



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月12日

医疗保健

研究部

孙亮¹

分析师，SAC 执业证书编号：
S0080511010021

sunl@cicc.com.cn

推荐

鱼跃医疗 (002223.SZ)

内生外延铸就持续高增长

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	538	884	1,324	1,932
(+/-)	34%	64%	50%	46%
主营业务利润	201	307	495	743
(+/-)	74%	53%	61%	50%
净利润	101	161	257	396
(+/-)	63%	60%	59%	54%
EPS (元)	0.39	0.63	1.00	1.55
P/E	105.3	65.6	41.2	26.7
P/B	22.3	12.1	9.7	7.4
EV/EBITDA	49.3	53.3	31.6	20.3

股票信息

11-4-11	A股
当前股价	人民币 41.43
股票代码	2223
日成交量 (万股)	0.00
52周最高价/最低价	54.87/27.1392
总市值 (百万元)	10,589
发行股数 (百万股)	256
其中: 流通股 (百万股)	62.40
主要股东/持股比例	江苏鱼跃科技发展有限公司/43.38

最近估值走势

11-4-11	Last week	1m	3m	YTD
[鱼跃医疗]	9.92	3.19	-9.84	-17.78
[沪深300指数]	1.85	2.65	7.25	6.56
[沪深300医药指数]	0.76	-5.21	-6.52	-9.88

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

2010 年业绩符合预期:

2010 年公司实现销售收入 8.84 亿元、净利润 1.61 亿元; 对应每股收益 0.63 元, 同比增长 60%, 完全符合我们预期。按产品线分: 康复护理、医用供养和临床器械分别实现 47%、91%和 102% 的增长。公司计划每 10 股转赠 6 股, 不进行现金分红。

评论:

内生外延铸就持续高增长。现有产品销售保障近期高增长: 2010 年预计销售普通制氧机 18 万台; 大型制氧机 20 台; DR 销售突破 100 台, 实现 150%-200% 的高速增长; 全科诊断仪、临床系列产品均将实现高速增长。外延并购保障远期高增长: 未来通过兼并收购, 提高现有产品的市场占有率的同时进入留置针等高质耗材领域, 从而保障 2012 年以后的持续高增长。2011 年公司已加快并购步伐, 预计年中将有所斩获。

管理优秀成就杰出企业。在中国医疗器械行业, 鱼跃医疗无疑是在管理最为杰出的企业之一。2008-2010 年公司净利润持续三年增长 50% 以上。过去三年的高速增长体现了管理层合理的产品梯队建设、高效的生产管理和精细化的营销推广。未来三年, 结合管理层成功的外延并购战略, 公司仍将维持 50% 的高速增长。

毛利将维持稳定。为应对原材料价格大幅上涨, 公司一方面对大宗物资进行了战略储备, 另一方面, 通过产品提价的方式实现成本转嫁, 预计未来产品毛利将维持稳定。

盈利预测:

我们预计 2011 年公司康复护理、医用供养和临床器械分别实现 50%、60%和 80% 左右的高速成长。2011 年预计销售收入超 13 亿, 净利润超 2.5 亿, 收入利润复合增速分别为 50%和 60%。得益于外延式并购, 预计 2012 年和 2013 年, 公司仍维持 50% 左右的复合增长。

估值与建议:

目前股价对应 2011 年和 2012 年 PE 分别为 41X 和 27X。基于内生外延的扩张战略和杰出的管理, 公司未来成长空间广阔, 上调评级至“推荐”。

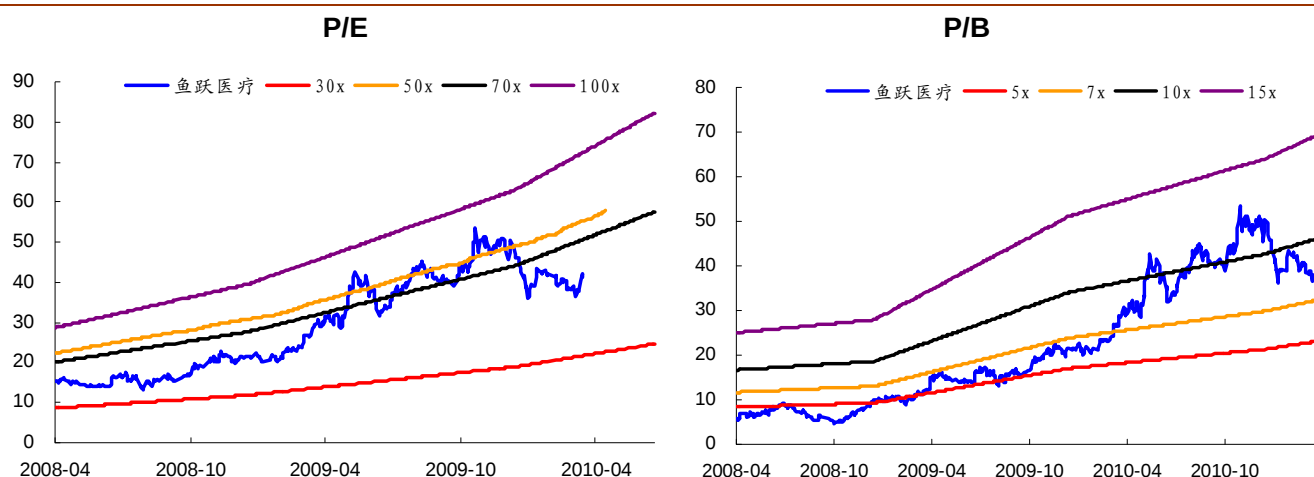
¹ 报告贡献人: 强静

图表 1: 历史和预测的财务指标

	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
主营业务收入净额	538	884	1,324	1,932	净利润	101	161	257	396
(+/-%)	34.0%	64.3%	49.8%	46.0%	营运资本的增加	-27	-127	-100	-142
主营业务成本	-333	-572	-822	-1,180	经营活动现金流净额	96	66	183	296
主营业务税金及附加	-4	-4	-7	-10	投资活动现金流净额	-96	-92	-137	-194
主营业务利润	201	307	495	743	融资活动现金流净额	-13	218	-26	-43
营业费用	-34	-54	-79	-116	货币资金增加额	-12	191	19	59
管理费用	-52	-76	-111	-159	财务指标				
财务费用	-1	-3	-2	-3	毛利率	37.4%	34.7%	37.4%	38.4%
(+/-%)	-165%	-353%	18%	-33%	息税前利润率	21.5%	20.0%	23.0%	24.2%
营业利润	112	171	298	461	净利润率	18.7%	18.3%	19.4%	20.5%
税前利润	117	179	303	467	净资产收益率	21.1%	18.5%	23.6%	27.8%
所得税	-17	-19	-45	-70	总资产收益率	18.5%	19.0%	21.2%	24.9%
少数股东权益	-1	-0	-1	-1	总资产负债率	24.4%	17.3%	19.4%	20.8%
净利润	101	161	257	396	收入增速	34.0%	64.3%	49.8%	46.0%
资产负债表 (百万元)					营业利润增速	48.9%	53.4%	74.0%	54.8%
货币资金	142	333	352	411	净利润增速	62.6%	60.5%	59.2%	54.2%
应收款项	95	149	228	333	流动比率	2.7	4.1	3.6	3.3
存货	89	193	270	388	速动比率	2.0	3.0	2.5	2.3
流动资产	339	708	893	1,188	应收帐款周转期	64.4	61.5	62.9	62.9
固定资产	214	273	371	519	存货周转期	97.7	122.8	120.0	120.0
短期借款	28	24	34	47	EPS	0.39	0.63	1.00	1.55
流动负债	126	172	249	356	P/E	105.3	65.6	41.2	26.7
长期负债	27	9	13	19	P/B	22.3	12.1	9.7	7.4
少数股东权益	7	8	8	9	EV/EBITDA	49.3	53.3	31.6	20.3
股东权益	476	872	1,090	1,427	现金分红收益率	0.1%	0.0%	0.4%	0.6%
总资产	638	1,063	1,363	1,814					

资料来源：公司资料；中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：WIND；中金公司研究部

图表 3: 可比公司估值表

		Price (Rmb) 2011-4-9		Market Cap (百万元)		EPS(Rmb) 2009A 2010E 2011E 2012E				P/E 2009A 2010A 2011E 2012E				EV/EBITDA 2009A 2010A 2011E 2012E				Div.Yield 2008A 2009A		ROE 2009A 2010A		P/B LTM 2011E		PEG 2010A 2009-2012E		Growth 2009-2012E	
		Price (Rmb) 2011-4-9		Market Cap (Rmb mn)		FD EPS (Rmb) 2009A 2010E 2011E #####				P/E 2009A 2010E 2011E 2007				EV/EBITDA 2009A 2010E 2011E				Div.Yield 2008A 2009A		ROE 2009A 2010E		P/B(x) 2010E 2011E		PEG 2010E 2009-2011E		Growth 2009-2011E	
海正药业	600267	36.53	19,172	0.52	0.75	0.99	1.33	70x	49x	37x	27x	9x	8x	7	0.3%	0.3%	14%	14%	6.6x	5.9	1.32	37%					
华海药业	600521	16.32	7,325	0.37	0.24	0.55	0.75	44x	68x	30x	22x	33x	39x	26	1.2%	0.6%	14%	6%	3.9x	2.0	2.53	27%					
海翔药业	002099	24.17	3,879	0.19	0.58	0.88	1.20	128x	41x	27x	20x	45x	25x	19	0.4%	0.4%	5%	15%	6.3x	5.3	0.49	85%					
华邦制药	002004	40.45	5,339	0.97	0.82	0.98	1.19	42x	49x	41x	34x	28x			0.8%	0.0%	16%	13%	5.8x	4.7	6.78	7%					
天药股份	600488	9.53	5,174	0.12	0.15	0.22	0.29	79x	62x	43x	33x	38x	30x	23	346.3%	0.3%	4%	5%	3.3x	3.1	1.82	34%					
浙江医药	600216	37.32	16,796	2.70	2.95	3.11	3.56	14x	13x	12x	10x	11x	10x	11	28.1%	2.1%	52%	36%	4.8x	3.6	1.31	10%					
新和成	002001	31.32	22,737	1.40	1.65	2.13	2.51	22x	19x	15x	12x	17x			39.8%	3.2%	44%	25%	5.3x	3.6	0.89	21%					
海普玛	002399	127.55	51,033	2.02	3.39	4.49	6.14	63x	38x	28x	21x	52x	31x	28	0.0%	0.0%	118%	26%	6.6x	0.84		45%					
华北制药	600812	13.49	13,876	-0.37	0.35	0.58	0.89		38x	23x	15x	93x	21x		112.5%	0.0%	-34%	32%	14.0x	8.4							
新华制药	000756	8.08	2,483	0.22	0.25	0.30	0.35	36x	33x	27x	23x	12x			282.3%	0.6%	7%	0%	2.2x		1.97	17%					
大冢原料药——中值				5,253	0.87	1.40	1.75	2.09	79x	49x	37x	25x	46x	30x	23	0.3%	0.2%	15%	10%	5.8x	4.9	1.22	44%				
云南白药	000538	55.27	38,372	0.87	1.40	1.75	2.09	64x	39x	32x	26x	11x	9x	7	0.5%	0.4%	18%	22%	8.8x	7.1	0.94	42%					
同仁堂	600085	37.98	19,781	0.55	0.69	0.77	0.94	69x	55x	49x	40x	7x	6x	6	0.5%	0.6%	10%	11%	6.3x	5.9	3.00	18%					
广州药业	600332	19.82	11,714	0.26	0.32	0.43	0.52	76x	62x	46x	38x	4x	3x	3	0.2%	0.3%	7%	8%	4.7x	4.5	2.14	29%					
东阿阿胶	000423	44.55	29,137	0.60	0.93	1.52	1.86	74x	48x	29x	24x	17x	15x	13	0.4%	0.8%	21%	32%	15.1x	13.1	0.81	59%					
片仔癀	600436	61.33	8,586	0.93	1.38	1.62	2.06	66x	44x	38x	30x	11x	10x	9	0.9%	0.8%	17%	22%	9.8x	8.6	1.37	32%					
康美药业	600518	13.89	30,540	0.23	0.35	0.55	0.81	61x	40x	25x	17x	45x	32x	114	0.4%	0.3%	14%	2%	0.7x	0.7	0.72	56%					
贵州百灵	002424	35.29	8,300	0.47	0.67	0.96	1.32	74x	53x	37x	27x	55x	49x	31	0.0%	0.0%	35%	18%	4.5x	3.5	1.25	42%					
中恒集团	600252	32.02	17,479	0.23	0.79	1.76	2.27	139x	41x	18x	14x	90x	30x		0.0%	0.0%	25%	32%	15.8x	6.3	0.23	177%					
马应龙	600993	38.72	6,419	1.09	0.99	1.17	1.52	36x	39x	33x	26x	28x	31x	28	0.3%	0.8%	21%	15%	6.4x	5.4	10.28	4%					
中新药业	600329	13.47	7,264	0.35	0.42	0.47	0.60	39x	32x	29x	22x	21x	19x		0.0%	0.0%	19%	15%	5.7x	4.5	1.94	16%					
品牌中药——中值				8,443	0.61	0.89	1.07	1.21	65x	40x	31x	25x	32x	30x	16	0.2%	0.6%	16%	12%	7.4x	4.9	1.25	32%				
天士力	600535	38.88	20,078	0.61	0.89	1.07	1.21	63x	44x	36x	32x	11x	10x	9	1.0%	1.0%	16%	21%	9.1x	8.3	1.37	32%					
康缘药业	600557	15.81	6,571	0.39	0.45	0.60	0.82	41x	35x	26x	19x	35x	27x	20	0.9%	0.9%	16%	15%	5.1x	4.5	1.42	25%					
武汉健民	600976	20.74	3,181	0.32	0.47	0.61	0.73	65x	44x	34x	28x	45x	33x	25	0.2%	0.7%	6%	9%	4.0x	3.6	1.16	38%					
昆明制药	600422	13.24	4,160	0.19	0.27	0.43	0.68	71x	49x	31x	19x	35x	28x	20	0.0%	0.4%	9%	12%	5.9x	5.1	0.96	52%					
上海凯宝	300039	39.78	6,976	0.39	0.79	1.15	1.59	102x	50x	34x	25x	79x	44x	29	0.0%	0.8%	11%	9%	5.8x	3.2	0.70	72%					
桂林三金	002275	23.09	10,483	0.68	0.68	0.71	0.93	34x	34x	32x	25x	26x			0.0%	2.4%	24%	15%	6.0x	4.9	12.73	3%					
仁和药业	000650	19.17	8,055	0.39	0.55	0.73	0.91	49x	35x	26x	21x	35x	24x	20	0.0%	1.6%	28%	23%	8.9x	5.9	0.96	36%					
江中药业	600750	29.34	9,129	0.65	0.84	1.06	1.36	45x	35x	28x	22x	28x	26x		1.3%	1.0%	20%	21%	8.1x	4.8	1.26	28%					
现代中药——中值				5,001	0.89	0.97	1.26	1.67	61x	44x	31x	24x	37x	30x	21	0.0%	0.6%	16%	12%	5.5x	4.5	1.31	31%				
恒瑞医药	600276	46.16	34,594	0.89	0.97	1.26	1.67	52x	47x	37x	28x	13x	11x	8	0.2%	0.0%	29%	22%	10.5x	8.2	2.50	19%					
科伦药业	002422	133.70	32,088	1.78	3.08	4.01	5.19	75x	43x	33x	26x	52x	34x	26	0.0%	0.0%	27%	6%	4.8x	4.4	0.87	50%					
华东医药	000963	27.50	11,937	0.87	0.76	1.02	1.28	32x	36x	27x	22x	20x	20x	16	0.0%	1.2%	33%	26%	8.8x	7.3	4.49	8%					
康芝药业	300086	57.77	5,777	0.98	1.46	2.04	3.54	59x	40x	28x	16x	47x	47x	33	0.0%	0.0%	33%	26%	20.5x	17.7	0.89	45%					
仙琚制药	002332	17.11	5,841	0.26	0.40	0.55	0.70	66x	42x	31x	24x	34x	28x	22	0.0%	1.8%	12%	11%	5.5x	5.1	0.93	46%					
普衡药业	002437	29.98	8,394	0.47	1.18	1.76	2.40	64x	25x	17x	13x	50x	38x	28	0.0%	0.0%	54%	11%	4.1x	1.9	0.27	95%					
信立泰	002294	64.04	14,537	0.95	1.54	2.08	2.71	67x	42x	31x	24x	56x	35x	28	0.0%	1.6%	23%	19%	8.2x	5.7	0.87	48%					
化学制剂药——中值				5,841	0.87	1.40	1.75	2.09	58x	42x	31x	24x	37x	32x	24	0.0%	0.0%	23%	15%	5.5x	5.1	0.93	32%				
双鹭药业	002038	50.35	12,738	0.96	1.08	1.63	2.21	52x	46x	31x	23x	13x	10x	8	0.4%	0.0%	28%	22%	10.0x	7.6	1.56	30%					
天坛生物	600161	20.74	10,691	0.41	0.50	0.49	0.55	51x	41x	43x	38x	27x	24x	22	0.0%	0.0%	29%	20%	10.1x	7.2	4.67	9%					
华兰生物	002007	40.19	23,158	1.06	1.24	1.45	1.88	38x	32x	28x	21x	28x	27x	21	0.5%	0.7%	44%	31%	11.4x	6.8	1.88	17%					
沃森生物	300142	108.73	10,873	0.76	1.51	2.43	3.58	72x	45x	30x	102x	59x		37	0.0%	0.0%	56%	19%	39.3x	5.1	0.92	78%					
卫宁软件	600739	33.11	30,112	1.47	1.45	1.76	2.17	22x	23x	19x	15x	20x			0.0%	0.0%	23%	17%			2.48	9%					
科华生物	002022	16.47	8,108	0.42	0.50	0.59	0.74	40x	33x	28x	22x	32x	28x	22	1.2%	1.2%	30%	27%	9.4x	7.2	1.70	19%					
智飞生物	300122	34.45	13,780	0.58	0.72	0.90	1.24	60x	48x	38x	28x	50x	41x	34	0.0%	0.0%	64%	19%	6.7x	5.5	1.93	25%					
生物制剂——中值				8,108	0.89	0.97	1.26	1.67	52x	43x	33x	28x	32x	29x	24	0.2%	0.2%	19%	19%	9.7x	6.8	1.32	32%				
爱尔眼科	300015	35.95	9,599	0.35	0.47	0.67	1.02	104x	76x	54x	35x	52x	46x	33	0.0%	1.0%	13%	10%	7.7x	6.3	1.96	39%					
通策医疗	600763	19.06	3,056	0.14	0.31	0.42	0.56	137x	62x	45x	34x	69x	42x	31	0.0%	0.0%	11%		12.3x		0.83	74%					
医疗服务——中值				6,327	0.40	0.64	0.98	1.36	121x	69x	50x	35x	61x	44x	32	0.0%	0.5%	12%	10%	10.0x	6.3	1.40	56%				
鱼跃医疗	002223	42.20	10,785	0.40	0.64	0.98	1.36	107x	66x	43x	31x	82x	47x	31	0.7%	0.2%	28%	28%	18.6x	14.5	1.15	57%					
乐普医疗	300003	25.74	20,901	0.36	0.51	0.67	0.87	72x	51x	38x	30x	62x	46x	34	0.0%	1.0%	20%	20%	10.4x	8.8	1.39	37%					
新华医疗	600587	27.37	3,678	0.31	0.45	0.59	0.64	89x	61x	46x	43x	54x	39x	29	0.2%	0.4%	7%	9%	5.3x		1.56	39%					
山东药玻	600529	16.83	4,332	0.56	0.76	0.91	1.14	30x</																			

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED