

乐普医疗：收购心脏瓣膜企业，丰富产品组合

公司收购北京思达公司点评

报告关键点：

- 收购北京思达公司，进军心脏瓣膜市场
- 思达公司作为行业领先者，将借助乐普的销售渠道将加速增长
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价33元

报告摘要：

- **收购北京思达公司，进军心脏瓣膜市场。**公司11月20日公告拟以1.5亿元现金收购北京思达公司100%股权。北京思达公司是一家主营心脏瓣膜的企业，2009年思达实现销售收入1778万元，其中双叶瓣膜达到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。公司通过收购思达公司开始进军心脏器械领域又一个潜力巨大的领域心脏瓣膜市场。
- **心脏瓣膜市场潜力巨大，思达公司处于国内行业领先地位。**2009年全球心脏瓣膜的市场规模约为15亿美元，并以6%的速度稳定增长。2009年国内换瓣手术量约3万例，使用人工瓣膜约3.5万枚，终端市场规模约为4.5亿元，预计未来国内换瓣手术量和人工瓣膜使用量将以15%速度增长。双叶瓣膜是国内临床应用的主导产品，市场主要被外资企业圣犹达和美敦力占据，公司是国内唯一的双叶瓣膜生产商，价格比进口产品低30%，拥有很强的价格优势，近年来市场份额不断上升。而其他国内厂商主要生产单叶瓣膜，临床应用较少，缺乏竞争力。公司在国内处于行业领先地位，未来将以快于行业平均的速度实现加速增长。
- **思达公司作为行业领先者，未来将加速增长。**思达公司作为行业领先者，预计未来将保持年均20%的增长的速度。预计2010年公司双叶瓣销售将达到5500枚，单叶瓣销售将达到500枚，预计实现销售收入2,269万元、净利润1,087万元。2011年预计实现销售收入2719万元，净利润1300万元。1.5亿元的收购价格相当于2010年的14.5倍PE，6.6倍PB。由于思达公司在国际市场的价格优势和优秀技术实力，预计思达公司的产品将在2013年开始实现出口，扩张国际版图，成为公司长远发展的新动力。
- **利用乐普国内优秀销售渠道，完善心脏器械产品组合。**乐普经过多年在心脏支架市场的耕耘，已在国内建立了良好的代理销售渠道，并有一支强大的营销队伍，在医院心脏科室进行学术推广，未来思达公司的心脏瓣膜产品将借助乐普的优秀销售渠道加速扩张，帮助乐普继续构建心脏支架，耗材，造影设备，心脏瓣膜的完善心脏治疗产品组合。
- **维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价33元。**公司未来将不断通过收购完成外延式扩张，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。

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	123.0	84.8	60.9	45.8	34.1
市净率	48.5	14.1	10.0	8.6	7.2
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	54.0	33.7	50.5	36.6	26.6
资料来源	0.30%	0.80%	0.40%	0.50%	0.70%

敬请参阅报告结尾处免责声明

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： 30.51 元

报告日期：**2010-11-22**

市场数据

总市值(百万元)	24,774.12
流通市值(百万元)	8,585.11
总股本(百万股)	812.00
流通股本(百万股)	281.39
12 个月最高/最低	23.80/63.00 元
十大流通股(%)	4.39%
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	17.65	0.93	20.76
绝对收益	11.74	10.61	8.31

研究员

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

前期研究成果

乐普医疗：渠道下沉和并购推动高成长	2010-10-26
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

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-21

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	30.3%	45.9%	35.8%	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	EBIT/营业收入	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	运营效率	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	固定资产周转天数	76	64	99	146	160
交易性金融资产	0.0	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	104	106	121	125	127
应收帐款	88.1	123.9	166.5	222.8	291.4	流动资产周转天数	310	589	834	757	657
应收票据	7.7	6.9	8.9	11.9	15.3	应收帐款周转天数	67	60	60	60	59
预付帐款	29.5	22.5	22.6	22.7	22.8	存货周转天数	45	43	44	45	46
存货	53.4	79.0	108.2	150.3	202.3	总资产周转天数	485	785	1,094	1,068	953
其他流动资产	0.3	4.0	4.1	4.3	4.7	投资资本周转天数	262	298	377	433	419
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	39.4%	16.6%	16.5%	18.8%	21.3%
长期股权投资	10.6	10.9	85.3	97.6	106.6	ROA	33.0%	15.8%	14.2%	15.9%	17.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	101.6%	75.8%	69.8%	49.7%	49.0%
固定资产	96.4	105.6	321.4	535.5	719.2	费用率					
在建工程	100.3	167.6	267.1	305.8	300.6	销售费用率	17.9%	14.6%	13.7%	13.6%	13.3%
无形资产	6.2	4.6	4.6	4.5	4.5	管理费用率	10.4%	10.2%	10.1%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	49.0	54.3	54.4	54.5	54.6	财务费用率	-1.1%	-1.1%	-2.5%	-1.2%	-0.6%
资产总额	609.2	1,855.2	2,858.5	3,394.3	4,068.6	三费/营业收入	27.1%	23.7%	21.2%	22.4%	22.6%
短期债务	-	30.0	200.0	200.0	200.0	偿债能力					
应付帐款	51.1	31.0	41.1	55.2	72.5	资产负债率	16.1%	5.3%	13.7%	15.3%	15.8%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	19.2%	5.6%	15.9%	18.0%	18.8%
其他流动负债	42.7	34.0	26.3	18.6	10.1	流动比率	3.66	15.86	7.82	8.55	9.93
长期借款	-	-	120.0	240.0	356.0	速动比率	3.07	15.02	7.41	7.99	9.20
其他非流动负债	4.3	4.3	4.1	3.8	3.5	利息保障倍数	-43.94	-52.61	-22.82	-48.32	-89.96
负债总额	98.0	99.2	391.5	517.6	642.1	分红指标					
少数股东权益	6.8	6.9	6.9	6.9	6.9	DPS(元)	0.08	0.25	0.13	0.17	0.22
股本	365.0	406.0	812.0	812.0	812.0	分红比率	30.8%	68.7%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	139.4	1,343.0	1,648.0	2,053.6	2,598.8	股息收益率	0.3%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%
股东权益	511.2	1,756.0	2,467.0	2,872.6	3,417.7	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EPS(元)	0.25	0.36	0.50	0.67	0.90
净利润	201.2	292.2	406.7	540.8	726.8	BVPS(元)	0.63	2.16	3.04	3.54	4.21
加: 折旧和摊销	10.4	13.3	20.4	36.3	51.3	PE(X)	123.0	84.8	60.9	45.8	34.1
资产减值准备	3.2	-0.4	6.6	7.8	5.7	PB(X)	48.5	14.1	10.0	8.6	7.2
公允价值变动损失	0.0	-	-	-	-	P/FCF	-	173.6	130.7	96.1	50.7
财务费用	2.2	0.1	0.6	-19.4	-12.5	P/S	62.9	43.8	31.9	23.5	17.6
投资收益	-1.2	-0.3	-0.2	-0.2	-2.0	EV/EBITDA	54.0	33.7	50.5	36.6	26.6
少数股东损益	-0.2	0.1	-	-	-	CAGR(%)	39.0%	35.5%	33.6%	6.7%	2.8%
营运资金的变动	26.7	-82.7	-74.7	-96.9	-118.9	PEG	3.2	2.4	1.8	6.9	12.3
经营活动产生现金流量	188.6	239.8	339.5	475.3	653.8	ROIC/WACC	10.4	7.8	7.2	5.1	5.0
投资活动产生现金流量	-180.7	-102.7	-414.7	-311.2	-247.9	REP	2.8	2.6	3.1	3.1	2.5
融资活动产生现金流量	-28.1	967.6	614.9	-2.1	-56.6						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

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。

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。

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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68763879	zhangqin@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
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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