

强烈推荐-A (维持)

鱼跃医疗 002223.SZ

目标估值: NA 元
当前股价: 18.40 元
2012 年 1 月 30 日

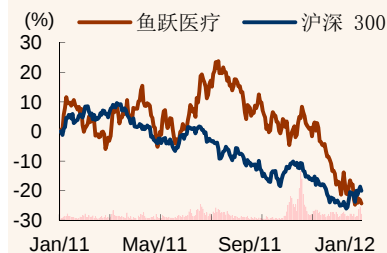
业绩修正公告点评, 2012 年前低后高

基础数据

上证综指	2285
总股本(万股)	40893
已上市流通股(万股)	11088
总市值(亿元)	75
流通市值(亿元)	20
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	20.9
资产负债率	17.6%
主要股东	江苏鱼跃科技
主要股东持股比例	43.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-9	-33	-23
相对表现	-17	-16	-5



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、鱼跃医疗(002223)——三季报符合预期, 医院高值耗材与“医用家电”新产品均值得期待 2011/10/26
- 2、鱼跃医疗(002223)——高成长符合预期, 新产品上市在即 2011/8/2
- 3、鱼跃医疗(002223)——年报基本符合预期, 持续高成长 2011/4/12

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

徐列海

0755-83271609
S1090511080001

杨烨辉(研究助理)

0755-82943202
廖星昊, CIIA(研究助理)
0755-83271617

张同(研究助理)

0755-83287995

公司今日公布业绩修正公告, 下调 11 年业绩预期: 净利润预增由原来三季报公布的 50%-80% 调整至 40%-50%。我们在三季报点评中曾指出, 公司的现金流比较好, 得益于应收款政策的严格执行, 预计这一稳健的经营政策执行使得公司的业绩增长比预期有所放缓, 同时加上期间费用、成本上升对利润有所侵占。预计 2 月底之前披露 2011 年业绩快报。我们调整公司盈利预测为, 全年净利润同比增长 45%, 当前股价对应 12 年预测 PE 24 倍, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

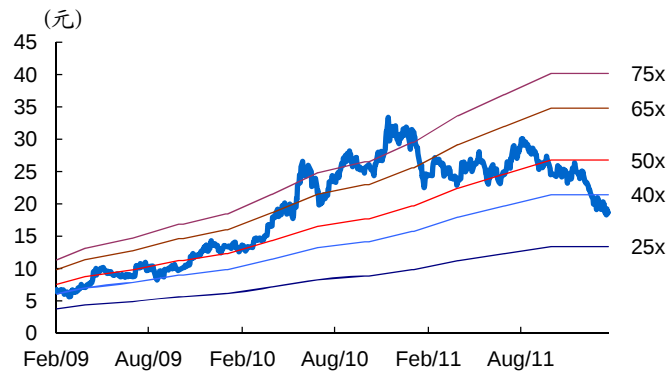
- **业绩修正公告下调 11 年业绩预期。**净利润预增由原来三季报公布的 50%-80% 调整至 40%-50%。业绩变动的主要原因预计为: 1、研发及营销投入导致期间费用增加而侵占利润; 2、市场资金紧张, 出于稳健的经营策略, 公司加强了应收款回笼政策的执行力度, 导致业绩增长比预期有所放缓; 3、原材料上涨和劳动力成本上升虽采取产品提价和提升生产效率等有效措施应对, 但对公司业绩仍有一定影响。
- **12 年新品推出, 存在费用压力, 业绩预计前低后高:** 预计 12 年上半年将推出 2 款新产品——血糖仪和空气消毒净化器, 加之医院临床渠道中亦或将新增加高值耗材品种, 新产品的推广费用增加会对公司业绩形成压力, 我们预计 12 年公司业绩前低后高。
- **12 年是公司关键的一年:** 预计康复系列产品增速趋稳, 医用供氧系列仍能维持相对高速增长。其中, 医用临床系列中新品高值耗材的成功与否, 以及“医用家电”新产品的推广开局顺利与否则为 12、13 年公司业绩增长起支撑作用。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级:** 调整盈利预测为 11~13 年收入同比增长 38%、37%、36%, 净利润同比增长 45%、35%和 36%, 实现 EPS 0.57 元、0.77 元和 1.05 元。虽然公司由于业绩基数变大, 增速有所放缓, 但公司在营销和成本控制方面具有优势, 储备产品丰富, 是我们长期看好的品种, 当前股价对应 12 年预测 PE 24 倍, 12 年业绩前低后高, 维持“强烈推荐-A”评级;
- **风险提示:** 新产品开发低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	538	884	1220	1671	2273
同比增长	34%	64%	38%	37%	36%
营业利润(百万元)	114	171	244	344	478
同比增长	52%	50%	42%	41%	39%
净利润(百万元)	101	161	234	316	429
同比增长	63%	60%	45%	35%	36%
每股收益(元)	0.25	0.39	0.57	0.77	1.05
PE	74.8	46.8	32.2	23.8	17.5
PB	15.8	8.6	7.3	6.0	4.8

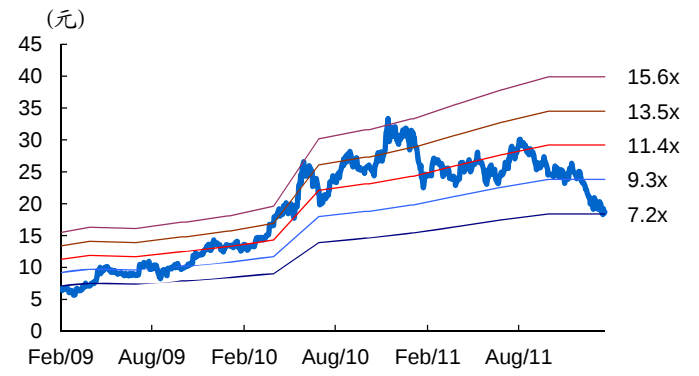
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 鱼跃医疗历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 2: 鱼跃医疗历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	339	708	980	1367	1930
现金	142	333	498	637	851
交易性投资	2	2	2	3	4
应收票据	12	4	24	33	45
应收款项	82	145	191	268	370
其它应收款	5	9	12	17	23
存货	89	193	206	280	381
其他	5	22	10	15	22
非流动资产	300	356	344	329	315
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	205	232	222	212	204
无形资产	53	52	46	42	38
其他	37	67	71	70	69
资产总计	638	1063	1324	1696	2245
流动负债	125	172	249	351	494
短期借款	28	24	30	30	30
应付账款	69	123	159	215	293
预收账款	15	19	32	43	59
其他	14	6	15	15	16
长期负债	30	12	19	19	19
长期借款	20	9	9	9	9
其他	10	3	10	10	10
负债合计	156	184	268	369	512
股本	155	256	409	409	409
资本公积金	195	345	192	192	192
留存收益	126	271	435	656	956
少数股东权益	7	8	8	9	11
母公司所有者权益	476	872	1036	1257	1557
负债及权益合计	638	1063	1324	1696	2245

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	96	66	243	268	400
净利润			234	316	429
折旧摊销			27	25	24
财务费用			4	5	5
投资收益			(3)	(3)	(3)
营运资金变动			(15)	(99)	(132)
其它			2	1	2
投资活动现金流	(96)	(92)	(15)	(11)	(11)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			(5)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(13)	218	(63)	(117)	(175)
借款变动			6	0	0
普通股增加			153	0	0
资本公积增加			(153)	0	0
股利分配			(70)	(95)	(129)
其他			6	(2)	(2)
现金净增加额	(12)	191	164	139	214

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	884	1220	1671	2273
营业成本	333	572	793	1076	1466
营业税金及附加	4	5	6	8	11
营业费用	34	54	74	102	136
管理费用	52	76	100	137	177
财务费用	1	3	4	5	5
资产减值损失	3	4	2	2	2
公允价值变动收益	1	(1)	1	1	1
投资收益	1	2	2	2	2
营业利润	114	171	244	344	478
营业外收入	5	13	20	12	6
营业外支出	1	4	0	0	0
利润总额	118	181	264	356	484
所得税	17	19	29	39	53
净利润	101	161	235	317	431
少数股东损益	1	0	1	1	1
母公司所有者净利润	101	161	234	316	429
EPS (元)	0.25	0.39	0.57	0.77	1.05

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	34%	64%	38%	37%	36%
营业利润	52%	50%	42%	41%	39%
净利润	63%	60%	45%	35%	36%
获利能力					
毛利率	38.2%	35.2%	35.0%	35.6%	35.5%
净利率	18.7%	18.2%	19.2%	18.9%	18.9%
ROE	21.1%	18.5%	22.6%	25.1%	27.6%
ROIC	18.5%	17.0%	22.8%	28.2%	32.7%
偿债能力					
资产负债率	24.4%	17.3%	20.3%	21.8%	22.8%
净负债比率	7.5%	3.1%	2.9%	2.3%	1.7%
流动比率	2.7	4.1	3.9	3.9	3.9
速动比率	2.0	3.0	3.0	3.0	2.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
存货周转率	4.6	4.1	4.0	4.4	4.4
应收帐款周转率	8.4	7.8	7.3	7.3	7.1
应付帐款周转率	6.1	5.9	5.6	5.8	5.8
每股资料(元)					
每股收益	0.25	0.39	0.57	0.77	1.05
每股经营现金	0.24	0.16	0.59	0.65	0.98
每股净资产	1.16	2.13	2.53	3.07	3.81
每股股利	0.03	0.70	0.17	0.23	0.32
估值比率					
PE	74.8	46.8	32.2	23.8	17.5
PB	15.8	8.6	7.3	6.0	4.8
EV/EBITDA	309.4	203.3	127.1	85.4	58.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2 年医药行业从业经验，1 年半证券投资经验。2011 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2 年医药行业经验，2011 年 3 月加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。