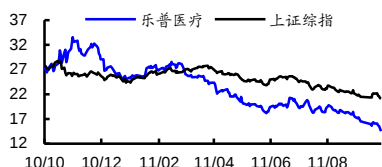


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
乐普医疗(300003)
推荐
2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	812.0/281.4
总市值 (百万元)	11,822.7/4,097.0
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低 (元)	33.58/14.56

相关研究报告:

《乐普医疗-300003-业绩略低于预期, 期待新产品上市》——2011-8-12

《乐普医疗-300003-首次覆盖深度报告: 心血管介入器械龙头雏形初显》——2011-7-17

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263

E-mail: hubx@guosen.com.cn

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

季报点评

3 季度支架销售继续放缓, 期待各地招标启动

●前三季度净利增长 19.18%, EPS0.45 元/股

公司前三季度实现营业收入 6.79 亿元 (+20.32%); 利润总额 4.16 亿元 (+18.88%); 归属于母公司股东净利润 3.63 亿元 (+19.18%), 实现 EPS0.45 元, 低于我们的预期 (0.47 元/股)。业绩低于预期主要原因是支架系统销售继续趋缓以及 Q3 销售费用率大幅上升。前三季度综合毛利率为 83.4%, 同比下降 0.2 个百分点, 毛利率下降主要是产品结构的变化。

●3 季度支架系统销售继续放缓

11Q3 公司实现收入 2.01 亿元, 同比增长 15.58%、与 Q2 22.57% 的收入增速相比, Q3 收入增速继续放缓, 其中支架系统收入增速预计下滑至 15% 以下。公司支架系统增速放缓主要原因是 1) 代理商担忧医用耗材纳入省级统一招标后, 药物洗脱支架价格会大幅下降, 采购积极性减弱; 2) 外资企业为争夺市场份额, 营销投入加大。为稳定市场份额, 公司在 3 季度也加大了市场投入, Q3 销售费用率环比提高 4.6 个百分点。

●各地招标启动, 无载体药物支架定价在望

9 月 26 日广东省公布医用耗材集中采购的计划。10 月 13 日, 北京市医药采购服务中心公布心脏介入类医用耗材集中采购的实施细则, 各企业已经开始申报材料, 预计 11 月份无载体药物支架将获得最终定价。随着上海等各地区医用耗材招标也将陆续启动, 明年无载体药物支架将正式推向市场。

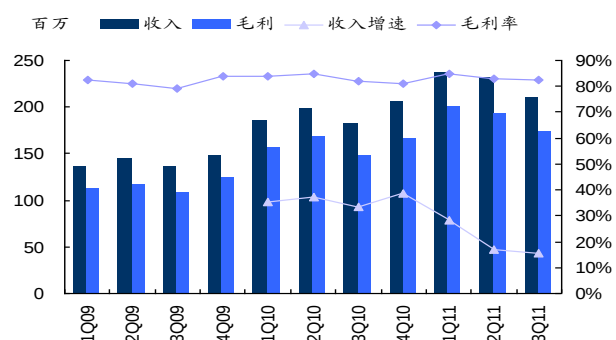
●下调盈利预测, 维持推荐评级

但考虑今年药物支架销售放缓的影响, 下调公司 11-13 年 EPS 至 0.61、0.75、0.89 元/股, 对应市盈率分别为 23X、19X 和 16X。公司作为心血管介入医疗器械行业中的领先企业, 在营销和研发都具有突出优势, 随着无载体药物支架正式推向市场, 未来业绩增长有望逐步恢复。虽然短期业绩低于预期, 但公司目前的估值水平在医疗器械行业中仍具一定吸引力, 维持公司“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

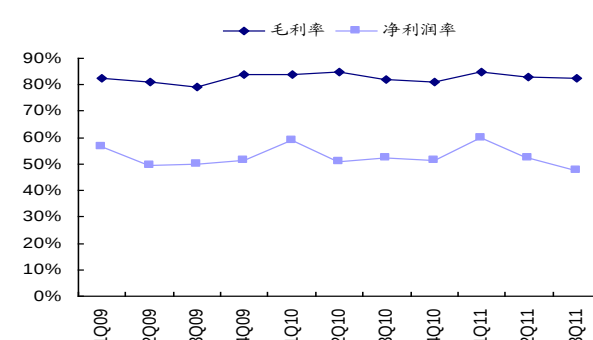
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	565.20	770.10	964	1,177	1,436
(+/-%)	43.50%	36.25%	25.2%	22.1%	22.1%
净利润(百万元)	292.21	410.48	495	609	725
(+/-%)	45.11%	40.47%	20.6%	23.0%	19.0%
每股收益 (元)	0.72	0.51	0.61	0.75	0.89
EBIT Margin	58.74%	61.41%	57.0%	57.3%	55.7%
净资产收益率 (ROE)	16.71%	19.87%	20.5%	21.4%	21.7%
市盈率 (PE)	20.23	28.80	23.9	19.4	16.3
EV/EBITDA	17.21	24.15	20.8	16.8	14.2
市净率 (PB)	3.38	5.72	4.90	4.16	3.53

图 1: 09Q1-11Q3 收入和毛利



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 09Q1-11Q3 毛利率和净利润率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 1 公司分产品盈利预测 (百万)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
1. 支架系统总和						
收入	340.9	441.7	579.5	670.4	788.3	897.7
收入增长率	19.3%	29.6%	31.2%	15.7%	17.6%	13.9%
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.41%	93.56%	92.69%
1.1 药物支架材						
收入	340.9	441.7	579.5	665.5	711.7	690.5
收入增长率	19%	30%	31%	15%	7%	-3%
毛利率	86.75%	91.16%	93.28%	93.40%	93.40%	92.00%
1.2 无载体药物支架						
收入				5	47	111
收入增长率					850%	138%
毛利率				95%	95%	95%
1.3 分叉支架						
收入					30	97
收入增长率						222%
毛利率					95%	95%
2. 代理及经销产品						
收入	36.9	63.6	80.3	102.7	133.6	160.3
收入增长率	1601.4%	72.3%	26.2%	28.0%	30.0%	20.0%
毛利率	16.2%	27.0%	33.1%	33.0%	33.0%	33.0%
3. 封堵器						
收入	5.4	42.4	54.2	69.0	88.0	107.7
收入增长率	0.0%	690.1%	28.0%	27.4%	27.4%	22.5%
毛利率	93.6%	86.1%	91.0%	91.0%	91.0%	91.0%
4. 心脏瓣膜						
收入				27.2	32.6	39.1
收入增长率					19.8%	19.8%
毛利率				84.6%	84.6%	84.6%
5. 基础耗材						
收入				30.0	60.0	200.0
收入增长率					100.0%	233.3%
毛利率				50.0%	65.0%	65.0%
6. 其他						
收入	10.7	17.6	56.2	64.6	74.3	85.4
收入增长率	-3.0%	64.6%	219.1%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	25.9%	32.5%	39.4%	35.0%	35.0%	35.0%
主营业务收入合计						
收入	393.9	565.2	770.1	963.9	1176.7	1491.2
收入增长率	31.7%	43.5%	17.8%	25.2%	22.1%	26.7%
毛利率	78.6%	81.7%	82.9%	81.3%	81.1%	78.9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1214	1607	1897	2265
应收款项	185	79	97	118
存货净额	102	124	145	201
其他流动资产	73	70	85	104
流动资产合计	1574	1880	2224	2689
固定资产	389	505	637	757
无形资产及其他	4	4	4	3
投资性房地产	260	260	260	260
长期股权投资	0	(40)	(40)	(40)
资产总计	2227	2608	3085	3669
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	33	32	38	52
其他流动负债	117	133	157	200
流动负债合计	150	165	195	252
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	10	30	50	70
长期负债合计	10	30	50	70
负债合计	160	195	245	322
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2066	2413	2839	3347
负债和股东权益总计	2227	2608	3085	3669

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.51	0.61	0.75	0.89
每股红利	0.10	0.18	0.22	0.27
每股净资产	2.54	2.97	3.50	4.12
ROIC	20%	23%	28%	31%
ROE	20%	21%	21%	22%
毛利率	83%	81%	81%	79%
EBIT Margin	58%	57%	57%	56%
EBITDA Margin	60%	60%	61%	60%
收入增长	36%	25%	22%	22%
净利润增长率	40%	21%	23%	19%
资产负债率	7%	7%	8%	9%
息率	0.7%	1.3%	1.5%	1.8%
P/E	28.8	23.9	19.4	16.3
P/B	5.7	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	25.7	20.8	16.8	14.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	770	964	1177	1436
营业成本	132	180	222	304
营业税金及附加	2	3	3	4
销售费用	114	142	172	208
管理费用	73	90	105	121
财务费用	(23)	(17)	(21)	(25)
投资收益	0	5	7	11
资产减值及公允价值变动	(3)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	469	569	700	834
营业外净收支	3	0	0	0
利润总额	473	569	700	834
所得税费用	62	74	91	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	410	495	609	725

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	410	495	609	725
资产减值准备	3	4	2	2
折旧摊销	17	28	44	56
公允价值变动损失	3	2	2	2
财务费用	(23)	(17)	(21)	(25)
营运资本变动	(228)	126	(2)	(18)
其它	(3)	(4)	(2)	(2)
经营活动现金流	202	651	653	765
资本开支	(131)	(150)	(180)	(180)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(120)	(110)	(180)	(180)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(84)	(149)	(183)	(217)
其它融资现金流	31	0	0	0
融资活动现金流	(137)	(149)	(183)	(217)
现金净变动	(55)	393	291	368
货币资金的期初余额	1269	1214	1607	1897
货币资金的期末余额	1214	1607	1897	2265
企业自由现金流	48	482	449	554
权益自由现金流	79	497	467	576

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骝	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn