

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



乐普医疗(300003.SZ)

毛利提升 结构优化

投资要点

● **实现收入和盈利的高增长。**公司中期分别实现营业收入、营业利润、净利润 3.83 亿元、2.41 亿元、2.09 亿元，同比分别增长 36.25%、44.35%、41.30%，每股收益 0.26 元。

● **盈利增长来源于收入增长、支架业务毛利率的提升和产品结构的优化。**公司药物支架国产化率不断提高，毛利率提高了 3.13 个百分点，代理和经销产品结构更为优化也带来盈利增强。同时，财务费用率增加了 2.23 个百分点收益，带来期间费用率总体下降 0.9 个百分点。

● **并购与合作有序展开。**公司于 2010 年 6 月与天方药业签署了战略合作协议，为公司进军心血管大型医疗设备、心血管药业务奠定了坚实的基础，也充分发挥了公司资源的协同效应。

● **积极开拓海外市场，国际化战略出现成效。**公司主导产品支架、球囊导管等 5 个产品先后获得了泰国、厄瓜多尔、巴西、秘鲁和俄罗斯等国家产品注册证，在 14 个国家建立了代理体制，实现了部分国家的销售。目前，公司海外营销网络体系初步形成。

● **研发能力持续增强，后续产品不断。**公司紧紧围绕“生产销售一代、研制注册一代、预先研究一代”的研发创新方针，完成了无载体药物支架评审答辩、提交了分叉支架的评审申报；同时开拓电生理导管、心脏介入瓣膜和心血管疾病相关诊断试剂盒，血管造影机等大型医疗器械诊疗设备的研发工作也在进行中。

医药生物

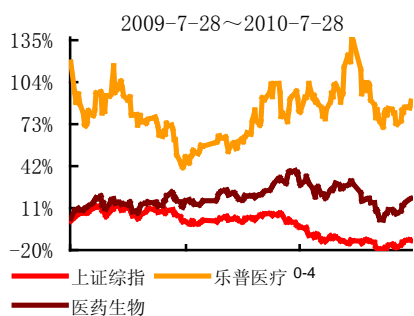
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	30.6

市场数据

市价(元)	27.40
上市的流通 A 股(亿股)	0.74
总股本(亿股)	8.12
52 周股价最高最低(元)	23.8-86.0
上证指数/深证成指	2575.37/10566.21
2009 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	565.20	774	1017	1316
增长率(%)	43.50	37	31	29
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	292.21	411.63	538.44	700.02
增长率(%)	45.11	41	31	30
毛利率(%)	81.73	84	83	82
净资产收益率(%)	16.71	19	20	21
EPS(元)	0.78	0.51	0.66	0.86
P/E(倍)	76.14	55.16	42.17	32.43
P/B(倍)	13.50	10.51	8.41	6.68

来源：公司年报、民族证券

- 给予公司“谨慎推荐”评级。预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 4.12 亿元、5.38 亿元、7.00 亿元，同比分别增长 41%、31%、30%，每股收益 0.51 元、0.66 元、0.86 元，对应动态市盈率分别为 55 倍、42 倍、32 倍。公司短期估值较贵，长期投资价值明显，给予目标价位 30.6 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
支架系统	44165	59622	77509	100762
增长率 (%)	29.55%	35.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	91.16%	93.30%	93.00%	92.50%
封堵器	4235	5082	6098	7317
增长率 (%)	689.87%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	86.07%	90.00%	90.00%	90.00%
其他	1760	3168	4752	6178
增长率 (%)	64.64%	80.00%	50.00%	30.00%
毛利率 (%)	32.46%	47.50%	47.50%	47.50%
代理和经销产品	6360	9540	13357	17364
增长率 (%)	72.27%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	27.02%	32.00%	32.00%	32.00%
总收入	56520	77413	101716	131621
增长率 (%)	20.90%	36.97%	31.39%	29.40%
营业成本率	18.27%	16.35%	17.32%	17.73%
毛利率 (%)	81.73%	83.65%	82.68%	82.27%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1501	1958	2551	3315
现金及等价物	1269	1651	2141	2779
应收帐款	118	161	212	274
存货	79	97	135	179
其它流动资产	36	49	64	83
非流动资产	343	474	556	635
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产及其他	273	387	458	526
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	53	70	81	92
其它非流动资产	6	6	6	6
资产总计	1844	2432	3107	3950
流动负债	95	110	141	177
短期借款	30	30	30	30
应付帐款	14	17	24	32
其它流动负债	51	62	87	115
非流动负债	4	154	260	367
长期借款	0	149	253	357
其它非流动负债	4	5	7	10
负债合计	99	264	401	544
少数股东权益	7	7	7	8
归属于母公司所有者权益	1749	2161	2699	3399
负债和股东权益	1855	2432	3107	3950

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	217	363	477	623
净利润	292	412	539	700
资产减值准备	0	0	0	0
折旧和摊销	13	18	22	25
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	-8	-10	-13
营运资本变动	-82	-60	-73	-89
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-94	-149	-104	-104
资本支出	-88	-149	-104	-104
其它	-5	0	0	0
融资活动现金流	988	158	116	120
权益性融资	952	0	0	0
负债净变化	30	150	106	107
财务费用	6	8	10	13
现金净增加额	1112	371	490	639
期初现金余额	168	1280	1651	2141
期末现金余额	1280	1651	2141	2779

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	565	774	1017	1316
营业成本	103	127	176	233
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	82	108	137	171
管理费用	58	77	100	126
财务费用	-6	-8	-10	-13
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	327	468	612	796
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	331	468	612	796
所得税	39	56	73	96
净利润	292	412	539	700
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	292	412	538	700
EBITDA	321	460	602	783
EPS（元）	0.72	0.51	0.66	0.86

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	43.5%	37.0%	31.4%	29.4%
营业利润	63.3%	42.9%	30.8%	30.0%
归属母公司净利	45.1%	40.9%	30.8%	30.0%
获利能力				
毛利率	81.7%	83.7%	82.7%	82.3%
净利率	51.7%	53.2%	52.9%	53.2%
ROE	16.7%	19.1%	19.9%	20.6%
ROIC	15.1%	17.2%	17.7%	18.1%
偿债能力				
资产负债率	5.4%	10.8%	12.9%	13.8%
流动比率	15.8	17.9	18.1	18.8
速动比率	15.0	17.0	17.2	17.7
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付帐款周转率	7.3	7.3	7.3	7.3
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.51	0.66	0.86
每股经营现金	0.53	0.45	0.59	0.77
每股净资产	4.31	2.66	3.32	4.19
估值比率				
P/E	38.8	55.2	42.2	32.4
P/B	6.5	10.5	8.4	6.7
EV/EBITDA	54.0	37.6	28.8	22.1

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn