

鱼跃医疗 (002223.sz)

快速增长势头不变

葛峰 分析师

电话: 0755-82739750

eMail: gz2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260208120365

2011年快速增长动力十足

- 1、制氧机内需和外销双轮驱动，市场空间广阔。预计2010年制氧机销售收入为2.4亿元，在内需和外销的双轮驱动下，2011年收入将达到3.5亿元。
- 2、2010年电子血压计销售收入已经超过5500万元，2011年过亿基本没有悬念。
- 3、轮椅车海外销售恢复迅速。解禁期后，出口和内销订单均较多，经常处于脱销状态，我们预计2010年轮椅车收入7000~8000万元，2011年收入至少翻倍，达到1.6亿元。
- 4、数字X光机取代高频X光机是一个长期过程

后续品种储备丰富，今后将陆续登场

- 1、血糖仪将会成为电子血压计之后的又一重磅产品。
- 2、高值耗材类产品将成为2011年后公司快速增长的又一引擎。
- 3、新成员将陆续问世。
- 4、公司有外延式并购的意向，用于扩充公司产品线、提升品牌、拓展市场。

盈利预测与投资评级

预计公司2010~2012年实现每股收益0.65元、1.05元和1.55元。

我国的基础医疗器械生产企业与国外企业相比具有明显的成本优势，且中国的基础医疗器械市场面临着人口老龄化、人们保健意识的增强、国家对基础医疗投入加大这种历史性的发展机遇，市场空间广阔。公司是我国最大的康复护理和医用供氧系列产品的生产企业，产品线丰富，在细分的市场具有较高的市场占有率和竞争优势，未来三年仍能保持40%~60%的增长。

我们维持“买入”的投资评级。

风险提示 1、行业政策性风险； 2、产品快速增长具有不可持续性。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	401.37	537.88	880.63	1298.30	1892.65
增长率(%)	38.65%	34.01%	63.72%	47.43%	45.78%
EBITDA(百万元)	82.46	131.47	216.68	330.22	491.52
净利润(百万元)	61.83	100.54	166.61	269.05	395.97
增长率(%)	63.26%	62.61%	65.72%	61.48%	47.18%
每股收益(元)	0.600	0.651	0.652	1.053	1.549
市盈率	39.80	52.60	77.30	47.87	32.52
市净率	6.06	11.11	20.06	14.13	9.85
EV/EBITDA	27.96	39.54	58.55	37.83	24.87

数据来源: 江苏鱼跃医疗设备股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	39.00
目标价格(元)	60.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	-26.34%	-18.70%	74.86%
沪深300	-6.60%	-15.13%	-11.23%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

255.58/62.40

主要股东:

江苏鱼跃科技发展有限公司

主要股东持股比例

43.38%

财务比率

ROE	21.14%
ROA	21.83%
资产负债率	24.41%
每股净资产(元)	3.08

2009 年报数据

公司在实现了连续几年的高速增长后，我们认为未来几年仍具有快速增长的潜力。

2011年快速增长动力十足

1、制氧机内需和外销双轮驱动，市场空间广阔

内需：据统计目前国内家庭吸氧的用户达75万左右，其中采用制氧机吸氧的用户2008年仅为8万户，采用其他方式吸氧（氧气袋、供氧器、化学制氧机）的用户约为67万户。从安全、方便、性价比等角度，制氧机均优于其他吸氧方式，这也是近两年在终端爆发式增长的原因，预计到2012年，国内需求量将达到25万台。

外销：制氧机在美国属于处方产品，被纳入医保范围，保有量一直居于世界首位，占全球市场40%的份额。预计到2012年美国市场对制氧机的需求将达到52万台。公司的制氧机在2009年已经取得了美国FDA认证，目前出口比重占到制氧机销售总额的10%~20%。

制氧机是公司的明星品种，市场占有率为国内第一。预计2010年制氧机销售收入为2.4亿元，在内需和外销的双轮驱动下，2011年收入将达到3.5亿元。公司对这个产品比较看好，产能和销售均按照10亿元大品种进行规划，争取几年后做到世界第一。

2、电子血压计2011年过亿无悬念

公司电子血压计成本控制在60~90元/台，出厂均价为200~300元/台，毛利率达50%以上。公司不断对电子血压计的型号进行改进，陆续推出了几十款新产品，主力品种终端价介于300~500元/台之间。

电子血压计是公司2009年推出的OTC新品种，经过两年的推广后，公司已经摸索出OTC的销售经验，2010年销售收入已经超过5500万元，2011年销售收入过亿基本没有悬念。

3、轮椅车海外销售恢复迅速

2010年10月15日，公司轮椅车的海外禁售到期。解禁期后，出口和内销订单均较多，经常处于脱销状态，我们预计2010年轮椅车收入7000~8000万元，2011年收入至少翻倍，达到1.6亿元。

公司表示，在产能不足的情况下，轮椅车的销售先满足国内，再满足国外；先做高档轮椅车，再做低档轮椅车。公司对这个产品进行了十年的规划，争取做到世界第一。同时今后很多康复护理产品将随着轮椅车这个销售平台出口到海外。

4、数字X光机取代高频X光机是一个长期过程

2010年X光机销售超过2200万元。数字X光机，2010年刚推出就销售了几十台，预计2011年收入翻倍。公司的数字X光机销售单价定在60~80万元/台，目前市场平均是一年保修，保修期后15万元/台/年的维护费用，公司的产品今后定位18个月的保修期，保修期后9万元/台/年的维护费用。数字X光机取代高频X光机是一个较长期的过程。

后续品种储备丰富，今后将陆续登场

1、血糖仪将会成为电子血压计之后的又一重磅产品

与电子血压计一样，血糖仪也是在研究和改进了好几年后，才慎重推出的又一OTC品种，预计将于2011年4月份在深圳医博会上展出。

血糖仪也拥有巨大的市场空间，公司对这个产品也非常看好，认为能实现连续十年的快速成长。我们预计血糖仪和电子血压计的销售相似，2011年实现收入2000~3000万元，2012年超过5000万元，2013年有望过亿。

2、高值耗材类产品将成为2011年后公司快速增长的又一引擎

公司于2011年1月6日召开股东会，不超过1.8亿元总投资额在苏州高新技术开发区建立第二研发中心，用于高值耗材类产品的研发和生产。主要品种包括：高分子材料的医用缝合线、针、缝合器，高分子材料吸引袋、真空采血管、留置针等。

全球医疗器械有两种模式，一种是GE的发展道路（大设备），另一种是强生的发展道路（耗材），但是从统计数据来看，通用的增长不如强生。强生的产品销售强，研发难度也不大，比较符合中国的国情。

公司的耗材目前只有一个产品----医用缝合线，销售额有800万元。产品虽很小，但收益率非常高。公司表示希望借助现有耗材产品渠道把其他品种搭载到医院中去。这次投资主要是为2011年后的发展做布局，使得高速增长能有持续性。

苏州研发中心建成后，公司将形成丹阳总部为主体，南京和苏州两个研发中心为两翼的“一体两翼”的发展格局。苏州研发中心定位耗材和精密磨具，南京研发中心定位自动控制，丹阳具有成本洼地的优势，可以在苏州和南京完成高科技研发，然后在丹阳大规模复制。

3、新成员将陆续问世

公司通过电子血压计这个产品试水OTC市场，经过两年的摸索，公司对OTC市场销售已经得心应手，今后OTC将陆续有新产品问世。今年第三季度将会推出一些新产品。

呼吸机已经研制成功，这个产品在国外是政府鼓励使用的品种，等拿到注册证之后便可上市销售。

中心供氧试运行了好几年，质量稳定，目前还未出现任何故障。但公司对此产品推广态度一直比较谨慎，将是医院产品最后启动的品种。

外延式并购扩充产品线

公司在2008年投资盐城帝菱体温计厂后，2009年收购了苏州医疗器械用品厂，公司表示，未来仍有并购行为发生。我们认为，公司收购主要从以下几个方面考虑：

- 1、收购品种基本为公司空白品种，有利于补充公司产品线。
- 2、收购品种均为细分市场的优势品种，已经具有一定的市场基础，收购后借助公司品牌和渠道有利于进一步提高市场份额。
- 3、对提升公司品牌有帮助，有助于扩展国内或者海外市场。

参考前两次的并购，我们相信公司挑选投资对象的眼光和出色的营销能力，我们对公司外延式的并购保持相对乐观的态度。

盈利预测与投资评级

1、盈利预测前提

(1)公司产品销售收入及毛利率未来三年预测情况如下表。

表 1：各个产品未来三年销售预测（单位：百万元，%）

产品名称		2009E	2010E	2011E
制氧机	增长率	135.00	42.00	35.00
	毛利率	40.00	41.00	42.00
汞柱式血压计	增长率	25.00	25.00	25.00
	毛利率	30.27	30.27	30.27
轮椅	增长率	60.00	100.00	80.00
	毛利率	20.82	22.00	24.00
保健盒	增长率	25.00	25.00	25.00
	毛利率	31.66	31.66	31.66
雾化器	增长率	25.00	25.00	25.00
	毛利率	42.00	42.00	42.00
氧气阀	增长率	100.00	25.00	25.00
	毛利率	43.00	43.00	43.00
听诊器	增长率	25.00	25.00	25.00
	毛利率	35.86	35.86	35.86
体温计	增长率	15.00	20.00	25.00
	毛利率	52.38	52.38	55.00
X 光机	增长率	-25.00	50.00	50.00
	毛利率	50.00	55.00	55.00
电子血压计	增长率	335.30	85.00	40.00
	毛利率	58.00	58.00	58.00
血氧仪	增长率	--	60.00	60.00
	毛利率	40.00	40.00	40.00
中心供氧	增长率	--	50.00	60.00
	毛利率	60.00	60.00	60.00
血糖仪	增长率	--	--	266.67
	毛利率	--	60.00	60.00
耗材	增长率	--	87.50	233.33
	毛利率	60.00	60.00	60.00
其他产品	增长率	40.00	40.00	40.00
	毛利率	38.00	38.00	38.00
总计	销售收入	880.63	1298.30	1892.65
	增长率	64.60	47.43	45.78
	毛利率	38.70	39.34	40.16
	毛利润	340.78	510.74	760.18

数据来源：广发证券发展研究中心

(2)2010~2012年，公司由于加大新产品的推广力度，加大终端销售队伍的组建，

加大研发投入和管理者引入，销售费用率和管理费用率保持在目前较高的水平；营业税金及附加比率保持稳定。

(3)公司所得税率按照15%计算。

(4)盈利预测中并未考虑外延式收购的情况。

2、投资评级

依据上述盈利预测假设，我们预计公司2010~2012年实现每股收益0.65元、1.05元和1.55元。

我国的基础医疗器械生产企业与国外企业相比具有明显的成本优势，且中国的基础医疗器械市场面临着人口老龄化、人们保健意识的增强、国家对基础医疗投入加大这种历史性的发展机遇，市场空间广阔。公司是我国最大的康复护理和医用供氧系列产品的生产企业，产品线丰富，在细分的市场具有较高的市场占有率和竞争优势，未来三年仍能保持40%~60%的增长。

我们维持“买入”的投资评级。

风险提示

1、行业政策性风险：医疗器械属于国家管制相对比较严格的行业，不排除国家出台行业整顿和限制政策，对行业整体造成不利影响。公立医院改革是此次医改重点，医疗器械对医院的销售模式如何改变具有不确定性。

2、现有产品在终端的快速增长具有不可持续性，新产品的市场销售慢于预期，营销费用的增多，导致业绩增长慢于预期。

资产负债表

单位：百万元

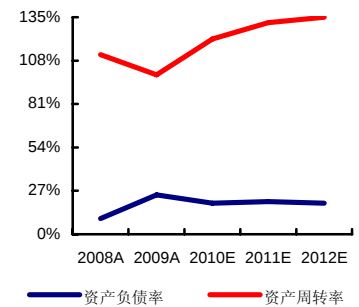
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	271	339	493	811	1,261
货币资金	155	142	221	438	709
应收及预付	61	105	175	220	330
存货	55	89	94	151	220
其他流动资产	0	2	2	2	2
非流动资产	179	300	323	354	389
长期股权投资	0	5	6	7	8
固定资产	109	205	238	279	312
在建工程	32	9	14	5	2
无形资产	35	71	55	52	55
其他长期资产	3	9	11	11	11
资产总计	449	638	816	1,165	1,649
流动负债	44	125	131	210	292
短期借款	0	28	9	30	34
应付及预收	44	97	123	180	257
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	30	26	26	26
长期借款	0	20	20	20	20
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	10	6	6	6
负债合计	44	156	157	236	318
股本	103	155	256	256	256
资本公积	237	195	94	94	94
留存收益	66	126	292	561	957
归属母公司股东权益	406	476	642	911	1,307
少数股东权益	0	7	16	18	24
负债和股东权益	449	638	816	1,165	1,649

利润表

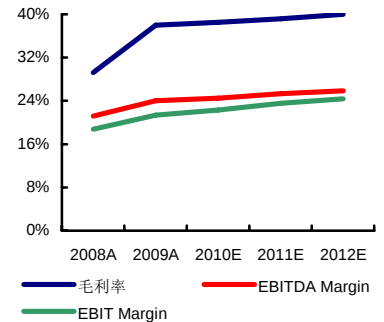
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	401	538	881	1298	1893
营业成本	283	333	540	788	1132
营业税金及附加	2	4	6	9	13
销售费用	17	34	45	65	95
管理费用	23	52	92	130	189
财务费用	0	1	1	1	1
资产减值损失	0	3	1	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	0	1	1	1	1
营业利润	75	114	197	307	463
营业外收入	0	5	12	12	12
营业外支出	1	1	2	1	1
利润总额	74	118	207	318	474
所得税	12	17	31	48	71
净利润	62	101	176	270	403
少数股东损益	0	1	9	1	7
归属母公司净利润	62	101	167	269	396
EBITDA	85	130	217	330	492
EPS (元)	0.60	0.65	0.65	1.05	1.55

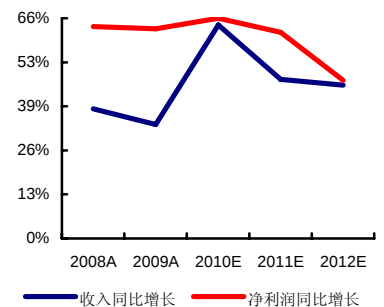
资产负债率趋势



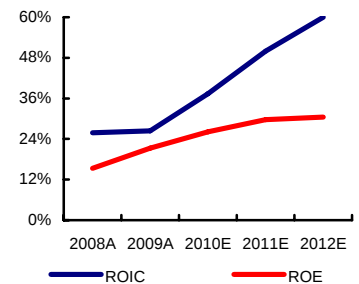
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

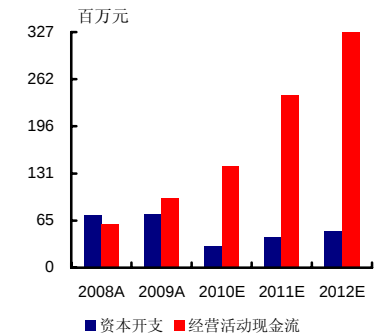
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	61	96	131	238	320
净利润	62	101	176	270	403
折旧摊销	10	14	19	23	28
营运资金变动	-15	-21	-50	-45	-101
其它	4	2	-14	-11	-10
投资活动现金流	-73	-96	-30	-42	-51
资本支出	-73	-74	-30	-42	-51
投资变动	0	-22	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	124	-13	-22	21	2
银行借款	45	120	-20	22	4
债券融资	-125	-99	-1	0	0
股权融资	234	0	0	0	0
其他	-31	-33	-1	-1	-2
现金净增加额	112	-12	79	217	271
期初现金余额	43	155	142	221	438
期末现金余额	155	142	221	438	709

主要财务比率

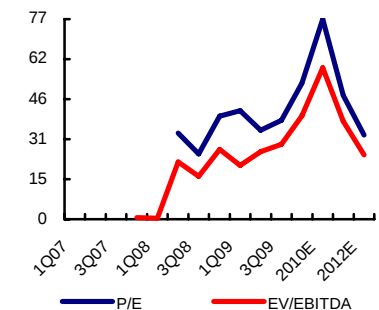
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	38.7%	34.0%	63.7%	47.4%	45.8%
营业利润	48.5%	51.9%	73.0%	55.9%	50.7%
归属于母公司净利润	63.3%	62.6%	65.7%	61.5%	47.2%
获利能力					
毛利率	29.4%	38.2%	38.7%	39.3%	40.2%
净利率	15.5%	18.8%	20.0%	20.8%	21.3%
ROE	15.2%	21.1%	25.9%	29.5%	30.3%
ROIC	25.7%	26.2%	37.1%	49.6%	59.6%
偿债能力					
资产负债率	9.7%	24.4%	19.3%	20.3%	19.3%
净负债比率	-38.2%	-20.0%	-29.6%	-42.0%	-49.3%
流动比率	6.19	2.70	3.75	3.86	4.32
速动比率	4.77	1.95	2.92	3.05	3.48
营运能力					
总资产周转率	1.11	0.99	1.21	1.31	1.35
应收账款周转率	9.00	8.36	6.24	7.67	7.31
存货周转率	5.42	4.63	5.73	5.21	5.15
每股指标 (元)					
每股收益	0.60	0.65	0.65	1.05	1.55
每股经营现金流	0.59	0.62	0.51	0.93	1.25
每股净资产	3.94	3.08	2.51	3.57	5.11
估值比率					
P/E	39.8	52.6	77.3	47.9	32.5
P/B	6.1	11.1	20.1	14.1	9.9
EV/EBITDA	27.0	40.0	58.5	37.8	24.9

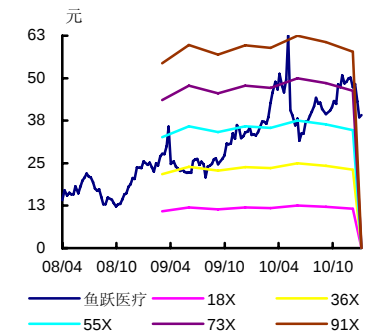
资本支出与经营活动现金流



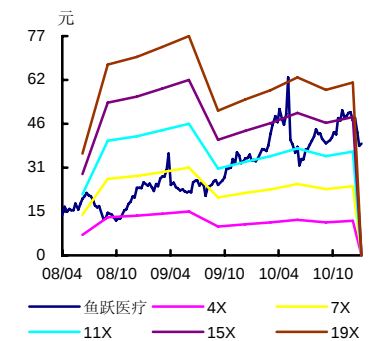
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

李平祝，分析师，北京大学药理学硕士，2009 年进入广发证券发展研究中心。

相关研究报告

鱼跃医疗(002223.sz)_公司跟踪研究报告	葛峰	2009-10-26
鱼跃医疗(002223.sz)_公司跟踪研究报告	葛峰	2009-08-04
鱼跃医疗(002223.sz)_年报点评	葛峰	2009-03-24

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。