

理邦仪器（300206）

买入/首次评级

股价：RMB25.78

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

胡骥

0755-83201063

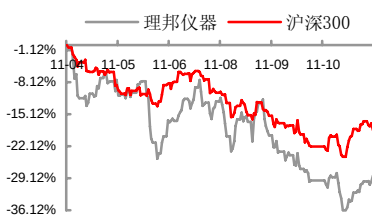
huji@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	100
流通 A 股（百万股）	100
流通 B 股（百万股）	0
可转债（百万元）	
流通 A 股市值（百万元）	2,578

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

四大业务齐头并进，研发、营销相得益彰

——理邦仪器（300206）深度研究报告

看好逻辑：

1. 四大业务保持稳定较快的增长，全球各地区市场比较均衡，抗风险能力强。
2. 新产品储备丰富，插件式监护仪即将发布上市，彩超产品有望明年上半年上市，POCT 产品有望明年推出。
3. 公司未来战略方向明确：手握近 5 亿超募资金，业务范围战略延伸和外延式并购值得期待。

公司要点：

- 公司主营业务聚焦监护、诊断治疗类医疗设备，包括心电、产科、多参监护与超声影像四大业务。产科产品国内第一；心电产品国内市场国产品牌第一，出口超过其他国产品牌的总和；监护和超声影像产品具有较强市场竞争力。
- 心电产品国内外更新换代需求旺盛，增速有望保持较快。监护和超声业务随着未来新产品（插件式监护仪、彩超）的加入，有望保持持续较高增长速度。POCT 有望明年推出，扩展公司新的业务领域。
- 公司海外和国内市场平衡发展，区域分布均衡，抵抗区域市场风险能力强。业务多元化，共享渠道和研发平台，提升竞争力。
- 两个转型扩大公司盈利空间：公司逐步从提供产品向提供专业解决方案转型，扩大市场竞争力，提升赢利范围；未来战略上从卖仪器向“仪器+耗材”转型，提升赢利稳定性。
- **盈利预测与估值：**预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.66、0.95 和 1.29 元，对应 11-13 年估值为 38、26、20 倍。考虑公司抗风险能力强，未来业绩增长较快且存在超预期的因素，我们首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**产品侵权诉讼风险；人民币持续升值风险

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	320.6	389.0	503.0	651.0
(+/-%)	0.0	21.3	29.3	29.4
归属母公司净利润(百万元)	66.0	66.0	95.0	127.0
(+/-%)	0.0	0.0	43.9	33.7
EPS(元)	0.66	0.66	0.95	1.27
P/E(倍)	39.1	38.1	26.4	19.8

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

投资案件	4
投资建议	4
核心假设	4
与市场预期的差异之处	4
股价变化的催化剂	4
核心假设的风险	4
公司是国内技术领先的医疗设备供应商	5
研发推陈出新，营销全球布局	5
产品推陈出新，研发优势彰显公司成长动力	5
营销全球布局，区域分散可防御区域市场风险	6
4 大业务齐头并进，发挥渠道共用、研发平台共享优势	7
心电产品国产品牌称雄	7
产科产品不断丰富，品牌和技术优势扩大	9
多参监护领域发展潜力巨大，插件式监护仪即将发布	10
超声产品立足 B 超，努力拓宽产品线	11
另辟蹊径，以 POCT 为突破口，谨慎迈入检验市场	13
战略方向明确，募投项目和超募资金护航战略扩展	13
未来战略扩展方向明确	13
募投项目提升公司研发、生产和营销能力，超募资金可用于战略并购	14
盈利预测与估值	15
收入预测	15
估值	16
风险提示	16
产品侵权诉讼败诉的风险	16
人民币持续升值的风险	17

图表目录

图 1: 股权结构	5
图 2: 主营业务收入构成	5
图 3: 理邦产品延伸路线图	6
图 4: 近三年内外销占比	6
图 5: 海外市场的区域分布	6
图 6: 公司 4 大业务分类	7
图 7: 监护、诊断和治疗类医疗器械国内产值	7
图 8: 国内心电生理设备市场规模及增速	8
图 9: 全球心电生理设备市场规模及增速	8
图 10: 2009 年心电产品出口额前十 (单位: 万美元)	8
图 11: 公司主要心电产品	8
图 12: 产科监护仪市场规模及增速	9
图 13: 近几年公司产科监护的市场占有率	9
图 14: 公司主要产科产品	10
图 15: 全国床位数及监护仪普及率	10
图 16: 国内监护仪市场规模及增长率	10
图 17: 公司主要多参监护产品	11
图 18: 超声是四大医学影像之一	12
图 19: 国内超声影像产品的市场规模及增速最	12
图 20: 公司主要超声产品	12
表格 1: 黑白超与彩超的主要区别	12
表格 2: 公司现有业务市场地位及扩展方向	14
表格 3: 募集资金投向	14
表格 4: 收入预测表	15
表格 5: 可比上市公司估值情况	16

投资案件

投资建议

预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.66、0.95 和 1.29 元，对应 11-13 年估值为 38、26、20 倍。考虑到公司：

1. 四大业务保持稳定较快的增长，全球市场比较均衡，抗风险能力极强。
2. 新产品储备丰富，插件式监护仪即将海外发布上市，彩超产品有望明年上半年上市，POCT 产品有望明年推出。新产品有望为公司的增长注入新的动力，成为超预期因素。
3. 公司未来战略方向明确：手握近 5 亿超募资金，业务范围战略延伸和外延式并购值得期待。

我们认为公司具有较好的长期投资价值。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设

- 1、4 大业务保持平稳较快增长
- 2、保守估计新产品的业绩贡献，考虑 1-2 年的产品完善和市场导入期
- 3、毛利水平基本维持目前情况或小幅变动

与市场预期的差异之处

1. 11 年公司业绩相比往年增速有较大幅度的下降，主要因上市费用计提及研发投入增长。未来几年业绩相对今年将有显著改善。高额研发投入为未来发展打下基础
2. 公司业务均衡，多元化业务发挥渠道共用、研发平台共享的优势新产品储备
3. 公司市场布局全球，区域分布较均衡，抵抗区域市场风险能力强

股价变化的催化剂

1. 新产品的发布上市
2. 对外并购或新业务的扩展
3. 行业政策性利好或市场景气超预期

核心假设的风险

1. 新产品开发低于预期
2. 出口或市场景气度低于预期

公司是国内技术领先的医疗设备供应商

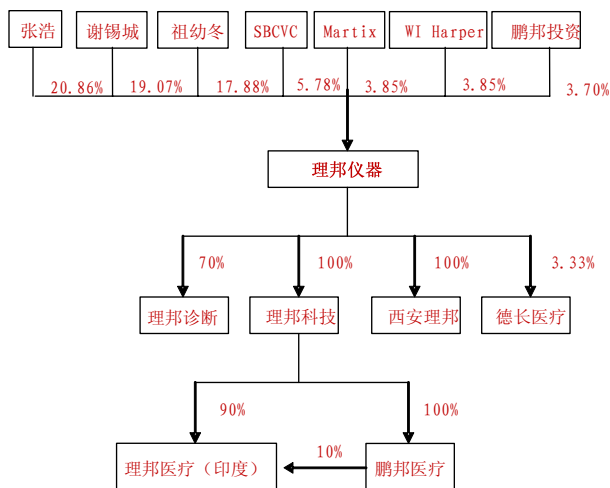
深圳市理邦精密仪器股份有限公司成立于 1995 年，是集研发、生产、销售、服务为一体，具有自营进出口权的医疗电子仪器设备供应商。

公司不断地采用前沿的科技，先进的技术开发出满足市场 客户需要的产品，目前已经形成产科监护设、心电生理设、多参数监护设备、超声诊断设备四大系列产品，80 多个型号产品。理邦产品已经走出国门，进入欧美和其他 120 多个国家和地区。

公司董事长兼总经理张浩、副总谢锡城和副总祖幼冬所持股份分别为 20.86%、19.07%、17.88%。三人合计持有公司 57.81%的股份，为公司实际控制人。SBCVC、Matrix、WI Harper 为风险投资机构。

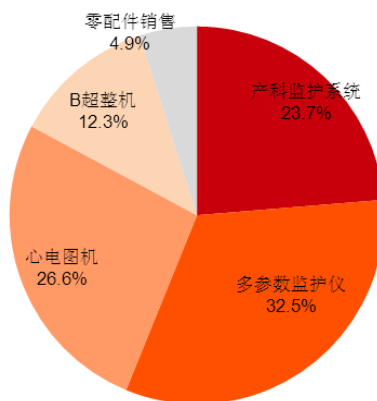
高素质的研发团队和具备医药、营销等专业知识的复合型营销团队是公司核心竞争力的保障。由公司 151 位员工设立鹏邦投资，并通过鹏邦投资持有公司股权。

图 1： 股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 主营业务收入构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

研发推陈出新，营销全球布局

产品推陈出新，研发优势彰显公司成长动力

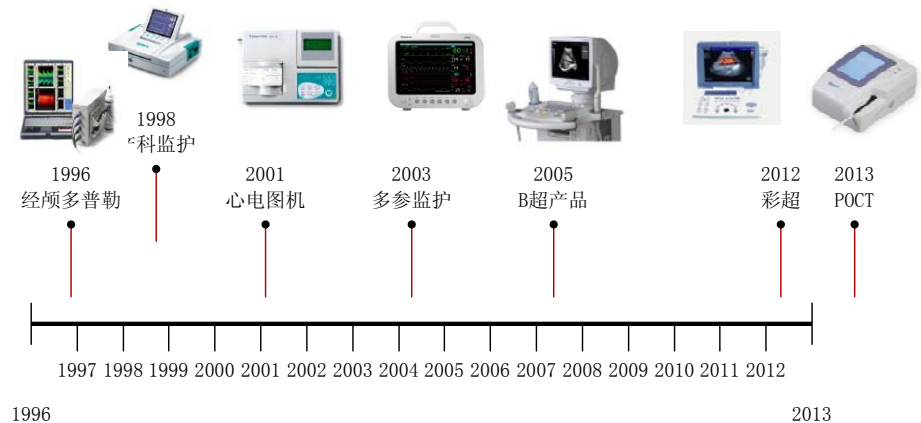
公司拥有专利 47 项、核心保密技术 55 项、软件著作权 77 项，产品技术达到国内领先和国际先进水平。近三年，公司开发新产品 24 项、新工艺 73 项、新技术 55 项；储备新产品 7 项、新技术 30 项、新工艺 20 项，技术和产品的开发能力居行业领先地位。

目前公司各类产品批量进入摩洛哥皇家医院、香港玛丽医院、瑞典马尔默大学附属医院等全球顶级医疗机构。公司分别通过 ISO-9001/ISO-13485 质量管理体系认证以及国内医疗器械行业的 CMD 体系认证。公司产品通过 SFDA 注册、FDA 注册、CE 认证、3C 认证及 CMC 计量认证等多项国际产品质量体系的认证或注册，产品质量获得国际顶级客户的认可。

公司高素质的研发团队和持续高强度的研发投入造就了公司强大而高效的研发能力，维持了行业内较高的毛利率，是业绩可持续发展的重要保证。

公司 2010 年研发费用达到 3822 万元，占营业收入 12.53%，高于同行业。我们认为公司在研发方面不断的高投入是业绩持续增长的重要保证。

图 3： 理邦产品延伸路线图



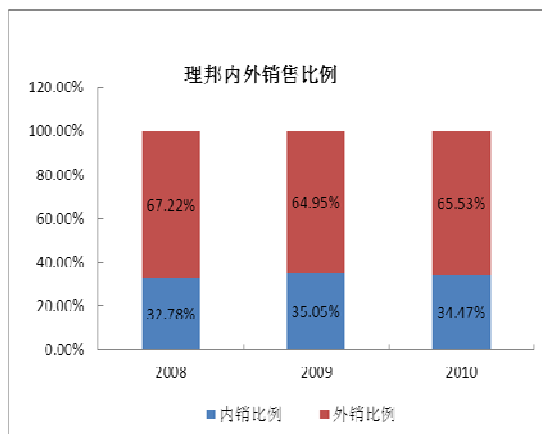
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

营销全球布局，区域分散可防御区域市场风险

公司拥有广泛覆盖国内外的营销网络。公司营销团队中，国内营销人员超过 200 人、国际营销人员约 100 人，占公司总人数的 40% 左右。公司在全国设有 23 个办事处，拥有 2,400 多家国内经销商，覆盖了国内 2,000 多个县市和 480 余家三级以上综合医院；拥有 1,100 多家国际经销商，覆盖了全球 120 多个国家和地区，为未来产品叠加、扩大市场份额奠定了渠道基础。

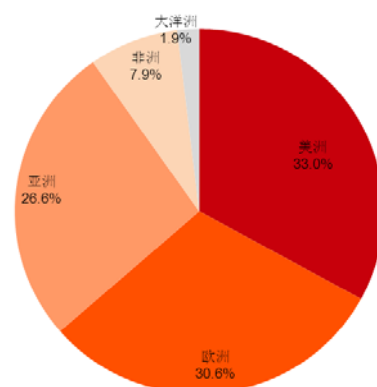
公司主攻美洲、亚洲、欧洲等国家市场，区域分布比较均匀，可以规避区域市场景气度下降和经济环境的冲击。

图 4： 近三年内外销占比



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 5： 海外市场的区域分布



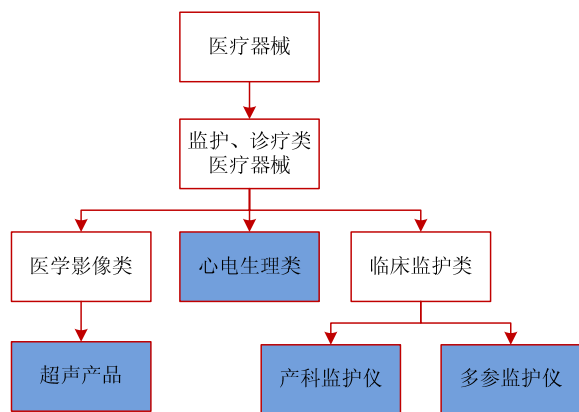
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

4 大业务齐头并进，发挥渠道共用、研发平台共享优势

公司产品线丰富，主要集中在监护、诊断和治疗类医疗器械领域，公司现有主要业务可分为心电产品、产科监护、多参监护和超声产品 4 大类。

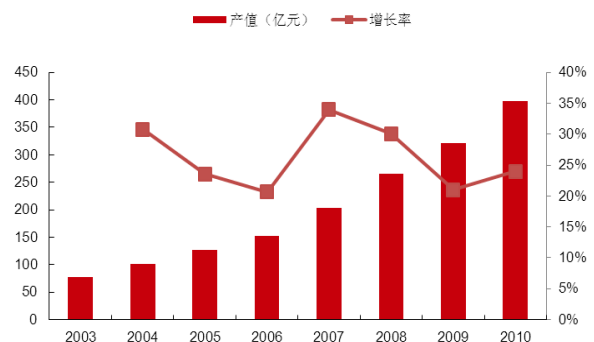
诊断、监护及治疗设备是中国医疗器械产业中发展最为迅速，综合运营能力最强的子行业，其毛利率、资产利润率、成本费用利润率、销售收入增长率等指标在各子行业中处于领先水平。

图 6： 公司 4 大业务分类



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7： 监护、诊断和治疗类医疗器械国内产值



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司产品覆盖诊断、监护及治疗设备的多个重要领域，经过多年的发展公司四大业务均取得了举足轻重的市场地位。根据国家食品药品监督管理局信息中心发布的《中国医疗诊断、监护及治疗设备制造行业发展分析》，2009 年公司产科系列产品市场份额全国第一，心电系列产品国内品牌市场份额第一、出口市场份额第一，监护系列产品占出口市场份额第三，超声影像产品（含 B 超、经颅多普勒等产品）具有较强的市场影响力。

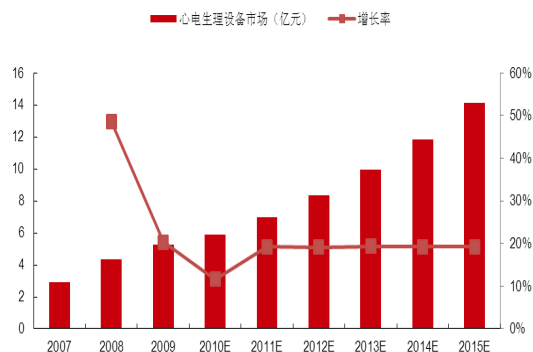
心电产品国产品牌称雄

心电产品是记录心脏电活动（即心电图）的生理功能检测仪器，可提供各种心脏病确诊和治疗的基本信息，有助于分析和认识各类心律失常，帮助了解某些药物和电解质紊乱以及酸碱失衡对心肌的影响，适用于各级医院诊所的体检、门急诊、病房等场合。

根据 Global Information, Inc. 的统计数据，2009 年全球心电生理类产品的市场规模为 26 亿美元，2005 年至 2009 年的复合增长率为 9.94%。

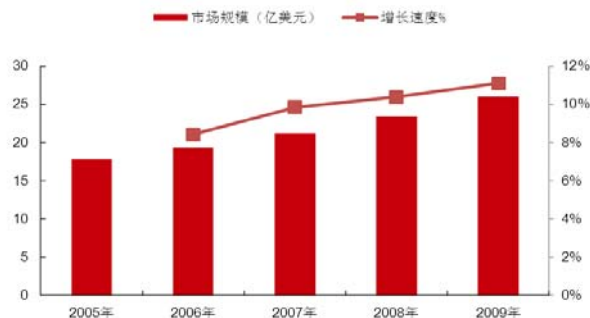
随着新医改的推进，我国心电图机市场迎来一次难得的发展机遇。需求爆发的同时，市场也迎来了强大的升级换代需求，逐步用六导联和十二导联替代淘汰落后的心电产品。据中国医疗器械行业协会统计数据显示，我国心电图机市场需求规模从 2007 年的 2.66 万台上升到 2009 年的 4.69 万台，预计到 2015 年将达到 10.89 万台，保持 20% 的复合增长速度。

图 8： 国内心电生理设备市场规模及增速



资料来源：卫生部，华泰联合证券研究所

图 9： 全球心电生理设备市场规模及增速

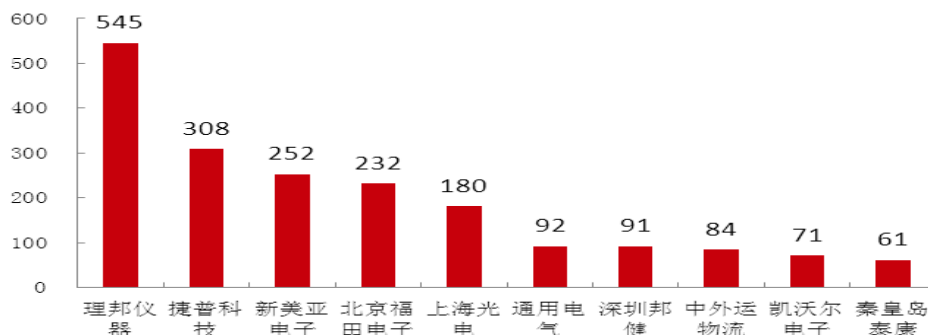


资料来源：Global Information, Inc.，华泰联合证券研究所

我国心电图机主要生产厂家在广东、山东和上海，大多数是中小企业，专业生产心电图机的企业不超过 30 家。国内心电图机市场 90% 的产品都被外国品牌占据，国产心电图机仅占市场 10%。

据海关数据统计，公司凭借着价格和品牌优势，2008 年和 2009 年心电设备产品分别出口 3,539.2 万元、3,931.6 万元，分别占全国出口总额的 21.14%、22.04%，连续两年在国内出口心电生理设备的企业中位居第一。

图 10： 2009 年心电产品出口额前十（单位：万美元）



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

公司心电图机产品主要类别有数字式十二道心电图机、数字式六道心电图机、心电工作站、单道心电图机、多道心电图机。本公司通过自主掌握的主控平台技术，可以实现心电系列产品的信息共享和互联，实现医疗信息的集中式管理。

图 11： 公司主要心电产品



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

公司是国产心电产品的第一品牌，国内市场在国产品牌中市场占有率和出口市场份额均为第一。

我们预计公司在心电生理业务方面未来将保持持续 30%左右的高增长。

产科产品不断丰富，品牌和技术优势扩大

产科监护是通过超声多普勒技术及生理信号检测技术，检测胎心率、宫缩及母亲脉搏氧饱和度、无创血压、心电等生理参数，实现对胎儿产前、产程的监护，同时也对母亲的生理参数进行监护，应用于医院门诊、待产室、产房等。

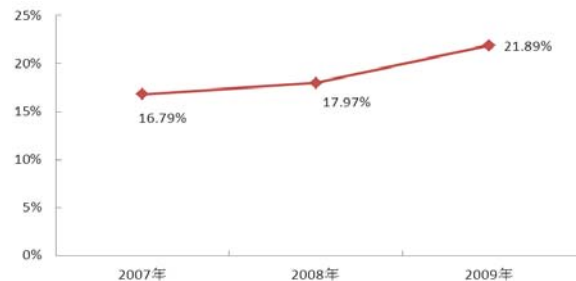
据中国人口统计年鉴分析，2008 年我国新生儿出生率为千分之二点一四，新生儿数量超过 1600 万人，即有超过 1600 万人次使用产科监护设备的需求。考虑我国庞大的人口基数及未来独生子女家庭计划生育政策的放开，未来我国产科监护市场前景广阔，公司将受益良多，预计公司在产科监护业务未来将实现 15%左右的增长。

图 12： 产科监护仪市场规模及增速



资料来源：卫生部，华泰联合证券研究所

图 13： 近几年公司产科监护的市场占有率



资料来源：海关，招股说明书，华泰联合证券研究所

公司产科系列产品主要类别有胎心多普勒仪、超声多普勒胎儿监护仪、胎儿/母亲监护仪、产科中央监护系统、产科远程监护系统、产科综合诊断监护系统。通过远程中央监护系统，可实现产科系列所有产品的信息共享、互联，实现对母亲和胎儿的远程监护、医疗数据的集中信息化管理。

公司在产科监护设备上颇具优势，2009 年公司产科系列产品位居国内市场份额第一，占比 21.89%。

图 14： 公司主要产科产品



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

多参监护领域发展潜力巨大，插件式监护仪即将发布

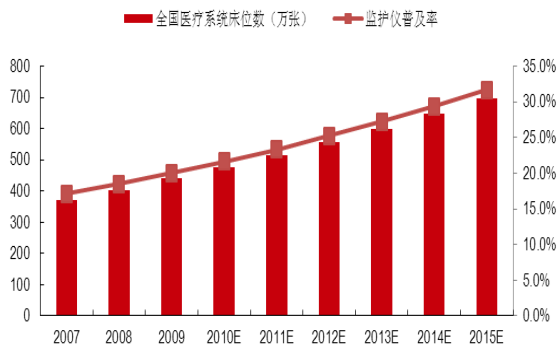
多参监护设备可以实时、连续监护患者的心电、无创血压、脉搏氧饱和度、呼吸、体温、脉率、有创血压和呼吸末二氧化碳等生理参数，应用于手术室、重症监护室、病房等场合。

2009 年，全球临床监护仪的市场规模约为 27 亿美元，复合增长率约为 6%。其中飞利浦和 GE 分别占有 44%和 22%的市场份额。迈瑞收购 Datascope 后，成为全球第三大临床监护仪企业，占全球市场份额 9.3%。

2009 年，我国医疗监护仪的市场规模约为 20 亿元，迈瑞，GE 和飞利浦分别占据中国 49%，18%和 14%的市场份额。公司在该领域主要的外资竞争对手为 GE 和飞利浦，国内主要的竞争对手为迈瑞，东软医疗，广东宝莱特和深圳金科威等。据中国医疗器械行业协会提供数据显示，2009 年中国医疗监护仪普及率仅为 20%，而美国已达到 80%。由此可见，我国临床监护领域上升空间巨大。

图 15： 全国床位数及监护仪普及率

图 16： 国内监护仪市场规模及增长率



资料来源：卫生部，华泰联合证券研究所



资料来源：食品药品监督管理局信息中心，华泰联合证券研究所

公司多参数监护仪主要类别包括便携式多参数监护仪、中央监护系统、血氧饱和度检测仪等。通过 MFM-CMS 中央监护系统, 可实现多参数监护系列所有产品的信息共享、互联, 实现医疗数据的集中式信息化管理。

图 17: 公司主要多参监护产品



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

在多参数监护设备方面, 尽管竞争激烈, 公司把握自己的价格和渠道优势, 2008 年和 2009 年销售增长率高达 62.07% 和 76.54%, 远高于同期国内外多参数监护市场增长速度。虽然 2011 年受产品侵权诉讼和市场环境的影响, 增速明显下滑, 但仍保持 30% 左右的较高增速。

根据海关分类数据统计显示, 2009 年, 理邦仪器临床监护类产品出口总额位居我国第三名。公司插件式监护仪产品有望于明年推出, 将进一步丰富公司的产品, 提升公司产品结构层次。我们预计公司未来在多参数监护业务保持 30% 左右的增长。

超声产品立足 B 超, 努力拓宽产品线

超声影像设备属于诊断性医疗设备中的常规影像诊断仪器, 在医学上的应用普及早已成熟, 目前市场容量大、年增长率在国内和全球市场都一直比较稳定。超声影像诊断具有高空间分辨率、高软组织对比、实时快速成像、操作方法简便、无禁忌、无损伤、可重复、便携和经济等特点, 它与 CT、MRI、同位素显像一起构成了临床医学中必不可少的四大影像诊断技术。

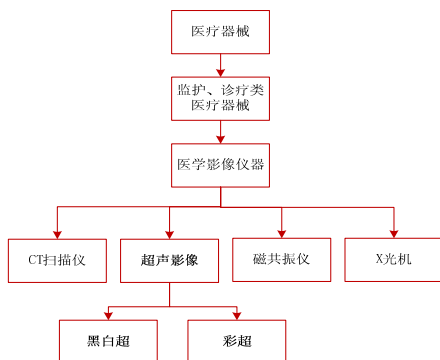
按功能、性能和工作原理的不同, 超声影像产品可以分为 B 型超声诊断设备 (俗称“黑白超”) 和多普勒超声设备 (俗称“彩超”) 两类。

彩超的快速普及和逐步代替黑白超是行业发展的趋势，但黑白超的市场活力依然强劲。中国在黑白超技术上已达到国际先进水平，凭借研发、制造成本的优势，已经成为全球黑白超的主要输出地。

彩超方面以迈瑞、开立为首的国内厂家近几年在彩超方面亦取得重大突破，在低端彩超市场具有很强竞争力。从出口数据来看，黑白超和彩超均保持高速增长。

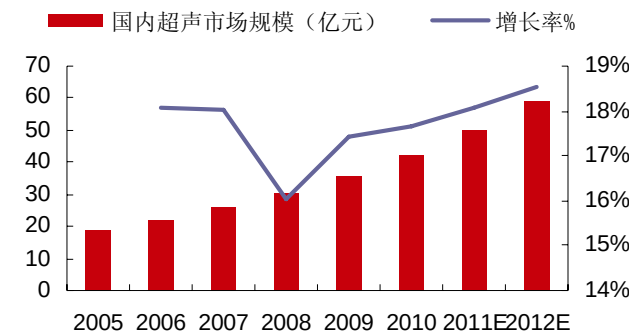
近年来我国超声诊断设备市场规模持续扩大，正处于由中型规模市场向大型规模市场扩张的稳定发展阶段。2005 年到 2010 年，我国超声设备市场年平均增长速度超过 17%。根据分析预测，到 2012 年，超声诊断市场规模将达到 58.8 亿元人民币。

图 18： 超声是四大医学影像之一



资料来源：华泰联合证券研究所

图 19： 国内超声影像产品的市场规模及增速最



资料来源：中国医疗器械行业协会，华泰联合证券研究所

表格 1： 黑白超与彩超的主要区别

差异点	黑白超	彩超
功能	主要是 B 型、M 型两种诊断方法	具有 B 型、M 型、脉冲多普勒、连续多普勒、彩色多普勒血流成像法等五种超声诊断方法
诊断范围	相对较小，以腹部检查为主：胆结石、膀胱结石、肾结石、前列腺炎、肝囊肿、子宫肌瘤、早孕等	范围较宽：一些浅表组织器官，如甲状腺、乳腺、腮腺、睾丸等的检查需要做彩超；肿瘤、阻塞性黄疸、肝硬化、宫外孕、血管性病变等腹部检查建议使用彩超
国内终端售价	国内一般终端价在几万元	国内一般终端价在几十万至两百万之间
国内检查收费	20-50 元	80-200 元

资料来源：华泰联合证券研究所

在超声领域，公司所占市场份额相对较小，公司超声影像产品包括黑白 B 超和经颅多普勒产品，销售收入以黑白 B 超为主。

目前超声影像设备市场的种类较多、市场空间较大，2012 年公司有望推出彩超产品，紧跟发达国家的产品升级换代和发展中国家高端市场的超声影像需求，推动超声影像业务的快速发展。预计未来公司在超声产品方面增长 30% 左右。

图 20： 公司主要超声产品



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

另辟蹊径，以 POCT 为突破口，谨慎迈入检验市场

POCT 是 Point-Of-Care Testing 的简写，简单的来说 POCT 是在或靠近病人位置处分析病人标本的一种分析技术，并能迅速得到结果。它具有体积小，携带方便，统一使用和结果快速等优点，能检测 30 多种项目，包括血液，尿液，毒品等类别的检测，在临床上应用的越来越广泛，成为检验医学发展的新热点。

近几年来，POCT 市场发展迅猛，在美国 POCT 市场每年以 12% 的速度增长。POCT 仪器和试剂 2004 年在欧洲市场的销量为 1.22 亿欧元，2006 年则上升至 24.855 亿欧元，是全球医疗器械中增长率最高的产品。

公司自主研发的 POCT 项目使用目前最为先进的生物芯片技术为依托，，预计 POCT 项目有望于 2013 年实现全年销售。公司在实现 POCT 销售前，代理国外 POCT 类产品的销售，了解和拓展 POCT 销售渠道，为公司自主研发的产品积累市场经验。

战略方向明确，募投项目和超募资金护航战略扩展

未来战略扩展方向明确

公司的产品系列定位于常规、普及型的医疗器械产品；基于渠道共用性的特点，不断扩充产品线、拓展相关产品种类，成为具备全系列产品供应能力的解决方案供应商。

产品定位确保了公司广泛的收入来源和刚性的产品需求，公司抵抗经济波动能力较强；同时，公司的新产品开发和现有产品具有较强的相关性，可通过现有渠道快速进行销售，极大地确保了公司产品的成功上市。

在新产品线的拓展方面，公司正进行彩色超声影像设备和快速临床检测类产品线的开发，以完善超声影像产品线，并向检验分析类产品线扩展。未来还将基于技术和渠道的扩展性，逐步向其它相关领域扩展。

在产品全系列解决方案建设方面，公司通过在现有 4 条产品线内，不断开发新的相关或配套产品、丰富产品种类、拓展收入来源、持续提升整体解决方案能力。

根据行业发展情况，我们认为公司未来的产品发展策略主要有：

- （1）扩充产品线，扩大公司在本行业内涉及的产品领域；
- （2）丰富现有产品线的产品种类，提升全系列产品供应能力，向解决方案供应商的方向发展；

(3) 持续扩大销售渠道网络，并基于渠道共用性，通过产品叠加，实现新产品的快速销售。

表格 2：公司现有业务市场地位及扩展方向

产品系列	市场地位	现有产品	扩展方向
心电系列	产品丰富，形成强大的品牌。在国内市场及出口市场份额均为第一	数字式十二道心电图机、数字式六道心电图机、心电工作站、单道心电图机、多道心电图机。	专业的电生理诊断设备解决方案供应商
产科系列	产品丰富，形成强大的品牌。在国内市场份额第一	胎心多普勒仪、超声多普勒胎儿监护仪、胎儿/母亲监护仪、产科中央监护系统、产科远程监护系统、产科综合诊断监护系统。	妇幼保健解决方案供应商
监护系列	产品比较丰富，出口占比市场份额第三	括便携式多参数监护仪、中央监护系统、血氧饱和度检测仪等	监护及 ICU 急救解决方案供应商
超声影像	黑白超和多普勒产品，彩超尚在研发中。国内市场和出口份额相对较低	全数字超声诊断系统、超声影像管理系统、经颅多普勒诊断系统、便携式经颅多普勒血流分析仪	专业超声影像诊疗设备整体方案供应商

资料来源：华泰联合证券研究所

募投项目提升公司研发、生产和营销能力，超募资金可用于战略并购

公司上市共募集到资金 8.84 亿元，计划将 4.24 亿元用于研发中心、生产平台、营销网络扩建、品牌运营建设及信息化平台建设。项目建成后公司的研发、生产能力和营销网络都将显著增强。11 年三季报中提到“公司正在国内外积极寻找适合的投资项目，以利用资本市场加速企业发展”。

表格 3：募集资金投向

项目名称	投资（万元）	建设周期	项目概况
研发中心扩建项目	20,127.00	3 年	本项目的投入旨在进一步完善公司各产品线研发设施并增加相关经费投入，提升产品开发能力，提升产品竞争力。其中研发平台及验证平台建设投资 7,566.00 万元，各产品线新产品研发投入 12,561.00 万元。
生产平台扩建项目	4,669.75	1.5 年	其中建设投资 401.75 万元，建设设备 968.00 万元，流动资金 3,300.00 万元。实施生产平台扩建项目，建成后，生产线将扩充至 11 条，解决产能瓶颈，保障高效供应能力的需要。
营销网络扩建及品牌运营建设项目	12,603.16	3 年	营销网络扩建包括销售网络扩建和服务网络建设两个部分，其中营销网络扩建投资 5,900.16 万元，品牌运营建设的投资 6,703.00 万元，在国内外各新增 10 个办事处（客户服务中心），公司还将建立 66 个临床示范基地（客户体验中心）让客户更真切、直接地体验公司的产品，提高客户对产品和品牌的认可度。
信息化平台建设项目	5,011.44	3 年	利用现代信息技术，有效地开发和利用信息资源，有助于加强企业内部管理，提高工作效率，并降低沟通成本，降低生产成本，减少制造系统员工的劳动强度和制造费用，有助于公司管理层对企业内外运营情况的掌握，提升公司管理层决策的科学性和可靠性。

资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值

收入预测

表格 4：收入预测表

主营业务		2009	2010	2011E	2012E	2013E	关键假设及支持逻辑
多参	收入（百万）	66.5	107.7	136	176	229	插件式监护仪 2011 年底上市；预计未来 30% 左右较高速度增长
	增长率（%）		61.9%	26.0%	30.0%	30.0%	
	成本（百万）	32	51	68	86	115	
	毛利(百万)	34	57	68	90	115	
	毛利率（%）	51.4%	52.9%	50.0%	51.0%	50.0%	
心电	收入（百万）	57.0	79.5	103	139	181	受国内外产品升级换代需求推动，维持 30% 左右增长；十二通道高端产品比例持续提升
	增长率（%）		39.5%	30.0%	35.0%	30.0%	
	成本（百万）	27	32	42	57	74	
	毛利(百万)	30	48	61	82	107	
	毛利率（%）	52.9%	60.3%	59.5%	59.0%	59.0%	
产科	收入（百万）	69.1	78.3	86	99	114	增速维持 10-15% 的假设，产科解决方案对销售有一定贡献
	增长率（%）		13.4%	10.0%	15.0%	15.0%	
	成本（百万）	23	26	31	36	41	
	毛利(百万)	46	52	55	63	73	
	毛利率（%）	66.5%	66.2%	64.0%	64.0%	64.0%	
超声	收入（百万）	26.6	39.3	43	56	79	彩超产品 2012 年上市，假设 1-2 年市场导入期，逐步放量
	增长率（%）		47.8%	10.0%	30.0%	40.0%	
	成本（百万）	11	17	19	25	35	
	毛利(百万)	15	22	24	31	43	
	毛利率（%）	57.0%	57.0%	55.0%	55.0%	55.0%	
配件及其他	收入（百万）	8.9	15.0	21.03	31.54	47.31	配件增长高于设备；POCT 可能 2012 年下半年推出，但销量较难预测，未考虑其销售贡献
	增长率（%）		69.1%	40.0%	50.0%	50.0%	
	成本（百万）	3	5	7	10	16	
	毛利(百万)	5.5	10.0	14.1	21.1	31.7	
	毛利率（%）	62.1%	66.9%	67.0%	67.0%	67.0%	
主营总计	收入（百万）	228.0	319.8	389.4	502.6	650.5	
	增长率（%）		40.2%	21.8%	29.1%	29.4%	
	成本（百万）	97.1	130.6	167.1	215.0	281.0	
	毛利(百万)	130.9	189.2	222.3	287.7	369.5	
	毛利率（%）	57.4%	59.2%	57.1%	57.2%	56.8%	

资料来源：公司报表，华泰联合证券研究所

估值

预计公司 2011~2013 年每股收益分别为 0.66、0.95 和 1.29 元，对应 11-13 年估值为 38、26、20 倍。低于可比医疗器械行业上市公司平均估值。考虑到公司良好的抗风险能力和良好的成长性，目前估值有较大吸引力。

表格 5：可比上市公司估值情况

代码	名称	收盘价 (元)	EPS				PE		
			2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
002022	科华生物	12.34	0.46	0.52	0.63	0.75	23.64	19.56	16.35
002030	达安基因	8.98	0.20	0.20	0.24	0.29	45.47	37.31	31.15
600529	山东药玻	14.50	0.67	0.61	0.76	0.89	23.90	19.07	16.26
600587	新华医疗	33.84	0.45	0.79	1.15	1.59	42.62	29.44	21.29
300003	乐普医疗	18.34	0.51	0.63	0.77	0.94	29.21	23.82	19.53
300030	阳普医疗	12.42	0.39	0.30	0.42	0.56	41.47	29.50	22.31
600055	万东医疗	15.23	0.19	0.22	0.28	0.35	67.96	54.49	43.10
002223	鱼跃医疗	27.70	0.63	0.61	0.89	1.26	45.32	31.20	22.02
002432	九安医疗	14.70	0.19	0.13	0.17	0.23	116.85	85.32	65.22
300171	东富龙	46.85	0.88	1.35	1.84	2.39	34.72	25.51	19.57
300238	冠昊生物	79.98	0.71	0.75	1.03	1.31	106.17	77.67	61.14
300244	迪安诊断	43.10	0.84	0.90	1.25	1.70	47.76	34.40	25.28
300206	理邦仪器	28.29	0.88	0.80	1.10	1.38	35.35	25.78	20.55
002551	尚荣医疗	30.66	0.47	0.69	1.22	1.93	44.24	25.03	15.91
300246	宝莱特	40.61	1.11	1.05	1.43	1.89	38.77	28.33	21.50
002144	宏达高科	13.40	0.21	0.45	0.58	0.73	29.82	23.04	18.44
300216	千山药机	41.00	0.00	0.98	1.53	2.12	41.83	26.75	19.36
	平均	28.35	0.52	0.65	0.90	1.19	47.95	35.07	27.00

资料来源：公司报表，华泰联合证券研究所

风险提示

产品侵权诉讼败诉的风险

迈瑞公司对公司发起起诉，共 24 个案件，包括 23 个专利侵权纠纷案件和 1 个商业秘密纠纷案件。涉及 M50、M80、M8、M8A、M8B、M9、M9A、M9B 多参数监护仪和 DUS3、DUS6 超声产品。

深圳市中级人民法院已于 2011 年 9 月 8 号、9 号和 2011 年 10 月 31 日进行了庭审，法官对相关事项进行了调查。

公司声明相关监护、超声影像产品系自主研发取得，未侵犯迈瑞公司专利。公司实际控制人张浩、谢锡城和祖幼冬已针对可能存在的侵权案件向发行人做出书面承诺：“如果公司因本次侵权案件最终败诉，并因此需要支付任何侵权赔偿金、相关诉讼费用，

或因本次诉讼导致公司的生产、经营遭受损失，公司实际控制人张浩、谢锡城、祖幼冬将共同承担公司因本次诉讼产生的侵权赔偿金、案件费用及生产、经营损失。”

我们认为诉讼涉及案件较多，结果较难预测且诉讼周期可能较长。但对公司长期经营影响有限。对公司短期经营的影响在过去半年已经显现，并可能开始逐步减弱。

人民币持续升值的风险

公司产品以外销为主，占收入的 65%。人民币进一步升值将对公司盈利产生一定的不利影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	245	1005	828	751	营业收入	321	389	503	651
现金	183	923	723	614	营业成本	130	167	215	281
应收账款	11	12	16	20	营业税金及附加	1	1	1	1
其他应收款	5	9	12	15	营业费用	61	78	98	124
预付账款	6	8	11	14	管理费用	60	92	113	130
存货	40	52	67	87	财务费用	1	-14	-23	-18
其他流动资产	1	0	1	1	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	21	215	496	714	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	15	210	491	709	营业利润	67	66	98	133
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	6	7	7	7
其他非流动资产	1	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	266	1219	1325	1465	利润总额	74	72	105	139
流动负债	37	48	60	76	所得税	8	8	12	16
短期借款	0	0	0	0	净利润	65	64	93	124
应付账款	23	31	40	52	少数股东损益	-1	-1	-2	-3
其他流动负债	14	17	20	24	归属母公司净利	66	66	95	127
非流动负债	12	7	8	8	EBITDA	68	58	94	147
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.88	0.66	0.95	1.27
其他非流动负	12	7	8	8	主要财务比率				
负债合计	48	55	67	84	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2	1	-1	-4	成长能力				
股本	75	100	100	100	营业收入	40.1%	21.4%	29.1%	29.4%
资本公积	75	952	952	952	营业利润	51.0%	-1.9%	48.6%	35.6%
留存收益	65	111	206	333	归属母公司净利	43.8%	-0.4%	44.4%	33.3%
归属母公司股	215	1163	1258	1385	获利能力				
负债和股东权	266	1219	1325	1465	毛利率(%)	59.3%	57.1%	57.2%	56.8%
现金流量表					净利率(%)	20.6%	16.9%	18.9%	19.5%
单位: 百万元					ROE(%)	30.7%	5.7%	7.5%	9.1%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	131.0	18.6%	12.4%	13.1%
经营活动现金	66	43	78	123	偿债能力				
净利润	65	64	93	124	资产负债率(%)	18.2%	4.5%	5.1%	5.7%
折旧摊销	0	6	18	32	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	1	-14	-23	-18	流动比率	6.64	20.76	13.83	9.85
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.56	19.69	12.72	8.70
营运资金变动	0	-8	-11	-15	营运能力				
其他经营现金	0	-5	1	0	总资产周转率	1.38	0.52	0.40	0.47
投资活动现金	-7	-200	-300	-250	应收账款周转率	38	34	36	36
资本支出	7	200	300	250	应付账款周转率	0.00	6.14	6.06	6.13
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	0	0	0	每股收益(最新)	0.88	0.66	0.95	1.27
筹资活动现金	-10	896	23	18	每股经营现金流	0.66	0.43	0.78	1.23
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	2.15	11.63	12.58	13.85
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	22	25	0	0	P/E	37.99	38.13	26.41	19.81
资本公积增加	70	878	0	0	P/B	11.67	2.16	1.99	1.81
其他筹资现金	-102	-6	23	18	EV/EBITDA	34	40	25	16
现金净增加额	48	740	-199	-109					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。