

**医疗器械III**

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

**12个月目标价:** 39.00元

当前股价: 25.33元

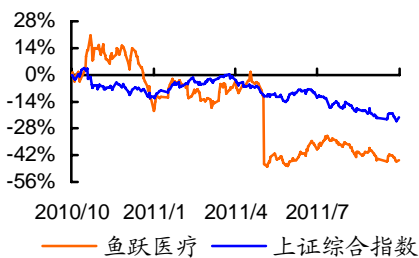
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	409
流通股本(百万)	365
流通市值(亿)	93
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	2.15
资产负债率	17.3%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	-5.13	-6.32	-5.78
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



**相关报告**

《鱼跃医疗-医用耗材并购再下一城, 临床产品逐步丰富》2011-10-14

《鱼跃医疗-中报符合预期, 医用供氧和海外市场高速增长》2011-8-1

《鱼跃医疗-一季度增长势头良好, 中长期看好》2011-4-19

**鱼跃医疗**

**002223**

**强烈推荐**

**三季度报符合预期, 后续有3大看点**

10月25日晚公司公布了三季度报: 收入88501万, 同比增35.04%; 利润17427万, 同比增50.01%, 基本符合预期。

**投资要点:**

- **三季度报符合预期。**公司1-9月份收入88501万, 同比增35.04%; 营业利润15978万, 同比增31.22%; 利润17428万, 同比增50.01%, 基本符合预期; 利润增速大幅高于营业利润增速主要是因为营业外收支净额为3767万, 而去年同期仅为944万;
- **公司预计全年业绩增长50%以上。**主营业务保持持续、健康、稳健的发展势头, 营业成本增长通过部分产品价格提升、原材料采购谈判能力提高、自动化改造加强等手段得到一定控制, 公司产能随着募投资金持续投入获得一定保障;
- **大宗商品价格下跌有利于毛利率提升。**上半年铝等大宗商品价格维持高位, 下半年价格有所回落, 公司产品毛利率有望得到提升;
- **后续有3大看点。**1) 海外市场。上半年外销收入8034.81万, 同比增77.62%, 显示出强大潜力, 是未来重要增长点; 2) 医用耗材并购。公司做大做强医用耗材目标明确, 将会不断并购, 公司较充足的现金和当前中小企业的困境将给并购提供较好机遇; 3) 血糖仪等新产品。公司引进了血糖仪方面的人才, 力争将血糖仪培养成大品种。睡眠呼吸机和医用空气净化器明年也值得期待;
- **维持强烈推荐评级。**我们预测公司11-13年EPS为0.60、0.88和1.24元, 维持强烈推荐的投资评级, 维持12个月目标价39元。

**风险提示:** 原材料涨价风险, 公司的快速扩张带来的管理和产能上的风险

**主要财务指标**

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	884	1254	1760	2395
同比(%)	64%	42%	40%	36%
归属母公司净利润(百万元)	161	245	360	507
同比(%)	60%	52%	47%	41%
毛利率(%)	35.2%	37.2%	38.4%	39.0%
ROE(%)	18.5%	22.0%	24.3%	25.5%
每股收益(元)	0.39	0.60	0.88	1.24
P/E	64.38	42.22	28.81	20.44
P/B	11.88	9.27	7.01	5.22
EV/EBITDA	51	34	24	17

资料来源: 中投证券研究所

**表 1：鱼跃医疗的季度盈利性数据**

财务指标(万)	10年1Q	10年2Q	10年3Q	10年4Q	11年1Q	11年2Q	11年3Q	3Q 同比	3Q 环比
营业总收入	20,631	22,841	22,066	22,852	31,020	29,914	27,566	24.9%	-7.9%
营业成本	12,867	13,885	13,958	16,527	20,243	18,002	19,057	36.5%	5.9%
营业费用	844	1,362	1,409	1,752	1,158	2,035	1,751	24.2%	-14.0%
管理费用	2,223	2,587	3,099	-288	2,574	3,075	3,145	1.5%	2.3%
财务费用	50	70	70	87	-24	-165	38	-45.2%	-123.1%
营业利润	4,032	4,600	3,545	4,929	6,438	6,646	2,895	-18.4%	-56.4%
利润总额	4,297	5,220	3,604	4,941	6,862	6,659	6,225	72.7%	-6.5%
所得税	534	880	54	462	852	469	890	1544.9%	89.5%
归属于母公司净利润	3,745	4,321	3,551	4,471	6,002	6,100	5,326	50.0%	-12.7%
EPS	0.09	0.11	0.09	0.11	0.15	0.15	0.13	49.7%	-13.3%
毛利率	37.6%	39.2%	36.7%	27.7%	34.7%	39.8%	30.9%	-5.9%	-9.0%
营业费用率	4.1%	6.0%	6.4%	7.7%	3.7%	6.8%	6.4%	0.0%	-0.5%
管理费用率	10.8%	11.3%	14.0%	-1.3%	8.3%	10.3%	11.4%	-2.6%	1.1%
营业利润率	19.5%	20.1%	16.1%	21.6%	20.8%	22.2%	10.5%	-5.6%	-11.7%
实际所得税率	12.4%	16.9%	1.5%	9.4%	12.4%	7.0%	14.3%	12.8%	7.2%

资料来源：鱼跃医疗历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 \* EPS 按最新股本摊薄

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	708	966	1394	1993	<b>营业收入</b>	884	1254	1760	2395
现金	333	447	673	1018	营业成本	572	787	1085	1460
应收账款	145	206	289	393	营业税金及附加	4	6	9	12
其它应收款	9	12	17	24	营业费用	54	65	92	125
预付账款	22	31	42	57	管理费用	76	116	163	222
存货	193	265	365	491	财务费用	3	-11	-17	-26
其他	6	5	7	10	资产减值损失	4	5	5	5
<b>非流动资产</b>	356	369	378	384	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	232	265	284	296	<b>营业利润</b>	171	285	423	597
无形资产	51	51	51	51	营业外收入	13	5	0	0
其他	67	48	38	32	营业外支出	4	0	0	0
<b>资产总计</b>	1063	1334	1772	2377	<b>利润总额</b>	181	289	423	597
<b>流动负债</b>	172	196	271	365	所得税	19	42	61	86
短期借款	24	0	0	0	<b>净利润</b>	161	247	363	511
应付账款	123	170	234	314	少数股东损益	0	2	3	4
其他	25	27	37	51	<b>归属母公司净利润</b>	161	245	360	507
<b>非流动负债</b>	12	11	11	11	EBITDA	196	292	428	595
长期借款	9	9	9	9	<b>EPS (元)</b>	0.63	0.60	0.88	1.24
其他	3	3	3	3					
<b>负债合计</b>	184	208	282	377	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	8	10	13	17	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	256	409	409	409	<b>成长能力</b>				
资本公积	345	192	192	192	营业收入	64.3%	41.9%	40.3%	36.0%
留存收益	271	516	876	1383	营业利润	50.2%	66.3%	48.8%	40.9%
归属母公司股东权益	872	1117	1477	1983	归属于母公司净利润	60.0%	52.5%	46.5%	40.9%
<b>负债和股东权益</b>	1063	1334	1772	2377	<b>获利能力</b>				
					毛利率	35.2%	37.2%	38.4%	39.0%
					净利率	18.2%	19.6%	20.4%	21.2%
					ROE	18.5%	22.0%	24.3%	25.5%
					ROIC	27.0%	34.2%	42.3%	49.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	17.3%	15.6%	15.9%	15.8%
					净负债比率	17.80	4.21%	3.10%	2.32%
					流动比率	4.10	4.92	5.14	5.46
					速动比率	2.99	3.57	3.80	4.11
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.04	1.05	1.13	1.15
					应收账款周转率	7	6	6	6
					应付账款周转率	5.95	5.38	5.38	5.33
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.60	0.88	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.38	0.59	0.85
					每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.73	3.61	4.85
					<b>估值比率</b>				
					P/E	64.38	42.22	28.81	20.44
					P/B	11.88	9.27	7.01	5.22
					EV/EBITDA	51	34	24	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

---

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

---

**中投医药团队荣誉：**2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

#### 中投医药团队成员：

**周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

**余方升**，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

**余文心**，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

**王威**，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

### 免责声明

---

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

### 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

#### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

#### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

#### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434