

医疗器械

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价: 33.00元

当前股价: 25.41元

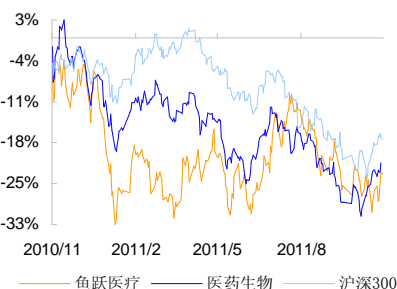
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2528.71
总股本(百万)	409
流通股本(百万)	365
流通市值(亿)	93
EPS	0.63
每股净资产(元)	3.41
资产负债率	17.30%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	0.12	-13.04	-9.44
医药生物	7.36	-5.11	-11.62
沪深300指数	5.39	-4.57	-14.53



相关报告

鱼跃医疗-三季报符合预期, 后续有3大看点 2011-10-25

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 2011-08-01

鱼跃医疗

002223

强烈推荐

大股东减持压力消除, 中长期看好

2011年11月14日晚, 江苏鱼跃科技发展有限公司、吴光明先生、吴群先生三者共同公告承诺: 在2011年11月14日至2012年11月13日之间, 将不会对各自所持有的上市公司所有股票(共计254556428股, 占比62.24%)通过证券交易系统上市交易或通过其他任何方式转让。

投资要点:

- **减持利空暂时消除。**公司控股股东及其一致行动人在2011年8月8日至11月11日期间累计减持公司股份数量占总股本比例为4.887%, 减持资金主要是用于两方面: 1) 江苏鱼跃科技发展有限公司建立医疗产业孵化器基金, 与丹阳市政府一起组建医疗器械产业园, 未来也存在将优势业务装入上市公司的可能; 2) 部分资金用于购买集团总部办公场所。此次承诺, 在一定程度上消除了压制股价的因素;
- **三季度主营收入放缓跟经销商资金紧张有一定关系。**三季度, 在国内经济收缩大背景下, 经销商普遍资金紧张; 公司从财务安全等角度出发, 加强了应收款等相关要求, 对发货形成一定的负面影响;
- **12年将推出多款产品, 全年业绩可能前低后高。**明年上半年血糖仪、医用空气净化器、睡眠呼吸机等产品有望投放市场(在11月初福州医疗器械展会上公司已经展出了血糖仪和医用空气净化器), 医用空气净化器与制氧机的渠道重合度高, 预计导入时间较短; 在上半年新品推广期, 新品销售收入贡献可能有限, 但会增加推广费用, 明年全年业绩可能会呈现前低后高;
- **并购和海外市场值得期待。**公司上半年外销收入8034.81万, 同比增长77.62%, 潜力很大; 另外, 预计镇江康利等并购仅是临床并购的一个开端, 后续有望更多并购项目;
- **维持强烈推荐。**我们预测公司11-13年EPS为0.59、0.82和1.14元, 维持强烈推荐的投资评级, 给予12个月目标价33元。

风险提示: 新产品推广不达预期的风险

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	884	1202	1681	2258
收入同比(%)	64%	36%	40%	34%
归属母公司净利润	161	240	335	466
净利润同比(%)	60%	49%	39%	39%
毛利率(%)	35.2%	35.5%	37.5%	38.2%
ROE(%)	18.5%	21.6%	23.1%	24.4%
每股收益(元)	0.39	0.59	0.82	1.14
P/E	64.59	43.27	31.05	22.28
P/B	11.92	9.34	7.18	5.43
EV/EBITDA	52	41	26	19

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	708	986	1367	1902
现金	333	481	673	976
应收账款	145	197	276	371
其他应收款	9	12	17	22
预付账款	22	30	41	54
存货	193	261	354	470
其他流动资产	6	5	7	10
<b>非流动资产</b>	356	369	378	384
长期投资	5	5	5	5
固定资产	232	265	284	296
无形资产	51	51	51	51
其他非流动资产	67	48	38	32
<b>资产总计</b>	1063	1355	1744	2287
<b>流动负债</b>	172	222	275	349
短期借款	24	30	13	0
应付账款	123	167	226	301
其他流动负债	25	26	36	48
<b>非流动负债</b>	12	11	11	11
长期借款	9	9	9	9
其他非流动负债	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	184	234	287	360
少数股东权益	8	9	11	14
股本	256	409	409	409
资本公积	345	192	192	192
留存收益	271	511	846	1312
归属母公司股东权益	872	1112	1447	1913
<b>负债和股东权益</b>	1063	1355	1744	2287

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	66	164	229	332
净利润	161	242	337	469
折旧摊销	22	18	21	23
财务费用	3	-6	-10	-15
投资损失	-2	0	0	0
营运资金变动	-123	-96	-130	-159
其他经营现金流	5	6	11	13
<b>投资活动现金流</b>	-92	-28	-30	-30
资本支出	95	30	30	30
长期投资	1	0	0	0
其他投资现金流	3	2	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	218	12	-7	2
短期借款	-4	6	-17	-13
长期借款	-11	0	0	0
普通股增加	101	153	0	0
资本公积增加	150	-153	0	0
其他筹资现金流	-18	6	10	15
<b>现金净增加额</b>	191	148	192	304

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	884	1202	1681	2258
营业成本	572	775	1051	1396
营业税金及附加	4	9	12	16
营业费用	54	67	94	126
管理费用	76	120	151	203
财务费用	3	-6	-10	-15
资产减值损失	4	3	3	3
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	171	234	379	528
营业外收入	13	38	0	0
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	181	272	379	528
所得税	19	30	42	59
<b>净利润</b>	161	242	337	469
少数股东损益	0	1	2	3
<b>归属母公司净利润</b>	161	240	335	466
<b>EBITDA</b>	196	246	390	536
<b>EPS (元)</b>	0.63	0.59	0.82	1.14

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	64.3%	36.0%	39.9%	34.3%
营业利润	50.2%	37.1%	61.7%	39.3%
归属于母公司净利润	60.0%	49.3%	39.3%	39.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.2%	35.5%	37.5%	38.2%
净利率	18.2%	20.0%	19.9%	20.7%
ROE	18.5%	21.6%	23.1%	24.4%
ROIC	27.0%	30.0%	40.8%	47.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	17.3%	17.2%	16.4%	15.7%
净负债比率	17.80	16.50%	7.66%	2.43%
流动比率	4.10	4.44	4.96	5.46
速动比率	2.99	3.26	3.68	4.11
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.04	0.99	1.09	1.12
应收账款周转率	7	6	6	6
应付账款周转率	5.95	5.34	5.34	5.30
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.59	0.82	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	0.40	0.56	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.13	2.72	3.54	4.68
<b>估值比率</b>				
P/E	64.59	43.27	31.05	22.28
P/B	11.92	9.34	7.18	5.43
EV/EBITDA	52	41	26	19

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, 本报告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>

### 深圳市

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

### 北京市

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

### 上海市

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