

和佳股份(300273)

公司研究/新股定价报告

肿瘤微创综合治疗解决方案提供商

—新股价值分析报告

民生精品---新股定价报告/和佳股份

2011年10月11日

报告摘要:

● 产品线日益丰富的民营企业

自然人郝镇熙和蔡孟珂夫妇是控股股东。民营企业经营机制灵活,公司的业务范围既包括完全自产,又有组件进口,还有产品代理。公司依靠微波产品起步,目前产品线已经覆盖了肿瘤微创综合治疗设备、医用气体设备和医用影像设备三大领域。

● 肿瘤设备稳扎稳打,市场前景较为广阔

介入是肿瘤治疗的大趋势,公司的产品覆盖各大介入领域。介入化疗产品有介入化疗灌注系统;介入放疗产品有放射性粒子植入系统;介入手术产品有冷极射频治疗机;防止消化系统癌腹腔转移的产品有体腔热灌注治疗机等。这类治疗手段目前并未全面纳入医保,因此公司并未选择代理商代理产品,而是自主销售的同时主动承担起游说责任,争取各地医保的支持。同时公司通过树立“灯塔医院”等方法推广的肿瘤微创治疗解决方案。该领域前景极为广阔。

● 制氧系列增速可能放缓,但幅度不会太大

09-11年政府大力扶植县级医院,政府对县级医院的扶植极大的促进了制氧设备的销售,随着扶植政策到达尾声,短期内财政支持力度将有所减少,二级医院的需求将放缓。考虑到公司有40%的客户是三甲医院,制氧系列增速放缓的幅度不会太大。

● 影像设备性价比高,公司拥有成熟渠道,毛利率还有提升空间

公司的影像设备具有两点优势:一是性价比高,公司的DR元器件多为进口,整机性能与国际品牌相近,但国际品牌的单价为100-200万元,公司产品平均价格为40万;二是公司拥有成熟渠道,公司07年开始代理影像设备,从10年开始自产,渠道+自产模式下影像设备销量将快速增长。而且随着元器件自产比例提高和规模经济显现,毛利率将大为提高。

● 常规治疗类产品已经边缘化,期待新品种

公司靠微波治疗仪起家,但是这类产品(如电脑骨折愈合仪、多功能损伤治疗仪等)提供的服务不在报销范围,且非临床必需设备,目前该类产品在公司的地位已经边缘化。10年销售收入2627万,11年上半年销售收入1138万,分别占营收的8%和5%。公司正在研发中的新产品(如电外科手术系列)值得期待。

● 盈利预测与投资建议

我们预测公司2011-2013年分别实现EPS0.57元、0.84元和1.20元。我们认为公司的肿瘤微创综合治疗代表着肿瘤治疗的发展方向,我们看好公司的肿瘤微创综合治疗解决方案的推广。我们认为公司的分子筛制氧终将替代传统的医院供氧方案。我们认为公司的合理询价区间为18-20元,对应2012年动态PE21-24倍。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	334	498	653	834
增长率(%)	37.10%	49.20%	31.07%	27.87%
归属母公司股东净利润(百万元)	45.25	76.21	112.45	159.86
增长率(%)	177.49%	68.42%	47.56%	42.16%
每股收益(元)	0.452	0.571	0.843	1.198

资料来源:民生证券研究所

合理估值: 18—20元

公司基本数据

发行前总股本(百万股)	100.00
首次发行(百万股)	33.35
发行后总股本(百万股)	133.35
大股东持股比例%	43.58
发行占总股本比例%	25.00

财务数据(2011-06-30)

股东权益(亿元)	2.17
每股净资产(元)	2.11
净资产收益率%	19.41
净利润(亿元)	0.37
基本每股收益(元)	0.37

分析师

分析师: 李平祝

执业证书编号: S0100511030004

电话: (8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人: 吴晓雯

电话: (8610)85127656

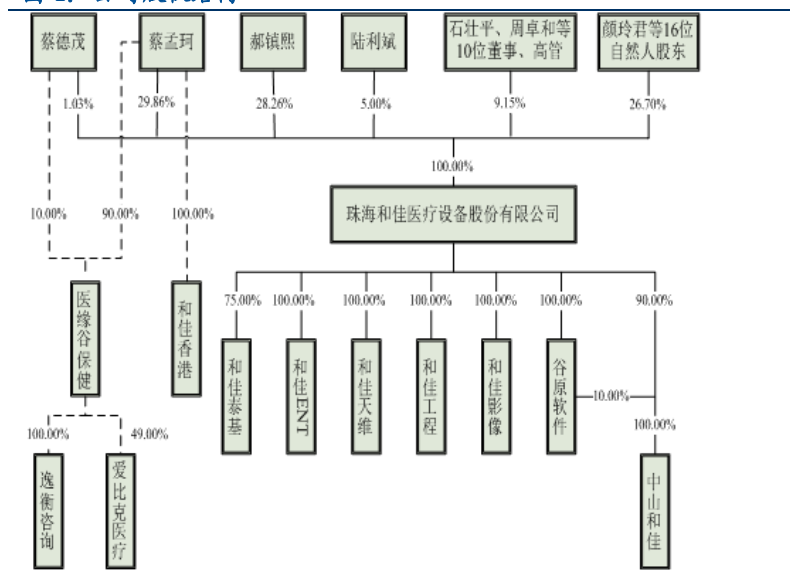
Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

一、产品线日益丰富的民营企业

IPO 前公司的股东均为自然人，其中郝镇熙和蔡孟珂夫妇是控股股东，持有发行前总股本的 58.12%。公司的股权结构如下图：

图 1：公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

民营企业经营机制灵活，公司的业务范围既包括完全自产，又有组件进口，还有产品代理。公司依靠微波产品起步，目前产品线已经覆盖了肿瘤微创综合治疗设备、医用气体设备和医用影像设备三大领域。

二、肿瘤设备稳扎稳打，市场前景广阔

介入治疗优势显著，公司产品覆盖了大部分肿瘤介入领域。与传统的手术治疗比较，介入治疗创伤小；与传统化疗比较，介入治疗副作用小且病灶处药物浓度高；与传统化疗比较，介入治疗需要的放射量要小且针对性强。因此介入治疗是肿瘤治疗的大趋势，公司的产品覆盖各大介入领域。

表 1：公司微创肿瘤产品

微创治疗领域	相比传统方法的优势	公司代表产品
介入化疗	副作用小，局部浓度高，可以配合栓塞治疗	介入热化疗系统
介入放疗	副作用小，需要的放射剂量小	体内伽马刀
介入手术	创伤小	冷频消融系统
术后防转移	消化系统术后进行腹腔灌洗可以减少腹膜转移	体腔热灌注治疗机

资料来源：民生证券研究所

自主销售，积极争取医保支持。目前该产品推广的一个阻力是这类治疗没有全面被纳入医保。很多地区规定：能用手术治疗而进行介入治疗的，不予报销。因此公司稳扎稳打，自主销售的同时，还负责游说当地的医保部门以争取支持。

潜在市场很大，通过灯塔医院进行推广。可以开展肿瘤介入的医院很多，理论上只要具

有导管室的医院都有能力开展这类业务,没有导管室的医院要开展这项业务也只需要一套并不复杂的培训。据公司预测,全国适合采用肿瘤微创设备的医院有 4,500 家。假设每套设备价格为 500 万元,在不考虑新增医院的情况下,潜在的市场规模高达 225 亿元。目前,在已经使用公司肿瘤微创治疗设备的两百余家医院中,公司向其中 130 余家医院输出上述解决方案,又在其中选取了 16 家医院作为“灯塔医院”以推广产品。

我们认为公司稳扎稳打,11 年该类产品销售额将达 2 亿元,12 年将达 2.6 亿元。

三、制氧设备增速可能放缓,但幅度不会太大

过去三年增长很快。目前,公司已经为全国 108 家各级医院(三甲医院占 41.67%)提供了医用分子筛制氧设备及系统,占全国 300 张床位以上医院总数的 3.54%,占已使用医用分子筛制氧的医院总数的近 9%,是国内装机数量最大的企业之一。08 到 10 年公司的制氧系统销售收入逐年翻番,从 2500 万左右增长到了 9700 万左右,增长迅速。

增速可能放缓但幅度不会太大。09-11 年政府大力扶植县级医院,政府的扶植极大地促进了制氧设备的销售,随着这种扶植政策到达尾声,短期内财政支持力度将有所减少,二级医院的需求将放缓。但是考虑到公司制氧系统 40%左右的客户是三甲医院,因此整个制氧系统放缓的幅度不会太大。

我们给予 11 年和 12 年分别 25%和 30%的增速。

四、影像设备性价比高,有现成渠道,毛利率还有提升空间

影像设备性价比高。公司 DR 产品中核心设备组件全部采用国际一流供应商的进口组件,如美国瓦里安公司的 X 射线球管、加拿大 CPI 公司的高压发生器、美国 iCRco 公司的 iDR 平板探测器,整机性能与国际品牌的同类产品相似。国际品牌单台的价格为 100 万到 200 万,公司产品价格只有 40 万左右,性价比很高。

公司有现成的渠道。2007 年,公司进入医用影像设备领域,2008 年至 2010 年间每年代理经销以医用影像为主的设备均超过 4 千万元,在影像设备领域拥有现成的渠道。2010 年公司开始自产 DR,利用现成渠道影像设备销量将快速增长。

毛利率还有较大提升空间。现在 DR 的生产属于试产试销,生产调试成本较高,大规模生产后规模经济显现作用,毛利率会有所提高。同时公司的募投达产后,公司 DR 的核心部件高压发生器可以做到自主配套生产,届时毛利率会有进一步提高。

五、常规治疗类产品已经边缘化,期待新品种

公司靠微波治疗仪起家,但是这类产品(如电脑骨折愈合仪、多功能损伤治疗仪等)提供的服务不在报销范围,且非临床必需设备,目前该类产品在公司的地位已经边缘化。10 年销售收入 2627 万,11 年上半年销售收入 1138 万,分别占营收的 8%和 5%。公司正在研发中的新产品(如电外科手术系列)值得期待。

六、募投项目有的放矢

募投项目达产后，能突破产能瓶颈，同时实现规模经济，还能实现多个元器件的自产，提高公司毛利率。

七、盈利预测及假设

(一) 关键假设

在上述分析的基础上，我们对公司今后 3 年的盈利情况进行预测，关键假设如下：

- ① 11 年肿瘤介入类产品销售额将达 2 亿元，12 年将达 2.6 亿元。
- ② 11 年制氧类产品增速达 25%，12 年达 30%
- ③ 11 年影像产品收入达 5000 万元，12 年达 8000 万元，且毛利逐年提高。
- ④ 常规治疗类设备增速为 0

(二) 分产品盈利预测

表 2：分产品盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
肿瘤微创治疗设备	15,437.03	20,000	26,000	33,800
收入增长率	49.27%	29.56%	30.00%	30.00%
毛利率	81.27%	80.00%	80.00%	80.00%
医用制氧设备及工程	9,763.31	12,204	15,865	20,625
收入增长率	80.61%	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率	34.23%	34.00%	34.00%	34.00%
影像诊断系列	415.80	5,000	8,000	10,000
收入增长率	N/A	1102.50%	60.00%	25.00%
毛利率	32.31%	35%	40%	45%
常规治疗设备	2626.69	2626.69	2626.69	2626.69
收入增长率	N/A	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	43.46%	43%	43%	43%
代销设备	4,385.58	8,771	11,403	14,823
收入增长率	-21.86%	100.00%	30.00%	30.00%
毛利率	11.71%	12.00%	12.00%	12.00%
其他	742.82	1,189	1,367	1,572
收入增长率	-5.56%	60.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.41%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	33,371.23	49,790.99	65,261.58	83,446.94
收入增长率	37.10%	49.20%	31.07%	27.87%
毛利率	53.11%	48.84%	49.29%	50.06%

资料来源：民生证券研究所

八、投资建议

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	334	498	653	834
减：营业成本	158	252	327	412
营业税金及附加	3.57	5.33	6.98	8.93
销售费用	79.65	94.60	111	125
管理费用	42.22	63.00	82.58	105.59
财务费用	74	65	68	79
资产减值损失	1.18	0.25	-2.71	-3.18
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	46.37	82.96	127.55	185.89
加：营业外收支净额	10.74	10.81	10.81	10.81
三、利润总额	57.11	93.77	138.36	196.70
减：所得税费用	9.79	14.07	20.75	29.50
四、净利润	47.33	79.71	117.61	167.19
归属于母公司的利润	45.25	76.21	112.45	159.86
五、基本每股收益 (元)	0.452	0.571	0.843	1.198

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013
EV/EBITDA	-0.48	-6.91	-5.55	-4.34
成长能力:				0
营业收入同比	37.10%	49.20%	31.07%	27.87%
营业利润同比	217.06%	78.90%	53.75%	45.73%
净利润同比	177.49%	68.42%	47.56%	42.16%
营运能力:				
应收账款周转率	3.61	2.93	3.75	3.14
存货周转率	3.97	4.10	4.67	4.31
总资产周转率	1.11	0.46	0.55	0.58
盈利能力与收益质量:				
毛利率	52.74%	49.44%	49.85%	50.62%
净利率	14.18%	16.01%	18.02%	20.04%
总资产净利率 ROA	19.54%	8.51%	11.40%	13.36%
净资产收益率 ROE	26.00%	8.31%	10.92%	13.44%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	2.44	7.34	10.11	6.80
资产负债率	40.86%	15.26%	11.63%	15.98%
长期借款/总负债	10.00%	4.70%	3.00%	5.40%
每股指标 (元)				
每股收益	0.452	0.571	0.843	1.198
每股经营现金流量	0.494	0.756	0.721	0.603
每股净资产	1.740	9.172	10.297	11.896

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	80.81	719.23	821.43	909.48
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	92.48	169.73	173.96	265.49
预付账款	11.18	37.64	25.82	54.09
其他应收款	12.41	40.92	28.98	60.40
存货	39.72	61.43	70.06	95.50
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	236.60	1028.94	1120.25	1384.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	49.28	54.97	52.98	49.39
在建工程	6.98	0.00	0.00	0.00
无形资产	8.92	7.86	6.80	5.74
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	65.18	62.83	59.78	55.13
资产总计	301.78	1091.77	1180.03	1440.10
短期借款	41.81	0.00	0.00	0.00
应付票据	31.71	96.49	70.16	139.67
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	17.68	38.00	34.98	58.34
其他应付款	5.72	5.72	5.72	5.72
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	96.92	140.21	110.86	203.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	21.58	21.58	21.58	21.58
非流动负债合计	26.39	26.39	26.39	26.39
负债合计	123.32	166.60	137.25	230.13
股本	100.00	133.35	133.35	133.35
资本公积	12.28	645.93	645.93	645.93
留存收益	24.51	61.76	137.96	250.42
少数股东权益	4.43	7.92	13.08	20.41
所有者权益合计	178.46	925.17	1042.78	1209.97
负债和股东权益合计	301.78	1091.77	1180.03	1440.10

现金流量表

项目 (百万元)	2010E	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	49.42	10.15	96.17	80.53
投资活动现金流量	(15.09)	2.19	2.19	3.19
筹资活动现金流量	3.41	626.08	3.85	4.33
现金及等价物净增加	37.75	638.42	102.21	88.05

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

姓名，简介，简介要求除了学历、专业、从业资格、时间外，要突出自己的能力和特长，突出卖方特点。有突出业绩的可以写上。字数要求200字左右。**姓名**，简介，简介要求除了学历、专业、从业资格、时间外，要突出自己的能力和特长，突出卖方特点。有突出业绩的可以写上。字数要求200字左右。

姓名，简介，简介要求除了学历、专业、从业资格、时间外，要突出自己的能力和特长，突出卖方特点。有突出业绩的可以写上。字数要求200字左右。**姓名**，简介，简介要求除了学历、专业、从业资格、时间外，要突出自己的能力和特长，突出卖方特点。有突出业绩的可以写上。字数要求200字左右。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹塘	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。