

医疗器械

李昱 S0960209120327

010-63222861

liyu@cjis.cn

乐普医疗

300003

推荐

行业快速增长 新产品改变竞争格局

我们昨日调研了乐普医疗，公司聚焦于介入医疗器械，是目前 A 股上市的唯一高端医疗器械企业。冠脉介入医疗器械市场增长迅速，目前竞争格局基本稳定，乐普新产品无载体支架和可降解支架上市后，市场份额将提升，获取超过行业的增长。我们认为乐普医疗值得战略性配置。

6-12 个月目标价： 68.00 元

当前股价： 55.90 元

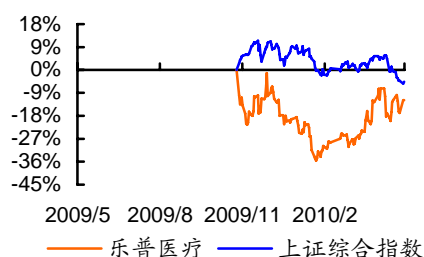
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2857.15
总股本(百万)	406
流通股本(百万)	41
流通市值(亿)	23
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	4.33
资产负债率	5.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
乐普医疗	0.00	26.33	-1.15
上证综合指数	0.00	-2.80	-9.44



相关报告

投资要点：

- **冠状动脉介入医疗器械市场增长迅速。**介入手术对由于其微创、效果良好等优点逐渐发展为冠心病治疗的主流手段之一，逐步取代部分药物治疗和外科搭桥手术治疗。我国目前患者使用介入治疗比例明显偏低，未来空间巨大，2002-2009 年冠状动脉介入术（PCI）病例复合增长超过 40%，2009 年使用冠脉支架 40 万套左右，预计未来仍将以 30%以上速度增长。
- **行业格局基本稳定。**目前国内药物洗脱支架的市场竞争格局基本稳定，外资厂商强生、美敦力、波士顿科学约占 25%市场份额，并逐年下降。国内上海微创、乐普医疗和山东吉威的产品价格只有进口产品的 60%多，利用价格优势占据了余下的市场份额，大连垠艺份额较小。目前行业竞争格局基本稳定，市场普遍担心的产品价格问题，我们认为在新的招标中下降幅度有限。
- **新产品保证公司未来发展。**冠脉支架的市场发展是一个技术发展的过程，药物洗脱支架由于其再狭窄率远低于裸支架，因而取代裸支架。而药物洗脱支架导致了内皮化的延迟，带来了远期血栓的问题。乐普的无载体支架以及在研的完全可降解支架是解决远期血栓的两种技术方向，预计无载体支架 10 年即可上市，将对现有产品产生一定替代。除支架外，公司未来还将发展占产业链 30%的球囊导管等相关耗材，以及血管造影机等设备，并有外延式扩张的计划。
- **建议战略性配置。**乐普医疗是专注于介入医疗领域的高端器械生产商，在快速增长的行业中竞争优势明显，新的产品给公司带来超过行业的增长速度，建议战略性配置。我们预测公司 10-12 年 EPS 为 1.02、1.36、1.76 元，按照 11 年 50X PE 给予 6-12 月目标价格 68 元，“推荐”的投资评级。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	565	751	992	1275
同比(%)	43%	33%	32%	28%
归属母公司净利润(百万元)	292	415	553	713
同比(%)	45%	42%	33%	29%
毛利率(%)	81.7%	82.3%	82.8%	83.1%
ROE(%)	16.7%	20.1%	21.1%	21.4%
每股收益(元)	0.72	1.02	1.36	1.76
P/E	77.67	54.64	41.03	31.83
P/B	12.98	11.00	8.68	6.82
EV/EBITDA	64	45	34	26

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1505	1722	2104	2658	营业收入	565	751	992	1275
现金	1269	1431	1724	2174	营业成本	103	133	170	215
应收账款	111	151	200	257	营业税金及附加	1	2	2	3
其它应收款	13	0	0	0	营业费用	82	90	119	153
预付账款	23	29	37	47	管理费用	58	60	79	102
存货	79	102	131	165	财务费用	-6	-12	-16	-19
其他	11	9	12	15	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	350	379	561	731	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	11	11	11	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	106	231	455	646	营业利润	327	478	637	821
无形资产	5	5	5	5	营业外收入	4	0	0	0
其他	229	132	90	69	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1855	2101	2664	3389	利润总额	331	478	637	821
流动负债	95	30	39	50	所得税	39	62	83	107
短期借款	30	0	0	0	净利润	292	416	554	714
应付账款	14	18	23	30	少数股东损益	0	1	1	1
其他	51	12	16	21	归属母公司净利润	292	415	553	713
非流动负债	4	0	0	0	EBITDA	335	475	639	831
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.72	1.02	1.36	1.76
其他	4	0	0	0					
负债合计	99	30	39	50	主要财务比率				
少数股东权益	7	8	9	10	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	406	406	406	406	成长能力				
资本公积	1133	1133	1133	1133	营业收入	43.5%	32.8%	32.2%	28.5%
留存收益	210	524	1077	1790	营业利润	63.3%	46.1%	33.2%	28.9%
归属母公司股东权益	1749	2063	2616	3329	归属于母公司净利润	45.1%	42.2%	33.2%	28.9%
负债和股东权益	1855	2101	2664	3389	获利能力				
					毛利率	81.7%	82.3%	82.8%	83.1%
					净利率	51.7%	55.3%	55.8%	55.9%
					ROE	16.7%	20.1%	21.1%	21.4%
					ROIC	56.7%	64.5%	60.7%	60.4%
					偿债能力				
					资产负债率	5.3%	1.4%	1.5%	1.5%
					净负债比率	30.24	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	15.86	56.66	53.33	52.97
					速动比率	15.02	53.31	50.01	49.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.46	0.38	0.42	0.42
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.24	8.21	8.20	8.14
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	1.02	1.36	1.76
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.79	1.17	1.55
					每股净资产(最新摊薄)	4.31	5.08	6.44	8.20
					估值比率				
					P/E	77.67	54.64	41.03	31.83
					P/B	12.98	11.00	8.68	6.82
					EV/EBITDA	64	45	34	26

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 清华大学理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、万东医疗等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434