



新产品将为公司注入加速剂，加入强力买入名单

建议理由

我们将鱼跃医疗加入到强力买入名单。市场对公司的快速增长能否持续产生分歧，特别是在公司第三季度主营业务净利润同比负增长后，更多的投资者开始担心公司未来2年的增长。我们认为公司50%以上的净利润高速增长时代也许已经过去，但对公司的前景依然乐观：1) 我们预测2011-13年公司收入和净利润的复合增长率将为33%和37%；2) 空气净化器、血糖仪和无菌注射器等新产品销售情况很有可能超过我们的预期；3) 如果高值耗材业务的进展踏上正轨，公司仍有可能维持在50%以上的增长率。

在医药行业降价等政策风险下，鱼跃医疗将是快速增长公司中很好的避险标的。

推动因素

空气净化器、血糖仪将在明年一季度上市：公司对这两个品种做足了准备工作，对产品上市后的推广有详实的计划；我们测算空气净化器在中国的市场空间超过30亿元，产品归属于医疗器械，面临较小的竞争压力，同时公司可以利用制氧机的渠道迅速铺货，明年销售额有望超过5,000万元；血糖仪试纸的市场规模超过7亿元，公司的产品价格定位略高于国内产品（3元/片），低于外资品种（5元/片），明年在医院市场的销售将是最大的看点，我们预测明年销售额约为2,800万元。

高值耗材的并购将持续：在今年10月公司收购了镇江康利后，并购的步伐将加快；我们认为随着高值耗材产品线的进一步完善，以及公司销售团队的进一步磨合，明年高值耗材业务的进展将踏上正轨，并于2013年起迎来收获期。

估值

由于对于新产品的推广更为乐观，我们上调公司2012/13年的收入1%/2%，对应上调净利润2%/3%，基于EV/GCI vs. CROCI/WACC的12个月目标价格上调2%到31.5元，对应2012年预测市盈率为37倍，相对于当前股价有50%的上涨空间。

主要风险

医用耗材的销售团队整合进展低于预期，出口产品订单的减少。

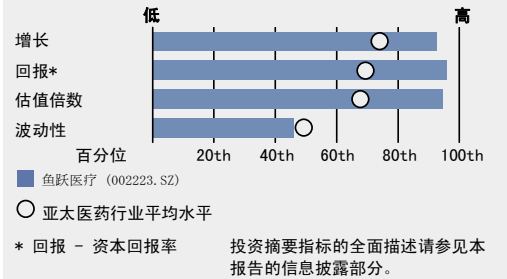
所属投资名单

亚太买入名单
亚太强力买入名单

行业评级：中性

钱凤奇 (分析师) 执业证书编号: S1420510120002
+86(21)2401-8929 fengqi.qian@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
杜玮, Ph.D (联系人) 执业证书编号: S1420110030007
+86(21)2401-8928 wei.du@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要

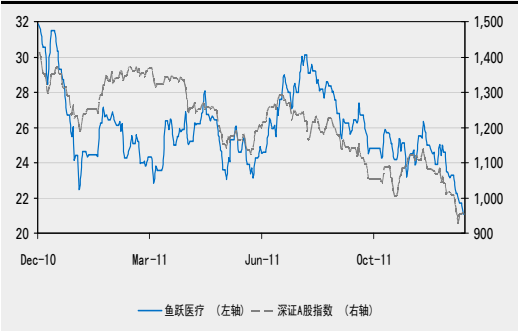


主要数据

主要数据	当前
股价 (Rmb)	21.09
12个月目标价格 (Rmb)	31.50
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	8,624.3 / 1,360.8
外资持股比例 (%)	--

	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
每股盈利 (Rmb) 新	0.40	0.60	0.85	1.12
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	0.0	2.0	2.9
每股盈利增长 (%)	(1.7)	50.6	40.8	32.6
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.40	0.60	0.85	1.12
市盈率 (X)	52.7	35.0	24.9	18.8
市净率 (X)	9.9	8.4	6.9	5.5
EV/EBITDA (X)	44.6	30.8	20.0	14.6
股息收益率 (%)	0.0	1.0	1.4	1.9
净资产回报率 (%)	23.9	25.9	30.3	32.7
CROCI (%)	36.0	38.6	42.2	44.0

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(20.6)	(9.7)	(33.8)
相对于深证A股指数	(6.3)	6.6	(3.1)

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为12/20/2011收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者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，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

鱼跃医疗：财务数据概要

损益表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	资产负债表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入	883.9	1,269.7	1,724.3	2,237.1	现金及等价物	333.4	369.8	383.1	484.1
主营业务成本	(572.4)	(820.8)	(1,091.7)	(1,405.3)	应收账款	157.6	226.3	307.4	398.8
销售、一般及管理费用	(134.4)	(199.4)	(244.9)	(306.6)	存货	192.6	276.2	367.3	472.8
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	24.0	24.0	24.0	24.0
其它营业收入/ (支出)	(4.2)	(6.0)	(8.2)	(10.6)	流动资产	707.5	896.3	1,081.8	1,379.7
EBITDA	195.0	268.8	413.8	559.5	固定资产净额	273.0	390.1	530.1	645.5
折旧及摊销	(22.0)	(25.3)	(34.3)	(44.8)	无形资产净额	65.9	62.4	58.8	55.2
EBIT	172.9	243.5	379.5	514.6	长期投资	6.9	7.8	8.7	9.6
利息收入	0.5	1.3	1.4	1.4	其它长期资产	10.2	10.2	10.2	10.2
财务费用	(3.3)	(2.7)	(2.7)	(2.7)	资产合计	1,063.5	1,366.8	1,689.5	2,100.1
联营公司	0.9	0.9	0.9	0.9	应付账款	129.6	185.8	247.2	318.2
其它	9.6	34.0	15.0	15.0	短期贷款	24.0	24.0	24.0	24.0
税前利润	180.6	276.9	394.1	529.3	其它流动负债	18.8	105.0	140.2	179.7
所得税	(19.3)	(29.9)	(46.5)	(68.3)	流动负债	172.4	314.8	411.3	521.9
少数股东损益	(0.4)	(0.6)	(0.9)	(1.1)	长期贷款	8.8	8.8	8.8	8.8
优先股股息前净利润	160.9	246.4	346.8	459.9	其它长期负债	2.9	2.9	2.9	2.9
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	11.7	11.7	11.7	11.7
非经常性项目前净利润	160.9	246.4	346.8	459.9	负债合计	184.0	326.5	423.0	533.6
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	160.9	246.4	346.8	459.9	普通股权益	871.9	1,032.0	1,257.4	1,566.4
每股基本盈利 (非经常性项目前) (Rmb)	0.40	0.60	0.85	1.12	少数股东权益	7.6	8.2	9.1	10.2
每股基本盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.40	0.60	0.85	1.12	负债及股东权益合计	1,063.5	1,366.8	1,689.5	2,100.1
每股摊薄盈利 (非经常性项目后) (Rmb)	0.40	0.60	0.85	1.12	每股净资产 (Rmb)	2.13	2.52	3.07	3.81
每股股息 (Rmb)	0.00	0.21	0.30	0.39					
股息支付率 (%)	0.0	35.0	35.0	35.0					
自由现金流收益率 (%)	(0.3)	1.0	1.7	2.6					
增长率和利润率 (%)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	比率	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
主营业务收入增长率	64.3	43.6	35.8	29.7	GROCI (%)	36.0	38.6	42.2	44.0
EBITDA增长率	51.5	37.9	54.0	35.2	净资产回报率 (%)	23.9	25.9	30.3	32.7
EBIT增长率	51.3	40.8	55.9	35.6	总资产回报率 (%)	18.9	20.3	22.7	24.3
净利润增长率	60.0	53.1	40.8	32.6	平均运用资本回报率 (%)	33.9	38.7	43.1	45.5
每股盈利增长	(1.7)	50.6	40.8	32.6	存货周转天数	89.8	104.2	107.6	109.1
毛利率	35.2	35.4	36.7	37.2	应收账款周转天数	53.2	55.2	56.5	57.6
EBITDA利润率	22.1	21.2	24.0	25.0	应付账款周转天数	67.7	70.1	72.4	73.4
EBIT利润率	19.6	19.2	22.0	23.0	净负债/股东权益 (%)	(34.2)	(32.4)	(27.7)	(28.8)
					EBIT利息保障倍数 (X)	62.5	172.1	297.3	419.7
现金流量表 (Rmb mn)	12/10	12/11E	12/12E	12/13E	估值	12/10	12/11E	12/12E	12/13E
优先股股息前净利润	160.9	246.4	346.8	459.9	基本市盈率 (X)	52.7	35.0	24.9	18.8
折旧及摊销	22.0	25.3	34.3	44.8	市净率 (X)	9.9	8.4	6.9	5.5
少数股东权益	0.4	0.6	0.9	1.1	EV/EBITDA (X)	44.6	30.8	20.0	14.6
运营资本增减	(123.2)	(96.1)	(110.8)	(125.9)	企业价值/总投资现金 (X)	13.8	10.6	8.0	6.4
其它	5.6	(0.9)	(0.9)	(0.9)	股息收益率 (%)	0.0	1.0	1.4	1.9
经营活动产生的现金流	65.7	175.3	270.2	379.0					
资本开支	(94.6)	(88.9)	(120.7)	(156.6)					
收购	0.0	(50.0)	(50.0)	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	2.6	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(92.0)	(138.9)	(170.7)	(156.6)					
支付股息的现金 (普通股和优先股)	0.0	0.0	(86.2)	(121.4)					
借款增减	(15.4)	0.0	0.0	0.0					
普通股发行 (回购)	252.2	0.0	0.0	0.0					
其它	(19.0)	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	217.8	0.0	(86.2)	(121.4)					
总现金流	191.4	36.5	13.3	101.0					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。

资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

钱风奇

fengqi.qian@ghsl.cn

杜玮, Ph.D

wei.du@ghsl.cn

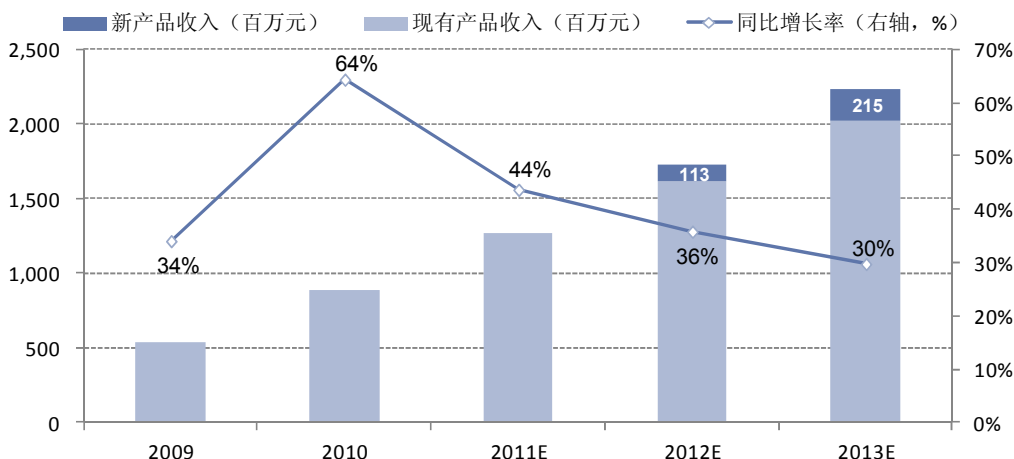
公司的收入增速将维持在 30%以上

公司是国内家用医疗器械行业的绝对龙头企业，在销售渠道和产品品类上远胜于国内竞争对手。在医疗器械行业中，家用医疗器械是我们最看好的子版块，我们预测 2010-13 年的收入复合增长率为 30%（详见高华证券 2011 年 3 月 23 日的报告《海阔凭鱼跃—3 家医疗器械公司首次评级：买入鱼跃医疗》）。

- 现有产品：鱼跃医疗现有品种的普及率逐年上升，增速将略慢于整体行业；但随着公司市场占有率的进一步上升，现有产品 2011-13 年的收入增速将维持在 25% 以上，奠定了公司快速增长的基础。
- 新产品：在不考虑后续并购产品的情况下，我们预测公司 2012/13 年新产品将贡献收入 1.1/2.2 亿元，助推公司整体收入增速维持在 30% 以上。

图表 1: 新产品将助推公司收入增长维持在 30% 以上

公司 2009-13 年收入增长



资料来源：公司公告、高华证券研究预测

空气净化器和血糖仪是明年家用新产品中的亮点

新产品的推出是公司能获得超越家用医疗器械行业增长率的重要因素，而明年一季度有望上市的产品空气净化器和血糖仪在国内拥有很大的市场规模，鱼跃的产品有望在 3 年后成为公司的拳头品种：

1) 空气净化器：

- 中国当前大部分的空气净化器都是作为小家电品种销售，市场容量超过 100 万台，以单价 3,000 元/台计算，市场规模超过 30 亿元。
- 鱼跃的产品归属于医疗器械，进入壁垒较高，是当前国内为数不多的取得医疗器械证的企业，面临的竞争压力较小；同时该产品拥有消毒、除甲醛、加湿等八大功能，卖点颇多，将有非常强的竞争力。
- 该产品的销售渠道和制氧机基本重合，因此明年将实现快速铺货，我们估计 2012 年将抢占 2.5% 的市场份额，并于后年开始加速增长；我们估算该产品的出厂价为 2,200 元/台左右，明年的销售额有望超过 5,000 万元。

2) 血糖仪：

- 中国当前有超过 9,000 万糖尿病患者，每年新增约 200 万患者，其中有 1.5%-2% 的患者使用血糖仪，人均使用试纸 100 片，因此中国每年的试纸销售规模约 1.8 亿片，以 4 元/片的单价计算，血糖仪试纸的市场规模超过 7 亿元，其中大部分市场被强生、罗氏等企业占据。

- 鱼跃的血糖仪将主攻医院市场，主要的收入来源也将是试纸销售；我们认为公司的产品相对国内企业拥有竞争优势，但需要公司明年针对医院市场较大的销售投入；目前国内产品的售价为3元/片，而外资品种为5元/片，我们认为鱼跃的定价将略高于国内产品，约3.5元/片，相对于国内企业体现一定的产品优势，而对外资品牌有较大的价格优势；因此我们认为明年公司有望抢占6%左右的市场份额，销售额接近2,800万元。

医用耗材业务将决定未来高增长能否持续

公司在2010年通过并购进入了医用耗材领域，但受制于产品数量的单一，以及销售团队的磨合进展较慢，产品的增速一直低于预期。我们认为明年医用耗材业务将改善：

- 今年10月份公司收购了镇江康利，为公司补充了新产品无菌注射器，鱼跃通过增资后的制造设备及模具的更换来提高产能，我们预计康利医疗产能对应的产值将超过1亿元，2012年将实现3,000万元以上的销售收入；
- 公司后续新产品都将通过收购获得，相比销售规模，公司将更注重产品质量；当前公司正在和多家标的进行洽谈，并购的进展有望加速。
- 随着产品线的完善，销售团队也更容易推广系列产品；同时，公司的销售团队整合正逐步获得进展，明年医用耗材业务将踏上正轨，2013年起将迎来收获期，成为公司业绩增长的核心驱动因素；如果进展顺利，有望推动公司的增速回到50%以上。

鱼跃医疗的估值处在低位

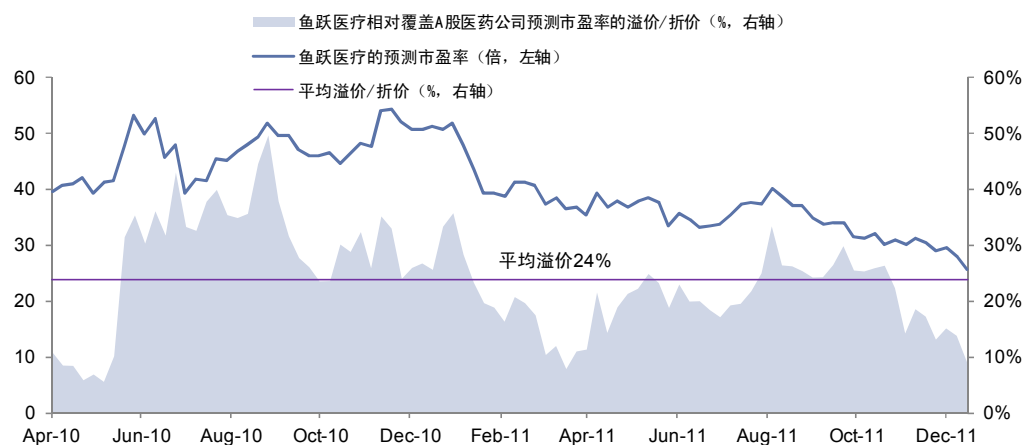
从2010年5月份开始，投资者对家用医疗器械行业的前景逐步看好，同时也意识到销售能力在企业竞争中的核心地位；公司的销售能力领先于国内其他竞争企业至少5年，巨大的优势使得投资者对公司的高速增长充满信心；从此鱼跃的估值一直维持在高位。

相对于我们覆盖的A股医药公司，鱼跃在过去的18个月中享有24%的平均溢价；而随着低于预期的三季报披露，投资者对其未来的增长略显担忧，估值溢价回落到当前的8%。

我们在前面的分析中显示，公司2011-13年净利润将维持在37%的增速，如果新产品及医用耗材的进展顺利，有望推动公司的增速回到50%以上，仍然是行业中增长较快的企业；当前的预测市盈率已经是公司近18个月来的最低点，同时相对溢价也处在较低水平，我们认为当前是很好的介入时点。

图表 2: 鱼跃的市盈率处在 18 个月以来的最低点

鱼跃医疗的预测市盈率及相对我们覆盖 A 股医药公司的溢价



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

信息披露附录

申明

我们，钱风奇、杜玮, Ph.D.，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

钱风奇：中国医疗保健行业 杜玮, Ph.D: 中国医疗保健行业

中国医疗保健行业：北京双鹭药业、康哲药业、海王星辰、泰凌医药、中国制药、华润三九、神威药业、莱美药业、中恒集团、广州药业 (H)、益佰制药、江苏恒瑞医药、恩华药业、鱼跃医疗、昆明制药、乐普医疗、迈瑞公司、山东东阿阿胶、山东威高集团、上海科华生物、上海医药、海普瑞、新华医疗、四环医药、先声药业、中国生物制药、国药控股、联邦制药、天津天士力、人福医药、药明康德、云南白药、海正药业、华海药业、浙江新和成

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：鱼跃医疗 (Rmb21.09)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR): 在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下, 投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS):** 由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标, 或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制, 我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效, 因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS):** 我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC):** 我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA):** 此资料不存在或不适用。**无意义(NM):** 此资料无意义, 因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息, 但我们不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究, 但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外, 绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构, 从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高盛销售人员和交易员在内的我们的客户讨论, 或在本报告中讨论交易策略, 其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件, 该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级, 此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员, 不包括股票分析师和信贷分析师, 将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸, 担任上述证券或衍生工具的交易对手, 或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区, 本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)寻求专家的意见, 包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现, 未来的回报也无法保证, 投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易, 因其包括重大的市场风险, 因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品, 例如, 期权差价结构产品, 其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 2011 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意, 本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或(ii)再次分发。