

乐普转 2 投资价值分析

报告日期： 2021-03-29

分析师：邹坤

执业证书号： S0010520040001

邮箱： zoukun@hazq.com

主要观点：

乐普转 2 于 3 月 30 号进行网上申购：总发行规模为 16.38 亿元，占目前乐普医疗市值的比例约为 3.05%。

乐普转 2 条款保持中规中矩：乐普转 2 存续期为 5 年，联合评级 AA+/AA+；下修条款为 15/30，80%。按照 2021 年 3 月 26 日中债 5 年 AA+ 级企业债到期收益率 3.9963% 计算，债底价值为 91.54 元。按照 2021 年 3 月 26 日的乐普医疗收盘价 28.53 元/股计算，初始平价为 95.96 元，平价溢价率为 4.21%。

上市价格预计在 108 元左右：估计乐普转 2 的转股溢价率在 10% 到 15% 之间。通过相对价值法得到的结果 101 到 115 元之间，我们估计其上市价格在 108 元左右。

本次募集资金 16.38 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于如下项目：拟投入募集资金 11.5 亿元，用于介入无植入重要创新器械研发项目；拟投入募集资金 4.88 亿元，用于补充流动资金和偿还债务。本次公开发行可转换公司债券实际募集资金若不能满足上述项目资金需要，资金缺口部分由公司自有资金解决。

多年深耕泛心血管领域，全方位布局器械+药品+服务。公司成立 20 年来深耕泛心血管领域，渠道和品牌优势明显，以心血管领域为核心实现器械+药品+服务全方位布局。

主营业务支撑业绩快速增长，器械板块表现良好，药品板块高速增长或因集采放缓。2019 年医疗器械及药品营业收入同比分别增长 24.6% 和 21.3%，支撑业绩快速增长。器械板块营收未见明显下降趋势，疫情后业绩恢复良好，市场发展空间广阔。药品板块因集采导致核心产品价格下降，或致增速减缓。

盈利能力领先同业竞争公司，持续研发投入增强盈利优势，归母净利润稳定增长。2019 年公司净利润率为 22.11%，盈利能力行业领先。公司投入研发支出进入收获期，新产品投放市场将增强其盈利优势。归母净利润、ROA、ROE、EPS 持续稳定增长。

商誉规模大，需关注商誉减值风险。公司顺应行业趋势积极并购，导致公司商誉规模较大，公司商誉减值风险提高。

债务规模稳定，流动负债结构调整。公司负债规模保持稳定，资产负债率缓慢下降，流动负债结构小幅调整对公司偿债能力影响有限，公司偿债风险较低。

投资建议：公司基本面较好，若上市后价格合理，投资者可积极关注。

风险提示：商誉减值风险；研发产品生产投入不及预期。

相关报告

1. 《转债市场上涨，新券发行加快》
2021-03-21
2. 《中钢转债投资价值分析》2021-03-22
3. 《盛虹转债投资价值分析》2021-03-24
4. 《转债市场调整下跌》2021-03-26
5. 《洋丰转债投资价值分析》2021-03-29

正文目录

1 发行安排.....	3
2 本周可转债发行情况.....	3
3 上市价格预测.....	4
4 正股分析.....	4

图表目录

表 1: 乐普转 2 发行认购时间表	3
表 2: 乐普转 2 主要条款	3
表 3: 债性、股性指标	4
表 4: 相对价值法下, 预测乐普转 2 上市价格	4
图 1: 2019 年公司营业收入分业务构成	5
图 2: 2017-2020H1 公司营业收入分业务构成 (亿元)	5
图 3: 2019 年公司自产器械营业收入构成	5
图 4: 2017-2019 年公司自产器械营业收入构成 (亿元)	5
图 5: 2017-2020H1 公司医疗器械营业收入构成 (亿元)	6
图 6: 2001-2018 年我国医疗器械市场销售规模 (亿元)	6
图 7: 2017-2020H1 公司药品营业收入构成 (亿元)	6
图 8: 2017-2019 年公司经营性现金流情况 (亿元)	6
图 9: 同业竞争公司净利润情况 (亿元)	7
图 10: 2017-2019 年公司研发支出 (亿元)	7
图 11: 2017-2020H1 公司归母净利润情况 (亿元)	7
图 12: 2017-2019 年公司 ROA、ROE、EPS 情况	7
图 13: 2017-2020H1 公司商誉统计 (亿元)	8
图 14: 2017-2020H1 公司负债构成 (亿元)	8
图 15: 2017-2020H1 公司流动负债构成 (亿元)	8

1 发行安排

表 1：乐普转 2 发行认购时间表

时间	日期	发行安排
T-2	3月26日	刊登《募集说明书》及其摘要、《募集说明书提示性公告》、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	3月29日	原 A 股股东优先配售股权登记日；网上路演
T	3月30日	发行首日；刊登《发行提示性公告》；原股东优先配售日（缴费足够资金） 网上申购日（无需缴付申购资金）；确定网上中签率
T+1	3月31日	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》；进行网上申购摇号抽签
T+2	4月1日	刊登《中签号码公示》；网上中签缴款日
T+3	4月2日	保荐机构（主承销商）根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	4月6日	刊登《发行结果公告》；向发行人划付募集资金

数据来源：发行公告、华安证券研究所

截止 2021 年 3 月 27 日，乐普转 2 已发布《募集说明书》、《募集说明书摘要》、《发行公告》、《网上路演公告》、《信用评级报告》。

乐普医疗目前总市值为 515 亿元，若本次发行的可转债全部如期转股，将会占到市值的 3.05%，对原股东股权的稀释程度一般。

2 本周可转债发行情况

表 2：乐普转 2 主要条款

项目	内容
转债名称	乐普转 2
债券代码	123108.SZ
主体及债项评级	AA+/AA+(联合评级)
发行规模	16.38 亿
存续期	5 年（2021 年 3 月 30 日至 2026 年 3 月 30 日）
票面利率	0.30%，0.50%，1.00%，1.50%，1.80%
转股价格	29.73 元/股
转股期	2021 年 10 月 8 日至 2026 年 3 月 29 日
向下修正条款	存续期内，15/30，80%
赎回条款	(1) 到期赎回：期满后五个交易日内，按债券面值的 107.80%（含最后一期利息）赎回 (2) 提前赎回：转股期内，15/30，130%（含 130%）；未转股余额少于 3000 万元（含 3000 万元）
回售条款	(1) 有条件回售条款：在最后两个计息年度，若公司股票收盘价连续 30 个交易日低于当期转股价格 70%，可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分按面值加当期应计利息回售给本公司。 (2) 法定回售条款：若募集资金运用的实施情况与募集说明书中的承诺相比出现变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向本行回售本次发行的可转债的权利。
网络申购限额	100 万元/账户

数据来源：发行公告、华安证券研究所

表 3：债性、股性指标

债性指标	数值	股性指标	数值
底价	91.54	平价	95.96
底价溢价率（以面值计算）	9.24%	平价溢价率（以面值计算）	4.21%

数据来源：wind、华安证券研究所

乐普转 2 条款保持中规中矩。按照 2021 年 3 月 26 日中债 5 年 AA+ 级企业债到期收益率 3.9963% 计算，债底价值为 91.54 元。按照 2021 年 3 月 26 日的乐普转 2 收盘价 28.53 元/股计算，初始平价为 95.96 元，平价溢价率为 4.21 %。

3 上市价格预测

表 4：相对价值法下，预测乐普转 2 上市价格

转股溢价率/正股价	10.00%	11.25%	12.50%	13.75%	15.00%
25.68	95.00	96.08	97.16	98.24	99.32
27.10	100.28	101.42	102.56	103.70	104.84
28.53	105.56	106.76	107.96	109.16	110.36
29.96	110.84	112.10	113.36	114.62	115.88
31.38	116.12	117.44	118.76	120.07	121.39

数据来源：wind、华安证券研究所

根据 2021 年 3 月 26 日的收盘价，乐普转 2 初始平价为 95.96 元。综合考虑公司的基本面情况、信用评级情况，以及近期转债市场的行情，我们估计乐普转 2 的转股溢价率在 10% 到 15% 之间。通过相对价值法得到的结果 101.42 元到 114.62 元之间，我们认为其上市价格在 108 元左右。

4 正股分析

乐普转 2 发行人乐普（北京）医疗器械股份有限公司，前身为 1999 年成立的北京乐普医疗器械有限公司，2007 年公司进行股份制改革并于 2009 年在创业板上市。公司专业从事冠脉支架、PTCA 球囊导管、中心静脉导管、压力传感器的研发和销售，是国内高端医疗领域为数不多的能够与国外产品形成强有力竞争的企业之一。

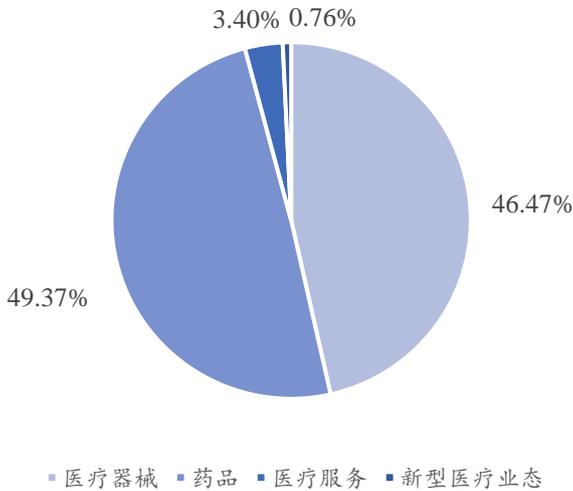
公司的法人代表和实际控制人为蒲忠杰，截止 2020 年 9 月 18 日，公司前三大股东为中国船舶重工集团公司第七二五研究所（洛阳船舶材料研究所）（13.52%）、蒲忠杰（12.58%）、WP MEDICAL TECHNOLOGIES, INC（6.87%），公司前十大股东共计持股比例为 48.91%，股权结构较为分散。

本次募集资金 16.38 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于如下项目：拟投入募集资金 11.5 亿元，用于冠脉、外转走领域介入无植入重要创新器械研发项目；拟投入募集资金 4.88 亿元，用于补充流动资金和偿还债务。本次公开发行可转换公司债券实际募集资金若不能满足上述项目资金需要，资金缺口部分由公司自有资金解决。

多年深耕泛心血管领域，全方位布局器械+药品+服务。公司成立 20 年来深耕泛心血管领域，医疗器械方面，公司是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；医药方面，公司产品初步实现心血管药品全覆盖；医疗服

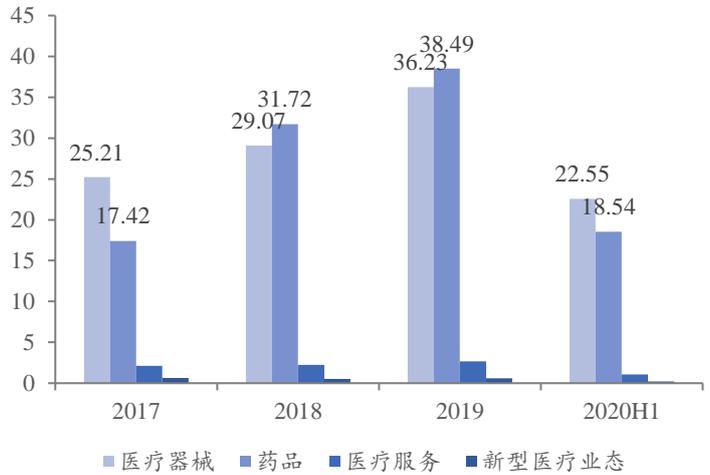
务方面，公司建立覆盖 28 个省的医疗服务平台，渠道和品牌优势明显，以心血管领域为核心实现器械+药品+服务全方位布局。

图 1：2019 年公司营业收入分业务构成



资料来源：Wind，华安证券研究所

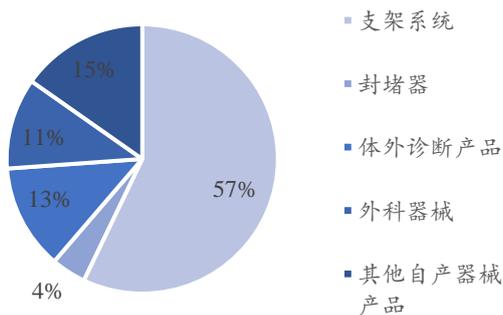
图 2：2017-2020H1 公司营业收入分业务构成（亿元）



资料来源：Wind，华安证券研究所

主营业务支撑业绩快速增长。2019 年公司主营业务医疗器械及药品营业收入分别为 36.23 亿元和 38.49 亿元，同比增长 24.6%和 21.3%，两者占总营业收入比重达到 96%，成为近年来公司营业收入快速增长的主要支撑力量；医疗服务和新型医疗业态为公司拓展业务，对公司营业收入贡献率较小，未来预计主营业务将继续保持增长趋势带动公司营业收入持续快速增长。

图 3：2019 年公司自产器械营业收入构成



资料来源：Wind，华安证券研究所

图 4：2017-2019 年公司自产器械营业收入构成（亿元）



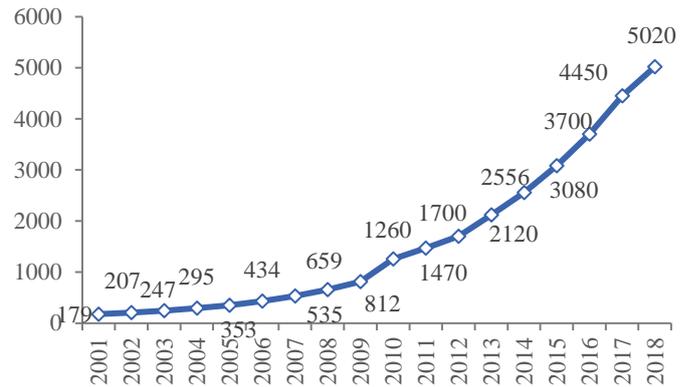
资料来源：Wind，华安证券研究所

图 5: 2017-2020H1 公司医疗器械营业收入构成(亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图 6: 2001-2018 年我国医疗器械市场销售规模(亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

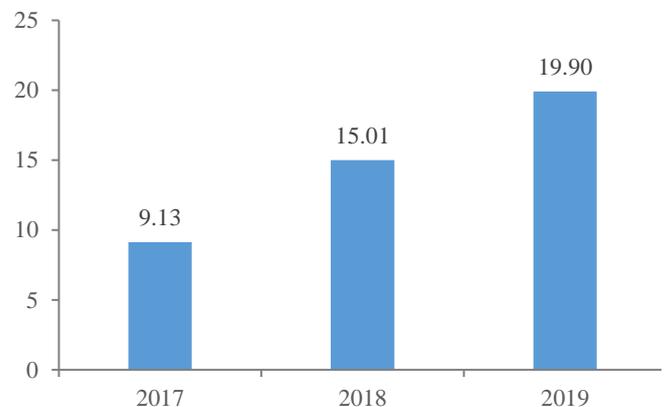
器械板块疫情恢复良好, 市场发展空间广阔。2020 年年初受疫情影响, 植入器械及医疗服务行业业绩下滑明显, 但从公司披露半年报数据来看, 上半年公司自产器械产品实现营业收入 20.77 亿元, 达到去年收入 66%, 疫情带来的不利影响有所修复, 板块业绩恢复良好, 保守估计该项业务 2020 年将继续保持增长。同时, 我国医疗器械市场销售规模增长迅速, 年复合增长率达到 21.7%, 配合国内增加医疗投入的相关政策扶持, 医疗器械市场发展空间广阔, 公司有望借助其技术竞争力及市场龙头优势, 从技术和市场两个维度助力实现业绩高速增长。

图 7: 2017-2020H1 公司药品营业收入构成(亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

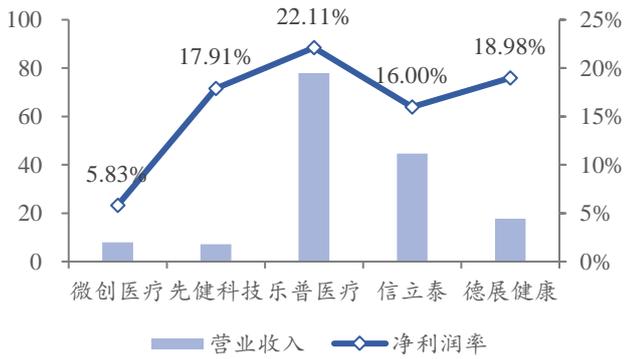
图 8: 2017-2019 年公司经营性现金流情况(亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

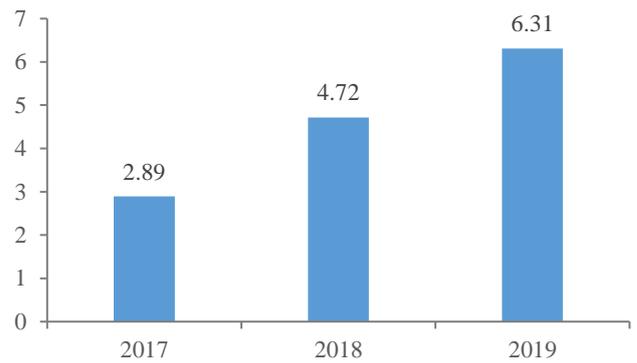
药品板块高速增长或因集采业绩放缓。公司不断完善心血管产业链布局, 借助临床和 OTC 双营销渠道并重的优势, 营业收入实现高速增长, 其中制剂收入自 2017 年 13.71 亿元增长至 2019 年 31.88 亿元, 年复合增长率达到 52.5%。药品业绩的高速增长带动公司经营性现金流实现快速增长, 2019 年达到 19.90 亿元, 同比增长 32.6%。需要注意的是, 2020 年下半年药品集采的实施导致公司核心药品氯吡格雷和阿托伐他汀价格下降, 对公司业绩造成不利干扰, 但零售市场仍保持了增长的稳定, 零售市场规模不断扩大将冲淡集采带来的不利影响, 预期公司药品业绩仍将保持增长, 但增速放缓。

图 9：同业竞争公司净利润情况（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

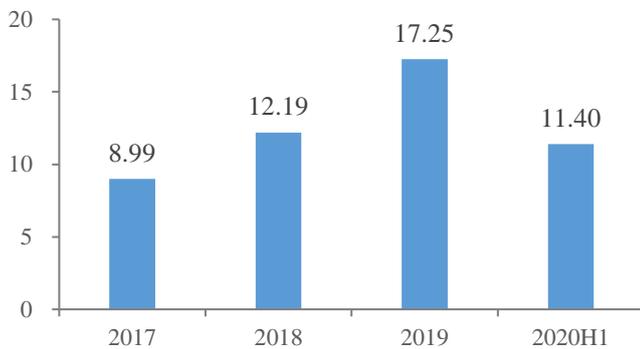
图 10：2017-2019 年公司研发支出（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

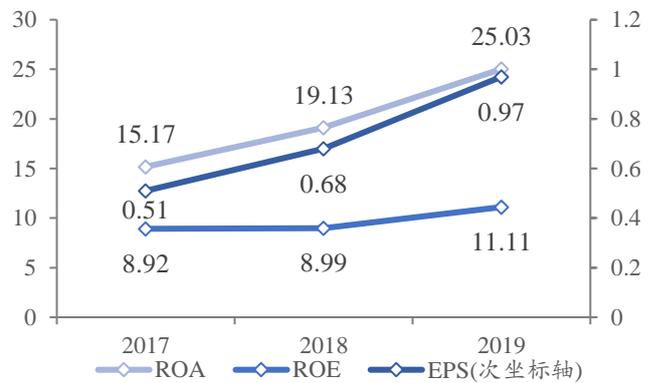
盈利能力领先同业竞争公司，持续研发投入增强盈利优势。公司 2019 年营业收入达到 78 亿元，净利率为 22.11%，盈利能力领先于器械行业主要竞争公司微创医疗、先健科技和医药行业主要竞争公司信立泰、德展健康。作为医疗企业，公司高度重视新产品的研发，近年来研发支出不断增加，2019 年达到 6.31 亿元，占当年营业收入 8.09%。公司研发产品陆续进入收获期，创新产品管线储备丰富，伴随创新产品投入市场，公司盈利优势将得到进一步增强。

图 11：2017-2020H1 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：wind、华安证券研究所

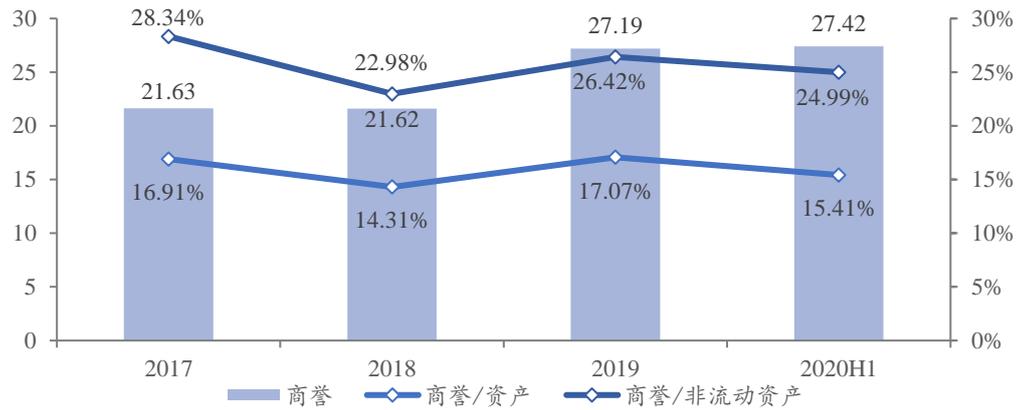
图 12：2017-2019 年公司 ROA、ROE、EPS 情况



资料来源：wind、华安证券研究所

公司归母净利润稳定增长。2019 年公司实现归母净利润 17.25 亿元，同比增长 41.5%，ROA、ROE、EPS 均保持上升，其中 ROA、EPS 增长显著。由 2020 年上半年数据来看，疫情并未对归母净利润造成明显的不利影响，伴随疫情恢复及公司研发产品陆续投入市场产生盈利，预计 2020 年公司归母净利润向好有望超过 20 亿元。

图 13: 2017-2020H1 公司商誉统计 (亿元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

商誉规模大, 需关注商誉减值风险。 医疗行业存在通过收购兼并丰富产品线、整合行业资源的趋势, 公司顺应行业趋势, 增加对控股子公司投资、对上下游关联企业进行合并导致公司商誉规模较大, 2020 年上半年达到 27.42 亿元, 占公司资产的 15.4%, 2017 年-2019 年公司累计计提商誉减值准备 1.73 亿元, 若未来并购企业经营状况不及预期, 将对公司造成较大的商誉减值损失, 需关注公司商誉减值风险。

图 14: 2017-2020H1 公司负债构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图 15: 2017-2020H1 公司流动负债构成 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

债务规模稳定, 流动负债结构调整。 2018 年到 2020 年上半年公司负债规模基本保持稳定, 2020 上半年为 86.2 亿元, 流动负债占比 56.5%, 自 2018 年公司资产负债率呈现缓慢下降趋势, 2020 年上半年为 48.46%, 保持在中低水平。从流动负债构成来看, 短期借款所占比例呈下降趋势, 应付账款规模略微提升, 流动负债结构小幅调整, 总体来看, 结构调整对公司偿债能力影响有限, 公司偿债风险较低。

风险提示:

商誉减值风险; 研发产品生产投入不及预期。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。