

技术优势明显，精耕肿瘤综合治疗领域

--和佳股份新股报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

和佳股份 300273

2011-10-13

投资要点

1. 2002 年至 2009 年中国医疗器械行业年均复合增长率为 21.1%，增速高于药品行业。中国医疗机构装备的水平仍然很低，远低于发达国家的水平，我们预计未来我国医疗器械行业占比将得到进一步的提升，行业发展空间广阔。

2. 公司是国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤综合治疗解决方案的企业，其中公司的介入热化疗灌注系统和免疫治疗系统属于公司拥有发明专利的两个产品，具有技术独占性。

3. 公司肿瘤综合治疗设备营业收入快速增长，2008 年为 6988 万元，2010 年为 15437 万元，2011 年中期为 9405 万元，在营业收入快速增长的同时，产品保持很高的毛利率，2010 年为 80.64%，2011 年中期为 81.27%。

4. 公司紧跟新医改以来国家加大对于基层医疗机构建设投入的方向，提出了“基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案”，2010 年下半年，公司开始批量生产并实现销售 11 台，2011 年上半年，公司自产 DR 销售量达 37 台。

5. 公司拥有超过 250 的人销售团队，覆盖了全国各地级市，采用漏斗法营销管理，销售实力强大，公司收入和利润出现了快速增长，公司营业收入从 2008 年的 17801 万元，增长到 2010 年的 33371 万元；营业利润从 2008 年的 89 万元，增长到 2010 年的 4537 万元，2011 年中期即达到 4234 万元。

6. 募集资金主要用于肿瘤微创综合治疗设备技术改造项目、医用气体设备建设项目、医用影像设备建设项目等优势项目。

7. 预计公司 2011 年—2013 年的营业收入分别为 50724 万元、66195 万元、86186 万元，归属母公司股东净利润分别为 8313 万元、12048 万元、16265 万元，每股收益分别为 0.62 元、0.90 元、1.22 元，建议询价区间为 18.60—21.70 元，对应 2011 年市盈率为 30—35 倍。

风险提示： 肿瘤微创综合治疗设备销售低于预期，技术研发风险。

建议询价区间：18.60—21.70 元

发行上市资料

发行股数（万股）	3335
发行前总股本（万股）	10000
发行后总股本（万股）	13335
发行日期	2011/10/18
上市日期	2011/-/-
主承销商	新时代证券

行业研究员：吴正武

联系人：林兴秋

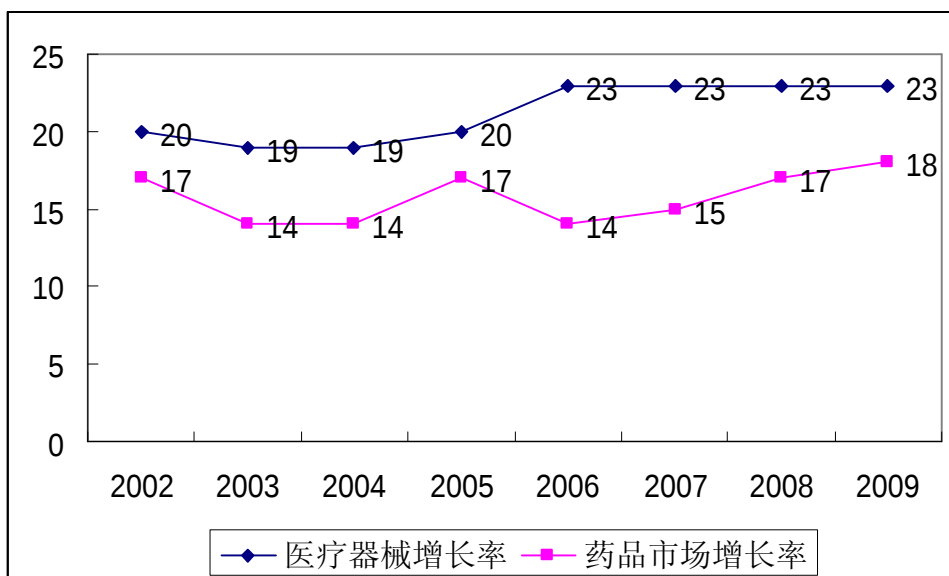
证书编号	S0820511030001
电话	021-32229888-3510
E-mail	linxingqiu@ajzq.com

相关报告

一、医疗器械行业快速增长，发展空间大

公司主要从事医疗器械和设备的研发、生产、销售及服务，主营业务为肿瘤微创治疗设备及综合解决方案、医用分子筛制氧设备及工程、常规诊疗设备及医疗器械代理经销等。公司所在行业为医疗器械子行业，我国医疗器械行业快速增长，2009 年中国医疗器械行业市场规模达到812 亿元人民币，2002 年至2009 年中国医疗器械行业年均复合增长率为21.1%，增速高于医药行业。医疗器械市场规模对医药行业整体规模占比由8.8%（2002 年）上升到12.0%（2009 年），不过中国医疗机构装备的水平仍然很低，但仍远低于发达国家的水平，我们预计未来我国医疗器械行业占比将得到进一步的提升，行业发展空间广阔。在行业的快速增长的背景下，公司作为医疗器械行业中具有特色的公司，专利技术众多，未来有望保持快速增长。

图1：医疗器械及药品市场增长率（%）



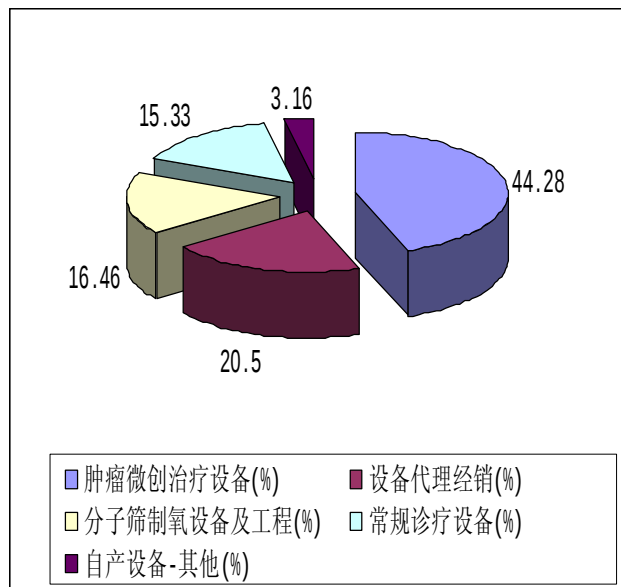
资料来源：中国医疗器械协会，南方医药经济研究所，爱建证券

二、公司技术优势明显，产品竞争力强

公司主营业务为肿瘤微创治疗设备及综合解决方案、医用分子筛制氧设备及工程、常规诊疗设备及医疗器械代理经销等，其中肿瘤微创治疗设备及综合解决方案为公司贡献73%的利润，及44%的营业收入，公司在这方面独具特色，具有极强的竞争力。公司以自产设备销售为主，自产设备包括肿瘤微创治疗设备及综合解决方案、医用分子筛制氧设备及工程、常规诊疗设备，贡献大部分利润，医疗器械代理经销仅占利润的4.9%。

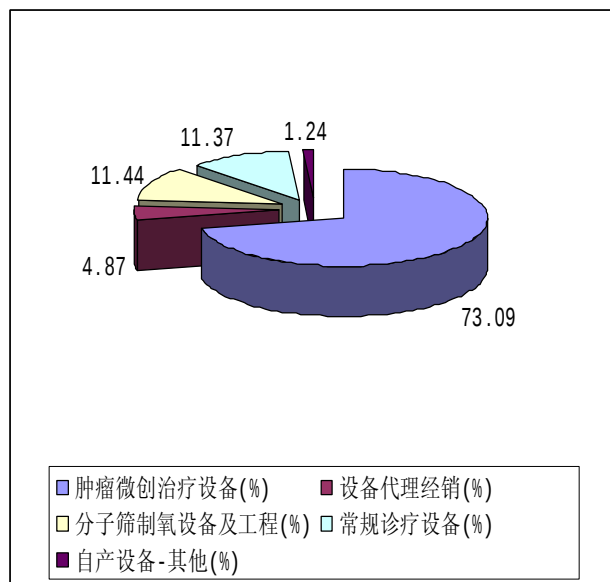
请务必阅读正文之后的重要声明

图2：2011年中期公司产品收入占比



资料来源：招股说明书，爱建证券

图3：2011年中期公司产品利润占比



资料来源：招股说明书，爱建证券

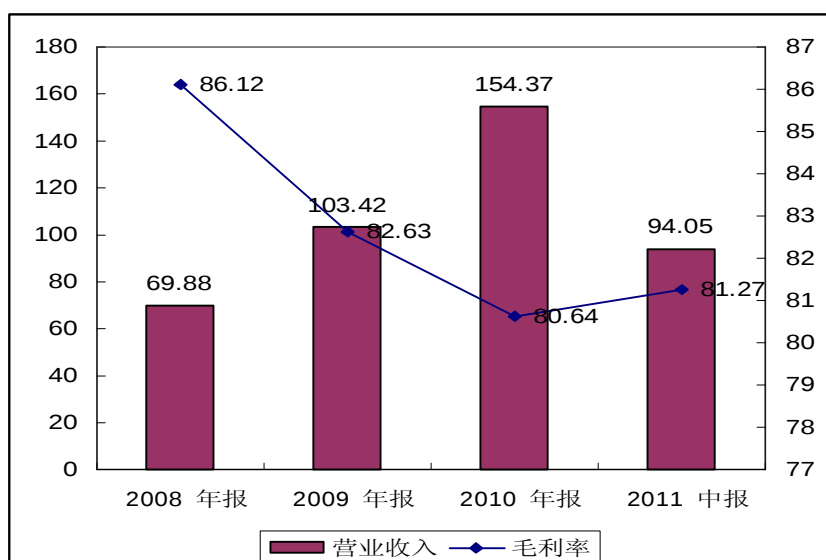
肿瘤综合治疗领域的先行者，技术优势明显

公司是国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤综合治疗解决方案的企业，目前国内尚无竞争对手提供类似服务。公司推出的肿瘤微创综合治疗解决方案将放射医学、介入技术、热疗技术、免疫治疗、计算机技术等高新技术融为一体，实现了组织间放疗与血管介入热疗与化疗、射频消融治疗、体腔热灌注治疗、免疫治疗等手段的综合应用，成功开发出系列化肿瘤微创治疗的专业设备，包括体内放疗、射频消融、介入热化疗、体外热疗、免疫恢复治疗、肿瘤后期胸腹水治疗等肿瘤微创治疗的主要核心领域，构建了综合解决方案技术实现载体，其中公司的介入热化疗灌注系统和免疫治疗系统属于公司拥有发明专利的两个产品，具有技术独占性。而目前的竞争对手的技术应用情况来看，大部分肿瘤微创治疗设备的生产厂家所提供的产品主要是在某一个技术领域内提供单一产品。

因为公司肿瘤综合治疗设备的独特性，特别是介入热化疗灌注系统和免疫治疗系统拥有发明专利，产品具有独特性，营业收入快速增长，2008年为6988万元，2010年为15437万元，2011年中期为9405万元，在营业收入快速增长的同时，产品保持很高的毛利率，2010年为80.64%，2011年中期为81.27%。根据2010年5月第六届中国肿瘤学术大会上公布的信息显示，目前每年我国癌症新发病例约220万人，在治患者超过600万人以上，公司肿瘤综合治疗设备对病人的损伤较小，综合疗效确切，公司以二级以上医院为销售客户，其数量为7756家，潜在市场容量非常大，有市场发展前景广阔。

请务必阅读正文之后的重要声明

图4：公司肿瘤综合治疗设备的收入及毛利率（单位：百万元，%）

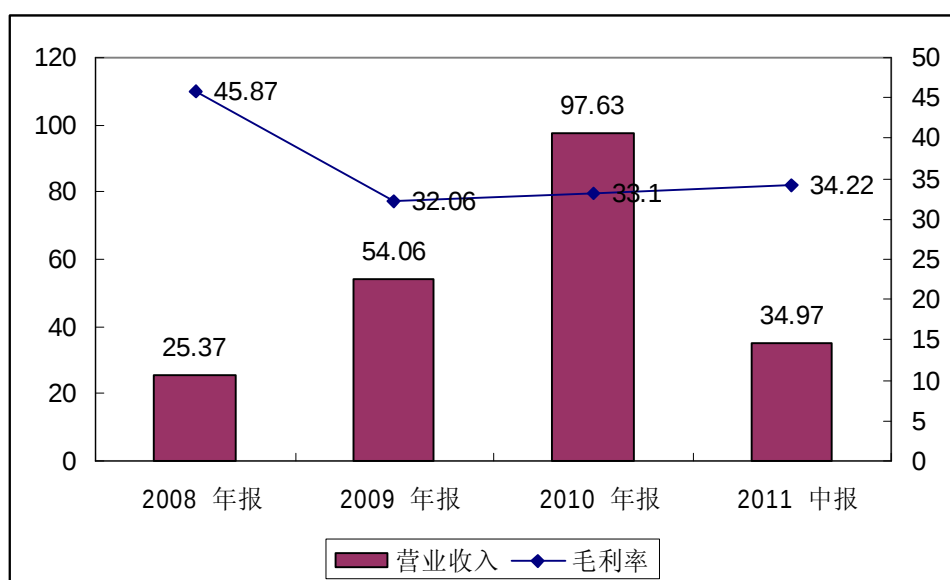


资料来源：招股说明书，爱建证券

医用制氧设备及工程快速增长

制氧主机是整个中心制氧系统的核心部件，分为进口AirSep 原装主机和自产制氧主机两种。公司根据不同的客户，销售不同的产品，公司自主研发的制氧主机的相关技术，已获得专利授权。公司在制氧设备中安装远程监控系统，并首家在总部设立售后服务远程监控中心，通过互联网实时监测客户设备的运行情况，增加了客户制氧供氧的安全性及可靠性，得到客户的广泛认可和肯定，销量大幅增长。营业收入由2008 年度的2,537 万元增长到2010 年度的9763万元，增长了285%，成为公司的核心业务板块之一。

图5：医用制氧设备营业收入及毛利率（单位：百万元，%）



资料来源：招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案

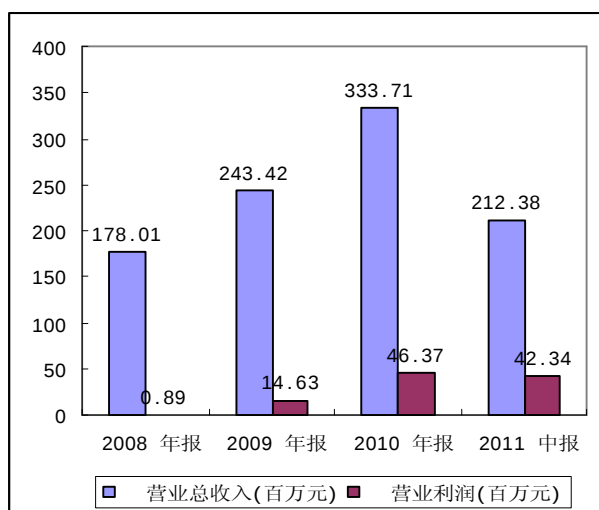
公司紧跟新医改以来国家加大对于基层医疗机构建设投入的方向，提出了“基层医疗机构数字化影像远程诊断工程综合解决方案”，在当地核心医院或者卫生部门组织下，选取地区内核心医院作为区域医疗影像中心，联合基层医院形成一个影像联诊网络。2010年下半年，公司开始批量生产DR并实现销售11台，实现销售收入415.81万元。2011年上半年，公司自产DR销售量达37台，实现销售收入2118.89万元。该解决方案顺应国家医改政策，公司产品质量可靠，成本较低，竞争力强，未来将继续快速成长。

三、公司销售实力强，收入利润快速增长

公司拥有超过250的人销售团队，覆盖了全国各地级市，采用漏斗法营销管理，取得了很好的收益，公司针对部分中小医院资金相对短缺，引入租赁模式，大大促进了销售，减少了公司应收账款，取得了公司和客户的双赢。

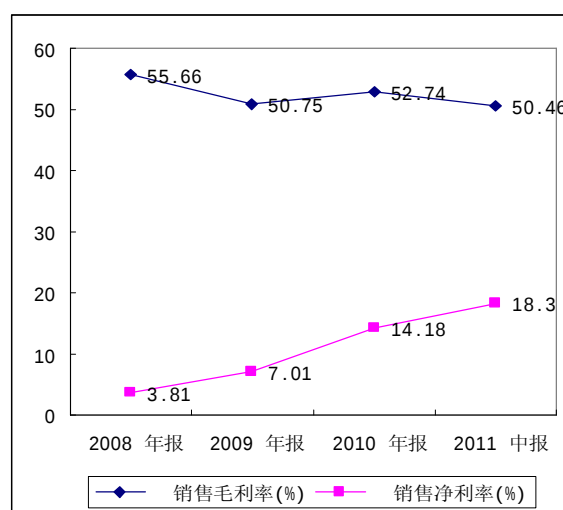
公司产品技术优势明显，加上公司销售实力强大，公司收入和利润出现了快速增长，公司营业收入从2008年的17801万元，增长到2010年的33371万元，年复合增长率达37%，利润增长更加迅速，营业利润从2008年的89万元，增长到2010年的4537万元，2011年中期即达到4234万元。在收入利润快速增长的同时，毛利率保持在较高水平，2008年到2011中期，保持在50%以上。销售净利率快速上升，2008年为3.81%，2011年中期为18.3%，主要是因为公司的销售费用率从2008年的36.52%下降到2011年中期的18.72%，管理费用率从2008年的15.58%下降到2011年中期的10.03%，表明公司控制费用的能力较强。

图6：公司营业收入及营业利润



资料来源：招股说明书，爱建证券

图7：公司销售毛利率及净利率



资料来源：招股说明书，爱建证券

四、募集资金用途

募集资金主要用于以下项目：肿瘤微创综合治疗设备技术改造项目、医用气体设备建设项目、医用影像设备建设项目、工程技术中心建设项目、营销网络建设项目。募集项目主要集中在公司优势项目上，将进一步扩大公司生产规模，提升产品市场份额和盈利能力，培育新的利润增长点，增强整体竞争实力。

五、盈利预测

公司是国内第一家、目前也是唯一一家能提供较为完整的肿瘤综合治疗解决方案的企业，其中公司的介入热化疗灌注系统和免疫治疗系统属于公司拥有发明专利的两个产品，具有技术独占性。公司拥有超过 250 的人销售团队，覆盖了全国各地级市，采用漏斗法营销管理。预计公司 2011 年—2013 年的营业收入分别为 50724 万元、66195 万元、86186 万元，归属母公司股东净利润分别为 8313 万元、12048 万元、16265 万元，每股收益分别为 0.62 元、0.90 元、1.22 元，建议询价区间为 18.6—21.7 元，对应 2011 年市盈率为 30—35 倍。

表1：公司盈利预测（单位：百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	243.42	333.71	507.24	661.95	861.86
减: 营业成本	119.87	157.71	262.75	340.91	448.17
营业税金及附加	2.66	3.57	5.43	7.08	9.22
营业费用	66.90	79.65	90.50	111.50	137.60
管理费用	31.10	42.22	55.00	62.50	76.50
财务费用	2.74	3.00	-4.22	-5.28	-6.76
资产减值损失	5.51	1.18	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.63	46.37	97.79	145.24	197.13
加: 其他非经营损益	6.11	10.74	4.50	3.00	3.00
利润总额	20.73	57.11	102.29	148.24	200.13
减: 所得税	3.68	9.79	15.34	22.24	30.02
净利润	17.05	47.33	86.94	126.00	170.11
减: 少数股东损益	0.08	2.08	3.81	5.53	7.46
归属母公司股东净利润	16.97	45.25	83.13	120.48	162.65
每股收益（元）	0.13	0.34	0.62	0.90	1.22

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。