

乐普医疗 (300003.SZ)

医疗器械与用品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

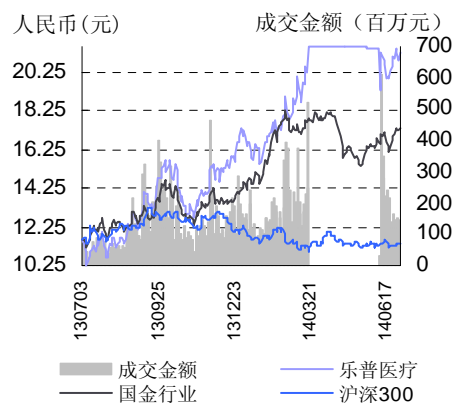
市价(人民币): 20.98元

新变化, 新起点;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|--------------|-------------|
| 已上市流通A股(百万股) | 686.11 |
| 总市值(百万元) | 17,303.72 |
| 年内股价最高最低(元) | 21.58/10.25 |
| 沪深300指数 | 2170.87 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.497 | 0.445 | 0.524 | 0.643 | 0.816 |
| 每股净资产(元) | 3.22 | 3.48 | 3.88 | 4.39 | 5.07 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.33 | 0.41 | 0.42 | 0.50 | 0.51 |
| 市盈率(倍) | 18.42 | 37.61 | 40.01 | 32.63 | 25.71 |
| 行业优化市盈率(倍) | 31.27 | 51.52 | 32.96 | 22.96 | 22.96 |
| 净利润增长率(%) | -14.77% | -10.32% | 17.75% | 22.61% | 26.93% |
| 净资产收益率(%) | 15.44% | 12.79% | 13.53% | 14.65% | 16.08% |
| 总股本(百万股) | 812.00 | 812.00 | 812.00 | 812.00 | 812.00 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **新变化, 新乐普:** 公司前期公告七二五所及科技公司分别转让 5000 万和 6838 万股, 蒲忠杰参与原股东的转让, 对公司股份进行增持; 股份转让后, 七二五所和科技公司合计持有本公司 28.68% 的股份; 蒲忠杰和 WP 公司、其参与投资的兴全特定资产管理计划及申万菱信资产管理计划将合计持有本公司 29.30% 的股份, **国有控股的上市公司将变为民营控股的混合所有制企业**, 蒲忠杰成为第一大股东和实际控制人, 作为乐普的灵魂人物在较高价位参与增持, 未来企业发展将更加市场化, 也赋予了公司新的动力和成长空间。
- **新的起点上, 药品板块初见雏形:** 2013 年并购新帅克向药品领域拓展, 站在新的起点上, 药品板块赋予了公司新的增长点, 氟吡格雷 2013 年先后完成了安徽、重庆、青海、云南等地区投标工作, 2014 年将有更多的省份完成招标, 药品板块正在稳步推进;
- **器械板块产品线完善, 保持稳定现金流:** 围绕心血管, 公司产品线基本齐备, 以支架为主, 封堵器、心脏瓣膜、起搏器、电生理导管、血管造影、心血管诊断试剂等丰富的产品线, 基本涵盖了心血管各类疾病所需的器械, 并且市占率均位居第一军团;
- **打造医药领域全产业链平台:** 公司以心血管为契机, 正在打造器械、药品和服务全产业链平台, 以“心血管疾病医疗服务基层行”的创新服务模式开创基层医疗市场, 逐步介入医疗服务领域。

投资建议

- 民营控股的新机制给了公司新的动力, 器械板块稳定向好的情况下, 药品板块赋予了公司新的成长空间, 同为心血管领域的产品, 器械+药品的联动有一定的协同性, 全产业链的布局可能提速。

估值

- 不考虑新帅克剩余 40% 股权并表, 预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.524 元、0.643 元和 0.816 元, 同比增长 18%、23%、27%, “增持”评级。

风险

- 支架降价; 药品招标进度低预期。

叶苏 分析师 SAC 执业编号: S1130513060003
(8621)60230223
yesu@gjzq.com.cn

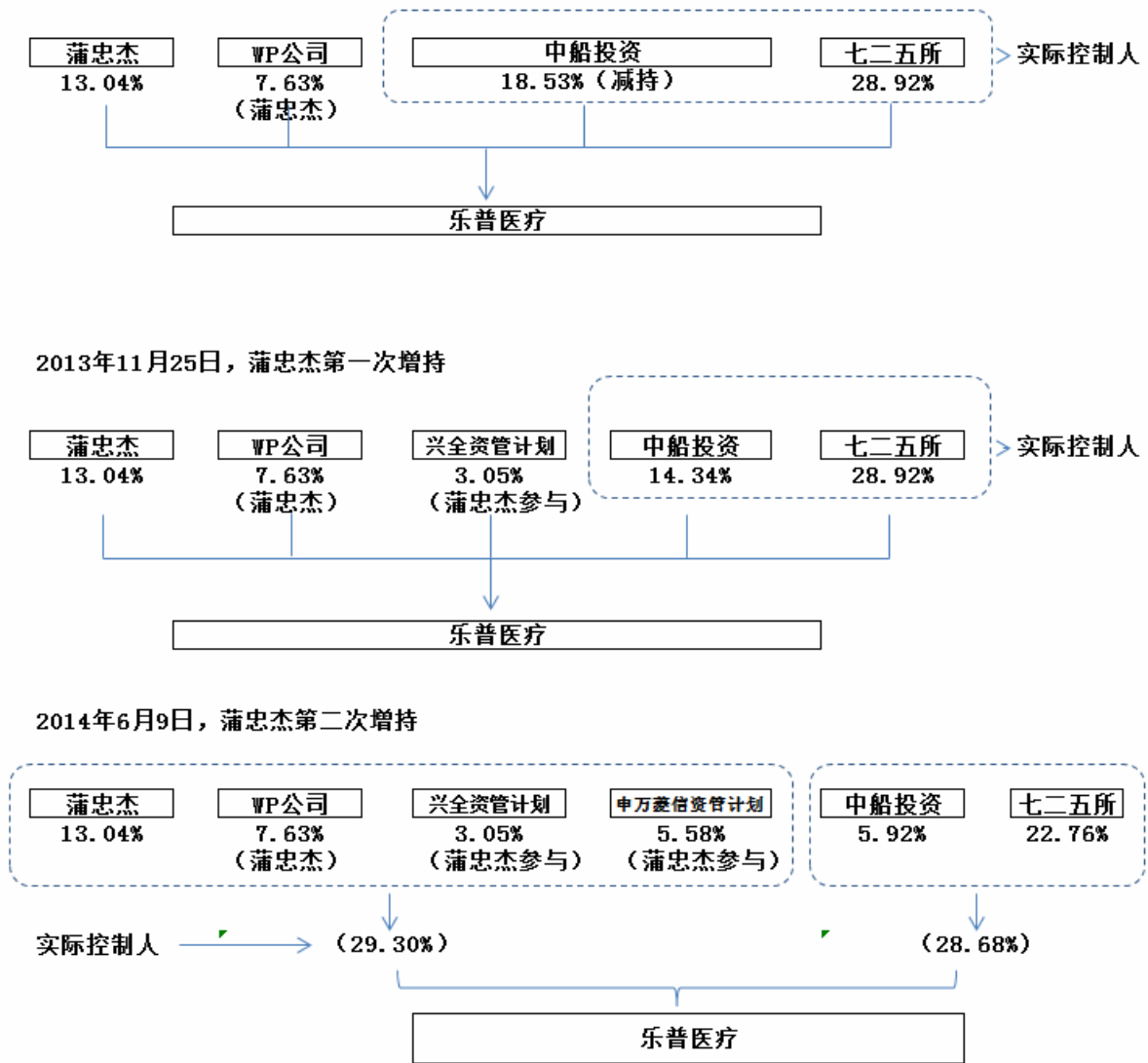
李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)60230220
huangting@gjzq.com.cn

附录：公司基本情况和股权结构变更过程

- 公司创立于 1999 年，目前拥有国内外 8 家子公司，产品临床应用覆盖全国 1200 家以上心脏诊疗中心，已发展成为国内领先的心血管病植介入诊疗器械与设备的高端医疗产品产业集团。主要股东包括中国船舶重工集团第七二五研究所、中船重工科技投资发展有限公司、美国 WP 公司、蒲中杰等人。实际控制人中船重工，实际管理人蒲忠杰。
- 经过公司的自主研发和外延并购，现有主营业务包括医疗器械业务（含心脏病治疗产品、新型介入诊疗业务、体外诊断试剂和医疗产品代理配送）、药品业务及海外业务三大板块。
- 2014 年 6 月 9 日，公司公告，国务院国有资产监督管理委员会以《关于中国船舶重工集团公司第七二五研究所和中船重工科技投资发展有限公司协议转让所持部分乐普（北京）医疗器械股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权〔2014〕420 号），同意七二五所、科技投资公司分别将持有的本公司 5,000 万股、6,838 万股股份转让给申万菱信（上海）资产管理有限公司（以下简称“申万菱信”）、中科汇通（山东）股权投资基金有限公司（以下简称“中科汇通”）、中银基金管理有限公司（以下简称“中银基金”）、兴业全球基金管理有限公司（以下简称“兴业全球”），本次股份转让后，七二五所和科技投资公司合计持有本公司 28.68% 的股份。
- 蒲忠杰先生参与投资的申万菱信共赢 2 号资产管理计划（以下简称“共赢 2 号资管计划”）募集总规模 7.55 亿元，其中蒲忠杰先生及蒲忠杰先生全资控制的北京厚德益民医疗器械有限公司分别出资 2.53 亿元及 0.49 亿元认购其全额进取级份额。共赢 2 号资管计划受让七二五所持有的 45,300,000 股公司股份，占公司总股本的 5.58%，交易价格为 16.64 元/股。本次交易完成后，蒲忠杰先生、WP Medical、兴全 18 号资管计划及共赢 2 号资管计划将合计持有上市公司 29.30% 的股份。
- 至此，原国企控股的乐普医疗将变为以蒲忠杰及其关联的一致行动人为第一大股东和实际控制人，中船重工退居为第二大股东。国有控股的上市公司将变为民营控股的混合所有制企业。作为乐普的灵魂人物在较高价位参与增持，未来企业发展将更加市场化，也赋予了公司新的动力和成长空间。

图表1: 公司股权结构图变更过程



来源: 国金证券研究所

图表2: 公司业务结构



来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 主营业务收入 | 920 | 1,016 | 1,303 | 1,575 | 1,897 | 2,276 | 货币资金 | 1,116 | 1,109 | 704 | 877 | 984 | 1,101 |
| 增长率 | | 10.4% | 28.3% | 20.9% | 20.4% | 20.0% | 应收款项 | 346 | 478 | 716 | 774 | 932 | 1,242 |
| 主营业务成本 | -161 | -212 | -404 | -504 | -604 | -703 | 存货 | 119 | 151 | 220 | 290 | 347 | 405 |
| %销售收入 | 17.5% | 20.9% | 31.0% | 32.0% | 31.8% | 30.9% | 其他流动资产 | 91 | 128 | 85 | 103 | 123 | 143 |
| 毛利 | 759 | 804 | 899 | 1,071 | 1,294 | 1,573 | 流动资产 | 1,672 | 1,866 | 1,726 | 2,044 | 2,386 | 2,890 |
| %销售收入 | 82.5% | 79.1% | 69.0% | 68.0% | 68.2% | 69.1% | %总资产 | 68.4% | 67.8% | 55.2% | 58.0% | 59.9% | 63.0% |
| 营业税金及附加 | -10 | -12 | -14 | -19 | -22 | -25 | 长期投资 | 58 | 98 | 25 | 26 | 25 | 25 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.2% | 1.1% | 1.2% | 1.2% | 1.1% | 固定资产 | 481 | 513 | 687 | 831 | 955 | 1,058 |
| 营业费用 | -149 | -226 | -297 | -347 | -417 | -478 | %总资产 | 19.7% | 18.6% | 21.9% | 23.6% | 24.0% | 23.1% |
| %销售收入 | 16.1% | 22.3% | 22.8% | 22.0% | 22.0% | 21.0% | 无形资产 | 230 | 270 | 678 | 619 | 616 | 613 |
| 管理费用 | -90 | -124 | -172 | -205 | -247 | -296 | 非流动资产 | 771 | 884 | 1,402 | 1,478 | 1,597 | 1,698 |
| %销售收入 | 9.8% | 12.2% | 13.2% | 13.0% | 13.0% | 13.0% | %总资产 | 31.6% | 32.2% | 44.8% | 42.0% | 40.1% | 37.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 511 | 441 | 416 | 501 | 608 | 774 | 资产总计 | 2,443 | 2,750 | 3,128 | 3,522 | 3,983 | 4,588 |
| %销售收入 | 55.5% | 43.4% | 31.9% | 31.8% | 32.0% | 34.0% | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 27 | 28 | 19 | 5 | 6 | 6 | 应付款项 | 55 | 87 | 176 | 146 | 176 | 206 |
| %销售收入 | -3.0% | -2.8% | -1.4% | -0.3% | -0.3% | -0.3% | 其他流动负债 | 36 | 33 | 42 | 157 | 168 | 179 |
| 资产减值损失 | -5 | -7 | -14 | -7 | -1 | -3 | 流动负债 | 91 | 120 | 218 | 304 | 343 | 385 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 投资收益 | 5 | 4 | 0 | 5 | 5 | 5 | 其他长期负债 | 10 | 12 | 16 | 0 | 0 | 0 |
| %税前利润 | 0.9% | 0.8% | n.a | 1.0% | 0.8% | 0.6% | 负债 | 101 | 132 | 234 | 304 | 343 | 386 |
| 营业利润 | 537 | 466 | 421 | 504 | 617 | 783 | 普通股股东权益 | 2,342 | 2,612 | 2,828 | 3,147 | 3,563 | 4,120 |
| 营业利润率 | 58.4% | 45.9% | 32.3% | 32.0% | 32.5% | 34.4% | 少数股东权益 | 0 | 6 | 67 | 72 | 77 | 82 |
| 营业外收支 | 6 | 13 | 11 | 3 | 3 | 3 | 负债股东权益合计 | 2,443 | 2,750 | 3,128 | 3,522 | 3,983 | 4,588 |
| 税前利润 | 543 | 480 | 432 | 507 | 620 | 786 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 59.0% | 47.2% | 33.1% | 32.2% | 32.7% | 34.5% | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 所得税 | -70 | -77 | -65 | -76 | -93 | -118 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 12.9% | 15.9% | 15.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.583 | 0.497 | 0.445 | 0.524 | 0.643 | 0.816 |
| 净利润 | 473 | 403 | 367 | 431 | 527 | 668 | 每股净资产 | 2.884 | 3.217 | 3.482 | 3.875 | 4.388 | 5.074 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 5 | 5 | 5 | 5 | 每股经营现金净流 | 0.359 | 0.326 | 0.406 | 0.418 | 0.503 | 0.510 |
| 归属于母公司的净利润 | 473 | 403 | 362 | 426 | 522 | 663 | 每股股利 | 0.250 | 0.250 | 0.180 | 0.130 | 0.130 | 0.130 |
| 净利率 | 51.4% | 39.7% | 27.7% | 27.0% | 27.5% | 29.1% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 20.21% | 15.44% | 12.79% | 13.53% | 14.65% | 16.08% |
| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 总资产收益率 | 19.37% | 14.66% | 11.56% | 12.09% | 13.11% | 14.44% |
| 净利润 | 473 | 403 | 367 | 431 | 527 | 668 | 投入资本收益率 | 19.00% | 14.17% | 12.21% | 13.23% | 14.19% | 15.65% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 30 | 45 | 70 | 77 | 86 | 102 | 主营业务收入增长率 | 19.44% | 10.44% | 28.28% | 20.86% | 20.44% | 19.98% |
| 非经营收益 | -6 | -5 | -7 | 3 | -8 | -8 | EBIT增长率 | 13.68% | -13.57% | -5.68% | 20.34% | 21.35% | 27.36% |
| 营运资金变动 | -206 | -179 | -99 | -171 | -197 | -348 | 净利润增长率 | 15.27% | -14.77% | -10.32% | 17.75% | 22.61% | 26.93% |
| 经营活动现金净流 | 291 | 265 | 330 | 339 | 408 | 414 | 总资产增长率 | 9.70% | 12.58% | 13.75% | 12.59% | 13.10% | 15.19% |
| 资本开支 | -133 | -101 | -98 | -153 | -201 | -197 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -35 | -38 | -466 | -1 | 0 | 0 | 应收账款周转天数 | 89.7 | 129.2 | 149.4 | 160.0 | 160.0 | 180.0 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 5 | 5 | 5 | 存货周转天数 | 250.3 | 232.1 | 167.8 | 210.0 | 210.0 | 210.0 |
| 投资活动现金净流 | -168 | -139 | -564 | -149 | -196 | -192 | 应付账款周转天数 | 71.1 | 61.3 | 47.4 | 45.0 | 45.0 | 45.0 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 114.3 | 137.9 | 137.1 | 135.1 | 127.3 | 116.3 |
| 债权募资 | 0 | 0 | -24 | -16 | 0 | 1 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -221 | -133 | -146 | -1 | -106 | -106 | 净负债/股东权益 | -47.66% | -42.34% | -24.34% | -27.26% | -27.03% | -26.18% |
| 筹资活动现金净流 | -221 | -133 | -170 | -17 | -106 | -105 | EBIT利息保障倍数 | -18.8 | -15.6 | -22.2 | -102.0 | -105.1 | -120.2 |
| 现金净流量 | -98 | -7 | -404 | 173 | 107 | 117 | 资产负债率 | 4.15% | 4.79% | 7.47% | 8.62% | 8.62% | 8.42% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 5 | 5 | 7 | 10 |
| 增持 | 0 | 7 | 8 | 11 | 14 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 1.58 | 1.60 | 1.60 | 1.60 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD