

乐普医疗：渠道下沉和并购推动高成长

公司 2010 年三季报点评

报告关键点：

- 公司主业增长迅速，盈利能力提高
- 药物支架继续渠道下沉拓展市场，收入持续快速增长
- 公司积极推进并购业务，在全球范围内寻找符合公司战略的投资标的
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价33元

报告摘要：

- 公司主业增长迅速，盈利能力提高。公司2010年1-9月实现营业收入5.64亿元，同比增长35.32%；实现归属于公司净利润3.04亿元，同比增长41.27%，实现EPS0.37元，净资产收益率达16.41%。公司主导产品药物支架和封堵器产品销售收入增长较快，代理产品和麻醉产品销售收入也实现了稳定增长。
- 药物支架继续渠道下沉拓展市场，收入持续快速增长。支架系统的销售收入继续保持了34.07%的增长速度，高速增长的主要原因除了受益于心脏治疗市场的高速增长外，公司正将市场进一步向二三线市场延伸，渠道下沉加速市场开拓。
- 公司继续加大投入，研发项目进展顺利。1-9月，公司共投入研发费用2,142万元，公司的研发体系以药物支架、封堵器为核心，以介入辅助配套器械为重点。目前无载体药物支架已完成第二次评审后相关资料的上报，分支支架已完成预审后补充资料的准备，可降解涂层支架已完成评审申报工作，外周血管球囊导管的临床试验已基本完成，抗体药物支架进入了临床试验阶段。公司未来将有一批创新型支架陆续投放市场，同时公司在更为前沿的电生理导管、心脏介入瓣膜、和血管造影机等方面的研发也取得了重要进展。
- 公司实施国际化战略步伐加快。公司目前共取得CE产品认证证书10项，正在申报CE产品认证待批的包括封堵器等4项核心产品，为公司大力拓展海外市场奠定了基础。目前公司已在29个国家建立了代理商渠道，海外营销网络体系正逐步扩大完善。
- 公司积极推进并购业务，在全球范围内寻找符合公司战略的投资标的。公司已启动对天方药业合作的尽职调查工作，双方合作正向前推进。公司加强对主营血管造影机的子公司卫金帆的整合，拓展了营销网络，增强了与公司整体的协同效应；公司结合心脏介入相关领域展开广泛调研，并借助股东华平资本在国际上的渠道资源，积极寻找与公司主营业务或相关医疗器械和诊疗设备企业，相信未来将通过成功的外延式扩张完成高成长。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价33元。随着公司渠道下沉的营销策略继续推进，以及公司打造的心脏治疗产品组合逐渐发挥协同效应，公司的高成长将持续，我们预计公司2010年、2011年的EPS分别为0.50元和0.67元，维持公司“增持-A”的投资评级，未来12个月目标价33元。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 33.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 33.00 元

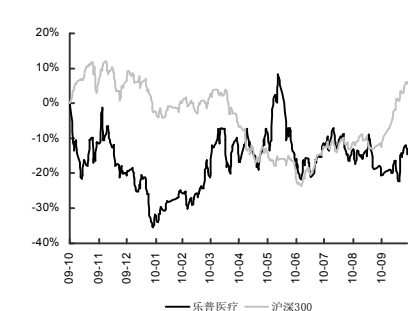
现价： 27.75 元

报告日期： 2010-10-26

市场数据

总市值(百万元)	22,533.00
流通市值(百万元)	2,275.50
总股本(百万股)	812.00
流通股本(百万股)	82.00
12个月最高/最低	23.80/86.00 元
十大流通股(%)	15.08%
股东户数	23,506

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.55)	(20.89)	(14.06)
绝对收益	8.27	3.74	(12.07)

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

乐普医疗：立意高远，高成长可持续	2010-07-28
PCI 产品组合形成，并购推动高成长	2010-06-21

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	393.9	565.2	775.9	1,053.4	1,409.4
Growth(%)	31.7%	43.5%	37.3%	35.8%	33.8%
净利润	201.2	292.4	406.7	540.8	726.8
Growth(%)	34.5%	45.1%	39.2%	33.0%	34.4%
毛利率(%)	78.6%	81.7%	81.8%	81.8%	81.9%
净利润率(%)	51.1%	51.7%	52.4%	51.3%	51.6%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.50	0.67	0.90
每股净资产(元)	0.63	2.16	3.04	3.54	4.21
市盈率	111.9	77.1	55.4	41.7	31.0
市净率	44.1	12.8	9.1	7.8	6.6
净资产收益率(%)	39.4%	16.6%	16.5%	18.8%	21.3%
ROIC(%)	101.6%	75.8%	69.8%	49.7%	49.0%
EV/EBITDA	49.0	30.3	45.7	33.1	24.0
股息收益率	0.3%	0.9%	0.5%	0.6%	0.8%

敬请参阅报告结尾处免责声明

财务报表预测和估值数据汇总

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-10-25	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	393.9	565.2	775.9	1,053.4	1,409.4	成长性						
减: 营业成本	84.4	103.2	141.2	191.6	254.8	营业收入增长率	31.7%	43.5%	37.3%	35.8%	33.8%	
营业税费	0.2	1.2	1.7	2.4	3.2	营业利润增长率	34.1%	63.3%	41.0%	33.3%	34.6%	
销售费用	70.5	82.4	105.9	143.2	187.7	净利润增长率	34.5%	45.1%	39.2%	33.0%	34.4%	
管理费用	40.8	57.7	78.3	105.7	140.4	EBITDA 增长率	32.2%	63.1%	39.1%	38.1%	36.2%	
财务费用	-4.5	-6.1	-19.4	-12.5	-9.1	EBIT 增长率	30.0%	63.9%	37.7%	36.3%	35.9%	
资产减值损失	3.2	-0.4	6.6	7.8	5.7	NOPLAT 增长率				36.0%	35.7%	
加: 公允价值变动收益	-0.0	-	-	-	-	投资资本增长率	95.6%	47.4%	91.1%	37.5%	23.8%	
投资和汇兑收益	1.2	0.3	0.2	0.2	2.0	净资产增长率	33.2%	243.5%	40.5%	16.4%	19.0%	
营业利润	200.5	327.5	461.8	615.4	828.6	利润率						
加: 营业外净收支	1.2	3.9	-	-	-	毛利率	78.6%	81.7%	81.8%	81.8%	81.9%	
利润总额	201.7	331.4	461.8	615.4	828.6	营业利润率	50.9%	57.9%	59.5%	58.4%	58.8%	
减: 所得税	0.5	39.1	55.0	74.7	101.8	净利率	51.1%	51.7%	52.4%	51.3%	51.6%	
净利润	201.2	292.4	406.7	540.8	726.8	EBITDA/营业收入	51.8%	58.8%	59.6%	60.7%	61.8%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	49.8%	56.9%	57.0%	57.2%	58.1%	
货币资金	164.0	1,268.7	1,779.5	1,928.3	2,268.7	运营效率						
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	固定资本周转天数	76	64	99	146	160	
应收帐款	88.1	123.9	166.5	222.8	291.4	流动营业资本周转天数	104	106	121	125	127	
应收票据	7.7	6.9	8.9	11.9	15.3	流动资产周转天数	310	589	834	757	657	
预付帐款	29.5	22.5	22.6	22.7	22.8	应收帐款周转天数	67	60	60	60	59	
存货	53.4	79.0	108.2	150.3	202.3	存货周转天数	45	43	44	45	46	
其他流动资产	0.3	4.0	4.1	4.3	4.7	总资产周转天数	485	785	1,094	1,068	953	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	262	298	377	433	419	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	10.6	10.9	85.3	97.6	106.6	ROE	39.4%	16.6%	16.5%	18.8%	21.3%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	33.0%	15.8%	14.2%	15.9%	17.9%	
固定资产	96.4	105.6	321.4	535.5	719.2	ROIC	101.6%	75.8%	69.8%	49.7%	49.0%	
在建工程	100.3	167.6	267.1	305.8	300.6	费用率						
无形资产	6.2	4.6	4.6	4.5	4.5	销售费用率	17.9%	14.6%	13.7%	13.6%	13.3%	
其他非流动资产	49.0	54.3	54.4	54.5	54.6	管理费用率	10.4%	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%	
资产总额	609.2	1,855.2	2,858.5	3,394.3	4,068.6	财务费用率	-1.1%	-1.1%	-2.5%	-1.2%	-0.6%	
短期债务	-	30.0	200.0	200.0	200.0	三费/营业收入	27.1%	23.7%	21.2%	22.4%	22.6%	
应付帐款	51.1	31.0	41.1	55.2	72.5	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	16.1%	5.3%	13.7%	15.3%	15.8%	
其他流动负债	42.7	34.0	26.3	18.6	10.1	负债权益比	19.2%	5.6%	15.9%	18.0%	18.8%	
长期借款	-	-	120.0	240.0	356.0	流动比率	3.66	15.86	7.82	8.55	9.93	
其他非流动负债	4.3	4.3	4.1	3.8	3.5	速动比率	3.07	15.02	7.41	7.99	9.20	
负债总额	98.0	99.2	391.5	517.6	642.1	利息保障倍数	-43.94	-52.61	-22.82	-48.32	-89.96	
少数股东权益	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9	分红指标						
股本	365.0	406.0	812.0	812.0	812.0	DPS(元)	0.08	0.25	0.13	0.17	0.22	
留存收益	139.4	1,343.0	1,648.0	2,053.6	2,598.8	分红比率	30.8%	68.7%	25.0%	25.0%	25.0%	
股东权益	511.2	1,756.0	2,467.0	2,872.6	3,417.7	股息收益率	0.3%	0.9%	0.5%	0.6%	0.8%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	201.2	292.2	406.7	540.8	726.8	EPS(元)	0.25	0.36	0.50	0.67	0.90	
加: 折旧和摊销	10.4	13.3	20.4	36.3	51.3	BVPS(元)	0.63	2.16	3.04	3.54	4.21	
资产减值准备	3.2	-0.4	6.6	7.8	5.7	PE(X)	111.9	77.1	55.4	41.7	31.0	
公允价值变动损失	0.0	-	-	-	-	PB(X)	44.1	12.8	9.1	7.8	6.6	
财务费用	2.2	0.1	0.6	-19.4	-12.5	P/FCF	-	157.9	118.8	87.4	46.1	
投资收益	-1.2	-0.3	-0.2	-0.2	-2.0	P/S	57.2	39.9	29.0	21.4	16.0	
少数股东损益	-0.2	0.1	-	-	-	EV/EBITDA	49.0	30.3	45.7	33.1	24.0	
营运资金的变动	26.7	-82.7	-74.7	-96.9	-118.9	CAGR(%)	39.0%	35.5%	33.6%	6.7%	2.8%	
经营活动产生现金流量	188.6	239.8	339.5	475.3	653.8	PEG	2.9	2.2	1.6	6.3	11.2	
投资活动产生现金流量	-180.7	-102.7	-414.7	-311.2	-247.9	ROIC/WACC	10.4	7.8	7.2	5.1	5.0	
融资活动产生现金流量	-28.1	967.6	614.9	-2.1	-56.6	REP	2.5	2.3	2.8	2.8	2.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》最佳分析师。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编：100034