

新华医疗 (600587)

买入 / 首次评级

股价：RMB22.13

分析师

钱晓宇

SAC 执业证书编号:S1000200010062

+755-82492237 qianxy@lhq.com

联系人

张金涛

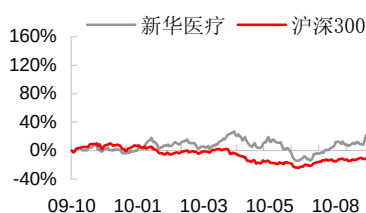
+755-83201063 zhangjt@lhq.com

相关研究

基础数据

总股本(百万股)	134.39
流通 A 股(百万股)	134.39
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	2974.14

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

谱写黄金十年的“新华”章

- **消毒灭菌设备迎来“景气十年”。**受益于人口结构和疾病谱的变化，我国制药行业迎来年增长率达到 20% 的“黄金十年”，新华医疗约占据国内制药消毒灭菌设备 90% 的市场份额，是行业内唯一的“中国名牌”，将独享制药行业快速发展所带来的消毒灭菌设备需求蛋糕；再结合新 GMP 的实施带来制药消毒灭菌设备 20% 的年增长率以及医疗机构建设逐步下沉带来医院灭菌设备未来 3 年 30% 的年增长率的预测，我们认为新华医疗消毒灭菌设备进入快速发展通道。
- **非 PVC 输液生产线成为新华医疗“发电机”。**我国大输液行业正在进行软塑输液对玻璃输液的替代过程；考虑到中日医疗体系的相似性，参考日本现有比例，我们保守测算我国非 PVC 大输液生产线缺口约有 97 条；结合 2010 年上半年新华医疗非 PVC 大输液生产线利润率超越募投计划的表现，我们认为非 PVC 输液生产线将成为公司快速成长之路上的“发电机”。
- **预收账款显示订单充足，下半年业绩有望亮丽出场。**2010 年上半年公司预收账款达到历史最高水平，比年初增长 41%，高额的预收账款意味着公司具有充足的订单；中国制药装备行业协会统计的数据显示新华医疗三季度制药设备销售量超过上半年之和，同时前三季度医院消毒灭菌设备招标情况稳定，因此我们认为新华医疗下半年将交出一份亮丽的“成绩单”。
- **龙头地位确保产品毛利率稳定。**不锈钢材占公司生产成本的 30%，公司通过大库存的方式应对不锈钢价格变动。参考历史不锈钢材价格波动和公司毛利率稳定的情况，我们认为作为制药消毒灭菌设备的绝对龙头，公司具有转移成本的能力，未来公司毛利率不会出现大幅的波动。
- **盈利预测：**在仅考虑公司消毒灭菌设备的保守估计下，通过 DCF 估值测算公司内在价值是 19.63 元；在不考虑资产托管诉讼的情况下，根据公司发展趋势，结合行业估值水平，我们认为公司合理价值区间为 29.1~32.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

经营预测与估值

	2009A	20101-3Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	885.8	880.0	1231.5	1700.6	2331.7
(+/-%)	35.2	39.8	39.0	38.1	37.1
归属母公司净利润(百万元)	41.3	42.4	62.4	94.8	154.0
(+/-%)	38.2	47.3	51.1	51.9	62.5
EPS(元)	0.31	0.32	0.46	0.71	1.15
P/E(倍)	72.0	70.1	44.0	29.0	17.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

投资要点	4
估值与投资建议.....	4
考虑到公司:	4
核心假设	4
与市场观点的差异之处.....	4
股价变化催化剂.....	4
核心假设的风险.....	4
“不差钱”的消毒灭菌设备行业龙头	5
制药灭菌设备进入景气阶段.....	6
医药行业进入“黄金十年”	6
寻找“黄金十年”的受益者.....	6
新 GMP 到来触发灭菌设备“景气十年”	7
新版 GMP 渐行渐近.....	7
行业霸主地位已成，独享景气十年.....	8
“为新华医疗定制”的新 GMP 标准.....	8
GMP 触发新华医疗高增长.....	9
十年修成“tenbagger”.....	9
GMP 之后“余威犹在”	9
新医改，锦上添花	10
基层医改，新华医疗层层渗入	10
“有女初长成”——非 PVC 输液生产线成为新华的“发电机”	11
非 PVC 软袋输液---未来的输液王者.....	11
大输液市场销量增速减缓	12
大输液市场替代趋势明显	13
大输液生产线盈利水平超预期	14
大库存应对原材料价格波动.....	14
预收账款显示订单充足.....	15
应收账款显示与大输液企业业务往来密切	15
期待下半年精彩表现.....	16
盈利预测与估值讨论.....	16
主要产品营业收入假设.....	16
公司主营产品情况预测.....	17

估值讨论	17
绝对估值	18
风险提示:	19
附注:	19
附注 1: GMP 改造规模计算过程	19
附注 2: 输液包装毛利率变化计算过程	19

投资要点

估值与投资建议

考虑到医药制造业黄金十年的到来，使新华医疗消毒灭菌设备成为医药制造业的宠儿，新 GMP 的推出将带来进一步的叠加效应，新华医疗制药消毒灭菌设备进入到快速增长阶段；新 GMP 六年的推行期和产品 8 年的设计寿命在 GMP 认证结束之后将为公司带来了 8 年一个周期的持续性需求。公司募投研发的非 PVC 生产线，受益于大输液行业变革，开始展现出优异的成绩。

我们预计 2010~2012 年年 EPS 为 0.46 元、0.71 元、1.15 元。

考虑到公司：

制药消毒灭菌设备是公司永续性的收入来源，成为公司股价的支撑；

非 PVC 生产线、放疗设备等产品具有较大的市场空间，在市场饱和之后，存在技术升级、推出替代产品的可能性；

医疗体系改革的下沉和改革的长期性，为公司医院设备的销售注入动力。

在不考虑公司资产托管诉讼执行的前提下，我们认为公司的合理价值区间为 29.1 元~32.0 元。

核心假设

公司产能能够满足产品快速增长的需求；

新一轮 GMP 认证能够顺利推行；

感染控制设备未出现下滑。

与市场观点的差异之处

一是认为**新华医疗制药消毒灭菌设备是公司永续性的收入来源**。产品 8 年的使用寿命，以及消毒灭菌设备作为压力容器到期后强制更换的要求，为公司带来 8 年一个周期的持续性需求。

二是认为**新华医疗受益于医药行业的长期景气**。我们认为新华医疗约占据国内制药消毒灭菌设备 90% 的市场份额，能够独享医药制造业的长期景气。

股价变化催化剂

新 GMP 标准正式公布实施；

2010 年下半年业绩向好。

核心假设的风险

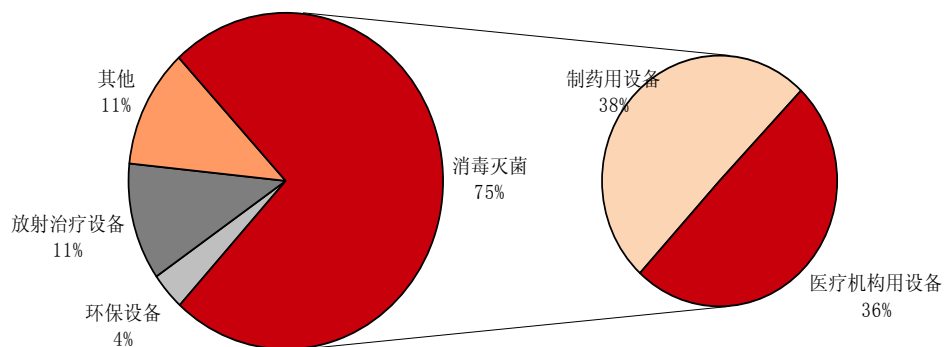
新 GMP 执行不力

医疗机构招标大幅减少

“不差钱”的消毒灭菌设备行业龙头

新华医疗主要产品分为九大类：感染控制产品、灭菌检测产品、放射治疗产品、X射线诊断产品、制药装备、手术器械、一次性医用耗材、空气净化产品、医用环保设备。其中消毒灭菌设备是公司的主力产品，约占公司收入的 75%，“新华牌”消毒灭菌设备是行业内唯一的“中国名牌”，公司是唯一的直线加速放疗设备国内生产厂家。

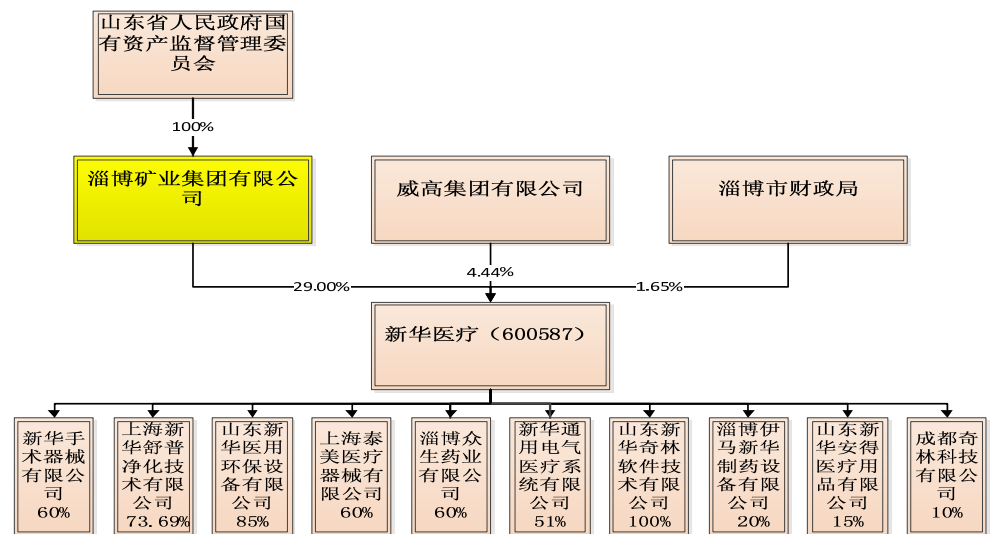
图 1 新华医疗收入结构



资料来源：公司 2009 年报，华泰联合证券研究所（放射治疗、药厂和医疗机构数据根据调研推断）

2009 年 9 月 15 日公司原控股股东淄博市财政局将所持新华医疗 29% 的股份转让予淄博矿业集团有限公司。淄矿集团受让股权时承诺，“保持公司医疗和健康主业不变，保证公司生产经营发展的资金需要，根据业务拓展需要，向上市公司注入优质资产，做大做强上市公司”。基于淄矿集团目前资金充裕（2009 年净利润 15.89 亿元），并且成立非煤事业部的情况，我们判断淄矿集团可能会有以下三点动作：支持公司扩张；维持公司现金流运转；出于控股权考虑，存在举牌收购，提高股权比例的可能性。

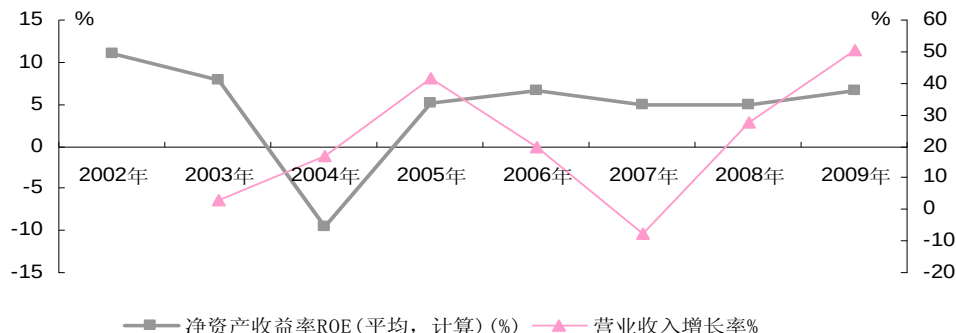
图 2 淄矿集团入主新华医疗



资料来源：2010 年中报，华泰联合证券研究所

2009 年以来公司进行管理层改革，推出管理层激励计划，效果逐步显现，公司业绩和资产收益率趋势向好。

图 3 公司业绩逐渐好转



资料来源：wind，华泰联合证券研究所

制药灭菌设备进入景气阶段

新华医疗作为国内最大的制药灭菌设备制造商，将充分享受医药制造业快速发展带来的对上游制药设备需求的增加；同时新 GMP 提高了对医药企业的消毒灭菌要求，为灭菌设备需求注入叠加效应；因此我们认为新华医疗的制药消毒灭菌设备进入快速增长阶段。

医药行业进入“黄金十年”

我们建立模型对 2010~2019 年我国医药行业收入进行初步预测，预计 2019 年我国医药行业总收入约为 7.20 万亿元，2009~2019 年医药行业复合增长率将达到 20%。我们的模型是：

表 1 医药行业进入“黄金十年”

公式	计算过程
医药收入=人均医药支出*人口总数	4802.8*15=72042 (亿元)
人均医药支出=基期人均医药支出*(1+人均医药支出增长率)	(5.97+1)*689=4802.8
人均医药支出增长率=(人均收入增长率*收入医药支出弹性)	4.36*1.37=5.97
人均收入增长率=收入增长率/人口增长率	4.81/1.10=4.36

资料来源：华泰联合证券研究所

注：计算所采用数据来源于 2010 中国卫生统计年鉴、2009 中国统计年鉴、《收入分配对居民消费需求结构和倾向的影响》

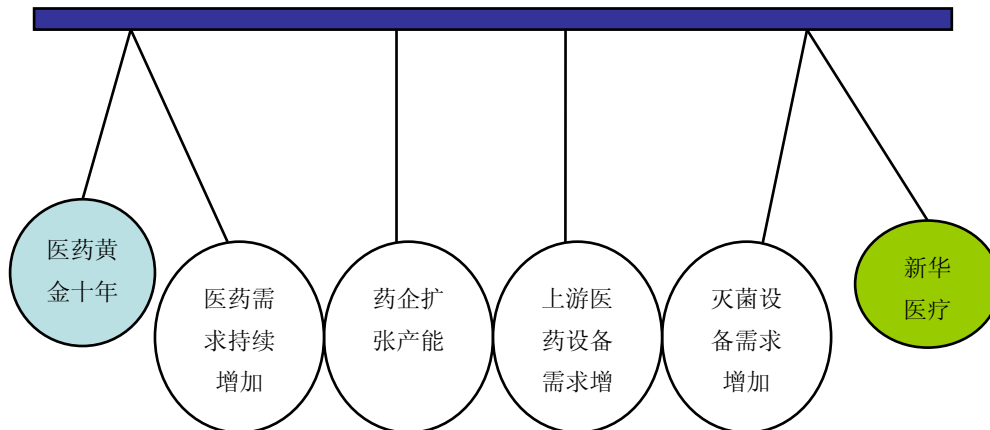
我们的结果与 SFDA 南方医药经济研究所预测结果接近，“我国医药行业在疾病谱的变化，人口老龄化，消费升级和医保投入加大等因素的推动下，未来将进入“黄金十年”。预计 2019 年我国医药行业工业总产值将到达 73813 亿元”。——SFDA 南方医药经济研究所所长 林建宁

寻找“黄金十年”的受益者

目前医药行业产能利用率处于高位，医药需求的快速增长带来医药制造业的蓬勃发展，上游的医药设备制造业将分享医药行业的快速成长，虽然 6000 多家医药制造企

业产品各有不同，但是生产流程均包括：原料制备、医药生产、产品检验、消毒灭菌、包装出厂。

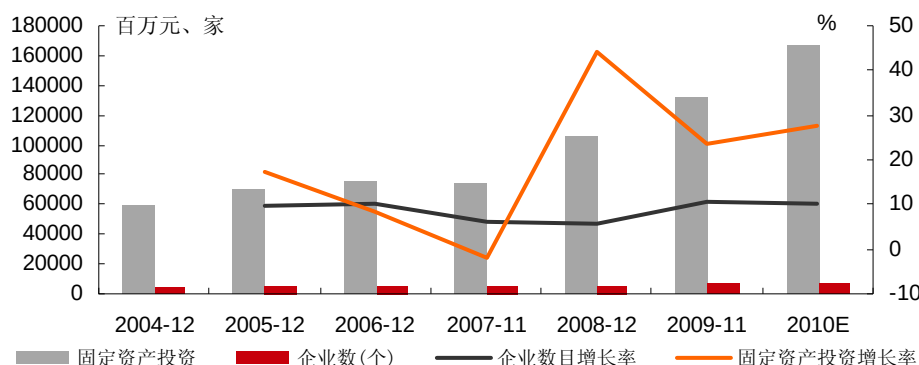
图 4 新华医疗景气理由



资料来源：华泰联合证券研究所

我国制药企业数目一直处于上升趋势，2010 年 8 月达到 6910 家；2008 年以来医药制造业固定值产投资增长率维持在 30% 左右，受益于医药行业长期景气，我们认为固定资产投资快速增长趋势仍将持续。

图 5 医药制造业处于扩张阶段



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所

新 GMP 到来触发灭菌设备“景气十年”

1999~2004 年我国进行了第一次制药企业 GMP 强制认证，但是此后多次爆发如“齐二药事件”、“欣弗事件”等医药安全问题，主要原因是由于原有 GMP 标准仅仅是指导性措施，在实际应用中存在非常大的可操作空间。新 GMP 一方面是原有 GMP 认证五年有效期结束，另一方面是是对上一次 GMP 认证条件的提升。

新版 GMP 渐行渐近

经过 4 年的论证，新 GMP 标准即将推出。新版 GMP 的灭菌设备强制性要求，使新一轮 GMP 认证成为消毒灭菌设备需求的第二驱动力。

表 2 新版 GMP 即将到来

新版 GMP 推出时间表

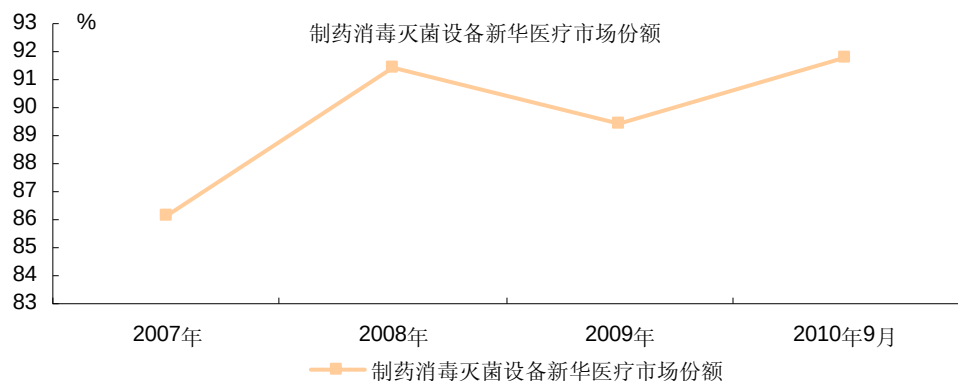
2008 年底已经修改完毕
2009 年 4 月网上公布，征求意见
2009 年 8-10 月综合反馈的意见，修改
2009 年 11 月修改后再次征求意见
2010 年 5 月药监局会议通过，上报卫生部
原定 2010 年上半年公布实施（尚未公布）
新建企业必须满足新版 GMP 标准，老企业存在三年过渡期

资料来源：SFDA, 华泰联合证券研究所

行业霸主地位已成，独享景气十年

不同医药生产线中消毒灭菌设备具有一定的通用性，新华医疗通过不断推出新产品，将产品更新周期缩短至两年，目前已成长为国内最大的制药消毒灭菌设备制造企业，约占据国内制药灭菌设备市场份额的 90%，成为行业绝对的领导者。

图 6 新华医疗成为国内消毒灭菌设备绝对龙头



资料来源：中国制药装备行业协会，华泰联合证券研究所

“为新华医疗定制”的新 GMP 标准

新版 GMP 调整了无菌制剂的洁净要求，相比于 98 版的 GMP 指导性标准而言，新版 GMP（意见稿）在附录第十一、十二章对灭菌设备和灭菌方法进行了详细的规定，明确要求灭菌尽可能采用热力灭菌，新华医疗制药灭菌设备均适用于新版 GMP。

表 3 新华医疗制药灭菌设备适用于新版 GMP 规则

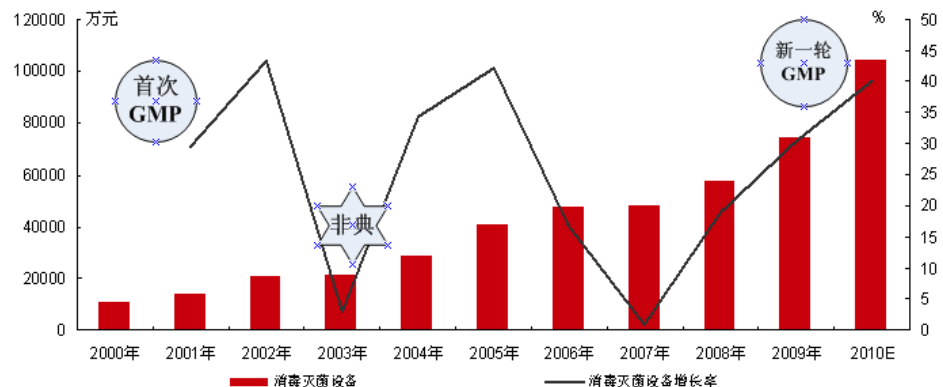
灭菌设备	灭菌原理	是否符合新版 GMP
通风干燥式软包装大输液灭菌器	饱和蒸汽	湿热灭菌，符合
手控脉动真空灭菌器	压力蒸汽	湿热灭菌，符合
普通卧式压力蒸汽灭菌器	压力蒸汽	湿热灭菌，符合
安瓿口服液系列检漏灭菌器	蒸汽式、水浴式	湿热灭菌，符合
XG1.K 系列大输液快速冷却灭菌器	饱和蒸汽、过热水喷淋	湿热灭菌，符合
XG1.DF 系列粉类干燥灭菌器	干热灭菌	适用于中药、粉剂
PSM 系列大输液水浴灭菌器	水浴灭菌	湿法灭菌，符合
XG2.SH 系列环氧乙烷灭菌器	环氧乙烷混合气体	适用于材料灭菌
XG1.GW 系列脉动真空灭菌器	蒸汽灭菌	湿法灭菌，符合
XG1.D 系列脉动真空灭菌器	蒸汽灭菌	湿法灭菌，符合

资料来源：新华医疗，华泰联合证券研究所

GMP 触发新华医疗高增长

1999~2004 年是我国第一次 GMP 认证的时期，作为国内消毒灭菌企业的佼佼者，新华医疗在第一轮 GMP 认证中实现了高速增长。我们认为即将公布实施的新版 GMP 将成为触发新华医疗制药灭菌设备的快速增长的按钮。

图 7 新华医疗 GMP 认证收益明显



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

注：2000~2003 年为消毒灭菌设备收入，2004 年之后公司不再分产品披露详细收入，因此，虽然 2004 年、2005 年收入增幅较大，但不具有参考价值。

十年修成“tenbagger”

考虑到新 GMP 推行的阶段性过程，我们认为此次新 GMP 认证将会为新华医疗注入为期六年的刺激动力，在不考虑企业先申请旧 GMP 再申请新 GMP 的情况下，经过测算我们认为新 GMP 改造正式实施过程中，新华医疗灭菌设备年收入复合增长率将达到 40%。

GMP 之后“余威犹在”

而在 GMP 六年推行期结束之后，考虑到公司产品寿命约为八年的特点，制药消毒灭菌设备又将进入到产品更换阶段（消毒灭菌设备属于压力容器，国家质检部门会对压力容器进行定期检查，达到使用寿命，强制性更换），此次 GMP 认证和产品八年的使

使用寿命为新华医疗形成了为期八年的需求周期，我们预计产品更换周期中消毒灭菌设备年增长率将达到 10%。

制药灭菌设备有望实现 10 年增长超过 10 倍的“tenbagger”式成长。

表 4 2009~2019 年新华医疗增长动力

阶段	驱动力 1	增长率	驱动力 2	增长率	合计增长率
2009~2010 年	医药制造企业扩产、新建	20%	注射剂企业 GMP 改造	20%	40%
2012~2015 年	医药制造企业扩产、新建	20%	老企业改造	20%	40%
2015~2019 年	医药制造企业扩产、新建	20%	旧设备更新阶段	10%	30%

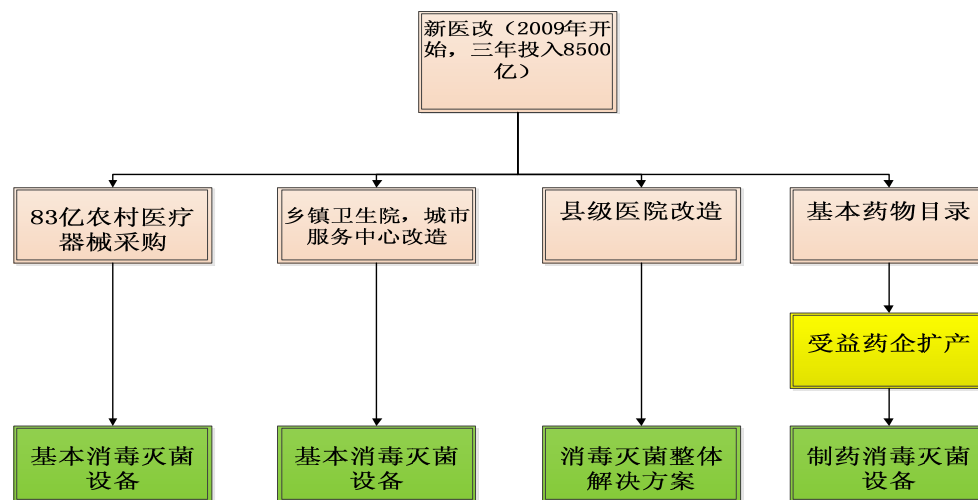
资料来源：国家统计局，南方医药经济研究所，华泰联合证券研究所

注：详细测算过程见附注

新医改，锦上添花

2009 年开始实施的新医改将在三年内投入 8500 亿用于医疗体系改革，普遍预计有 50% 将投向医疗机构；2008 年政府医疗财政医疗卫生服务支出为 1397.23 亿元，据此测算，假设不进行新医改，那么未来三年相关投入也将超过 4191 亿元。因此我们判断三年新医改之后，财政医疗卫生支出不会大幅削弱。

图 8 新华医疗新医改受益路线图



资料来源：华泰联合证券研究所

基层医改，新华医疗层层渗入

2009 年开始推行的新医改，目标是三年内完成 2000 所县级医院的建设，新设或者改造 3700 所城市卫生服务中心、1.1 万所社区服务站，实现全国每个行政村都有卫生室。卫生部出台的各级医院设备指导意见中，新华医疗产品从县级医院到村卫生院全覆盖。

表 5 新华医疗产品进入到各级医疗机构

医院类别	相关配置品类	需求动力
县级医院	超净工作台、生物安全柜、高压消毒锅，快速消毒器， 高压消毒柜，空气净化设备，超声波清洗机，高压消毒 柜，化学气体消毒柜	设备更新
乡镇卫生院	紫外线杀菌车，高压灭菌设备，空气消毒机	设备更新，添加
社区服务中心	空气净化器，蒸汽灭菌器	设备添加
村卫生室	无菌柜，高压消毒锅	设备添加

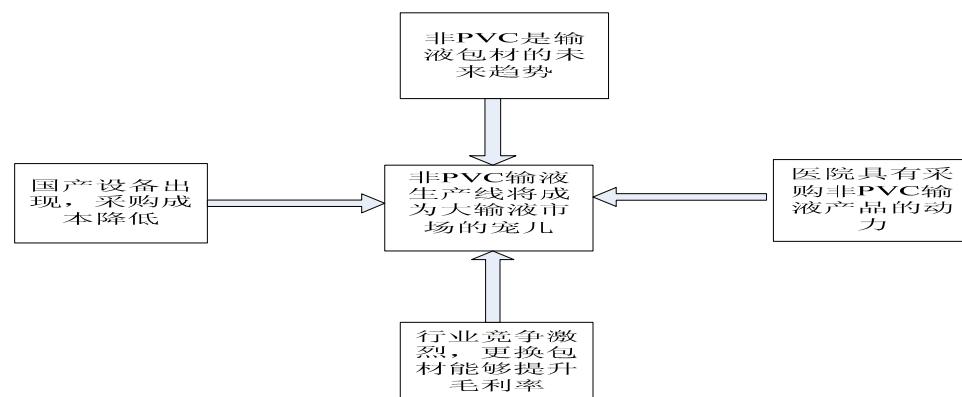
资料来源：卫生部网站（医疗机构配置品类指导），华泰联合证券研究所

新华医疗约占医疗机构消毒灭菌设备 60%的市场空间，招标中能够实现较高的中标率。2009 年新华医疗消毒灭菌设备整体增长率达到 30%，在医院招标不出现大幅波动的情况下，我们判断公司医疗机构消毒灭菌设备未来 3 年增长率不低于 30%。

“有女初长成”——非 PVC 输液生产线成为新华的“发电机”

我国大输液市场接近饱和，正在进行软塑输液替代玻璃瓶输液的变革，在输液企业提升竞争力和医院固有采购动力的驱动下，非 PVC 输液产品将成为输液市场的生力军。参考欧美和日本的输液市场非 PVC 输液产品比例，我们认为新华医疗募资研发的非 PVC 生产线将成为大输液企业的宠儿。

图 9 非 PVC 输液生产线将成为输液企业的宠儿



资料来源：华泰联合证券研究所

非 PVC 软袋输液---未来的输液王者

大输液是指容量在 50ml 以上的大容量注射剂。大输液行业的发展历程中，大输液包装技术经历了几次变革。主要有玻璃瓶输液，塑瓶输液，PVC 软瓶输液，非 PVC 软瓶输液四种类型。

图 10 大输液替代路径



资料来源：华仁药业招股说明书，华泰联合证券研究所

非 PVC 输液具有不与外部空气通、无溶出物、易灭菌等特点，是玻瓶和塑瓶输液的良好替代品。

表 6 非 PVC 输液优势明显

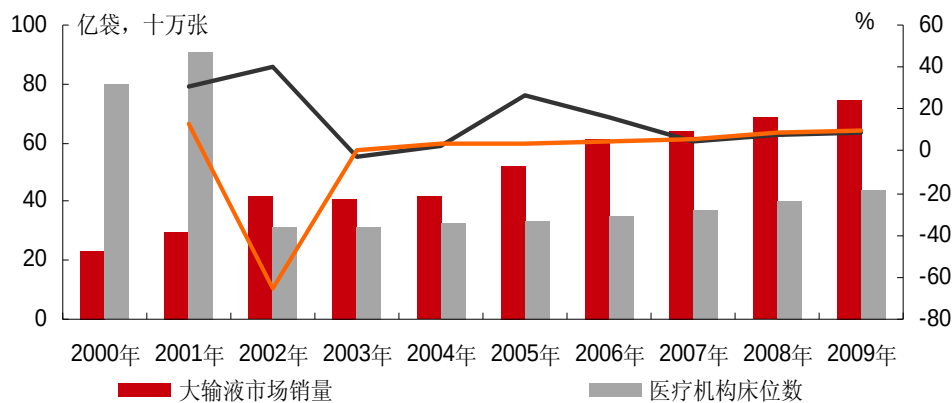
输液材料	外部连通	脱落物/内容物	水气透性	抗冲击力	温度耐受
玻瓶	空气进入	微小裂缝，产生微小脱落物	口部密封不良，水、气口部进入	差	橡胶塞高温易变型
塑瓶	空气进入	无脱落物	外界空气必须进入	好	可耐受灭菌温度
PVC 软袋	密封	聚氯乙烯、DEHP 溶于药物	水、气易通过	好	消毒灭菌条件苛刻
非 PVC 软袋	密封	无	差	好	耐高温

资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

大输液市场销量增速减缓

2003 年以来大输液市场与医疗机构床位数表现出良好的拟合性，大输液市场未来将享受医疗机构床位数的增长速度，约为 4%，同时考虑到大输液产品在基层医疗市场的铺设，我们预计大输液行业年增长速度可达到 6%，增长速度放缓。

图 11 大输液销量增速放缓

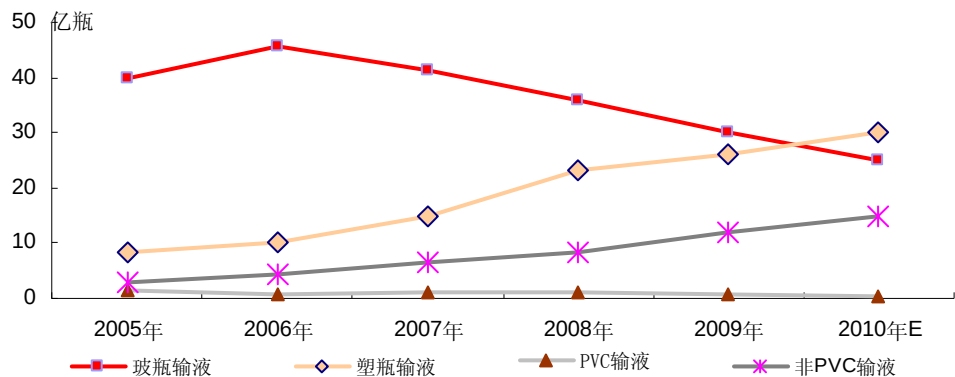


资料来源：中国数字医药网，华泰联合证券研究所

大输液市场替代趋势明显

2007 年以来玻璃瓶输液和 PVC 输液销售量下降 14.3%和 13.6%，市场处于萎缩状态，塑瓶和非 PVC 软袋市场增长迅速，我国正处于软塑输液对玻璃瓶输液的替代时期。

图 12 非 PVC 软袋市场迅速扩张



资料来源：中国数字医药网，华泰联合证券研究所

根据我们的预测模型，2010 年我国输液市场软塑包装产品将达到 75%，玻璃瓶：塑瓶：非 PVC 软袋=5:6:3，远低于日本 1:3:6 的比例，结合以下测算我们认为对玻璃瓶输液的替代过程仍将继续，并且未来将会进行非 PVC 软袋输液对塑瓶输液的替代。通过以下测算：

- 一、2010 年预计我国人均大输液产品 5.5（袋/瓶），高于日本人均 3.3（瓶/袋）的水平，我国大输液行业竞争激烈，产品供应充足；
- 二、根据我们测算大输液行业包材更换能够使毛利率提升 24%（详细过程见附注 2），企业具有更换包材的动力；
- 三、医疗机构成本加成的定价机制，使医疗机构有采购非 PVC 输液产品的意愿。
- 四、根据我国 75 亿（袋/瓶）的大输液产量，按照达到日本比例计算，需要新增大输液生产线 $(45-16) / 0.3 = 97$ 条。

我们认为国内非 PVC 输液市场具有充分的市场空间，目前国内约有 5 家大输液生产商，但是能够提供非 PVC 生产线的生产企业仅湖南千山一家。

表 7 我国主要制药设备提供商

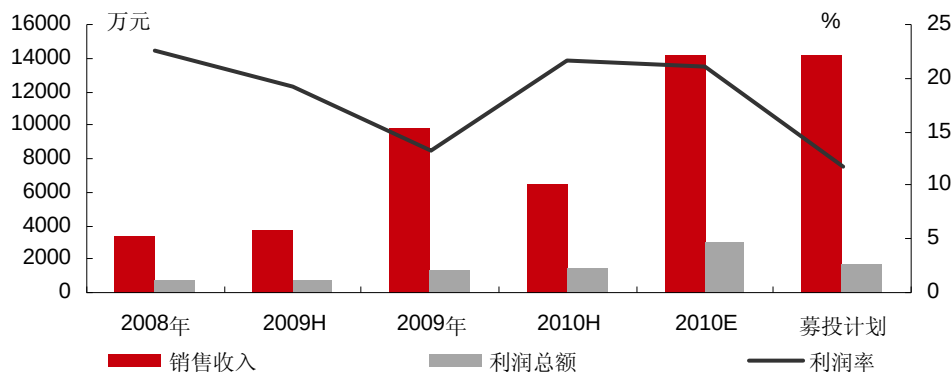
设备企业	2009 年销量	是否具有非 PVC 生产线	扣除非生 产线项目	2009 年生 产线销量
长沙新中	139	否	NA	139
哈尔滨北江	13	否	12	1
上海震伦	31	否	7	24
长沙楚天	49	否	NA	49
湖南千山	62	有	NA	62
江苏永和	3	仅有配套设备	3	0

资料来源：中国制药设备协会，公司网站，华泰联合证券研究所

大输液生产线盈利水平超预期

2007 年新华医疗募集资金研制非 PVC 大输液生产线，募投计划中预计年产 20 条，销售利润率为 11%，2010 年新华医疗非 PVC 大输液生产线销售利润率达到 21%，我们认为作为国内非 PVC 软袋生产线领军企业，具有消毒灭菌设备与大输液生产线配套销售的优势，新华医疗将在大输液行业变革崭露头角。

图 13 非 PVC 生产线净利率超预期

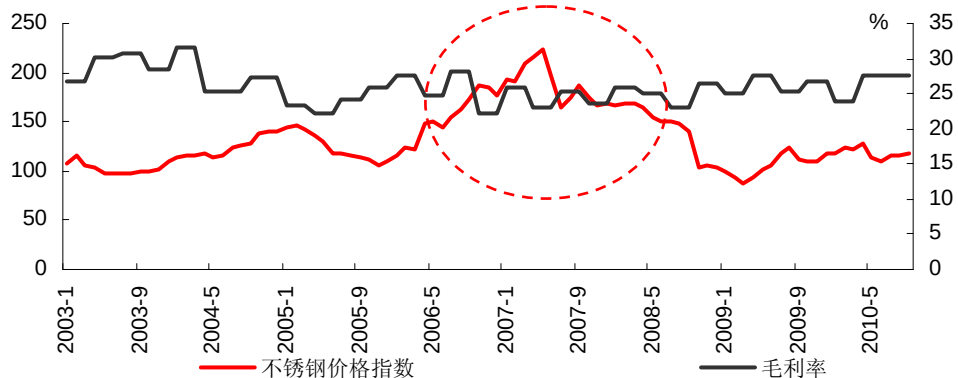


资料来源：2008~2010 年公司半年报及年报，华泰联合证券研究所

大库存应对原材料价格波动

公司主要原材料是不锈钢，约占总成本的 30%，作为制药消毒灭菌行业的龙头企业，新华医疗具有转移成本的能力，同时公司采用大库存的方式来平滑钢材价格波动。从 2003 年以来不锈钢价格指数和公司毛利率变动情况可以看出，公司毛利率水平受不锈钢价格波动影响较小。结合未来通货膨胀和资产泡沫化的趋势，我们认为新华医疗综合毛利率不会出现大幅变化，仅仅将会小幅震荡。

图 14 不锈钢材价格波动对公司毛利率影响较小

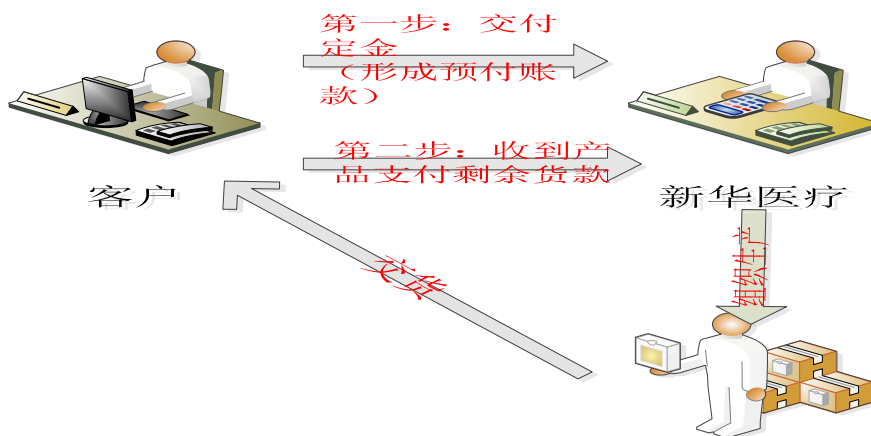


资料来源：mysteel，wind，华泰联合证券研究所

预收账款显示订单充足

新华医疗采用订单式生产模式，客户支付 30% 货款作为定金形成预付账款，公司组织生产，生产完毕，交付客户使用，客户支付 60% 货款，一年使用期之后支付剩余 10% 货款，订单式生产模式使得公司预收账款能够很好的反映订单情况。

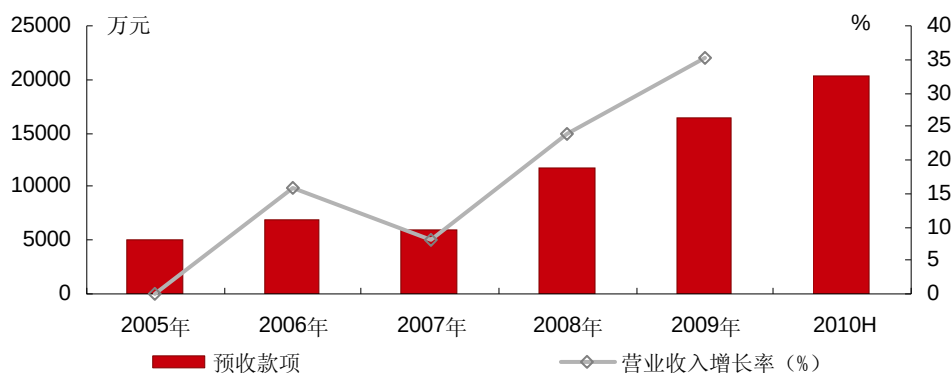
图 15 订单式销售模式



资料来源：华泰联合证券研究所

2008 年以来预收账款复合增长率超过 30%。2010 年上半年预收账款达到 2391.45 万元，比年初增长 41.35%，高预收账款说明公司具有充足的订单，为未来收入提供了保障，公司营业收入高速增长的趋势将继续维持。

图 16 高额预收账款预示订单充足



资料来源：wind，2010 半年报，华泰联合证券研究所

应收账款显示与大输液企业业务往来密切

新华医疗 2009 年年报和 2010 年中报中应收账款前五位主要集中于大输液生产厂家，结合公司产品情况，我们认为主要原因有两点：第一、大输液生产厂家生产线改造，第二、采购消毒灭菌设备应对新版 GMP 中首先从新建药企和注射剂生产厂家执行的规定。

表 8 与大输液业务联系紧密

企业名称	2009 年报应收账款	2010 年报应收账款	备注
山东齐都药业有限公司	是	是	大输液生产厂家
安徽丰原药业有限公司无为药厂	否	是	无为药厂主营大输液产品
成都诚鸿科技发展有限公司	否	是	设备代理商
青岛华仁药业有限公司	是	是	非 PVC 软袋产品
黑龙江农垦总局北安分局中心医院	是	是	医疗机构
昆明南疆制药有限公司	是	否	占据云南大输液 80% 市场份额
湖南科伦药业有限公司	是	否	国内最大的大输液生产厂家

资料来源：新华医疗 2009 年年报，2010 年中报，华泰联合证券研究所

期待下半年精彩表现

公司订单式生产的周期约为 3~4 个月，所以我们认为公司上半年预收账款大幅增加将在下半年形成收入。根据我们从中国制药装备行业协会所统计的数据，新华医疗 2010 年三季度制药消毒灭菌设备超过上半年全年销售量，而医院消毒灭菌招标状况维持稳定，因此我们判断新华医疗 2010 年下半年将会交出一份优秀的“成绩单”。

图 17 制药消毒灭菌设备 2010 年三季度销售成绩优异

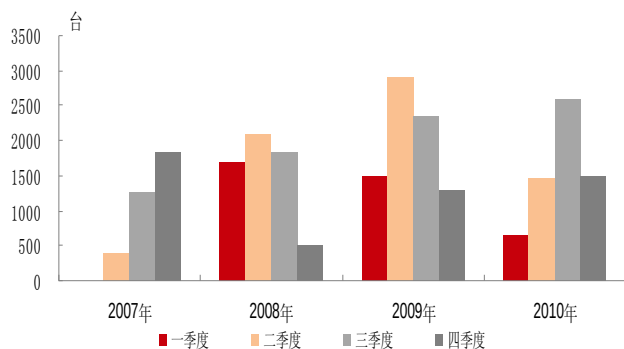
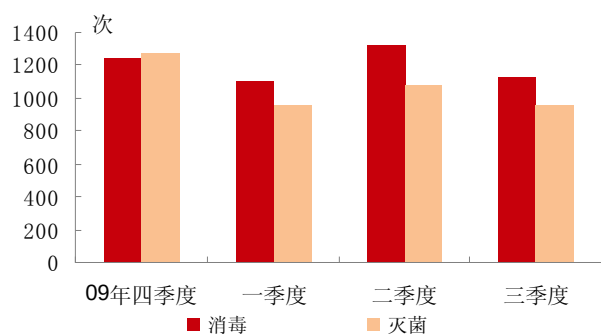


图 15 前三季度医院招标情况稳定



资料来源：中国制药装备行业协会，中国医院招标网，华泰联合证券研究所（2010 年四季度数据为预测值）

注：图 15 仅为医院招标状况，不是新华医疗中标情况，我们从消毒和灭菌两方面统计数据，二者不能够直接加和。

盈利预测与估值讨论

主要产品营业收入假设

假设医疗器械 2010~2012 年保持每年 35% 以上的增长；制药消毒灭菌设备增长达到 40%；医院消毒灭菌设备增长率维持 30%；非 PVC 输液生产线增长率分别为 50%、40%、30%；环保设备增长率为 50%、30%、30%。

医疗器械 2007、2008、2009 年三年毛利率分别为 23.89%、24.63%、26.00%，随着

新GMP推行的临近呈现上升趋势，公司在制药机械销售环节因占据绝对垄断地位因此具有较强的成本转嫁能力，在新GMP顺利推行的假设下，预计2012年毛利率将达到28%。

假设条件中除环保设备外其他产品2010~2012年产品毛利率呈上升趋势，考虑未来钢材价格上涨的趋势，我们认为公司环保设备毛利率将会下降。

公司主营产品情况预测

表 9 公司主营产品收入预测

主营产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
医疗器械	481.49	538.91	648.73	875.79	1,208.58	1,692.02
环保设备	7.63	21.86	39.26	58.89	76.56	99.52
非 PVC 输液 生产线		33.82	97.66	146.49	205.09	266.61
其他	39.80	60.37	100.19	150.29	210.40	273.52
合计	528.92	654.96	885.84	1,231.45	1,700.63	2,331.67

表 10 公司主营产品成本预测

主营产品	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
医疗器械	366.46	406.18	480.08	644.58	883.47	1,218.25
环保设备	3.28	14.45	29.41	44.17	58.18	77.63
非 PVC 输液 生产线	NA	22.86	56.45	82.03	110.75	138.64
其他	30.32	47.42	87.09	129.25	179.89	232.49
合计	400.06	490.91	653.03	900.03	1,232.30	1,667.01

表 11 公司主营产品毛利率预测

毛利率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
医疗器械	23.89	24.63	26.00	26.40	26.90	28.00
环保产品	57.01	33.90	25.09	25.00	24.00	22.00
非 PVC 输液生产线	NA	32.40	42.20	44.00	46.00	48.00
其他	23.82	21.45	13.08	14.00	14.50	15.00
合计	24.36	25.05	26.28	26.91	27.54	28.51

注：医疗器械数据是我们剔除非 PVC 输液生产线数值

估值讨论

参考同行业估值水平 2011 年平均 P/E 为 41 倍，我们认为新 GMP 的推行将触发新华医疗消毒灭菌设备进入到长期快速成长时期，我们给予一定的估值溢价。

表 12 医疗器械行业估值水平

证券代码	证券简称	2010 年 P/E	2011 年 P/E
600055.SH	万东医疗	64.3466	48.7331
002223.SZ	鱼跃医疗	63.4477	43.5861
300030.SZ	阳普医疗	59.5699	40.8461
002432.SZ	九安医疗	61.2107	39.8524
300003.SZ	乐普医疗	53.3892	39.2928
600587.SH	新华医疗	46.004	33.0806
行业平均值		57.99	40.90

资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

根据我们测算 2010~2012 年公司 EPS 为 0.46 元、0.71 元、1.15 元, 我们认为新华医疗的合理价值区间位于 28.4 元~31.95 元。

绝对估值

我们根据行业近 3 年平均 β 值以及公司资本结构, 计算出公司 WACC=8.23%。

项目	预测方法	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	行业最近 3 年均值	1.056	1.070
无风险利率 (%)	预测值	3.67%	3.67%
市场的预期收益率 (%)	预测值	8.00%	8.00%
股权资本成本 (K_e)		8.24%	8.30%
债务成本 K_d (%)	预测值	5.68%	5.68%
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	预测值	0.22%	0.22%
WACC		8.23%	8.23%

我们在 DCF 估值阶段的假设是: 一、制药消毒灭菌设备在 GMP 推行阶段年增长率达到 36%; 二、医院消毒灭菌设备从 2013 年起不再增长; 三、不考虑非 PVC 生产线等产品的收入对公司业绩影响。

公司内在评估价值

公司核心评估价值	高速+永续折现	2,498.04	92.38%
其中: 显性价值	最近 3 年折现	101.24	3.74%
其中: 半显性价值	最近 3 年-高速增长阶段止折现	464.66	17.18%
其中: 永续增长价值	永续增长阶段折现	1,932.15	71.46%
加: 公司非核心评估价值	来自营运资本	205.94	7.62%
公司评估总价值		2,703.99	
减: 债务价值	来自营运资本	6.00	
减: 少数股东权益	来自资产负债表	60.42	
公司内在评估价值		2,637.57	
估值日总股本(百万股)		134.39	
每股内在价值(元)	内在评估价值/估值日总股本	19.63	
P/E(隐含)	每股内在价值/(N+1 年 EPS)	68.52	

在仅考虑消毒灭菌设备的情况下，公司每股内在价值是 19.63 元。

风险提示：

感染控制设备销售明显下滑，将会导致公司消毒灭菌产品销售收入低于预期。

新 GMP 继续推迟颁布或者执行力度不足，使得制药消毒灭菌设备低于我们预测水平。

附注：

附注 1: GMP 改造规模计算过程

表 13 GMP 改造规模计算过程

方法	假设	计算结果
全国需要进行 GMP 改造企业数	2007 年调查结果显示 37.5% 合格	$6910 \times 0.625 = 4319$
剔除亏损企业	2010 年 8 月数据显示 1135 家亏损	$4319 - 1135 = 3184$
乘以每家 GMP 改造费用	按 500 家注射剂企业需 60~90 亿元改造费用计算	$3184 \times (60/500 \sim 90/500) = 382.08 \sim 573.12$ (亿元)
乘以灭菌设备占比	消毒灭菌项目占比 5%	$382.08 \sim 573.12 \times 0.05 = 19.1 \sim 28.7$ (亿元)
乘以新华医疗市场份额	按新华医疗 2010 年占比计算，约为 92%	$19.1 \sim 28.7 \times 0.92 = 17.6 \sim 26.4$ (亿元)

资料来源：华泰联合证券研究所

按照国家食品药品监督管理局的预计数据，总投入 2000 亿，其中约有 1/3，投入设备更新，我们倾向于 573.12 亿元较为合理，因此新华医疗在为期 6 年的 GMP 改造中灭菌设备总收入将达到 26.4 亿元。

新华医疗未公布具体灭菌设备收入，扣除器械类 2009 年收入 1 亿元，消毒灭菌设备 2009 年收入为 7.86 亿元。

因此我们预计新版 GMP 正式改造实施过程中，仅受益于旧有设备改造，新华医疗灭菌设备增长率约为 20%。

附注 2: 输液包装毛利率变化计算过程

根据科伦药业招股说明书以及年报公布的数据：2009 年公司大输液毛利率为 39.03%，塑瓶输液占 21%，毛利率为 42.78%，结合华仁药业毛利率我们判断非 PVC 输液毛利率约为 56.24%，占比为 9.2%，玻瓶输液占比为 72%，因此玻瓶输液毛利率为 34.56%，从玻瓶到塑瓶到非 PVC 输液，因为包材更换使毛利率增长 8.22 个和 13.46 个百分点。毛利率增长率为 $8.22/34.56 = 24\%$ ， $13.46/56.24 = 24\%$ 。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	712	981	1325	1799	营业收入	886	1231	1701	2332
现金	188	274	373	514	营业成本	653	900	1232	1667
应收账款	186	251	339	454	营业税金及附加	6	9	12	16
其他应收款	29	41	56	77	营业费用	114	154	209	280
预付账款	18	25	34	46	管理费用	58	84	112	149
存货	275	369	493	667	财务费用	1	3	10	18
其他流动资产	15	20	29	40	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	324	308	295	282	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	16	16	16	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	222	218	210	201	营业利润	50	79	122	199
无形资产	58	56	54	52	营业外收入	3	1	0	0
其他非流动资产	26	18	14	12	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1036	1289	1620	2080	利润总额	53	80	122	199
流动负债	303	514	741	1036	所得税	9	13	20	33
短期借款	0	98	174	270	净利润	44	67	102	166
应付账款	135	187	253	333	少数股东损益	3	4	7	12
其他流动负债	168	229	314	433	归属母公司净利润	41	62	95	154
非流动负债	23	12	32	60	EBITDA	68	96	146	230
长期借款	6	6	26	56	EPS (元)	0.31	0.46	0.71	1.15
其他非流动负债	17	6	6	4	主要财务比率				
负债合计	326	526	773	1096	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	60	65	72	84	成长能力				
股本	134	134	134	134	营业收入	35.2%	39.0%	38.1%	37.1%
资本公积	331	331	331	331	营业利润	74.8%	57.5%	54.2%	62.5%
留存收益	185	234	310	436	归属于母公司净利润	38.2%	51.1%	51.9%	62.5%
归属母公司股东权益	650	699	775	900	获利能力				
负债和股东权益	1036	1289	1620	2080	毛利率 (%)	26.3%	26.9%	27.5%	28.5%
现金流量表					净利率 (%)	4.7%	5.1%	5.6%	6.6%
单位: 百万元					ROE (%)	6.4%	8.9%	12.2%	17.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	8.4%	12.0%	16.9%	23.4%
经营活动现金流	106	2	32	62	偿债能力				
净利润	44	67	102	166	资产负债率 (%)	31.5%	40.8%	47.7%	52.7%
折旧摊销	17	13	13	14	净负债比率 (%)	1.84%	19.80%	25.86%	29.73%
财务费用	1	3	10	18	流动比率	2.35	1.91	1.79	1.74
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	1.44	1.19	1.12	1.09
营运资金变动	41	-96	-127	-177	营运能力				
其他经营现金流	3	15	33	42	总资产周转率	0.87	1.06	1.17	1.26
投资活动现金流	-21	2	-0	-0	应收账款周转率	4	5	5	5
资本支出	19	0	0	0	应付账款周转率	5.24	5.59	5.61	5.69
长期投资	-3	-2	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-5	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.31	0.46	0.71	1.15
筹资活动现金流	-56	83	67	79	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	0.01	0.24	0.46
短期借款	-45	98	76	96	每股净资产 (最新摊薄)	4.83	5.20	5.77	6.70
长期借款	-1	0	20	30	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	66.53	44.04	28.99	17.84
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.23	3.93	3.54	3.05
其他筹资现金流	-11	-15	-29	-47	EV/EBITDA	38	27	18	11
现金净增加额	29	86	99	141					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com