

日期：2012年3月8日

行业：医疗器械



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号：S0870511030004

基本数据（2011）

报告日股价（元）	14.44
12mth A股价格区间（元）	28.71/12.56
总股本（百万股）	812.00
无限售A股/总股本	34.65%
流通市值（亿元）	40.63
每股净资产（元）	2.88
PBR（X）	5.01
DPS（11，元）	0.18

主要股东（2011）

中国船舶重工集团公司第七二五研究所	28.92%
中船重工科技投资发展有限公司	18.53%
BROOK INVESTMENT LTD	15.13%
蒲忠杰	13.04%

收入结构（2011）

支架系统	72.12%
封堵器	7.20%
代理及经销产品	10.02%

最近6个月股价与沪深300指数比较

报告编号：WY12-CI02

相关报告：

首次报告日期：2012年3月8日

国内增速放缓，未来还看新品及海外

■ 主要观点：**2011业绩增速平稳**

2011年公司实现营业收入91,984.62万元、营业利润53,742.11万元，实现净利润47,315.77万元，营业收入、营业利润、净利润分别同比增长19.44%、14.50%和15.27%。综合毛利率同比下降0.38%。

主导产品销售趋稳

公司主导产品支架系统和封堵器 2011 年营业收入同比增速分别为 14.48% 和 22.24%，营业成本同比增长 12.80% 和 16.89%。2011 年，我国冠脉介入手术例数同比增长 16.9%，前一年增速则为 24.8%。主导产品销售增速低于预期的原因主要是国内市场增速放缓，市场竞争更趋激烈以及新品上市慢于预期等。

新产品及国际化战略为未来看点

公司去年底收购Comed公司，意图利用其在临床试验和产品注册等方面资源加快公司相关产品的CE认证，完善公司国际化市场的战略布局和产品整合。2011年公司产品已试销到63个国家和地区，产品海外销售额2502.51万元。公司2011年投入研发经费费6,620.52万元，同比增长18.18%。共获得产品注册证12项，包括血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统等4项心血管介/植入医疗器械和8项心血管诊断试剂，标志着公司正式跨入人体诊断领域。

■ 投资建议：**未来六个月内，给予“大市同步”评级**

公司11年实现每股收益为0.58元，预计公司12年实现每股收益为0.69元，以3月7日收盘价14.44元计算，静态、动态PE分别为20.92倍和17.51倍。行业同类公司PE中值分别为24.09和17.07，公司估值与之相当。公司经营稳定，支架系统销售稳定，封堵器及其他产品增速较高，新产品具有先发优势，海外市场值得期待。我们认为公司未来会保持稳定增长态势，给予“未来六个月，大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(亿元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	770.10	919.85	1134.93	1406.00
年增长率	36.25%	19.44%	23.38%	23.88%
归属于母公司的净利润	410.48	473.16	560.54	669.80
年增长率	40.47%	15.27%	18.47%	19.49%
每股收益(元)	0.51	0.58	0.69	0.82
PER(X)	28.56	24.78	20.92	17.51

注：有关指标按当年股本摊薄

一、公司概况：国产支架系统主要生产企业

公司主要生产血管、心脏介入产品、其他医疗设备以及体外诊断产品等，主导产品为支架系统和封堵器。

公司业务在 2008-2010 年收入增速较快，2008-2010 年的收入增长率分别为 31.74%、43.50% 和 36.25%；同期，利润增速达到了 34.49%、45.11% 和 40.47%。2011 年，公司营业收入 91,984.62 万元、营业利润 53,742.11 万元，实现净利润 47,315.77 万元，营业收入、营业利润、净利润分别同比增长 19.44%、14.50% 和 15.27%。综合毛利率同比下降 0.38%，收入、净利润增速放缓。

分产品看，2011 年公司支架系统营业收入 6.63 亿元，占主营收入的 72.12%，收入占比继续小幅降低，毛利率维持稳定。封堵器营业收入 6623.69 万元，占主营收入的 7.20%，毛利率和收入占比均保持微升态势。公司其他产品的销售情况良好，同比增速 74.49%，代理及经销产品销售收入同比增速为 14.87%，比 2010 年下降 11.33 个百分点。

目前，公司控股股东为中国船舶重工集团公司第七二五研究所，持有 234,807,412 股，占总股本的 28.92%；中船重工科技投资发展有限公司持股 150,462,588 股，占总股本的 18.53%，实际控制人为中国船舶重工集团公司。BROOK INVESTMENT LTD 和蒲忠杰分别持有 122,874,000 股和 105,873,400 股，分别占总股本的 15.13% 和 13.04%。无其他持股在 10% 以上（含 10%）的法人股东。

图 1 公司近年来的收入、利润情况

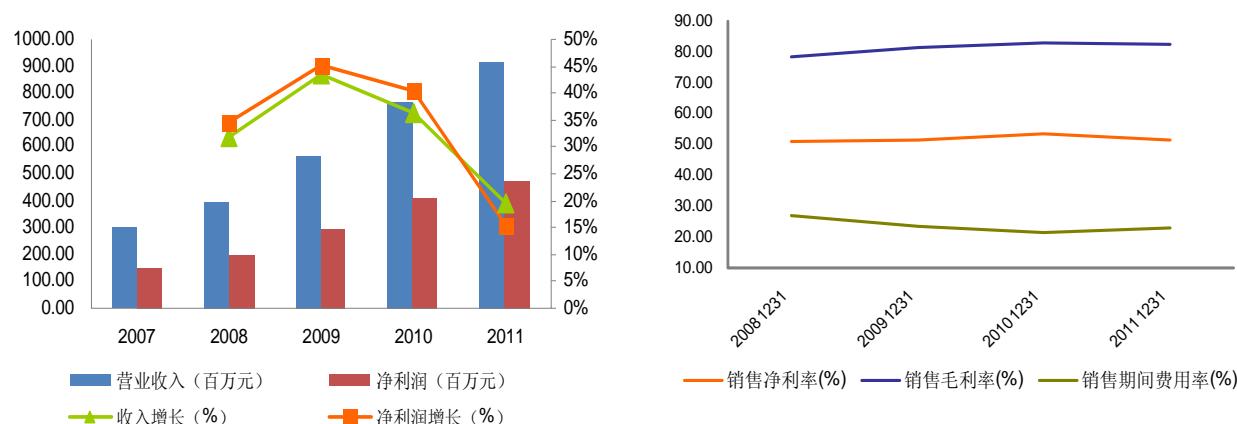
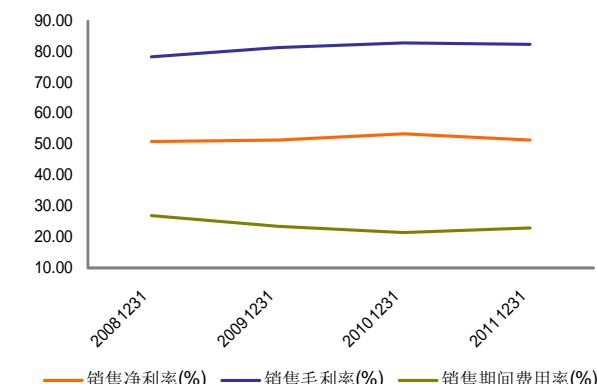


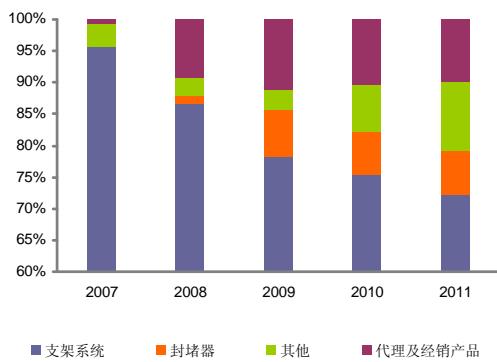
图 2 公司近年来的盈利能力变化



数据来源：Wind, 上海证券研究所

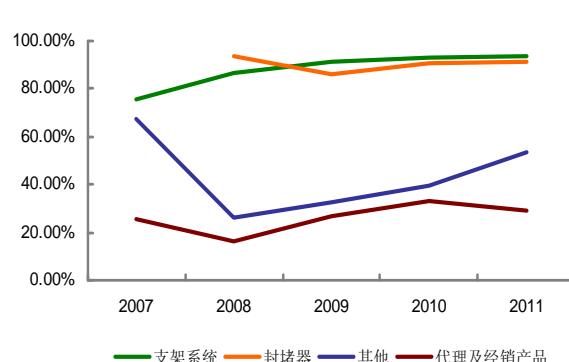
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入结构



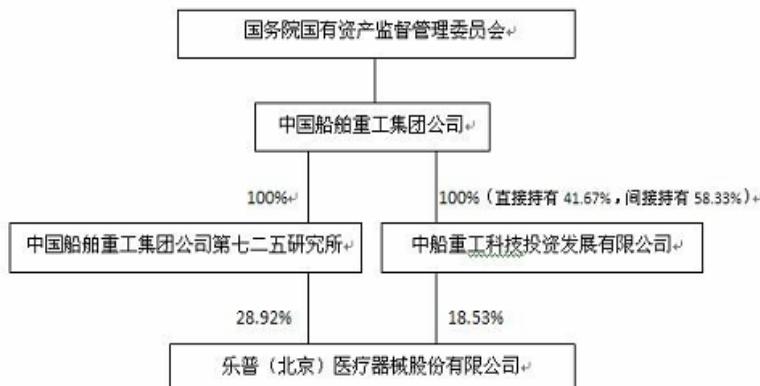
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 公司与实际控制人之间的产权和控制关系



数据来源: 公司 2011 年年报, 上海证券研究所

二、国内市场趋于平稳

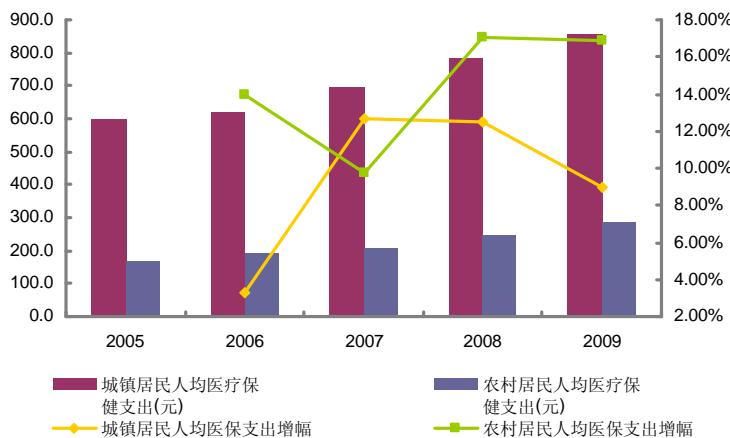
2.1 支架系统销售放缓

公司是国内较早拥有冠状动脉药物洗脱支架系统生产技术的企业。以血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架系统为主导的支架系统覆盖了全国 85%以上的开展冠状动脉介入手术的医院, 2008 年国内市场占有率为 25.8%。

长期看, 支架系统的需求呈现稳定上涨的趋势。一方面, 居民医疗保健支出不断增加, 根据中国卫生统计年鉴, 2005~2009 年城镇中等收入家庭在保健及医疗服务方面的平均年支出由 600.9 元增至 856.4 元, 增幅为 42.52%, 农村中等收入家庭的平均年支出由人民币 168.1 元增至人民币 224.2 元, 增幅为 71.03%。此外, 到 2008 年, 65

岁以上老人占总人口比例为 8.5%。另一方面，2009 年，我国三级和二级医院数量为 1233 家和 6523 家，比 2006 年分别增加了 17.99% 和 26.64%。三级医院以及部分二级医院是支架系统主要使用者，其数量的增加有利于冠脉介入手术的开展。

图 6 近年城镇和农村居民人均医疗保健支出和增幅



数据来源：中国卫生统计年鉴，上海证券研究所

目前，我国冠脉介入手术主要采用药物洗脱支架。根据 Frost & Sullivan 的数据，2009 年我国所有冠状动脉支架手术中有 95.7% 采用药物洗脱支架，余下 4.3% 则采用裸金属支架。公司支架系统在 2009、2010 年保持高于市场平均增速水平的速度增长。2011 年，支架系统的销售增速放缓到 14.48%，整体业绩增速放缓至 19.98%。

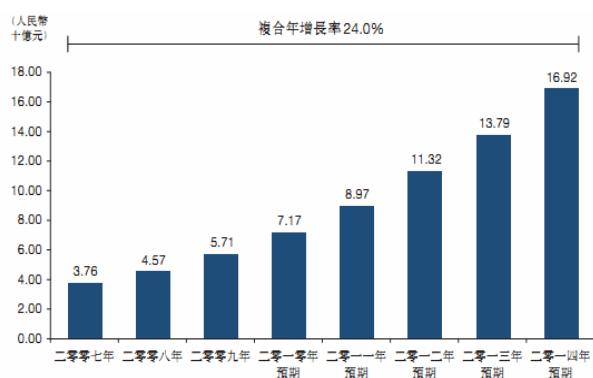
业绩放缓主要是受市场增速不及预期和公司主导产品竞争激烈两方面因素的影响。3 月 1 日举行的第 15 届全国介入心脏病学论坛上公布的数据显示，2011 年，我国共完成冠脉介入 332992 例，比 2010 年增长 16.9%。2010 年总数为 284936 例，比 2009 年增长 24.8%，2009 年是 228380 例，显示出市场整体增速的放缓。公司国内的主要竞争对手包括微创医疗、吉威医疗、大连垠艺等，微创医疗目前市场占有率为排名第一。微创医疗 2011 年中报显示其药物洗脱支架的销售增速为 21.7%，与前一年中报业绩相比，销售增速下降了 7 个百分点，市场竞争激烈。

另一方面，公司在 2010 年对国内营销体系进行了整合，推动主导产品由一线城市向二三线城市辐射，在 2010 年原有一线城市平稳较快增长的基础上，二三线城市实现了快速增长。国家重点支持地、县级医院的发展，从长期看，有利于公司未来的发展。但从短期看，二三线城市医院，特别是一些三线城市医院受限于技术水平、手术辅助设备、患者对手术的认知以及费用的接受程度等因素，手术例数增

加或会出现波动，而非持续快速增长，这可能也是公司 2011 年业绩减缓的因素之一。

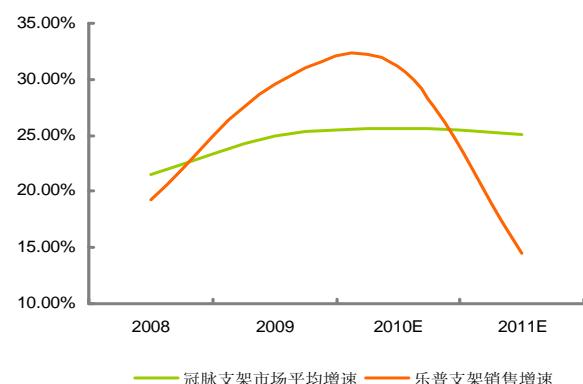
支架之外的封堵器及其他产品目前业务收入占比分别为 8.00% 和 11.84%，2011 年业绩增速分别为 22.24%、74.49%，增速相比于 2010 年均有所回落，但高于今年业绩整体增长水平。由于两者业绩占比较小，目前对业绩提升的贡献也较小。

图 7 中国冠脉支架市场增长情况



数据来源：Frost & Sullivan，上海证券研究所

图 8 乐普医疗支架系统销售增速与市场平均增速对比



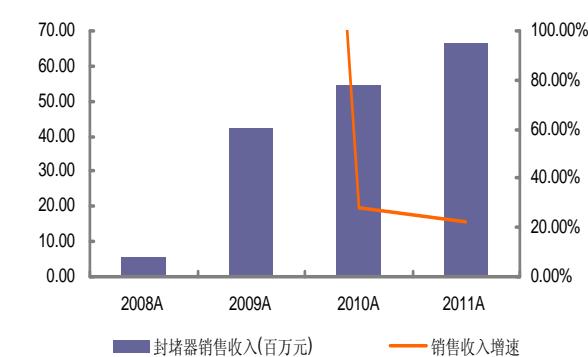
数据来源：Frost & Sullivan，公司公告，上海证券研究所

图 9 支架系统近年销售收入及增速



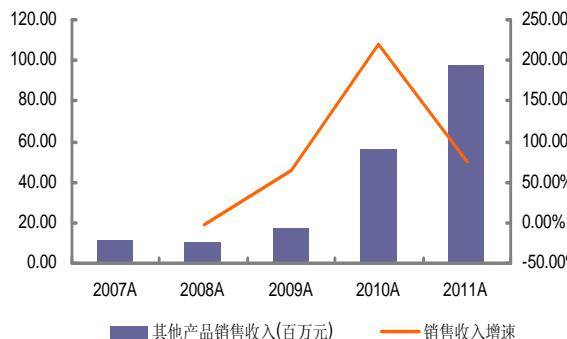
数据来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 10 封堵器近年销售收入及增速



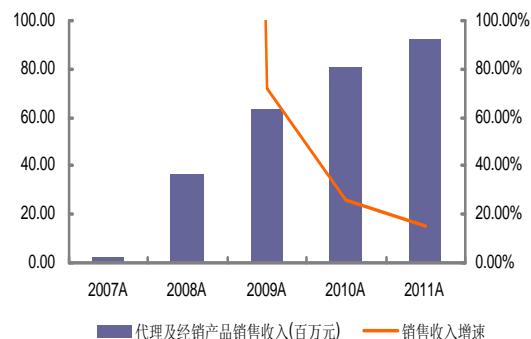
数据来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 11 其他产品近年销售收入及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 上海证券研究所

图 12 经销及代理产品近年收入及增速



数据来源: Wind, 公司公告, 上海证券研究所

2.2 临床试验要求提高强化公司先发优势

在《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》中，全降解血管支架、新型介入支架等高值耗材的发展、促进血管支架等常用高值耗材的普及应用均被列入重点支持项目。2011年，公司（含子公司）取得了血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统、一次性使用指引导管、靶向灌注导管、PTA球囊扩张导管、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-反应蛋白检测试纸等共12个产品注册证；分叉支架、钴基可降解药物支架、治疗用电生理射频消融导管、诊断用电生理标测导管、心血管试剂等12项产品正在申报注册和审批。

公司在冠脉介入领域的产品齐全，能够受益于《规划》对相关领域的支持。另一方面，根据SFDA发布的《药物支架临床试验指导原则》，提出支架总样本量从300例提升到1000例的要求，这必将对国内企业今后支架产品的研发提出更高的要求，延长研发周期，增加研发成本，提升研发风险。公司已获批项目将受益于研发门槛的提高，但后续研究项目也须满足该要求，对公司研发项目管理提出更高要求。

无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统是在第一代药物洗脱支架的基础上，针对发生远期血栓的潜在风险进行技术改进的新一代产品。公司通过在裸支架表面产生纳米微孔的办法，将药物直接储存在纳米级的微孔中，通过纳米微孔的作用达到高分子材料在第一代药物支架中所起的载药和缓释药物的功能。它克服了传统高分子材料可能

引起的血管组织的过敏反应和慢性炎性反应，从而降低远期血栓发生的风险。不过由于医院招标工作的周期性，无载体含药洗脱支架获批之后还未有全面销售，2011年尚未贡献业绩。该技术在国际上也鲜有同类产品，公司面临竞争小，但另一方面医院使用上或会有所顾虑，需要公司在学术推广上多下功夫。

此外，公司通过收购卫金帆、北京思达和陕西秦明，实现了心血管介入一体化，瓣膜有望通过进口替代实现迅速成长，成为公司的新的利润贡献点。

三、海外市场快速增长

公司进一步加强海外市场营销工作，加快产品国际化战略的实施。公司通过参加国际知名的医疗器械展会和心血管专业学术会议，进一步提高了国际市场的知名度；公司全力推进主要产品的海外注册工作，首次获得美国FDA核发的压迫止血器产品注册证，PTCA球囊导管等21项产品通过CE认证，已在超过20个国家获得产品注册，涉及16项产品共计94个注册证。同时，通过积极筹划设立乐普（欧洲）公司，通过其实现对荷兰Comed公司的控股，直接构建公司海外营销网络，实现海外市场的快速拓展。2011年公司产品已试销到63个国家和地区，产品海外销售额2502.51万元，同比增长177%。

四、盈利预测及主要假设

- 1) 支架系统等高毛利产品不出现大幅度降价。
- 2) 新产品顺利实现销售。

五、给予“未来六个月，大市同步”评级

公司11年实现每股收益为0.58元，预计公司12年实现每股收益为0.69元，以3月7日收盘价14.44元计算，静态、动态PE分别为20.92倍和17.51倍。行业同类公司PE中值分别为24.09和17.07，公司估值与之相当。公司经营稳定，支架系统销售稳定，封堵器及其他产品增速较高，新产品具有先发优势，海外市场值得期待。我们认为公司未来会保持稳定增长态势，给予“未来六个月，大市同步”评级。

六、风险提示

- 1、高毛利产品降价风险。
- 2、新产品推广不达预期。

七、附表

附表 1 乐普医疗损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
一、营业总收入	565.20	770.10	919.85	1,134.93	1,406.00
二、营业总成本	237.98	300.95	387.08	493.65	637.37
营业成本	103.25	131.53	160.64	198.47	270.64
营业税金及附加	1.18	2.18	10.28	11.35	14.06
销售费用	82.43	114.34	148.53	172.43	216.46
管理费用	57.65	72.97	89.89	111.40	136.21
财务费用	-6.11	-22.72	-27.22	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.27	0.00	1.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	327.48	469.35	537.42	641.28	768.63
加：营业外收入	4.25	4.81	5.90	0.00	0.00
减：营业外支出	0.31	1.51	0.32	0.00	0.00
五、利润总额	331.42	472.65	543.00	641.28	768.63
减：所得税	39.07	62.01	69.85	80.73	98.82
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	292.36	410.64	473.16	560.54	669.80
减：少数股东损益	0.15	0.16	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	292.21	410.48	473.16	560.54	669.80
七、摊薄每股收益(元)	0.36	0.51	0.58	0.69	0.82

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表 2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
主营产品	689.83	827.64	1028.89	1284.06
支架系统	579.49	663.42	782.83	923.74
封堵器	54.19	66.24	79.48	93.79
其他	56.16	97.99	166.58	266.52
代理及经销产品	80.27	92.21	106.04	121.94
合计	770.10	919.85	1134.93	1406.00
分业务主营成本测算 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
主营产品	77.85	95.26	122.13	181.62
支架系统	38.92	43.90	39.14	46.19
封堵器	4.90	5.73	6.36	7.50
其他	34.03	45.64	76.62	127.93
代理及经销产品	53.68	65.38	76.35	89.02
合计	131.53	160.64	198.47	270.64
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E
主营产品	37.53%	19.98%	24.32%	24.80%
支架系统	31.21%	14.48%	18.00%	18.00%
封堵器	27.96%	22.22%	20.00%	18.00%
其他	219.05%	74.49%	70.00%	60.00%
代理及经销产品	26.20%	14.87%	15.00%	15.00%
合计	36.25%	19.44%	23.38%	23.88%
毛利率	2010A	2011E	2012E	2013E
主营产品	88.72%	88.49%	88.13%	85.86%
支架系统	93.28%	93.38%	95.00%	95.00%
封堵器	90.96%	91.36%	92.00%	92.00%
其他	39.40%	53.42%	54.00%	52.00%
代理及经销产品	33.12%	29.09%	28.00%	27.00%
合计	82.92%	82.54%	82.51%	80.75%

资料来源：Wind，上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2008A	2009A	2010A	2011A
销售毛利率(%)	78.58	81.73	82.92	83.39
销售净利率(%)	51.07	51.73	53.32	53.44
息税前利润/营业总收入(%)	50.05	57.52	58.46	58.53
净资产收益率(摊薄)(%)	39.92	16.71	19.87	16.26
流动比率	3.66	15.86	10.48	10.70
速动比率	3.09	15.02	9.80	9.93
资产负债率(%)	16.09	5.35	7.21	6.90
存货周转率(次)	1.73	1.56	1.45	1.02
应收账款周转率(次)	5.39	6.05	5.70	3.11
总资产周转率(次)	0.74	0.46	0.38	0.29
净利润同比增长率(%)	34.49	45.11	40.47	19.18
每股收益-稀释(元)	0.55	0.72	0.51	0.45
每股经营活动现金流量净额(元)	0.52	0.59	0.46	0.27
每股未分配利润(元)	0.28	0.41	0.54	0.69
每股资本公积(元)	0.06	2.79	0.91	0.91

数据来源: Wind, 上海证券研究所

附表 4 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票 代码	股价	EPS			PE		
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
尚荣医疗	002551	23.30	0.75	0.69	1.28	31.07	33.78	18.26
阳普医疗	300030	10.71	0.39	0.29	0.42	27.46	36.49	25.76
九安医疗	002432	10.34	0.22	0.14	0.20	47.00	75.92	52.78
华润万东	600055	11.86	0.19	0.19	0.23	61.13	61.87	51.34
宝莱特	300246	30.13	1.10	0.90	1.12	27.39	33.39	26.85
鱼跃医疗	002223	20.15	0.64	0.60	0.83	31.48	33.56	24.16
新华医疗	600587	27.94	0.45	0.79	1.16	62.09	35.46	24.01
理邦仪器	300206	21.25	0.88	0.64	0.85	24.15	33.38	24.92
和佳股份	300273	23.66	0.45	0.60	0.86	52.58	39.57	27.64
行业平均						38.81	48.29	35.00

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

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）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。