

# 增长稳定，看好新产品潜力

**增持 首次**

目标价格：25元

## 投资要点：

- **业绩稳定增长、海外市场有所突破。**
- **看好新产品无载体支架的前景。**

## 报告摘要：

- **业绩符合预期。**报告期内，公司实现营业总收入4.69亿元，同比增长22.57%。实现归属于上市公司股东的净利润2.63亿元，同比增长25.88%，基本每股收益0.32元。主导产品支架系统、封堵器产品同比增长17.28%和27.96%，但毛利率略有下降。
- **海外市场有所突破。**报告期内，公司已在40个国家建立了代理销售体系，销售额同比增长321.78%。同时公司取得PTCA球囊导管、无针接头等四个产品CE认证，累计共获得15个产品CE认证。
- **新产品研发工作稳步推进。**公司坚持“生产一代、注册一代、研制一代、预研一代”的产品梯队策略，持续地推出新产品。巩固市场竞争力。报告期内，公司先后取得了无载体药物洗脱支架等四个产品注册，目前有注册申报产品7项，临床试验产品3项。公司继续加大研发投入，上半年研发经费共计3265.62万元，同比增长67.13%。
- **看好无载体药物洗脱支架的市场前景。**无载体支架有效地解决了载体在体内脱落所导致的PCI术后远端血栓的问题，使得血栓的概率从15%降到5%，同时可以减少患者服用抗血栓药物的时间，节省治疗成本，并适应于存在基础性疾病而不能使用一般药物支架的患者。预计该产品今年下半年推出后，2-3年内有望占据原有支架市场10%左右的份额，从而提高公司产品的市场规模。而且无载体药物支架产品其定价和招标上具备一定优势，毛利率也会提高。
- **预计公司2011-2013年EPS为0.64元、0.85元、1.05元，目前股价分别对应30X、22X、18XPE，估值合理，给予增持评级。**

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	565	770	960	1294	1574
EBITDA(百万元)	334	466	593	813	992
净利润(百万元)	292	410	517	693	850
EPS(元)	0.36	0.51	0.64	0.85	1.05
P/E	26.25	37.37	29.66	22.14	18.05
P/S	13.57	19.92	15.98	11.86	9.74
P/B	4.37	7.42	6.43	5.26	4.36

## 联系人

吴洋

电话：010-88085967

Email wuyang@hysec.com

:

## 分析师

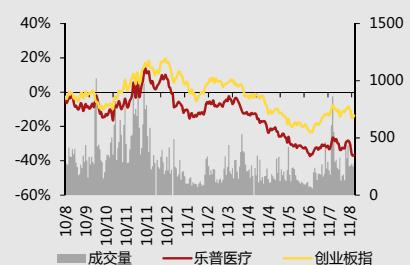
孙伟娜(S1180511010011)

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
20110630		
20110331	10968	非常集中
20101231	11536	非常集中

数据来源：港澳资讯

## 业绩稳定增长

报告期内，公司实现营业总收入 4.69 亿元，同比增长 22.57%。实现营业利润 3.01 亿元、归属于上市公司股东的净利润 2.63 亿元，分别同比增长 24.79%、25.88%，经营性现金流量为 1.47 亿元，同比减少了 14.20%。基本每股收益 0.32 元。加权平均 ROE 为 12.36%，同比增长 0.97 个百分点。

主导产品支架系统同比增长 17.28%，但由于价格下降，毛利率略降 0.43 个百分点，封堵器产品增长 27.96%，毛利率也下降了 1.41 个百分点，其他主营产品的收入与成本分别同期增长 189.98% 和 111.56%，毛利率提高 14.22 个百分点，主要原因是子公司思达医用的心脏瓣膜类产品纳入合并范围，拉高了毛利率。随着公司收入的增长，规模效益逐步体现，管理费用率下降 1.39 个百分点，达到 8.49%；销售费用 6048.13 万元，同比增长为 22.43%，销售费用率 12.89%，于去年基本持平；财务费用为 -1220.74 万元。

另外，公司今年在海外市场的销售取得突破。报告期末，公司已在 40 个国家建立了代理销售体系，销售额同比增长 321.78%，同时公司取得 PTCA 球囊导管、无针接头等四个产品 CE 认证，累计共获得 15 个产品 CE 认证。

## 新产品研发为公司提供持久的增长支撑

公司坚持“生产一代、注册一代、研制一代、预研一代”的产品梯队策略，保证持续地推出新产品，巩固市场竞争力。报告期内，公司先后取得了血管内无载体药物洗脱支架系统、心脏型脂肪酸结合蛋白试纸、心肌肌钙蛋白 I 检测试纸和超敏 C-反应蛋白检测试纸共四个产品注册证，其中无载体药物支架标志着公司近年来在药物支架技术上的一次重大突破，将在第三代完全可降解支架产品推出前，成为公司拓展市场的重量级品种。公司在电生理领域也取得指引导管、消融导管和标测导管三项产品注册申报，同时公司对于双药物支架、完全可降解药物支架、心脏瓣膜及血管造影机等未来战略产品的研发工作也在稳步推进。目前公司共有注册申报产品 7 项，临床试验产品 3 项。报告期内研发经费共计 3265.62 万元，同比增长 67.13%。

我们认为，对于心脏介入支架市场，我们认为未来 2-3 年仍能保持 25% 左右的较高的成长速度，拥有丰富的产品线的乐普医疗有望充分受益于行业的增长。公司一直致力于提供心脏介入治疗的全套解决方案，我们相信凭借其已有的先发优势和优秀研发能力，未来在药物支架、封堵器等产品的市场地位将会巩固，同时在电生理导管、血管造影机、心脏起搏器、心脏瓣膜等战略品种领域有望突破。

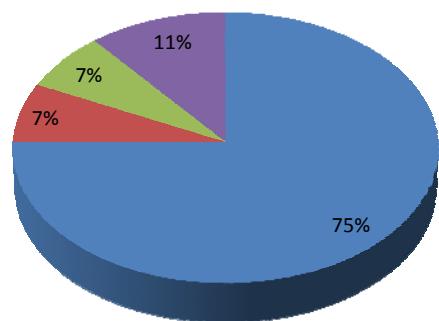
我们看好公司的无载体药物洗脱支架的前景，该产品通过在支架上打孔搭载药物，避免了药物涂层的存在及其在体内脱落所导致的 PCI 术后远端血栓的问题，使得血栓的概率从 15% 降到 5%，同时可以减少患者服用抗血栓药物（氯吡格雷、阿司匹林）的时间，节省治疗成本，并适应于存在基础性疾病而不能使用一般药物支架的患者。预计该产品今年下半年推出后，2-3 年内有望占据原有支架市场 10% 左右的份额，从而提高公司产品的市场规模。而且无载体药物支架产品其定价和招标上具备一定优势，毛利率也会提高。

## 盈利预测

预计公司 2011-2013 年实现归属于母公司净利润 5.17 亿元、6.93 亿元、8.50 亿元，同比增长 25.97%、33.98%、22.66%，对应每股收益 0.64 元、0.85 元、1.05 元，目前股价分别对应 30X、22X、18XPE，估值合理，给予增持评级。

图 1：2011H 产品结构

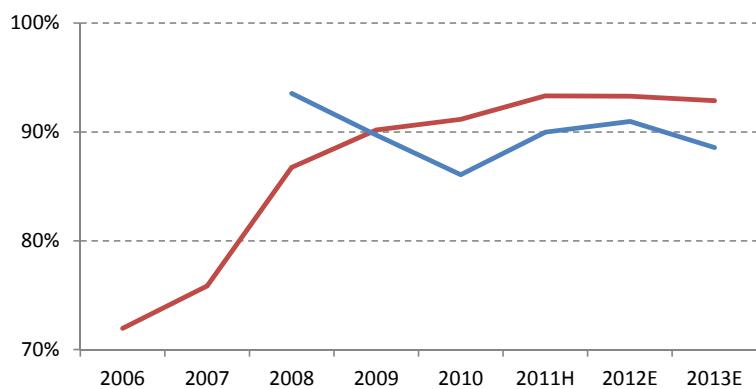
■ 药物支架 ■ 封堵器 ■ 其他 ■ 代理和经销产品



资料来源：Wind、宏源证券研究所

图 2：主要产品毛利率变化情况

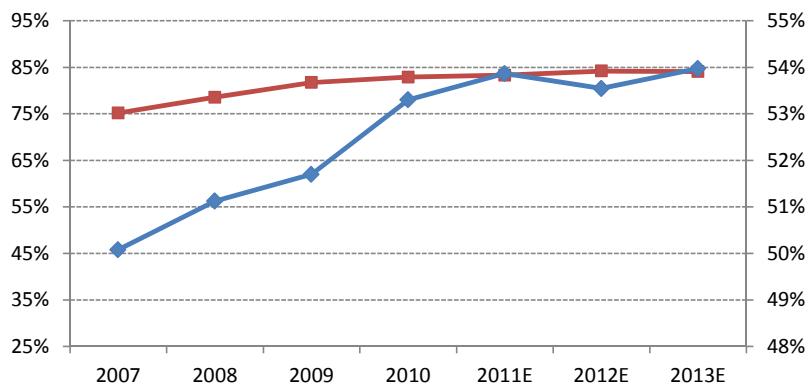
—— 药物支架 —— 封堵器



资料来源：宏源证券研究所

图 3：2011-2013 年利润率水平预测

—— 毛利率 —— 净利率



资料来源：宏源证券研究所

**表 2: 资产负债表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1269	1214	1296	1660	2121
应收票据	7	10	16	21	26
应收账款	111	160	253	341	415
预付款项	23	65	54	40	23
其他应收款	13	16	29	39	47
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>2492</b>	<b>3037</b>	<b>3660</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>2385</b>	<b>2915</b>	<b>3522</b>

**表 3: 利润表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	565	770	960	1294	1574
营业成本	103	132	160	204	250
营业税金及附加	1	2	12	16	20
销售费用	82	114	140	189	230
管理费用	58	73	81	103	118
财务费用	-6	-23	-23	-27	-35
资产减值损失	0	3	3	4	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	592	812	996
营业外收支净额	4	3	4	4	4
税前利润	331	473	595	815	1000
减: 所得税	39	62	78	122	150

净利润	292	411	517	693	850
减： 少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	292	410	517	693	850
<b>基本每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.51</b>	<b>0.64</b>	<b>0.85</b>	<b>1.05</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.51</b>	<b>0.64</b>	<b>0.85</b>	<b>1.05</b>

**表 4：现金流量表（百万元）**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	292	411	517	693	850
折旧与摊销	13	17	26	32	35
经营活动现金流	219	395	394	582	753
投资活动现金流	-17	-213	-132	-83	-83
融资活动现金流	902	-31	-180	-135	-209
现金净变动	1105	152	82	364	461
期初现金余额	164	1269	1214	1296	1660
期末现金余额	1269	1420	1296	1660	2121

**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年医药行业研究经历。

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、安科生物等

**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 cuixiuuhong@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。