

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

乐普医疗 (300003)

推荐

医疗器械与服务

并购荷兰 comed 公司重大事件点评

(维持评级)

2011 年 11 月 15 日

并购欧洲器械经销商，国际化迈出关键一步

联系人：胡博新 0755-82133263 hubx@guosen.com.cn

证券分析师：贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

事项：

公司公布使用超募资金 544.5 万欧元与全资子公司北京天地和协科技有限公司使用自有资金 5.5 万欧元，合计出资 550 万欧元在荷兰设立一家 Coop 公司。荷兰 Coop 公司通过股权受让和增资两种方式，共出资 486.6 万欧元，取得 ComedB.V.公司（以下简称“Comed 公司”）70%的控股权。

国信观点：

中国在心脏支架领域已基本实现进口替代，未来出口潜力巨大。乐普本次收购的 Comed 公司是一家专门从事心血管介入和外科医疗器械销售的经销商，销售渠道覆盖欧洲、北美、中东、拉美等多个国家；收购代价相当于 Comed 公司 11 年动态 PE5.01x；将有力促使公司在“认证、渠道、品牌”三方面加快拓宽海外市场。维持乐普 11-13EPS0.61、0.75、0.89 元/股，对应市盈率分别为 30X、24X 和 20X。作为心血管介入医疗器械行业中的领先企业，乐普在国内市场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，以及海外市场拓展，未来业绩增长有望逐步恢复。目前的估值水平在医疗器械行业中仍具一定吸引力，维持“推荐”评级。

评论：

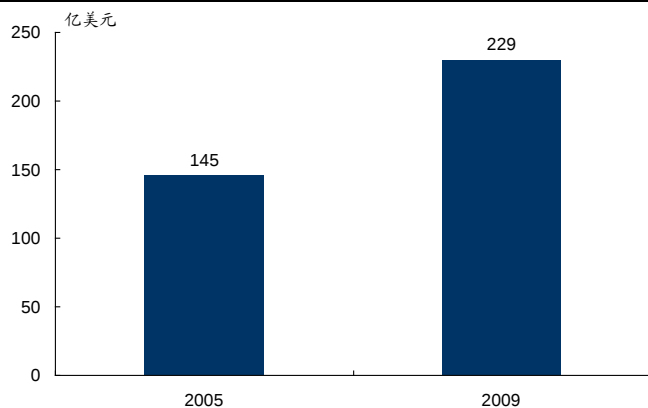
■ 公司出口仍处于起步阶段，未来发展潜力较大

公司国际化正处于起步阶段，09 年 9 月成立外贸部，10 年初搭建起海外销售网络。10 年公司销售额接近 1000 万元，占总收入比重不足 1.5%，而同行微创医疗在 10 年出口销售额已经实现 5458 万元（主要为裸支架），占收入比重的 7.5%，先健科技出口额也有 3586 万元（主要为封堵器），占总收入 34.24%。从全球市场来看，09 年全球心血管介入市场销售已达 228 亿美元，其中血管用支架是心血管介入治疗主要产品，约占整个市场的 24%。公司在国际市场上拥有很大的发展空间。

■ 出口三大门槛：认证、渠道、品牌

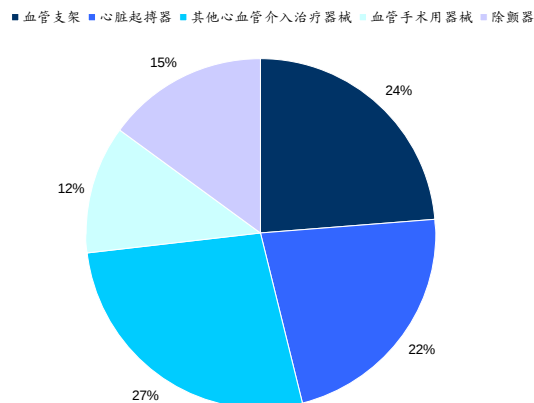
此前乐普出口规模落后于竞争对手的原因首先是产品认证的问题。公司目前通过 CE 认证的产品有 17 件，主要为单位价值相对较低的介入类配件，如三连三通等，单位价值最高的支架与封堵器尚未通过认证。由于缺乏主力产品，目前公司海外代理商的平均销售额相对较低，也限制了品牌的提升。伴随支架等核心产品认证完成，公司将逐步突破出口的三大门槛。

图 1: 05 和 09 年全球心血管介入市场规模



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 心血管介入器械市场产品格局

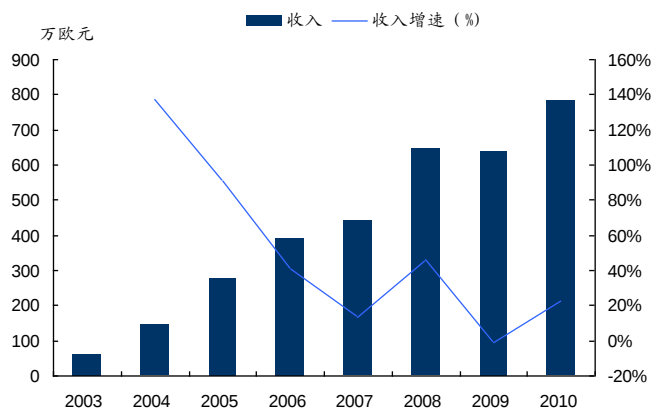


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

■ 并购海外经销商, 探索国际化新模式

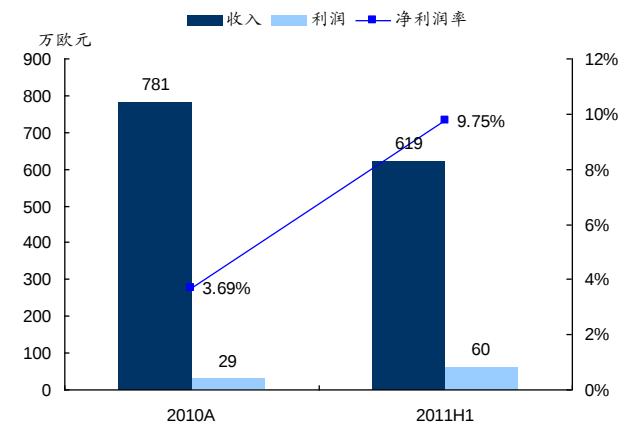
Comed 公司是一家专门从事心血管介入和外科医疗器械销售的经销商, 销售渠道覆盖欧洲、北美、中东、拉美等多个国家。Comed 公司的两位股东也有 30 多年代理经验, 拥有深厚的内医生资源、渠道资源以及其品牌影响力。从目前规模来看, 10 年 Comed 公司营业额为 780 万欧元, 属于中小规模的代理商, 但其收入增速迅速, 近六年销售收入年均复合增长率达到 28.30%。

图 3: 30-10 年 Comed 公司收入情况



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 10 年和 11 年 H1 Comed 公司收入和净利润



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

并购海外经销商是公司在国际化道路上新的尝试, 在面临产品认证短期瓶颈的条件下, 并购 Comed 公司有助于公司拓宽海外市场, 提升品牌和加快产品认证速度。首先公司已经通过认证的品种可以直接通过 Comed 的渠道进行销售, 拓宽销售市场, 取得海外销售业绩的快速突破。我们预计 12 年现有产品通过 Comed 销售就可达 1000~2000 万元, 总体出口业务突破 3000~4000 万元。其次借助其丰富的业内医生资源和品牌影响力, 进一步扩大公司在国际市场的影响力。Comed 公司过往快速发展模式值得公司深入研究和分析, 对于公司未来寻找、筛选和管理海外经销商有很好的借鉴作用。

表1: Comed公司目前代理的产品目录

厂商名	称产品种类
Comedicus	Perducer pericardial access kit (经皮心包穿刺盒)
Percardia	Myocardial Stents (支架)
Cryocath EP	catheters (心脏电生理导管)
Parallax	Vertebroplasty (脊柱整形)
Bavaria Medizin Technik	Paccocath(紫杉醇洗脱球囊导管)
MeoMedical	Coronary stents and balloons (冠脉支架和球囊)
Lifetech Scientific Shenzhen	Vena Cava Filter, Occluders, Delivery Systems (腔静脉滤器、封堵器、输送系统)
Stereotaxis	Magnetic Navigation(磁导航系统)
Bioheart	Myocardial Stemcell Therapy (心肌梗死后肝细胞治疗)

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

Comed 公司还有 5 个通过 CE 认证的产品，也主要为介入配套耗材产品，并购完成后将加入到公司现有的产品线。由于 Comed 公司注册在荷兰，未来也有可能成为公司产品注册申报的一个平台，加快未来产品的注册进度。

表2: Comed公司通过CE认证产品

序号	产品
1	ssories for cardiovascular and peripheral procedures (心血管和外周手术的附件类产品)
2	Central Venous Catheter system and accessories for diagnostic purposes (中心静脉导管系统及其以诊断为目的的附件产品)
3	Teansducers systems for blood pressure measurements (测量血压用压力传感器系统)
4	PTCA Balloon Dilatation Cathete (rPTCA 球囊扩张导管)
5	Central Venous Cathetersystem (中心静脉导管系统)

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

■ 选择相对控股方式，风险相对较小

考虑到文化、管理等方面差异，公司此次并购相对谨慎，以受让和增资方式获得 Comed 公司 70%的股权。此举对于 Comed 公司稳定发展起到重要作用。Comed 公司 70%股权定价为 3475930 欧元，相当于 11 年动态 PE 为 5.01 倍，并购价格相对合理。按照未来 5%收入增速测算，该投资项目的，动态回收期为 5.37 年。

■ 目前估值具有吸引力，维持公司“推荐”评级

我们维持公司 11-13 年 EPS 为 0.61、0.75、0.89 元/股，对应市盈率分别为 30X、24X 和 20X。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。公司目前的估值水平在医疗器械行业中具一定吸引力，维持公司“推荐”评级。

附件：产品预测

表 3、乐普医疗分产品盈利预测（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

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

分析师承诺:

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。

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。