



研发驱动未来盈利增长

增持维持

目标价格：30.6 元

投资要点：

- 成本增加，中报业绩增长低于预期。
- 募集资金投入研发，巩固技术领先优势。
- 加强全球渠道管理建设，扩大海外销售规模。

报告摘要：

- 成本增加，中报业绩增长低于预期。2011 年上半年，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期增长 17.19%；实现营业利润 0.26 亿元，同比下降 9.18%；实现归属于母公司所有者的净利润 0.29 亿元，同比增长 1.08%，EPS 为 0.35 元，同比下降 7.89%。虽然上半年主营收入增长了 17.19%，但是主要产品的主营成本的增长超过主营收入增长，期间费用上升，导致净利率的下降。
- 公司使用募股资金加大研发投入，巩固技术领先优势。公司募集资金主要投资于研发中心扩建、生产平台扩建、营销网络扩建及品牌运营建设项目、信息化平台建设项目等。公司竞争的核心在于技术，没有产能瓶颈。募投项目的实施将增强公司研发能力，保持公司技术领先地位，降低运营成本，为未来盈利能力提高的提供保证。
- 加强全球渠道管理建设，扩大海外销售规模。2011 年上半年，公司的海外销售收入占比为 65.27%；2008-2010 年外销收入占主营业务收入的比例分别为 67.22%、64.95%、65.53%。下半年公司将重点加快海外办事处的建设，提高售后服务响应速度，进一步提升海外售后服务水平，未来海外市场占比有望达到 70%。
- 盈利预测与估值。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，按 8 月 22 日收盘价 28.50 元，对应市盈率为 27.94 倍、18.63 倍、13.26 倍，按 2012 年的 20 倍 PE 估值，公司未来 6 个月的目标价位为 30.6 元。

主要经营指标	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入（百万）	320.61	462.57	688.69	1027.66
增长率（%）	40.05	44.28	48.88	49.22
归属母公司股东的净利润（百万）	65.29	101.60	152.58	214.59
增长率（%）	42.21	55.61	50.17	40.46
每股收益-摊薄	0.66	1.02	1.53	2.15
市盈率		25.03	19.63	13.97

中小市值上市公司研究组

医疗设备制造行业

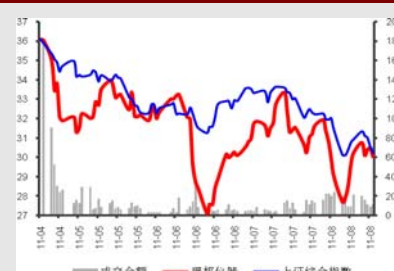
高级分析师：

王风华（S1180511010001）

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

公司 2011 中报数据

基本每股收益	0.35
摊薄每股收益	0.35
净资产收益率	5.49%
总股本（百万）	100
流通股（百万）	20
流通股市值（百万）	570
8月22日收盘价（元）	28.50

数据来源：Wind

相关研究

《品牌早就高成长——理邦仪器深度调研报告——王风华》2011 年 6 月 20 日

主营业务收入和毛利分析

公司主营业务的经营范围为电子产品、仪器仪表、通讯产品、三类医用超声仪器及有关设备、医用 X 射线设备、临床检验分析仪、医用电子仪器设备的批发、进出口及相关配套业务；计算机软件的技术开发，生产、批发、进出口及相关配套业务，生产经营三类医用超声仪器设备医用电子仪器设备。

公司主营业务突出，各个系列产品的销售收入连续几年稳步上升。2008、2009、2010 年公司主营业务收入分别同比增长 40.41%、30.18%和 40.05%。2011 年上半年，公司实现营业收入 1.72 亿元，较上年同期增长 17.19%。

表 1：主营业务收入分产品情况

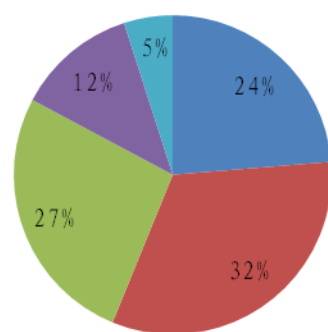
单位：百万元

主营业务分产品情况	主营业务收入	主营业务成本	毛利率 (%)	主营业务收入同比增长 (%)	主营业务成本同比增长 (%)	毛利率同比增长 (%)
产科监护系统	40.53	14.22	64.92%	6.92%	7.04%	-0.04%
多参数监护仪	55.56	26.87	51.63%	18.82%	24.29%	-2.13%
心电图机	45.55	18.46	59.48%	26.10%	30.03%	-1.22%
B 超整机	21.00	9.23	55.96%	9.23%	13.14%	-1.53%
零售配件销售	8.46	2.74	67.61%	38.06%	28.18%	2.50%

资料来源：宏源证券 公司中报

图 1：主营业务收入构成

主营业务收入构成



产科监护系统 ■ 多参数监护仪 ■ 心电图机 ■ B超整机 ■ 零售配件销售

资料来源：宏源证券 公司中报

公司各系列产品的毛利率均维持在较高水平，2011 年上半年，产科、监护、心电、超声影像的毛利率分别为 64.92%、51.63%、59.48%、55.96%，公司主要通过开发新产品等措施保持各产品线的毛利率稳定。但是由于 2011 年上半年，公司各个系列产品的主营成本的增长超过主营收入的增长，使得产品的毛利率都出现轻微的下降。

加大研发投入，提升研发效率

公司是研发驱动型企业，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。主要的发展策略为通过技术引进、投资和并购等方式快速的进入新的产品领域。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。

2010 年研发费用达到 3822 万元，占营业收入比重达到 12.53%，2011 年上半年，公司继续加大新产品的研发投入力度。下半年，公司工作的重点是逐步提高整个研发中心的管理水平和效率，在现有产品线更新换代的同时，大力推进两条新产品线 POCT 及彩超的研发进度。2013 年公司有望实现自产 POCT 类产品上市销售，该类产品目前国内企业仍然处于空白，市场亟待开发；而公司目前的彩超技术属于二次开发成果，相对原有产品较为先进，已经自主掌握了其中的关键技术。我们认为未来新产品的不断推出和上市将是公司业绩的主要驱动力。

财务指标分析

从公司最近几年的盈利指标中可以看出，2008-2010 年度，公司营业收入和净利润持续增长，营业收入从 2008 年的 175.86 万元增长到 2010 年 320.61 万元，净利润从 2008 年的 28.40 万元增加到 2010 年的 65.29 万元。同样，2008-2010 年度，销售毛利率和销售净利率也是逐年稳步增加，说明近几年公司的盈利能力在逐步的提高。

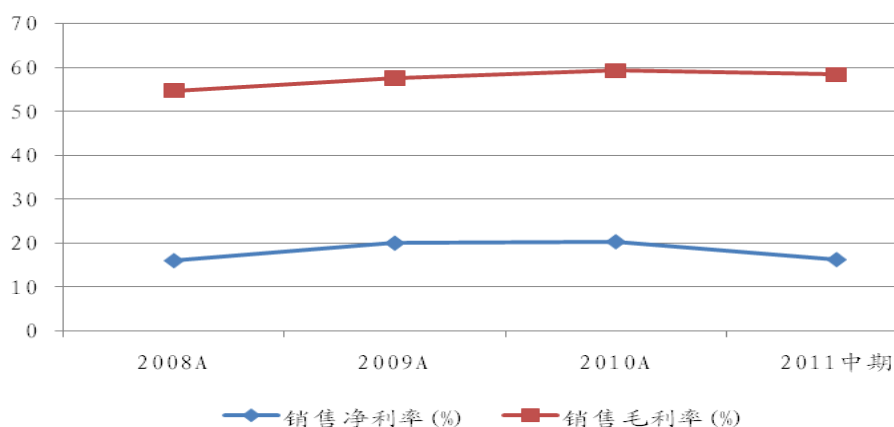
2011 年上半年，公司营业成本的增加导致毛利率轻微下降，但总体来看还维持在比较稳定的高水平。销售费用、管理费用等的增长导致销售净利润下降 4%，这在一定程度上与公司采取的销售模式有关，公司营销渠道的开拓需要支出大量的销售费用，这也是公司经营稳健的保证。

表 2：近三年主要财务指标

理邦仪器	2008A	2009A	2010A	2011 中期	2011E
营业收入(百万元)	175.86	228.92	320.61	172.44	462.57
营业收入增长率 (%)		30.18	40.05	17.19	44.28
净利润 (百万元)	28.40	45.91	65.29	28.75	101.6
净利润增长率 (%)		61.65	42.23	1.08	55.61
销售毛利率(%)	54.83	57.63	59.34	58.39	
销售净利率(%)	16.15	20.05	20.37	16.37	

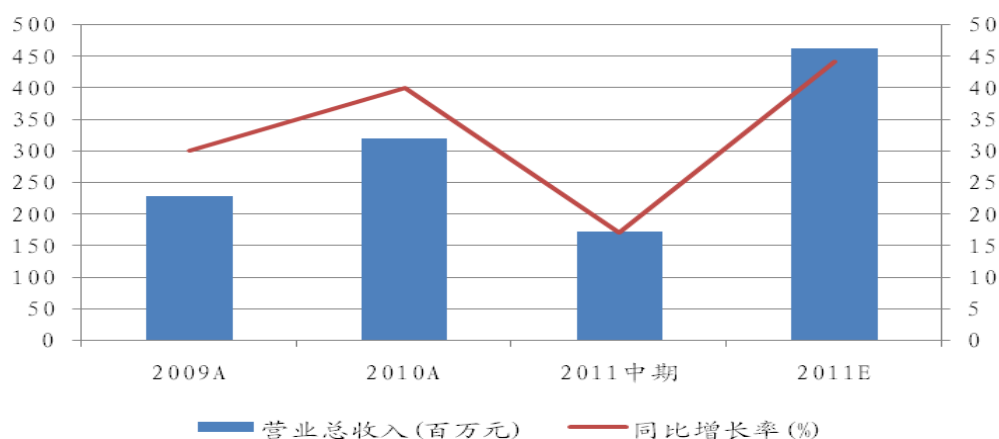
资料来源：宏源证券 Wind

图 2: 销售毛利率与净利率



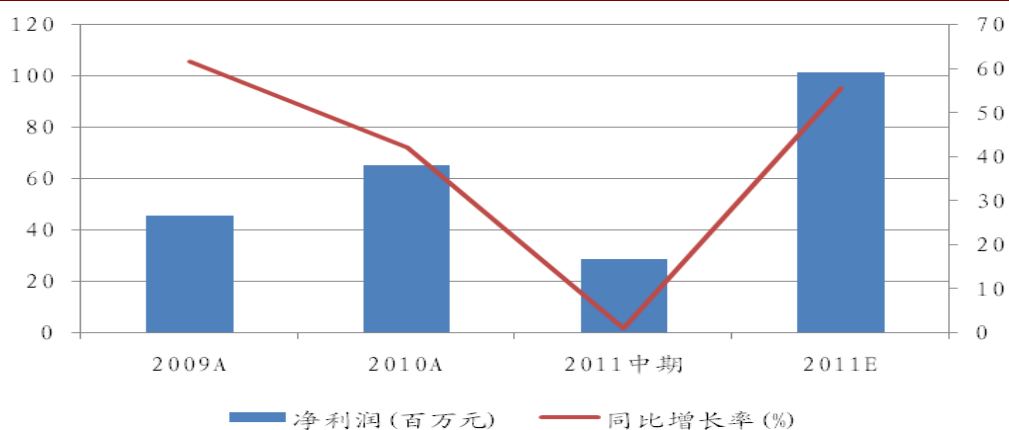
资料来源: 宏源证券 Wind

图 3: 营业收入及其增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

图 4: 净利润及其增长情况



资料来源: 宏源证券 Wind

公司竞争优势

公司研发水平、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。在行业中形成规模和产品体系的企业具有极其明显的先发优势。理邦仪器的产品以外销为主，2011 年上半年启动了三个海外办事处的建设工作，走出了全球化布局的第一步，已经站上了一个更高的平台参与国际竞争。

盈利预测与估值

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，加上其自身有的独特优势，使得它在市场竞争中处于有利地位。公司不仅有较强的研发能力，而且能够国内国外两个市场别是在海外市场坚持自主品牌的路线。预计募集项目的实施以及新产品的研发成功能够使公司未来的盈利能力有较大的提高。

根据我们的业绩估值模型，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，按 8 月 22 日收盘价 28.50 元，对应兼顾，特市盈率为 27.94 倍、18.63 倍、13.26 倍，按 2012 年的 20 倍 PE 估值，公司未来 6 个月的目标价位为 30.6 元。

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：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：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	30.17%	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

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所高级策略研究员, 中国人民大学硕士研究生, 14 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、电力设备新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、区域经济主题、投资组合、专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

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、航民股份等。

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。