

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价: 39.00元

当前股价: 25.90元

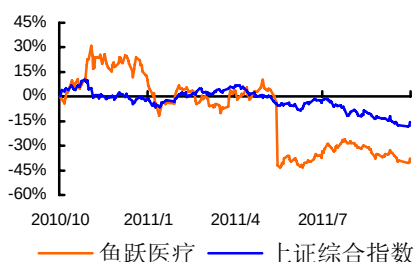
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2438.79
总股本(百万)	409
流通股本(百万)	365
流通市值(亿)	95
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	2.15
资产负债率	17.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	1.13	-4.32	-1.79
上证综合指数	-1.32	-12.76	-20.05



相关报告

《鱼跃医疗-中报符合预期, 医用供氧和海外市场高速增长》2011-8-1

《鱼跃医疗-一季度增长势头良好, 中长期看好》2011-4-19

鱼跃医疗

002223

强烈推荐

医用耗材并购再下一城, 临床产品逐步丰富

10月13日晚公司公告: 鱼跃医疗200万收购镇江康利医疗器械有限公司20%股权, 同时增资1000万元人民币。交易完成后, 公司注册资本变更为120万元, 鱼跃医疗占60%股权, 马利华占40%股权。 镇江康利医疗器械有限公司专业从事耗材类器械产品生产、销售; 产品主要为一次性使用无菌注射器(带针)、一次性使用无菌溶药注射器(带针)、一次性使用无菌溶药针、一次性使用输注泵; 拥有2300m²的10万级净化厂房, 部分产品已取得CE认证。

投资要点:

- **医用临床系列占比不高, 但潜力较大。**公司11年上半年实现收入6.09亿(同比增长40.17%), 其中医用供氧(2.05亿)、康复护理(3.27亿)、医用临床系列(0.76亿, 占比12.5%)的收入增速分别为66.33%、27.77%、39.85%; 本次收购符合公司以康复护理系列、医用供氧系列、医用高值耗材及医学影像系列医疗器械为主导产业的战略定位, 是公司进军医用耗材新领域的新起点;
- **并购弥补医用耗材产品短板。**医用耗材跟医用设备相比, 有如下特点: 单件价格低、需求持续且较稳定、中低端产品同质化较严重等; 企业除掌握渠道外, 产品本身必须成规模和系列, 产品相对普通且产品系列单一的企业, 与代理商和医院的粘连度比较弱, 在竞争中很容易被其他企业所替代; 鱼跃医疗所处长三角可供并购的耗材类企业较多, 公司将通过并购不断丰富产品;
- **针对医用耗材组建专门销售团队。**之前临床产品线中高值耗材与X光机等医疗设备的销售并未区分, 随着公司对临床销售以及医用耗材认识的逐步深刻(09年并购的缝合线产品为公司试验田, 10年收入约700万), 公司将针对医用耗材组建独立的营销和销售团队; 相信随着医用耗材产品的逐步丰富和销售队伍的不断成熟, 医用耗材业务将步入良性循环阶段;
- **维持强烈推荐评级。**我们预测公司11-13年EPS为0.6、0.88、1.23元, 对应11年和12年的P/E为43.2倍和29.4倍; 公司竞争优势明显, 增长潜力较大, 维持强烈推荐评级, 维持公司6-12个月目标价39元不变;
- **风险提示:**产能瓶颈风险、不锈钢等原材料价格波动风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	884	1279	1779	2408
同比(%)	64%	45%	39%	35%
归属母公司净利润(百万元)	161	245	360	505
同比(%)	60%	52%	47%	40%
毛利率(%)	35.2%	38.2%	38.9%	39.4%
ROE(%)	18.5%	21.9%	25.0%	26.3%
每股收益(元)	0.39	0.60	0.88	1.23
P/E	65.83	43.22	29.44	20.99
P/B	12.15	9.48	7.36	5.53
EV/EBITDA	53	34	23	17

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	708	968	1356	1919	营业收入	884	1279	1779	2408
现金	333	443	630	943	营业成本	572	790	1088	1459
应收账款	145	210	292	395	营业税金及附加	4	7	9	12
其它应收款	9	13	18	24	营业费用	54	81	109	148
预付账款	22	31	42	57	管理费用	76	115	155	202
存货	193	266	366	491	财务费用	3	-3	-5	-7
其他	6	5	8	10	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	356	368	377	384	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	232	265	284	296	营业利润	171	288	423	594
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	13	0	0	0
其他	67	47	37	32	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1063	1336	1733	2303	利润总额	181	288	423	594
流动负债	172	203	278	371	所得税	19	43	63	89
短期借款	24	0	0	0	净利润	161	245	360	505
应付账款	123	170	234	314	少数股东损益	0	0	0	0
其他	25	33	43	57	归属母公司净利润	161	245	360	505
非流动负债	12	9	9	9	EBITDA	196	304	439	610
长期借款	9	9	9	9	EPS (元)	0.63	0.60	0.88	1.23
其他	3	0	0	0					
负债合计	184	212	286	380	主要财务比率				
少数股东权益	8	8	8	8	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	256	409	409	409	成长能力				
资本公积	345	192	192	192	营业收入	64.3%	44.7%	39.1%	35.3%
留存收益	271	516	838	1315	营业利润	50.2%	68.6%	46.8%	40.3%
归属母公司股东权益	872	1117	1439	1916	归属于母公司净利润	60.0%	52.3%	46.8%	40.3%
负债和股东权益	1063	1336	1733	2303	获利能力				
					毛利率	35.2%	38.2%	38.9%	39.4%
					净利率	18.2%	19.2%	20.2%	21.0%
					ROE	18.5%	21.9%	25.0%	26.3%
					ROIC	27.0%	35.5%	43.4%	50.6%
					偿债能力				
					资产负债率	17.3%	15.8%	16.5%	16.5%
					净负债比率	17.80	4.13%	3.06%	2.30%
					流动比率	4.10	4.77	4.88	5.18
					速动比率	2.99	3.46	3.57	3.85
					营运能力				
					总资产周转率	1.04	1.07	1.16	1.19
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	5.95	5.39	5.38	5.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.60	0.88	1.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.39	0.61	0.89
					每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.73	3.52	4.69
					估值比率				
					P/E	65.83	43.22	29.44	20.99
					P/B	12.15	9.48	7.36	5.53
					EV/EBITDA	53	34	23	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434