

## 医疗器械III

署名人: 周锐

执业证书编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 34.00元

当前股价: 25.58元

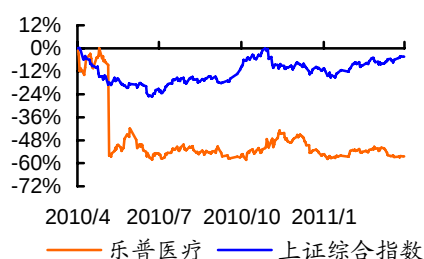
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 3022.75 |
| 总股本(百万)   | 812     |
| 流通股本(百万)  | 281     |
| 流通市值(亿)   | 72      |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产(元)  | 2.54    |
| 资产负债率     | 7.2%    |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M    |
|--------|-------|-------|-------|
| 乐普医疗   | -9.03 | -2.44 | -0.12 |
| 上证综合指数 | 3.03  | 7.80  | 7.69  |



## 相关报告

《乐普医疗-业绩符合预期, 新获批无载体药物支架将提升市场占有率》2011-2-12

《乐普医疗-收购思达公司, 产业链进一步延伸》2010-11-21

《乐普医疗-战略布局初具雏形, 高增长有望延续》2010-11-16

乐普医疗

300003

推荐

## 无载体药物支架将提升市场份额, 未来更多业绩支撑点

近日参加了公司2010年度业绩说明会, 与管理层进行了交流。

### 投资要点:

- **支架系统收入占比下降, 毛利率提升。**支架系统实现收入57948.9万, 同比增长31.2%; 收入占比从09年的78.1%降低到75.2%, 毛利占比从09年的87.2%降低到84.7%, 产品集中风险得到降低; 毛利率从09年91.16%提升到93.28% (得益于药物支架系统销量提升及生产国产化进程);
- **封堵器迎来政策性机会。**2010年封堵器实现收入5418万元, 同比增长27.96%, 收入占比7%。2010年由卫生部牵头实施对农村先天性心脏病儿童的医疗救治工作, 封堵器业务将直接受益, 预计未来收入增速超30%;
- **无载体药物支架将提升市场份额。**无载体药物支架的安全性 (远期血栓风险) 与裸支架相当, 有效性 (再狭窄率) 与药物支架相当, 且缩短患者术后服药时间; 待进入招标体系且经过一段时间推广之后, 有望在11年下半年开始贡献收入, 未来2~3年将逐步成为主力品种;
- **支架相关耗材、海外市场和并购11年有望贡献较多业绩。**PCI手术中支架与相关耗材的比约7:3, 未来2~3年支架相关耗材有望达到收入规模的10~15%; 海外市场 (支架相关耗材、封堵器、裸支架等) 10年收入近1000万, 已在39个国家建立了代理商且13项产品通过CE认证, 未来2~3有望达到收入规模的10%; 10年并购或参股公司卫金帆 (4月收购剩余63.15%股权, 10年收入1054万, 利润211.8万)、北京思达 (11月份收购100%股权, 10年收入2298万, 利润1104万)、陕西秦明 (12月份参股30.46%, 10年收入11640万, 利润1157万) 在11年都会形成业绩增量; 公司募集资金还剩近8亿, 会持续通过并购获得新产品;
- **维持推荐评级。**我们预测公司11-13年EPS为0.68、0.92、1.22元, 对应12年P/E为27.72倍; 行业壁垒较高且公司已初步完成战略布局, 可给予一定溢价, 维持6~12个月目标价34元。
- **风险提示:**支架降价风险、无载体含药支架市场推广未达预期风险

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 770   | 1049  | 1463  | 1967  |
| 同比(%)         | 36%   | 36%   | 40%   | 34%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 410   | 549   | 749   | 992   |
| 同比(%)         | 40%   | 34%   | 36%   | 32%   |
| 毛利率(%)        | 82.9% | 81.8% | 81.0% | 80.3% |
| ROE(%)        | 19.9% | 22.8% | 25.6% | 27.7% |
| 每股收益(元)       | 0.51  | 0.68  | 0.92  | 1.22  |
| P/E           | 50.60 | 37.83 | 27.72 | 20.94 |
| P/B           | 10.05 | 8.61  | 7.09  | 5.80  |
| EV/EBITDA     | 42    | 32    | 23    | 17    |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |       |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| <b>流动资产</b>    | 1574 | 1840  | 2312  | 2924  | <b>营业收入</b>     | 770   | 1049  | 1463  | 1967  |
| 现金             | 1214 | 1359  | 1625  | 1984  | 营业成本            | 132   | 191   | 279   | 388   |
| 应收账款           | 160  | 226   | 315   | 423   | 营业税金及附加         | 2     | 2     | 3     | 4     |
| 其它应收款          | 16   | 0     | 0     | 0     | 营业费用            | 114   | 156   | 217   | 292   |
| 预付账款           | 65   | 94    | 137   | 191   | 管理费用            | 73    | 99    | 139   | 187   |
| 存货             | 102  | 149   | 217   | 301   | 财务费用            | -23   | -26   | -30   | -36   |
| 其他             | 18   | 13    | 18    | 25    | 资产减值损失          | 3     | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 653  | 667   | 747   | 819   | 公允价值变动收益        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0     | 7     | 8     | 9     |
| 固定资产           | 177  | 320   | 453   | 552   | <b>营业利润</b>     | 469   | 632   | 863   | 1142  |
| 无形资产           | 4    | 4     | 4     | 4     | 营业外收入           | 5     | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 472  | 343   | 290   | 263   | 营业外支出           | 2     | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 2227 | 2508  | 3059  | 3744  | <b>利润总额</b>     | 473   | 632   | 863   | 1142  |
| <b>流动负债</b>    | 150  | 95    | 126   | 160   | 所得税             | 62    | 82    | 112   | 148   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 411   | 550   | 751   | 994   |
| 应付账款           | 33   | 49    | 71    | 99    | 少数股东损益          | 0     | 1     | 1     | 2     |
| 其他             | 117  | 46    | 55    | 61    | <b>归属母公司净利润</b> | 410   | 549   | 749   | 992   |
| <b>非流动负债</b>   | 10   | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 463   | 619   | 854   | 1134  |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | EPS (元)         | 0.51  | 0.68  | 0.92  | 1.22  |
| 其他             | 10   | 0     | 0     | 0     |                 |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 160  | 95    | 126   | 160   | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0    | 1     | 2     | 4     | 会计年度            | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本             | 812  | 812   | 812   | 812   | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |
| 资本公积           | 735  | 735   | 735   | 735   | 营业收入            | 36.3% | 36.2% | 39.5% | 34.5% |
| 留存收益           | 519  | 865   | 1383  | 2032  | 营业利润            | 43.3% | 34.7% | 36.5% | 32.4% |
| 归属母公司股东权益      | 2066 | 2412  | 2931  | 3580  | 归属于母公司净利润       | 40.5% | 33.8% | 36.5% | 32.4% |
| <b>负债和股东权益</b> | 2227 | 2508  | 3059  | 3744  | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 82.9% | 81.8% | 81.0% | 80.3% |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 53.3% | 52.4% | 51.2% | 50.4% |
|                |      |       |       |       | ROE             | 19.9% | 22.8% | 25.6% | 27.7% |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 45.0% | 50.0% | 55.4% | 60.2% |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 7.2%  | 3.8%  | 4.1%  | 4.3%  |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 10.48 | 19.46 | 18.37 | 18.28 |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 9.80  | 17.89 | 16.65 | 16.40 |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.38  | 0.44  | 0.53  | 0.58  |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 6     | 5     | 5     | 5     |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.53  | 4.66  | 4.67  | 4.58  |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.51  | 0.68  | 0.92  | 1.22  |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.46  | 0.44  | 0.69  | 0.93  |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.54  | 2.97  | 3.61  | 4.41  |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
|                |      |       |       |       | P/E             | 50.60 | 37.83 | 27.72 | 20.94 |
|                |      |       |       |       | P/B             | 10.05 | 8.61  | 7.09  | 5.80  |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 42    | 32    | 23    | 17    |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

**中投医药团队荣誉：**2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

#### 中投医药团队成员：

**周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

**余方升**，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

**余文心**，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

**王威**，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434