

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

乐普医疗

300003

推荐

收购思达公司，产业链进一步延伸

11月19日晚，乐普医疗公告，拟以1.5亿收购北京思达医用装置有限公司100%股权，进一步扩大产品生产范围，进入心脏瓣膜器械领域。

投资要点:

- **产业链进一步延伸，将成为心血管疾病系统解决方案的高端提供商。**公司已涉足支架、封堵器、耗材、心血管造影机、心血管药物等领域，拟通过收购思达公司进军心脏瓣膜领域，产品系列更丰富，协同效应更明显，将逐步成为心血管疾病系统解决方案的高端提供商；
- **并购加速公司扩张，再次体现公司管理层强大整合能力。**作为心脏植入类领域，产品开发、临床和注册等周期很长，公司通过并购，虽付出一定的溢价，但能迅速抢占市场且避免了自主研发失败等风险，以金钱溢价换取时间和市场，再次体现了公司管理层强大整合能力；
- **思达公司心脏瓣膜行业地位比较稳固。**心脏瓣膜领域进入门槛较高，思达公司约占国内心脏瓣膜领域15%的市场份额（所有竞争对手中圣犹达是国内最大瓣膜提供商，约占30%）；思达公司主导产品双叶瓣膜是国内临床应用的主导产品，也是国内唯一一家国产产品提供商；
- **预计收购对2010-2012年EPS贡献分别为0.013、0.016、0.020。**2010年预计思达公司的销售收入达到2269万元、净利润为1087万元；
- **维持推荐评级。**不考虑并购时，我们预测的公司10-12年EPS为0.50、0.66、0.89元，此次并购对公司中短期盈利影响较小；按11年50X PE则目标价为33元；考虑其优势行业地位及未来并购等预期，给予10%的溢价，维持推荐的投资评级。
- **风险提示:**生物瓣膜技术进步导致公司机械瓣膜竞争优势丧失的风险

6-12个月目标价: 36.30元

当前股价: 30.51元

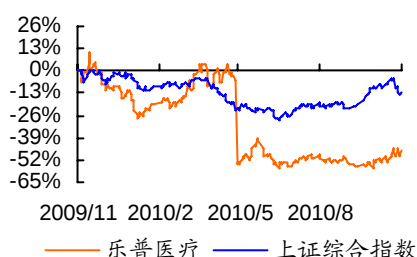
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2888.57
总股本(百万)	812
流通股本(百万)	281
流通市值(亿)	86
EPS (TTM)	0.47
每股净资产(元)	2.16
资产负债率	5.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
乐普医疗	14.92	5.97	16.32
上证综合指数	-3.77	7.46	11.62



相关报告

《乐普医疗-战略布局初具雏形，高增长有望延续》2010-11-16

《乐普医疗-行业快速增长 新产品改变竞争格局》2010-5-6

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	565	788	1073	1491
同比(%)	43%	39%	36%	39%
归属母公司净利润(百万元)	292	408	537	721
同比(%)	45%	39%	32%	34%
毛利率(%)	81.7%	83.3%	81.9%	80.7%
ROE(%)	16.7%	19.8%	20.7%	21.8%
每股收益(元)	0.36	0.50	0.66	0.89
P/E	86.14	61.76	46.91	34.90
P/B	14.39	12.25	9.71	7.60
EV/EBITDA	72	51	39	28

资料来源: 中投证券研究所

一、人工心脏瓣膜市场

1. 国际市场

2009 年全球心脏瓣膜市场总体规模约为 15 亿美元，其中生物瓣膜市场份额 50%-60% (约 8.5-9 亿美元)，机械瓣膜市场份额 25% 以上 (约 3.8-4 亿美元)，瓣膜修复产品约为 10-12% (约 1.5-1.7 亿美元)，新兴的导管瓣膜市场约为 5% (约 0.7 亿美元)。

全球生物瓣膜的增长率约 6%，与全球心脏瓣膜的增长率相当；机械瓣膜基本持平，低于换瓣膜手术的自然增长率，市场份额下降；瓣膜修复产品市场增长率约为 2-3%，市场份额变化不大；新兴的导管瓣膜市场快速增长，市场份额将达到 10% 左右。

机械瓣膜存在易于产生血栓栓塞等不可克服的缺点，病人在植入机械瓣膜后需终生服用抗血栓药物，给病人带来很多痛苦。生物瓣膜作为人造心脏瓣膜的第二大系列，为完全中心血流，血流动力学性能优良，血栓栓塞发生率低，病人在置入生物瓣膜后只需服用 3 个月左右的抗凝血药物即可，为患者减少了很多痛苦。但是生物瓣膜的寿命相对于机械瓣膜要短得多，一般的生物瓣膜服役年限为 10 年，最好的也只有 15 年左右，因此多数病人（尤其是年轻人）面临二次手术的危险。

从国际心脏瓣膜的产品发展趋势看，机械瓣膜占有率呈下降趋势，生物瓣膜的市场占有率逐步提高，也取决于生物瓣膜技术是否能够有较大突破。

2. 国内市场

与发达国家人工瓣膜的使用情况不同，我国机械瓣膜使用量在 90% 以上，生物瓣膜的使用率不到 10%。造成这种情况的主要原因是我国心脏瓣膜病以风湿性心脏病为主，病人多为 20 至 40 岁的青壮年，担心生物瓣膜钙化造成的使用寿命问题。

由于我国情况特殊，机械瓣膜市场份额的下降将会是比较缓慢的过程。

预计国内换瓣膜手术量和人工瓣膜使用量的增长速度约为 10-15%。我国人工心脏瓣膜市场的主要企业包括国外品牌的圣犹达医疗用品公司（圣犹达是国内最大的瓣膜提供商，约占国内机械瓣市场的 30%）、美敦力公司、意大利索林集团、On-X Life Technologies, Inc。

表 1 进口心脏瓣膜注册许可情况

产品名称	批准文号	生产企业
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2006第3460433号(更)	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2006第3460472号(更)	Carbo(被索林收购)
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2006第3460432号(更)	
双叶人工机械瓣膜	国食药监械(进)字2006第3461281号	索林
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2008第3460586号	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2009第3462214号	ATS(被美敦力收购)
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2010第3460012号	
心脏瓣膜	国食药监械(进)字2005第3463324号	
心脏瓣膜系统	国食药监械(进)字2006第3460273号	
猪生物瓣膜假体系统	国食药监械(进)字2006第3460997号	
生物瓣膜假体	国食药监械(进)字2006第3460117号	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2008第3461993号	美敦力
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2008第3462855号	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2009第3461230号	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2010第3461137号	
瓣膜	国食药监械(进)字2010第3460722号	
瓣膜	国食药监械(进)字2010第3460723号	
瓣膜	国食药监械(进)字2010第3460985号	
瓣膜	国食药监械(进)字2008第3463601号	
生物瓣膜	国食药监械(进)字2010第3460601号	圣犹达
机械心脏瓣膜	国食药监械(进)字2007第3460518号	
机械心脏瓣膜	国食药监械(进)字2008第3462484号	
机械心脏瓣膜	国食药监械(进)字2007第3461028号	
人工心脏瓣膜	国食药监械(进)字2008第3462148号	On-X

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

国内品牌有思达公司、兰州兰飞医疗器械有限公司和北京佰仁医疗科技有限公司；其中双叶式机械心脏瓣膜仅有思达公司，人工生物心脏瓣膜仅有佰仁。

表 2 国产心脏瓣膜注册许可情况

产品名称	批准文号	商品名	生产企业
机械心脏瓣膜	国食药监械(准)字2008第3461019号		思达公司
人工机械心脏瓣膜	国食药监械(准)字2008第3460042号		兰飞
双叶式机械心脏瓣膜	国食药监械(准)字2008第3461018号	GK型双叶式机械心脏瓣膜	思达公司
人工生物心脏瓣膜	国食药监械(准)字2006第3460538号(更)	佰仁思(BalMedic)生物瓣膜	佰仁
人工生物心脏瓣膜	国食药监械(准)字2005第3460603号(更)	佰仁思(BalMedic)生物瓣膜	佰仁

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

在双叶机械瓣膜方面，国内的主要提供商包括进口 4 家、国产 1 家，进口产品约占 5/6，其中圣犹达是国内最大的瓣膜提供商，约占国内机械瓣膜市场

的 30%。思达公司核心产品双叶机械瓣膜是国内临床应用的主导产品，也是国内唯一一家国产产品提供商，约占心脏瓣膜市场份额 15%左右。思达公司在此领域具有较强的市场竞争力和行业品牌知名度，进一步加快替代进口产品的转化过程，实现进一步快速的增长。

表 3 国内双叶机械瓣膜销售情况

生产企业	销售数量
圣犹达	约10000个
美敦力	约5000个
ATS（美敦力收购）	约5000个
索林	约3000个
Carbo（索林收购）	约3000个
On-X	约3000个
思达公司	约5000个

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

我们认为，心脏瓣膜领域国内市场处于进口替代的过程中，且市场增速至少 15%，考虑到乐普医疗的销售渠道，并购之后思达公司心脏瓣膜的增速可达 20%。虽思达公司没有人工生物瓣膜，但是我国机械瓣膜使用量在 90%以上；考虑到国内的特殊情况，机械瓣膜市场的萎缩也一定是一个缓慢的过程（例如从 2005 年到 2010 年，机械瓣的市场占有率仅从 95%降低到 90%左右），将给思达公司最够的时间来调整产品结构或开发新产品。

二、经济效益分析

截止 2010 年 8 月 31 日，经北京天健兴业资产评估有限公司出具的天兴评报字（2010）第 435 号评估报告，思达公司于评估基准日审计后的净资产 2267.49 万元，收益法评估后的净资产（全部股东权益）价值为 15,690.00 万元，增值额 13,422.51 万元，增值率 592%。

北京思达公司主要从事心脏瓣膜及相关产品的开发、研制、生产。2009 年，思达公司实现销售收入 1778 万元，其中双叶人工机械瓣膜达到 1600 万元，占公司销售收入的 90%，瓣膜销售数量达到 5371 枚，占全国市场的 15%左右。

2010 年，思达公司销售收入预计达到 2269 万元、净利润 1087 万元。思达公司所属行业将保持年均 15%的增长，思达公司预计保持在年均 20%的增长。按此指标测算，本并购案市盈率为 14.5 倍（11 月 19 日，乐普医疗市盈率 60.21 倍），市净率为 6.6 倍（11 月 19 日，乐普医疗市净率 12.70 倍）。并购思达公司后，将对乐普医疗目前的估值具有重要的支撑作用。如果思达公司能保持 20%的年均增长，将在未来几年逐步成为乐普医疗新的经济增长点。

表 4 思达公司盈利预测

项目/年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	合计
一、营业总收入（万元）	2269	2719	3258	3905	4681	5610	6171	6665	6998	7208	49484
二、营业总成本（万元）	990	1186	1351	1462	1799	2155	2365	2547	2675	2755	19285
其中：营业成本（万元）	367	440	527	631	755	904	995	1074	1128	1162	7982
营业税金及附加（万元）	34	41	49	59	70	84	93	100	105	108	742
销售费用（万元）	250	299	326	273	328	393	432	467	490	505	3761
管理费用（万元）	340	408	424	469	608	729	802	866	910	937	6494
财务费用（万元）	-1	-1	26	31	37	45	43	40	42	43	306
三、营业利润（万元）	1278	1533	1907	2443	2882	3455	3806	4118	4324	4453	30199
四、利润总额（万元）	1278	1533	1907	2443	2882	3455	3806	4118	4324	4453	30199
减：所得税费用（万元）	192	230	286	366	432	518	571	618	649	668	4530
五、净利润（万元）	1087	1303	1621	2076	2449	2937	3235	3500	3675	3785	25669
贡献EPS（元）	0.013	0.016	0.020	0.026	0.030	0.036	0.040	0.043	0.045	0.047	0.316

我们认为，乐普医疗现有业务预计 2010 年的盈利在 4 个亿左右，虽然思达公司贡献的利润相对来讲不多；但是此次收购再次体现乐普医疗管理层很强的整合能力且丰富了乐普医疗的产品结构，改善公司当前过分依赖支架的现状，相信乐普医疗还会有类似的并购动作，量变慢慢积累就会引发质变，乐普医疗最终将成为心脏介入领域系统解决方案的高端提供商，构建长期的核心竞争力。

三、相关风险分析

1. 当前乐普医疗的主业增长率高于 30%，并购之后心脏瓣膜业务如果不能利用好乐普现有的销售渠道且保持比较高的增值率，则可能对乐普医疗总的增长率有负面影响；
2. 如果思达公司不能及时开发新的产品且竞争对手生物人工瓣膜技术进步较快的话，则可能导致公司机械瓣膜竞争优势丧失的风险；
3. 公司磨合风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1505	1715	2084	2655	营业收入	565	788	1073	1491
现金	1269	1417	1663	2053	营业成本	103	131	194	287
应收账款	111	159	217	301	营业税金及附加	1	2	2	3
其它应收款	13	0	0	0	营业费用	82	123	167	233
预付账款	23	29	42	63	管理费用	58	75	107	157
存货	79	101	149	220	财务费用	-6	-12	-15	-19
其他	11	10	13	18	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	350	379	561	731	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	106	231	455	646	营业利润	327	469	618	830
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	4	0	0	0
其他	229	132	90	69	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1855	2094	2644	3386	利润总额	331	469	618	830
流动负债	95	31	44	64	所得税	39	61	80	108
短期借款	30	0	0	0	净利润	292	408	538	722
应付账款	14	18	27	39	少数股东损益	0	1	1	1
其他	51	13	17	24	归属母公司净利润	292	408	537	721
非流动负债	4	0	0	0	EBITDA	335	466	621	841
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	0.50	0.66	0.89
其他	4	0	0	0					
负债合计	99	31	44	64	主要财务比率				
少数股东权益	7	8	9	10	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	406	812	812	812	成长能力				
资本公积	1133	727	727	727	营业收入	43.5%	39.4%	36.2%	38.9%
留存收益	210	516	1053	1774	营业利润	63.3%	43.3%	31.7%	34.4%
归属母公司股东权益	1749	2055	2592	3313	归属于母公司净利润	45.1%	39.5%	31.7%	34.4%
负债和股东权益	1855	2094	2644	3386	获利能力				
					毛利率	81.7%	83.3%	81.9%	80.7%
					净利率	51.7%	51.7%	50.0%	48.4%
					ROE	16.7%	19.8%	20.7%	21.8%
					ROIC	56.7%	62.6%	56.6%	56.1%
					偿债能力				
					资产负债率	5.3%	1.5%	1.7%	1.9%
					净负债比率	30.24	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	15.86	55.70	47.39	41.79
					速动比率	15.02	52.43	44.01	38.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.40	0.45	0.49
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.24	8.17	8.69	8.71
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.36	0.50	0.66	0.89
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.38	0.53	0.70
					每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.53	3.19	4.08
					估值比率				
					P/E	86.14	61.76	46.91	34.90
					P/B	14.39	12.25	9.71	7.60
					EV/EBITDA	72	51	39	28

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械行业研究。

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434