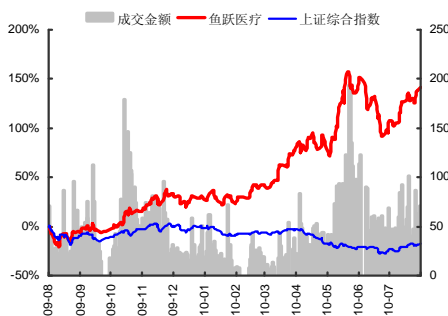


公司研究
收入再超预期 补贴锦上添花
生物医药

2010年8月10日

鱼跃医疗（002223）2010年半年报点评

评级：推荐

最近52周走势：

报告作者：

国联医药研究组

赵心

执业证书编号：S0590210020005

联系人：

周静 杨扬

电话：0510-82833217

 Email：zhoujing@glsc.com.cn
yangyang0729@gmail.com
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

- 2010年度上半年公司实现营业总收入4.35亿元，同比增长了60.57%，营业利润和利润总额为8631.32万元和9517.25万元，其中归属于公司普通股股东的净利润为8066.28万元，同比增加75.81%，每股收益为0.33元。公司业绩略高于市场的一致预期。
- 收入增长超预期，毛利率进一步提高。从产品系列来看，2010年中期康复护理系列及医用供氧系列产品销售收入同比分别增长60.02%和100.06%，这不仅与传统产品血压计、保健盒、制氧机、听诊器等市场进一步拓展而导致订单增加有关，也与新款电子血压计、体温计、缝合线等新品的高速增长有关。毛利率方面，由于制氧机成本的大幅降低使得毛利率提升了10个百分点，因此带动整体毛利率达到38.46%，同比提高了0.41个百分点。
- 期间费用略升，政府补助锦上添花。2010年中期公司期间费用率为16.42%，同比增加了0.42个百分点，主要由于管理费用率提高了1.01个百分点，这主要与公司加大研发投入有关，上半年计入研发支出共计2912万元，同比增长近100%。同时，省市财政部门给予的专项补贴进一步提升了公司的净利润。
- 医院耗材和大型医用设备提供新的发展空间。苏州医疗器械厂的针灸和缝合线以及盐城厂的无汞体温计完善了公司的产品线，其中苏州医疗器械厂在基层医疗机构扩容的影响下2010年利润大幅度增长，将打造为精细医用产品和医用耗材的生产基地。由于公司现有产品集中在家庭式护理，销售市场主要在药店终端，因此2008年推出高频X光机来进军医院市场，在基层医疗机构招标中已取得初步成效，我们认为随着公司成功介入医用耗材和医院市场，公司的发展空间将被进一步扩大。
- 盈利预测：我们预计公司2010年、2011年和2012年的EPS分别为0.64元、0.90元和1.19元，考虑到公司强大的经销商队伍，业绩有望继续快速增长，再加上家庭健康护理的发展空间，我们长期看好公司的发展，给予“推荐”评级。不过短期存在估值压力。

盈利预测表:

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	338.67	543.31	684.06	797.34	营业收入	537.88	850.95	1,200.85	1,579.40
现金	142.48	254.48	305.25	309.82	营业成本	332.65	522.15	728.84	951.98
应收账款	82.43	130.00	170.00	217.00	营业税金及附加	4.11	6.13	8.77	11.85
其它应收款	5.18	8.19	11.56	15.21	营业费用	34.10	51.06	69.65	90.03
预付账款	4.76	7.53	10.63	13.98	管理费用	51.56	85.09	120.09	157.94
存货	89.02	137.00	178.00	230.00	财务费用	0.61	1.70	3.60	7.90
其他	14.80	6.11	8.62	11.33	资产减值损失	3.31	5.00	3.00	2.00
非流动资产	299.62	368.77	505.88	634.92	公允价值变动收益	1.15	0.00	0.00	0.00
长期投资	5.07	3.99	2.91	1.83	投资净收益	1.22	0.00	0.00	0.00
固定资产	204.80	252.65	367.31	476.19	营业利润	113.90	179.82	266.91	357.72
无形资产	52.56	71.50	89.44	112.18	营业外收入	5.14	12.00	6.00	4.00
其他	37.19	40.63	46.22	44.72	营业外支出	0.93	2.00	1.00	1.00
资产总计	638.29	912.08	1189.94	1432.26	利润总额	118.11	189.82	271.91	360.72
流动负债	125.50	263.87	327.09	289.58	所得税	16.97	24.68	40.79	54.11
短期借款	28.15	108.00	118.00	28.00	净利润	101.14	165.14	231.12	306.61
应付账款	69.19	106.00	139.00	169.00	少数股东损益	0.60	1.16	1.62	2.15
其他	28.16	49.87	70.09	92.58	归属母公司净利润	100.54	163.98	229.50	304.46
非流动负债	30.28	41.21	60.00	80.00	EBITDA	133.09	221.08	310.20	427.02
长期借款	20.00	40.00	60.00	80.00	EPS (元)	0.65	0.64	0.90	1.19
其他	10.28	1.21	0.00	0.00					
负债合计	155.78	305.08	387.09	369.58	主要财务比率				
少数股东权益	6.96	8.12	9.73	11.88	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	154.50	246.50	246.50	246.50	成长能力				
资本公积	195.46	103.46	103.46	103.46	营业收入	34.01%	58.20%	41.12%	31.52%
留存收益	125.59	248.92	443.16	700.83	营业利润	51.93%	57.87%	48.43%	34.02%
归属母公司股东权益	475.55	598.88	793.12	1050.79	归属于母公司净利润	62.61%	63.10%	39.95%	32.66%
负债和股东权益	638.29	912.08	1189.94	1432.26	获利能力				
					毛利率	38.16%	38.64%	39.31%	39.73%
					净利率	18.80%	19.41%	19.25%	19.41%
					ROE	21.14%	27.38%	28.94%	28.97%
现金流量表					偿债能力				
					资产负债率	24.41%	33.45%	32.53%	25.80%
					净负债比率	-19.55%	-17.54%	-15.85%	-18.99%
					流动比率	2.70	2.06	2.09	2.75
					速动比率	1.99	1.54	1.55	1.96
经营活动现金流	96.49	135.09	220.28	309.32	营运能力				
净利润	101.14	165.14	231.12	306.61	总资产周转率	0.99	1.10	1.14	1.20
折旧摊销	14.37	23.62	31.38	61.44	应收账款周转率	8.36	8.01	8.01	8.16
财务费用	1.68	1.70	3.60	7.90	应付账款周转率	9.84	9.71	9.80	10.26
投资损失	-1.22	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)				
营运资金变动	-21.28	-64.92	-50.45	-71.65	每股收益 (最新摊薄)	0.65	0.64	0.90	1.19
其它	1.80	9.55	4.62	5.02	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.53	0.86	1.21
投资活动现金流	-96.30	-93.64	-168.13	-194.62	每股净资产 (最新摊薄)	3.08	2.34	3.10	4.11
资本支出	-74.43	-95.08	-169.57	-196.06	估值比率				
长期投资	22.87	1.08	1.08	1.08	P/E	61.16	62.03	44.32	33.41
其他	-44.74	0.36	0.36	0.36	P/B	12.93	16.99	12.83	9.68
筹资活动现金流	-12.50	70.55	-1.37	-110.13	EV/EBITDA	45.49	45.53	32.38	23.35
短期借款	79.85	79.85	10.00	-90.00					
长期借款	20.00	20.00	20.00	20.00					
普通股增加	92.00	92.00	-92.00	0.00					
资本公积增加	-92.00	-92.00	92.00	0.00					
其他	-112.35	-29.30	-31.37	-40.13					
现金净增加额	-12.42	112.00	50.77	4.57					

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。