

分析师：	严鹏	021-68751065	yanpeng@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490209040220
联系人：	邹朋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn		

阳普医疗调研简报

事件描述

近日我们调研了阳普医疗，重点就以下问题与公司管理层进行了沟通：

1. 公司业务未来发展的规划
2. 公司采血管业务的经营情况
3. 公司医疗器械业务的经营情况

事件评论

第一，未来公司业务将实现多元化的发展，有可能通过外源式并购来进军低端采血管市场

目前公司的业务主要以真空采血管等耗材为主，未来的发展方向肯定是多元化，目标要成为全球临床诊断和护理行业的主要供应商，提供标准化作业的解决方案。在医疗器械方面，公司目前主要的产品为自动脱盖机，推出以后市场反响良好；检验业务发展方向主要是快速免疫诊断试剂，力争开发出纯化学合成的抗体。

在采血管业务方面，目前公司的主要目标市场还是以三级医院为主的高端市场。因为大型医疗机构最为看重的是诊断结果的准确性，而小型医疗机构则对成本更为敏感。为了覆盖以社区医院和二级医院为主的低端市场，公司也是希望能够通过并购低端品牌的方式，来进军低端采血管市场，使得公司的业务结构和盈利模式更为多元化。

第二，公司新增采血管产能有望于明年下半年释放，采血管业务将稳步增长

公司今年收入增长缓慢主要由于上半年公司迁址到经济技术开发区，位置偏远，流失了很多有经验的员工，这样在一定程度上造成了生产效率偏低，使得产能紧张。目前公司新招员工基本已经培养成熟，产能问题正在逐步缓解。明年下半年公司募投项目建设的新生产线有望投入使用，未来2年以内将不会再有产能瓶颈的问题。2010年公司的产能为3亿支左右，若明年下半年公司募投项目顺利投产，将新增2亿支左右的产能。此外，明年公司也将实现采血管管体的自给，这也将使得公司采血管业务的毛利率得到提升。

第三，公司正在积极推进真空采血管在美国市场的推广，预计明年能够对公司业绩做出一定贡献

公司“血清分离胶促凝剂采血管”于2010年8月通过了美国FDA认证，该产品是公司采血管业务中销售量最大的单品之一，目前公司正在为该产品的上市做前期的推广活动，并正在与有资质的经销商进行接触。预计明年下半年能够在美国上市销售，为公司的业绩做出贡献。

目前公司采血管业务分为国内业务和海外业务两大块，目前销往海外的采血管数量已经超过 50%。第三代采血管系统在海外的使用已经非常成熟，而在国内仍然处于推广阶段，这也意味着目前海外市场的空间将比国内更大。公司产品在海外市场中的占比仅为 1% 左右，还有较大的提升空间。预计明年海外业务将保证至少 40% 的增长。

在国内市场，公司也在积极拓展自己的营销网络，在北京成立了阳普京成医疗用品(北京)有限公司，用于加强北京市场的销售，希望能够通过北京市场来辐射全国；在广州成立了瑞达医疗器械有限公司，通过代理和自销医疗器械产品来使公司的盈利模式更加多元化。

第四，自动脱盖机获得用户好评，有望进军海外市场

自动脱盖机能够将采血管的加盖，脱盖流程自动化。在临床检测操作中，由于血液在管中会形成气溶胶，在人工打开管盖的时候，操作人员有可能因为吸入气溶胶而受到感染，因此该操作也是检测步骤中最为危险的一部。公司的自动脱盖机将脱盖步骤完全自动化，解除了医务人员的感染风险，意义重大，市场反响良好。

目前自动脱盖机在市场上还只有公司供应，刚推出市场进行推广时机器价格是 8.8 万，目前提价到 19.8 万。预计国内大型医疗机构基本会配 1 台；血站系统因为需要进行大量的血液检测，市场容量较大。国外的客户也对该产品表现出了浓厚的兴趣，公司正在积极推进产品的 CE 认证，以便打入欧洲市场。

第五，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.43 元和 0.64 元，维持“谨慎推荐”评级

公司在真空采血管领域拥有自己的核心技术，具有较强的竞争力。管理层对于公司的发展有着清晰的思路，外源式的发展模式使得公司的盈利模式更加多元化。随着募投项目的顺利建设，新增产能的逐步释放，我们认为公司具有长期发展的能力，同时收购杭州龙鑫使得公司业务更加多元化，明年将会对公司业绩做出正面贡献，预计阳普医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.43 元、0.64 元和 0.88 元，维持对于公司的“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	141	161	274	395	货币资金	470	393	405	459
营业成本	75	86	149	217	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	66	75	125	178	应收账款	45	52	88	127
% 营业收入	46.7%	46.7%	45.8%	45.1%	存货	16	19	33	48
营业税金及附加	1	1	1	2	预付账款	16	18	31	46
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	18	20	34	49	流动资产合计	547	482	557	680
% 营业收入	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	20	33	47	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	12.5%	12.0%	12.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.8%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	固定资产合计	97	182	202	197
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	9	9	9	9
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	29	34	57	80	其他非流动资产	3	7	10	14
% 营业收入	20.4%	21.3%	21.0%	20.3%	资产总计	658	679	777	899
营业外收支	2	2	2	2	短期贷款	24	0	0	0
利润总额	31	36	60	82	应付款项	43	50	86	125
% 营业收入	21.9%	22.6%	21.7%	20.9%	预收账款	1	2	3	4
所得税费用	4	5	8	11	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	27	32	52	72	应交税费	2	3	4	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	2	3	5
的净利润	26.9	31.8	47.1	65.1	流动负债合计	72	56	97	141
少数股东损益	0	0	5	7	长期借款	16	16	16	16
EPS（元/股）	0.36	0.43	0.64	0.88	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	6	12	18	23
经营活动现金流净额	33	43	55	78	负债合计	94	84	130	180
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	564	595	642	707
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	5	11
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	564	595	647	719
固定资产投资	-65	-97	-44	-24	负债及股东权益	658	679	777	899
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-65	-97	-44	-24		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.364	0.429	0.636	0.880
股权融资	472	0	0	0	BVPS	7.62	8.04	8.68	9.56
银行贷款增加（减少）	10	-24	0	0	PE	139.12	117.87	79.47	57.49
筹资成本	1	0	1	1	PEG	4.06	3.44	2.32	1.68
其他	-9	0	0	0	PB	6.64	6.29	5.83	5.29
筹资活动现金流净额	473	-23	1	1	EV/EBITDA	96.85	72.29	41.42	30.44
现金净流量	441	-77	12	55	ROE	4.8%	5.3%	7.3%	9.2%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

邹朋，武汉大学生命科学学院硕士毕业，目前从事生物医药行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。