

全球心脏支架新贵，中信产业基金助力腾飞

——中小盘首次覆盖报告

伐谋-中小盘首次覆盖报告

孙金钜 (分析师)

021-68866881

sunjinju@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师)

021-68865595-232

renlang@xsdzq.cn

证书编号: S0280518010003

● 全球心脏支架新贵，首次覆盖给予“强烈推荐”评级：

我们认为公司并购柏盛国际之后已变身为全球领先的心脏支架厂商，全球排名第四，国内市占率第三。新产品周期将驱动公司迎来新一轮的增长，叠加私有化后管理改善费用率下降，承诺业绩有望超额完成。此次并购同时引入了中信产业投资基金作为战投，战投资源丰富且资本运作娴熟。战投助力下公司有望复制柏盛模式，“A+X”战略持续落地迎来跨越式发展。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别 3.73/6.60/8.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.68/0.88 元，当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 40.6、22.9 和 17.9 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

● 新产品周期+管理改善，驱动柏盛国际承诺业绩有望超额完成：

受老龄化+渗透率提升+新兴市场需求兴起，全球心脏支架需求有望保持稳步增长。国内 PCI 手术渗透率还有翻倍以上空间，叠加心血管疾病发病率提升，心脏支架需求还有 2 倍以上的增长空间。在医改和医保政策支持下，基层需求释放将驱动未来三年国内心脏支架继续保持 10% 以上的增长。柏盛国际 2015 年推出的新品 BioMatrix-α 正在快速放量，最新一代旗舰产品 BioFreedom™ 已经在 EMEA 和 APAC 地区上市放量，2017 年 8 月已于日本上市，预计 2019 年将在美国上市，2022 年将进入中国市场。国内 EXCEL 全新一代升级版的 EXCROSSAL (心跃) 也于 2017 年 9 月上市。新产品周期将带来公司新一轮的增长，叠加新产品高毛利和私有化后管理改善带来的费用率下降，公司有望超额完成承诺业绩。

● 战投资源丰富且资本运作娴熟，助力公司跨越式发展

作为公司战投的中信产业投资基金，管理资金近千亿，医疗和健康是其重点投资方向之一，项目储备丰富。中信产业基金已投资超过 100 家企业，其中已上市 30 家，已运作多起私有化再上市的成功案例。公司目前已形成了“低值耗材+高值耗材”的产业布局，明确了“A+X”的健康防护+医疗健康双轮驱动战略。战投助力下公司有望复制柏盛模式，“A+X”战略持续落地，从而实现跨越式发展。

● 风险提示：新产品放量低预期，新产品注册低预期，产品大幅降价

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1289	1,576	2,733	3,921	4,501
增长率(%)	-14.6	22.3	73.4	43.4	14.8
净利润(百万元)	181.1	201	373	660	844
增长率(%)	6.4	10.9	85.8	76.9	27.8
毛利率(%)	27.2	31.4	47.1	54.2	55.2
净利率(%)	14.0	12.7	13.7	16.8	18.7
ROE(%)	13.9	14.1	17.6	26.3	26.8
EPS(摊薄/元)	0.19	0.21	0.39	0.68	0.88
P/E(倍)	83.59	75.4	40.6	22.9	17.9
P/B(倍)	11.65	10.6	7.0	5.9	4.7

强烈推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2018.10.30

收盘价(元):	15.7
一年最低/最高(元):	13.41/25.36
总股本(亿股):	9.64
总市值(亿元):	151.36
流通股本(亿股):	4.86
流通市值(亿元):	76.35
近 3 月换手率:	32.66%

中小盘研究团队

孙金钜 (分析师): 021-68866881

证书编号: S0280518010002

任浪 (分析师): 021-68865595-232

证书编号: S0280518010003

吴吉森 (联系人): 021-68865595-205

证书编号: S0280118020006

黄泽鹏 (联系人): 021-68865595-202

证书编号: S0280118010039

司马湫 (分析师): 021-68865595-207

证书编号: S0280518050001

黄麟 (联系人): 0755-82291898

证书编号: S0280118040003

王宁 (联系人): 010-83561000

证书编号: S0280118060020

韩东 (联系人): 021-68865595-208

证书编号: S0280118050022

陆忆天 (联系人): 021-68865595-203

证书编号: S0280118050001

目 录

1、 并购柏盛国际，成就心脏支架新贵	3
1.1、 并购柏盛落地，全球优质心脏支架公司 A 股上市	3
1.2、 心血管病高发+渗透率提升，全球心脏支架有望稳步增长	5
1.3、 新产品上市+费用率下降，承诺业绩有望超额完成	7
2、 战投中信产业基金入驻，助力公司实现飞跃	11
2.1、 战投资源丰富，公司是医疗器械领域唯一 A 股平台	12
2.2、 “A+X”战略持续落地，战投助力公司实现飞跃	13
3、 丁腈手套持续放量，手套业务稳健增长	14
4、 盈利预测和公司估值	16
附：财务预测摘要	17

图表目录

图 1： 公司并购柏盛国际整体时间流程	3
图 2： 柏盛国际药物洗脱支架全球排名第四	4
图 3： 柏盛旗下吉威医疗国内支架份额排名第三	4
图 4： 柏盛国际私有化退市到 A 股重组上市历程	5
图 5： 全球来看，未来将持续处于老龄化趋势之中	6
图 6： 我国城市和农村冠心病死亡率逐年上升	6
图 7： 我国城市和农村急性心肌梗死的死亡率逐年走高	6
图 8： 我国 PCI 手术量持续保持 10%以上增长	7
图 9： 我国心脏支架置入量持续保持 10%以上增长	7
图 10： 心脏支架分为三代，目前第二代药物洗脱支架是主流	8
图 11： BioMatrix-α 上市之后带动 BioMatrix Family 均价持续提升	10
图 12： EMEA 地区 BioFreedom™定价更高	10
图 13： APAC 地区 BioFreedom™定价同样更高	10
图 14： 支架产品整体均价和毛利率有望稳步提升	11
图 15： 管理改善，费用率有望稳步下降	11
图 16： 医疗和健康是中信产业投资基金重点投资方向之一	12
图 17： 柏盛国际在北京中信的投资占比并不算高	13
图 18： 三生制药、绿叶制药私有化后利润快速增长	13
图 19： 战投有望助力公司“A+X”战略持续落地	14
图 20： 公司防护手套产销量基本保持稳定	14
图 21： 丁腈手套项目投产带动手套业务新一轮增长	14
表 1： 柏盛国际并购对应的经营性资产价值较要约收购时增值了 102.44%	5
表 2： 柏盛国际重磅旗舰产品相继上市且不断拓展销售区域	9
表 3： 同行业主要竞争对手估值对比（元/股、亿元）	16

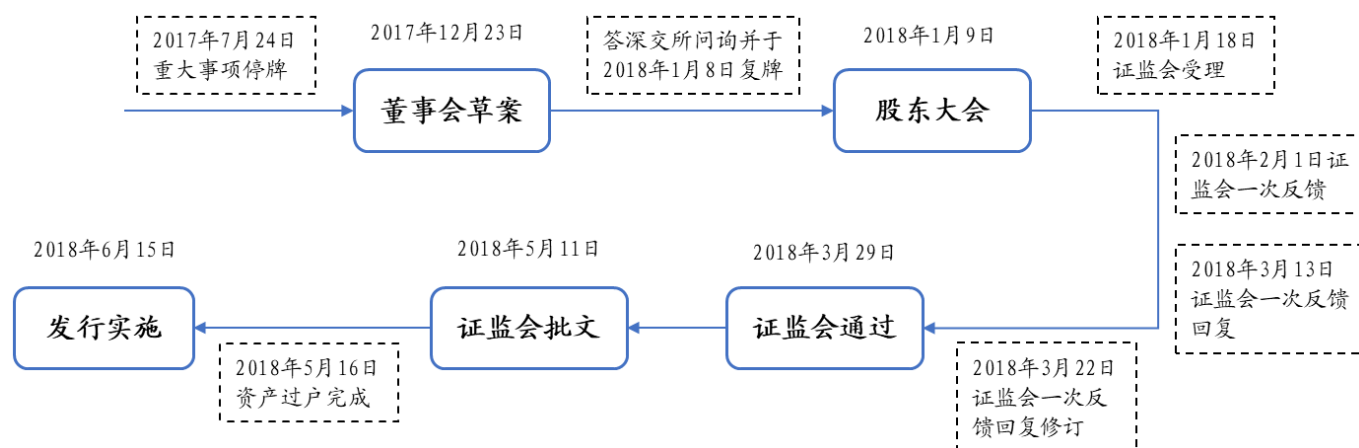
1、并购柏盛国际，成就心脏支架新贵

公司通过并购柏盛国际成为了全球领先的心脏支架厂商，全球心脏支架市场占有率排名第四，下属公司吉威医疗国内心脏支架市占率排名第三，国内企业来看整体支架销售数量和金额均最大。全球老龄化推升心血管疾病的发病率，PCI 手术治疗渗透率的提升，以及新兴市场国家的需求兴起，全球心脏支架有望保持稳步增长。国内而言，目前急性心肌梗死直接 PCI 手术的渗透率还有翻倍的提升空间，在冠心病和急性心肌梗死发病率仍在提升的背景下，国内心脏支架需求还有 2 倍以上的空间。在医改和医保政策的支持下基层需求释放将驱动国内心脏支架继续保持 10% 以上的增长。柏盛国际新产品 BioMatrix- α 2015 年上市之后快速放量，最新一代的旗舰产品 BioFreedom™ 已经在 EMEA 和 APAC 地区上市，2017 年 8 月已于日本上市，预计 2019 年将在美国上市，2022 年将进入中国市场。国内 EXCEL 全新一代升级版的 EXCROSSAL（心跃）也于 2017 年 9 月上市。新产品的推出和新区域市场的开拓将带来公司新一轮的增长，新产品的放量将带动公司整体产品均价和毛利率的提升，叠加私有化后管理改善带来费用率的下降，公司整体利润率将稳步提升。2018 年来看，整体订单情况超原有预期，新产品注册进展顺利，在公司新产品周期的驱动下承诺业绩有望超额完成。

1.1、并购柏盛落地，全球优质心脏支架公司 A 股上市

柏盛国际并购完成，全球优质的心脏支架公司实现 A 股上市。蓝帆医疗在 2017 年 7 月 24 日开始停牌并且于 2017 年 12 月 23 日发布重组草案：以 10.75 元/股的价格向蓝帆投资和中信产业投资基金发行 3.71 亿股（对价 39.9 亿元）+ 现金（19.1 亿元）的方式收购 CBCH II 93.37% 的股份（合计对价 59 亿元），同时募集配套资金 19 亿扣除相关税费后用于支付现金对价。CBCH II 通过持股公司 CBCH I 持有柏盛国际 100% 股份，柏盛国际及其下属子公司为本次交易标的资产的业务运营实体。柏盛国际已于 2018 年 5 月 16 日完成了资产过户，同时新发股份已于 2018 年 6 月 15 日发行完毕，配套募集资金已于 2018 年 9 月 5 日发行完毕，截止目前整体并购已经全部完成。本次交易后，CBCH II 及 CBCH V 及其控制的柏盛国际成为上市公司的下属公司，柏盛国际旗下心脏支架业务实现 A 股上市。

图1： 公司并购柏盛国际整体时间流程

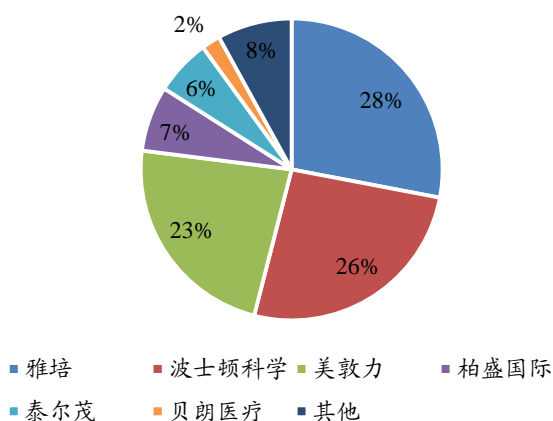


资料来源：公司公告、新时代证券研究所

柏盛国际是全球领先的心脏支架厂商，亦是国内心脏支架收入体量最大的龙头公司。

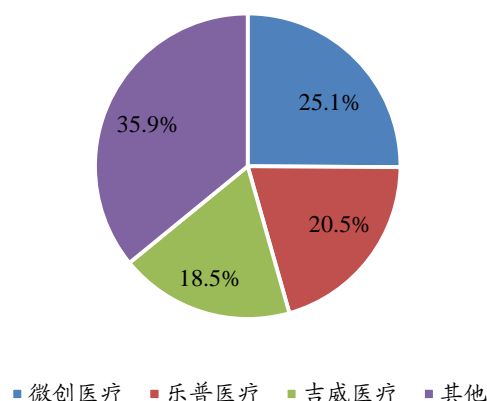
柏盛国际是全球第四大心脏支架厂商，在新加坡、瑞士、中国及中国香港地区、法国、德国、西班牙、日本、美国、波兰等国家和地区均设有运营主体，产品共销往全球 90 多个国家和地区。柏盛国际在全球范围内的主要竞争对手有雅培、波士顿科学、美敦力等跨国公司。根据 GlobalData 数据，2013 年柏盛国际药物洗脱支架市场份额占全球市场的 7% 左右，全球排名第四。2016 年，柏盛国际生产和销售的心脏支架及球囊导管等相关产品超过 85 万支/条，其中心脏支架产品近 60 万支。根据 Eucomed 数据，按销量统计，2016 年柏盛国际药物洗脱支架市场份额占欧洲、亚太（除日本、中国之外）及非洲主要国家和地区市场的份额进一步上升至 11% 左右。而在中国市场，柏盛国际旗下的吉威医疗按置入量统计的市场份额高达 18.5%，排名第三。柏盛国际是国内唯一的全球化心脏支架企业，从总体收入体量来看，也是国内心脏支架收入体量最大的龙头公司。

图2： 柏盛国际药物洗脱支架全球排名第四



数据来源：GlobalData、新时代证券研究所

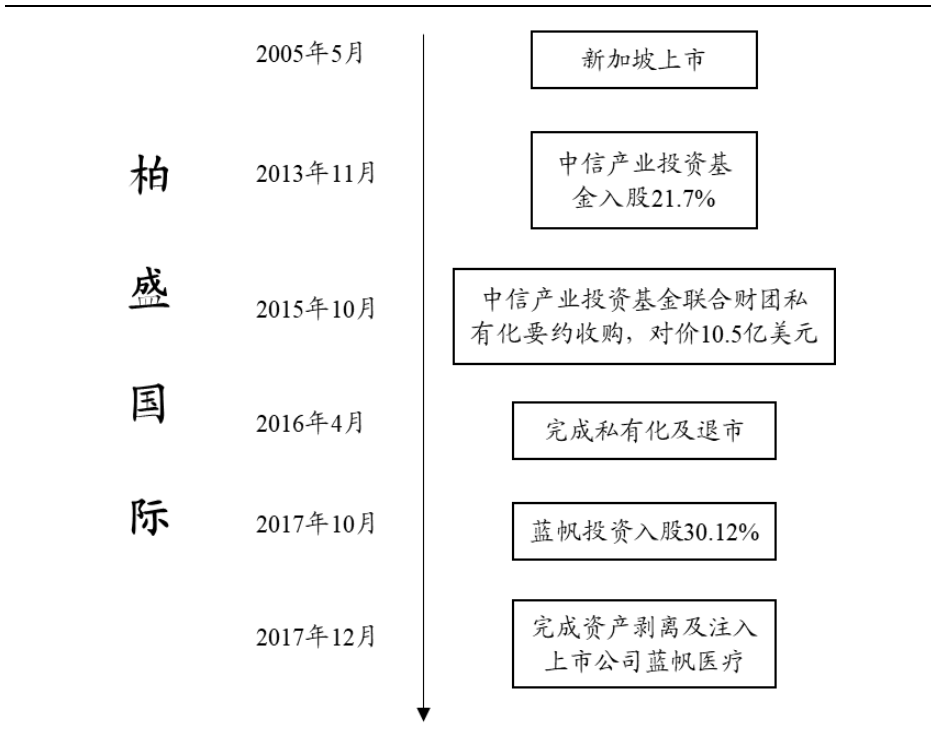
图3： 柏盛旗下吉威医疗国内支架份额排名第三



数据来源：2017 年欧洲心脏病学会年会、新时代证券研究所

柏盛国际被中信产业基金私有化自新加坡退市后重新在 A 股上市。柏盛国际于 2005 年 5 月 20 日在新加坡证券交易所上市，2013 年 11 月 21 日日北京中信产业投资基金通过 CBCH I 的全资子公司 Bidco 从 Wellford Capital Limited 受让了柏盛国际 21.7% 的股权。2015 年 10 月 28 日中信产业投资基金联合投资人组成财团以 0.84 新加坡元/股（折合 0.62 美元/股）的价格提出私有化要约收购，2016 年 4 月 20 日，Bidco 和柏盛国际完成合并，完成私有化并从新加坡证券交易所退市，私有化对应柏盛国际的全部价值为 10.50 亿美元。2017 年 10 月蓝帆投资向 BVII（中信产业投资基金境外子公司）支付 2.91 亿美元（实际支付 19.34 亿元）收购其持有的 CBCH II 30.12% 股份（合计对价 59 亿元）。2017 年 12 月，将 Spectrum Dynamics Medical Group Limited 和 CCP International Group, Ltd. 两家公司 100% 的股份通过实物分红的方式向各股东进行分配（其中蓝帆投资和 CBCH III 将它们在两家公司获得实物分红的权利均转让予 BVII），实现对影像诊断和重症医疗业务的剥离。完成剥离之后发布蓝帆医疗收购柏盛国际的重组草案，将柏盛国际注入 A 股上市公司蓝帆医疗。柏盛国际转让给蓝帆投资的对价和注入上市公司的对价一致，相较于中信产业投资基金 2015 年私有化收购时的经营性资产价格（EV，以人民币计价）增长了 102.44%。柏盛国际自身 EBITDA 两年增长了 75.30%，因此总体估值 EV/EBITDA 较上次的 15.27 倍提高为 17.64 倍。

图4： 柏盛国际私有化退市到 A 股重组上市历程



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

表1： 柏盛国际并购对应的经营性资产价值较要约收购时增值了 102.44%

(单位：百万美元)	私有化要约	注入上市公司	变动率
股权价值	1050.37	1030.6	-1.88%
+净负债(净现金)	-273.3	278.51	-201.91%
-非经营性资产(非经营性负债)	-36.4	20.1	-155.22%
经营性资产价值 (EV)	740.67	1329.22	79.46%
剥离后的经营性资产价值 (EV, 支架资产占比 90.6%)	671.36	1329.22	97.99%
折算汇率	6.4936	6.6397	
剥离后的经营性资产价值 (EV) (百万元人民币)	4359.53	8825.59	102.44%
EBITDA (百万元人民币)	285.49	500.45	75.30%
EV/EBITDA	15.27	17.64	15.49%

数据来源：公司公告、新时代证券研究所

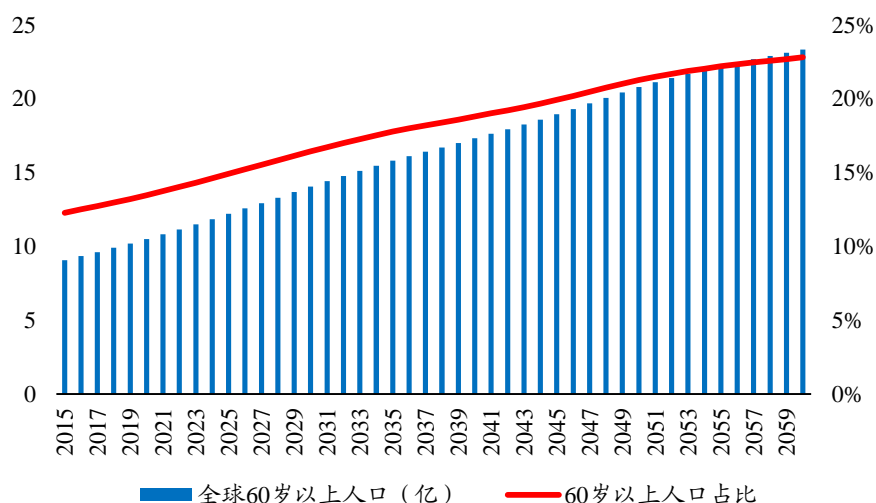
1.2、心血管病高发+渗透率提升，全球心脏支架有望稳步增长

全球老龄化+渗透率提升+新兴市场快速发展，推动全球心脏支架需求稳步增长。

据联合国预测数据，到 2050 年，60 岁以上人口数量将超过 20 亿，占总人口的比例将达到 21.3%，世界上老龄人口数量将在历史上首次超过年轻人口（15 岁以下）。老龄化心血管疾病的患病风险提升，并且心血管疾病大多都是“富贵病”，随着新兴市场国家经济的快速发展，整体心血管疾病的发病率呈现出快速上升的趋势。《中国心血管病报告 2017》表明我国心血管病的死亡率居所有疾病的首位，占居民疾病死亡构成的 40% 以上，特别是农村地区。可以看到，我国农村和城市地区冠心病的死亡率呈现持续走高的趋势，在 2015 年均已超过了 110 人/10 万人，并且随着农村生活水平的提升，可以看到农村地区的死亡率开始赶超城市。同样，我国农村和

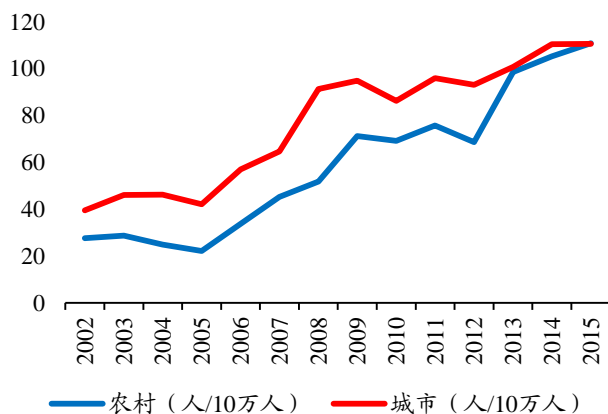
城市的急性心肌梗死的死亡率亦是逐年走高。PCI 手术是治疗冠心病和心肌梗死的主要治疗手段之一,欧美发达国家急性心肌梗死的直接 PCI 比例可以达到 90%以上,据全国介入心脏病学论坛的统计数据,我国 ST 段抬高型心肌梗死 (STEMI) 患者的直接 PCI 比例近年来明显提升,直接 PCI 共 69889 例,比例为 42.2%,相较欧美 90%的比例还有很大的提升空间。我国 PCI 手术例数从 2009 年的 22.84 万例增长到了 2017 年的 75.3 万例,8 年时间增长了 2.3 倍,年复合增速达 16.1%。而我国心脏支架置入量则是从 2009 年的 33.12 万条增长到了 2017 年的 110.07 万条,8 年增长了 2.34 倍,年复合增速达 16.3% (PCI 手术的平均支架植入量已开始基本保持稳定且与海外相差不大)。目前我国 PCI 手术的渗透率还有翻倍以上的提升空间,叠加老龄化和生活水平提升下带来的冠心病和急性心肌梗死发行率的提升,未来我国心脏支架的需求还有 2 倍以上的成长空间。随着我国医改的不断深化,医保体系的覆盖范围和覆盖深度不断提高、体系不断丰富,新农合医保、大病医保等政策的推进,基层心血管疾病患者对支架的需求将会得到释放。预计未来三年我国心脏支架的植入量仍将保持 10%以上的快速增长。全球来看, Medmarket diligence 预计 2016 年全球 PCI 手术约为 473 万例,随着老龄化趋势的推进,新兴市场国家的需求兴起和渗透率的提升,全球心脏支架有望持续保持稳步增长。

图5: 全球来看,未来将持续处于老龄化趋势之中



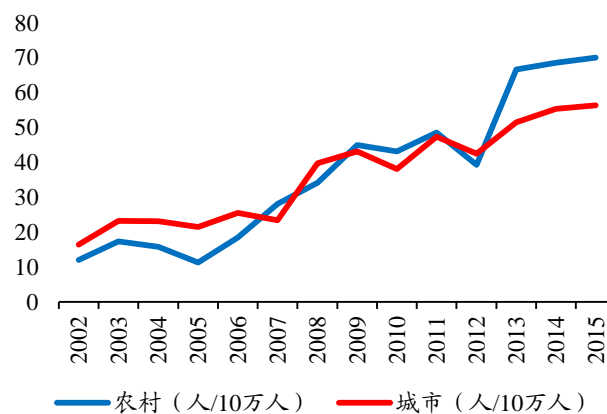
数据来源: 联合国预计、新时代证券研究所

图6: 我国城市和农村冠心病死亡率逐年上升



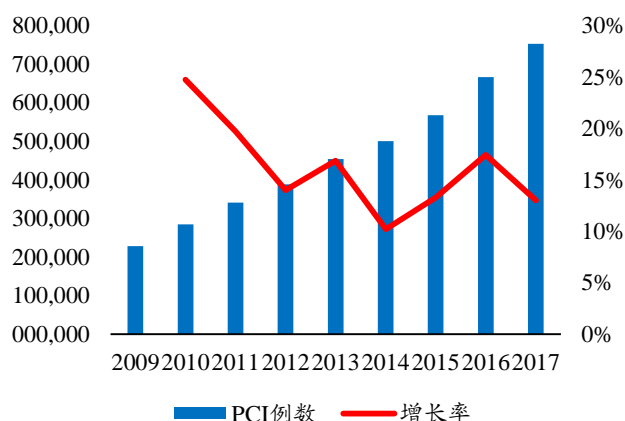
数据来源: Wind、新时代证券研究所

图7: 我国城市和农村急性心肌梗死的死亡率逐年走高



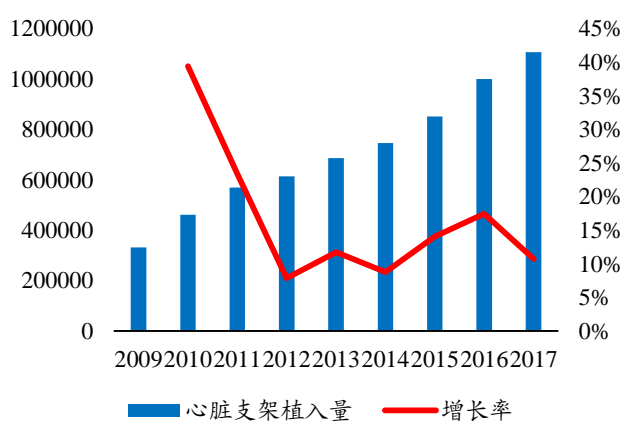
数据来源: 《中国心血管病报告 2017》、新时代证券研究所

图8: 我国 PCI 手术量持续保持 10%以上增长



数据来源: CCIF、新时代证券研究所

图9: 我国心脏支架置入量持续保持 10%以上增长



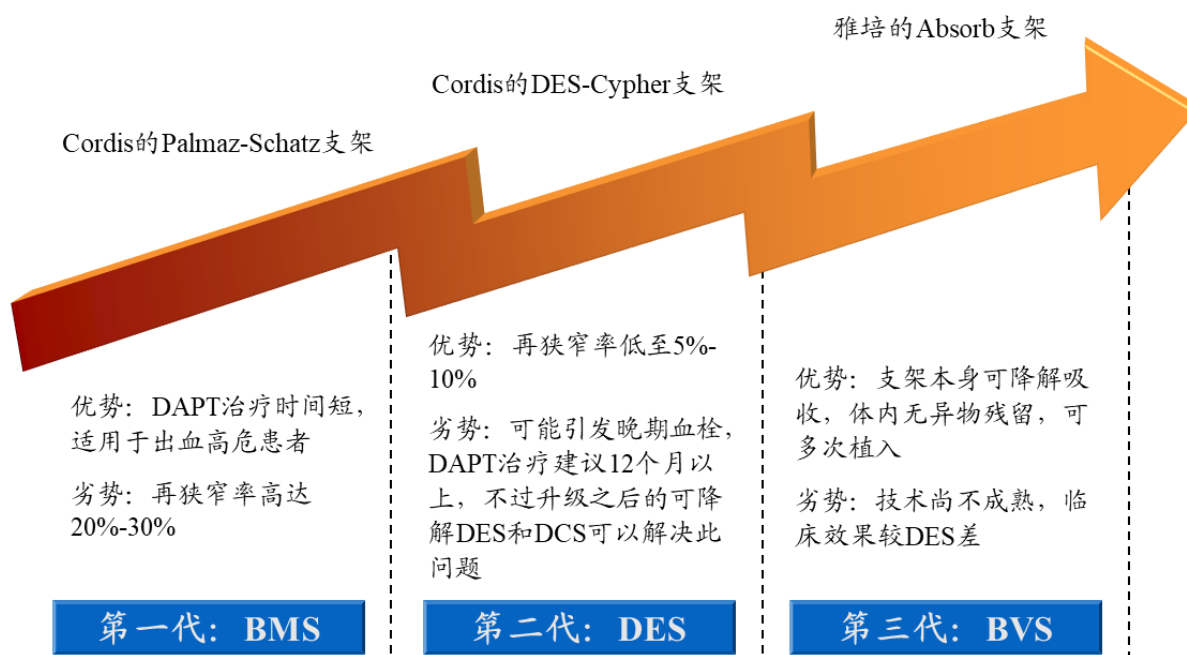
数据来源: CCIF、新时代证券研究所

1.3、新产品上市+费用率下降，承诺业绩有望超额完成

目前心脏支架分为三代 (BMS、DES 和 BVS)，第二代药物洗脱支架是主流。第一代心脏支架为裸体金属支架 (BMS)，1994 年，原美国强生公司旗下 Cordis 业务部门 (已被康德乐收购，以下简称“Cordis”) 上市了 Palmaz-Schatz 冠脉支架，成为全球第一个成功的冠脉支架产品。裸体金属支架植入后由于不能消除血管内皮金属损伤后的自我修复式的增生，从而容易导致支架内的再狭窄，目前再狭窄率仍有 20-30%，并且再狭窄之后很难进行再次植入。不过裸体金属支架的优势在于双重抗血小板治疗 (DAPT) 时间短，适用于出血高危的患者。第二代即为药物洗脱支架 (DES)，2002 年，Cordis 上市了全球第一个 DES-Cypher 支架。药物洗脱支架在裸体金属支架表面增加了生物相容性良好的聚合物和抗再狭窄药物的涂层。通过缓慢释放药物涂层，帮助预防血管的术后再狭窄，降低再狭窄率。2003 年美国 FDA 批准药物洗脱支架用于临床，再狭窄率降到 5%-10%。不过药物洗脱支架中用于运输药物的高分子聚合物表面涂层存在 3% 的可能性会引发高死亡率的晚期血栓，因此推荐患者需要接受双重抗血小板治疗 (DAPT) 超过 12 个月，不适合出血高危患者。为了降低血栓风险同时减少 DAPT 时间，升级版的可降解聚合物 DES 和无聚合物的药物洗脱支架 (DCS) 出现了。可降解 DES 采用可降解的材料 (聚乳酸 PLA 和 PLGA 等) 作为药物载体，可逐步在血液中降解，因此具备更好的生物相容性和安全性。无聚合物药物洗脱支架 (DCS) 则是运用纳米微孔技术在支架表面刻出储药凹槽，或直接在支架杆上打出储药小孔等方式使得药物直接覆盖在支架表面而无需使用聚合物载体，彻底避免作为药物载体带来的过敏和炎症反应。目前临床效果最佳、技术最为成熟的是第二代的药物洗脱支架，目前全球来看药物洗脱支架的使用占比超过 70%，国内则基本全部使用的都是药物洗脱支架。第三代为生物可吸收支架 (BVS)，BVS 最大的特点在于整体支架可以被人体逐渐降解吸收，基本在 2 年左右时间可以完全降解。不留任何异物在体内，使血管可能恢复原来的状态。雅培的 Absorb GTI 是目前世界唯一获得美国、欧洲上市的完全可降解支架，但自 2016 年之后因临床结果中多项指标劣于自身药物洗脱支架，先后收到欧盟、澳洲、美国监管机构发出的限制使用范围、无强制性警示函等限制措施，并于 2017 年 9 月由雅培宣布停止在所有国家的销售。目前生物可吸收支架的应用还处于早期阶段，技术还未成熟，受材质所限，无法解决辐射张力持续时间短、药物释放不均匀、输送性差等问题。目前国内最新的 BVS 为乐普医疗开发的 NeoVas，于 2017 年 8 月获得了 CFDA 的注册受理，目前 1 年期随访数量已经发布，3 年期随访数据也已部分

公布，整体临床表现优于雅培的 Absorb 支架。目前 BVS 的临床表现较 DES 要差，不过由于 BVS 可降解，因此可以多次植入来解决再狭窄的问题。

图10： 心脏支架分为三代，目前第二代药物洗脱支架是主流



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

国内新产品 Excrossal（心跃）已上市，BioFreedom™日本已上市，美国即将上市，新产品上市和区域拓展将带动新一轮增长。柏盛国际国内子公司吉威医疗仅凭借一款产品 Excel（爱克塞尔）即获得了国内 18.5% 的市场份额。Excel 于 2005 年上市，是世界上第一款采用可降解聚合物的雷帕霉素药物洗脱支架，截止到 2017 年底，国内累计植入超过 180 万条，是国内患者植入数量最多的冠脉支架产品。2017 年 9 月，吉威医疗 Excel 的二代升级版 Excrossal（心跃）获得 CFDA 注册批准，2017 年四季度开始在国内销售。Excrossal（心跃）在支架厚度、聚合物厚度、药物含量等方向做了升级，整体临床表现多项指标显著优于 Excel，目前已完成 10 多个省市的招标工作，招标价格在 1.4W-1.6W 之间，显著高于原有 Excel 的 8000 元左右。公司全新一代旗舰产品无聚合物药物洗脱支架 BioFreedom™借助其独家专利的抗再狭窄药物 BA9（亲脂性达普通药物 10 倍以上，损失少，药物释放速度慢，更容易吸收，因此用药量少），DAPT 治疗时间可以缩短到一个月，是全球 DAPT 治疗时间最短的药物洗脱支架。BioFreedom™已于 2017 年 8 月获得日本监管机构的注册批准并上市，康德乐作为独家经销商开始启动销售。同时 BioFreedom™在美国的 Pre IDE（Investigational Device Evaluation）临床实验完成一年的临床跟踪报告后，于 2016 年 12 月获得美国 FDA 进行关键性临床试验（Pivotal Clinical Trial）的批准、于 2017 年 2 月正式开展临床实验，并于 2017 年 11 月完成总计 1200 例病人的植入，已经完成了一年期的随访数据，于 2018 年 9 月的美国经导管心血管治疗学术会议上发布。BioFreedom™的临床数据表明在仅进行一个月 DAPT 治疗的高风险出血患者人群中，DCS 组相较于 BMS 组具有更优的安全性和更好的疗效，为 BioFreedom™支架在美国完成 FDA 上市前批准奠定了至关重要的基础。预计 BioFreedom™在 2019 年有望获得美国 FDA 的批准。BioFreedom™在国内的也已启动上市计划，目前在做临床前的准备，预计 2022 年有望获批上市。Excrossal 在国内的上市，BioFreedom™在日本的上市，以及未来在美国和中国的上市，新一代

重磅产品的推出以及美国这一最大心脏支架市场的拓展,将带来公司新一轮的增长。

表2: 柏盛国际重磅旗舰产品相继上市且不断拓展销售区域

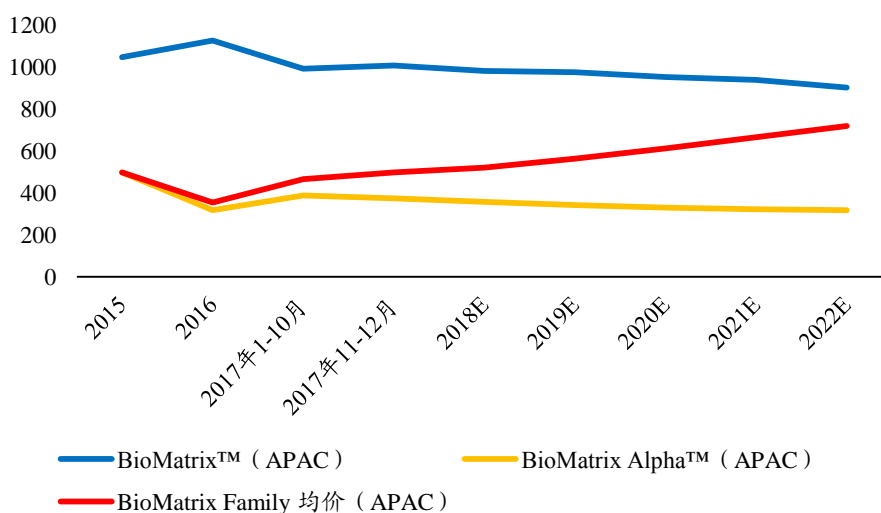
产品名称	产品特点	上市时间
 BioFreedom™	全球最早无聚合物药物洗脱支架之一, 采用专利 BA9 抗再狭窄药物, DAPT 治疗时间缩短至 1 个月, 技术全球领先	欧洲 2013 年上市, 日本 2017 年 8 月上市, 预计美国 2019 年上市, 中国 2022 年上市
 BioMatrix™ 系列	全球最早聚合物可降解药物洗脱支架之一, 采用专利 BA9 抗再狭窄药物, 最新的 BioMatrix-α 采用钴铬合金支架	2008 年欧洲上市, 由于 BA9 在国内没有单独批文, 销售主要在海外, BioMatrix-α 2015 年欧洲上市, 2015-2017 年逐步在 EMEA (欧洲、中东、非洲地区) 和 APAC (中日意外的亚太地区) 地区各主要国家上市
 EXCEL	全球第一个采用可降解聚合物的雷帕霉素药物洗脱支架, 中国患者植入最多的冠脉支架品牌, 累计植入超过 180 万条	2005 年国内上市, 单款支架在国内的市场占有率接近 20%
 EXCROSSAL (心跃)	全新一代的 EXCEL 升级版, 采用钴铬合金, 雷帕霉素使用量仅 EXCEL 的 1/3	2017 年 9 月已获得中国 CFDA 批准上市

数据来源: 公司公告、新时代证券研究所

新产品放量+管理改善, 毛利率提升+费用率下降驱动利润率稳步提升。新产品以及新地区的上市一般售价都会比成熟地区要高, 此后随着销量的增长会有所降价, 但整体利润率相对较高。海外市场来看, BioMatrix-α 2015 年在 EMEA 和 APAC 地区上市之后, 其定价相对于 BioMatrix 原有产品的显著要高, 随着 BioMatrix-α 销售占比的逐步提升, 带动了整体 BioMatrix Family 均价持续提升。BioMatrix-α 在 APAC 地区出厂价超过 1000 美元, 2015-2017 年, 在本身基本没什么降价的情况下销售占比由 0.1% 快速提升到接近 20%。而在整体价格较低的 EMEA 市场, 2015 年推出时出厂价定价也是超过 1000 美元, 反响较差, 首年销售占比仅 0.03%, 2016 年大幅降价到 464 美元 (依旧比 BioMatrix 老产品贵 60% 以上), 销量大涨至占比 12.03%, 2017 年销量占比更是上涨至 30% 左右, 带动 BioMatrix Family 整体均价持续提升。全新一代旗舰产品 BioFreedom™ 在已上市的 EMEA 和 APAC 地区相对 BioMatrix Family 的均价甚至 BioMatrix-α 的价格都要高。并且 BioFreedom™ 新进

入的日本和美国市场是全球最大的两个医疗器械市场，并且产品的市场价格比较高，2017年 BioFreedom™ 进入日本市场的价格为 736 美元，与 APAC 地区价格接近，显著高于 EMEA 地区。随着 BioFreedom™ 在日本和美国的上市销售占比的提升，以及 BioMatrix-α 销售占比的持续提升，海外市场整体销售均价和毛利率将持续稳步提升。国内市场而言，EXCEL（8000 元左右）已经在国内市场上市超过 10 年，降价已相对充分，每年的降价幅度不大，随着定价更高的 EXCROSSAL（1.4W-1.6W）销量占比的提升，以及未来更为高端的 BioFreedom™ 在国内上市，国内整体的销售均价和毛利率亦有望稳中有升。柏盛国际在私有化之前由于一定时间低效管理、费用失控和内部管理架构和运营的失误，费用率远高于同行业公司。中信产业投资基金在私有化之后逐步推进重塑了以区域为重心的组织结构，建立扁平的管理结构。以注册职能为例，私有化之前注册职能集中于总部，但由于全球各个国家医疗器械的监管法规较为个性化，注册流程和申请标准存在差异，导致总部注册职能部门注册运营低效，费用高昂。而在组织结构调整后产品注册职能全部下沉到各区域，由各区域自主完成产品注册，工作高效、与监管机构沟通顺畅且节省费用。可以看到私有化之后柏盛国际的销售费用率从 2015 年的 33% 逐步降低到了 2017 年的 28%，管理费用率从 2015 年的 25% 降低到了 2017 年的 19%。国内同行业的乐普医疗和微创医疗（仅考虑支架业务）销售费用率不超过 25%，管理费用率不超过 15%，柏盛国际整体的费用率还有下降的空间。毛利率稳步提升+费用率稳步下降，整体利润率将稳步提升。

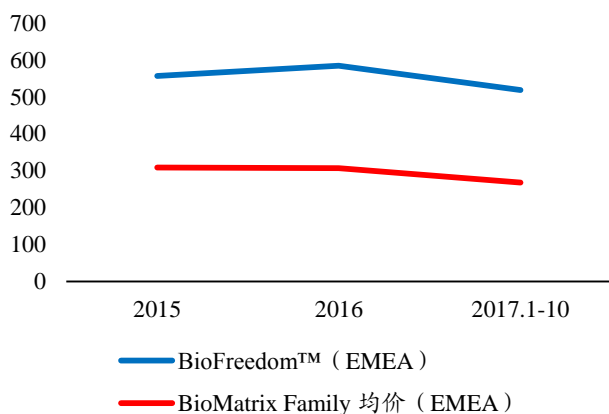
图11: BioMatrix-α 上市之后带动 BioMatrix Family 均价持续提升



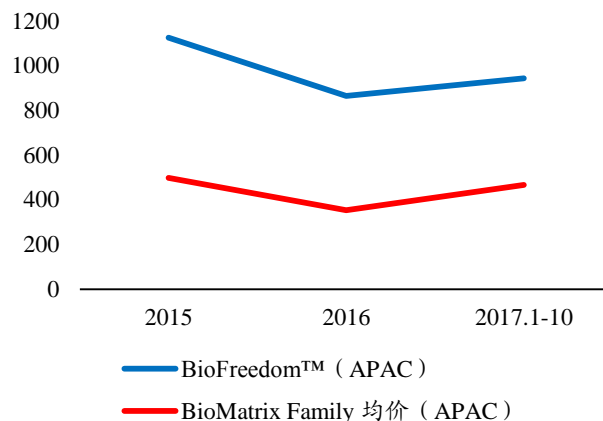
数据来源：公司公告预计、新时代证券研究所

图12: EMEA 地区 BioFreedom™ 定价更高

图13: APAC 地区 BioFreedom™ 定价同样更高

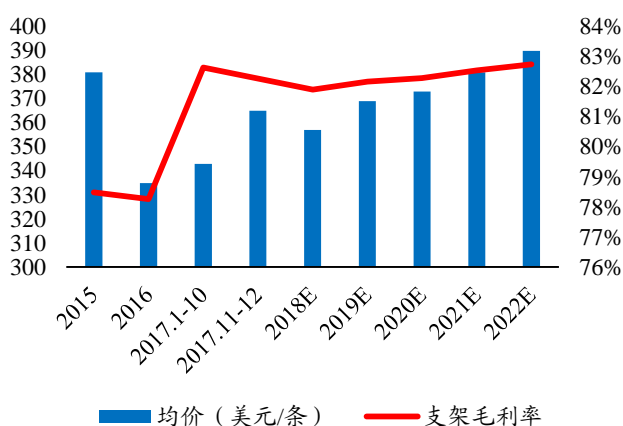


数据来源：公司公告、新时代证券研究所



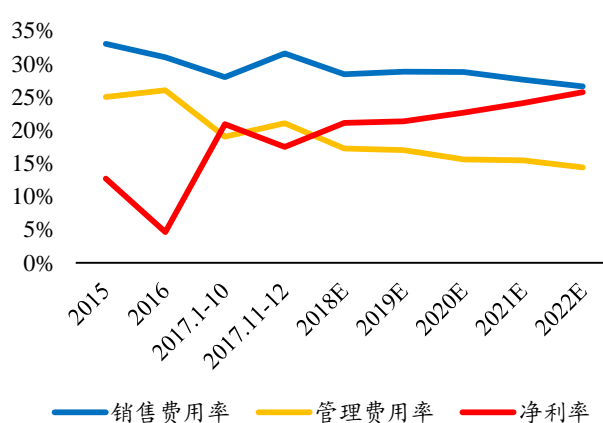
数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图14： 支架产品整体均价和毛利率有望稳步提升



数据来源：公司公告预计、新时代证券研究所

图15： 管理改善，费用率有望稳步下降



数据来源：公司公告预计、新时代证券研究所

18 年订单充裕，承诺业绩有望超额完成。柏盛国际承诺 2018-2020 年的净利润分别不低于 3.8 亿、4.5 亿和 5.4 亿元，平均增长率在 20% 左右。截止 2018 年 1 月份，国内预计支架销售量 25.9 万条，超过原有预期的 23.82 万条，其中新产品心跃预计销售 3 万条，预计总体合同金额 6.2 亿元，远高于原有预测水平。国外市场通过直销和经销商间接销售两种模式，并且历史上而言两种模式各占 50% 左右。2018 年国外支架预测销售额为 1.5 亿美元，截止 2018 年 1 月份国外市场间接销售的销售合同金额已达 8396 万美元，占预测销售额的 55.9%，亦略超原有预测。整体 18 年的订单充裕，18 年的承诺业绩有望超过完成。目前新产品的注册上市进展符合原有预计的时间，随着 BioFreedom™ 在美国的上市以及 EXCROSSAL（心跃）在国内的上量，整体收入仍将保持 15% 左右的快速增长。目前柏盛国际净利率仅 20% 左右，而国内乐普医疗和微创医疗支架业务的净利率在 40% 左右，利润率仍有较大的提升空间。随着管理改善后销售费用率和管理费用率的下滑，利润率将稳步提升，整体承诺业绩有望超额完成。

2、 战投中信产业基金入驻，助力公司实现飞跃

公司通过并购引入了中信产业投资基金作为战投。中信产业投资基金管理规模近千亿元，其中医疗和健康是公司重点投资方向之一，医疗健康方向相关的资产储备丰富。

北京中信仅是中信产业投资基金管理的其中一只人民币基金，基金规模 120 亿，柏盛国际作为北京中信投资的 27 家公司之一，总体占比并不算大。同时中信产业投资基金资本运作经验丰富，截止 2016 年底已经投资了超过 100 家企业，其中 30 家已上市，已成功运作了三生制药、绿叶制药的私有化再上市，利润和市值均实现了质的飞跃。通过并购柏盛国际，公司已经形成“低值耗材+高值耗材”的产业布局，明确了“A+X”健康防护+医疗健康双轮驱动的战略。公司作为中信产业投资基金医疗器械领域唯一的 A 股平台，有望在战投的助力下“A+X”战略持续落地，实现跨越式的发展。

2.1、战投资源丰富，公司是医疗器械领域唯一 A 股平台

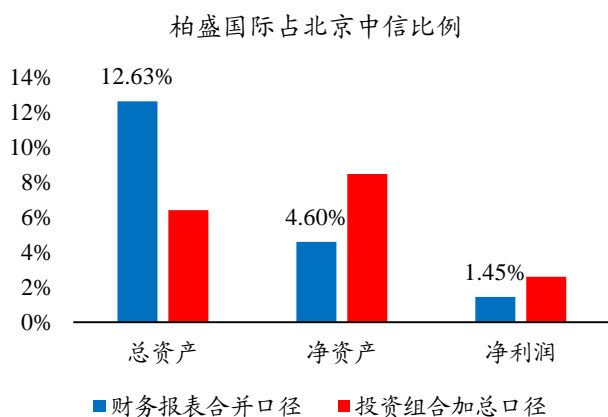
中信产业投资基金资源丰富，资本运作经验丰富。公司通过并购引入的战略投资者北京中信为中信产业投资基金管理的人民币股权投资基金，基金规模高达 120 亿元。北京中信的投资期为 2011 年 11 月 15 日至 2016 年 11 月 15 日，目前项目投资已基本完成进入了退出期。截止 2016 年底，北京中信投资企业已达 27 家，其中柏盛国际体量占比并不算很大（总资产占比为 12.63%，净资产占比为 4.60%，净利润占比为 1.45%）。中信产业基金成立于 2008 年，除了北京中信以外还有九支人民币和美元基金，截止 2016 年 12 月 31 日已累计投资超过 100 家企业，其中 30 多家已经成功上市，总体基金管理规模近千亿。中信产业投资基金主要投资于科技和互联网、工业和能源、金融和商业服务、消费和休闲、医疗和健康、不动产六大产业方向，目前已经形成了“以工业环保、医疗服务、旅游休闲商业服务等核心行业的控股型投资为主，以科技互联网、生物科技等新兴行业的少数股权投资为辅”的投资策略。其中医疗器械和服务是中信产业投资基金重点投资方向之一，并且已有的资本运用经验丰富。此前中信产业投资基金已成功运作了三生制药和绿叶制药的海外私有化和重新上市，目前三生制药和绿叶制药均在港股上市，市值分别为 270 亿港元和 180 亿港元。三生制药 2013 年在美股私有化退市时仅 20 亿人民币左右（3.4 亿美元），中信产业投资基金帮助三生制药完成了三起并购，2014 年 12 月三生收购保尔生物、2015 年 7 月三生收购浙江万晟药业、2015 年 11 月到 2016 年 3 月收购中信产业基金投资的中信国健。三生制药内生+外延整体利润增长了 10 倍（内生增长了 3-4 倍），从而带来市值增长了 10 多倍。绿叶制药同样 2012 年在新加坡私有化退市时仅 28 亿人民币左右，经过整合和并购之后 2014 年重新上市，2 年时间利润增长了 3 倍，截至目前利润增长了 6 倍，市值同样增长近 6 倍。

图16： 医疗和健康是中信产业投资基金重点投资方向之一



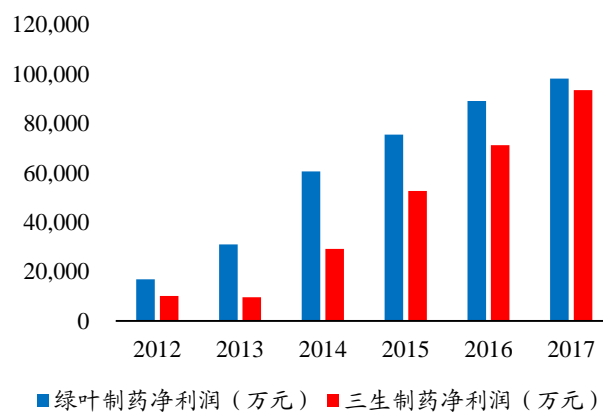
资料来源：公司官网、新时代证券研究所

图17： 柏盛国际在北京中信的投资占比并不算高



数据来源：公司公告、新时代证券研究所

图18： 三生制药、绿叶制药私有化后利润快速增长



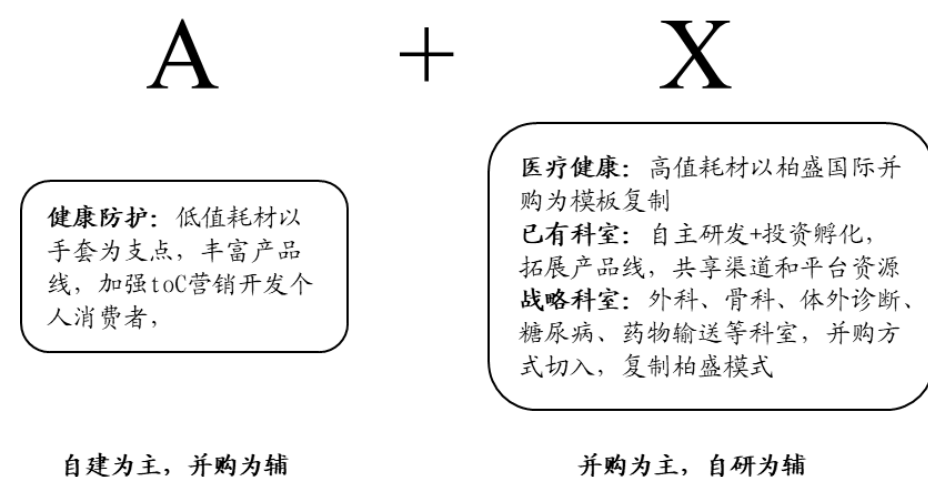
数据来源：Wind、新时代证券研究所

2.2、“A+X”战略持续落地，战投助力公司实现飞跃

“A+X”的“低值耗材+高值耗材”产业布局落地，健康防护+医疗健康双轮驱动。公司已经形成了“低值耗材+高值耗材”的产业布局，明确了健康防护+医疗健康双轮驱动的“A+X”战略。“A+X”中的A是指健康防护领域的品类扩张、产品丰富和经营升级，X是指按照不同科室持续进行高值耗材的业务布局，柏盛国际即是第

一个 X。健康防护领域将以现有的手套产品为支点和依托，主要依靠自建的方式，不断丰富相关产品线，从下游医院、企业或个人消费者的需求着手，努力为他们提供“一站式”的产品组合，增强自身对客户的粘性。医疗健康业务借助并购柏盛国际在心内科获得了一个领先的国际平台公司并且形成了可复制的发展模式。围绕已有的科室平台，公司将针对该科室治疗和手术流程的全部需求，以自主研发和投资孵化并重的方式，不断丰富扩充医疗器械相关产品线，共享现有的销售渠道和平台资源。针对外科、骨科、体外诊断、糖尿病、药物输送等上市公司认为具备战略进入价值的科室领域，上市公司将谨慎研究和判断，主要通过并购方式获取平台型企业，并依托平台型企业的已有资源复制前述平台内发展战略。公司是中信产业投资基金在 A 股市场唯一的医疗器械平台，作为战投中信产业投资基金资源丰富且资本运作经验纯熟，有望帮助公司“A+X”战略的持续落地，助力公司实现飞跃。

图19： 战投有望助力公司“A+X”战略持续落地



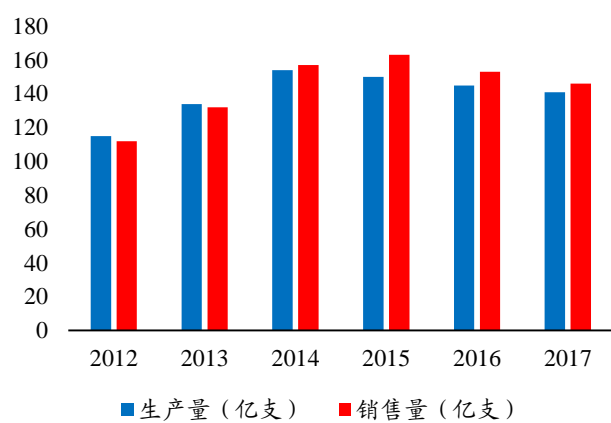
资料来源：公司公告、新时代证券研究所

3、丁腈手套持续放量，手套业务稳健增长

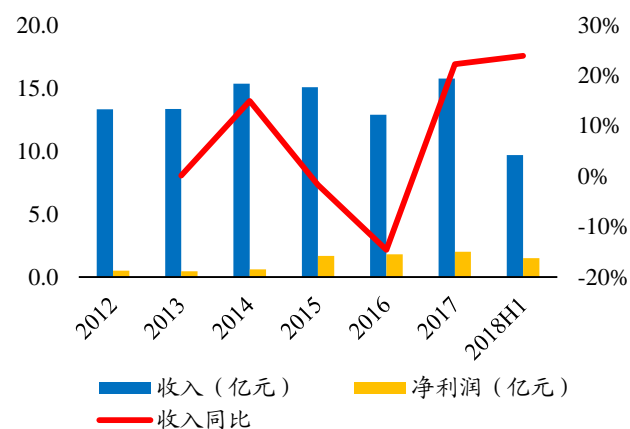
健康防护手套龙头，产品升级驱动原有主业稳健增长。公司是健康防护手套行业的龙头，其中 PVC 手套全球市场份额 22%，产能和产量全球市占率第一。全球防护手套整体需求相对稳定，主要是各细分品类之间份额的竞争。目前来看乳胶手套占比最高在 50%左右，其次是 PVC 手套在 30%左右，再次是丁腈手套的 15%左右。但随着近年来丁腈手套技术的突破，成本下降，丁腈手套市场份额开始提升，PVC 手套份额总体保持稳定，乳胶手套市场份额开始下降。PVC 手套全球 90%的产能在中国，而丁腈手套由于前期成本高主要集中在原材料所在地的东南亚地区，其中马来西亚聚集了全球 70%的乳胶丁腈产能。据马来西亚手套行业协会统计分析，预计 2016 年全球丁腈、乳胶一次性手套需求量在 2122 亿支，平均年需求增长率在 8%~10%。随着丁腈手套克重降低，成本下降，市场份额逐步提升，国内厂商也纷纷扩产丁腈生产线。公司此前绝大部分都是 PVC 手套，可以看到自 2012 年-2017 年，公司整体手套的产销量相对保持稳定。2016 年公司启动了“60 亿支/年健康防护（新型手套）”项目，其中一期（20 亿支/年）于 2107 年上半年建设完工，2017 年下半年开始陆续使用，二期部分（其中 20 亿支/年）预计今年下半年建成投产。全部 60 亿支/年丁腈手套投产后预计年均营业收入 7.77 亿元，净利润 1.65 亿元。随着新建丁腈产能的逐步投放，将带来手套主业的新一轮增长。

图20： 公司防护手套产销量基本保持稳定

图21： 丁腈手套项目投产带动手套业务新一轮增长



数据来源：公司公告、新时代证券研究所



数据来源：Wind、新时代证券研究所

4、盈利预测和公司估值

我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 3.73/6.60/8.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.68/0.88 元。当前股价对应 2018-2020 年分别为 40.6、22.9 和 17.9 倍。我们认为公司并购柏盛国际之后已变身为全球领先的心脏支架厂商，全球排名第四，国内市占率第三。新产品周期将驱动公司迎来新一轮的增长，叠加私有化后管理改善费用率下降，承诺业绩有望超额完成。此次并购同时引入了中信产业投资基金作为战投，战投资源丰富且资本运作娴熟。战投助力下公司有望复制柏盛模式，“A+X”战略持续落地迎来跨越式发展。公司收购的柏盛国际 6 月 1 日开始并表，柏盛国际 2018 年承诺利润 3.8 亿，公司原有手套主业预计净利润在 2.1 亿，总体并表后实际归母净利润是 5.66 亿，目前市值对应 2018 年的估值为 26.5 倍。相较于同行业竞争对手乐普医疗、大博医疗和开立医疗，公司估值已有优势，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

表3： 同行业主要竞争对手估值对比（元/股、亿元）

公司	代码	EPS			PE			总市值	现价
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
乐普医疗	300003	0.75	0.97	1.27	37	29	22	500	28.09
大博医疗	002901	0.95	1.20	1.52	33	26	21	125	31.30
开立医疗	300633	0.67	0.92	1.24	38	27	20	101	25.30
蓝帆医疗	300463	0.39	0.68	0.88	41	23	18	151	15.70

数据来源：Wind 一致预期、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	840	765	1610	2202	2158	营业收入	1289	1576	2733	3921	4501
现金	287	236	612	1036	956	营业成本	939	1081	1446	1796	2016
应收账款	189	197	584	518	693	营业税金及附加	17	20	24	32	36
其他应收款	1	4	7	5	10	营业费用	50	61	372	678	768
预付账款	71	51	60	166	80	管理费用	101	131	353	500	534
存货	184	247	271	399	359	财务费用	-21	23	52	92	99
其他流动资产	110	30	75	78	59	资产减值损失	4	8	32	16	18
非流动资产	747	1072	1455	1831	1957	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
长期投资	33	33	23	9	1	投资净收益	19	2	0	0	0
固定资产	521	687	1163	1566	1708	营业利润	217	258	456	807	1030
无形资产	78	77	62	27	15	营业外收入	3	4	4	4	4
其他非流动资产	115	275	207	229	233	营业外支出	0	8	1	1	1
资产总计	1587	1837	3064	4033	4114	利润总额	220	254	458	809	1033
流动负债	274	391	695	1233	651	所得税	40	52	74	122	154
短期借款	0	61	20	27	36	净利润	180	202	384	688	879
应付账款	165	229	263	372	338	少数股东损益	-1	1	11	28	35
其他流动负债	109	101	412	833	276	归属母公司净利润	181	201	373	660	844
非流动负债	13	17	23	23	22	EBITDA	261	306	511	882	1125
长期借款	0	0	9	9	7	EPS(元)	0.19	0.21	0.39	0.68	0.88
其他非流动负债	13	17	13	15	15						
负债合计	287	409	718	1256	672	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	1	2	13	40	76	成长能力					
股本	494	494	964	964	964	营业收入(%)	(14.6)	22.3	73.4	43.4	14.8
资本公积	355	361	361	361	361	营业利润(%)	(3.1)	18.8	76.9	77.0	27.7
留存收益	506	608	803	1152	1599	归属于母公司净利润(%)	6.4	10.9	85.8	76.9	27.8
归属母公司股东权益	1299	1426	2334	2737	3366	获利能力					
负债和股东权益	1587	1837	3064	4033	4114	毛利率(%)	27.2	31.4	47.1	54.2	55.2
						净利率(%)	14.0	12.7	13.7	16.8	18.7
						ROE(%)	13.9	14.1	17.6	26.3	26.8
						ROIC(%)	13.2	13.2	16.9	25.4	26.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	18.1	22.2	23.4	31.1	16.3
						净负债比率(%)	-22.0	(12.3)	(26.5)	(38.1)	-27.8
						流动比率	3.1	2.0	2.3	1.8	3.3
						速动比率	2.4	1.3	1.9	1.5	2.8
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1	1.1
						应收账款周转率	6.2	8.2	7.0	7.1	7.4
						应付账款周转率	5.6	5.5	5.9	5.7	5.7
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.19	0.21	0.39	0.68	0.88
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.37	0.39	1.28	0.49
						每股净资产(最新摊薄)	1.35	1.48	2.25	2.67	3.32
						估值比率					
						P/E	83.59	75.35	40.55	22.93	17.94
						P/B	11.65	10.61	6.97	5.88	4.73
						EV/EBITDA	56.98	49.0	28.5	16.1	12.7

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	164	228	371	1238	471
净利润	180	202	384	688	879
折旧摊销	49	56	63	96	119
财务费用	-21	23	52	92	99
投资损失	-19	-2	0	0	0
营运资金变动	-50	-55	-128	362	-626
其他经营现金流	24	4	0	0	-0
投资活动现金流	-59	-230	-446	-472	-245
资本支出	100	256	464	372	122
长期投资	23	12	10	11	8
其他投资现金流	64	37	29	-89	-115
筹资活动现金流	-101	-39	286	-342	-305
短期借款	0	61	-41	7	9
长期借款	0	0	9	-1	(2)
普通股增加	247	0	470	0	0
资本公积增加	-238	6	0	0	0
其他筹资现金流	-111	-106	-152	-348	-312
现金净增加额	14	-51	212	424	-79

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

孙金钜，新时代证券研究所所长，兼首席中小盘研究员。上海财经大学数量经济学硕士，曾任职于国泰君安证券研究所。专注于新兴产业的投资机会挖掘以及研究策划工作。2016年、2017年连续两年带领团队获新财富最佳分析师中小市值研究第一名，自2011年新财富设立中小市值研究方向评选以来连续七年（2011-2017）上榜。同时连续多年获水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究评选第一名。

任浪，新时代证券研究所中小盘研究员，定增并购研究中心总监。2016年、2017年新财富最佳分析师中小市值研究第一名团队成员，2015年新财富最佳分析师中小市值研究第二名团队成员。连续多年水晶球、金牛奖、第一财经等中小市值研究第一名团队成员。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>