

九安医疗 (002432)

医药行业

增持

2010-11-08

九安医疗 10 年业绩平淡调低预期，血糖仪和 APPLE 合作成为持续看点

医药研究小组

联系人：郑一宁 zhengyn@tebon.com.cn 8621-68761616-8519

事项：

九安医疗（002432）三季度报披露，归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降幅度为0-30%。公告业绩预减原因为**1**、受金融危机的滞后效应影响，欧洲市场今年出现一定程度的萎缩。**2**、上市后公司规模扩大，各方面的人员增加较多，导致管理费用和销售费用的增加。**3**、人民币升值的影响。

点评：

根据和上市公司董秘沟通，九安医疗今年经营情况如下：

电子血压计：销售收入增长低于预期，直接影响公司今年业绩

根据公司半年报，公司上半年电子血压计产品部分营业收入达到1.21亿元，与上年同期基本持平。公司三季度报没有披露电子血压计的销售情况，但通过和上市公司的沟通，得知公司电子血压计的销售增长速度下降，这主要是受欧洲金融环境的影响，欧洲市场出现萎缩，国内市场增长速度也低于预期。

血糖仪：FDA认证进行中，明年为公司贡献利润值得期待

公司正在积极准备血糖仪产品FDA的认证，顺利将在3-4月之后能通过认证，进行销售，谨慎估计明年六月FDA认证能够通过。通过和上市公司的沟通，本次认证时间的拖延将不会影响公司原有订单，明年血糖仪销售大幅度增长，从而给公司贡献利润还值得期待。

APPLE合作项目：仍是公司亮点，想象空间巨大

公司和APPLE公司的合作进展顺利，预计明年一月初进行销售。APPLE希望公司产品能和iphone，ipad一样走高端路线，因此对于经销商的选择也希望公司能和APPLE的产品一样选择实力强大的经销商。当然，公司的产品也可以和电子血压计共用销售渠道，因此经销商的选择不会成为影响公司产品销售的障碍。鉴于iphone，ipad产品的热销，公司产品的销售前景也较为乐观。

公司其他事项：公司处于成长期，营销费用和管理费用占比增大，降低公司利润。

风险提示：

1. 公司利润在短期还是来源于电子血压计的海外销售，因此海外市场的经济环境和人民币升值对公司影响较大；
2. 公司血糖仪产品FDA认证再次失败带来的风险；
3. 公司和APPLE配套产品市场开拓失败的风险

盈利预测：

根据历史经验，第四季度是公司电子血压计的销售旺季，由于公司电子血压计的销售增长低于预期，影响公司利润，因此调低公司 10 年的盈利预测。

预计公司 10-12 年营业收入分别为 3.63/5.11/6.64 亿元,归属于母公司所有者的净利润分别为 0.41/0.91/1.52 亿元，以当前股本计算,EPS 分别为 0.33/0.73/1.22 元。最新股价对应 PE 分别为 92X，42X 和 25X。目前估值偏高，给予“增持”评级。

表 1 财务报表预测

单位：百万元

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.94	279.51	313.16	363.40	511.15	663.81
减：营业成本	139.02	194.96	207.70	230.22	303.28	369.61
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	13.80	16.86	17.50	32.71	40.89	53.10
管理费用	20.25	32.05	41.91	52.69	61.34	66.38
财务费用	0.67	0.02	1.19	-0.02	-1.27	-3.76
资产减值损失	0.05	0.15	0.64	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.96	0.46	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	47.11	35.93	44.22	47.80	106.91	178.47
加：其他非经营损益	0.40	-0.37	1.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	47.51	35.57	45.23	47.80	106.91	178.47
减：所得税	3.60	4.26	6.19	7.17	16.04	26.77
净利润	43.91	31.30	39.04	40.63	90.88	151.70
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	43.91	31.30	39.04	40.63	90.88	151.70

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	79.06	24.18	6.45	96.40	117.70	317.34
应收和预付款项	23.16	38.19	74.21	26.64	114.74	68.31
存货	39.00	58.18	44.83	69.64	81.15	102.62
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4.18	41.34	62.87	56.08	49.29	42.50
无形资产和开发支出	0.00	35.57	34.85	31.27	27.68	24.10
其他非流动资产	0.55	0.41	1.47	0.74	0.00	0.00
资产总计	145.96	197.88	224.67	280.76	390.56	554.88
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	26.68	58.53	45.79	61.25	80.17	92.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50

负债合计	26.68	58.53	46.29	61.75	80.67	93.29
股本	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00	93.00
资本公积	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84	0.84
留存收益	25.44	45.50	84.54	125.17	216.05	367.75
归属母公司股东权益	119.28	139.34	178.39	219.01	309.89	461.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	119.28	139.34	178.39	219.01	309.89	461.59
负债和股东权益合计	145.96	197.88	224.67	280.76	390.56	554.88

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	38.28	3.59	43.93	88.80	18.89	194.75
投资性现金净流量	1.66	-41.53	-54.39	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	15.40	-14.37	-0.17	1.16	2.41	4.89
现金流量净额	55.33	-51.85	-11.14	89.96	21.29	199.65

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	216.94	279.51	313.16	363.40	511.15	663.81
增长率(%)	N/A	28.84%	12.04%	16.04%	40.66%	29.87%
归属母公司股东净利润	43.91	31.30	39.04	40.63	90.88	151.70
增长率(%)	N/A	-28.70%	24.71%	4.07%	123.68%	66.93%
每股收益(EPS)	0.354	0.252	0.315	0.328	0.733	1.223
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.309	0.029	0.354	0.716	0.152	1.571
销售毛利率	35.92%	30.25%	33.68%	36.65%	40.67%	44.32%
销售净利率	20.24%	11.20%	12.47%	11.18%	17.78%	22.85%
净资产收益率(ROE)	36.81%	22.47%	21.89%	18.55%	29.33%	32.86%
投入资本回报率(ROIC)	N/A	72.48%	32.35%	22.65%	70.36%	74.78%
市盈率(P/E)	85.72	120.22	96.40	92.63	41.41	24.81
市净率(P/B)	31.55	27.01	21.10	17.18	12.14	8.15

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。