

新产品布局，瞄准未来大市场

投资要点：

- **支架业务逐步走出低谷：**1) Nano 支架今年中标情况理想，取得相对国内其他主流支架 20%以上溢价，抵消掉部分老产品降价影响。在支架销售结构中的占比从年初的 10%上升到 15%，进一步巩固公司竞争优势。2) 本轮支架招标价格已趋于稳定，未开标地区会参考目前价格，再降空间有限。3) PCI 手术量目前保持 16.7%增长，从国外 PCI 植入率来看，我国明显偏低，心脏支架产业仍然具有很大发展空间。4) 随着二级医院介入资质放开，农村推行大病医保，报销比例提高，预期 PCI 在基层地区将快速增长。
- **基层布局，开展县级医院签约试点，全产业链优势明显：**现在富裕地区县级医院已经有较强的开设介入科的意愿，公司抓住这一契机，帮助县级医院成立科室，提供全套设备、耗材和人员培训，公司全产业链配套成为开拓县级医院的最大优势，签约医院已达几十家，走在行业内前列。
- **氯吡格雷增长趋势明确：**新帅克氯吡格雷已在十几个省市地区中标，中标价格低于竞争对手，发展势头良好，明年的招标预期也比较乐观。目前氯吡格雷市场还保持 30%高速增长，仅三家竞争，有利于产品快速成长。
- **肾交感神经射频消融导管、双腔起搏器预计 14 年底-15 年初上市，带来产业深刻影响：**两个重磅级在研产品，前者是针对“顽固性高血压”治疗的新兴技术，在欧洲已经批准使用，市场潜在在百亿元以上；后者代表国产介入器械的最高技术能力，进入到目前国际品牌主导的起搏器大市场，有望实现类似心脏支架的“进口替代”。两个产品上市将为企业再次腾飞提供动力。
- 公司二、三季度净利润表现已经止跌企稳，预计今年净利润小幅下滑或持平，明年迎来反弹。2013-2013 年 EPS 为 0.49 元、0.62 元、0.73 元。给予“买入”的投资评级。
- **风险提示：**高值耗材价格受关注较多，国家出台降价政策；氯吡格雷仿制药厂商快速获批；新帅克氯吡格雷中标情况不理想。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1015.92	1298.27	1531.62	1836.77
增长率(%)	10.44	27.79	17.97	19.92
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	403.27	404.90	497.78	589.12
增长率(%)	-14.77	0.40	22.94	18.35
毛利率%	79.13	71.91	72.13	71.88
净资产收益率(%)	15.44	14.11	15.45	16.08
EPS(元)	0.50	0.50	0.61	0.73
P/E(倍)	30.40	30.28	24.63	20.81
P/B(倍)	4.69	4.27	3.81	3.35

数据来源：民族证券

乐普医疗 (300003.SZ)

分析师：纪钢

执业证书编号：S0050513110001

Tel：010-59355601

Email：jig@chinans.com.cn

联系人：张树声

Tel：010-59355492

Email：zhangss@chinans.com.cn

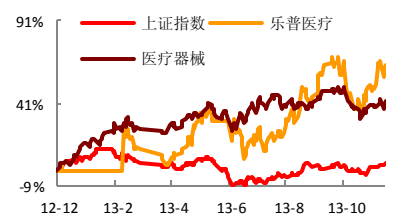
投资评级

本次评级：买入
 跟踪评级：首次
 目标价格：

市场数据

市价(元) 15.10
 上市的流通 A 股(亿股) 6.86
 总股本(亿股) 8.12
 52 周股价最高最低(元) 16.21-8.96
 上证指数/深证成指 2148.29/
8236.95
 2012 年股息率 1.61%

52 周相对市场改变



相关研究

正文目录

一、核心观点.....	5
1、我国心脏支架植入率低，发展仍有空间，心脏起搏器是下一个爆发式增长领域。	5
2、新一轮招标中，Nano 支架取得理想中标价	5
3、基层布局培育未来增长点	5
4、器械新产品对应大市场，推动企业二次发展	5
二、公司定位：专业从事心血管病诊断、治疗的医械和药品制造商	5
1、发展路径：由单一的心脏支架发展为专业化、多元化业务平台	5
3、股权结构及分公司情况	7
4、公司经营现状	8
三、心脏支架业务处于底部，预计明年有所改善	10
1、技术进步引领心脏支架行业发展。	10
2、新一轮招标中，Nano 支架获得高定价	12
3、我国心脏支架市场空间还有多大	13
4、县级医院发展战略	15
四、公司未来发展三大看点	15
1、肾交感神经射频消融导管——撬动大市场	15
2、双腔起搏器——“进口替代”发展的前夜	16
3、新帅克硫酸氯吡格雷推广关键期	20
五、公司盈利预测和投资建议	23
1、盈利预测	23
2、投资建议：买入（维持）	24
3、风险提示	24
财务预测	25

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1837.11	2031.25	2298.01	2741.13	营业收入	1015.92	1298.27	1531.62	1836.77
现金	1103.96	1279.34	1304.80	1632.08	营业成本	212.03	364.62	426.84	516.46
应收账款	449.94	211.35	568.79	366.78	营业税金及附加	12.39	15.83	18.68	22.40
其它应收款	28.05	42.33	40.70	58.87	营业费用	226.09	289.51	336.96	404.09
预付账款	104.06	185.66	153.50	256.87	管理费用	124.15	164.88	168.48	202.04
存货	151.09	312.57	230.21	426.53	财务费用	-28.22	-31.07	-33.68	-38.26
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.63	6.63	6.63	6.63
非流动资产	880.25	1013.28	1109.90	1205.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	94.35	94.35	94.35	94.35	投资净收益	3.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	512.82	660.65	758.93	856.68	其它经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.53	56.75	55.08	53.42	营业利润	466.46	487.86	607.71	723.41
其他	262.55	201.53	201.53	201.53	营业外收支	13.37	4.97	4.97	4.97
资产总计	2717.36	3044.53	3407.92	3947.11	利润总额	479.83	492.83	612.68	728.38
流动负债	87.38	134.53	116.04	175.02	所得税	76.50	73.92	91.90	109.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	403.33	418.90	520.78	619.12
应付账款	87.38	134.53	116.04	175.02	少数股东损益	0.05	14.00	23.00	30.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	403.27	404.90	497.78	589.12
非流动负债	11.57	11.57	11.57	11.57	EBITDA	490.09	509.29	613.94	725.59
长期借款	11.51	11.51	11.51	11.51	EPS (元)	0.50	0.50	0.61	0.73
其他	0.06	0.06	0.06	0.06					
负债合计	98.95	146.11	127.62	186.59	主要财务比率				
少数股东权益	6.26	20.26	43.26	73.26		2012	2013E	2014E	2015E
股本	812.00	812.00	812.00	812.00	成长能力				
资本公积金	752.77	752.77	752.77	752.77	营业收入	10.44%	27.79%	17.97%	19.92%
留存收益	1047.38	1305.29	1656.07	2098.19	营业利润	-13.20%	4.59%	24.57%	19.04%
归属母公司股东权益	2612.15	2870.06	3220.84	3662.96	归属母公司净利润	-14.77%	0.40%	22.94%	18.35%
负债和股东权益	2717.36	3036.43	3391.72	3922.81	获利能力				
					毛利率	79.13%	71.91%	72.13%	71.88%
现金流量表					净利率	39.70%	32.27%	34.00%	33.71%
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	15.44%	14.11%	15.45%	16.08%
经营活动现金流	265.29	466.17	264.65	561.87	ROIC	29.27%	25.47%	30.05%	29.50%
净利润	399.81	414.68	516.56	614.90	偿债能力				
折旧摊销	38.81	47.45	34.85	35.39	资产负债率	3.64%	4.80%	3.74%	4.73%
财务费用	-28.22	-31.07	-33.68	-38.26	净负债比率	-41.72%	-43.86%	-39.62%	-43.37%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	21.03	15.10	19.80	15.66
营运资金变动	-157.93	25.57	-262.13	-59.92	速动比率	19.30	12.77	17.82	13.23
其它	12.82	9.53	9.04	9.76	营运能力				
投资活动现金流	-139.17	-174.78	-125.78	-125.78	总资产周转率	0.37	0.43	0.45	0.47
资本支出	0.00	-179.00	-130.00	-130.00	应收帐款周转率	2.26	6.14	2.69	5.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1.40	1.17	1.85	1.21
其他	-139.17	4.22	4.22	4.22	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-133.55	-116.02	-113.41	-108.82	每股收益	0.50	0.50	0.61	0.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.33	0.57	0.33	0.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.22	3.53	3.97	4.51
普通股增加	0.00	0.00	0.00	-812.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	-752.77	P/E	30.40	30.28	24.63	20.81
其他	-133.55	-116.02	-113.41	1455.95	P/B	4.69	4.27	3.81	3.35
现金净增加额	-7.42	175.37	25.46	327.27	EV/EBITDA	22.80	21.63	17.94	14.78

图表目录

图 1: 产品线治疗领域及核心在研品种 (蓝色标注)	6
图 2: 公司股权结构	7
图 3: 2012 年分产品收入构成	8
图 4: 2012 年分产品利润构成	8
图 5: 各业务毛利率变化	9
图 6: 各业务占比变动情况	9
图 7: 心脏支架收入及增速	9
图 8: 封堵器收入及增速	9
图 7: 2006~2013 年公司营业收入及净利润	9
图 8: 封堵器收入及增速	9
图 11: 冠脉介入治疗示意图	10
图 12: 冠脉支架组成及核心评价指标	11
图 13: 2001-2012 年我国 PCI 手术量	13
图 14: 2001-2012 年我国冠脉支架使用量	13
图 15: 我国城乡急性心梗粗死亡率变化	14
图 16: 经导管射频消融肾交感神经术 (RSD) 示意图	16
图 17: 经导管射频消融肾交感神经术 (RSD) 示意图	17
图 18: 2007-2011 年植入式心脏起搏器进口情况	18
图 19: 2008 年美国心血管器械市场 (百万美元)	19
图 20: 硫酸氯吡格雷历史销售数据及预测	20
图 21: 我国心脑血管疾病发病率	21
表 1: 子公司业务及净利润状况	8
表 2: 冠脉支架主要技术路线及代表产品	11
表 3: 我国冠脉支架主要产品及招标价	13
表 4: 我国市场上冠脉支架主流产品	15
表 5: 起搏器种类及适应症	18
表 6: 部分企业植入式心脏起搏器的中标价格	19
表 7: 硫酸氯吡格雷市场竞争格局	21
表 8: 硫酸氯吡格雷市场竞争格局	22
表 9: 新帅克业绩预测	23
表 10: 乐普医疗主营业务预测 (百万):	23

一、核心观点

1、我国心脏支架植入率低，发展仍有空间，心脏起搏器是下一个爆发式增长领域。

PCI（经皮冠状动脉支架）年手术量增长放缓，引发市场对支架产业前景担忧。但对比美国的心脏支架植入率，我国仅为其 1/8，存在巨大的提升空间，尤其是基层地区还远未普及。

我国心脏起搏器植入率更低，不到美国的 1/30。美国成熟的心脏节律器械市场，规模是心脏支架市场的 2.4 倍，我国不到 1/3。随着国产品牌上市，起搏器将是我国继心脏支架之后，下一个繁荣发展的介入领域。

2、新一轮招标中，Nano 支架取得理想中标价

高值医用耗材招标重新启动，高端支架 Nano 得以进入市场，有利于公司产品换代，保持竞争优势。在已进行的部分省市招标中，Nano 取得了高出国内主流支架 20% 的溢价，中标价理想。随着 Nano 出货量占比稳步提升，公司的支架业务有望在明年走出低谷。

3、基层布局培育未来增长点

二级医院 PCI 资质放开、大病医保推行，使基层可能成为心脏支架的下一个快速发展市场。公司在富裕地区试点，帮助有意愿开展介入治疗的县级医院进行科室建设，提供大型设备后期付款、全套耗材以及人员培训等。目前签约达到 70 家，成为新利润增长点。公司在基层拓展时，全产业链的优势非常明显。

4、器械新产品对应大市场，推动企业二次发展

肾交感神经射频消融导管，是针对“顽固性高血压”的新兴治疗技术，欧洲已经有产品批准上市。公司在国内首家开展临床试验，预期 14 年下半年拿到注册证，面对国内 6000 万人群市场。

双腔起搏器，由国内起搏器唯一生产企业秦明医疗研制，计划在 14 年底到 15 年初上市。双腔起搏器适应症更广，上市后将真正参与到国外品牌竞争当中，有望复制国产心脏支架的“进口替代”发展轨迹。

二、公司定位：专业从事心血管病诊断、治疗的医械和药品制造商

1、发展路径：由单一的心脏支架发展为专业化、多元化业务平台

乐普医疗，是我国最早从事心脏介入医疗器械产品研发制造的高新技术企业，总部位于北京。公司拥有国内规模最大的冠脉支架、球囊扩张导管以及心脏介入手术配套用医疗配件的产业基地，同时被科技部批准为“国家心脏病介入治疗器械及装备工程技术中心”。

创始人蒲忠杰先生，1990 年获得北京钢铁研究总院金属材料博士学位，1996 年在美国佛罗里达国际大学完成博士后研究回国创业，现为公司董事、总经理和技术总监，是国内公认的心脏介入行业的专家和开拓者之一。

发展历程：

1996 年，由乐普医疗现任总经理蒲忠杰与中国船舶重工集团公司第七二五所合作成立。

1999 年，生产出国内第一支冠状动脉支架。

2005 年，推出药物洗脱支架，并逐渐发展成为国内主流品牌。

2008 年，并购上海形状记忆合金材料有限公司，获得先心封堵器业务。

2009 年，创业板上市，股票代码（300003）。

2010 年，并购北京思达医用装置有限公司，参股陕西秦明医学仪器股份有限公司，收购卫金帆，进军诊疗设备和心外器械市场。

2011 年，“血管内无载体含药（雷帕霉素）洗脱支架系统（Nano）”成功获得注册证，并被认定为“国家重点新产品”。并购控股荷兰 Comed B.V.，奠定海外市场发展基础。

2012 年，控股秦明医学，全面进入心脏起搏器领域。

2013 年，控股新帅克制药，挺进心血管药物。

目前，乐普的产品结构已经从创业初期单一的血管支架业务，发展成为集“**心血管诊疗器械、诊疗设备、专科药品**”于一体的心血管介/植入全产业链平台，为心血管患者提供全方位的服务。

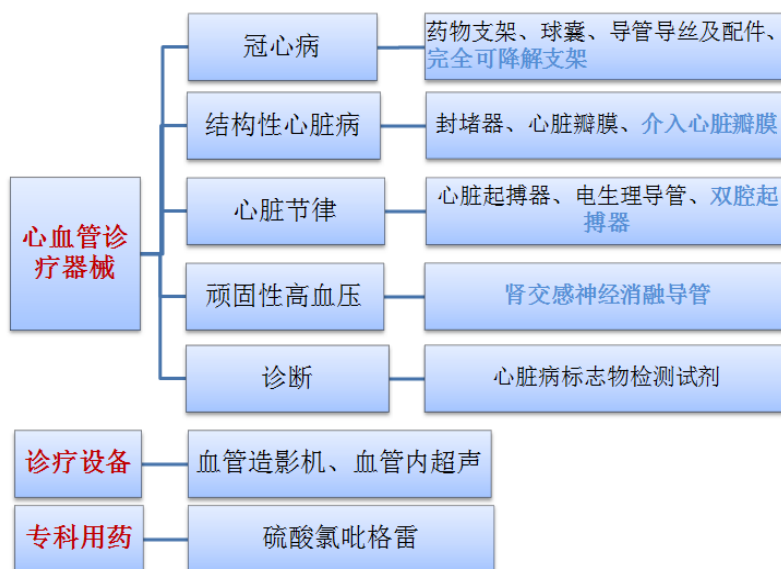
2、业务领域及核心产品储备

公司在国内高值医用耗材厂商中，产品线最为齐全。核心产品涵盖了**冠心病、结构性心脏病**（先心病、瓣膜病）和**心脏节律管理**三大心脏病学科领域，辅助产品包括**诊断试剂、诊疗设备、专科用药**。

上市产品：

- 1) **支架、封堵器、心脏瓣膜**——国内最主要生产企业之一，技术优势明显。其中，心脏支架市场占有率接近 30%，封堵器市场占有率达到 40%。
- 2) **心脏起搏器**——国内唯一具有医疗器械注册证的企业（秦明医疗），单腔起搏器已经上市。
- 3) **心血管造影机**——国内主要的供应商之一（乐普装备）。
- 4) **心脏诊断试剂盒**——规模还小，发展速度快。
- 5) **专科用药**——新收购河南新帅克，获得抗血栓大品种氯吡格雷，处于参与招标和市场推广阶段。

图 1：产品线治疗领域及核心在研品种（蓝色标注）



数据来源：公司网站、民族证券

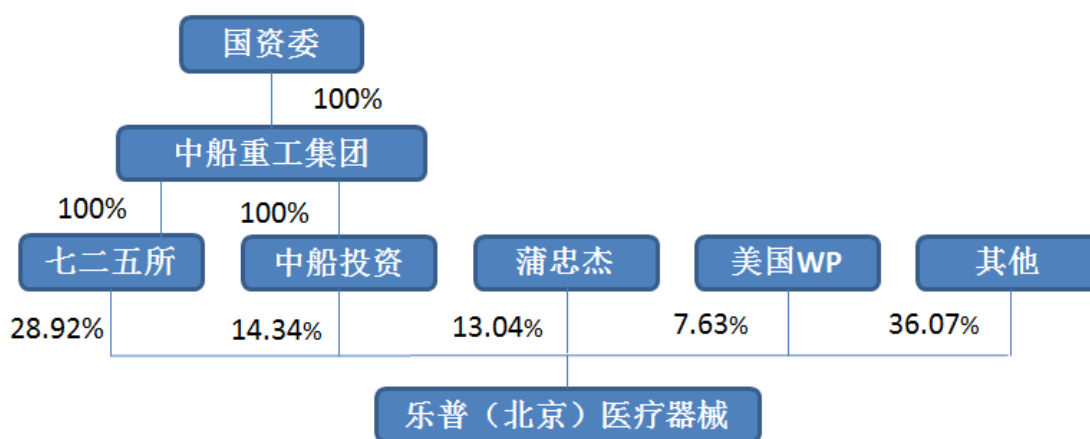
核心产品储备：

- 1) **双腔起搏器**——已全面启动临床试验工作，争取 2014 年底到 2015 年初取得注册证。双腔起搏器适用症比单腔更广，是国内高端植/介入器械的重大突破。
- 2) **肾动脉交感神经射频消融导管**——国外近年来新兴的治疗顽固性高血压方法，美敦力产品已经获得 CE 认证，世界范围内医疗机构正在对其长期治疗效果进行观察。乐普医疗在阜外医院临床试验已经开展 50 例，争取 2014 年底取得注册证。
- 3) **平板大 C 臂血管造影机**——是目前飞利浦、GE、西门子等公司在三甲医院主推的血管造影机高端机型，具有定位更灵活、更安全、图像分辨率高等优点，广泛应用于心血管、神经、肿瘤、介入等科室。
- 4) **介入心脏瓣膜**——介入方式治疗心脏瓣膜病，是现今心脏介入领域的热点。
- 5) **完全可降解心脏支架**——已完成动物试验，正在开展临床试验前期准备工作，争取在 2014 年初启动临床试验研究。

3、股权结构及分公司情况

公司总股本 8.12 亿。大股东是中国船舶重工集团，通过下属的七二五所和中船重工科技发展实现 43.26% 控股。公司总经理蒲忠杰先生与其一致行动人（美国 WP 公司）直接或间接持股 22.52%。值得关注的是，在 11 月份最近的一次股权变动中，大股东首度进行了减持 3400 万股（占 4.187% 股权），蒲总参与的资产管理以 14.07 元价格，融资接盘 3.054% 股权，显示对未来发展信心。

图 2：公司股权结构



数据来源：公司公告（截止日 2013 年 11 月 25 日）

乐普现拥有 9 家国内外控股子公司，利润贡献前两位的是：**上海形状记忆合金**（生产心脏封堵器）和**陕西秦明医学**（生产心脏起搏器），2012 年净利润分别为 4380 万和 1338 万元。2011 年底并购的荷兰 Comed 公司主要负责欧洲代理销售。

表 1: 子公司业务及净利润状况

公司名称	主营业务及产品	控股	2012 年 净利润 (万)	2013 年上半年 净利润 (万)
上海形状记忆合金	动脉导管未闭(PDA)封堵器、房间隔缺损(ASD)封堵器、室间隔缺损(VSD)封堵器等	100%	4380	2577
北京天地和协	麻醉类介入医疗产品、心脏介入手术用鞘管和导丝等	100%	623	371
北京思达医用装置	心脏瓣膜	100%	956	443
乐普科技	心血管诊断试剂	100%	亏损 160	276
乐普医疗装备(卫金帆)	血管造影机	100%	166	95
北京瑞祥泰康科技	代理血管造影机、耗材	100%	252	34
Comed B.V	代理欧洲销售	70%	-	亏损 47.42 万欧元
陕西秦明医学仪器	心脏起搏器、代理	98.54%	1338	690
华科创智	内镜、微创器械、	20%	-	亏损 100.18 万
河南新帅克	心血管药物	60%	1316 (未并表)	-

资料来源: 公司公告、民族证券

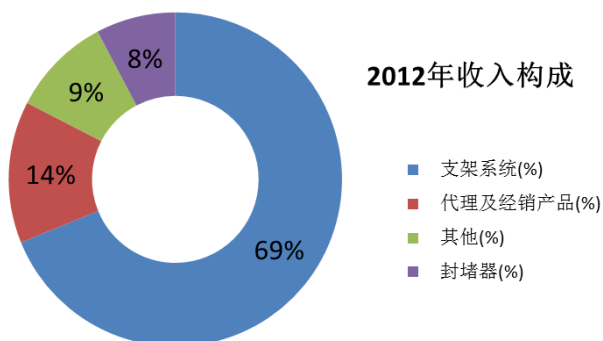
4、公司经营现状

公司的主要产品为心脏支架, 2012 年营业收入约 7 亿元, 占公司收入比重的 69%。2010 年以后, 受行业竞争加剧和招标降价影响, 收入增速开始放缓, 2013 年上半年出现负增长, 此期间毛利率下降 4.4 个百分点。

封堵器是公司第二大产品, 2012 年营业收入 7843 万, 占公司收入比重的 8%, 也属于毛利率较高品种。封堵器的国内市场相对成熟, 公司占有率达到 40%, 保持约 15% 的市场增速发展。

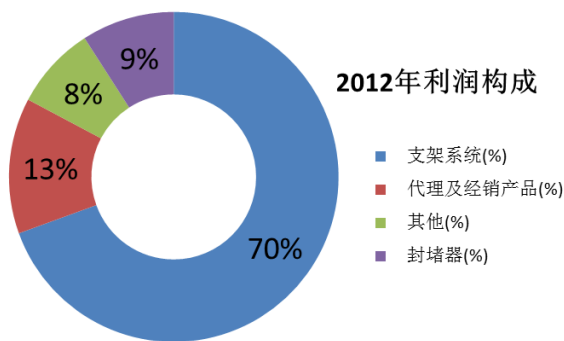
代理及经销部分包括了陕西秦明医疗代理国外心脏起搏器, 北京瑞祥泰康科技和海外公司代理的本公司及其他公司器械产品。并表原因使收入占比有所提高。其中, 海外市场, 除了乐普(欧洲)公司代理欧洲销售之外, 公司持续加强了美国、土耳其、南美洲、中东欧的代理商渠道建设, 增长较快。2012 年海外市场销售收入 6313 万元, 占公司收入的 6.21%。

图 3: 2012 年分产品收入构成



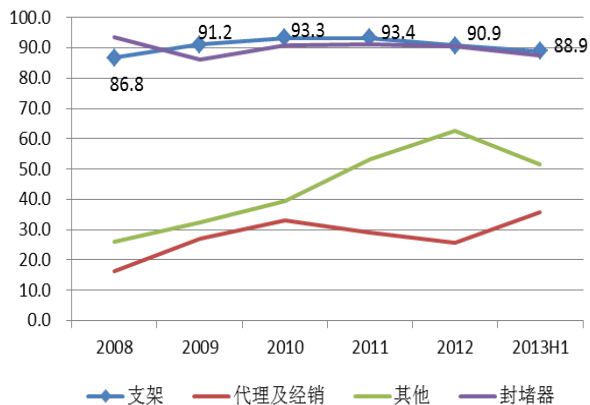
资料来源: Wind

图 4: 2012 年分产品利润构成



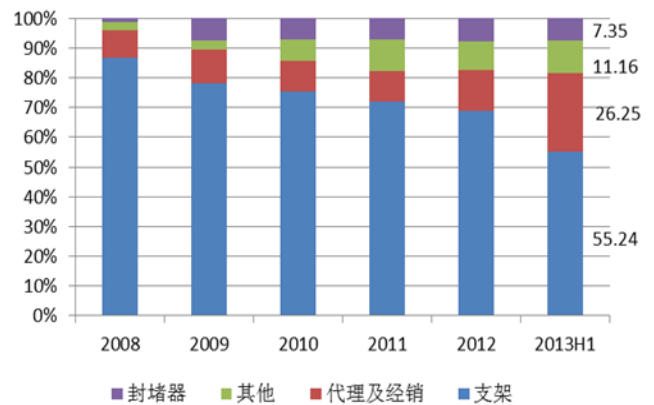
资料来源: Wind

图 5：各业务毛利率变化



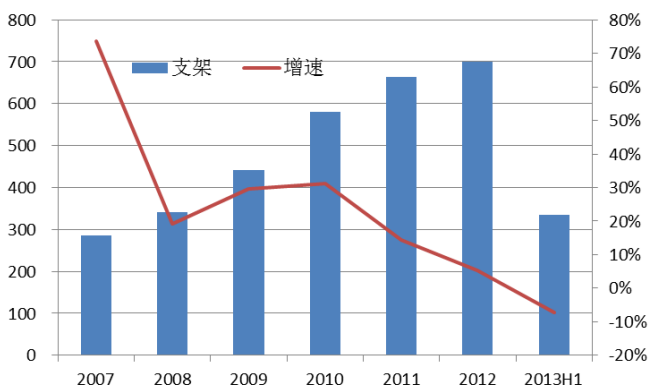
资料来源：Wind

图 6：各业务占比变动情况



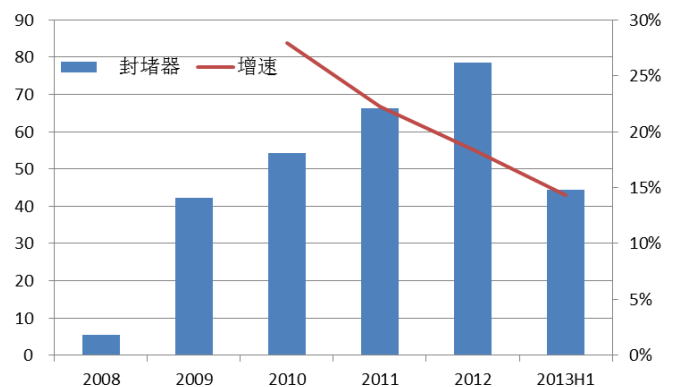
资料来源：Wind

图 7：心脏支架收入及增速



资料来源：Wind

图 8：封堵器收入及增速



资料来源：Wind

2008-2010 年为公司的快速发展期，收入及净利润增速保持在 40% 左右水平。

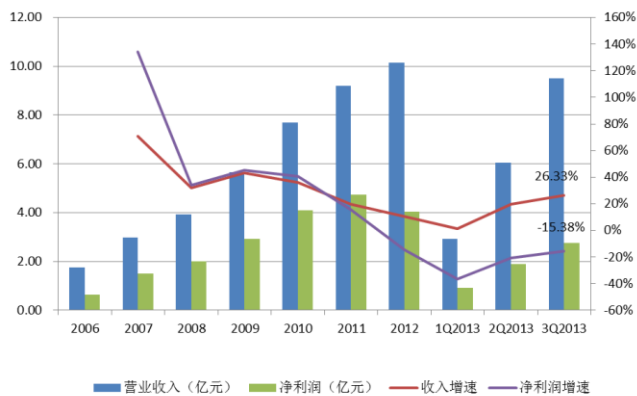
2011-2013 年，由于心脏支架招标降价、新进入者增多、经皮冠状动脉介入治疗（PCI）发展放缓等因素，公司经营状况持续转差，净利润出现负增长。

2013 年前 3 季度：

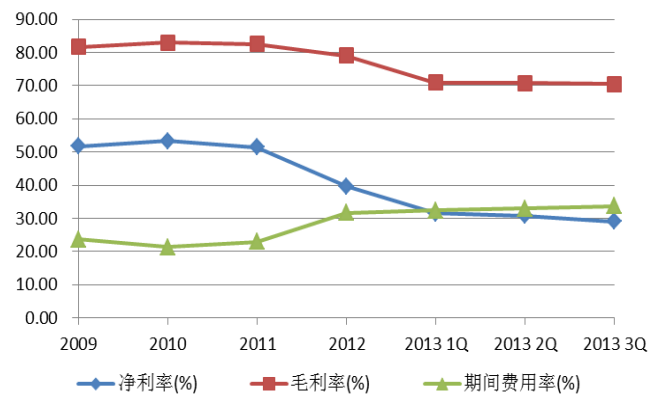
收入同比增长 26.4%（秦明医学和荷兰 Comed 子公司并表因素），净利润同比下降 15.5%，但二、三单季度同比已经表现为止跌企稳。考虑到销售开始转入旺季，Nano 支架顺利投放市场以及新帅克贡献，预计四季度走出低谷。

图 9：2006~2013 年公司营业收入及净利润

图 10：封堵器收入及增速



资料来源: Wind



资料来源: Wind

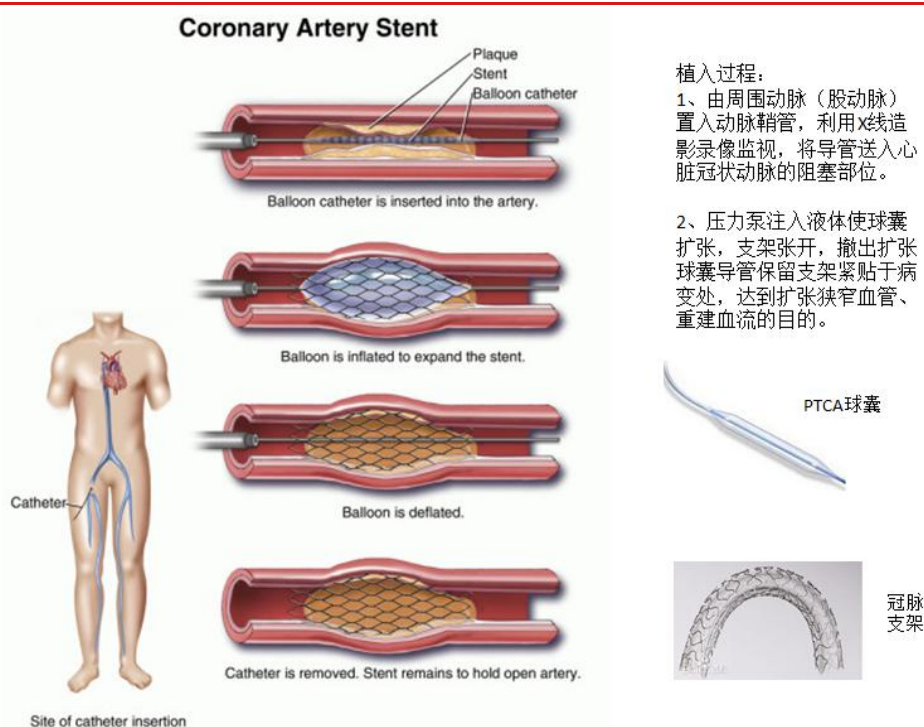
三、心脏支架业务处于底部，预计明年有所改善

1、技术进步引领心脏支架行业发展。

经皮冠脉介入治疗 (PCI) 始于上世纪 70 年代，开创了微创手术治疗冠心病的新纪元。由于较传统的开胸搭桥手术操作简单，创伤小，已经成为大多数急性心梗抢救的首选方式。

PCI 相关技术和器材在几十年发展中突飞猛进，实现了从单纯球囊扩张术 (POBA)、金属裸支架 (BMS) 到药物洗脱支架 (DES) 三个里程碑式的飞跃，血管再狭窄的发生率由球囊时期的 45%~50% 降低至 DES 时期 10% 以下，复杂病症适用性越来越广。

图 11: 冠脉介入治疗示意图



数据来源: 民族证券

PCI 术后“血管再狭窄率”是评价冠脉支架最重要的指标。

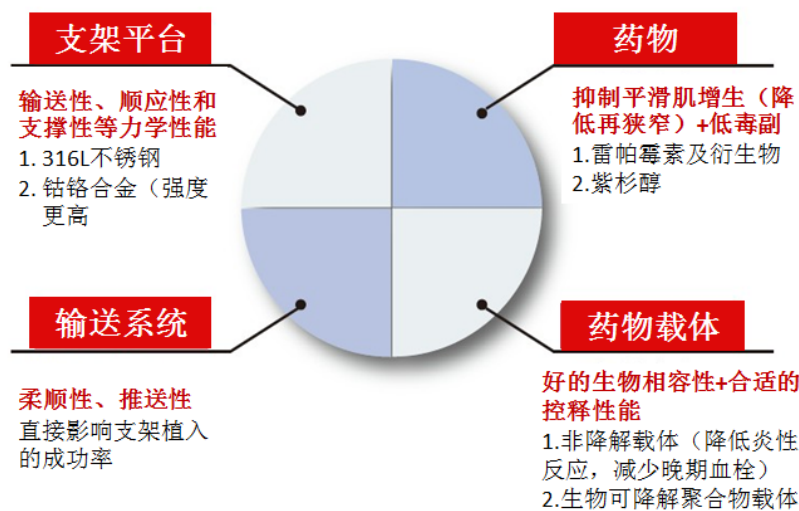
传统的裸金属支架（BMS）

90 年代推出，显著升高了手术即刻成功率，急性心梗的急诊 PCI 获得突破。但缺点是，金属成分引起血管内炎性反应，阻碍内皮细胞修复并刺激平滑肌细胞增生再狭窄，几率达 20%，患者往往只能进行二次支架。

药物洗脱支架（DES）

2003 年由强生公司推出，在裸支架表面覆盖了药物和高分子载体的混合涂层，药物在一定时间内持续释放抑制平滑肌细胞增生，再狭窄发生率降低到个位数。已经成为全球心脏支架使用的主流，DES 在美国的使用比例在 70% 左右，在中国已经达到 90% 以上。

图 12：冠脉支架组成及核心评价指标



数据来源：民族证券

第一代 DES

永久存在的聚合物涂层，可能会导致长期慢性炎症反应并增加极晚期支架血栓的发生风险。内皮愈合不良问题，使患者术后长期服用抗凝药至 1 年以上，大大加重了病人和国家的医疗负担。国外已经全部退出市场。

第二代 DES

保持第一代 DES 降低再狭窄的性能，“支架植入后迅速完成支架的内皮化”是评判关键，从而可以显著缩短抗凝药服用期（申报 3 个月服药许可）。具备“好用（利于顺利完成手术）、有效（低再狭窄率）、安全（短期服药）”三大特点。第二代 DES 的研制基本是从支架平台、药物、聚合物涂层三个药物支架的核心组成部分进行改进，以期解决第一代产品的问题。各种技术方案有以下几种：

表 2：冠脉支架主要技术路线及代表产品

技术路线	商品名
1、金属支架+ 更优异的不可降解药物涂层	国外：Xience V(美国雅培)、 Endeavor Resolute(美国美敦力)

2、金属支架+ 无聚合物载药	国外: Janus(意大利索林) Achieve(美国库克) 国内: 垠艺(大连垠艺) Nano(北京乐普)
3、金属支架+ 可降解药物涂层	国外: Biomatix(新加坡柏盛国际) 国内: Excel(山东吉威) Tivoli(北京易生) BuMA(赛诺医疗) Noya(北京万瑞飞鸿) Helios(深圳金凯利)
4、全降解药物支架	国外: Absorb(美国雅培) Dreams(德国百多力)

资料来源: 民族证券、文献整理

雅培、美敦力等国外品牌仍采用不可降解药物涂层支架的方案, 但通过优化的支架平台和涂层材料、工艺等手段, 显著改善了产品的有效性、安全性, 内皮愈合较好, 综合性能远远超过第一代产品。

国内厂商多数采用了涂层可降解方案(如聚乳酸 PLA 和 PLGA 等), 消除了涂层聚合物对支架内皮化的影响, 但载药层与支架金属界面联合、药物释放稳定性等成为设计的关键点。另一条路线是乐普医疗 Nano 支架采用的无聚合物载体方案, 即在金属支架表面蚀刻出纳米级微孔载药, 相当于裸支架。据公司介绍, Nano 支架在欧洲进行患者内皮断层扫描中, 显示内皮覆盖情况良好, 预示着缩短抗凝药方面有潜在优势。

第三代 DES

完全可降解支架是理想中的支架, 除了支架本身具有良好的生物相容性、径向支撑力和通过病变的能力外, 可以在后期缓慢降解并完全被组织吸收, 使血管的完整性和功能得以恢复至自然状态, 由此避免相关的潜在风险。雅培的完全可降解支架在 2013 年获欧洲 CE 认证, 美国 FDA 的临床试验正在进行, 有比较好的发展前景, 预计未来完全可降解支架将占据支架的 40% 市场。国内企业的三代 DES 尚处于临床前期。

市场竞争格局:

全球: 欧美等成熟市场在过去 5 年增长接近停滞。主要参与者是波士顿科学、雅培、美敦力、贝朗等跨国企业, 业务发展并不乐观。雅培在心脏支架领域的市场占有率较高, 大约能达到 30%。

中国: 在最近 2 年市场开始明显放缓。本土企业已占据 70% 的市场份额, 微创医疗和乐普医疗各占据约 30%, 10% 份额被吉威医疗等国内企业瓜分。外资品牌在三甲医院仍有主导影响力。

2、新一轮招标中, Nano 支架获得高定价

我国对高值医用耗材类(包括血管介入、非血管介入、骨科植入、神经外科、电生理类、起搏器类、体外循环及血液净化、眼科材料等)采取集中采购制, 目的是降低采购价, 规范采购流程。但这项政策一直属于地方试点, 出现过断档期, 像乐普的 Nano 支架 11 年拿到注册证, 迟迟不能进入招标。今年 1 月, 国家《高值医用耗材集中采购工作规范》文件正式落地, 新一轮招标启动, 乐普的支架产品也开始陆续中标。

目前, 国内各地主要根据支架材料、技术含量、市场占有率等条件进行定价。国产主流支架, 微创 Firebird2、乐普 Partner、吉威 Exce 等定价在 8700~9000 元, 国外高端产品在 16000~17000 元。乐普主推的新一代支架 Nano

技术分较高,在今年湖南、云南的中标价是 11627 元,陕西的中标价是 10800 元,高出上一代 Partner 支架约 2000 元,价格较为理想。截止三季度, Nano 支架已经在十几个省市中标或备案,在支架中的发货量占比从年初的 10% 提高到 15%。

表 3: 我国冠脉支架主要产品及招标价

支架商品名(厂家)	支架平台	聚合物涂层性质	装载药物	支架分代	13 年部分省 招标价参考
Firebird 2 (上海微创)	钴铬合金	永久性	雷帕霉素	二代 DES	8743
Excel (山东吉威)	316L 不锈钢	可降解	雷帕霉素	二代 DES	8994
Nano (北京乐普)	316L 不锈钢	无聚合物涂层	雷帕霉素	二代 DES	10800
GuReater (北京乐普)	钴铬合金	可降解	雷帕霉素	二代 DES	12600
Endeavor Resolute (美敦力)	钴铬合金	永久性	左塔罗莫司	二代 DES	16317
Xience Prime (雅培)	钴铬合金	永久性	依维莫司	二代 DES	17000
PROMUS Element(波士顿科学)	钴铬合金	永久性	依维莫司	二代 DES	16023
Taxus (波士顿科学)	钴铬合金	永久性	紫杉醇	二代 DES	13327
Coroflex Please (德国贝朗)	316L 不锈钢	永久性	紫杉醇	一代 DES	14279
Partner (北京乐普)	316L 不锈钢	永久性	雷帕霉素	一代 DES	8994
Biguard (北京乐普)	316L 不锈钢、 显影标记	永久性	雷帕霉素	一代 DES	13050
Firehawk (上海微创)	钴铬合金(凹槽 设计)	可降解	雷帕霉素	二代 DES	申报注册证

资料来源: 招标公告、民族证券

3、我国心脏支架市场空间还有多大

PCI 手术增速下滑

我国冠脉支架在本世纪前 10 年呈现爆发式增长,高毛利率吸引国内企业不断加入,支架价格下降了一半以上,为国内 PCI 治疗推广起到重要作用,但这段时间出现了一定的支架滥用现象。

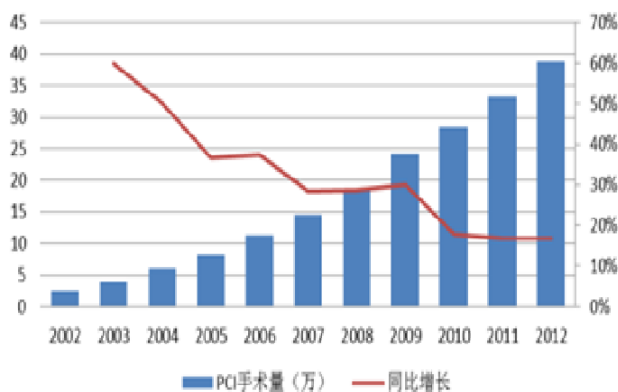
2010 年,卫生部出台《冠心病介入诊疗准入制度》,要求各省医院进行自查,医生必须接受一年培训,考取资格证后才能开展此类手术,介入手术必须网络上报, PCI 手术和支架增速有所下降。

2012 年,我国共完成 PCI 治疗例数 38.88 万,同比增长 16.7%。平均每例 PCI 手术使用的冠脉支架数量从过去的 1.8~2.0 回归到 1.6 左右,与美国情况相当,滥用程度得到控制。

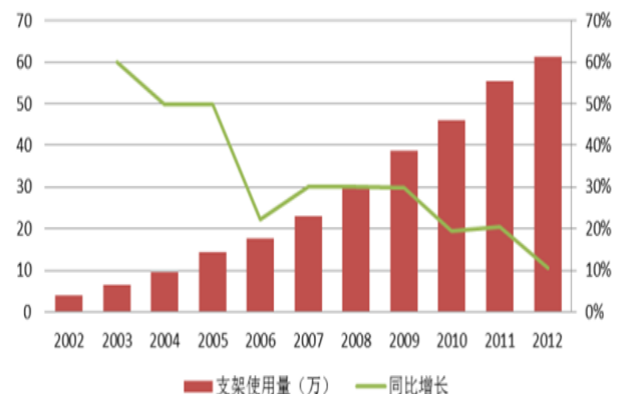
PCI 增速下降,新进入者增多,加上高值耗材集中招标采购,使国内企业心脏支架业务增长近两年基本停滞,国内龙头支架厂商已转为防御姿态。

图 13: 2001-2012 年我国 PCI 手术量

图 14: 2001-2012 年我国冠脉支架使用量



资料来源：全国介入心脏病学论坛

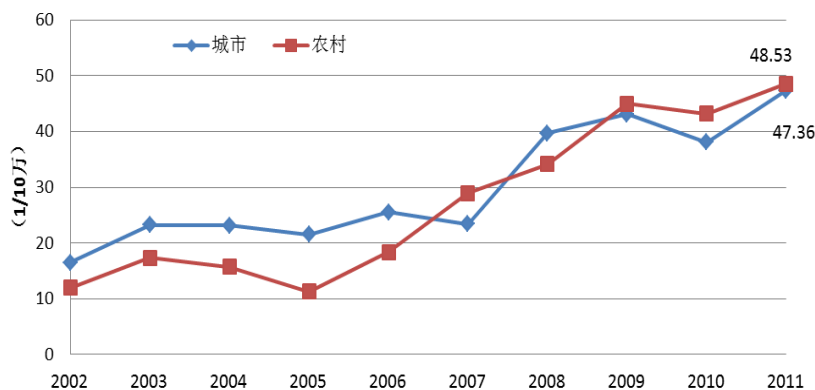


资料来源：全国介入心脏病学论坛

心血管患病率持续上升

中国心血管病报告指出，我国心血管病（包括心脏病和脑血管病）患病率处于持续上升阶段，心血管病人估计有 2.9 亿，其中高血压 2.66 亿，脑卒中至少 700 万，心肌梗死 250 万，心力衰竭 450 万，肺心病 500 万，风心病 250 万，先心病 200 万。城乡情况类似。PCI 主要对应不稳定性心绞痛和急性心梗，不断扩大的患病人群将是推动 PCI 市场发展的主要因素。

图 15：我国城乡急性心梗粗死亡率变化



数据来源：2012 年中国心血管病报告、民族证券

对比欧美国家 PCI 开展率，我国 PCI 实际上有很大的发展空间

美国是心脏支架发展最成熟的市场，总人口 3 亿，每年 PCI 数量约 110 万例（包含诊断性介入检测），实际使用支架的 PCI 数量约 70~80 万例，每百万人口实施 PCI 数量为 2243，英国这一数字也达到 1405，而我国只有 289，美、英的 PCI 人口普及率分别是中国的 8 倍和 5 倍。

造成这种差距的原因，一是我国在一些复杂病症上的 PCI 开展不及欧美，二是我国 PCI 治疗主要集中在一线城市，广大的农村基层人口由于价格和当地医疗条件的约束，未能普及。

表 4：我国市场上冠脉支架主流产品

	人口数量	年 PCI 数量	PCI 增速	平均支架数	PCI 普及率（每百万人口）
中国	13.5 亿	39 万	17%	1.6	289
美国	3.07 亿	约 75 万	1%	1.4~1.6	2243
英国	6200 万	约 8.9 万	1%~2%	-	1405

资料来源：民族证券、文献资料

医院准入资质放开，大病医保催动 PCI 基层市场发展

PCI 手术过去要求在三级医院，2012 年 7 月，卫生部颁布的《综合介入诊疗技术管理规范》增加了二级医院准入，区、县内可设置唯一介入手术医疗机构，并可由取得资质的三级甲等医院派驻指导。由于现在 PCI 设备、技术都医务人员培训体系都很成熟，开展 PCI 难度不大，多数区、县医院都有设立介入科室的意愿。未来基层医院 PCI 将迎来一个快速发展时期。

新农合医保对支架耗材的报销比例现在普遍达到了 50% 以上，但还低于城镇医保 70% 的水平，相当数量的需求被压制。国家在 2010 年引入商业保险，启动大病医保，报销比例和医疗救助逐步增加，PCI 基层患者将受益。

4、县级医院发展战略

二级医院存在 PCI 发展的重大机遇，公司将战略目标锁定富裕地区县级医院，帮助其成立介入科室，提供包括血管造影机在内的全套设备、耗材，组织医生接受技术培训等。这项工作自 2011 年底展开，目前，40 余家开始运行，70 余家签约，在山东、河南形成区域性网络。理想情况下，每家医院实现收入 200~300 万元。乐普是国内血管造影机三大制造商之一，可以后期还款方式提供给县医院使用，在基层推广的优势非常明显。

四、公司未来发展三大看点

1、肾交感神经射频消融导管——撬动大市场

经导管射频消融肾交感神经术（catheter-based renal sympathetic denervation, RSD）是近年来新兴的针对“顽固性高血压”的介入治疗方式，可有效降低血压并减少药物使用。

“顽固性高血压”定义：

在生活方式改善的基础上，规律服用 3 种足量的不同机制的降压药物，其中之一是利尿剂，但血压仍不能达到非糖尿病患者 140/90 mm Hg 以下，糖尿病患者 130/80 mm Hg 以下。这类人群常伴有心血管并发症，对药物反应性差，往往需要服用至少 4 种药物，不但增加了药物不良反应，而且加重了患者个人和社会的经济负担。

RSD 发展介绍：

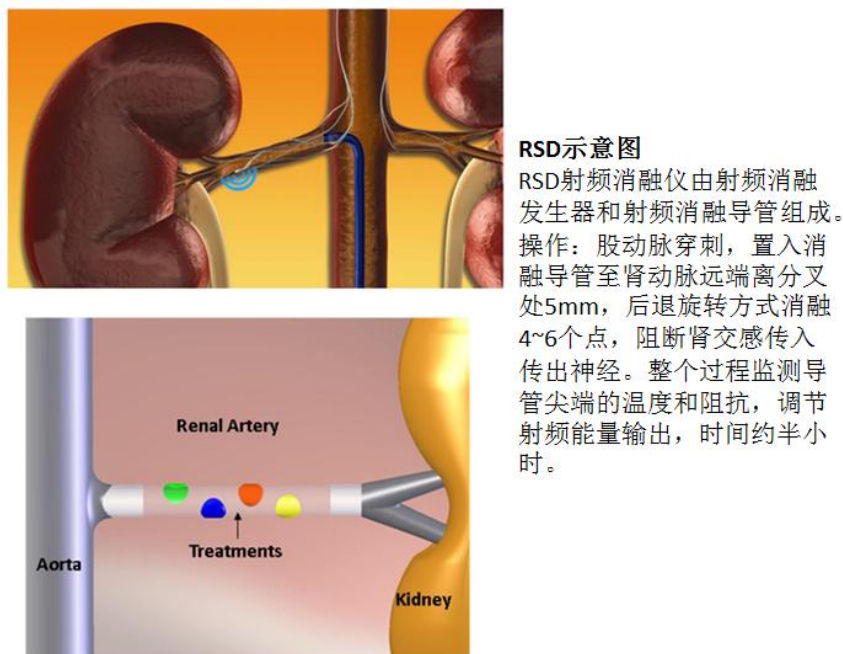
人们已经熟知，交感神经与血压调节密切相关，其慢性过度激活可导致高血压、心脏疾病、糖尿病、呼吸睡眠暂停、慢性肾脏病等疾病。早在降压药问世之前的上世纪 40 年代，临床医生曾经尝试用外科切除交感神经节方式治疗高血压，但由于术后并发症较多，最终退出历史舞台。

随着心血管介入技术的进步，尤其是心脏射频消融技术日益成熟，人们开始重新评价去除交感神经在高血压治疗中的作用。2009 年，澳大利亚 Krum 等人率先报导了经导管射频消融肾交感神经术（RSD）的临床应用，引起全球的 RSD 研究热潮。迄今全球已经有超过 4000 例患者接受了 RSD 手术，几百例患者三年期随访显示，并没有神经体液调节功能紊乱等严重并发症。

虽然 RSD 缺少更长期的安全性观测，主流意见持谨慎态度。但相比起顽固性高血压的严重危害，RSD 是一种可选的获益较高的治疗方式，可能开启高血压介入治疗的新时代。欧洲专家对 RSD 基本认同，美敦力的专用 RSD 消融导管经过了上千例试验，获得了欧洲 CE 和澳洲认证。

乐普于今年年初在阜外医院开展临床试验，目前已经进行了 50 例，计划开展 100~200 例，有希望 14 年下半年拿到注册证。同期开展试验的仅美敦力一家。

图 16：经导管射频消融肾交感神经术（RSD）示意图



数据来源：民族证券

市场前景：

“顽固性高血压”患者一般占接受正规降压治疗人群的 10%，占高血压患者的 20%~30%，以我国高血压患者 2.66 亿人口计算，“顽固性高血压患者”人群超过 6000 万。

由于是全新技术，产品没有定价。假设适合人群中 1/10 接受治疗，定价 5000 元/例，市场规模达到 300 亿元。

2、双腔起搏器——“进口替代”发展的前夜

陕西秦明医疗研发进展：

乐普医疗参股 98.54%的陕西秦明医学仪器股份有限公司创始于 1986 年，主要经营生产心脏起搏器及导管电极等高科技电子医疗器械类产品，是国内生产植入式心脏起搏器的唯一民族企业。2012 年营业收入 15021 万元，净利润 1338 万元。

公司引进美国全套生产技术,与德国百多力公司密切合作,开发出 Qinming2312S/M 植入式单腔心脏起搏器。目前正在研发的 Qinming8631 系列(包括 SSI、SSIR、DDD 和 DDDR)单/双植入式心脏起搏器,已经通过了国家科技部验收,产品进入测试验证阶段,预期将在 14 年内上市,将填补我国双腔起搏器空白。

植入式心脏起搏器介绍:

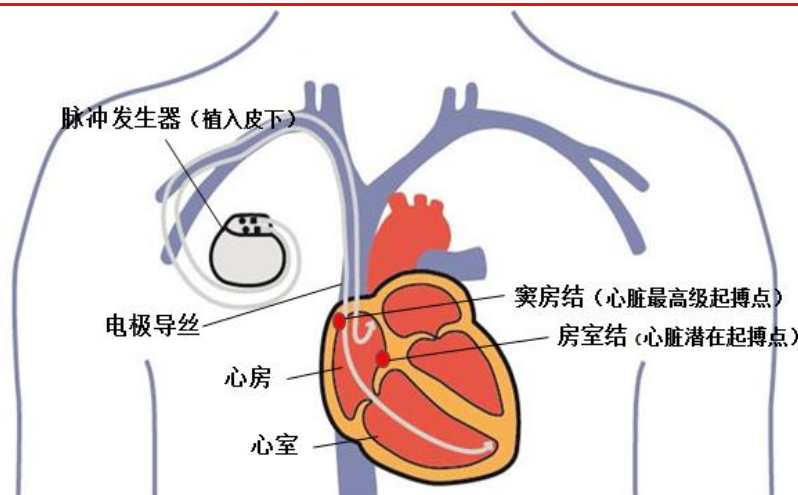
心脏起搏器是一种可植入式的脉冲发生器,能够替代心脏的起搏点,使心脏按正常节律跳动,从而达到治疗某些严重(主要是缓慢性)心律失常的目的。自 1958 年瑞典斯 Karolinska 医院完成世界首例埋藏式心脏起搏器后,这项技术已挽救了近千万患者的生命,被誉为生物医学工程领域的一大奇迹。

心跳过缓是一类猝死率较高的疾病。传统的药物疗法副作用大,只应用于紧急情况或者临时挽救生命,心脏起搏器被国际公认为治疗缓慢性心律失常疾病的唯一有效方法。随着起搏器功能日趋完善,其适应症也开始应用到快速性心律失常及非心电性疾病,如预防阵发性房性快速心律失常、颈动脉窦晕厥、双室同步治疗药物难治性充血性心力衰竭等。

起搏器系统组成:

- 脉冲发生器:由电池及几万个元件组成的多种高集成电路,分别负责起搏器的各项功能。大小如男式手表,钛金属外壳,寿命 10 年左右。埋植在胸大肌上方的皮下组织中。
- 电极导线:探测(感知)心腔内电信号,并将电刺激传到心肌层。电极导线经周围静脉植入,放置在相应的心腔,紧贴心内膜。

图 17: 经导管射频消融肾交感神经术(RSD)示意图



数据来源: 民族证券

单腔与双腔起搏器的区别:

单腔与多腔起搏器是根据**电极导线植入部位**进行分类的。单腔起搏器是将一根电极放置在右心房或右心室,主要治疗频发性房扑、房颤,属于功能简单的非生理起搏方式。双腔起搏器具有两根电极,分别放置在右心房和右心室,实现心房和心室间的生理性顺序起搏,适应症要比单腔广泛,功能也比较复杂,能够满足临床 90% 以上

症状性缓慢心律失常患者的需求。最具代表的是功能齐全的 DDDR（心房和心室的双腔起搏+感知+抑制/触发+频率适应），在美国约占使用量的 59%。我国单、双腔比例近几年来基本稳定在 38% 和 60%。

表 5：起搏器种类及适应症

分类（按电极植入部位）	起搏方式	电极导线放置部位	适应症
单腔	VVI(R)、AAI(R)	单独右室心尖部，或右心房	频发房颤房扑、慢-快综合征、单纯窦性心动过缓等
双腔	VDD(R)、DDD(R)、	右心室+右心房	窦房功能正常+高度房室阻滞、双结病变、病态窦房结综合征等
三腔	-	双心室+右心房（再同步化治疗）、双心房+右心室	治疗和预防心房颤动\顽固性心力衰竭
四腔	-	双心房+双心室	治疗心力衰竭伴阵发性心房颤动

资料来源：民族证券

国内心脏起搏器市场

心脏起搏器除了要实现复杂的生理性模拟功能以外，同时要确保长期使用过程中的可靠性，避免电极脱位、断裂、穿孔、电极阈值升高等问题，具有很高的技术要求，全球仅有 7 个公司能够生产。主要生产厂家是美敦力（Medtronic）、圣犹达（St. Jude）、百多力（Biotronic）和波科（Boston Scientific）。我国起搏器 99% 依赖进口，虽然秦明医疗的单腔起搏器在 2009 年被批准国内上市，但竞争力不强，现在仍然以代理国外品牌为主。

据中国海关的数据显示，2007-2011 年五年间植入式心脏起搏器进口金额每年以两位数增长，2011 年接近 1 亿美元。

图 18：2007-2011 年植入式心脏起搏器进口情况



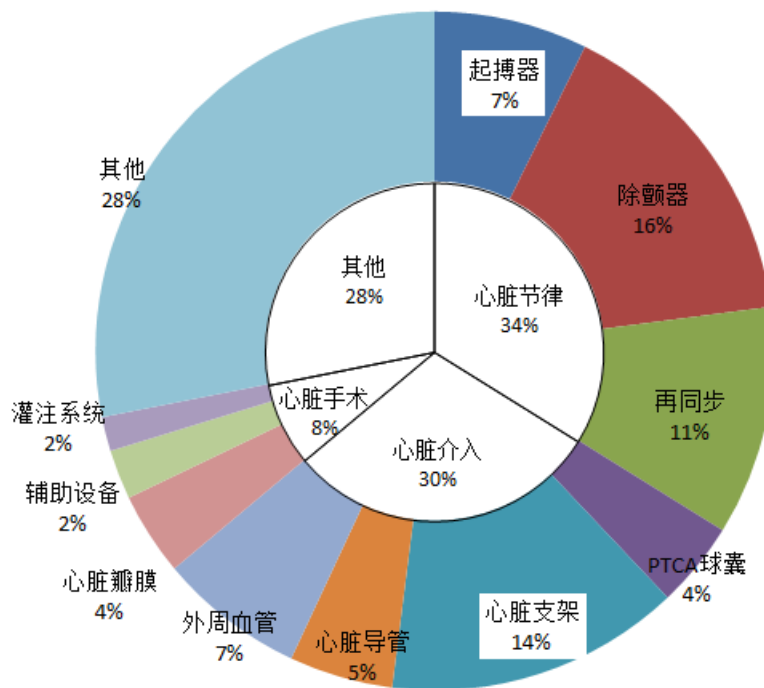
数据来源：米内网

我国心脏起搏器治疗严重不足

据文献报道，全球每年约有 70 万心脏病患者植入了起搏器，我国每年约有 5.5 万例。每百万人口起搏器植入量情况，欧美等发达国家达到或超过 1000 台，亚太地区约 400 台，中国仅 32 台，占需治疗患者 2%。每年有超过百万症状性缓慢心律失常患者没有得到有效治疗。

从美国成熟的心血管器械市场分析来看，心脏节律器械(包括起搏器，以及细化出来的心脏再同步化(CRT)、心律转复除颤器(ICD))的使用量与 PCI 数量接近，市场是心脏支架的 2.4 倍。我国 5.5 万的起搏器使用量是 PCI 数量的 1/7，市场不到心脏支架市场的 1/3，与支架发展相比差距明显。

图 19：2008 年美国心血管器械市场（百万美元）



数据来源：文献资料、民族证券

秦明医疗的双腔起搏器有望“进口替代”

价格过高是我国起搏器植入率极低的最大原因。进口单腔起搏器包括安装大约需要 2.5 万元，进口双腔起搏器大概在 4.5 万元左右，功能较为先进的每台则在 10 万元以上。

秦明的单腔起搏器定价约为国外同类产品的 60%。可以预见，计划 15 年初即将上市的国产双腔起搏器将有很大的价格优势，国家也会给予更高的报销比例，将首先吸引消费水平有限人群，尤其是老年患者。随着其产品的不断改进，内资品牌替代外资品牌将是必然的结果。

表 6：部分企业植入式心脏起搏器的中标价格

中标企业	类别	型号	湖南 2013 年中标价
美敦力	SSI 型（单腔）	RES01	15600

	DDD 型（双腔）	RED01	32397
	DDDR 型（双腔）	SEDR01	45618
陕西秦明	SSI 型（单腔基本型）	Qinming2312S	9600
	SSI 型（单腔基本型）	Qinming2313M	9900
波科国际	SSIR 型（单腔）	INSIGNIA I ENTR SR	18133

资料来源：民族证券

3、新帅克硫酸氯吡格雷推广关键期

硫酸氯吡格雷是一种新型高效的抗血小板药物，主要用于减少心脏病、脑卒中发作的风险，尤其是植入冠状动脉支架（PCI）的病人，必须服用一年左右用来预防血栓。现在我国有三家企业生产。

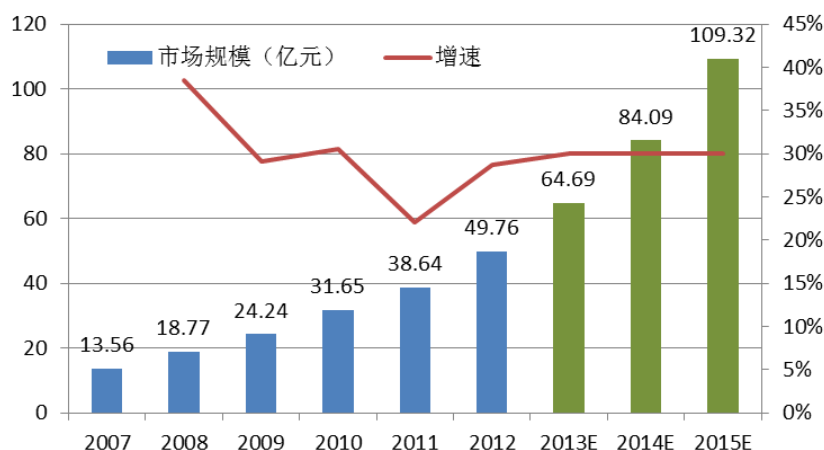
市场及竞争格局：

- 原研药——赛诺菲-安万特的“波立维”：1998 年全球上市，多年排名在全球畅销药品的第 2 位。2011 年全球年销售达到 98.23 亿美元，2012 年“波立维”美国专利到期，受仿制药冲击，全球年销售额降至 53.18 亿美元。“波立维”在 2001 年 8 月登陆中国。
- 国内“首仿”药——深圳信立泰的“泰嘉”：2000 年率先获得 SFDA 颁发的生产批文，并取得了 8 年的新药保护期。受此保护，国内氯吡格雷市场长期由赛诺菲和信立泰“双寡头”占领。
- 国内“二仿”药——河南新帅克的“帅泰”和“帅信”：2012 年 4 月获批。
- 追赶者——国内的新药保护在 2008 年到期，众多企业进行了申报仿制，现在排队的有 40 余家，包括正大天晴药业、恒瑞医药等实力企业，预计 1~2 年内将会有新企业加入。

据南方所数据，2012 年氯吡格雷的国内市场已经接近 50 亿元，近 4 年增速保持在 30% 水平，高于 PCI 增速。

市场份额方面，赛诺菲占 7 成，信立泰占 3 成。实际占有率方面，信立泰已经达到 60% 以上，增长率 40% 左右，远高于原研药（12%）。新进入的河南新帅克的“帅泰”和“帅信”还处于市场推广阶段，规模很小。

图 20：硫酸氯吡格雷历史销售数据及预测



数据来源：CFDA 南方所，民族证券

表 7：硫酸氯吡格雷市场竞争格局

厂家	商品名	市场份额		
		2010 年	2011 年	2012 年
赛诺菲-安万特	波立维	78.86%	73.37%	71.50%
信立泰	泰嘉	21.14%	26.63%	28.50%

资料来源：CFDA 南方所

氯吡格雷未来成长机会——“脑卒中”适应症扩增

氯吡格雷在全球的长期繁荣得益于对其他同类抗血栓药物的替代，药物支架（DES）时代服药期的延长，以及适应症的不断扩增。国际上，氯吡格雷主要用于：

- ✓ 急性冠脉综合征（ACS）抗栓治疗
- ✓ 缺血性卒中二级预防首选用药之一
- ✓ 冠心病 PCI 术后预防血栓的主要治疗药物
- ✓ 外周动脉血管疾病

近年来的国外研究表明，氯吡格雷在降低消化道出血、颅内出血方面优于传统药阿司匹林，在预防脑卒中用药方面得到越来越多的临床认可。但在我国，氯吡格雷绝大部分来自于 PCI 术前和术后用药（常用剂量 75 mg/d，服用期 1 年，原研药的年费用在 7000~8000 元），而在缺血性卒中预防用药上仍然是以阿司匹林为主。

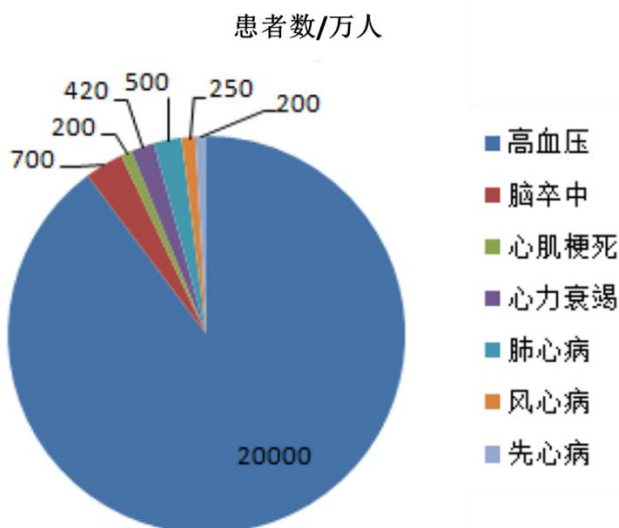
今年 6 月，由首都医科大学和 17 个省市 114 家医疗机构合作，历时 5 年开展的小卒中和短暂性脑缺血发作（TIA）临床研究表明，服用阿司匹林和氯吡格雷两种药物优于阿斯匹林单独治疗，并发表于国际医学界顶级期刊《新英格兰医学》。权威试验数据有望推动临床用药共识，可以预见，未来氯吡格雷在脑卒中治疗领域中的用量将大幅上涨。

市场前景：

根据卫生部心血管病防治研究中心数据，我国脑卒中患者目前约有 700 万，是心肌梗死患者数量的 3.5 倍。缺血性轻微脑血管疾病患者 90 天复发率高达 10%—20%。如果采用发病早期联合应用氯吡格雷和阿司匹林治疗，每年至少减少 10 万例再发卒中（降低 1.4%），为国家每年节省直接住院医疗费用约 25 亿元。对个人来说，也无法承担由脑卒中引起的偏瘫等严重后果，应当建议使用药价相对贵很多的氯吡格雷。好消息是今年氯吡格雷已经进入到新版基药目录，将刺激基层用量。

氯吡格雷在脑卒中预防中，按常用剂量 75 mg/d（等同于 PCI 术后剂量），服用 90 天。预计新增量将达到现在 PCI 用药规模的一半以上。

图 21：我国心脑血管疾病发病率



数据来源：《中国心血管病报告 2011》

新帅克氯吡格雷市场推广进度：

国家发改委在 2012 年 9 月对氯吡格雷最高零售价进行了下调，幅度约 10%，今年上半年入选新版基药，各地开展了基药补标工作，但整体进度慢于市场预期。

从已经开展的情况看，氯吡格雷价格维护较好，只在安徽出现大幅度降价（新帅克独占）。目前，新帅克累计在 10 来个省市和军区中标，在最近结束的北京招标中，新帅克 75mg 规格中标，单价比赛诺菲低 118%，比信立泰低 17%。

表 8：硫酸氯吡格雷市场竞争格局

生产厂家	商品名	规格	北京 2013 年基药招标		历史中标单价（元/mg）
			中标价	单价（元/mg）	
赛诺菲	波立维	75mg*7 片	115.37	0.22	0.23-0.24
信立泰	泰嘉	25mg*20 片	72.15	0.14	0.15-0.16
	泰嘉	75mg*7 片	63.51	0.12	
新帅克	帅信	75mg*10 片	77.4	0.1	0.10-0.16
	帅泰	25mg*7 片	-	-	0.13-0.17

资料来源：CFDA 南方所

竞争对手中，赛诺菲“波立维”在一些价格优先、不分质量层次省市招标中承受价格压力较大，放弃了一部分市场。信立泰的“泰嘉”有欧盟认证身份，获得不少独家中标，形势最为有利。

明年广东等重量级省份将开始基药招标，是新帅克“帅信”和“帅泰”扩大市场的关键年。公司 75mg 的“帅信”在新帅克未被并购时期已经和誉衡药业签订了全国总代理权，25mg 的“帅泰”则由新帅克控股的海南佳丰通过全国招商的方式进行销售，销售团队在整合中。主攻方向是相对空白的二级以下医院市场，满足基层患者购药需求，而后向二级以上医院拓展，进入到乐普强势的支架销售渠道，产生产品累加效应，进一步强化乐普医疗在整个心血管医疗领域的影响力。

公司在对新帅克的收购书中，做出了新帅克的业绩发展预测：

新帅克除了氯吡格雷,还有拳头产品消化科用药复方甘草酸苷片以及抗感染药物等产品,共 63 个药品批文。2012 年营业收入 7803 万元,净利润 1316 万元,氯吡格雷收入占比不到 20%,公司计划 13、14 年净利润达到 3800 万元和 6500 万元。

表 9: 新帅克业绩预测

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6025	7803	13206	19513	25942
增速		29.5%	69.2%	47.8%	32.9%
净利润	778	1316	3853	6501	9184
增速		69.2%	192.8%	68.7%	41.3%

资料来源:乐普收购新帅克可行性报告

五、公司盈利预测和投资建议

1、盈利预测

表 10: 乐普医疗主营业务预测(百万):

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
支架系统	663	699	692	789	899
增速	14.5%	5.4%	-1%	14%	14%
毛利率	93%	91%	89%	89%	88%
封堵器	66	78	92	107	126
增速	22.2%	18.4%	17%	17%	17%
毛利率	91%	91%	89%	89%	89%
代理及经销 *	92	140	251	289	332
增速	14.9%	51.4%	80%	15%	15%
毛利率	29%	26%	29%	29%	29%
其他产品	98	99	138	159	230
增速	74.5%	0.6%	40%	15%	45%
毛利率	53%	63%	60%	65%	70%
新帅克 **			125	187	249
增速			60%	50%	33%
毛利率			64%	64%	64%
收入合计	919	1016	1298	1531	1836
增速		10.46%	27.79%	17.97%	19.92%
毛利率	82.53%	79.13%	71.91%	72.13%	71.88%

资料来源:民族证券, (*13 年泰明医学并表, 代理经销收入大幅增加, **新帅克 4 季度并表)

主要盈利预测假设:

Nano 支架在明年招标中价格得到维护, Nano 支架出货量占比进一步提高至 50% 以上;

氯吡格雷在用药大省中标, 实现销售放量, 新帅克 14-15 年收入增速达到 50%、33%。

其他业务保持稳定增长, 肾交感神经射频消融导管、双腔起搏器在 15 年顺利上市, 并贡献一定利润。

2、投资建议：买入（维持）

我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.49/0.62/0.73 元，对应 PE 分别为 24/20/17。

Nano 支架销量提升化解部分老产品降价压力，公司二、三季度的净利润已经表现为止跌企稳。未开标省市招标价有望维持稳定，预期支架业务逐渐走出低谷。新帅克氯吡格雷今年增长趋势明确，明年会有更多省市中标，将提供利润增长点。在研的肾交感神经射频消融导管、国产双腔起搏器是企业最大看点，具有心血管介入领域革命意义，未来发展十分看好。给予“买入”评级。

3、风险提示

高值耗材价格受关注较多，国家出台严厉降价政策；氯吡格雷仿制药厂商快速获批；Nano 支架医院推广慢；“帅信”、“帅泰”中标不理想。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1837.11	2031.25	2298.01	2741.13	营业收入	1015.92	1298.27	1531.62	1836.77
现金	1103.96	1279.34	1304.80	1632.08	营业成本	212.03	364.62	426.84	516.46
应收账款	449.94	211.35	568.79	366.78	营业税金及附加	12.39	15.83	18.68	22.40
其它应收款	28.05	42.33	40.70	58.87	营业费用	226.09	289.51	336.96	404.09
预付账款	104.06	185.66	153.50	256.87	管理费用	124.15	164.88	168.48	202.04
存货	151.09	312.57	230.21	426.53	财务费用	-28.22	-31.07	-33.68	-38.26
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.63	6.63	6.63	6.63
非流动资产	880.25	1013.28	1109.90	1205.99	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	94.35	94.35	94.35	94.35	投资净收益	3.61	0.00	0.00	0.00
固定资产	512.82	660.65	758.93	856.68	其它经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	10.53	56.75	55.08	53.42	营业利润	466.46	487.86	607.71	723.41
其他	262.55	201.53	201.53	201.53	营业外收支	13.37	4.97	4.97	4.97
资产总计	2717.36	3044.53	3407.92	3947.11	利润总额	479.83	492.83	612.68	728.38
流动负债	87.38	134.53	116.04	175.02	所得税	76.50	73.92	91.90	109.26
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	403.33	418.90	520.78	619.12
应付账款	87.38	134.53	116.04	175.02	少数股东损益	0.05	14.00	23.00	30.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	归属母公司净利润	403.27	404.90	497.78	589.12
非流动负债	11.57	11.57	11.57	11.57	EBITDA	490.09	509.29	613.94	725.59
长期借款	11.51	11.51	11.51	11.51	EPS (元)	0.50	0.50	0.61	0.73
其他	0.06	0.06	0.06	0.06					
负债合计	98.95	146.11	127.62	186.59	主要财务比率				
少数股东权益	6.26	20.26	43.26	73.26		2012	2013E	2014E	2015E
股本	812.00	812.00	812.00	812.00	成长能力				
资本公积金	752.77	752.77	752.77	752.77	营业收入	10.44%	27.79%	17.97%	19.92%
留存收益	1047.38	1305.29	1656.07	2098.19	营业利润	-13.20%	4.59%	24.57%	19.04%
归属母公司股东权益	2612.15	2870.06	3220.84	3662.96	归属母公司净利润	-14.77%	0.40%	22.94%	18.35%
负债和股东权益	2717.36	3036.43	3391.72	3922.81	获利能力				
					毛利率	79.13%	71.91%	72.13%	71.88%
现金流量表					净利率	39.70%	32.27%	34.00%	33.71%
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	15.44%	14.11%	15.45%	16.08%
经营活动现金流	265.29	466.17	264.65	561.87	ROIC	29.27%	25.47%	30.05%	29.50%
净利润	399.81	414.68	516.56	614.90	偿债能力				
折旧摊销	38.81	47.45	34.85	35.39	资产负债率	3.64%	4.80%	3.74%	4.73%
财务费用	-28.22	-31.07	-33.68	-38.26	净负债比率	-41.72%	-43.86%	-39.62%	-43.37%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	21.03	15.10	19.80	15.66
营运资金变动	-157.93	25.57	-262.13	-59.92	速动比率	19.30	12.77	17.82	13.23
其它	12.82	9.53	9.04	9.76	营运能力				
投资活动现金流	-139.17	-174.78	-125.78	-125.78	总资产周转率	0.37	0.43	0.45	0.47
资本支出	0.00	-179.00	-130.00	-130.00	应收帐款周转率	2.26	6.14	2.69	5.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	1.40	1.17	1.85	1.21
其他	-139.17	4.22	4.22	4.22	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-133.55	-116.02	-113.41	-108.82	每股收益	0.50	0.50	0.61	0.73
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.33	0.57	0.33	0.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	3.22	3.53	3.97	4.51
普通股增加	0.00	0.00	0.00	-812.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	-752.77	P/E	30.40	30.28	24.63	20.81
其他	-133.55	-116.02	-113.41	1455.95	P/B	4.69	4.27	3.81	3.35
现金净增加额	-7.42	175.37	25.46	327.27	EV/EBITDA	22.80	21.63	17.94	14.78

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

纪钢，美国普度大学工商管理硕士，南开大学学士。先后在强生制药，国金证券工作过，有丰富的医药行业，投资分析经验。

联系人简介

张树声，大连医科大学临床医学专业学士，中国疾控中心联合培养流行病与免疫学硕士，美国伊利诺斯州立大学、美国洛克菲勒大学分子生物学博士后，美国咨询机构、北京生物技术和新医药产业促进中心工作过。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)