

# 降价影响不大，增速有望回升

买入 维持评级  
目标价格 20 元

- 目前，我们调研了公司，同管理层进行了交流。

**报告摘要：**

- **新产品 NANO 无载体药物支架 11 月份开始销售。**终端价格 12000 到 13000 之间，由于尚未进入医保招标体系，目前销量不大。2012 年北京将开始招标。公司认为能占据这块市场（有慢性疾病或不能耐受抗血小板药物治疗的患者等），使市场占有率达到约 10 个百分点。
- **明年医药耗材招标，公司预计招标价格将下调 15% 左右，**但终端价格下降将由整个产业链：厂商、经销商、医院来承担。从行业发展来看，降价是难以避免的趋势，但幅度不会太大，肯定能保证合理的较高利润率，并且销量增加将对冲一部分影响，今年以来，公司已下调了出厂价 10%~20%。未来将通过新产品推出来维持利润率。整体看降价对公司影响不大。
- **预计 2011 年全年收入增速 20%，**低于预期的主要原因是：明年招标降价预期存在，经销商进货谨慎，需求受到抑制；医保支付、手术医生培养推进较慢。
- **出口业务以耗材、导管、裸支架为主，**今年收入 2000 多万。主导产品药物支架、封堵器正在申报 CE 认证，预计明年有大量产品能获批，配合雷帕霉素专利到期，出口业务有望取得突破。公司收购 comed 公司，意图通过它的渠道做大海外市场。
- **盈利预测。**2011-2013 年 EPS 为 0.61、0.74、0.92，对应的 PE 分别为 25X、21X、17X。估值较低。公司收入、利润增速放缓主要受招标不确定的影响，明年将恢复到正常水平。无载体支架推出后，公司的市场份额将有望大幅提高，出口业务来年也将有所突破。公司研发能力和投入在国内领先，产品线齐全，覆盖了心血管周边，中长期增长稳定，未来几年新品的推出有望推升公司估值水平。维持“买入”评级

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	565	770	931	1165	1432
净利润（百万元）	292	410	494	605	743
EPS（百万元）	0.36	0.51	0.61	0.74	0.92
PE	37.37	31.03	25.37	20.63	17.19
PS	13.57	19.92	16.47	13.17	10.71
P/B	4.37	7.42	6.49	5.47	4.59

**分析师**

吴 洋 (S1180511080005)

电话： 010-88085967

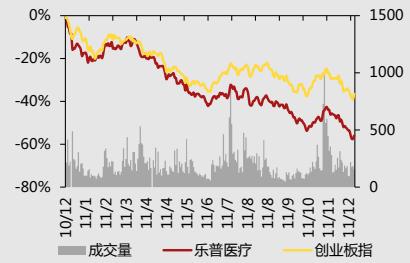
Email: wuyang@hysec.com

孙伟娜 (S1180511010011)

电话： 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

**市场表现**



**股东户数**

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110930	10233	非常集中
20110630	10392	非常集中
20110331	10968	非常集中

数据来源：港澳资讯

**相关研究**

宏源证券 \* 公司研究 \* 乐普医疗——增长稳定，看好新产品潜力 \* 300003

**表1：资产负债表（百万元）**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1269	1214	1282	1589	1988
应收票据	7	10	15	19	24
应收账款	111	160	246	307	378
预付款项	23	65	54	40	23
其他应收款	13	16	28	35	43
存货	79	102	122	156	191
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	11	0	53	58	62
固定资产	106	177	261	332	391
在建工程	168	212	184	164	149
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	5	4	2	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1855</b>	<b>2227</b>	<b>2469</b>	<b>2926</b>	<b>3483</b>
短期借款	30	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	14	33	30	38	46
预收款项	9	12	12	13	14
应付职工薪酬	9	6	6	6	6
应交税费	15	29	29	29	29
其他应付款	17	52	57	62	69
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	<b>99</b>	<b>160</b>	<b>162</b>	<b>177</b>	<b>193</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>1756</b>	<b>2066</b>	<b>2362</b>	<b>2805</b>	<b>3345</b>

**表2：利润表（百万元）**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	565	770	931	1165	1432
营业成本	103	132	160	204	250
营业税金及附加	1	2	12	15	18
销售费用	82	114	136	170	209
管理费用	58	73	84	99	121
财务费用	-6	-23	-23	-26	-33
资产减值损失	0	3	3	3	3
投资收益	0	0	5	6	8
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	327	469	566	708	871
营业外收支净额	4	3	4	4	4
税前利润	331	473	569	712	875
减：所得税	39	62	75	107	131
<b>净利润</b>	<b>292</b>	<b>411</b>	<b>495</b>	<b>605</b>	<b>744</b>

减： 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	292	410	494	605	743
<b>基本每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.51</b>	<b>0.61</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.51</b>	<b>0.61</b>	<b>0.74</b>	<b>0.92</b>

**表 3：现金流量表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	292	411	495	605	744
折旧与摊销	13	17	26	32	35
经营活动现金流	219	395	381	526	652
投资活动现金流	-17	-213	-132	-83	-83
融资活动现金流	902	-31	-180	-136	-170
现金净变动	1105	152	68	307	399
期初现金余额	164	1269	1214	1282	1589
期末现金余额	1269	1420	1282	1589	1988

**分析师简介:**

**吴洋:** 宏源证券研究所医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物等。

**孙伟娜:** 宏源证券研究所医药行业分析师, 清华大学工学博士, 3年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、马应龙、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业、莱美药业等。

**机构销售团队**
**华北区域**
**郭振举**

010-88085798

guozhenju@hysec.com

**牟晚凤**

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

**孙利群**

010-88085756

sunliqun@hysec.com

**华东区域**
**张珺**

010-88085978

zhangjun3@hysec.com

**王俊伟**

021-51782236

wangjunwei@hysec.com

**赵佳**

010-88085291

021-51782067  
xixi@hysec.com

**华南区域**
**崔秀红**

010-88085788

cuixiuhong@hysec.com

**贾浩森**

010-88085279

jiahaosen@hysec.com

**雷增明**

010-88085989

**罗云**

010-88085760  
luoyun@hysec.com

**重点机构**
**曾利洁**

010-88085991

zenglijie@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。