

2012年4月9日

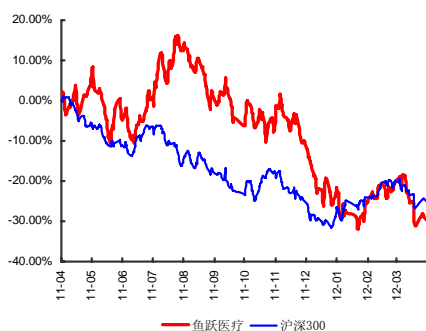
研究员：姚 凯
 执业证书编号：S0910511010001
 电话：021-62448087
 Email: yaokai@casstock.com

研究支持：吴琳
 电话：021-62442039
 Email: wulin@casstock.com

当前价格：18.19元
 目标价格：-
 目标期限：6个月

总股本：40892.8万
 总市值：74.38亿
 流通比例：37.7%

鱼跃医疗（002223）股价表现



鱼跃医疗（002223）：主要产品保持较高增长，血糖仪开始贡献业绩

评级：增持

主要观点：

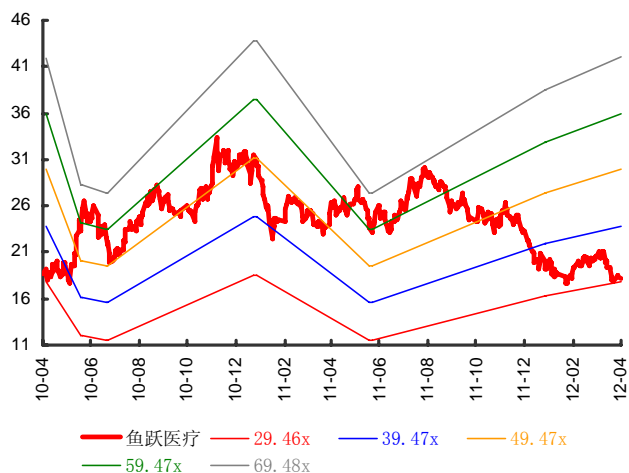
- ◆2011年业绩增速放缓。公司在2011年实现营业收入、营业利润、利润总额、归属于上市公司股东净利润及归属于上市公司股东的扣非的净利润分别为117051.61万元、21849.69万元、26045.72万元、22641.18万元和18998.62万元，分别比去年同期增长32.43%、27.74%、44.2%、40.73%和25.16%，每股收益为0.55元，每股净资产为2.69元。利润分配预案为每10股派发现金股利1元（含税），以资本公积金转增股本，每10股转增3股。公司在连续两年归属母公司股东净利润60%以上的增长后，2011年增速明显放缓。
- ◆优化产品生产，积极应对成本上涨。2011年公司的主要原材料价格出现不同程度上涨，其中，铝板、水银、铜棒、铜管分别同比上涨7%、160%、13%和11%，但公司通过优化产品生产，调整成本增幅较大的传统产品如水银血压计和体温计等产品生产，另外，通过提高采购议价能力、提高部分售价等方式控制成本，从而使综合毛利率同比提升0.26个百分点，达到35.41%。
- ◆制氧机及轮椅车销售收入持续高速增长。制氧机在2009年-2011年销量分别约在6万台、12万台和17万台，2011年收入超过3亿元，占营业总收入约30%左右，预计未来仍将保持40-50%的增长。轮椅车自2010年下半年海外销售解禁后，订单情况较好，改造项目预计将在今年年底完成。相对于传统产品血压计，公司未来发展力度将体现在制氧机、电子血压计、血糖仪等产品上，同时积极拓展海外市场销售。
- ◆血糖仪未来将大幅贡献业绩。血糖仪作为公司新品，将是近年来公司重点发展产品之一，目前公司已设血糖仪事业部，销售渠道将通过医院+OTC共同发展。预计2012年血糖仪收入将在4000万元-5000万元。预计公司在2012年-2013年归属于上市公司股东净利润同比增长为7%和32%，EPS分别为0.59元和0.78元，对应的PE为31倍和23倍，我们给予增持评级。
- ◆风险提示：原材料价格及其他成本上涨的风险；海外及新品国内销售不畅的风险。

图表 1: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	538	884	1171	1555	2046
营业成本	333	572	755	1028	1349
毛利	205	312	416	527	697
% 营业收入	38.20%	35.20%	35.50%	33.90%	34.10%
营业税金及附加	4	4	8	11	14
% 营业收入	0.80%	0.50%	0.70%	0.70%	0.70%
销售费用	34	54	84	109	143
% 营业收入	6.30%	6.10%	7.10%	7.00%	7.00%
管理费用	52	76	107	140	184
% 营业收入	9.60%	8.60%	9.10%	9.00%	9.00%
财务费用	1	3	-3	0	0
% 营业收入	0.10%	0.30%	-0.20%	0.00%	0.00%
资产减值损失	3	4	2	0	0
公允价值变动收益	1	-1	0	0	0
投资收益	1	2	1	0	0
营业利润	114	171	219	267	356
% 营业收入	21.20%	19.40%	18.70%	17.20%	17.40%
营业外收支	4	10	42	10	10
利润总额	118	181	260	277	366
% 营业收入	22.00%	20.40%	22.30%	17.80%	17.90%
所得税费用	17	19	33	35	46
净利润	101	161	228	243	320
归属于母公司所有者的净利润	101	161	226	243	320
少数股东损益	1	0	1	0	0
EPS (元/股)	0.65	0.63	0.55	0.59	0.78

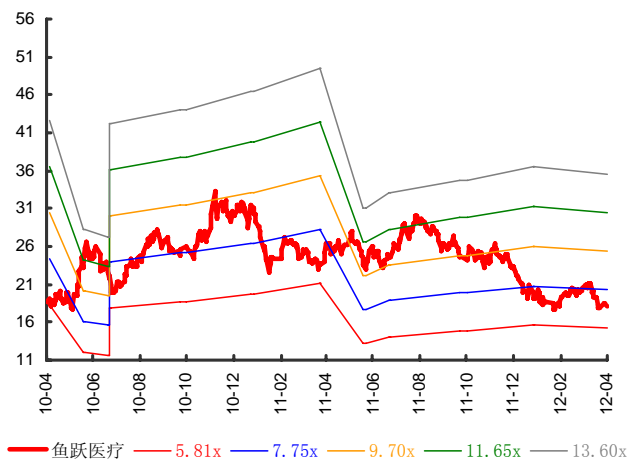
资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 鱼跃医疗历史 PE Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 3: 鱼跃医疗历史 PB Band



资料来源: wind, 航天证券研发部

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任, 我公司及其雇员对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。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com