

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 30.23元

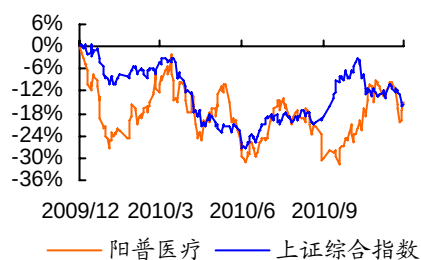
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2751.53
总股本(百万)	74
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	7.62
资产负债率	14.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
阳普医疗	-6.32	21.11	14.29
上证综合指数	-4.01	5.40	13.37



相关报告

《阳普医疗-产能瓶颈解决, 产品结构有望丰富》2010-12-29

《阳普医疗-立足真空采血领域 全面进军临床检验产业》2010-3-31

阳普医疗

300030

推荐

收购杭州龙鑫, 产品单一短板得到弥补

阳普医疗出资4892万成为杭州龙鑫科技有限公司控股股东, 持股51%。

投资要点:

- **产品短板得到弥补, 协同效应明显。**公司并购前主要产品为采血管, 产品较单一, 导致单位销售额渠道成本较高, 并购之后此短板得到一定弥补; 杭州龙鑫和阳普医疗的目标客户基本相同, 并购之后均可利用对方已有渠道扩展自身业务, 实现1+1>2, 协同效应非常明显; 另外, 杭州龙鑫的长三角地理位置也有益于公司的战略布局;
- **杭州龙鑫发展有望加速。**尿检作为医院的一项常规检查, 市场空间较大; 杭州龙鑫在销产品为全自动尿沉渣分析仪, 11年预计销售额为5100万, 利润约1000万; 公司其他3大块业务(全自动尿液分析仪、全自动尿液分析系统、尿液试纸及耗材)国内产品注册证明年有望获批; 阳普医疗增资的4292万为杭州龙鑫的未来发展注入强劲资金动力, 杭州龙鑫发展有望加速;
- **并购序幕刚刚拉开, 公司前景乐观。**结合公司“标本专家、护理专家、检验专家”战略和现金储备看, 公司未来将会继续并购; 公司采血管产能问题已解决, 市场销售也在加强, 此次并购又改善了产品单一的短板且有望以此为跳板全面进军检验领域, 公司前景乐观;
- **维持推荐评级。**并购成本约为10倍P/E, 预测并购后公司10-12年每股收益为0.36、0.63、0.89元; 11年P/E为48倍, 估值不算低, 但考虑到公司并购预期以及并购带来的业绩提升和对公司产品结构的有益补充, 给予推荐评级
- **风险提示: 并购的管理和磨合风险, 杭州龙鑫未能实现承诺业绩风险**

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	141	160	281	395
同比(%)	36%	13%	76%	41%
归属母公司净利润(百万元)	27	27	47	66
同比(%)	31%	-1%	75%	40%
毛利率(%)	46.7%	46.6%	48.4%	48.5%
ROE(%)	4.8%	4.5%	7.3%	9.3%
每股收益(元)	0.36	0.36	0.63	0.89
P/E	83.15	83.75	47.91	34.11
P/B	3.97	3.79	3.51	3.18
EV/EBITDA	52	66	30	21

资料来源: 中投证券研究所

一、并购基本情况

1. 杭州龙鑫科技有限公司基本情况

杭州龙鑫科技有限公司为一家专业生产及销售尿液领域分析仪器及试纸的高新技术企业，产品拥有独立的自主知识产权。2009 年 8 月完成国家科技型中小企业技术创新基金《基于医学图像信息技术的全自动尿沉渣分析仪》项目，并获得杭州市经委产业发展资金，国家产、学、研多项资金的支持。

杭州龙鑫当前主要在销产品为全自动尿沉渣分析仪，另外三大块业务全自动尿液分析仪、全自动尿液分析系统、尿液试纸及耗材的国内产品注册已获受理，预计明年初将在国内销售。

表 1 杭州龙鑫截止 2010 年 11 月 30 日主要财务指标

项目	数额（单位：元）
资产总额	4,814,754
负债合计	1,058,120
净资产	3,756,634
营业收入	13,172,335
利润总额	391,331
净利润	263,030

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

2. 市场前景

尿液分析领域，主要包括尿液干化学分析和尿沉渣分析，是针对尿液标本所进行的一系列医学检验项目，是医学诊断过程中最为常用的方法之一，也是最广泛的临床检验项目之一，具有非常大的市场空间。

杭州龙鑫为国内尿液及尿沉渣分析领域的领先企业之一，在国产尿液领域有一定的地位，同时杭州龙鑫即将实现尿液分析、尿沉渣分析及尿液检验试纸等尿液领域产品系列化，为其持续、快速发展提供了保证。

3. 业绩承诺

沈一珊（原持股杭州龙鑫 90%，并购后持股 44%）承诺：2011 年销售收入不低于 5000 万元，税后净利润不低于人民币 1000 万元，2012 年税后净利润不低于人民币 1300 万元，2013 年、2014 年不低于 2012 年的盈利水平；否则沈一珊承诺以现金形式向杭州龙鑫科技有限公司补足差额利润部分。

4. 转让和增资完成后的股权结构

转让和增资完成之后，公司为控股股东，占 51%股份。

表 2 转让和增资完成后的股权结构

股东名称/姓名	出资额（单位：元）	股权比例
广州阳普医疗科技股份有限公司	5,999,500.00	51%
沈一珊	5,187,800.00	44.1%
沈俊	576,400.00	4.9%
合计	11,763,700.00	100%

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

二、经济效益分析

1. 经营情况的预测

表 3 杭州龙鑫未来 5 年经营情况的预测

项目/年度	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年
主营业务收入（万元）	5100	7150	9350	12300	15800
主营业务利润（万元）	2477.2	3440.5	4504.1	6016.0	7883.7
营业利润（万元）	1171.2	1530	1989.6	2828.0	3943.7
利润总额（万元）	1171.2	1560	2019.6	2808.0	3923.7
净利润（万元）	995.5	1326	1716.7	2386.8	3335.1
贡献每股收益（元）	0.068	0.09	0.11	0.16	0.27

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

阳普医疗以约 10 倍 P/E（以 11 年业绩来看）收购杭州龙鑫科技有限公司 51% 股权，远低于公司现有业务 11 年 50 倍左右的 P/E，且预计杭州龙鑫未来以 30% 的较快速度增长，这对阳普医疗的现有估值是较强支撑作用。

2. 渠道共享，协同效应明显

杭州龙鑫和阳普医疗具有相同的销售终端，本项目实施后杭州龙鑫和阳普医疗的销售渠道可以共享，都可以借助对方原有的渠道拓展自己的业务，实现 1+1>2，协同效应明显。

另外，杭州龙鑫的长三角地理位置也有益于公司长三角的战略布局，在地理位置上也是互补的。

3. 资金给力杭州龙鑫发展

阳普医疗增资 4292 万给杭州龙鑫，资金的投入将会加速杭州龙鑫的发展，进而使得双方都能受益。

4. 积累检验医疗器械领域的经验

阳普医疗并购之前涉足临床检验领域较少，并购之后，杭州龙鑫可作为公司未来进军临床检验其他领域的一个重要的跳板，进一步完善公司产业链。

结合公司“标本专家、护理专家、检验专家”战略和现金储备看，公司的并购才刚刚开始，未来通过并购进一步延伸产业链的可能性非常大。

三、相关风险分析

1. 并购之后的磨合风险和管理风险；
2. 杭州龙鑫未能实现承诺业绩的风险；

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	547	443	377	443	营业收入	141	160	281	395
现金	470	347	217	225	营业成本	75	85	145	203
应收账款	38	39	73	100	营业税金及附加	1	1	1	2
其它应收款	7	8	14	20	营业费用	18	23	39	54
预付账款	16	12	26	33	管理费用	18	25	39	55
存货	16	36	46	65	财务费用	1	-5	-4	-3
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	111	211	356	396	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	25	75	100	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	18	64	80	95	营业利润	29	30	60	83
无形资产	9	9	9	9	营业外收入	2	4	0	0
其他	84	114	192	192	营业外支出	0	3	0	0
资产总计	658	654	732	839	利润总额	31	31	60	83
流动负债	72	55	91	125	所得税	4	4	8	11
短期借款	12	0	0	0	净利润	27	27	52	72
应付账款	39	45	76	106	少数股东损益	0	0	5	6
其他	21	10	15	19	归属母公司净利润	27	27	47	66
非流动负债	22	10	0	0	EBITDA	35	28	60	86
长期借款	16	0	0	0	EPS (元)	0.36	0.36	0.63	0.89
其他	6	10	0	0	主要财务比率				
负债合计	94	64	91	125	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	5	11	成长能力				
股本	74	74	74	74	营业收入	36.1%	13.5%	75.9%	40.6%
资本公积	434	434	434	434	营业利润	45.8%	4.4%	98.1%	39.9%
留存收益	56	83	129	195	归属于母公司净利润	31.5%	-0.7%	74.8%	40.5%
归属母公司股东权益	564	590	637	703	获利能力				
负债和股东权益	658	654	732	839	毛利率	46.7%	46.6%	48.4%	48.5%
现金流量表					净利率	19.1%	16.7%	16.6%	16.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	4.8%	4.5%	7.3%	9.3%
经营活动现金流	33	18	16	51	ROIC	18.4%	9.7%	13.8%	17.9%
净利润	27	27	52	72	偿债能力				
折旧摊销	5	2	4	5	资产负债率	14.3%	9.8%	12.4%	15.0%
财务费用	1	-5	-4	-3	净负债比率	41.88	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	7.55	8.12	4.15	3.53
营运资金变动	1	-10	-28	-23	速动比率	7.32	7.46	3.64	3.01
其它	-1	3	-8	0	营运能力				
投资活动现金流	-65	-105	-149	-45	总资产周转率	0.35	0.24	0.41	0.50
资本支出	65	80	100	20	应收账款周转率	5	4	5	5
长期投资	0	25	50	25	应付账款周转率	2.23	2.04	2.41	2.24
其他	0	-0	1	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	473	-35	4	3	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.36	0.63	0.89
短期借款	2	-12	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.24	0.21	0.69
长期借款	-2	-16	0	0	每股净资产(最新摊薄)	7.62	7.98	8.61	9.49
普通股增加	25	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	433	0	0	0	P/E	83.15	83.75	47.91	34.11
其他	15	-7	4	3	P/B	3.97	3.79	3.51	3.18
现金净增加额	441	-123	-130	8	EV/EBITDA	52	66	30	21

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

中投医药团队荣誉：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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员：

周锐，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，整体负责中投医药团队研究工作；

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、医疗服务及政策研究；

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，负责生物制药行业及医药流通研究；

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，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

管猛，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