

理邦仪器 (300206)

专注于医疗电子设备领域的龙头企业

——IPO 询价定价报告

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读:

专注于医疗电子设备细分领域, 渠道优势搭载新品放量驱动成长。

建议询价区间: 37.29~42.62 元:

投资要点:

- 公司是国内领先并在全球持续快速成长的医疗电子设备供应商, 在产科、心电、监护、超声影像四大领域提供 80 多种型号的产品, 用户遍及 120 多个国家和地区。实际控制人为张浩、谢锡城和祖幼冬, 共持有 77.09% 股权, 其中张浩担任公司董事长和总经理。
- 公司主营业务呈现快速增长: 2008~2010 年公司营业收入复合增长率达到 35.0%, 净利润复合增长率达到 52.5%。2010 年, 公司营业收入达到 3.21 亿元, 净利润达到 0.66 亿元。监护、心电、产科、超声影像设备是收入主要来源, 合计占收入比在 95% 以上。目前公司收入 2/3 来自海外, 主要销往美洲、欧洲等地。
- 医疗器械市场扩容明显: 我国医疗诊断、监护及治疗设备制造业工业总产值 2009 年 338 亿元, 年复合增长率为 27.7%, 明显高于国内医疗器械领域整体增速。公司产科、心电等设备销售增速平稳, 国内市场份额均处于第一; 监护系列基数较小、发展较快, 处于国内前三。
- 公司竞争优势: 核心竞争力在于通过渠道优势搭载新品放量, 形成产品和渠道叠加从而驱动公司成长。产品方面, 公司研发投入比重一直高于 10%, 持续推出高附加值品种, 提升整体毛利水平。此外并购扩张、投资合作新品 (POCT) 也将成为未来看点。渠道方面, 公司销售模式以代理为主, 高度重视营销渠道的建设和客户资源的培养, 目前拥有国内经销商 2,400 余家, 国际经销商 1,166 家。
- 募投项目: 公司拟投资 4.24 亿元, 主要用于研发中心扩建、生产平台扩建、营销网络及品牌的建设。
- 风险提示: 产品质量控制风险、新产品研发风险。
- 盈利预测与估值: 我们暂时预测公司 2011~2013 年 eps 为 1.07、1.55、2.16 元, 同增 61%、46%、39%。按照 2011 年 eps 的 38~42 PE, 询价区间为 37.29~42.62 元; 预计首日 10% 涨幅, 股价 41.02~46.88 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	229	321	476	663	904
(+/-)%	30.2%	40.1%	48.5%	39.2%	36.5%
经营利润 (EBIT)	44	68	108	156	224
(+/-)%	56.8%	53.1%	58.3%	45.4%	43.4%
净利润	46	66	107	155	216
(+/-)%	61.7%	43.8%	61.4%	45.8%	39.0%
每股净收益 (元)	0.46	0.66	1.07	1.55	2.16
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

37.29-42.62

上市首日定价区间

41.02-46.88

2011.04.08

发行上市资料

总股本 (万股)	7,500
发行量 (万股)	2,500
发行日期	2011.04.12
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	2011.4.17

发行前财务数据

每股净资产 (元)	2.87
净资产收益率 (%)	30.7%
资产负债率 (%)	18.2%

主要股东和持股比例

张浩	20.9%
谢锡城	19.1%
祖幼冬	17.9%
SBCVC Company Limited	5.8%
WI Harper INC Fund VI Hong Kong Limited	3.9%
Matrix Partners China I Hong Kong Limited	3.9%
深圳市鹏邦投资股份有限公司	3.7%
A 股流通股	25.00%

1. 公司概况

1.1 发展背景：高管控股，业务结构清晰

公司前身为成立于 1995 年的深圳市理邦精密仪器有限公司。2010 年 3 月整体变更设立理邦仪器，是国内领先并在全球持续快速成长的医疗电子设备供应商，在产科、心电、监护、超声影像四大领域提供 80 多种型号的产品，用户遍及 120 多个国家和地区。

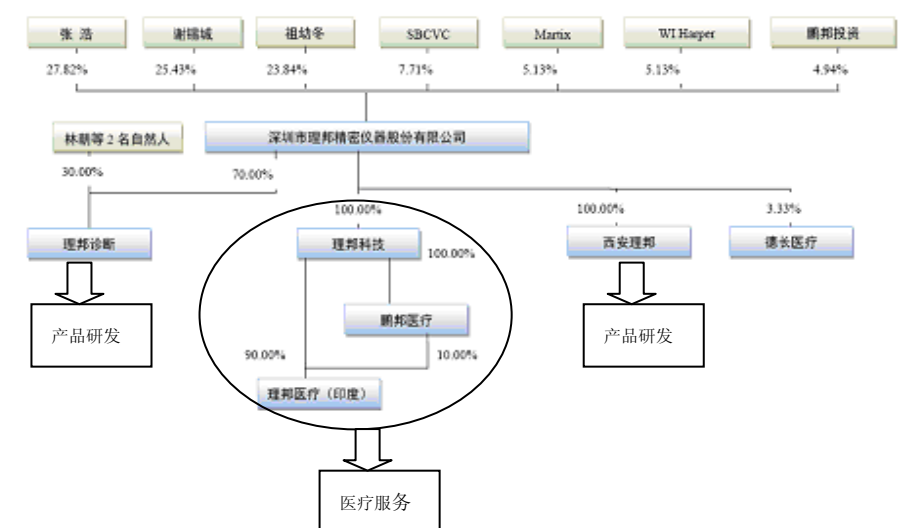
本次拟发行 2,500 万股，发行后为 10,000 万股。发行前：实际控制人为股东张浩、谢锡城和祖幼冬，共持有公司 5,781.39 万股，占股本总额的 77.09%，其中张浩担任公司董事长和总经理，谢锡城和祖幼冬均为公司董事、副总经理，三人分别主管营销、财务、研发、采购等重要工作，对公司形成了有效的共同控制。

表 1：本次发行前后股本变化(万股)：

	发行前	持股比例	发行后	持股比例
张浩	2,086.12	27.8%	2,086.12	20.9%
谢锡城	1,907.17	25.4%	1,907.17	19.1%
祖幼冬	1,788.10	23.8%	1,788.10	17.9%
SBCVC Company Limited	578.21	7.7%	578.21	5.8%
WI Harper INC Fund VI Hong Kong Limited	385.00	5.1%	385.00	3.9%
Matrix Partners China I Hong Kong Limited	385.00	5.1%	385.00	3.9%
深圳市鹏邦投资股份有限公司	370.40	4.9%	370.40	3.7%
A 股流通股	—	—	2,500	25.0%
合计	7,500	100%	10,000	100%

数据来源：公司招股书、国泰君安证券

图1：发行前股权结构



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

1.2 经营情况：四大系列推动主营增长

公司主营业务呈现快速增长：2008~2010 年公司营业收入复合增长率达

到 35.0%，净利润复合增长率达到 52.5%。2010 年，公司营业收入达到 3.21 亿元，净利润达到 0.66 亿元。

图 2: 公司业务收入变化 (百万元)

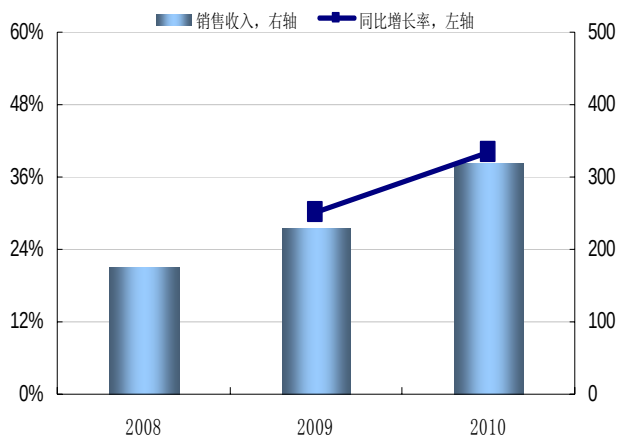
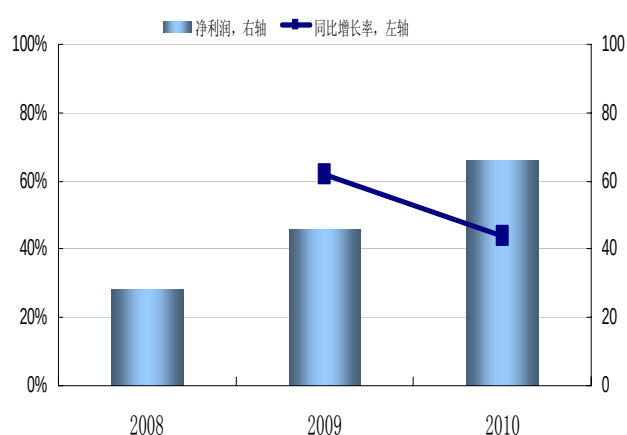


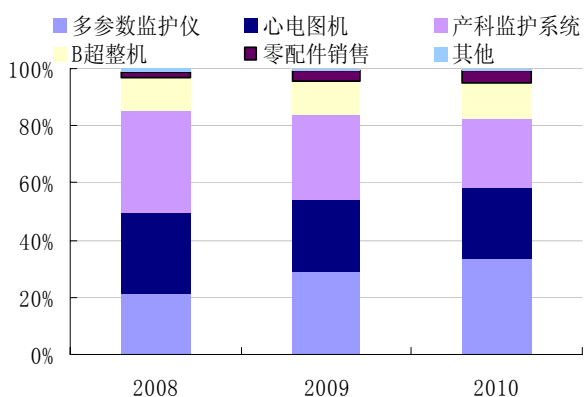
图 3: 公司净利润变化 (百万元)



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

监护、心电、产科、超声影像是公司收入主要来源, 08~10 年四大系列合计占收入比在 95% 以上, 但品种结构有所调整, 监护系列近几年实现了较快的增长, 销售比重从 08 年 21.6% 快速上升至 10 年 33.9%; 产科系列相对增速比较平稳, 销售比重从 08 年 35.4% 逐步下降至 10 年 24.6%。

图 4: 公司业务收入构成情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 5: 公司业务地区构成情况

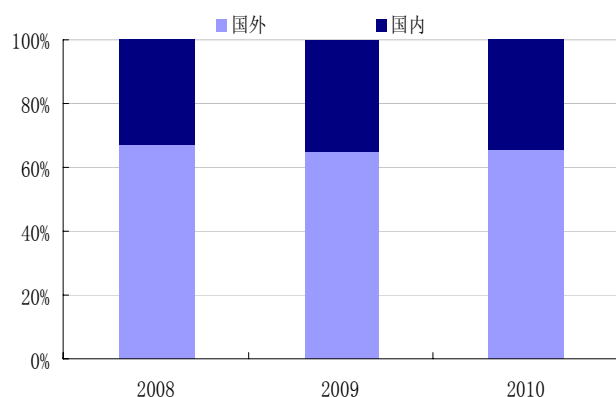


图 6: 公司业务毛利构成情况

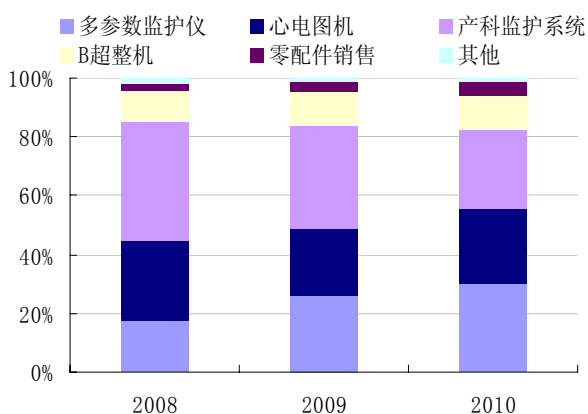
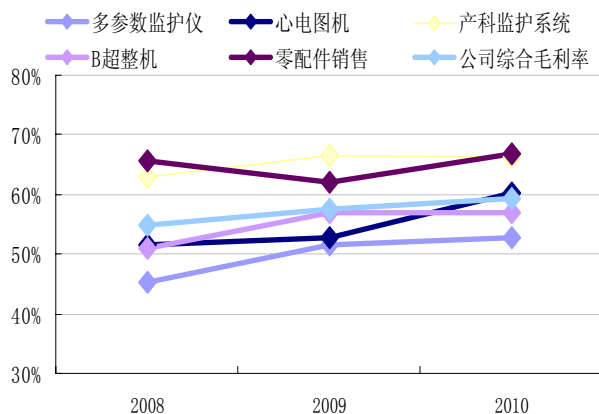


图 7: 公司业务毛利率情况



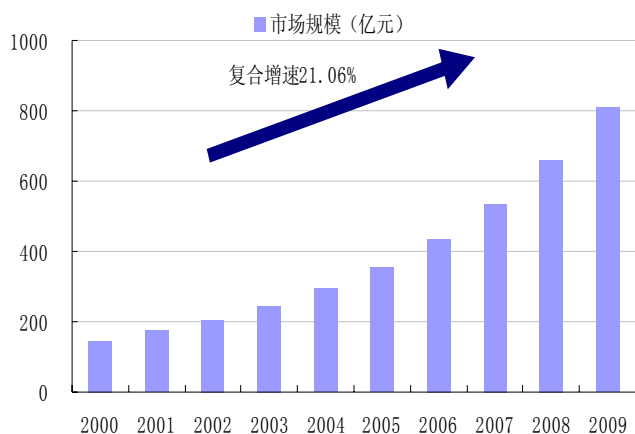
数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

2. 行业分析

2.1. 国内医疗器械市场容量巨大

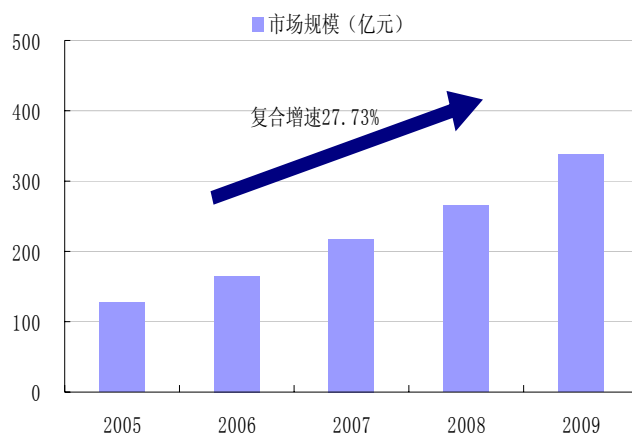
我国医疗诊断、监护及治疗设备制造业工业总产值从2005年的127亿元，迅速增长到2009年的338亿元，年复合增长率为27.73%，高于整体行业增速。而随着新医改的进一步深入落实，中西部及农村地区潜在需求的逐步释放，势必进一步推动行业的快速发展。

图 8：2000~2009 年我国医疗器械市场容量



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 9：2005~2009 年我国医疗诊断监护治疗设备市场

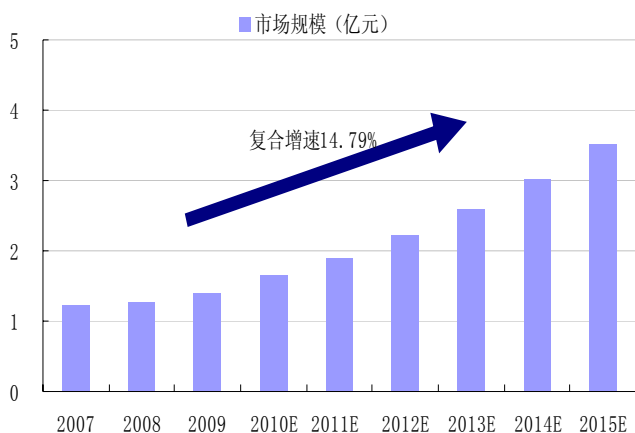


2.2. 公司四大系列处于细分市场领先

● 产科系列：行业翘楚

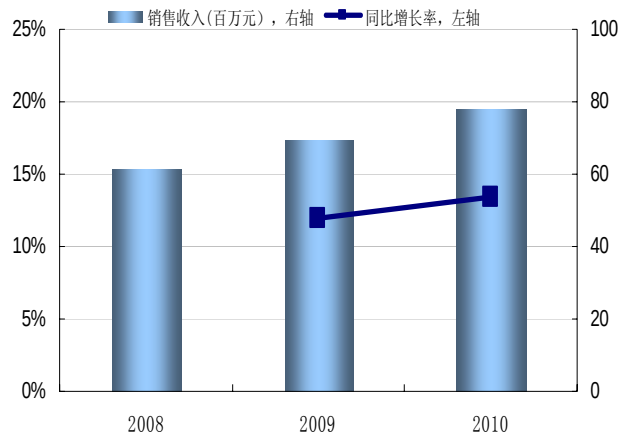
2009 年我国产科监护设备市场规模达到 1.41 亿元，2015 年，预计将达到 3.53 亿元，复合增速达到 14.8%。2009 年公司产科监护仪设备市场份额达到 21.9%，位居全国第一。在产科领域，公司技术处于国际先进水平，国内市场竞争对手与公司差距较大。

图 10：我国产科监护设备市场规模增长情况



数据来源：公司招股意向书，国泰君安证券研究

图 11：2008~2010 年公司产科系列销售情况

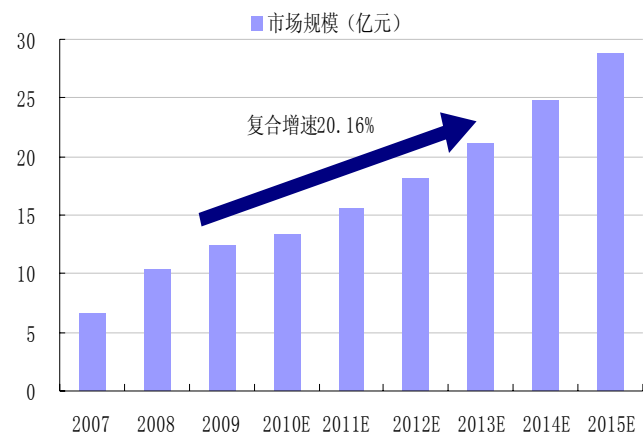


● 监护系列：位列前三

2009 年我国多参数监护仪市场规模达到 12.39 亿元，2015 年，预计将达

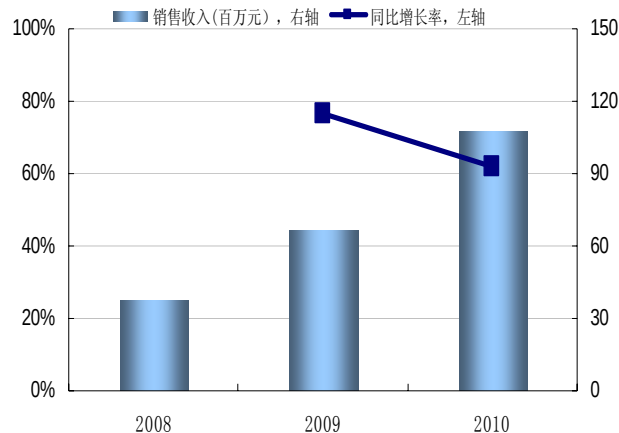
到 28.77 亿元，复合增速达到 20.2%。公司多参数监护设备销售额快速增长，2008 年和 2009 年销售增长率高达 62.07% 和 76.54%，高于市场同类品种增速，目前市场份额占出口市场第三，但与国内龙头迈瑞尚存差距。

图 12: 我国多参数监护设备市场规模增长情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

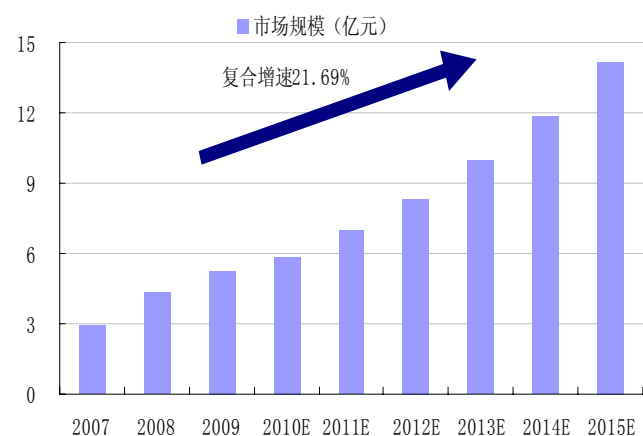
图 13: 2008~2010 年公司监护系列销售情况



● 心电系列: 市场领先

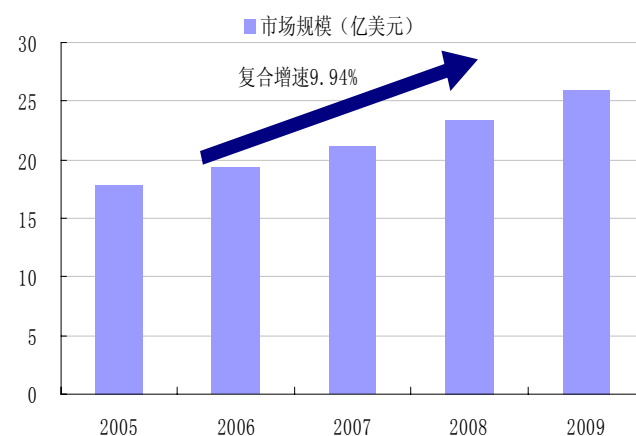
根据 Global Information, Inc. 的统计数据, 2009 年全球心电生理类产品的市场规模为 26 亿美元, 2005 年至 2009 年的复合增长率为 9.94%。我国心电图机生产能力与国际企业差距明显, 专业的心电图机生产企业不超过 30 家。国内 90% 的心电图机市场份额被国外品牌占据, 国产心电图机仅占市场份额的 10%。2009 年国内心电设备市场规模 5.26 亿, 2015 年, 预计将达到 14.14 亿元, 复合增速达到 21.7%。

图 14: 我国心电生理设备市场规模情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

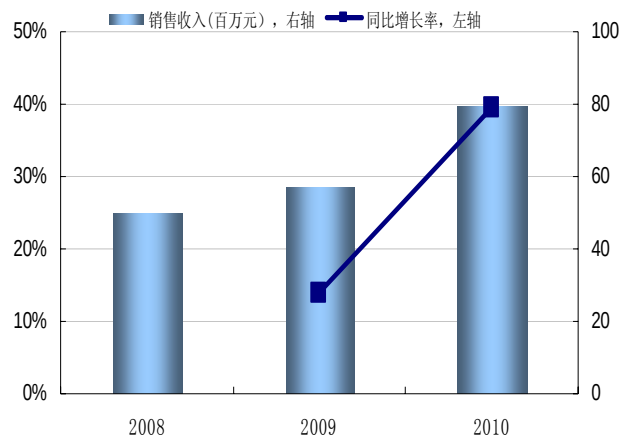
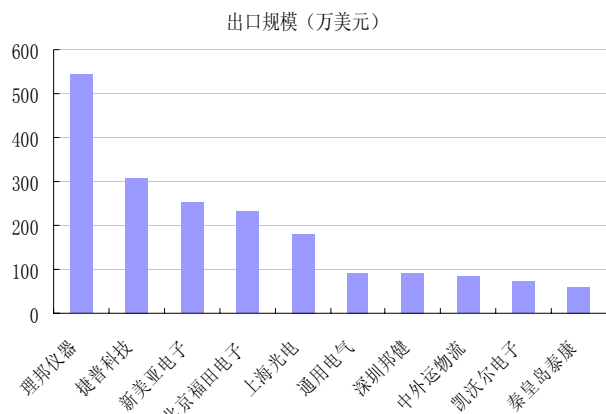
图 15: 2005~2009 年全球心电生理设备市场规模情况



据海关数据统计, 公司 2008 年和 2009 年心电设备产品分别出口 3,539.2 万元、3,931.6 万元, 分别占全国出口总额的 21.14%、22.04%, 连续两年在国内出口心电生理设备的企业中位居第一。

图 16: 2009 年我国心电设备前十强公司

图 17: 2008~2010 年公司心电系列销售情况

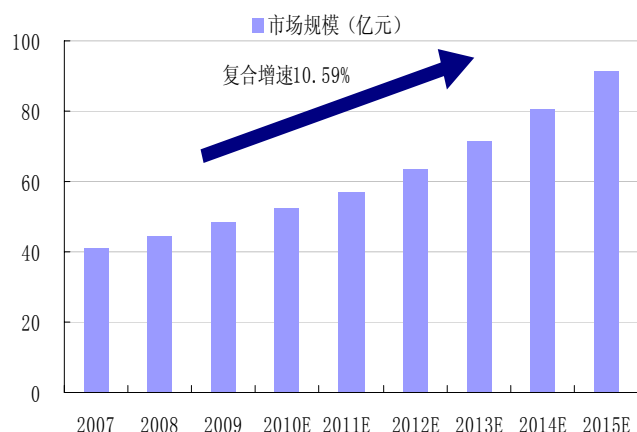


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

● 影像设备系列: 稳步增长

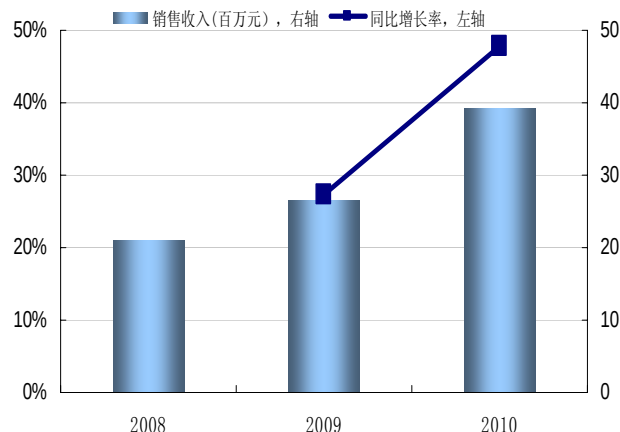
根据 Global Markets Direct 的数据统计, 2008 年全球超声影像类设备的市场规模为 158 亿美元, 预计 2015 年将达到 246 亿美元, 年复合增速为 7.7%。国内超声影像市场规模 2009 年达 48.7 亿元, 年复合增速在 10.6%。公司超声影像产品包括 B 超和经颅多普勒产品, 销售收入以 B 超为主, 占 2009 年本产品线收入的 73.2%。

图 18: 我国影像设备市场规模增长情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 19: 2008~2010 年公司影像设备系列销售情况



3. 公司竞争优势分析

3.1. 持续研发投入优化产品结构

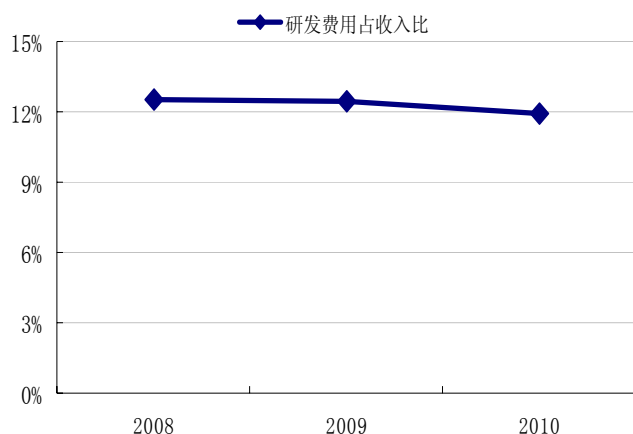
公司以客户需求为导向, 定位于常规、普及型的医疗器械产品, 基于公司自身的技术积累拓展相关产品线, 形成产品叠加驱动公司成长。公司现有产品 20 余种, 拥有储备产品 7 项。

表 2: 公司产品梯队情况

产品系列	现有产品	新品 (上市时间)
产科系列	CADENCE 系列、SonoTraxBasic、MFM 系列、SONATINA、F9、F6 等	F3 (单价和毛利均高于现有品种, 将形成对 CADENCE 系列替代, 已于 2010 年上市)
监护系列	M9、M8、H100B、M3、H10 等	M80 (2010 年)、M50 (2010 年)、V8 (预计 2011 年)
心电系列	单道、三道、十二道、六道、PCECG 等	Holter (2010 年)、SE-1201 (预计 2011 年)

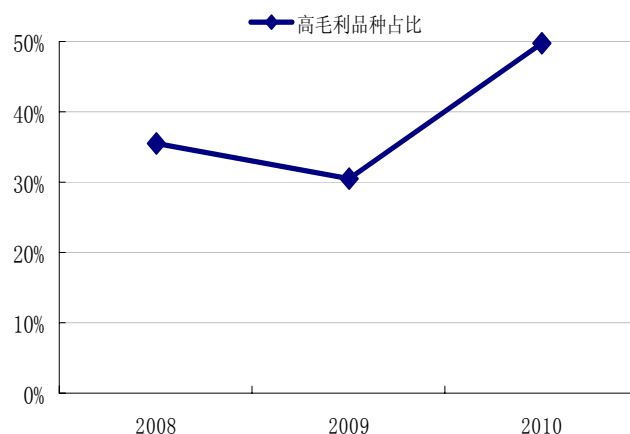
2008~2010 年公司研发投入占收入比重一直在 10% 以上。高强度的研发投入大幅提升了公司自主创新能力, 持续推出高附加值产品优化产品结构, 2008~2010 年公司综合毛利率高于 60% 的产品占总收入比重依次为 35.44%、30.43%、49.64% (不含零配件销售收入)。

图 20: 公司研发费用持续高投入



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 21: 高毛利品种销售比重逐步提升



公司于 2010 年启动 POCT 投资项目。POCT 属于临床快速诊断技术, 主要应用于血液分析、化学分析、电解质分析、尿分析等领域, 90 年代在美国开始得到广泛应用, 目前国内该技术领域处于空白, 国内市场规模在 3~5 亿, 基本为外资企业, 如西门子、罗氏、雅培等。公司目前在美国投资研究该项目, 研究团队共 30 人, 预计 2011 年进入临床阶段。

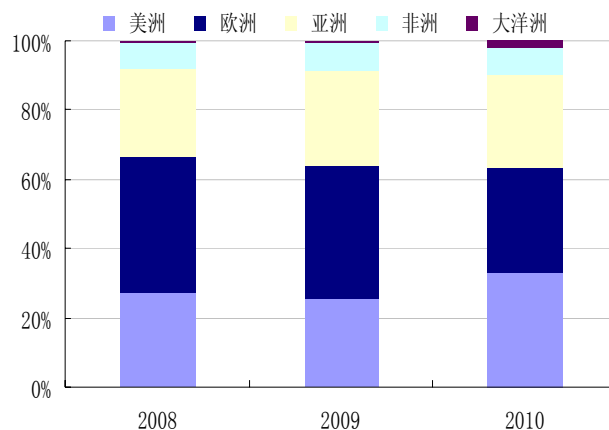
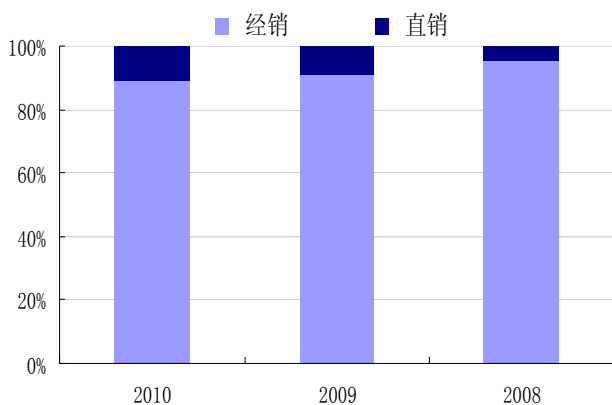
3.2. 优势渠道搭载品种放量

公司销售模式主要有两种: 代销和直销。代销是目前公司的主要销售模式, 其中外销业务基本为代销, 内销业务中代销收入占内销比重在 90% 左右。公司代销模式属买断式经销, 能快速打开市场实现产品的放量销售, 同时先款后货方式也有利于现金回流, 减轻财务费用压力。

由于公司销售渠道具有叠加性, 产品间协同效应较强, 因此公司高度重视营销渠道和客户资源的建设, 积极开拓空白市场, 推动业务高速增长。公司目前拥有国内经销商 2,400 余家, 国际经销商 1,166 家, 产品覆盖了全国 480 家以上的三级以上综合医院, 并销往全球 120 多个国家和地区。目前公司国内营销系统 229 人, 国际营销系统 94 人。

图 22: 国内市场销售模式结构

图 23: 国外市场分布情况

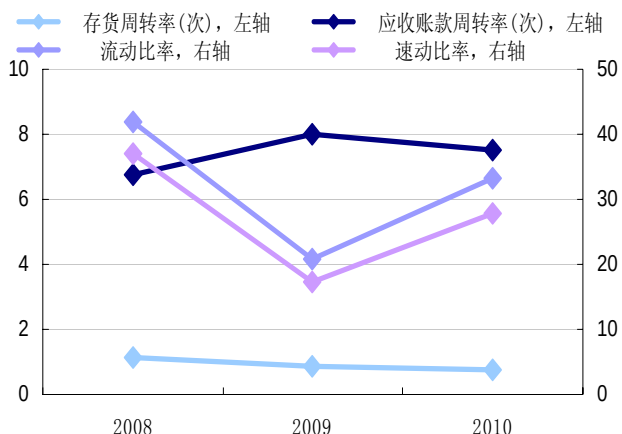


数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

4. 公司财务分析

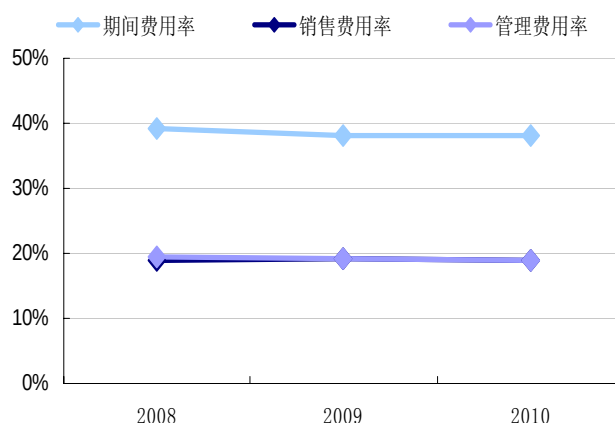
经营模式决定公司财务特点: 公司普遍采取“先款后货”的结算模式, 导致资产负债率(母公司)较同行业上市公司略低, 而流动比率、速动比率明显高于同行业上市公司, 应收账款周转率也较高。2007~2009年, 公司期间费用率稳定, 销售费用和管理费用控制水平均保持良好。

图 24: 营运指标&现金流情况



数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

图 25: 期间费用率情况



5. 募集资金投向

公司本次发行募集资金主要用来研发中心、生产平台及营销网络的建设项目。预计投资 4.24 亿元。

表 3: 公司募投项目情况

序号	项目名称	总投资(万元)	建设期
1	研发中心扩建项目	20,127.00	3 年
2	生产平台扩建项目	4,669.75	18 月
3	营销网络扩建及品牌运营建设项目	12,603.16	3 年
4	信息化平台建设项目	5,011.44	3 年
合计		42,411.35	—

数据来源: 公司招股意向书, 国泰君安证券研究

6. 风险提示

- **产品质量控制风险：**公司产品质量优良且获得国际权威机构认证或注册，且过往未发生任何因质量问题造成的重大事故，但仍可能发生物料缺陷等不可预测的因素带来的产品质量瑕疵风险。
- **新产品研发风险：**受全行业技术和产品更新快的特点影响，公司未来如不能持续、快速开发出符合客户需求的新产品并推向市场，仍存在产品被替代的风险。

7. 盈利预测与投资建议

关键假设：

- 公司产科、心电系列品种上市较早，预计能保持稳定增速；监护系列品种开发较晚，基数小、市场大，预计能保持 50% 以上的高速增长；随着彩照设备的上市，公司影响设备系列也能保持较快的增长。
- 规模化生产、原材料自产比例提高将有效降低单位成本，同时高毛利品种上市形成良好的产品梯队，公司综合毛利水平将逐步提升。
- 公司期间费用率稳定在 38% 左右。
- 暂不考虑 POCT 等新业务的盈利贡献。

表 4: 主要产品类别预测

		2009A	2010A	2011E	2012E
监护系列	收入(百万元)	66.4	107.7	181.5	279.4
	增速 (%)	76.54%	62.07%	68.58%	53.95%
	毛利率 (%)	51.43%	52.89%	55.93%	57.34%
心电系列	收入(百万元)	57.0	79.5	111.1	137.5
	增速 (%)	13.97%	39.48%	39.80%	23.82%
	毛利率 (%)	52.90%	60.34%	63.04%	64.13%
产科系列	收入(百万元)	69.1	78.3	97.8	114.6
	增速 (%)	11.96%	13.37%	24.94%	17.14%
	毛利率 (%)	66.49%	66.24%	66.67%	67.50%
影像设备系列	收入(百万元)	26.6	39.3	62.1	96.2
	增速 (%)	27.40%	47.81%	57.78%	55.00%
	毛利率 (%)	57.01%	56.98%	57.14%	60.71%
零配件销售	收入(百万元)	7.9	13.0	19.5	29.3
	增速 (%)	103.74%	65.23%	50.00%	50.00%
	毛利率 (%)	62.08%	66.85%	67.00%	67.00%
合计	收入(百万元)	228.9	320.6	475.97	662.60
	增速 (%)	30.18%	40.05%	48.46%	39.21%
	毛利率 (%)	57.63%	59.34%	60.64%	61.65%

数据来源：国泰君安证券研究

表 5: 利润表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	321	476	663	904
营业成本	130	187	254	336

营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	61	90	126	172
管理费用	60	90	125	171
财务费用	1	-7	-13	-14
资产减值损失	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	67	114	170	238
营业外收入	6	7	7	7
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	74	121	177	245
所得税	8	15	21	29
净利润	65	107	155	216
少数股东损益	-1	0	0	0
归属母公司净利润	66	107	155	216
EBITDA	68	109	158	226
EPS (元)	0.66	1.07	1.55	2.16

数据来源：国泰君安证券研究

8. 估值与定价：询价区间 37.29~42.62 元

参考类似行业上市公司估值，5 家医疗器械公司 2010 PE、2011 PE 的平均值为 67、45。按照公司 2011 年 eps 的 35~40 倍 PE，询价区间为 37.29~42.62 元。参考近期创业板上市公司发行情况，我们认为公司首日涨幅在 0%~10%，若按照 10% 计算，价格能达到 41.02~46.88 元，对应 2011 PE 为 39~44。

表 6：公司与同类上市公司估值比较情况

证券代码	上市公司	2010 P E	2011 P E
002432.SZ	九安医疗	79	40
002223.SZ	鱼跃医疗	62	41
300030.SZ	阳普医疗	77	50
600055.SH	万东医疗	59	56
300003.SZ	乐普医疗	50	36
平均值		67	45

数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 7：近期创业板上市公司首日涨跌幅情况

代码	名称	上市日期	发行价格	首日涨跌幅 (%)
300199.SZ	翰宇药业	2011-04-07	30.19	0.46%
300198.SZ	纳川股份	2011-04-07	31	-4.84%
300201.SZ	海伦哲	2011-04-07	21	8.57%
300200.SZ	高盟新材	2011-04-07	21.88	0.00%
300195.SZ	长荣股份	2011-03-29	40	-5.00%
300196.SZ	长海股份	2011-03-29	18.58	23.14%
300197.SZ	铁汉生态	2011-03-29	67.58	15.46%

数据来源：wind，国泰君安证券研究

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊（贡献作者）:

S0880110110074

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责化学药、商业、器械等子行业，CPA。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		