴公司进行了调研。

主要观点

1. 公司新获4个产品的CE认证,海外市场将加快扩张。公司PCI系列产品及配件具有较高的国际竞争力,现已在14个国家和地区建立了代理体制,海外销售渠道已初具雏形。继前期已获得5项产品CE认证(包括4项在认证)后,近年9月又有4项产品获得该项认证,另有4项正在申报认证过程中。目前已获认证产品主要集中在PCI配件产品中,新申报产品则已包含了公司主打产品封堵器系列。我们认为,公司海外扩张动作正在提速并已卓有成效,依靠公司产品的品质和营销能力,公司产品在海外市场有望形成较快速增长,为公司带来广阔与持续的发展驱动。

2. 无载体支架有望近期获得生产批文,预期明年将形成销售收入。无载体药物支架为公司重点推出的新产品,其技术水准位列国际前沿。由于国内审批标准介于CE和FDA之间,加之可比产品缺乏,审评工作已持续了28个月。目前评审补充材料及答辩流程已全部完成,预计今年将获得产品批文和生产批号。如计算后阶段产品采用招标或补标所需时间,预计11年三季度形成商品上市将有较大可能,与我们此前预期基本相符或可能稍有提前。此外公司另一重点新产品分叉支架也已提交审批。该产品虽为全球独家产品,但其独特之处在于形状结构的创新,其他方面相对无载体支架并无超越的技术标准,因此,评审过程预计不会有太多曲折,有望在11年获得通过。

3. 封堵器未来有望销售提速。我国每年新增先心病患儿12-15万例,由于费用较高部分城市和大部分农村患儿未得到医治,国家有计划对这部分患儿拨付专项资金予以补助。公司收购上海形状后凭借渠道与营销管理优势,封堵器销售份额已占到总量的30%左右,位居行业第一。我们认为,无论国家补贴政策是否实施,在居民收入提高和消费人群持续扩大的前提下,公司未来在封堵器销售上出现加速增长将是大概率事件,如果补贴政策得以实施,将形成业绩超预期增长点。

4. 造影仪目标市场庞大,并将带动公司主打产品的增长。公司通过收购卫金帆涉足大型仪器领域。公司造影仪目前售价为300万元左右,远低于进口设备600-800万元的售价,但完全可满足PCI手术需要,适合二级及其他中小医疗机构的配置水平,而这个层级的医疗机构PCI项目是未来国家重点推广普及和增速最快的部分,市场潜力庞大。更重要的是,通过造影仪的销售,公司将获

研究员: 高利

联系人: 范少忠 廖万国

Tel: 0755-82027735

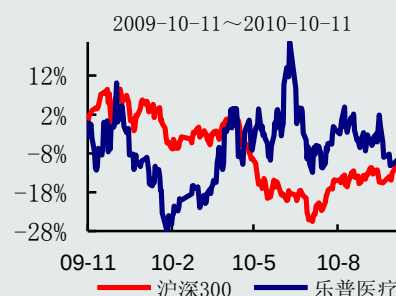
Email: fanshaozhong@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	调低

公司基本数据

总股本(万股)	81200
流通A股/B股(万股)	7380/0
资产负债率(%)	5.35
每股净资产(元)	4.31
市盈率(倍)	71.03
市净率(倍)	5.93
12个月内最高/最低价	86.0/23.8

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

《半年业绩领先预期,未来成长风头更劲》	2010-07-28
《乐普医疗-运筹方略,振翅欲飞》	2010-06-07

得在本市场的渠道、品牌和先发优势，引导公司支架、导管等产品进入。我们乐观地预计，随着 PCI 手术向中基层医院普及，公司的支架系列产品未来还将有较大的销售增幅。

5. 增资重组打造天方中药，构建心血管药物研产销平台。公司 10 年 6 月与河南天方药业签署框架协议，公司参股天方中药并受托全权负责阿托伐他汀钙胶囊的市场开发和终端拓展业务。此举虽短期不能为公司贡献利润，当我们认为，公司组建的专门营销团队依托在心血管诊疗领域的渠道优势和品牌影响力，有望达到协议约定条件而最终获得天方药业系列心血管药物的销售代理权，并最终取得 51% 的控股地位。同时，公司有计划以天方中药为平台，展开心血管新药物的自主研发和生产。长远来看，公司未来不仅有望在需求巨大的心血管药物领域新增市场份额，同时将提高公司产品的配套与契合度，降低公司产品集中度过高的风险。

6. 盈利预测与评级。我们在公司 10 年中报后相应上调了盈利预测，预计公司 10 年、11 年和 12 年每股收益将增长为 0.51 元、0.76 元和 1.12 元。我们认为公司未来还将在业务扩张上有新举动，并有可能在未来实施股权激励或分红激励措施。目前维持调整后的盈利预测不变，暂给予推荐评级。

7. 风险提示。(1) 公司 10 年 10 月底将面临小非解禁，存在股价波动风险。(2) 公司规模和领域快速扩张，尽管有大型企业背景和制度优势，但同样存在人才需求和管理能力上的风险。

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	1821	2395	3210					
现金	1269	1532	1992	2651					
应收账款	111	164	245	369					
其它应收款	13	25	35	51					
预付账款	23	35	51	64					
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	2145	2719	3526					
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	81	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	519	1092	1903					
归属母公司股东权益	1749	2059	2631	3442					
负债和股东权益	1855	2145	2719	3526					

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	334	489	713					
净利润	292	411	620	907					
折旧摊销	13	7	7	7					
财务费用	-6	-23	-30	-40					
投资损失	-0	-3	-1	-1					
营运资金变动	-65	-58	-107	-160					
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	-101	-16	-59					
短期借款	30	-30	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	41	406	0	0					
资本公积增加	1112	-406	0	0					
其他	-215	-71	-16	-59					
现金净增加额	1105	263	461	659					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
营业收入	565	787	1229	1836					
营业成本	103	134	225	333					
营业税金及附加	1	1	2	3					
营业费用	82	125	198	285					
管理费用	58	84	128	191					
财务费用	-6	-23	-30	-40					
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	468	706	1064					
营业外收入	4	3	3	3					
营业外支出	0	1	1	0					
利润总额	331	470	709	1067					
所得税	39	59	89	160					
净利润	292	411	620	907					
少数股东损益	0	-0	-0	0					
归属母公司净利润	292	411	620	907					
EBITDA	335	451	684	1032					
EPS (元)	0.72	0.51	0.76	1.12					

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	43.5%	39.3%	56.1%	49.4%
营业利润	63.3%	42.8%	51.0%	50.7%
归属于母公司净利润	45.1%	40.7%	50.9%	46.3%
获利能力				
毛利率	81.7%	83.0%	81.7%	81.9%
净利率	51.7%	52.2%	50.5%	49.4%
ROE	16.7%	20.0%	23.6%	26.4%
ROIC	56.7%	73.2%	92.3%	110.2%
偿债能力				
资产负债率	5.3%	3.7%	3.0%	2.2%
净负债比率	30.24%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	15.86	23.97	31.00	44.56
速动比率	15.02	23.20	30.17	43.62
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.39	0.51	0.59
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	7.24	10.16	17.42	24.70
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.36	0.51	0.76	1.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.41	0.60	0.88
每股净资产 (最新摊薄)	2.15	2.54	3.24	4.24
估值比率				
P/E	38.74	55.08	36.51	24.96
P/B	6.47	11.00	8.60	6.58
EV/EBITDA	64	47	31	21

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

敬请阅读正文之后的免责声明

传真：010-59370801