

医疗器械

署名人: 王威

S0960512090001

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

鱼跃医疗**002223****推荐****三季度收入平稳增长, 费用拖累业绩**

公司10月27日晚公布了三季报: 收入11.3亿, 同比增12.71%; 净利润2.1亿, 同比增11.22%, 低于市场预期。公司预计全年利润增长0-30%。

投资要点:

- **3季度收入平稳增长, 费用较高。**收入11.3亿, 同比增12.71%; 净利润2.1亿, 同比增11.22% (扣非后增7.5%)。单季度收入3.85亿, 增长17.4%, 利润0.53亿, 增长2.5%。前3季度营业费用同比增长30.95%, 主要是销售人员增加和市场投入加大所致(血糖等产品推广)。全新英文主品牌有望在11月医疗器械展会上发布, 3季度产生了相关费用(700-800万), 该品牌主要是为了配合公司国际化战略。
- **医用供氧增速欠佳。**电子血压计同比增长40-50%以上(去年上半年因产品虚焊问题有少量召回), 轮椅增长20%左右。医用供氧下滑10%左右, 主要原因: **1.渠道库存清理。**11月初的医疗器械秋季博览会上有望推出制氧机新产品(9F系列和便携式制氧机), 另外渠道原有库存产品中有部分没有氧浓度报警功能的制氧机未来有可能与法规冲突, 以上2个原因促使公司加快渠道库存清理。**2.海外市场影响。**主要是欧洲市场(欧洲占制氧机出口量的50%左右)。公司刚就国际市场成立了专门的事业部并引进了业内高端管理人才, 预计14年国际市场会有明显改善。
- **血糖等新产品有望逐步放量。**血糖仪及试纸上半年销售收入5000万左右, 医院市场销售占比近1/3, 医院市场拓展顺利: 开发的三级医院有五十多家, 三级以下医院200余家。血糖全年收入预计0.8亿左右, 但是预计利润贡献很有限。空气灭菌消毒净化器7月份拿到注册证, 已开始逐步推广, 未来是亿元品种。真空采血管有望在11月发布。糖化血红蛋白、呼吸机、留置针、缝合线、皮肤缝合器等一批在研新品研发进展顺利。
- **中短期业绩弹性主要还是要看并购。**观察行业里面的上市公司, 近1-2年并购进入了高峰期, 预计公司主业增长平稳, 中短期业绩的弹性在于并购。
- **维持推荐评级。**我们预测13-15年EPS为0.55、0.73和0.96元。**不考虑并购, 对比板块估值, 给予6-12个月目标价25.5元。**

风险提示: 新产品拓展低于预期风险、传统产品竞争加剧风险、并购低于预期风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1312	1501	1830	2268
收入同比(%)	12%	14%	22%	24%
归属母公司净利润	244	293	390	512
净利润同比(%)	8%	20%	33%	31%
毛利率(%)	37.3%	39.8%	41.5%	42.7%
ROE(%)	18.8%	19.0%	20.8%	22.2%
每股收益(元)	0.46	0.55	0.73	0.96
P/E	50.70	42.23	31.71	24.16
P/B	9.51	8.03	6.61	5.37
EV/EBITDA	42	36	26	20

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 25.50元

当前股价: 23.28元

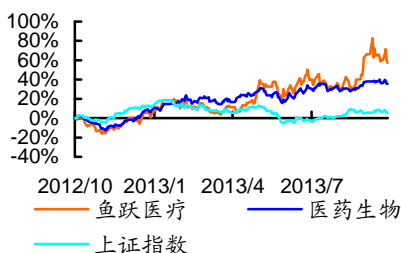
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2164.32
总股本(百万)	532
流通股本(百万)	481
流通市值(亿)	112
EPS	0.29
每股净资产(元)	2.64
资产负债率	18.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
鱼跃医疗	4.96%	4.86%	35.08%
医药生物	0.84%	0.94%	13.17%
上证指数	-1.96%	6.44%	-2.43%

**相关报告**

鱼跃医疗-医用供氧增速欠佳, 新产品有望逐步放量-2013-8-19

鱼跃医疗-战略转型中, 新征程即将启航-2013-6-2

鱼跃医疗-传统产品增速不高, 关注血糖等新品及并购-2013-4-24

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1083	1313	1672	2147	营业收入	1312	1501	1830	2268
现金	321	494	681	928	营业成本	823	903	1070	1300
应收账款	287	315	384	475	营业税金及附加	10	11	14	17
其它应收款	61	59	71	89	营业费用	96	114	139	172
预付账款	41	45	54	65	管理费用	124	150	177	213
存货	218	236	281	341	财务费用	-6	-6	-8	-11
其他	155	165	201	249	资产减值损失	7	11	6	6
非流动资产	457	477	496	508	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	1	-0	0	0
固定资产	310	358	388	407	营业利润	261	317	431	571
无形资产	65	65	65	65	营业外收入	19	20	15	15
其他	81	54	43	36	营业外支出	0	1	0	0
资产总计	1540	1790	2168	2655	利润总额	279	336	446	586
流动负债	226	235	280	333	所得税	34	42	54	71
短期借款	3	0	0	0	净利润	245	294	392	514
应付账款	170	182	219	264	少数股东损益	1	1	2	2
其他	53	53	61	69	归属母公司净利润	244	293	390	512
非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	286	339	456	597
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.46	0.55	0.73	0.96
其他	3	3	3	3					
负债合计	228	237	282	335					
少数股东权益	10	11	13	15	主要财务比率				
股本	532	532	532	532	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	69	69	69	69	成长能力				
留存收益	701	941	1272	1703	营业收入	12.1%	14.4%	21.9%	23.9%
归属母公司股东权益	1302	1541	1873	2304	营业利润	19.2%	21.7%	36.0%	32.3%
负债和股东权益	1540	1790	2168	2655	归属于母公司净利润	7.8%	20.0%	33.2%	31.2%
					获利能力				
					毛利率	37.3%	39.8%	41.5%	42.7%
					净利率	18.6%	19.5%	21.3%	22.6%
					ROE	18.8%	19.0%	20.8%	22.2%
					ROIC	22.4%	25.7%	30.7%	35.2%
					偿债能力				
					资产负债率	14.8%	13.3%	13.0%	12.6%
					净负债比率	1.31%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.80	5.59	5.98	6.45
					速动比率	3.83	4.59	4.98	5.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	0.90	0.92	0.94
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.16	5.13	5.34	5.39
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.55	0.73	0.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.51	0.54	0.69
					每股净资产(最新摊薄)	2.45	2.90	3.52	4.33
					估值比率				
					P/E	50.70	42.23	31.71	24.16
					P/B	9.51	8.03	6.61	5.37
					EV/EBITDA	42	36	26	20

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐,中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 10 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434