



鱼跃医疗（002223）：2010 年业绩符合预期，医用耗材高速增长

近一年鱼跃医疗与沪深 300 指数走势



基础数据

总股本（百万股）	255.58
实际流通 A 股（百万股）	62.40
实际流通 A 股市值（亿元）	26.2
每股净资产（元）	3.2

研 究 员 尹建辉

投资咨询证书号 S0620207050048

研 究 员 苏晋江

电 话 025-83367888-3205

邮 箱 elayer@163.com

内容提要

公司评级： 推荐

- **年报业绩基本符合预期。**公司 2010 年实现主营收入 8.84 亿元，同比大增 64.33%；归属上市公司股东净利润 1.61 亿元，同比增长 59.54%；每股收益 0.64 元，基本符合预期。由于原材料上涨的压力，使得毛利率同比降低 2.9%，但仍保持 35.13%的高毛利率。
- **医用临床耗材和器械实现了高速增长。**从年报来看，这块业务实现收入 1.35 亿，同比增长 102%。苏州医疗器械厂被打造为精细医用产品和医用耗材的生产基地，缝合线等产品销量较好，缝合线大约实现 5000 万的收入，目前基数依然较低，2 年内有望突破 1 亿的销售收入。高清晰数字 X 光机有取代传统 X 光机的趋势，在经过市场培育之后，会成为公司的新的利润增长点。
- **突破产能瓶颈，销量开始提升。**公司的主打产品制氧机的新建产能是 12 万台，建成后的总产能可达 18 万台。轮椅车的产能增加至 24 万台，改变现有产能不足的问题，从贴牌生产手动轮椅车逐渐转为做大自主品牌，并在海外打开智能电动轮椅车的市场。
- **海外业务比重提升，开展相关并购业务。**外销业务占公司主营的 10%，但同比增速较快，达到了 99%，未来还会继续扩大海外市场的业务比重。公司在苏州扩建厂区之后，内生性增长较快，同时在积极寻求可能的合作方，展开并购活动，有助于丰富产品线 and 实现多地布局。
- **盈利预测与估值：**公司是医疗器械行业的龙头企业，该行业在我国起步较晚，但发展前景十分广阔。鱼跃在立足轮椅车、制氧机、血压计等传统强项的基础上，开始向医用耗材缝合针、缝合线、真空血管，数字化 X 光机、中心制氧机等领域拓展。未来内生和外延并举，有望继续高成长的步伐。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.93 元、1.33 元、1.89 元，归属母公司的收益同比增长 48.2%，42.3%，42.7%，对应的动态市盈率是 44.4 倍、31.2 倍、21.9 倍。考虑到公司在行业内的地位，我们给予“推荐”评级。

资产负债表					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
货币资金	334.7	576.7	836.3	1212.6					
应收与预付款	179.7	207.7	353.9	460.5					
存货	192.6	159.4	349.4	389.6					
其他流动资产	1.8	1.8	1.8	1.8					
长期投资	4.9	4.9	4.9	4.9					
固定资产	273.0	363.9	392.8	395.8					
无形资产	65.9	65.9	65.9	65.9					
其他	6.2	3.1	0.0	0.0					
资产总计	1060.9	1385.5	2007.1	2533.2					
短期借款	24.0	151.4	399.7	480.5					
应付和预收款	148.4	165.7	282.9	362.7					
长期借款	8.8	8.8	8.8	8.8					
其他	0.2	0.2	0.2	0.2					
负债总计	181.4	326.1	691.6	852.2					
股本	255.6	255.6	255.6	255.6					
资本公积	345.3	345.3	345.3	345.3					
留存收益	271.0	450.4	705.6	1069.7					
股东权益合计	879.5	1059.5	1315.6	1681.0					
少数股东权益	7.6	8.2	9.1	10.5					
归属母公司股权	871.9	1051.3	1306.4	1670.5					
负债和股东权益	1060.9	1385.5	2007.1	2533.2					

现金流量表					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	66.7	260.0	135.9	437.7					
净利润	161.5	230.5	331.6	476.8					
折旧摊销	22.0	7.1	17.1	19.1					
财务费用	2.3	(5.1)	(0.8)	0.8					
投资损失	4.1	5.0	7.0	8.0					
营运资金变动	(123.2)	22.5	(219.0)	(67.0)					
其他	(1.0)	0.0	0.0	0.0					
投资活动现金流	(92.0)	(91.4)	(41.5)	(21.5)					
资本支出	0.0	100.0	50.0	30.0					
长期投资变动	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	0.0	8.6	8.5	8.5					
融资活动现金流	217.8	73.4	165.1	(39.9)					
短期借款增加	0.0	127.4	248.4	80.8					
长期借款增加	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	1.3	0.0	0.0	0.0					
现金净增加额	191.9	242.0	259.5	376.3					

利润表					单位: 百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
营业收入	883.9	1281.7	1858.4	2694.7					
营业成本	572.4	828.0	1196.8	1738.1					
营业税金及附加	4.5	7.9	11.5	16.7					
销售费用	53.7	71.8	102.2	145.5					
管理费用	76.2	105.1	150.5	223.7					
财务费用	2.8	(4.1)	0.3	1.9					
资产减值损失	4.1	5.0	7.0	8.0					
公允价值变动	(1.0)	0.0	0.0	0.0					
投资净收益	1.8	0.0	0.0	0.0					
营业利润	171.1	268.0	390.1	560.9					
营业外收入	9.6	10.0	10.0	10.0					
利润总额	180.6	278.0	400.1	570.9					
所得税	19.3	38.9	60.0	85.6					
净利润	161.3	239.1	340.1	485.3					
少数股东权益	0.4	0.6	0.9	1.3					
归属母公司净利润	160.9	238.4	339.2	484.0					

主要财务比率									
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
成长与盈利能力									
营收增长率	64.3%	45.0%	45.0%	45.0%					
净利润增长率	59.5%	48.2%	42.3%	42.7%					
EBITDA 增长率	31.7%	54.0%	37.0%	48.7%					
毛利率	35.2%	35.4%	35.6%	35.5%					
净利率	18.3%	18.7%	18.3%	18.0%					
EBITDA/营收	23.1%	21.8%	22.4%	21.9%					
ROE	18.5%	22.7%	26.0%	29.0%					
ROA	17.2%	19.7%	19.9%	22.6%					
偿债与营运能力									
流动比率	2.99	2.48	1.75	1.99					
速动比率	2.99	2.48	1.75	1.99					
总资产周转率	83.3%	92.5%	92.6%	106.4%					
存货周转率	2.97	5.19	3.43	4.46					
应付账款周转率	5.94	6.92	6.21	6.68					
业绩与预测指标									
EPS	0.63	0.93	1.33	1.89					
EBITDA	204.4	280.0	416.5	590.8					
BPS	3.41	4.11	5.11	6.54					
PE	65.8	44.4	31.2	21.9					
PB	12.1	10.1	8.1	6.3					

资料来源：WIND, 南京证券研究所

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。