

鱼跃医疗 (002223.sz)

未来仍具有持续快速增长的潜力

葛峰 分析师

电话: 0755-23480370

eMail: gz2@gf.com.cn

执业编号: S0260511010015

OTC 和医院事业部今年经营情况良好

1、明星品种制氧机今年预计销量达到19~20万台,收入为3.5~4亿元,仍旧是销售金额最大的单品;电子血压计预计今年收入1亿元左右,去年销售额已经超过松下,成为仅次于欧姆龙的国内电子血压计第二品牌;传统优势品种仍能保证15~30%稳健增长,是公司稳定的现金牛。

2、医院产品中,预计缝合线仅为个位数增长,公司明年会专门为耗材成立销售队伍,制定有针对性的销售策略,预计明年增速加快;X光机的销售金额虽同比有所下降,但结构上有所优化,数字型X光机占比上升;集中供氧设备预计今年销售20~30台;全科诊断仪有望受益于基层医疗机构全科医生制度的推进。

明年业绩超预期取决于新产品的推广和外延性的并购

1、预计制氧机明年增速为40%以上;电子血压计增速50%;老产品15~30%的稳健增长。

2、新产品推出集中在春节后,短期会增高销售费用

空气净化器:具有净化空气和消毒灭菌双重功效,又拥有医疗器械注册证,目前市场上还没有类似的产品。我们认为有望做大、成为公司又一个明星品种,带领公司走上新一轮快速增长的轨道。预计明年春节后正式推广。

血糖仪:公司在技术和销售方面都做了储备,未来有望成为中国内资的第一品牌。

3、外延性并购:我们预计未来并购仍将围绕高值耗材领域,从而丰富相应的产品线。

更新盈利预测,维持买入评级

考虑到明年新产品的大力推广推高销售费用,我们更新了公司的盈利预测,最新预测2011~2013年的EPS分别为0.61/0.85/1.22元。我们看好医疗器械行业未来的发展空间,公司质地优秀,内涵外延发展均有亮点,仍旧是我们最看好的医疗器械公司之一,维持买入评级。

风险提示

1、行业政策性风险;2、产品销售慢于预期。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	537.88	883.90	1267.47	1728.91	2331.25
增长率(%)	34.01%	64.33%	43.40%	36.41%	34.84%
EBITDA(百万元)	129.83	199.15	304.03	422.20	603.37
净利润(百万元)	100.54	160.88	248.04	346.08	498.01
增长率(%)	62.61%	60.01%	54.17%	39.53%	43.90%
每股收益(元)	0.651	0.629	0.607	0.846	1.218
市盈率	52.60	80.05	70.88	50.80	35.30
市净率	11.12	14.77	15.70	11.99	8.95
EV/EBITDA	40.01	63.16	56.01	39.83	27.30

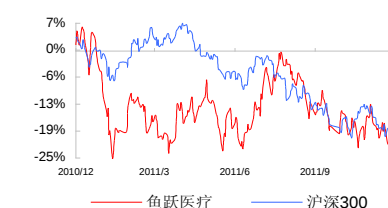
数据来源:江苏鱼跃医疗设备股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.24 元
合理价值	30.00 元
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-3.12	-11.35	-51.58
沪深 300	-9.02	-9.0	-19.85

股票数据

总股本/流通 A 股(股)

408928000/365440864

主要股东:

江苏鱼跃科技发展有限公司

主要股东持股比例 40.69%

流通 A 股比例 89.37%

财务比率

ROE	18.45
ROA	18.9075
资产负债率	17.3044

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

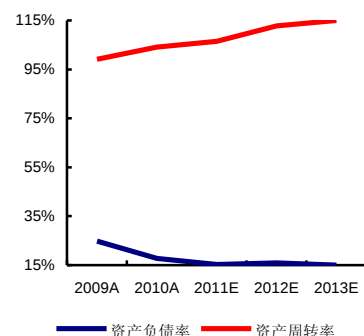
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	339	708	938	1,311	1,830
货币资金	142	333	565	799	1,144
应收及预付	105	180	201	275	372
存货	89	193	170	235	312
其他流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产	300	356	386	436	483
长期股权投资	5	5	6	7	8
固定资产	205	232	269	296	324
在建工程	9	41	45	63	74
无形资产	71	72	59	63	70
其他长期资产	9	6	7	7	7
资产总计	638	1,063	1,324	1,747	2,313
流动负债	125	172	181	257	324
短期借款	28	24	4	26	30
应付及预收	97	148	176	231	294
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	30	12	15	15	15
长期借款	20	9	9	9	9
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	3	6	6	6
负债合计	156	184	195	272	339
股本	155	256	409	409	409
资本公积	195	345	192	192	192
留存收益	126	271	519	865	1,363
归属母公司股东权益	476	872	1,120	1,466	1,964
少数股东权益	7	8	8	9	11
负债和股东权益	638	1,063	1,324	1,747	2,313

利润表

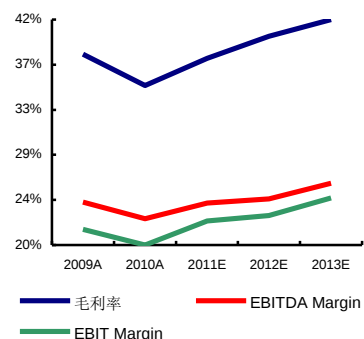
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	884	1267	1729	2331
营业成本	333	572	789	1040	1363
营业税金及附加	4	4	6	9	12
销售费用	34	54	79	121	163
管理费用	52	76	112	164	221
财务费用	1	3	3	4	5
资产减值损失	3	4	5	6	8
公允价值变动收益	1	-1	-2	0	0
投资净收益	1	2	2	2	2
营业利润	114	171	275	387	561
营业外收入	5	13	13	13	13
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	118	181	284	397	571
所得税	17	19	36	50	71
净利润	101	161	249	347	499
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属母公司净利润	101	161	248	346	498
EBITDA	130	199	304	422	603
EPS (元)	0.65	0.63	0.61	0.85	1.22

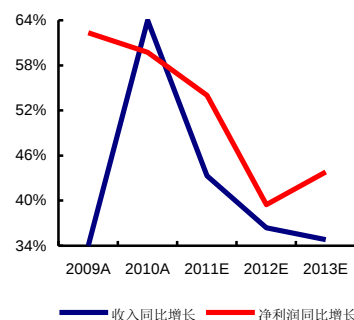
资产负债率趋势



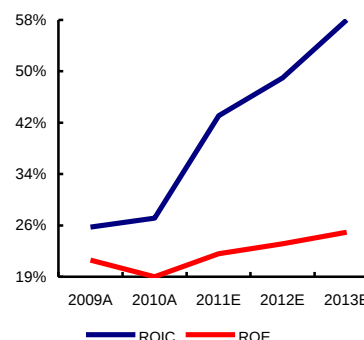
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

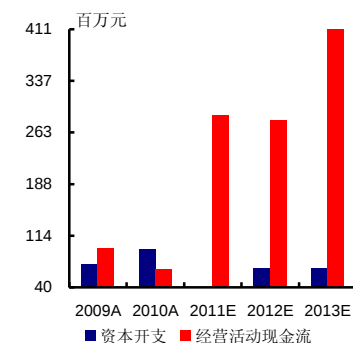
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	66	287	279	409
净利润	101	161	249	347	499
折旧摊销	14	22	22	27	31
营运资金变动	-21	-123	25	-90	-120
其它	2	6	-8	-5	-2
投资活动现金流	-96	-92	-41	-66	-67
资本支出	-74	-95	-40	-67	-68
投资变动	-22	3	1	1	1
其他	0	0	-2	0	0
筹资活动现金流	-13	217	-15	21	2
银行借款	120	30	-20	22	4
债券融资	-99	-45	6	0	0
股权融资	0	252	0	0	0
其他	-33	-20	-1	-1	-1
现金净增加额	-12	191	232	234	345
期初现金余额	155	142	333	565	799
期末现金余额	142	333	565	799	1,144

主要财务比率

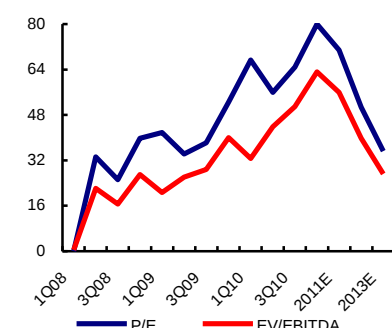
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	34.0%	64.3%	43.4%	36.4%	34.8%
营业利润	51.9%	50.2%	60.6%	40.9%	45.0%
归属于母公司净利润	62.6%	60.0%	54.2%	39.5%	43.9%
获利能力					
毛利率	38.2%	35.2%	37.8%	39.9%	41.5%
净利率	18.8%	18.3%	19.6%	20.1%	21.4%
ROE	21.1%	18.5%	22.1%	23.6%	25.4%
ROIC	26.2%	27.6%	43.5%	49.4%	58.4%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	17.3%	14.8%	15.5%	14.6%
净负债比率	-20.0%	-34.4%	-49.1%	-51.9%	-56.1%
流动比率	2.70	4.10	5.19	5.10	5.65
速动比率	1.95	2.86	4.13	4.09	4.58
营运能力					
总资产周转率	0.99	1.04	1.06	1.13	1.15
应收账款周转率	8.36	7.77	8.35	8.15	8.08
存货周转率	4.63	4.07	4.64	4.43	4.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.65	0.63	0.61	0.85	1.22
每股经营现金流	0.62	0.26	0.70	0.68	1.00
每股净资产	3.08	3.41	2.74	3.59	4.80
估值比率					
P/E	52.6	80.1	70.9	50.8	35.3
P/B	11.1	14.8	15.7	12.0	9.0
EV/EBITDA	40.0	63.2	56.0	39.8	27.3

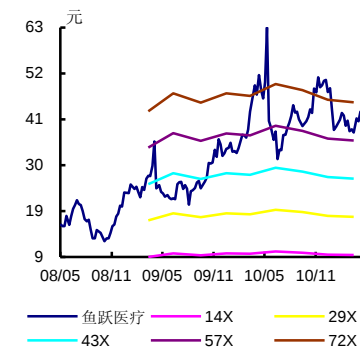
资本支出与经营活动现金流



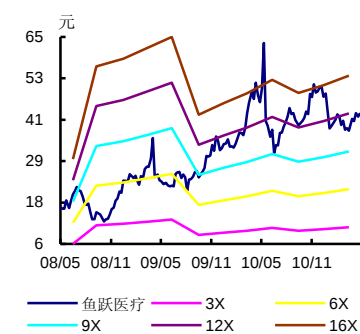
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺莉颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

鱼跃医疗（002223.sz）：单季波动不改全年增长势头	葛峰	2011-10-31
鱼跃医疗（002223.sz）：内生性增长无忧，外延性并购加快增长步伐	葛峰	2011-09-29
鱼跃医疗(002223.sz)2011 年中报点评：三大产品系列均实现较快增长，下半年有望超预期	葛峰	2011-08-02

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。