

医疗器械III



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC: S0190200010075

联系人: 项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

证券研究报告

推荐

(维持)

乐普医疗 (300003)

短期看新品, 长期看多元化和国际化

2011 年 1 月 13 日

投资要点

- 我们近期调研了乐普医疗, 与管理层就公司经营状况以及未来发展战略作了交流。作为国内领先的介入医疗器械企业, 乐普上市后通过一系列并购, 基本完成了在心脏介入领域的布局, 开始由单一的支架生产商向多元化、国际化的高端医疗器械企业转型, 我们维持“推荐”评级。

调研要点:

- **支架业务维持快速增长。**我们预计, 2010 年公司的心脏支架销量为 140,000 个左右, 同比增长 35%以上, 在国内的市场份额维持在 25-27%。支架业务是公司盈利的核心来源, 未来仍然有望保持 25%以上的快速增长。
- **如何看待支架降价的压力?**从趋势上来看, 支架价格继续降低难以避免, 我们认为: 1) 降价幅度可能在 10%左右, 超过 15%的可能性不大, 因为同类外资产品的价格更高 (乐普产品的终端价 10,800 元, 强生的产品价格高达 18,000 元); 2) 从时间点来看, 降价可能在药品价格调整政策之后, 也许今年不会面临降价的压力。从历史来看, 产品价格不断下降并不能阻碍公司的成长, 2005-2008 年, 公司的支架价格从 15,000 下降到 10,080, 但公司这几年的复合增长率在 100%以上。因此, 我们认为可预期范围内的降价, 对公司的影响不大。
- **无载体药物支架即将面世。**作为全球首创的新产品, 公司的无载体药物支架已经走完了所有临床的程序, 等待 SFDA 的最后审批, 今年有望上市。无载体支架结合了裸支架 (易内皮化, 不会产生血栓) 和药物支架 (疗效更好) 的优点, 推出后有望迅速打开局面, 继续抢占市场份额, 而且作为一款创新类产品, 今后面临降价的压力相对较小。
- **多元化布局已基本成型。**改变过于依赖支架类单一产品的局面, 是公司上市后一直孜孜以求的目标。公司利用上市超募资金的优势, 通过一系列的并购, 已经基本完成了在心脏介入领域的布局: 心脏支架、配件 (导管、导丝等)、心血管造影机、封堵器、心脏瓣膜和心脏起搏器等, 而且还与天方中药签订协议, 合作销售心血管类药物。公司的战略是充分利用在心血管科室的营销渠道优势, 打造多元化的产品线, 成为综合型的高端医疗器械企业。
- **国际化稳步推进。**公司之前已经有超过 10 种产品通过了欧洲的 CE 认证, 以中低端的球囊导管等配件为主, 核心产品支架 (主要是裸支架) 和封堵器正在申请中, 我们预计 1-2 年内出口产品有望放量, 成为公司新的增长点。

- **盈利预测。**我们预估公司 2010-2012 年的 EPS 分别为: 0.50、0.67 和 0.89 元,对应当前的估值水平为 52.8、39.3 和 29.7 倍,我们认为公司战略清晰,多元化和国际化有望成为长期的增长点,维持“推荐”评级。
- **股价表现催化剂:** 无载体药物支架获批。
- **风险因素:** 产品降价幅度超预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1505	1554	1888	2595
货币资金	1269	1262	1489	2054
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	111	143	195	258
其他应收款	13	20	25	35
存货	79	82	120	165
非流动资产	350	657	845	882
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	11	10	10	10
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	106	448	681	732
在建工程	168	109	69	50
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5	4	3	2
资产总计	1855	2212	2733	3478
流动负债	95	148	125	149
短期借款	30	10	10	10
应付票据	0	0	0	0
应付账款	14	19	26	36
其他	51	118	89	103
非流动负债	4	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他	4	4	4	4
负债合计	99	152	129	153
股本	406	812	812	812
资本公积	1133	727	727	727
未分配利润	168	430	919	1566
少数股东权益	7	8	9	11
股东权益合计	1756	2060	2604	3325
负债及权益合计	1855	2212	2733	3478

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	292	404	543	719
折旧和摊销	13	17	37	49
资产减值准备	3	10	5	6
无形资产摊销	2	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	-5	-6	-8
投资损失	-0	-1	-1	-1
少数股东损益	0	1	1	2
营运资金的变动	71	-8	134	124
经营活动产生现金流量	230	420	455	641
投资活动产生现金流量	-85	-310	-234	-84
融资活动产生现金流量	1172	-116	6	8
现金净变动	1317	-7	227	565
现金的期初余额	164	1269	1262	1489
现金的期末余额	1481	1262	1489	2054

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	565	770	1040	1381
营业成本	103	126	177	238
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	82	106	140	186
管理费用	58	79	104	138
财务费用	-6	-5	-6	-8
资产减值损失	-0	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1
营业利润	327	463	622	823
营业外收入	4	1	1	1
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	331	463	622	824
所得税	39	58	78	103
净利润	292	405	544	721
少数股东损益	0	1	1	2
归属母公司净利润	292	404	543	719
EPS (元)	0.36	0.50	0.67	0.89

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	43.5%	36.3%	35.0%	32.8%
营业利润增长率	63.3%	41.2%	34.4%	32.4%
净利润增长率	45.1%	38.3%	34.4%	32.4%
盈利能力(%)				
毛利率	81.7%	83.7%	83.0%	82.7%
净利率	51.7%	52.5%	52.2%	52.0%
ROE	16.7%	19.7%	20.9%	21.7%
偿债能力(%)				
资产负债率	5.3%	6.9%	4.7%	4.4%
流动比率	15.86	10.53	15.11	17.42
速动比率	15.02	9.95	14.12	16.28
营运能力(次)				
资产周转率	0.46	0.38	0.42	0.44
应收帐款周转率	5.94	5.79	5.78	5.73
每股资料(元)				
每股收益	0.36	0.50	0.67	0.89
每股经营现金	0.30	0.52	0.56	0.79
每股净资产	2.15	2.53	3.20	4.08
估值比率(倍)				
PE	73.11	52.85	39.33	29.72
PB	12.21	10.41	8.23	6.45

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。