

乐普医疗 (300003)

支架增速放缓，上半年业绩略低于预期

——公司中报点评

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
编号 S0880511010019

本报告导读：

11 年中报业绩略低于预期，支架增速开始放缓，下调盈利预测，预计 11/12 年 eps 为 0.66、0.84 元，谨慎增持。

投资要点：

2011 年中报略低于市场预期：主营收入为 4.69 亿元，同比上升 22.6%；净利润 2.63 亿元，同比增长 25.9%；扣非后净利润同比增长 25.4%。EPS 0.32 元。每股经营性现金流 0.18 元。二季度增速放缓，单季度收入、净利润增速分别为 17.2%、20.7%。

主导产品支架系统增速放缓：支架系统实现销售收入 3.52 亿元，同比增长 17.3%，增速有所放缓。新产品无载体药物支架有望在下半年进入地方招标，开始贡献利润。封堵器继续保持稳定增长，上半年实现收入 3350 万元，同比增长 27.96%，主要受益于农村儿童先天性心脏病保障计划政策推动。其他产品中：心脏瓣膜实现收入 1,239 万元，同比增长 13.8%。造影机销售收入达到 985.05 万元，同比增长 114.1%。此外公司还获得了心脏型脂肪酸结合蛋白试纸、心肌肌钙蛋白 I 检测试纸和超敏 C-反应蛋白检测试纸等三个产品注册证。

研发投入比重增加，期间费用控制较好：在原材料成本上涨的压力下，公司产品毛利率 83.7%，比去年降低了 0.7 个百分点。公司上半年研发投入 3,266 万元，占收入比重达到 7%，同比增长达到 67%，但期间费用整体控制出色，同比下降 1.9 个百分点，管理费用率、销售费用率均有所下降。

积极拓展海外出口：公司取得 PTA 球囊导管、无针接头等四个产品 CE 认证，累计共获得 15 个产品 CE 认证；目前公司已在 40 个国家建立了代理销售体系，销售额同比增长 321.78%。

投资建议：公司未来的增长点仍在于心血管介入领域的扩张，而基础耗材、海外出口等带来的增量空间也值得期待。由于药物洗脱载体增速放缓，短期内无载体支架上市的不确定性，我们下调 2011~2013 年 EPS 分别至 0.66、0.84、1.05 元，同比增长 32%、26%、26%，谨慎增持。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	565	770	1,070	1,366	1,728
(+/-)%	43.5%	36.3%	38.9%	27.7%	26.5%
经营利润 (EBIT)	321	447	604	760	956
(+/-)%	63.9%	39.0%	35.2%	25.9%	25.7%
净利润	292	410	540	679	853
(+/-)%	45.1%	40.5%	31.5%	25.8%	25.5%
每股净收益 (元)	0.36	0.51	0.66	0.84	1.05
每股股利 (元)	0.25	-	0.20	0.25	0.32

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	56.9%	58.0%	56.4%	55.6%	55.3%
净资产收益率 (%)	16.7%	19.9%	20.7%	21.7%	22.6%
投入资本回报率 (%)	64.2%	51.8%	60.5%	62.7%	68.2%
EV/EBITDA	64.7	46.8	34.9	27.6	21.9
市盈率	78.3	55.7	42.4	33.7	26.8
股息率 (%)	0.9%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：谨慎增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：22.00

上次预测：28.40

当前价格：18.98

2011.08.15

交易数据

52 周内股价区间 (元)	16.91-34.24
总市值 (百万元)	15,412
总股本/流通 A 股 (百万股)	812/281
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	35%
日均成交量 (百万股)	2
日均成交值 (百万元)	45

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,131
每股净资产	2.62
市净率	7.2
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.13	0.17
Q2	0.12	0.15
Q3	0.12	0.16
Q4	0.14	0.18
全年	0.51	0.66

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-12%	-31%
相对指数	3%	-8%	-38%

相关报告

《支架销售平稳，挖掘心血管介入市场潜	2011.04.27
《发展战略清晰，新品带来持续增长空间》	2011.04.15
《业绩增长平稳，新品上市是亮点》	2011.03.18
《支架销售撬动业绩增长》	2010.10.29
《产品 CE 认证通过，海外拓展取得突破》	2010.09.15

模型更新时间: 2011.08.13

股票研究

必需消费

医药

乐普医疗 (300003)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 22.00

上次预测: 28.40

当前价格: 18.98

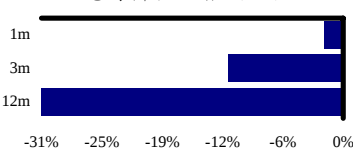
公司网址

www.lepumedical.com

公司简介

公司是一家专业从事冠脉支架、PTCA球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产和销售的企业,国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的为数较少的企业之一。自成立以来,相继完成了支架、导管等多项介入医疗核心产品的研制开发和产业化工作,在业内第一个获得国家药监局颁发的“冠状动脉支架输送系统”产品注册证(III类)、第一个研发并试制成功抗感染“药物中心静脉导管”。拥有国家专利20余项,拥有国家食品与药品监督管理局颁发的III类医疗器械产品注册证。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.91-34.24

市值 (百万)

15,412

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

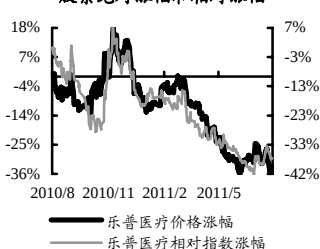
EV/EBITDA

P/S

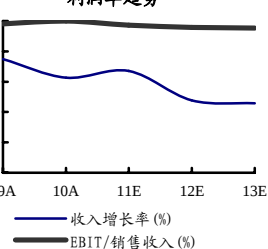
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	565	770	1,070	1,366	1,728
营业成本	103	132	203	270	347
税金及附加	1	2	3	4	5
营业费用	82	114	158	202	256
管理费用	58	73	102	130	164
EBIT	321	447	604	760	956
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-6	-23	-32	-39	-48
营业利润	327	469	635	800	1,004
所得税	39	62	95	120	151
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	292	410	540	679	853
货币资金、交易性金融资产	1,269	1,214	1,602	1,905	2,364
其他流动资产	236	360	457	594	755
长期投资	11	0	0	0	0
固定资产合计	106	177	383	519	598
无形及其他资产	53	183	50	47	43
资产合计	1,855	2,227	2,696	3,227	3,893
流动负债	95	150	85	99	116
长期负债	4	10	4	4	4
股东权益	1,756	2,066	2,606	3,124	3,773
投入资本(IC)	500	862	998	1,212	1,402
NOPLAT	283	388	513	646	812
折旧与摊销	13	17	16	26	33
流动资金增量	86	38	163	122	145
资本支出	77	116	140	120	80
自由现金流	460	559	833	914	1,070
经营现金流	230	305	378	544	693
投资现金流	(85)	(256)	(4)	(120)	(80)
融资现金流	1,172	(82)	14	(123)	(156)
现金流净增加额	1,317	(33)	388	302	457
收入增长率	43.5%	36.3%	38.9%	27.7%	26.5%
EBIT 增长率	63.9%	39.0%	35.2%	25.9%	25.7%
净利润增长率	45.1%	40.5%	31.5%	25.8%	25.5%
利润率					
毛利率	81.7%	82.9%	81.0%	80.2%	79.9%
EBIT 率	56.9%	58.0%	56.4%	55.6%	55.3%
净利率	51.7%	53.3%	50.5%	49.7%	49.4%
净资产收益率(ROE)	16.7%	19.9%	20.7%	21.7%	22.6%
总资产收益率(ROA)	15.8%	18.4%	20.0%	21.1%	21.9%
投入资本回报率(ROIC)	64.2%	51.8%	60.5%	62.7%	68.2%
存货周转天数	234	248	217	221	224
应收账款周转天数	61	65	64	64	64
总资产周转天数	785	954	828	780	742
净利润现金含量	0.79	0.74	0.70	0.80	0.81
资本支出/收入	13.60%	15.04%	13.08%	8.78%	4.63%
资产负债率	5.3%	7.2%	3.3%	3.2%	3.1%
净负债率	-70.8%	-58.7%	-61.5%	-61.0%	-62.6%
PE	78.3	55.7	42.4	33.7	26.8
PB	13.1	11.1	8.8	7.3	6.1
EV/EBITDA	64.7	46.8	34.9	27.6	21.9
P/S	20.24	29.71	21.39	16.75	13.24
股息率	0.9%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%

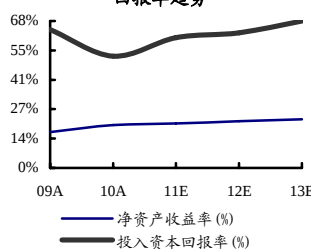
股票绝对涨幅和相对涨幅



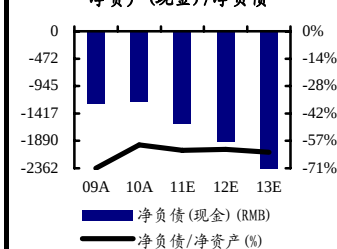
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



作者简介:**易镜明:**

执业资格证书编号: S0880511010019

电话: 021-38676779

邮箱: yijingming@gtjas.com

医学博士, 2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110110074

电话: 021-38674750

邮箱: zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理, 复旦大学硕士, 2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究, 负责化学药、商业、器械等子行业, CPA。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		