

难以被逾越的综合竞争力

买入首次

目标价格：40 元

投资要点：

- 中报业绩符合预期；
- 收入高速增长、经营效率进一步提高；
- 持续高增长的保证：突出的综合竞争力。

报告摘要：

- **中报业绩符合预期。**报告期内，公司实现营业总收入 6.09 亿元，同比增长 40.17%，归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比增长 50.03%。基本每股收益 0.30 元。
- **业绩高增长的主要原因：1)** 公司对营销的持续投入，使得现有产品的市场优势不断得到巩固，传统的 OTC 渠道的康复护理系列实现收入 3.27 亿元，同比增长 28%；以制氧机为主的医用制氧系列大幅增长了 66%，全年有望做到 4 个亿的水平；医用临床器械实现收入 7634 万，同比增长近 40%。**2)** 公司采取有效的措施，提高生产经营的效率缓解了原材料、人力成本上升，研发支出、销售费用增加的不利影响，管理费用率、财务费用率同比下降了 0.59 个百分点，净利润率提高了 1.3 个百分点。
- **高增长的保证：突出的综合竞争力。**公司上市以来业绩持续高增长的根本原因在于公司在正确的战略指导下，在品牌、研发、管理、产品、渠道等各个环节的竞争优势形成了公司的难以被逾越的综合竞争力。这种竞争力将保证公司未来几年仍能按照此前的模式高速发展，不断成本挖潜保持产品竞争力，渠道进一步拓展下沉扩大市场份额，研发持续投入保证推出新产品，再凭借自己的渠道复制老产品的成功。
- **预计公司 2011~2013 年每股收益 0.62 元、0.91 元、1.29 元，目前对应 PE 分别为 47X、32X、22X，我们认为公司是医疗器械领域最具长期投资潜力的公司，目前估值水平合理，给予买入评级，目标价 40 元。**

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	538	884	1279	1782	2461
EBITDA (百万元)	199	289	427	607	667
净利润 (百万元)	101	161	253	370	529
EPS (元)	0.25	0.39	0.62	0.91	1.29
P/E	44.61	46.12	46.84	32.06	22.43
P/S	8.34	8.39	9.28	6.66	4.82
P/B	9.30	8.44	10.47	7.89	5.83

联系人

吴洋

电话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

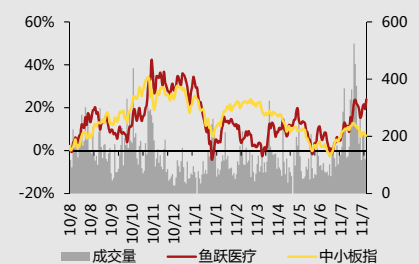
分析师

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：01088085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股	筹码集中度
20110630	26446	非常集中
20110331	4435	较分散
20101231	7518	较集中

业绩符合预期，继续高增长

报告期内，公司实现营业总收入 6.09 亿元，同比增长 40.17%，归属于上市公司股东的净利润 1.21 亿元，同比增长 50.03%，扣除非经常损益后净利润增长了 60.09%，经营性现金流量较去年同期增长 777.78%。基本每股收益 0.30 元。

业绩高增长的主要原因：1) 公司对营销的持续投入，使得现有产品的市场优势不断得到巩固，传统的 OTC 渠道的康复护理系列实现收入 3.27 亿元，同比增长 28%；以制氧机为主的医用制氧系列大幅增长了 66%，全年有望做到 4 个亿的水平；医用临床器械实现收入 7634 万，同比增长近 40%。2) 公司采取有效的措施，缓解了原材料、人力成本上升，研发支出、销售费用增加的不利影响，管理费用率、财务费用率同比下降了 0.59 个百分点，净利润率提高了 1.3 个百分点，经营的效率进一步得到提升。

难以被逾越的综合竞争力

但我们认为公司上市以来业绩持续高增长的根本原因在于公司在正确的战略指导下，在品牌、研发、管理、产品、渠道等各个环节的竞争优势形成了公司的难以被逾越的综合竞争力。这种竞争力将保证公司未来几年仍能按照此前的模式高速发展，不断成本挖潜保持产品竞争力，渠道进一步拓展下沉扩大市场份额，研发持续投入保证推出新产品，再凭借自己的渠道复制老产品的成功。

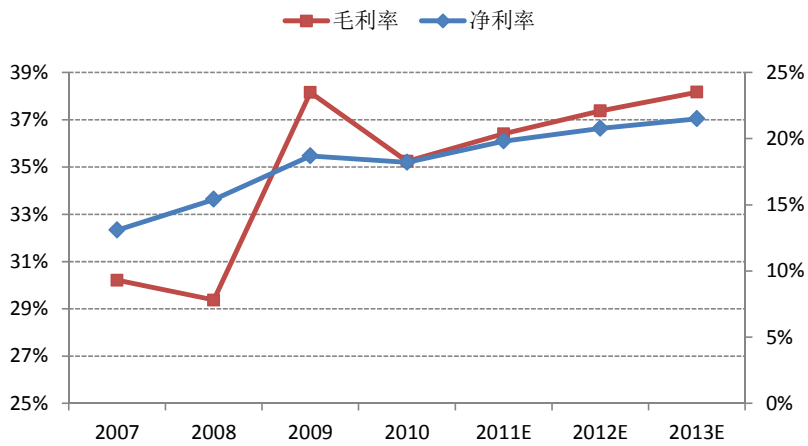
未来，公司将继续坚持原有的发展战略、充分发挥公司的综合竞争优势，不断巩固市场的领先地位。具体而言，OTC 方面继续加大营销投入，完善渠道建设，巩固原有广覆盖和产品多样性的优势，拓展大型连锁药店的主力经销商，开辟三四线城市的新通路，保证家用康复护理器械和制氧器械的稳定增长，医用耗材领域，公司筹备院线渠道的新产品群，或将通过兼并收购来加快这一步伐，使产品结构得到优化。随着医用大型制氧设备、数字 X 光机以及其他品种的开拓，公司的院线渠道逐步建立并得到锻炼，为后续产品线的出击创造条件。同时公司一贯地继续加大研发投入，势必将开花结果，新产品的推出将搭载高效广域的营销渠道，迅速抢占市场，保持公司的领先优势。

下半年新产品血糖仪及其试纸将上市，该产品市场前景很好，同时、电子血压计、数字式 X 光机、医用大型供氧设备几个新产品的增速仍然非常高，未来，随着公司募投资金的持续投入，轮椅车、制氧机等主要产品的产能压力将逐步得到缓解，销量有望持续增长，成本也会得到进一步的控制。

盈利预测

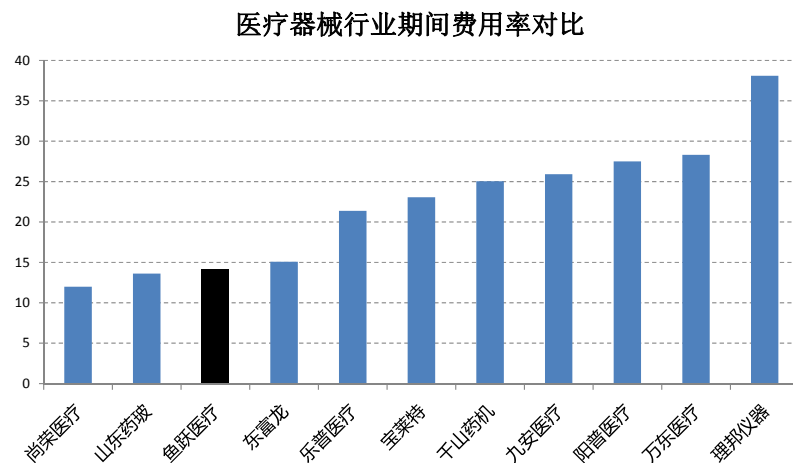
预计公司 2011-2013 年每股收益 0.62 元、0.91 元、1.29 元，目前对应 PE 分别为 47X、32X、22X，我们认为公司是医疗器械领域最具长期投资潜力的公司，目前估值水平合理，给予买入评级，目标价 40 元。

图 1：2011-2013 年利润率水平预测



资料来源：宏源证券

图 2：医疗器械行业费用率对比



资料来源：WIND、宏源证券

表 1: 资产负债表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	142	333	401	599	919
应收票据	12	4	17	24	34
应收账款	82	145	210	293	404
预付款项	5	22	32	44	62
其他应收款	5	9	12	17	24
存货	89	193	246	337	460
其他流动资产	0	0	-1	-4	-6
长期股权投资	5	5	6	7	9
固定资产	205	232	301	366	427
在建工程	9	41	35	33	31
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	53	51	50	49	48
长期待摊费用	4	6	5	4	2
资产总计	638	1063	1357	1814	2460
短期借款	28	24	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	69	123	170	233	318
预收款项	15	19	34	55	84
应付职工薪酬	1	1	1	1	1
应交税费	5	-1	0	1	1
其他应付款	8	6	7	8	8
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	20	9	9	9	9
负债合计	156	184	223	309	425
股东权益合计	483	879	1134	1505	2036

表 2: 利润表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	538	884	1279	1782	2461
营业成本	333	572	814	1116	1522
营业税金及附加	4	4	8	11	16
销售费用	34	54	77	107	148
管理费用	52	76	107	145	195
财务费用	1	3	-4	-8	-12
资产减值损失	3	4	9	11	15
投资收益	1	2	2	2	3
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	114	171	271	401	580
营业外收支净额	4	10	14	17	21
税前利润	118	181	285	418	601
减: 所得税	17	19	30	47	70

净利润	101	161	254	371	531
减：少数股东损益	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	101	161	253	370	529
基本每股收益	0.65	0.63	0.62	0.91	1.29
稀释每股收益	0.65	0.63	0.62	0.91	1.29

表 3：现金流量表（百万元）

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	101	161	254	371	531
折旧与摊销	14	22	23	25	27
经营活动现金流	97	51	170	275	393
投资活动现金流	-42	-172	-83	-85	-85
融资活动现金流	17	312	-20	8	12
现金净变动	73	191	67	198	321
期初现金余额	155	142	333	401	599
期末现金余额	228	333	401	599	919

联系人简介:

吴洋：宏源证券医药行业分析师，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、益佰制药、信立泰、华海药业、智飞生物、乐普医疗等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。