

2010年4月27日

# 鱼跃医疗

## 业绩持续高增长

**A**
**买入**

002223.SZ - 人民币 51.63

目标价格: 人民币 57.58 (↑31.20)

**贺长明**

(8610) 6622 9080

changming.he@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300208080281

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	51	20	60	107
相对新华富时	67	27	67	91
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	155
流通股(%)	22
流通股市值(人民币 百万)	1,779
3个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2010E0)	净现金
主要股东(%)	
江苏鱼跃科技发展有限公司	45

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

公司同时公告了2009年报和2010年1季报, 业绩超出我们的预期。09年和10年1季度, 公司分别实现销售收入5.38和2.06亿元, 同比分别增长34.0%和67.3%; 实现归属于母公司的净利润分别为1.01亿元和3,745万元, 同比分别增长62.6%和78.9%。营业收入增长和利润率上升是业绩高速增长的重要因素。我们将公司2010-11年盈利预测上调至1.045和1.440元, 2012年每股收益预测为1.901元, 基于2011年40倍市盈率, 上调目标价至57.58元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 08年至今, 公司收入保持了40%左右的增速, 10年1季度增速甚至达到了67%, 同时公司利润率水平有所上升。
- 未来几年, 基础医疗器械需求有望快速增长, 而公司产品类齐全, 同时不断推出新产品, 有望充分受益于享受行业的快速增长。
- 公司营销网络覆盖5,000家医院或药店, 同时正在加强直销的布局, 营销网络成为公司重要的竞争优势。

### 评级面临的主要风险

- 公司产品销售受国家政策和竞争态势的影响, 可能低于预期。

### 估值

- 公司是基础医疗器械行业的龙头企业, 业绩高速增长, 应该享受一定估值溢价, 基于2011年40倍市盈率, 目标价由31.20元上调至57.58元, 维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	401	538	770	1,014	1,285
变动(%)	39	34	43	32	27
净利润(人民币 百万)	62	101	162	222	294
全面摊薄每股收益(人民币)	0.600	0.651	1.045	1.440	1.901
变动(%)	22.0	8.4	60.6	37.7	32.1
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.876	1.202	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.890	1.206	-
调整幅度(%)	-	-	17.4	19.4	-
核心每股收益(人民币)	0.614	0.639	1.029	1.423	1.874
变动(%)	38.7	4.1	60.9	38.3	31.7
全面摊薄市盈率(倍)	86.0	79.3	49.4	35.9	27.2
核心市盈率(倍)	84.1	80.7	50.2	36.3	27.6
每股现金流量(人民币)	0.59	0.62	0.94	1.26	1.72
价格/每股现金流量(倍)	87.8	82.7	55.1	40.9	30.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	60.5	60.7	38.7	27.8	20.9
每股股息(人民币)	0.300	0.100	0.314	0.576	0.951
股息率(%)	0.6	0.2	0.6	1.1	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

## 业绩超预期，上调目标价至 57.58 元

公司同时公告了 2009 年报和 2010 年 1 季报，业绩超出我们的预期。09 年和 10 年 1 季度，公司分别实现销售收入 5.38 和 2.06 亿元，同比分别增长 34.0%和 67.3%；实现归属于母公司的净利润分别为 1.01 亿元和 3,745 万元，同比分别增长 62.6%和 78.9%。营业收入增长和利润率上升是业绩高速增长的重要因素。我们将公司 2010-11 年盈利预测上调至 1.045 和 1.440 元，2012 年每股收益预测为 1.901 元，基于 2011 年 40 倍市盈率，上调目标价至 57.58 元，维持**买入**评级。

**图表 2 鱼跃医疗 2009 年报和 2010 年 1 季报业绩摘要**

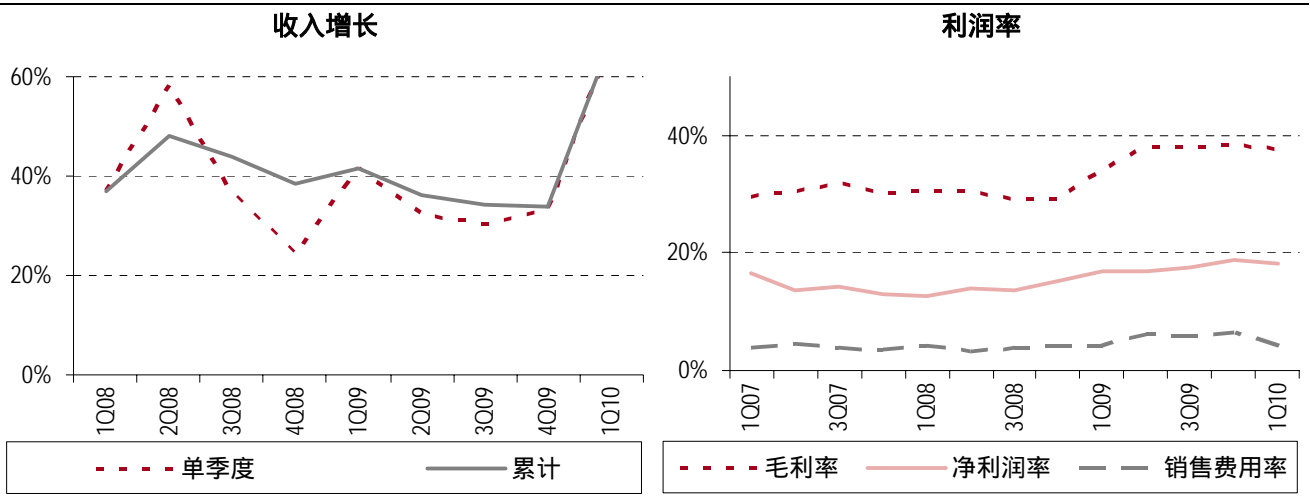
(人民币, 百万)	2008	2009	同比变动 %	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动 %
营业收入	401.4	537.9	34.0	123.3	206.3	67.3
营业成本	283.5	332.7	17.4	81.1	128.7	58.6
营业税及附加	2.3	4.1	75.7	1.0	1.5	48.1
销售费用	17.3	34.1	97.1	5.2	8.4	61.3
管理费用	22.7	51.6	127.2	9.3	22.2	138.3
财务费用	0.2	0.6	164.7	(0.2)	0.5	(379.2)
资产减值损失	0.4	3.3	669.9	2.3	4.0	77.2
投资收益/(损失)	0.1	2.4	3285.0	0.2	(0.6)	(424.4)
营业利润	75.0	113.9	51.9	24.7	40.3	63.2
税前利润	73.7	118.1	60.3	25.2	43.0	70.3
所得税支出	11.7	17.0	45.6	4.0	5.3	32.5
母公司可分配净利润	61.8	100.5	62.6	20.9	37.5	78.9
少数股东权益	0.2	0.6	233.6	0.3	0.2	(30.0)
每股收益(人民币)	0.400	0.651	62.6	0.136	0.242	78.9
<b>主要比率 (%)</b>						
毛利率	29.4	38.2		34.2	37.6	
经营利润率	18.7	21.2		20.0	19.5	
净利率	15.4	18.7		17.0	18.2	

资料来源：公司数据，中银国际研究

## 收入高速增长，利润率提升

从下图可以看出，从 2008 年至今，公司销售收入维持了高速增长势头，增速维持在 40%左右的高水平，2010 年 1 季度收入增速甚至达到了 67%。与此同时，由于公司收入的增长、产品结构的改善，以及成本费用控制能力的提升，公司毛利率和净利率水平在 09 年均出现了较大幅度的提升，2010 年 1 季度也延续了良好的势头。随着公司销售收入的进一步增长，我们预计利润率水平将保持平稳态势。

图表 3. 鱼跃医疗收入增长及利润率变动情况



资料来源：公司数据，中银国际研究

### 未来几年，基础医疗器械需求快速增长

未来几年，国家将重点改进农村地区和社区卫生服务中心的建设，这将为医疗器械行业发展提供巨大空间。目前医改政策明显向农村医疗机构和社区医疗机构倾斜，而基层医疗机构更倾向于配备基础医疗器械，基础医疗器械将明显受益于政策而实现需求释放。我们预计，未来几年医疗器械行业的增速将维持在 30% 以上的水平。

### 公司产品类齐全，新产品迭出

公司是国内产品品种最丰富的基础医疗器械生产企业，目前生产的康复护理、医用供氧和医用影像设备系列三大类产品共 43 个品种、300 多种规格。公司在制氧机、血压计、听诊器、轮椅车、雾化器、电子血压计等产品具有较高的市场占有率。

同时，公司通过收购或者研发等方式积极进入高附加值的医疗器械领域。2009 年，公司取得了 DR（高频数字医用诊断 X 射线机）和大型分子筛制氧机的医疗器械注册证。公司已获得证监会的批准进行非公开发行，以实现年产 200 套大型医用分子筛制氧机。公司未来还将增大可吸收医用缝合线等新产品的销售力度。

## 营销网络是公司的重要竞争优势

公司目前已经建立了广泛的销售网络，覆盖 34 个省、直辖市和自治区的 5,000 多家医院和药店。公司的经销商数量持续增加，已从 2004 年的 150 多家增加到目前的 400 多家。目前，公司更加重视直接销售的作用，2009 年销售队伍增加到 200 多人。公司专门开设 OTC 事业部，并在全国大范围布局市场专区或者体验店，目前其拥有的市场专区在 330 家左右，到 2010 年该布局将发展成熟。

我们认为，营销网络是公司的重要竞争优势，未来通过对外收购或者自身研发，新产品将不断地补充到营销网络中。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	401	538	770	1,014	1,285
销售成本	(283)	(333)	(463)	(607)	(769)
经营费用	(33)	(75)	(105)	(130)	(152)
息税折旧前利润	85	130	202	277	364
折旧及摊销	(10)	(14)	(15)	(18)	(23)
经营利润 (息税前利润)	76	115	187	259	341
净利息收入/(费用)	0	(1)	(1)	(1)	(1)
其他收益/(损失)	(2)	3	4	4	7
税前利润	74	118	191	263	347
所得税	(12)	(17)	(29)	(39)	(52)
少数股东权益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
净利润	62	101	162	222	294
核心净利润	63	99	159	220	289
每股收益(港币)	0.600	0.651	1.045	1.440	1.901
核心每股收益(港币)	0.614	0.639	1.029	1.423	1.874
每股股息(港币)	0.300	0.100	0.314	0.576	0.951
收入增长(%)	39	34	43	32	27
息税前利润增长(%)	34	53	62	38	32
息税折旧前利润增长(%)	34	52	56	37	31
每股收益增长(%)	22	8	61	38	32
核心每股收益增长(%)	39	4	61	38	32

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	155	145	199	295	423
应收帐款	53	100	129	168	212
库存	55	89	116	152	192
其他流动资产	7	5	9	12	15
流动资产总计	271	339	453	627	842
固定资产	141	214	240	263	281
无形资产	32	67	76	85	94
其他长期资产	6	18	31	32	33
长期资产总计	179	300	347	380	408
总资产	449	638	800	1,007	1,250
应付帐款	44	84	99	130	164
短期债务	0	28	16	16	16
其他流动负债	(1)	14	15	16	18
流动负债总计	44	125	130	162	198
长期借款	0	20	20	20	21
其他长期负债	0	10	0	0	0
股本	103	155	155	155	155
储备	303	321	488	662	867
股东权益	406	476	643	817	1,022
少数股东权益	0	7	8	9	10
总负债及权益	449	638	800	1,007	1,250
每股帐面价值(人民币)	3.94	3.08	4.16	5.29	6.61
每股有形资产(人民币)	3.63	2.64	3.67	4.73	6.00
每股净负债(现金)	(1.50)	(0.61)	(1.06)	(1.68)	(2.50)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	74	118	191	263	347
折旧与摊销	10	14	15	18	23
净利息费用	0	1	1	1	1
运营资本变动	(13)	(20)	(32)	(46)	(51)
税金	(12)	(17)	(29)	(39)	(52)
其他经营现金流	2	0	(1)	(1)	(2)
经营活动产生的现金流	61	96	145	195	266
购买固定资产净值	(73)	(74)	(50)	(50)	(50)
投资减少/增加	0	(23)	0	0	0
其他投资现金流	0	1	0	0	1
投资活动产生的现金流	(73)	(96)	(50)	(50)	(49)
净增权益	234	0	0	0	0
净增债务	(80)	21	(12)	0	0
支付股息	(21)	(31)	(15)	(48)	(89)
其他融资现金流	(10)	(2)	(11)	(1)	0
融资活动产生的现金流	124	(12)	(38)	(49)	(89)
现金变动	112	(12)	57	96	128
期初现金	43	155	142	199	295
公司自由现金流	(12)	0	95	145	216
权益自由现金流	(92)	20	83	145	216

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.3	24.1	26.3	27.3	28.3
息税前利润率	18.8	21.5	24.3	25.5	26.5
税前利润率	18.4	22.0	24.8	25.9	27.0
净利率	15.4	18.7	21.0	21.9	22.9
流动性(倍)					
流动比率	6.2	2.7	3.5	3.9	4.2
利息覆盖率	328.5	189.7	279.6	351.6	420.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	4.9	2.0	2.6	2.9	3.3
估值(倍)					
市盈率	86.0	79.3	49.4	35.9	27.2
核心业务市盈率	84.1	80.7	50.2	36.3	27.6
目标价对应核心业务市盈率	93.8	90.1	56.0	40.5	30.7
市净率	13.1	16.8	12.4	9.8	7.8
价格/现金流	87.8	82.7	55.1	40.9	30.0
企业价值/息税折旧前利润	60.5	60.7	38.7	27.8	20.9
周转率					
存货周转天数	70.5	97.7	80.7	80.4	81.6
应收帐款周转天数	48.6	67.9	54.2	53.4	53.9
应付帐款周转天数	40.4	56.9	43.2	41.1	41.7
回报率(%)					
股息支付率	50.0	15.4	30.0	40.0	50.0
净资产收益率	15.2	21.1	25.1	27.2	28.8
资产收益率	14.2	15.5	19.9	21.8	23.2
已运用资本收益率	18.6	21.8	27.3	30.1	31.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371