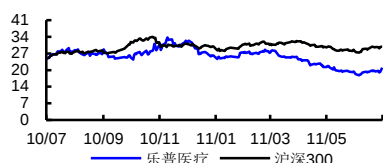


证券研究报告—深度报告
医药保健
医疗器械与服务
乐普医疗(300003)
推荐

目标价: 27.30 元 昨收盘: 21.29 元

2011年7月18日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	812.0/281.4
总市值 (百万元)	17,287.5/5,990.7
沪深300/深圳成指	2,820.17/12,506.94
12个月最高/最低 (元)	33.58/18.20

相关研究报告:
证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

首次覆盖

心血管介入器械龙头雏形初显

●无载体药物支架上市, 切割营销提升市场份额

无载体药物支架 (NanoTM) 具备有效性和安全性双重优势, 代表着介入治疗的新方向, 对安全性要求较高的患者, 具有不可替代性和绝对的优势。公司计划采用切割营销的方式进行推广。如果市场推广成功, 两年内公司有望占据30%~40%的市场份额, 并遥遥领先竞争对手。

●外延扩张构建心血管介入医疗器械航母

公司一直围绕心脏介入/植入领域, 进行新产品研发和外延性并购扩张。08年以来公司先后收购上海形状、卫金帆和思达医用, 10年参股泰明医学30.46%股权。至此公司在心血管介入器械的产品系列已基本齐全, 未来2~3年将进入内生性发展阶段。

●基础耗材具备增长潜力, 出口进入收获阶段

过去受到产能限制, 公司的基础耗材仅能满足自己需求。从今年开始募投产能将逐步释放, 预计未来基础耗材收入将达到2亿元。公司已在产品认证、渠道建设、国际市场宣传三方面做好开拓国际市场的准备, 11年起出口业务将进入收获阶段。

●风险提示

无载体药物支架推广低于预期; 政策性降价风险; 小非减持风险。

●合理价值在27.30~30.03元/股之间, 给予“推荐”评级

作为介入医疗器械的领先企业, 公司无论在产品储备还是营销能力方面都具有突出的优势。随着无载体药物支架的深入推广, 外延式扩张带来的收益增加以及基础耗材的出口放量, 未来2~3年公司有望超越竞争对手, 成为心血管介入器械的龙头企业。参考同类医疗器械企业的平均估值以及化学药龙头恒瑞医药的估值, 公司合理价值在27.30~30.03元, 当前股价处于明显的低估, 给予“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	565.20	770.10	1,040	1,382	1,836
(+/-%)	43.50%	36.25%	35.1%	32.9%	32.9%
净利润(百万元)	292.21	410.48	541	737	982
(+/-%)	45.11%	40.47%	31.9%	36.2%	33.2%
每股收益 (元)	0.72	0.51	0.67	0.91	1.21
EBIT Margin	58.74%		57.9%	59.4%	59.5%
净资产收益率 (ROE)	16.71%	19.87%	22.1%	24.9%	26.9%
市盈率 (PE)	29.58	42.12	31.9	23.5	17.6
EV/EBITDA	25.12		27.7	20.3	15.4
市净率 (PB)	4.94	8.37	7.07	5.84	4.74

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资摘要

估值与投资建议

预计 11-13 年每股盈利分别为 0.67、0.91 和 1.21 元，目前股价（21.29 元）对应动态市盈率分别是 32X、24X 和 18X。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 27.30~30.03 元/股。目前股价处于明显的低估，给予“推荐”评级。

核心假设或逻辑

（1）支架系统增长假设：无载体药物支架从 11 年 10 月份开始招标采购，11 年实现收入 0.29 亿元，12-13 年分别实现 2.79、6.63 亿元，药物洗脱支架逐步被无载体药物支架替代，11~13 年收入为 7.17、6.84 和 5.76 亿元，分叉支架 12 年起上市销售；（2）新产品推出以及配套耗材的国产化抵消支架终端价格下降对毛利率的影响；（3）基础耗材出口顺利，2 年内收入达到 2 亿元。

与市场预期的差异之处

市场认为支架市场的竞争格局稳定，公司不能抢占竞争对手的市场份额。我们认为无载体药物支架是革命性的产品，在安全性方面具有显著优势。只要无载体药物支架能够获得 2000 元以上的溢价，切割营销就能够顺利实施，公司的市场份额将逐年提升。

市场认为国内支架市场面临景气度下降风险。我们认为国内支架市场的潜力仍没有被充分发掘，尤其是市级以下的医院市场因为缺乏有经验医生而无法开展 PCI 手术。未来随着有经验医生的增加，二三线城市医院市场潜力将显现，支架市场的景气度将延续。

市场认为药物洗脱支架价格会大幅调整。我们认为历次发改委调价幅度都在 10~15%，今年降价幅度也会在 15% 左右。同时新产品推出以及配套耗材的国产化能够抵消终端价格的适当调整。

市场低估了基础耗材的市场潜力，我们认为随着募投项目的达产以及出口市场打开，基础耗材的市场潜力将显现，未来基础耗材有望占据支架系统收入的 10%~15%。

股价变化的催化因素

目前市场对无载体药物支架增长潜力存在较大怀疑，包括产品能否获得合理溢价以及切割营销成败与否。随着下半年招标定价启动，无载体药物支架能否取得合理溢价将逐见分晓。明年是切割营销最为关键的一年，如果无载体能够顺利抢占竞争对手市场，则市场对无载体药物支架增长的怀疑将彻底解决，公司估值水平也将提升。

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、若无载体药物支架不能顺利获得合理的溢价，将导致切割营销的效果低于预期；
- 2、国家发改委大幅调整支架系统价格；
- 3、基础耗材出口低于预期。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	3
图表目录	4
估值与投资建议	5
绝对估值法: 28.23 元/股	5
相对估值法: 27.30~30.03 元/股	6
给予“推荐”的投资评级	6
专注介入器械, 技术与销售实力并重	7
主攻心血管介入器械, 各子公司共享销售平台	7
支架系统支撑利润, 业绩增长多点开花	7
股东背景雄厚+技术领先+优秀营销平台	8
无载体药物支架上市, 切割营销提升市场份额	9
冠心病介入治疗的发展历程	9
药物洗脱支架 (DES) 带来的问题	10
无载体药物支架引领行业未来	10
切割营销提升市场份额	11
无载体药物支架面临的挑战	13
下层销售渠道, 发掘市场潜力	14
国内支架需求仍有较大的潜力	14
下沉销售渠道, 发掘潜力市场	15
外延扩张构建心血管介入医疗器械航母	15
丰富的产品储备使公司未来立于不败之地	15
外延扩张构建心血管介入器械航母	16
基础耗材具备潜力, 海外市场进入收获期	17
基础耗材具备增长潜力	17
出口突破, 进入收获阶段	17
超越竞争对手, 龙头企业雏形初显	18
盈利预测: 公司将实现持续快速增长	21
基本假设	21
敏感性分析	22
核心判断的主要风险	22
附表 1: 财务预测与估值	23
国信证券投资评级	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明	24

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	5
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	5
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	5
表 4: 同类 6 家医疗器械类上市公司以及恒瑞医药的 PE.....	6
图 1: 公司围绕心血管介入治疗搭建的产业平台	7
图 2: 2010 年分产品收入占比	7
图 3: 2010 年分产品毛利占比	7
表 5: 未来预计上市的非支架类产品.....	8
图 4: 公司药物支架的市场占有率变化	8
图 5: 2008 年药物支架系统市场的竞争格局.....	8
图 6: 欧洲、美国和中国 PCI 手术使用药物支架和裸支架比例	9
表 6: Nano 的临床对照设计	11
表 7: 试验组在停用氯吡格雷人群上明显多于对照组	11
表 8: 试验组在持续服用氯吡格雷时间上明显少于对照组	11
图 7: 历年强生、波士顿科学以及国产药物支架的零售终端价 单位: 万元/套	12
图 8: 使用无载体药物支架对不同患者节省的药物费用支出 单位: 元	12
图 9: 我国 PCI 手术病例变化趋势图 单位: 万例.....	14
图 10: 支架系统使用量变化情况 单位: 万套	14
表 9: 中国、日本和美国 PCI 手术比较.....	14
图 11: 公司目前开发的医院等级结构	15
图 12: 公司目前开发的医院地区结构.....	15
图 13: 公司支架系统的研发布局	15
图 14: 08~10 年公司封堵器收入和毛利	16
表 10: 基层耗材市场容量.....	17
表 11: 募投项目中涉及基础耗材项目的产能	17
表 12: 目前公司获得欧盟 CE 认证的产品汇总	18
表 13: 2009 年国内冠状动脉市场份额.....	18
表 14: 乐普医疗与微创医疗在规模以及销售实力上的对比.....	19
表 15: 乐普医疗与微创医疗产品线比较	19
图 15: 07~10 年微创医疗出口额 单位: 万元	20
图 16: 乐普医疗总收入及介入器械收入预测	20
图 17: 微创医疗总收入及介入器械收入预测	20
表 16: 分产品盈利预测表 (百万)	21
表 17: 无载体及药物洗脱价值价格对 12 年 EPS 的敏感性分析	22

估值与投资建议

绝对估值法：28.23 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现：1) 2011-2013 年，公司在新产品的推动下将获得 30% 以上的高速增长。2015 年之后收入规模扩大，业绩基数增加，增速下降至 30% 以下。2) 2016 年之后收入保持 15% 的稳定增长。3) 新产品共享销售及研发平台，管理费用增速低于收入增速。期间费用率呈下降趋势。2014 年之后，各项费用率保持稳定。4) 永续增长设为 2%。

估值的合理区间在 25.36 元~31.85 元之间，价值中枢为 28.23 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日：12/31	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
销售收入增长率	31.7%	43.5%	36.3%	35.1%	32.9%	32.9%	30.0%	25.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
销货成本 / 销售收入	21.4%	18.3%	17.1%	17.8%	16.8%	17.3%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%	13.1%
管理费用 / 销售收入	9.7%	9.8%	9.2%	9.3%	8.9%	8.4%	8.4%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
所得税税率	0.3%	11.8%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股利分配比例	23.6%	75.7%	20.4%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	60.0%	60.0%	60.0%	75.0%

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	15%
无风险利率	3.50%	Ke	10.48%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	17287	E/(D+E)	100%
债务总额(D)	0	D/(D+E)	0%
Kd	5.30%	WACC	10.48%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	9.5%	10.0%	10.48%	11.0%	11.5%
3.0%	36.58	33.44	30.73	28.38	26.32
2.5%	34.67	31.85	29.40	27.26	25.36
2.0%	33.03	30.47	28.23	26.26	24.50
1.5%	31.58	29.25	27.19	25.36	23.73
1.0%	30.31	28.16	26.26	24.56	23.03

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：27.30~30.03 元/股

我们选取医疗器械行业的上市公司作为相对估值比较标的。目前 7 家同类型 A 股上市公司 12 年 PE 平均值为 30X。考虑到未来 2~3 年公司具备成为国内心血管介入器械龙头的潜力，而且心血管介入器械具有高壁垒与高成长的优势，我们选取化学药龙头恒瑞医药 12 年 PE 作为参考，给予乐普医疗的价值区间为 27.3~30.03 元，相当于 11 年 PE41X~45X，12 年 PE30X~33X。

表 4: 同类 6 家医疗器械类上市公司以及恒瑞医药的 PE

公司名称	代码	股价	EPS			PE			PB	总市值(亿)
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E		
冠昊生物	300238	39.30	0.71	0.75	1.04	56	52	38	16.56	24.01
理邦仪器	300206	32.76	0.88	1.01	1.45	37	32	23	15.24	32.76
尚荣医疗	002551	33.33	0.75	0.80	1.33	44	42	25	14.89	41.00
鱼跃医疗	002223	27.58	0.39	0.61	0.87	71	45	32	12.94	112.78
九安医疗	002432	12.36	0.19	0.29	0.41	65	43	30	3.93	30.65
阳普医疗	300030	13.82	0.39	0.30	0.41	35	46	33	3.45	20.45
平均值						51	43	30	10	
恒瑞医药	600276	33.91	0.97	0.82	1.04	35	41	33	11.25	381.20

注：2011-2012 年盈利预测来自 wind 一致预期

资料来源：wind、国信证券经济研究所

给予“推荐”的投资评级

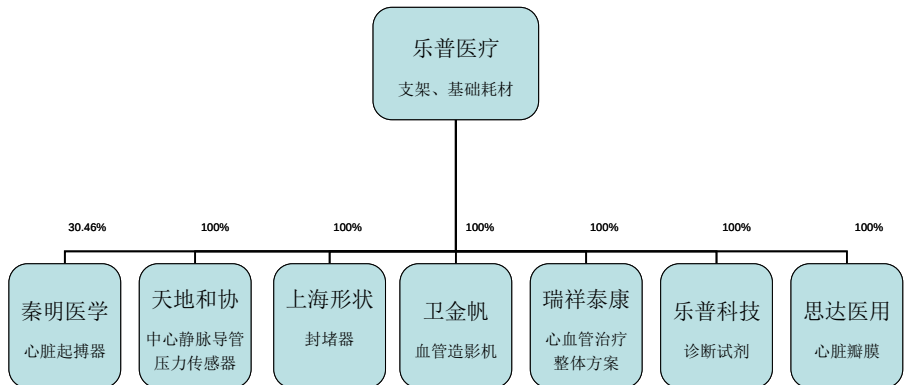
作为国内介入医疗器械的领先企业，公司无论在产品储备、营销能力方面都具有突出的优势。随着无载体药物支架的深入推广，外延式扩张带来的收益增加以及基础耗材的出口放量，未来 2~3 年公司有望超越竞争对手，成为心血管介入器械的龙头企业。参考医疗器械的平均估值和化学药龙头恒瑞医药的估值，公司合理价值在 27.30~30.03 元，当前股价处于明显的低估，给予“推荐”评级。

专注介入器械，技术与销售实力并重

主攻心血管介入器械，各子公司共享销售平台

公司是国内心血管介入医疗器械行业的领先企业，主要产品包括药物（雷帕霉素）洗脱支架系统、冠脉支架输送系统、PTCA 球囊扩张导管、封堵器、心脏瓣膜等。公司旗下控股 5 家全资子公司，参股一家公司（秦明医学，占 30.46%的股权）。各子公司虽然专注于介入器械的不同领域，但共享统一的销售平台。

图 1：公司围绕心血管介入治疗搭建的产业平台

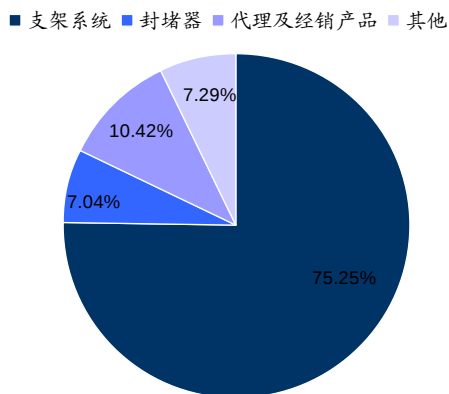


资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

支架系统支撑利润，业绩增长多点开花

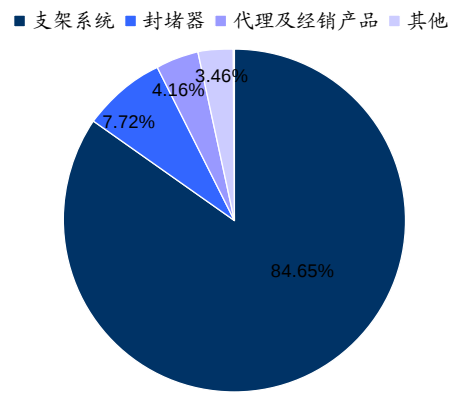
支架系统是公司目前收入和利润的主要来源，10 年公司支架系统占收入和毛利比例分别为 75.25%和 84.65%。封堵器占收入和毛利的 7.04%和 7.72%。代理经销产品主要是子公司卫金帆代理的血管造影机，毛利率只有 33.14%，因此毛利占比较低。

图 2：2010 年分产品收入占比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：2010 年分产品毛利占比



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

上海形状、卫金帆和思达医用是公司近年来收购的子公司，其产品尚未与公司本部的营销平台全部融合。随着营销整合的完成，心脏瓣膜、封堵器等其他介入类器械的增长潜力将逐步释放。同时，公司自主研发的电生理导管、心血管诊断试剂、生物介入瓣膜等新产品陆续上市，将为公司带来新的业绩增长点。

表 5: 未来预计上市的非支架类产品

产品类别	预计上市时间	市场规模
电生理导管	2011 年（自主产品）	4.8 亿
心血管诊断试剂	2011 年（自主产品）	4 亿
便携式彩超	2011 年（代理产品）	48.7 亿
介入生物瓣膜	2015 年（自主产品）	4.5 亿
左心耳封堵器	2014 年（自主产品）	

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

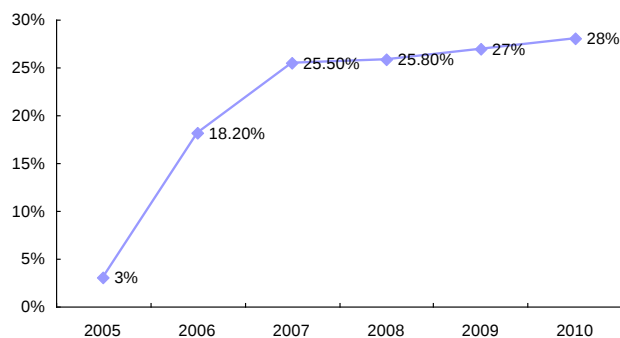
股东背景雄厚+技术领先+优秀营销平台

公司的实际人中船重工集团（合计持有 47.45%的股权）是国内规模最大的造船集团之一，其资金实力雄厚，为公司持续发展提供坚强的后盾。

公司总经理蒲忠杰先生拥有多年介入医疗器械的研发经验，并亲自主导公司的研发工作。经过多年的建设，公司已经形成 6 大技术工艺平台。这些技术平台为公司带来不断丰富产品线。

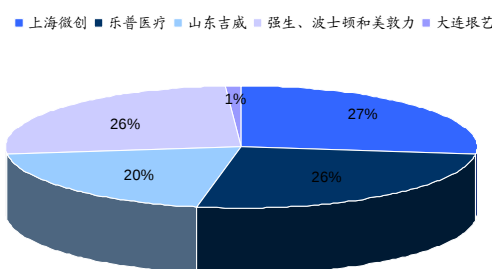
公司在支架系统的市场份额由 2005 年的不足 3%提升至 2010 年的近 28%。市场份额的逐年提升与公司优秀的营销平台密不可分。目前公司已经拥有超过 190 人自身培养成长的销售管理团队，覆盖 90%以上的 PCI 医院，旗下管理 160 家代理商，产品进入 887 家医院。

图 4: 公司药物支架的市场占有率变化



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所

图 5: 2008 年药物支架系统市场的竞争格局



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所

无载体药物支架上市，切割营销提升市场份额

冠心病介入治疗的发展历程

冠心病是心血管疾病中较常见的一种疾病，它是冠状动脉发生严重粥样硬化或痉挛，使冠状动脉狭窄或阻塞，形成血栓，造成管腔闭塞，导致心肌缺血缺氧或梗塞的一种心脏病，亦称缺血性心脏病，在临床上主要表现为心绞痛或心肌梗塞。

目前，冠心病的治疗方法主要有药物治疗、外科搭桥手术治疗和介入治疗三种方式。药物治疗是冠心病的基础疗法，它可以缓解心绞痛症状和稳定病情。外科搭桥手术是在开胸的情况下，用患者自己的一段静脉或动脉血管连接发生狭窄或闭塞的冠状动脉的两端，建立起可恢复冠脉血流通过的旁路。这种手术对病人创伤较大，病人需要较长时间恢复。介入治疗是近二三十年逐步发展起来的治疗冠心病的一种新的治疗方法，由于无需经过开胸手术，具有疗程缩短、创伤减小、疗效较显著的优势，是目前最主要的冠心病治疗方式。

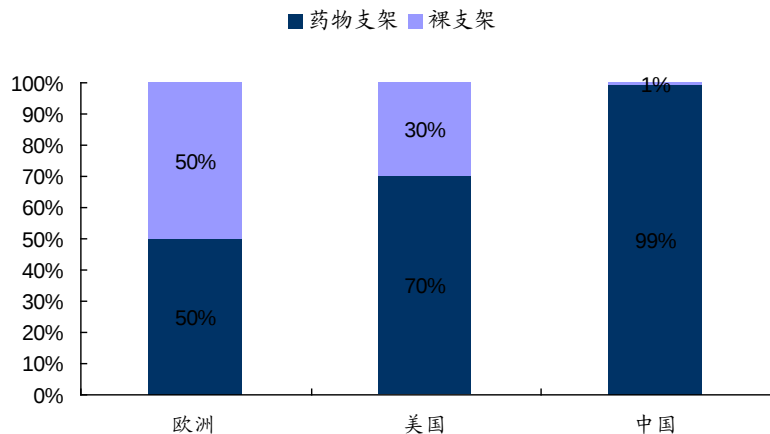
冠状动脉介入术（PCI）的发展经历了三个阶段：

球囊扩展时代（1977-1994）：利用球囊导管，对冠状动脉的狭窄病变进行机械扩张，使血流通畅，心肌供血改善，从而有效缓解临床症状，降低心肌梗塞的发病率。但该方法有其自身的限制性，其术后再次狭窄且闭塞的机率（再狭窄率）达到40%~50%。

金属裸支架（BMS）时代（1994-至今）：在经皮冠状动脉腔内成形术的基础上，置入一种由医用金属材料制成的支架，以防止血管弹性回缩和有效处理经皮冠状动脉腔内成形术中内膜撕裂、血管痉挛造成的血管闭塞等并发症，减少术后再狭窄的发生率。由于植入支架并不能消除血管内膜增生，该手术仍有20%~30%的再狭窄率。

药物洗脱支架（DES）时代（2002-至今）：选择生物相容性良好的聚合物和有效抗再狭窄药物涂覆在支架表面，抑制血管内平滑肌细胞增生，降低再狭窄发生的机率。2003年美国FDA批准药物洗脱支架应用于临床，其术后再狭窄发生率降为5%~10%。目前DES已经占据国内介入治疗的绝大多数，其使用比例超过95%，并远高于美国和欧洲。

图 6：欧洲、美国和中国 PCI 手术使用药物支架和裸支架比例



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

药物洗脱支架（DES）带来的问题

药物洗脱支架在非常有效抑制因裸支架而导致再狭窄的同时，也带来了新的安全上的隐患。由于药物需要通过一种高分子聚合物载体（Polymer）涂覆在支架表面，高分子聚合物的存在将引发一种叫做晚期血栓的并发症。尽管从目前的临床统计结果来看，这种晚期血栓的发生率只有 3%，但是这种并发症的死亡率却很高。

药物洗脱支架的缺陷给患者和医生带来 3 个新的问题：

- 1) 为降低远期血栓风险，病人需要接受长期（大于 12 个月）双药（氯吡格雷+阿司匹林）血小板治疗。长期血小板治疗既带来新的安全隐患又增加患者的负担。
- 2) 限制对安全性要求较高的患者对药物支架的使用，这部分患者将无法享受药物支架在有效性上的巨大效益。

这些对安全性要求较高的患者包括：

- 合并较多慢性病，多重用药的 70 岁以上患者；
 - 潜在出血风险的患者（如：消化性溃疡或颅内出血患者）；
 - 对双联抗血小板药物过敏的患者；
 - 依从性差的患者（临床证明：约有 30% 患者对硫酸氯吡格雷依从性较差）；
 - 对近期需要进行侵入性操作和外科手术，12 个月内必须间断双重抗血小板治疗的患者；
 - 对长期双重抗血小板治疗难以耐受的患者。
- 3) 在大量患者中，医生究竟选用药物支架还是裸支架存在两难格局，容易引起伦理方面的争议。

市场极其需要一种既具有药物洗脱支架的有效性又具备裸支架安全性的新一代支架。公司的无载体药物支架正是在此背景之下诞生。

无载体药物支架引领行业未来

公司研制的无载体药物支架（商品名 NanoTM）是兼具有效性和安全性的新一代支架系统。公司通过在裸支架表面产生纳米微孔的办法，将药物直接储存在纳米级的微孔中，通过纳米微孔的作用达到高分子材料在药物洗脱支架中所起的载药和缓释药物的功能，同时它克服了传统高分子材料可能引起的血管组织的过敏反应和慢性炎症反应，从而降低远期血栓发生的风险。

目前 NanoTM 已经完成临床试验，并顺利在国内上市。临床试验表明 NanoTM 与公司的药物洗脱支架（商品名 PartnerTM）在有效性方面无显著差异，即在有效性方面，无载体药物支架可以完全替代药物洗脱支架。

表 6: Nano 的临床对照设计

病例数	入选病例	6 个月 临床随访	6~8 个月 造影随访	12 个月 临床随访	24 个月 临床随访
Nano	143	143(100%)	96(67.1%)	143(100%)	132(92.3%)
Partner	147	147(100%)	94(63.9%)	147(100%)	136(92.5%)

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

在安全性方面，NanoTM 的优势主要体现在有效缩短患者服用氯吡格雷的时间，从而减少出血风险。

表 7: 试验组在停用氯吡格雷人群上明显多于对照组

停用时间	试验组 停用人群比率	对照组 停用人群比率	死亡和 MI 统计学差异 P 值
1 个月	0	0	-
3 个月	0	0	-
6 个月	14.17%	0	0.0000
12 个月	90.00%	59.06%	0.0000

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

表 8: 试验组在持续服用氯吡格雷时间上明显少于对照组

用药持续时间（月）	试验组	对照组
平均值	9.32±3.07	13.38±2.86
Min, Max	5.00, 26.00	8.00, 24.00

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

我们认为无载体药物支架（NanoTM）具备有效性和安全性的双重优势，代表着介入治疗的新方向。NanoTM 为医生提供了新的治疗手段，特别是对那些对安全性要求较高的患者，它提供了绝对的优势和不可替代性。

切割营销提升市场份额

根据针对患者人群的不同，公司对 NanoTM 和 PartnerTM 实行切割营销。在两年时间内，使 NanoTM 和 PartnerTM 共存与市场。向近 50% 的对安全性要求价高的患者，着重推广无载体药物支架，强调无载体在这些适应症中的绝对优势和不可替代。向其他患者方面，继续推荐 PartnerTM，与现有的载体药物支架进行竞争。在此阶段，NanoTM 抢占的是新增市场的份额，不会严重影响 PartnerTM 的销售。

如果切割营销成功，未来两年公司的市场份额将会迅速提升。理论上，公司可以占据支架系统 60% 的市场份额（100% 占有对安全性要求较高的市场 + 20% 占有另外 50% 的市场）。实际上，我们认为占据 30%~40% 的市场份额是较为合理的。

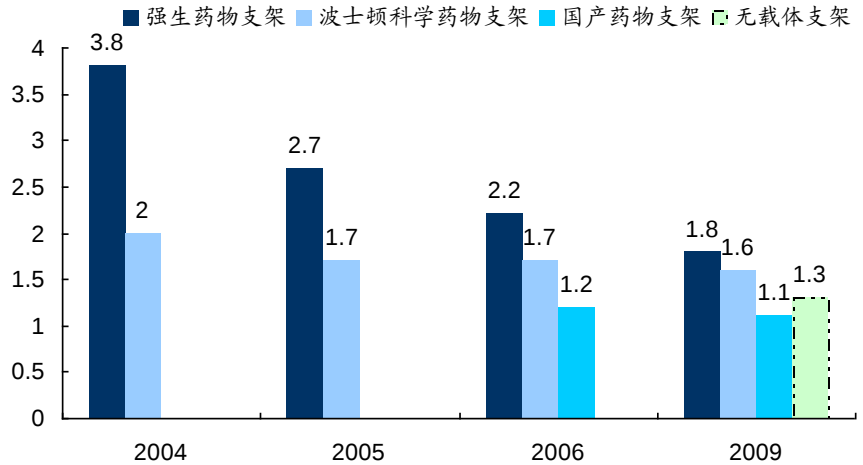
切割营销的核心是 NanoTM 和 PartnerTM 的差别。在销售运作上，NanoTM 的实际疗效和产品溢价是决定切割营销成败的关键。

在实际疗效方面，前期 200 多例临床结果已经显示 NanoTM 能明显缩短病人服用氯吡格雷的时间。参与临床试验的 19 家医院，对 NanoTM 的疗效也给予认可。为提供更加充足的临床依据，公司计划启动 2000 例的 IV 期临床试验，进一步验证

Nano™的安全性优势，并确认病人停止服用氯吡格雷的最佳时间。

在产品溢价方面，公司期待 Nano™较 Partner™溢价 2000 元以上。通过 2000 元以上的溢价，Nano™的价格水平能够与外资药物洗脱支架持平，起到抢占高端市场的作用，同时在短期内减少对 Partner™的替代作用。

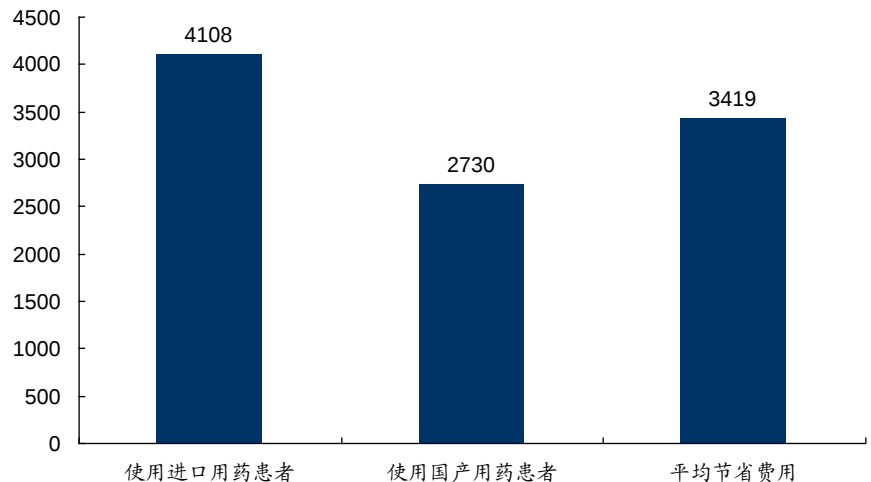
图 7：历年强生、波士顿科学以及国产药物支架的零售终端价 单位：万元/套



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

目前公司正在积极与行业专家以及各地方发改委进行沟通，为 Nano™招标确定合理的溢价。作为一家营销实力突出的企业，我们认为公司获得合理溢价的可能性较大。即使按照严格的卫生经济学方法去衡量，Nano™的定价优势依然明显。无载体药物支架能减少患者服用氯吡格雷半年以上的时间，平均每人减少药物支出 3419 元。如果无载体药物支架溢价 2000 元，患者仍可以节省近 1500 元。

图 8：使用无载体药物支架对不同患者节省的药物费用支出 单位：元



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

按照以往的规律，支架系统每 2 年招标定价一次。前一次招标时间为 08 年，按规律，10 年应该开始重新招标，但因为 09 版医保目录药品降价尚未完成，介入器械招标被后延。目前发改委已经在 3 月份完成第一次药品降价，预计 7-8 月份完成第二次药品降价，之后介入医疗器械的招标定价将开始。11 年下半年，无载体药物支架的终端价格将确定，在良好市场推广的基础上，无载体药物支架销售有望迅速放量。

无载体药物支架面临的挑战

虽然无载体药物支架已经顺利上市，但其市场推广仍面临新产品的威胁以及竞争对手的打压。首先是来自新产品的威胁，主要包括载体可降解支架和完全可降解支架。

山东吉威生产的 EXCEL™ 支架是国内主要的载体可降解支架，也是目前对无载体药物支架形成威胁的产品。为了应对该品种的竞争，公司已经研发出钴基合金涂层可降解支架。无论在支架材料还是载体的可降解性方面，钴基合金涂层可降解支架都具有一定优势。

完全可降解支架是未来支架发展的终极目标，其彻底解决远期的血栓风险。按照材料的不同可分为金属镁支架和生物高分子支架。雅培的完全生物可降解支架（BSV™）已经在欧洲上市，但进入国内市场预计还需要 2-3 年的时间，届时公司的完全可降解支架也接近上市阶段。

其他威胁主要来自竞争对手打压。Nano™ 上市必将抢占对手的市场，尤其是外资竞争对手的高端市场，因此竞争对手往往会对产品的技术先进性提出质疑，并在招标上制造障碍。Nano™ 要取得销售成功必须依靠 IV 期临床的有力支持以及学术上的大力推广。

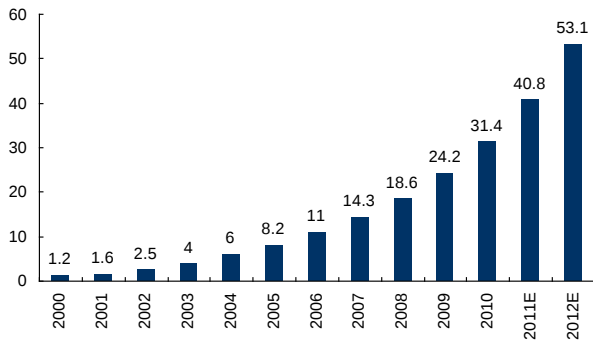
即使我们悲观预计 Nano™ 不能获得合理溢价，但其招标也不会低于 Partner™。Nano™ 仍可取代同类产品市场，并保障公司支架系统的毛利率稳定。

下层销售渠道，发掘市场潜力

国内支架需求仍有较大的潜力

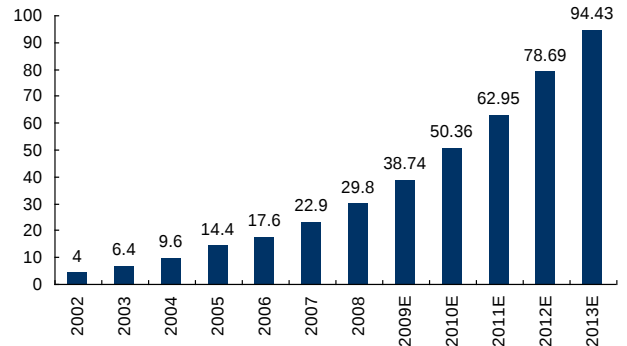
近年来，冠状动脉介入术（PCI）发展非常迅速。从 2000 年到 2008 年的 PCI 年均复合增长率高达 40%。如果按照 PCI 手术病例年均复合增长率 30%推算，我国 2012 年接受 PCI 手术的患者将达到 53.09 万例。按平均每例 PCI 手术使用 1.6 套支架系统计算，12 年我国支架系统理论需求量将达到 84.95 万套。未来 3~5 年支架系统仍将保持 20%以上的增速。

图 9：我国 PCI 手术病例变化趋势图 单位：万例



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所

图 10：支架系统使用量变化情况 单位：万套



资料来源：SFDA 南方所，国信证券经济研究所

我国是冠心病的高发国家，目前冠心病患者达到 2000 万人，每年新增患者人数超过一百万。据统计，07 年我国发生过心肌梗塞的病人有 320 万例，而 07 年我国完成的 PCI 病例仅有 14.3 万例左右，心脏搭桥手术约 1.8 万~2.0 万例。可见，近 95%的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗。对比美国与日本接受 PCI 手术的比例，中国支架系统的市场潜力仍非常巨大。

表 9：中国、日本和美国 PCI 手术比较

国家	PCI 例数 (万例)	人口数量 (亿)
美国	100-120	3
日本	28	1
中国	18	13

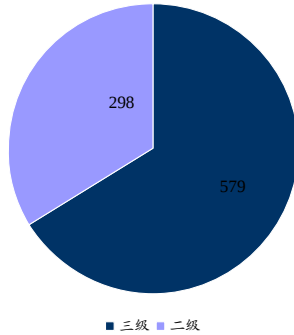
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

我国接受冠状动脉介入术（PCI）较少的原因，一是医保制度不健全，使用支架对患者来说经济负担较重；二是有经验的医生少。目前大部分 PCI 手术都集中在大城市的三甲医院，这不但加重了患者的医疗负担，而且增加了获得 PCI 手术的难度。未来，随着有经验医生增加以及政策放开，市级以下医院 PCI 手术将会迅速增长。

下沉销售渠道，发掘潜力市场

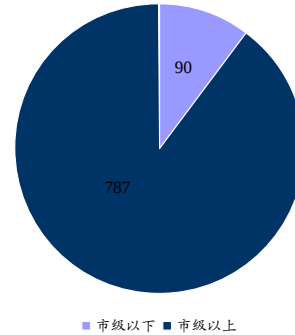
应对未来的潜在增量市场，公司已经逐步开展营销渠道的下沉，加强对市级以下医院的渗透。二级医院以及二三线城市医院是公司未来营销的重点。

图 11: 公司目前开发的医院等级结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 12: 公司目前开发的医院地区结构



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

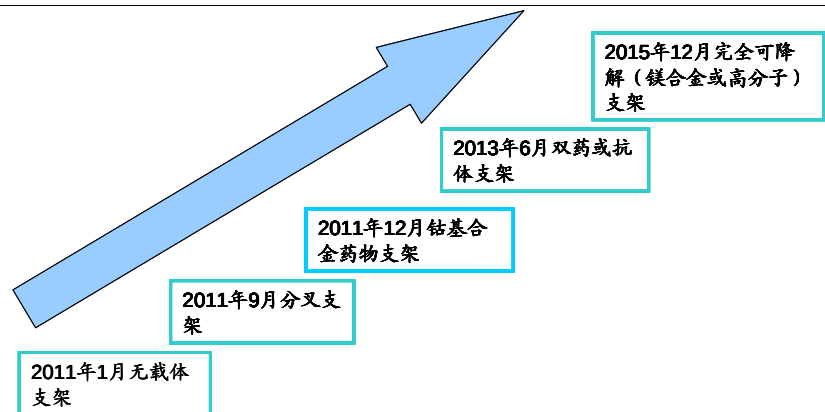
外延扩张构建心血管介入医疗器械航母

丰富的产品储备使公司未来立于不败之地

介入医疗器械市场技术更新迅速，新产品推陈出新。为应对激烈的市场竞争，公司上市前就开始新产品的研发布局。未来 5 年内，钴基合金涂层可降解支架与完全可降解（镁合金或高分子）支架等第三代支架将会陆续上市，保障公司能够应对竞争对手同类产品的竞争。

若审批顺利，分叉支架有望在 9 月份获得注册证书。分叉病变是心脏介入治疗的一大难题，且分叉病变约占手术治疗的 10%~20%。分叉支架通过开口设计与显影标记两大专利技术，解决分叉病变的难题。临床研究还表明，分叉支架可配合超长病变支架使用，可见分叉支架非常具有市场潜力。

图 13: 公司支架系统的研发布局



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

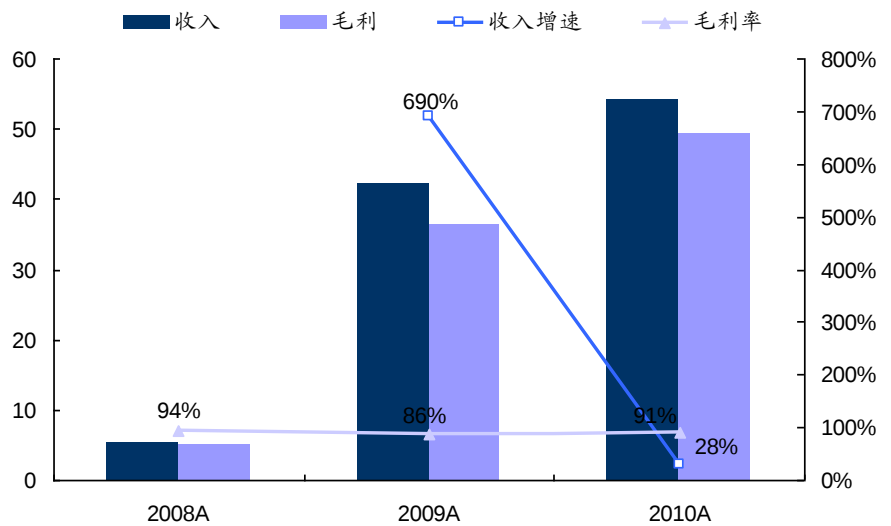
外延扩张构建心血管介入器械航母

公司一直围绕心脏介入领域，进行外延性并购扩张。08年以来公司先后收购上海形状、卫金帆和思达医用，增加封堵器、心血管造影诊断和心脏瓣膜等介入类产品。10年公司还参股秦民医学 30.46%的股权，成为心脏起搏器领域国内唯一拥有产品注册许可证的企业第二大股东。

通过外延式扩展，公司产品线由支架扩展到封堵器、心脏瓣膜、起搏器等多个心血管介入类产品。至此，公司心血管介入器械产品体系已经基本成型，后续工作重点将是各线产品的内生性发展。

公司通过对并购企业进行营销和研发的重新整合，提升其整体竞争力。08年，公司成功整合上海形状。借助公司完善的销售渠道，09年封堵器收入呈现爆发式增长。10年中期，卫生部开展在农村开展儿童白血病和先天性心脏病保障试点工作，先天性心脏病纳入新农合报销范围，最高报销比例 90%。预计从 11 年起，封堵器业务将保持快速增长。

图 14: 08~10 年公司封堵器收入和毛利



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

10 年末公司并购了北京思达医用。11 年思达医用预计实现净利润 1303 万元，今年开始将全部并入报表。公司还加强了思达的研发储备工作，介入生物瓣膜已进入动物试验阶段

参股企业秦明医学也从 11 年开始贡献投资收益，11 年预计实现净利润 1795 万元，贡献投资收益 547 万元。虽然秦明医学已经获得心脏起搏器的批文，但出于代理销售业务的考虑，目前还是没有上市推广。预计 2~3 年后，心脏起搏器正式上市，秦明医学的收入和利润将快速增长。

基础耗材具备潜力，海外市场进入收获期

基础耗材具备增长潜力

介入基础耗材是介入手术必备的配套产品，主要包括球囊导管、造影导管、导引导丝、介入配件等。由于单位附加值不及支架，国内企业对基础耗材投入较小，市场基本被美敦力等外资所占据。实际上基础耗材用量往往大于支架，体现在市场价值上，基础耗材与支架的比例应该在 3:7 左右。

表 10: 基层耗材市场容量

基础耗材	平均每次 PCI 消耗量	市场容量
PTCA 导丝	1.5 支	79.64 万支，约 8 亿元市场
鞘管	6 支	318.54 万支
造影导管	6 支	318.54 万支
球囊扩张导管	1.1 套	58.4 万套

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

由于产能不足以及销售上的限制，上市之前公司一直将重点放在支架系统上。随着今年募投项目的投产，基础耗材将逐步贡献利润。按照募投项目产能测算，基础耗材预计能新增 2 亿元左右的收入，约占未来支架系统收入的 10%~15%。

表 11: 募投项目中涉及基础耗材项目的产能

基础耗材	原有产能	达产后产能（万支）
造影导管	小批量	65
PTCA 球囊扩张导管	小批量	9
PTCA 导丝	小批量	12
鞘管	小批量	45

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

在销售方面，公司计划同时开拓国内与国外市场。考虑到国产基础耗材与进口产品差价较大，公司考虑开发新的代理商，以区分原来支架代理商，避免代理商选择性推广。

出口突破，进入收获阶段

与微创医疗相比，公司国际市场开拓进度相对较晚。2010 年微创医疗出口已有 5358 万元，占总收入的 7.5%，而公司出口收入才接近 1000 万元，占总收入比例不足 1.5%。未来公司在国际市场的发展潜力非常大。

自 09 年启动国际市场项目至今，公司已在产品注册、渠道建设和国际市场宣传三方面做好出口准备。

产品注册方面，公司共有 PTCA 球囊导管、中心静脉导管、鞘管等 14 项产品通过 CE 认证。14 种产品在 12 个国家的获得共 58 个注册证。

表 12: 目前公司获得欧盟 CE 认证的产品汇总

产品	产品类别	初次取证日期
PTCA 球囊扩张导管	III	2010 年
环柄注射器	II a	2010 年
多联三通包	II a	2010 年
一次性使用鞘管	II b	2010 年
一次性使用压力传感器	II	2010 年
桡动脉止血压迫器	II	2009 年
Y 型阀组件	II	2009 年
多联三通	II	2009 年

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

渠道建设方面，目前公司国外营销体系初步形成，共在 39 个国家建立了代理商销售体系。

国际市场宣传方面，公司通过参加国际上最具影响力的心血管学术研讨会和相关展览会，如欧洲 EuroPCR、美国 TCT 和拉美 SOLACI，使公司产品逐步得到了各国专家和医生的广泛认可。

随着公司药物支架、裸支架、封堵器、介入瓣膜等产品获得 CE 认证、国外营销网络的不断健全，公司海外市场拓展逐渐进入收获的阶段。10 年公司在渠道和宣传投入较大，出口业务收益并不明显。11 年开始市场投入将保持平稳，收益将开始显现。

超越竞争对手，龙头企业雏形初显

目前我国本土冠脉介入器械生产企业主要有微创医疗、乐普医疗、吉威医疗、大连垠艺等四家企业，其中微创医疗处于市场首位，乐普医疗紧随其后。

表 13: 2009 年国内冠状动脉市场份额

公司	在中国冠状动脉支架市场所占份额
微创医疗	25.10%
乐普医疗	20.50%
山东吉威	18.50%
强生	18.00%
美敦力	11%
波士顿科学	4.00%
大连垠艺	2.60%
其他	0.30%

资料来源：Frost，国信证券经济研究所

虽然在市场份额上，公司距离微创医疗有一定距离，但在规模和销售实力上两家实力相当。由于乐普医疗率先通过外延并购建立起齐全的心血管介入产品体系，并在新产品的研发上最先取得突破，未来2~3年乐普有可能赶超微创医疗。

表 14: 乐普医疗与微创医疗在规模以及销售实力上的对比

	乐普医疗	微创医疗
营业收入	07-10 年, 299、394、565、770 百万	07-09 年, 421、485、561、728 百万
支架业务收入 (2010)	580 百万	628 百万
毛利率	07-10 年, 75%上升到 82.92%	07-09 年, 86.51%左右
净利润	07-10 年, 150、201、292、411 百万	07-09 年, 102、178、186、240 百万
净利润率	51% (研发支出比例低, 管理和销售费用控制较好)	33%
期间费用	25%左右, 研发费用占比 5%左右	40%左右, 尤其研发费用占比达 15%
市场占有率 (2009)	24%	29%
销售人员	162 人左右	150 人左右
技术人员	125 人左右	160 人左右
人员总计	953 人左右	1204 人左右
营销体系	依靠经销商开拓渠道, 公司提供技术支持和监督	相同
独立经销商	150 家左右	125 家左右
海外销售	开发中	收入 10%左右
支架价格	相当, 为外资的一半左右	相当, 为外资的一半左右

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

在发展路径上, 微创医疗更注重技术的共通性, 大量研发支出用于支架产品的延伸, 支架产品线由冠脉支架延伸向颅脑支架、外周支架, 同时也自主开发了消融导管、骨科器械等产品。乐普医疗则更主要的销售渠道的共通性, 并围绕心血管介入器械进行横向并购。目前乐普医疗已经初步构建起从冠状动脉支架到心脏起搏器的全部心血管介入器械产品线。

在支架系统研发上, 微创医疗选择载体可降解支架作为方向, 目前产品 (Firehawk™) 仍在临床阶段。乐普医疗则选择了无载体支架作为方向, 目前产品 (Nano™) 已经获得批文, 并在部分医院上市。

表 15: 乐普医疗与微创医疗产品线比较

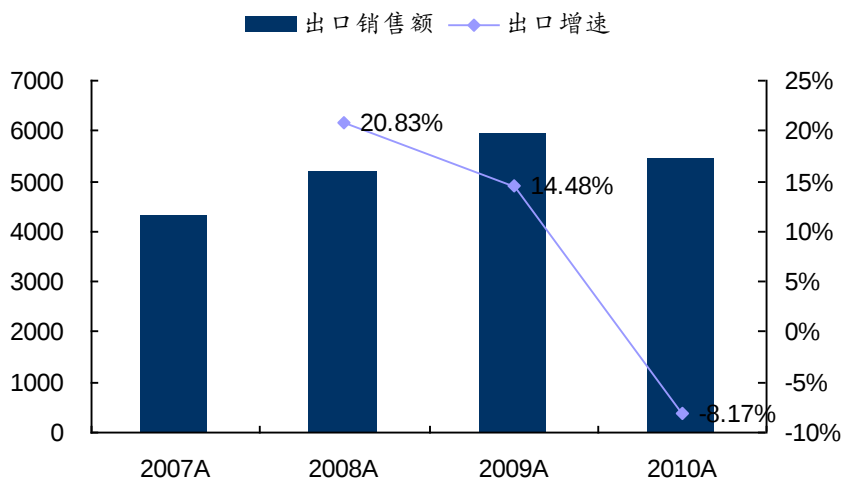
产品系列	乐普医疗		微创医疗	
	产品名称	10 年收入规模及比重	产品名称	10 年收入规模及比重
冠状动脉支架系统	Partner 药物洗脱支架	5.80 亿元, 78%	Firebird 2 钴铬合金药物支架系统	6.28 亿元, 86.23%
	Nano 无载体药物洗脱支架		Firebird (不锈钢) 药物支架系统	
	裸金属支架		裸金属支架	
其他冠脉介入器械	封堵器、心脏瓣膜、心脏起搏器 (泰明医学)、冠状动脉扩张用支架输送系统、PTCA 球囊扩张导管、挠动脉压迫止血器、一次性使用动脉止血压迫器、造影导管 (冠脉造影)、导引导丝、鞘管	5419 万元, 7.04%	-	
其他支架	-		Cronus 术中覆膜支架系统、Crownus 外周支架系统、Apollo 颅内动脉支架系统、胸、腹腔段大动脉覆膜支架系统、	4652 万元, 6.4%
其他器械	代理产品 (冠脉造影仪) 及其他	1.36 亿元, 17.72%	糖尿病器械 (收购获得) --LaFenice 胰岛素泵、电生理器械--FireMagic 消融导管、Aether 远端保护器	3845 万元, 5%
在临床或研发产品	分叉药物支架、钴基可降解药物支架、完全可降解支架、双药物支架、周边小血管支架、心脏瓣膜、非对称和偏心型封堵器、介入生物瓣膜、电生理导管、左心耳封堵器		第三代可降解药物支架 Firehawk (预计 13 年上市)、电生理诊断导管 EasyFinder、颈动脉支架、颅动脉支架、二代胰岛素泵、颈椎病骨科器械、Firebird2 加长支架、动脉覆膜支架、新一代胸腔段/腹腔段支架	

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

从 11 年起，随着无载体药物支架的招标启动，公司在支架系统的竞争力提升，市场份额有望超于微创医疗。公司的渠道共性优势也将开始体现，北京思达、秦明医学与公司的渠道整合后，心脏瓣膜、封堵器等其他心血管介入器械将加速发展。微创医疗后续缺乏强势的心血管介入品种，支架销售增速可能放慢，而消融导管、胰岛素泵实现快速增长的时机尚未成熟。未来 2~3 年，乐普医疗在心血管介入器械领域的市场地位有望超越微创医疗。

出口方面，因为产品降价，微创医疗 10 年出口有所回落。乐普医疗外销体系逐步完善，11 年出口销售额有望实现质的飞跃，与微创医疗的差距也将缩小。

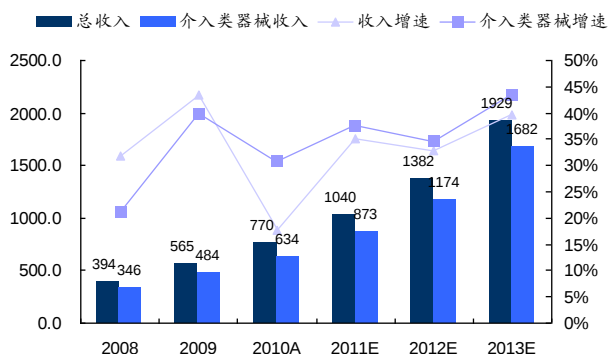
图 15: 07~10 年微创医疗出口额 单位: 万元



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

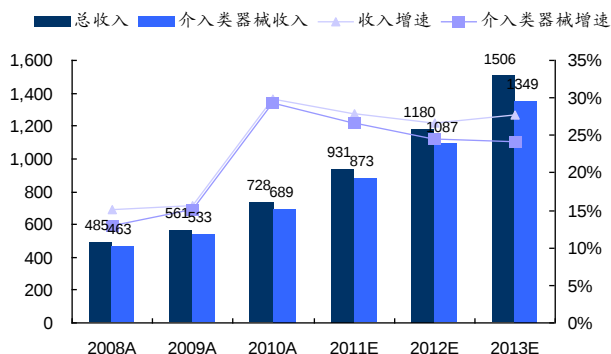
我们认为，在未来的 2~3 年内，随着公司心血管介入器械的产品体系的完善、内销和出口全面赶超竞争对手，公司有望成为国内心血管介入器械的龙头企业。

图 16: 乐普医疗总收入及介入器械收入预测



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 17: 微创医疗总收入及介入器械收入预测



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

盈利预测：公司将实现持续快速增长

基本假设

按照切割营销的思路，我们假设 11 年药物洗脱支架系统保持平稳增长，收入增长 24%，11 年因为招标降价，同时市场被无载体支架替代，销售下降 10%。12 年市场继续为无载体支架所替代，销售下降 10%；无载体药物支架终端获得 2000 元溢价，从 11 年四季度开始销售，全年实现收入 2900 万元，12-13 年进入快速市场替代阶段，增速分别为 850%和 138%。分叉支架从 12 年开始上市，由于是面向的空白市场，预计增长将非常迅速，12-13 年收入分别为 3000 万和 9700 万；其他产品方面，基础耗材出口顺利，2 年内达到 2 亿；封堵器、代理产品和心脏瓣膜保持稳定增长。根据这些假设，我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.67、0.91 和 1.21 元。

表 16: 分产品盈利预测表 (百万)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1. 支架系统总和						
收入	340.9	441.7	579.5	746.5	993.4	1335.6
收入增长率	19.3%	29.6%	31.2%	28.8%	33.1%	34.4%
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.46%	93.90%	93.71%
1.1 药物洗脱支架材						
收入	340.9	441.7	579.5	717.1	684.1	575.7
收入增长率	19%	30%	31%	24%	-5%	-16%
销量 (万套)	8.20	12.02	16.00	20.00	21.20	18.02
单价 (万/套)	0.42	0.37	0.36	0.36	0.32	0.32
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.40%	93.40%	92.00%
1.2 无载体药物支架						
收入				29	279	663
收入增长率					850%	138%
销量 (万套)				0.60	6.00	15.00
单价 (万/套)				0.49	0.47	0.44
毛利率				95%	95%	95%
1.3 分叉支架						
收入					30	97
收入增长率						222%
毛利率					95%	95%
2. 代理及经销产品						
收入	36.9	63.6	80.3	102.7	133.6	160.3
收入增长率	1601.4%	72.3%	26.2%	28.0%	30.0%	20.0%
毛利率	16.2%	27.0%	33.1%	33.0%	33.0%	33.0%
3. 封堵器						
收入	5.4	42.4	54.2	69.0	88.0	107.7
收入增长率	0.0%	690.1%	28.0%	27.4%	27.4%	22.5%
毛利率	93.6%	86.1%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%
4. 心脏瓣膜						
收入				27.2	32.6	39.1
收入增长率					19.8%	19.8%
毛利率				84.6%	84.6%	84.6%
5. 基础耗材						
收入				30.0	60.0	200.0
收入增长率					100.0%	233.3%
毛利率				50.0%	65.0%	65.0%
6. 其他						
收入	10.7	17.6	56.2	64.6	74.3	85.4
收入增长率	-3.0%	64.6%	219.1%	15.0%	15.0%	15.0%

毛利率	25.9%	32.5%	39.4%	35.0%	35.0%	35.0%
收入合计	393.9	565.2	770.1	1040.1	1381.8	1929.1
收入增长率	31.7%	43.5%	17.8%	35.1%	32.9%	39.6%
毛利率	78.6%	81.7%	82.9%	82.2%	83.2%	82.7%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

敏感性分析

考虑到招标定价对无载体支架和药物洗脱支架都有影响，我们对 12 年无载体药物支架和药物洗脱支架降价对业绩的影响进行敏感性分析。当药物洗脱支架降价幅度在 10%~14% 时，EPS 波动范围在 0.91~0.89 之间，由此可见只要按照以往规律正常幅度降价，对业绩的影响将非常有限。

表 17：无载体及药物洗脱价值价格对 12 年 EPS 的敏感性分析

注：无载体支架 11 年基础价格为 4900 元/套，药物洗脱支架 11 年基础价格为 3600 元/套

EPS			药物洗脱支架的定价区间及降价幅度						
			0.34	0.33	0.32	0.32	0.31	0.30	0.29
			-6%	-8%	-10%	-12%	-14%	-16%	-18%
无载体 药物 支架 定价 区间 及 降 价 幅 度	0.56	15%	0.98	0.96	0.95	0.94	0.93	0.92	0.91
	0.54	10%	0.96	0.95	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90
	0.51	5%	0.95	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90	0.88
	0.49	0%	0.94	0.93	0.92	0.91	0.90	0.88	0.87
	0.47	-5%	0.93	0.92	0.91	0.90	0.89	0.87	0.86
	0.44	-10%	0.92	0.91	0.90	0.89	0.87	0.86	0.85
	0.42	-15%	0.91	0.90	0.89	0.87	0.86	0.85	0.84
	0.39	-20%	0.90	0.89	0.87	0.86	0.85	0.84	0.83
	0.37	-25%	0.89	0.87	0.86	0.85	0.84	0.83	0.82
	0.34	-30%	0.87	0.86	0.85	0.84	0.83	0.82	0.81

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、如果无载体药物支架不能获得合理溢价，公司市场份额的提升将低于预期；
- 2、发改委大幅整药物支架终端价格，支架系统业务的毛利率将下降；
- 3、分叉支架获批时间延迟，2012 年不能顺利贡献利润；

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1214	1632	2002	2533	营业收入	770	1040	1382	1836
应收款项	185	85	114	151	营业成本	132	185	232	318
存货净额	102	128	154	213	营业税金及附加	2	3	4	5
其他流动资产	73	75	100	133	销售费用	114	153	202	266
流动资产合计	1574	1921	2369	3030	管理费用	73	97	123	154
固定资产	389	505	637	757	财务费用	(23)	(17)	(22)	(27)
无形资产及其他	4	4	4	3	投资收益	0	5	7	11
投资性房地产	260	260	260	260	资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	(40)	(40)	(40)	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2227	2649	3229	4011	营业利润	469	622	848	1129
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	营业外净收支	3	0	0	0
应付款项	33	33	40	55	利润总额	473	622	848	1129
其他流动负债	117	141	178	236	所得税费用	62	81	110	147
流动负债合计	150	174	217	291	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	410	541	737	982
其他长期负债	10	30	50	70					
长期负债合计	10	30	50	70	现金流量表 (百万元)				
负债合计	160	204	267	362		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	0	0	0	1	净利润	410	541	737	982
股东权益	2066	2445	2961	3648	资产减值准备	3	4	2	2
负债和股东权益总计	2227	2649	3229	4011	折旧摊销	17	28	44	56
					公允价值变动损失	3	2	2	2
					财务费用	(23)	(17)	(22)	(27)
					营运资本变动	(228)	119	(13)	(34)
					其它	(3)	(4)	(2)	(2)
					经营活动现金流	202	691	770	1006
					资本开支	(131)	(150)	(180)	(180)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(120)	(110)	(180)	(180)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(84)	(162)	(221)	(295)
					其它融资现金流	31	0	0	0
					融资活动现金流	(137)	(162)	(221)	(295)
					现金净变动	(55)	419	369	531
					货币资金的期初余额	1269	1214	1632	2002
					货币资金的期末余额	1214	1632	2002	2533
					企业自由现金流	48	522	565	792
					权益自由现金流	79	536	584	816

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.51	0.67	0.91	1.21
每股红利	0.10	0.20	0.27	0.36
每股净资产	2.54	3.01	3.65	4.49
ROIC	20%	25%	34%	42%
ROE	20%	22%	25%	27%
毛利率	83%	82%	83%	83%
EBIT Margin	58%	58%	59%	60%
EBITDA Margin	60%	61%	63%	63%
收入增长	36%	35%	33%	33%
净利润增长率	40%	32%	36%	33%
资产负债率	7%	8%	8%	9%
息率	0.5%	0.9%	1.3%	1.7%
P/E	42.1	31.9	23.5	17.6
P/B	8.4	7.1	5.8	4.7
EV/EBITDA	37.5	27.7	20.3	15.4

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323	胡博新	0755-82133263
				刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏		袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn