

品牌造就高成长

增持首次评级

目标价格：38.25 元

投资要点：

- 医疗器械行业成长空间大
- 公司研发、管理、销售独具优势，成长为内资领导品牌
- 品牌优势造就公司主营业务收入高成长

报告摘要：

- **医疗器械行业前景看好。**我国医疗器械和设备的产值在整个制药业产值中所占的比例与发达国家相比很小，加上我国老龄化趋势及医疗制度改革不断推进，我国医疗器械行业有着巨大的市场发展空间。同时国际医疗设备市场容量是中国的 20 倍，公司收入 65% 来自国外，未来仍将深耕国际市场。
- **理邦仪器具有五大自身优势。**领先的研发水平、布局全球的营销体系、较高的产品性价比、不断提升的国际品牌影响力、核心管理团队丰富的行业经验及工作水准构成公司的独特看点。尤其是在研发投入上，公司持续保持较高水平，确保公司新产品的不断推出，综合毛利率保持高位稳定。
- **公司主营业务收入保持较快增速，具有较强的盈利能力。**近年来公司的主营业务保持较快增长，综合毛利率稳定在 58% 的水平。募投资金到位后将扩建 11 条生产线，满足需求递增的要求。公司持续关注可以走入家庭的健康产业产品，未来将丰富产品线布局。

业绩预测与投资建议。我们预计公司 2011 年—2013 年每股收益分别为 1.02 元、1.53 元、2.15 元，根据可比医疗器械上市公司的平均市盈率估值，我们首次给予公司“增持”投资评级，按 2012 年的 25 倍 PE 估值，公司未来 6 个月的目标价位为 38.25 元。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	228.92	320.61	462.57	688.69	1,027.66
YoY(%)	30.17%	40.05%	44.28%	48.88%	49.22%
净利润	45.91	65.29	101.60	152.58	214.59
YoY(%)	61.65%	42.21%	55.61%	50.17%	40.64%
每股收益	0.46	0.66	1.02	1.53	2.15
净利率	20.06%	20.59%	21.96%	22.15%	20.88%

中小市值上市公司研究组

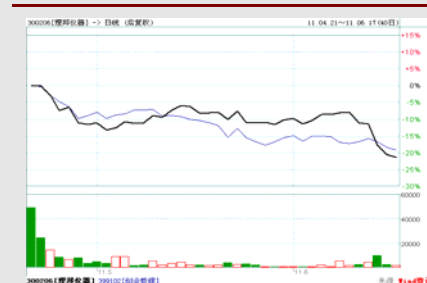
分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



控股股东

股东名称	持股数 (万股)	占比
张浩	2086.12	20.86%
20090930	1907.17	19.07%
20090630	1788.10	17.88%

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

机构名称	持股数 (万股)	占总股本 比%
潞安集团财务公司	50	0.5
国都证券	50	0.5
东北证券	50	0.5

数据来源：港澳资讯

目录

一、医疗器械行业长期看好.....	4
（一）医疗器械产业有较大发展空间	4
（二）老龄化及医疗制度改革促进医疗器械业的发展	4
（三）世界经济的复苏及美国新医改法案的通过有助国外市场需求高增长的恢复	5
二、理邦仪器五大竞争优势领跑国内医疗器械行业.....	5
（一）研发优势	5
（二）营销优势	6
1. 广泛覆盖的营销网络优势	6
2. 营销团队优势	6
3. 营销模式优势	7
（三）产品性价比优势	7
（四）品牌优势	7
（五）管理水平优势	8
三、公司主营产品分析	8
（一）产科系列产品	8
（二）心电系列产品	9
（三）监护系列产品	10
（四）超声影像系列产品	11
四、公司盈利能力分析	12
五、盈利预测	13
六、估值分析	15
七、风险提示	16

插图

图 1: 2008 年全球主要国家（地区）医疗器械销售收入占比	4
图 2: 2004-2009 年中国 60 岁以上老年人口数及其占总人口数的比例	5
图 3: 理邦仪器研发团队学历情况	6
图 4: 理邦仪器研发资金投入情况	6
图 5: 公司主要产科系列产品	8
图 6: 公司产科系列产品主营业务收入及增速	9
图 7: 公司主要心电系列产品	9
图 8: 公司心电系列产品主营业务收入及增速	10
图 9: 公司主要监护系列产品	10
图 10: 公司监护系列产品主营业务收入及增速	11
图 11: 公司主要超声影像系列产品	11
图 12: 公司超声影像系列产品主营业务收入及增速	12
图 13: 理邦仪器主营业务收入增长情况	13

表格

表 1: 理邦仪器近三年品牌建设活动	7
表 2: 公司各系列产品产能、销量、产销率情况	12
表 3: 利润预测表	13
表 4: 预测的资产负债表	14
表 5: 主要财务指标	15
表 6: 主营医疗器械的公司 PE 估值水平	16

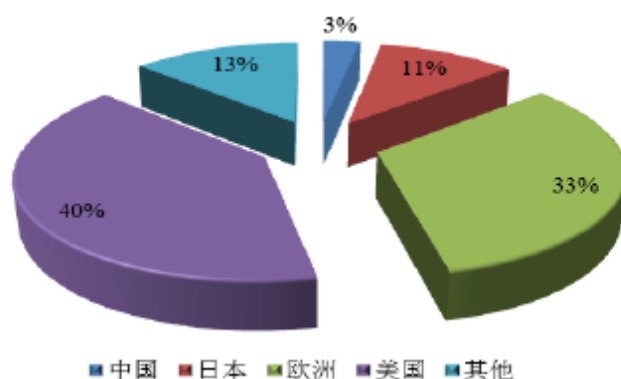
一、医疗器械行业长期看好

医疗器械行业有较大发展空间，我国老龄化趋势的加强，医疗制度改革的不断加强以及国际市场需求高增长的恢复是医疗器械行业长期看好的三大因素。

（一）医疗器械产业有较大发展空间

我国医疗器械工业是在建国后逐步发展起来的，它的特点是起点低，发展快。经过 30 多年的发展，我国医疗器械行业已经有了相当的规模，且一直保持较快的增长速度。预计到 2015 年我国医疗器械行业收入可达到 1900 亿元左右的产业规模。在发达国家，医疗设备与器械产业和制药业的产值大体相当（如图 1 所示）。而在我国，前者产值只是后者的 1/5，这种比例的严重失调预示着医疗设备与器械产业在我国还有较大的发展空间。随着我国经济水平的不断发展和人们生活水平的不断提高，医疗保健需求将会不断增大，人们医疗保健消费的不断升级为医疗器械行业提供了较大的发展空间。

图 1：2008 年全球主要国家（地区）医疗器械销售收入占比



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

（二）老龄化及医疗制度改革促进医疗器械业的发展

我国人口老龄化的趋势明显（如图 2 所示）。据统计，目前我国 60 岁以上的老年人口已达 1.43 亿，占总人口的 11%；预计 2020 年将达到 2.4 亿，占当时总人口的 16% 左右。随着我国老龄化趋势的不断加强和老年人数量的不断增多，老年人的医疗保健需求不断增强，这将使得对医疗器械的需求的增长空间巨大。

2009 年，我国新医疗体制改革方案强调医疗卫生事业的公益性质，政府将加大对全民医疗卫生的投入，建立覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的医疗卫生服务；2009-2011 年，城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗覆盖城乡全体居民，参保率均提高到 90% 以上，随着医疗体制改革的推进，我国医保制度的完善与健全给医疗器械行业提供了广阔的市场空间。

图 2：2004-2009 年中国 60 岁以上老年人口数及其占总人口数的比例



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

(三)世界经济的复苏及美国新医改法案的通过有助国外市场需求高增长的恢复

随着全球经济的逐渐复苏，医疗器械行业的需求在全球范围内明显回升，全球经济的发展将带动医疗器械行业国际市场恢复到金融危机前的高增长水平。美国新医改法案的通过将使医保覆盖率及覆盖人数有较大上升，新医改法案明文鼓励美国医疗机构从国外购进更具有性价比优势的医疗产品，这有利于推动我国医疗器械产品在美国的销售。

以上三点决定了我国医疗器械业的长期看好，我国医疗器械行业具有良好的发展前景和发展空间。中国医疗诊断、监护及治疗设备制造业发展强劲，工业总产值从 2005 年的 127 亿元，增长到 2009 年的 338 亿元，年复合增长率为 27.73%。随着新医改的进一步落实，中西部及农村地区的潜在需求逐步释放，将推动行业快速发展。

二、理邦仪器五大竞争优势领跑国内医疗器械行业

研发水平、营销布局、产品性价比、品牌影响力和管理水平是理邦仪器的五大优势所在。受技术、资本、管理以及发展战略选择的约束，高端医疗器械各子产品的龙头企业从 03 年开始逐步形成了全球的竞争力，迈瑞医疗和理邦仪器是具备全球竞争力的国内企业。在行业中形成规模和产品体系的企业先发优势极其明显。理邦仪器已经站上了一个更高的平台参与国际竞争。

(一) 研发优势

该公司拥有专业性较强的高素质研发团队（如图 3 所示），高度重视自主知识产权技术和产品的研发的人力和资金投入（如图 4 所示），主要产品均拥有自主知识产权。公司 2010 年研发投入 3822 万元，近三年研发投入都达到当期营业收入的 12%，居于行业领先水平，拥有 260 人的研发团队。公司掌握了生理信号检测、医用换能器、主控平台等核心技术，具备开发系列化、信息化产品的能力；已拥有专利 47 项、核心保密技术 55 项、软件著作权 77 项，产品技术达到国内领先和国际先进水平。近三年，公司开发新产品 24 项、新工艺 73 项、新技术 55 项；储备新产品 7 项、新技术 30 项、新工艺 20 项，技术和产品的开发能力居行业领先地位。

图 3: 理邦仪器研发团队学历情况

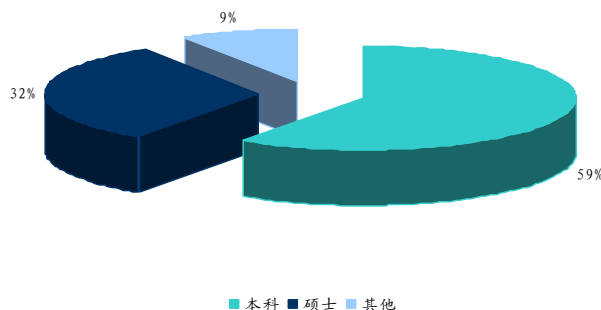
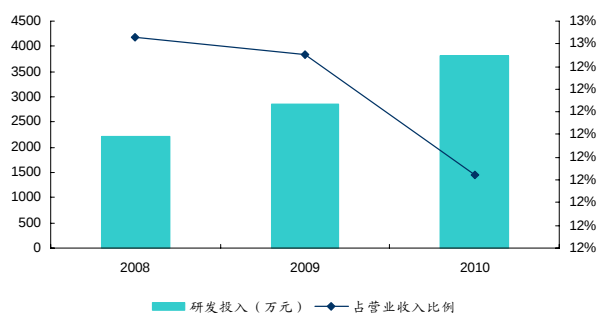


图 4: 理邦仪器研发资金投入情况



资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券

公司采取并行研发模式开发产品, 以客户需求为导向, 由客户需求和风险规避方案引导制定产品方案。采用跨部门矩阵式项目管理模式, 对人力、物力资源高效配置, 确保产品持续满足客户需求, 实现公司整体研发效率的提升。公司采用基于通用技术和产品平台, 缩短产品的开发周期, 显著降低了产品的生产和测试成本。我们认为公司对研发的高投入吸引了高素质的队伍, 通过项目小组制提高了研发的效率, 使产品出来就能对接市场, 满足客户需求, 在产品开发阶段就符合国际医疗器械的相关标准。

(二) 营销优势

1. 广泛覆盖的营销网络优势

截至2010年12月31日, 公司在全国设有23个办事处, 拥有2,400多家国内经销商, 覆盖了国内2,000多个县市和480余家三级以上综合医院; 拥有1,166家国际经销商, 覆盖了全球120多个国家和地区, 为未来产品叠加、扩大市场份额奠定了渠道基础。

2. 营销团队优势

医疗器械行业是高度专业的行业, 需要掌握专业知识的业务人员与终端客户交流, 方可真实了解其专业需求, 推进销售的顺利完成。公司通过持续高频率的培训和人才引进, 打造了一支具备专业临床应用知识、产品知识和营销知识的营销团队。截至2010年12月31日, 公司国内营销人员229人、国际营销人员94人, 共占公司总人数的37.82%; 公司营销团队对经销商提供技术支持, 了解终端客户的专业需求, 有效促进产品销售的完成。

3.营销模式优势

公司在具体推广和销售过程中采用“深度营销策略”，由公司营销人员在销售全程对经销商提供现场技术支持，通过直接与终端客户交流，深入了解各级客户的需求特点、提供最佳的产品方案、展示产品的技术特点，这有利于帮助经销商完成销售，协助并培养经销商与公司共同成长。公司的每条产品线都有专门的销售支持部门，有医生和技术服务专家做售前和售后的支持。

通过强大的营销网络和专家售前售后服务支撑，公司的营销团队成为公司的核心竞争力。

（三）产品性价比优势

公司具备了强大的产品质量控制能力，建立了涵盖研发、供应链、管理、销售及售后服务的多层次、全方位的质量管理体系。公司分别通过ISO-9001/ISO-13485/ISO-14001质量管理体系认证以及国内医疗器械行业的CMD体系认证。公司产品通过SFDA注册、FDA注册、CE认证、3C认证及CMC计量认证等多项国际产品质量体系的认证或注册，产品质量获得国际顶级客户的认可。

公司产品具有较高的性价比优势。该公司目前拥有4大系列、20多个品种和80多种型号的不同档次产品，可充分满足不同国家和层次客户对产品功能和价格的不同需求。且该公司的部分系列产品已经具备与世界顶级品牌相抗衡的能力。经过长期的研发和生产经验积累，公司产品的技术性能已达到行业领先水平。此外，公司持续优化制造系统、物流系统，实行精细化生产管理，在产品质量不断提升的同时有效控制成本，在全球客户对性价比重视程度不断提升的情况下取得了较强的竞争优势。

最近几年公司产品销售比例以出口为主，出口占营业收入的65%，国内销售占比为35%。在产品定价上，公司中低端产品的价格只有国外一线品牌的50—60%，而在高端产品上，价格只是国外产品的三分之一。从质量上看，公司的产品已经达到国际一流水平。产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构，并在美国耶鲁大学医院试用。高性价比使公司产品销售到全球。调研了解到公司销售量最大的地区是南美、欧洲和北美。

（四）品牌优势

公司产品市场推广与品牌建设主要通过参加国内外高级别展会，提升公司的市场知名度和品牌影响力；通过参加国内外高水平的学术会议，展现公司持续提升的专业技术水平；通过组织对各级经销商和客户的产品培训或讲座，提升经销商和客户对产品的认识和理解；通过专业杂志上刊登学术文章或广告，提升公司对专业客户或学者的影响力。通过大范围、高水平的品牌建设活动，该公司树立了“专业、优质、服务”的品牌形象，对客户具备较强的影响力。近三年，公司重要的品牌建设活动情况如表1所示。

表1：理邦仪器近三年品牌建设活动

	2010年	2009年	2008年
参加国内外展会（次）	44	33	35
参加国内外学术会议（次）	63	46	34
国内外专业杂志广告数量（次）	29	30	33

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

经过15年的发展，“理邦仪器”已成为国内医疗器械行业的知名品牌。该公司产科系列产品占有21.89%的国内市场份额，位居全国第一；心电系列产品位居国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一；监护和超声影像系列产品在国内市场亦具有较强的影响力。该公司产品覆盖了480余家三级以上综合医院，在国内医疗器械领域树立了专业、优质的品牌形象。与此同时，该公司产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学

附属医院等全球顶级医疗机构，具备了较强的国际品牌影响力。

（五）管理水平优势

公司核心经营团队具有丰富的医疗器械行业经验、拥有较强学术专业背景、勤于学习和应变，在理邦仪器15年的发展过程中，不断完善公司的管理体系，积极适应企业规模的变化和市场发展，实现了公司业务的快速发展和国际化。公司部分董事拥有在麦肯锡、西门子集团等国际公司的工作经验，具备较强的国际商业运作能力。公司获得国际著名风险投资机构SBCVC、Matrix、WI Harper的投资。新引入的创投股东在全球范围拥有广泛的商业资源网络，有效提升了公司的国际视野和资源整合能力，有助于公司学习国际先进公司的成功经验，为开拓国际市场提供了智力支持。

综合分析，五大优势使理邦仪器成为国内医疗器械行业的佼佼者，在各个产品线上公司都力争进入行业前三，成为市场的主导品牌。

三、公司主营产品分析

（一）产科系列产品

公司产科系列产品主要类别有胎心多普勒仪、超声多普勒胎儿监护仪、胎儿/母亲监护仪、产科中央监护系统、产科远程监护系统、产科综合诊断监护系统。通过远程中央监护系统，可实现产科系列所有产品的信息共享、互联，实现对母亲和胎儿的远程监护、医疗数据的集中信息化管理。主要产品如图5所示。

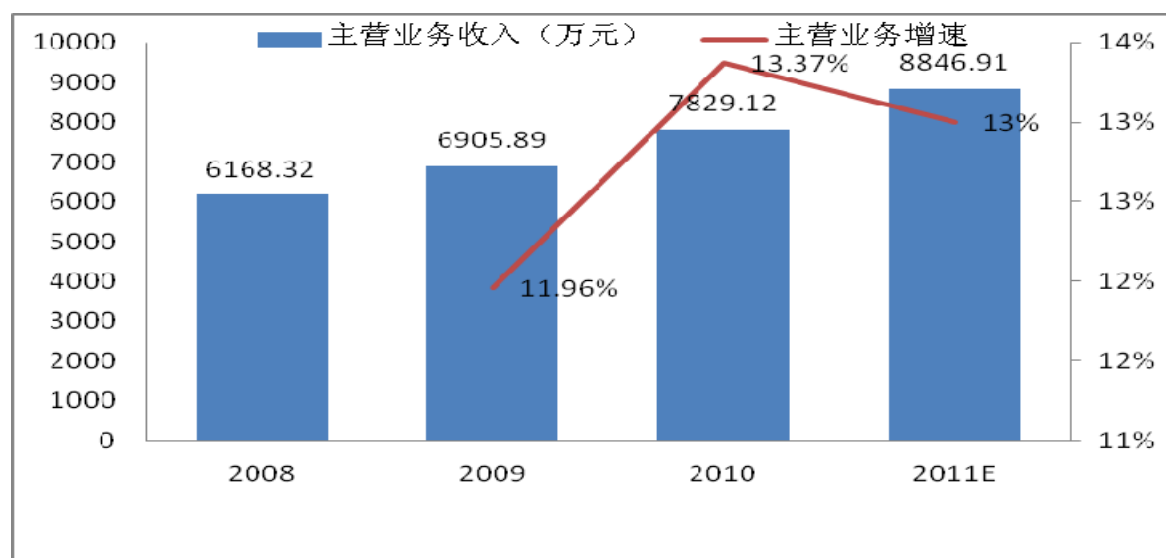
图 5：公司主要产科系列产品



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

产科系列产品增长较为稳定，近两年均保持 11% 以上的增速，增速保持稳定。

图 6：公司产科系列产品主营业务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

(二) 心电系列产品

公司心电图机产品主要类别有数字式十二道心电图机、数字式六道心电图机、心电工作站、单道心电图机、多道心电图机。公司通过自主掌握的主控平台技术，可以实现心电系列产品的信息共享和互联，实现医疗信息的集中式管理。公司主要心电系列产品如图7所示。

图 7：公司主要心电系列产品

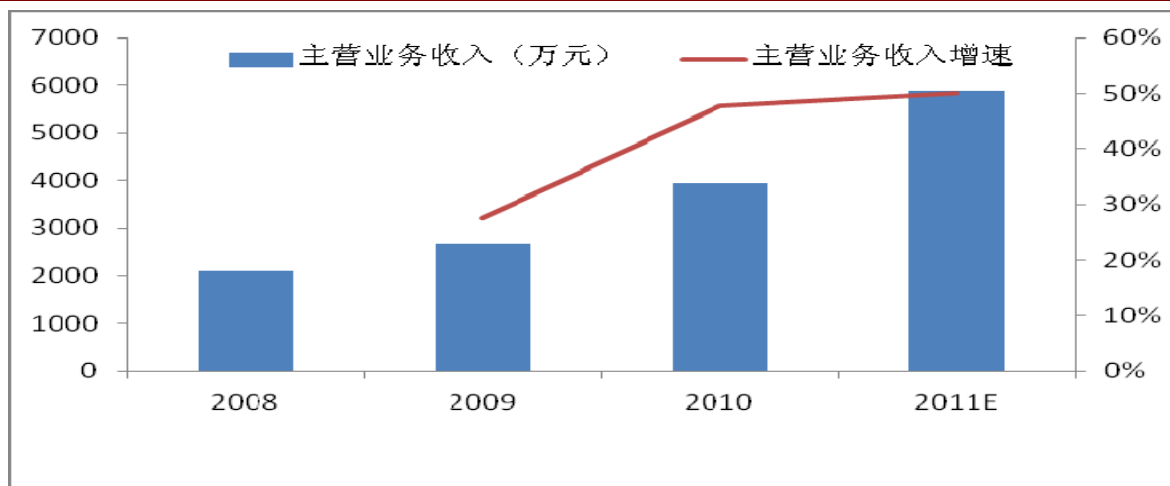




资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司近年来的心电系列产品的主营业务收入及增速如图 8，预计未来仍将保持高速增长。

图 8：公司心电系列产品主营业务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

(三) 监护系列产品

公司多参数监护仪主要类别包括便携式多参数监护仪、中央监护系统、血氧饱和度检测仪等。通过MFM-CMS中央监护系统，可实现多参数监护系列所有产品的信息共享、互联，实现医疗数据的集中式信息化管理。公司主要监护系列产品如图9所示。

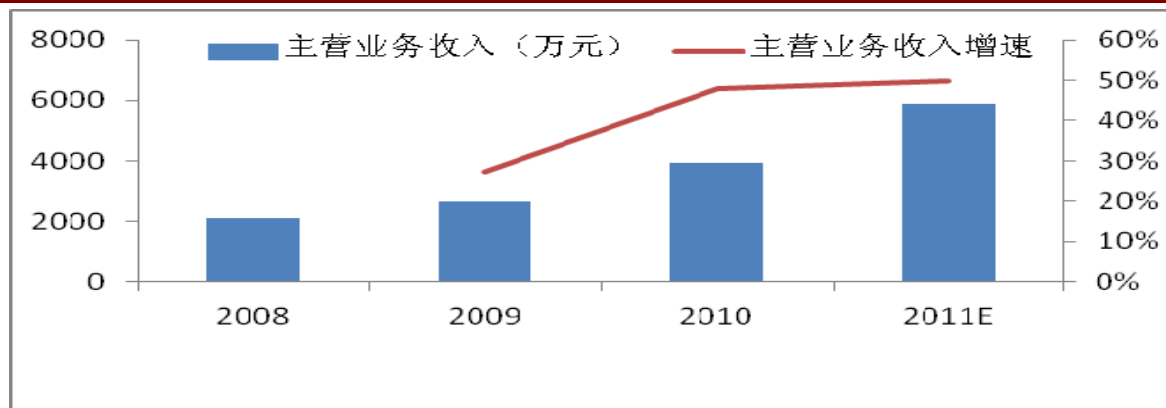
图 9：公司主要监护系列产品



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司监护系列产品主营业务收入及增速如图10所示。

图 10：公司监护系列产品主营业务收入及增速



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

（四）超声影像系列产品

公司超声系列产品类型主要包括全数字超声诊断系统、超声影像管理系统、经颅多普勒诊断系统、便携式经颅多普勒血流分析仪。主要产品如图11所示。

图 11：公司主要超声影像系列产品



便携式全数字黑白超
DUS60



推车式全数字黑白超
DUS8



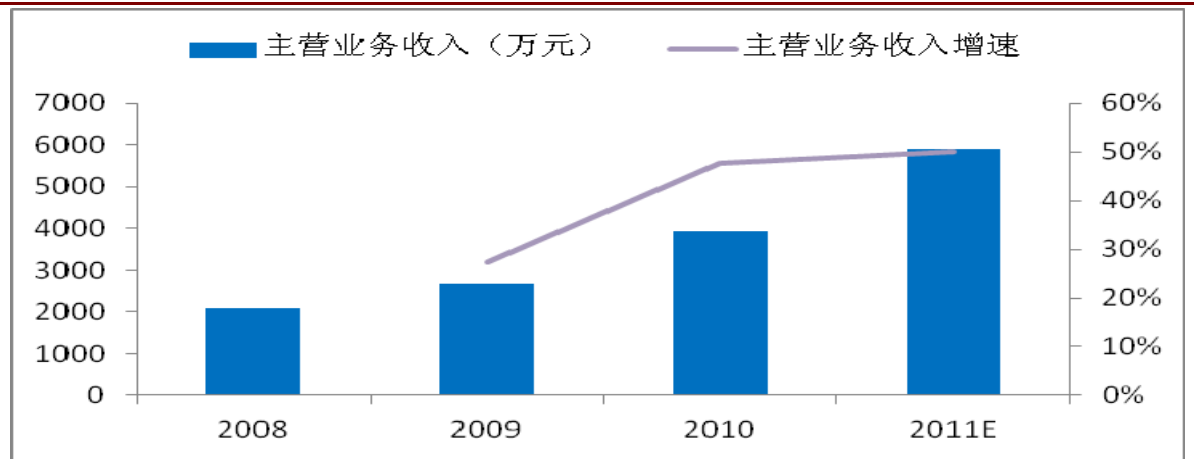
便携式全数字黑白超
DUS6



经颅多普勒血流
分析仪 CBS-USB

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

超声影像系列产品主营业务收入及增速如图 12 所示。

图 12：公司超声影像系列产品主营业务收入及增速


资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司四大类产品各个型号覆盖从低端到高端，针对不同的市场销售不同的产品，产品质量都通过认证，功能有所不同，从近 3 年的业绩表现来看，公司各条产品线都具备较高的增长，复合增长率在 40% 以上。

四、公司盈利能力分析

公司主要产品的产能、产量、销量快速增长，产销率保持较高水平。公司各系列产品的产能利用率都处于高位，公司采取以销定产的销售策略，产出品都有销路，在产能受限的情况下，公司优先保证高毛利率产品的生产。四大类产品的综合毛利率稳定在 58%。

表 2：公司各系列产品产能、销量、产销率情况

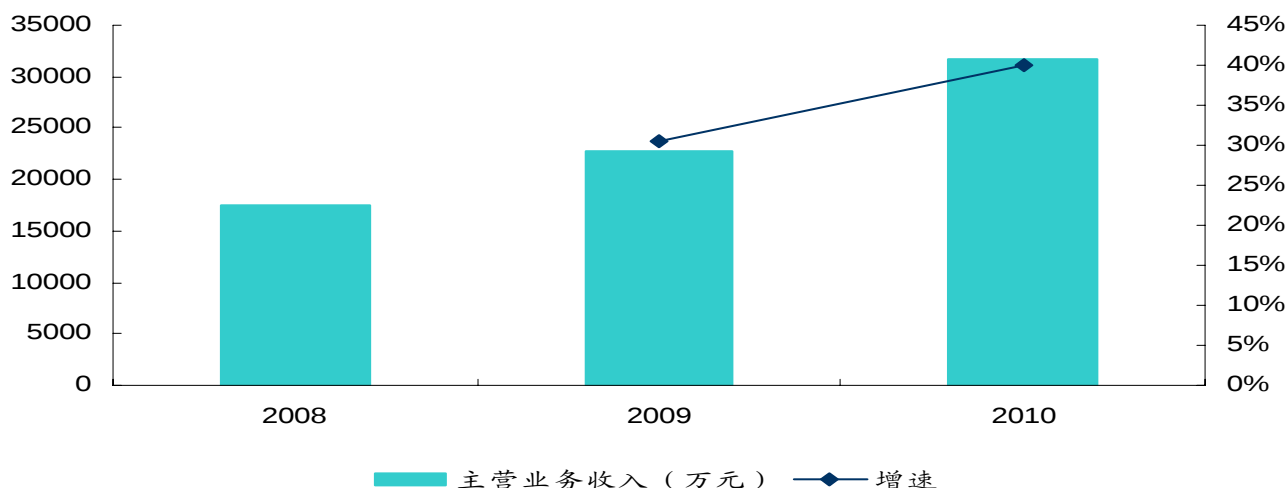
产品名称	项目	2010 年	2009 年	2008 年
产科系列	产能 (台)	38,000	34,000	33,000
	产量 (台)	37,610	27,858	28,619
	销量 (台)	37,265	26,236	25,947
	产销率	99.08%	94.18%	90.66%
心电系列	产能 (台)	17,000	16,000	13,000
	产量 (台)	17,448	15,043	11,524
	销量 (台)	17,887	14,129	12,046
	产销率	102.52%	93.92%	104.53%
监护系列	产能 (台)	38,000	17,500	11,000
	产量 (台)	37,098	18,788	7,663
	销量 (台)	36,191	17,253	6,916
	产销率	97.56%	91.83%	90.25%
超声影像系列	产能 (台)	2,800	2,600	2,000
	产量 (台)	2,782	1,861	1,385
	销量 (台)	2,771	1,671	1,361
	产销率	99.60%	89.79%	98.27%

资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司在 2008-2010 年主营业务收入及利润保持快速增长，公司主营业务收入由 2008 年的 17,585.71 万元增

长至 32,060.90 万元，增幅为 82.31%（如图 5 所示）；净利润由 2,839.81 万元增长至 6,529.19 万元，增幅为 129.92%。其中，2010 年营业收入和归属于母公司所有者的净利润分别为 32060.9 万元和 6601.6 万元，同比增长率分别为 40.1%和 43.8%。经调研了解，公司 2011 年的保持了持续增长的势头，各项业务稳步推进。

图 13：理邦仪器主营业务收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，宏源证券

公司各系列产品的毛利率均维持在较高水平，产科、监护、心电、超声影像的毛利率 2010 年分别为 66.24%、52.89%、60.34%、56.98%，公司通过开发新产品等措施保持各产品线的毛利率稳定。其中监护系列产品销售收入和毛利润占比提升最快，成为公司的最重要的产品线。

公司在保持高毛利率的同时，销售费用和管理费用率维持高位，管理费用主要用于激励管理团队和研发团队，销售费用率高符合行业惯例。值得注意的是，公司应收账款较少，回款能力强，这与公司主要采取经销的销售模式有关，这也是公司经营稳健的保证。

五、盈利预测

根据我们对公司四大产品系列的增长假设和毛利率假设，通过我们的业绩预测模型测算，公司 2011—2013 年每股收益分别为 1.02 元，1.53 元，2.15 元。详见利润预测表、资产负债表和主要财务指标表。

表 3：利润预测表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	320.61	462.57	688.69	1027.66
减：营业成本	130.36	194.28	289.24	432.60
营业税金及附加	0.57	0.93	0.69	1.03
销售费用	61.01	78.64	117.08	184.98
管理费用	60.44	78.64	110.19	174.70
财务费用	0.63	-4.07	-1.89	-9.50
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	67.28	114.16	173.38	243.85
加：营业外收支净额	0.00	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	73.74	114.16	173.38	243.85

减：所得税费用	8.44	12.56	20.81	29.26
四、净利润	65.29	101.60	152.58	214.59
归属于母公司的利润	66.02	101.60	152.58	214.59
五、基本每股收益（元）	0.66	1.02	1.53	2.15

资料来源：公司资料，宏源证券

表 4：预测的资产负债表

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	182.70	1030.89	1243.74	1396.08
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	10.82	13.88	20.66	30.83
预付账款	5.80	9.25	13.77	20.55
其他应收款	5.17	9.25	10.33	15.41
存货	39.79	58.28	86.77	129.78
其他流动资产	0.77	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	245.05	1121.56	1375.27	1592.66
长期股权投资	0.17	0.17	0.17	0.17
固定资产	15.49	201.12	280.09	259.06
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	4.58	4.27	3.97	3.66
其他非流动资产	0.64	0.64	0.64	0.64
非流动资产合计	20.88	206.21	284.87	263.53
资产总计	265.93	1327.77	1660.14	1856.19
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	23.15	38.86	49.17	73.54
预收账款	8.28	13.60	13.60	13.60
其他应付款	0.10	0.00	0.00	0.00
应交税费	4.18	5.00	5.00	5.00
其他流动负债	1.19	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	36.90	57.46	67.77	92.14
长期借款	0.00	10.00	210.00	210.00
其他非流动负债	11.56	11.56	11.56	11.56
非流动负债合计	11.56	21.56	221.56	221.56
负债合计	48.46	79.02	289.33	313.70
股本	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	74.69	999.69	999.69	999.69
留存收益	6.78	88.06	210.12	381.80
少数股东权益	2.47	2.47	2.47	2.47
所有者权益合计	158.94	1190.22	1312.28	1483.96
负债和股东权益合计	265.93	1269.24	1601.61	1797.66

资料来源：公司资料，宏源证券

表 5：主要财务指标

项目（百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA		10.21	6.59	4.47
成长能力：				
营业收入同比	40.05%	44.28%	48.88%	49.22%
营业利润同比	50.99%	69.68%	51.88%	40.65%
净利润同比	42.21%	55.62%	50.17%	40.65%
营运能力：				
应收账款周转率	37.67	37.46	39.88	39.92
存货周转率	3.66	3.96	3.99	4.00
总资产周转率	1.38	0.58	0.46	0.58
盈利能力与收益质量：				
毛利率	59.34%	58.00%	58.00%	57.90%
净利率	20.59%	21.96%	22.15%	20.88%
总资产净利率 ROA	24.83%	7.65%	9.19%	11.56%
净资产收益率 ROE	30.71%	8.54%	11.63%	14.46%
资本结构与偿债能力：				
流动比率	6.64	19.52	20.29	17.28
资产负债率	0.18	0.06	0.17	0.17
长期借款/总负债	0.00	0.13	0.73	0.67
每股指标：				
每股收益	0.66	1.02	1.53	2.15
每股经营现金流量		1.04	1.41	1.86
每股净资产	3.01	11.90	13.12	14.84

资料来源：宏源证券

六、估值分析

理邦仪器作为我国医疗器械业国产自主品牌的佼佼者，其生产的产品市场空间十分巨大，加上其自身所具有的独特优势，使得它在市场竞争中处于有利地位。

A 股上市公司中，从事医疗器械的可比上市公司有鱼跃医疗、乐普医疗、阳普医疗、万东医疗、九安医疗等，它们的增长速度和毛利率大多不如理邦仪器。以 6 月 15 日收盘价计算，可比上市公司的平均市盈率 2010 年和 2011 年预期分别为 47.16 倍和 39 倍。如表 6。

表 6：主营医疗器械的公司 PE 估值水平

公司名称	代码	每股收益（元）			PE（倍）		
		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
鱼跃医疗	002223	0.63	0.61	0.87	40.30	41.80	29.20
乐普医疗	300003	0.51	0.70	0.95	38.38	27.86	20.46
阳普医疗	300030	0.39	0.30	0.41	28.56	36.83	27.07
万东医疗	600055	0.19	0.27	0.36	70.28	50.09	38.16
九安医疗	002432	0.19	0.29	0.41	58.29	38.78	27.00
平均					47.16	39.07	28.38

资料来源：Wind，宏源证券 以 6 月 15 日收盘价计算

根据预测，理邦仪器 2011、2012、2013 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.53 元、2.15 元，根据医疗器械上市公司的估值，我们给予公司“增持”投资评级，按照 2012 年每股收益 25 倍 PE 的估值，公司 6 个月的目标价为 38.25 元。相当于 2011 年预期业绩的 37.5 倍市盈率。按照理邦仪器 2011 年 6 月 17 日的收盘价 28.39 元，对应 2011—2013 年的市盈率分别为 28.13 倍、18.75 倍、13.34 倍。目前中小板的平均市盈率是 35 倍，创业板平均市盈率为 44 倍，公司的估值有一定的优势。

七、风险提示

公司的业绩不达预期的风险主要有

- 1、产品质量控制风险。
- 2、新产品研发风险。
- 3、人才流失及技术失密风险。
- 4、税收优惠政策风险。

此外，公司还有迈瑞医疗的起诉风险，深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司称 4 月 8 日、4 月 14 日分别向深圳市中级人民法院提起诉讼，称发行人生产的 M8、M9、M80、M50、M8A、M8B、M9A、M9B 病人监护仪及 DUS3、DUS3 VET、DUS6、DUS6 VET 超声影像设备侵权。公司自查认为没有侵权，且上诉所有产品的毛利额近三年占比均在 15% 以下，对公司经营业绩不会有实质影响。况且如败诉，公司三位实际控制人承诺承担损失，不对公司当期业绩有影响。但对公司品牌形象有影响。

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民大学硕士研究生, 13 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司: 滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、雷柏科技、理邦仪器等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。