

分析师：	乔洋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120007
联系人：	邹朋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn		

收入恢复高增长，海外业务增长成为亮点

事件描述

阳普医疗今日发布 2011 年半年报，其主要内容为：

2011 年上半年公司实现营业收入 9,808.14 万元，同比增长 55.22%；实现归属上市公司股东净利润 1,620.03 万元，同比增长 94.73%；扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为 1,142.43 万元，同比增长 16.49%；报告期内，公司摊薄后基本每股收益为 0.11 元/股。

事件评论

第一， 收入恢复高增长，销售费用大幅提高减缓营业利润增速

在经历了去年厂区搬迁、员工流失导致的产能下降以后，公司产能基本已经恢复，收入恢复了高增长。2011 年上半年公司实现营业收入 9,808.14 万元，同比增长 55.22%；实现归属上市公司股东净利润 1,620.03 万元，同比增长 94.73%；扣除非经常性损益后归属上市公司股东的净利润为 1,142.43 万元，同比增长 16.49%。同时，报告期内公司非经常性损益为 477.61 万元，这也是归属上市股东净利润大幅增长的主要原因。

公司扣非后利润增速大大低于营业收入的主要原因是报告期内销售费用大幅提高，上半年公司销售费用共计 1,714.15 万元，同比增长 88.22%，主要是由于公司拓展营销网络，在华北地区打造环渤海湾市场，同时进军海外市场增加了营销费用，我们认为营销费用的大幅提高是短期行为，长期来看营销网络的拓展有利于公司业务长远发展。

第二， 海外业务增长迅速，未来将成为公司主要增长点之一

报告期内公司在海外市场实现营业收入 3,965.34 万元，同比增长 57.39%，增速加快。去年由于公司厂房搬迁导致产能严重不足，公司只能有限保障海外大客户的订单，因此海外市场业务受到一定压制，现在恢复高增长是公司产品增速的真实反映。公司血清分离胶促凝剂采血管于 2010 年 8 月获得 FDA 认证，该产品是公司真空采血管业务中最为主要的产品，经过前期的学术推广，该产品在北美的销售也有望成为公司新的增长点。

第三， 公司产品逐步多元化，未来盈利点有望多元化

报告期内公司真空采血管业务收入占比为 69.67%，比重仍然较大，但是公司在积极推进多元化战略，力争实现公司盈利模式的多元化。前公司已经自主成功研发、生产和试销微生物拭子、体外诊断试剂、压脉带、全自动真空采血管脱盖机等临床检验实验室与临床护理领域系列产品。去年年底，公司完成了对杭州龙鑫的收购和增资，进军尿液检测领域。同时，公司还利用超募资金设立了广州瑞达医疗器械有限公司，代理知名品牌仪器在国内的销售，为公司增加收入的同时，也可以锻炼销售队伍，掌控渠道。

第四， 预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.46 元，维持公司的“谨慎推荐”评级

公司在真空采血管领域拥有自己的核心技术，具有较强的竞争力。管理层对于公司的发展有着清晰的思路，外源式的发展路径使得公司的盈利模式更加多元化，随着公司主打产品在北美市场的逐步推广，海外业务将会推动公司成长。预计阳普医疗 2011-2012 年 EPS 分别为 0.32 元和 0.46 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	166	290	423	612	货币资金	387	356	395	462
营业成本	92	156	227	329	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	74	134	196	283	应收账款	56	87	127	184
% 营业收入	44.6%	46.1%	46.4%	46.2%	存货	25	43	62	81
营业税金及附加	0	1	1	1	预付账款	26	44	63	92
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	22	35	51	70	流动资产合计	495	531	649	821
% 营业收入	13.0%	12.0%	12.0%	11.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	29	44	64	92	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	17.7%	15.0%	15.0%	15.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-5	-1	-1	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-3.2%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	144	199	197	194
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	9	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	28	56	82	121	其他非流动资产	3	6	9	13
% 营业收入	16.7%	19.4%	19.5%	19.8%	资产总计	651	744	864	1036
营业外收支	6	4	4	4	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	33	60	86	125	应付款项	48	80	116	168
% 营业收入	20.2%	20.6%	20.3%	20.4%	预收账款	2	3	4	6
所得税费用	4	8	11	17	应付职工薪酬	0	0	0	1
净利润	29	52	74	108	应交税费	2	3	4	6
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	4
的净利润	29.0	47.1	68.0	99.3	流动负债合计	53	88	128	185
少数股东损益	0	5	6	9	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.20	0.32	0.46	0.67	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	6	12	17	23
经营活动现金流净额	29	40	61	92	负债合计	59	100	146	209
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	593	640	708	807
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	5	11	20
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	593	644	719	827
固定资产投资	-71	-73	-24	-26	负债及股东权益	651	744	864	1036
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-71	-73	-24	-26		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.196	0.318	0.460	0.671
股权融资	0	0	0	0	BVPS	8.01	8.64	4.78	5.45
银行贷款增加（减少）	-40	0	0	0	PE	257.95	159.10	110.05	75.40
筹资成本	0	1	1	2	PEG	5.09	3.14	2.17	1.49
其他	-1	0	0	0	PB	6.32	5.85	10.58	9.28
筹资活动现金流净额	-40	1	1	2	EV/EBITDA	247.55	97.87	66.48	46.97
现金净流量	-82	-31	39	67	ROE	4.9%	7.4%	9.6%	12.3%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。