

# 战略明晰, 三轮驱动快速发展

**评级: 增持-A**

上次评级:

**目标价格: 46.00 元**

期限: 12 个月 上次预测: 0.00 元

现价: 42.09 元

**报告日期: 2010-08-17**
**报告关键点:**

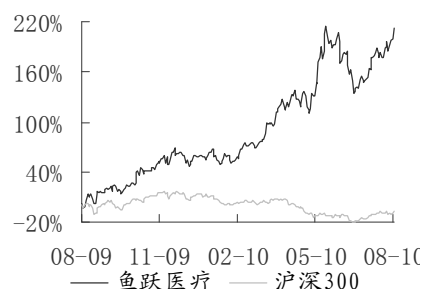
- 📖 购并、OEM、自主研发, 三轮驱动快速发展
- 📖 给予“增持-A”的投资评级, 12个月目标价46元

**报告摘要:**

- **鱼跃优势DNA是OTC销售。**近期我们对公司进行了实地调研, 并与公司高管对公司目前经营状况和未来发展策略做了深入地探讨。公司康复护理系列、医药供氧系列OTC产品销售仍是目前支撑业绩快速增长的基石。2010年1-6月, 两大系列分别实现销售收入3.03亿元、1.23亿元, 同比增长了60%、100%。医用供氧系列毛利率达47.42%, 同比增加了10.56个百分点, 规模效益、成本控制、销售均价的提高是主要原因。随着公司压缩机今后实现自产替代外购, 预期制氧机的毛利率会进一步提高至50%以上。公司产能仍存瓶颈, 尤其轮椅制造链长, 提高产能需假以时日, 近期轮椅供不应求, 后续随着产能扩增, 销售增长空间将更大。
- **临床线产品是战略性安排。**上半年公司医用影像设备系列销售748万元, 因去年同期贵州中大标559台高频X光机, 故销售同比下降。设备类采购周期性较强, 依赖招投标, 公司销售仍处于培育期, 近两年对业绩贡献有限。目前临床销售人员有70人, 年底将扩增至100人。短期临床线产品以高质医用耗材、X-光机为主, 但随着公司产品系列、销售网络的逐步完善, 未来2-3年后临床线产品的销售会对优势的OTC产品形成必要的补充。
- **购并、OEM、自主研发, 三轮驱动快速发展。**公司以往凭借多层次、广覆盖的“渠道精耕战略”, 强大的OTC营销实力, 同一通路上的多产品延伸策略, 对经销商的管控能力, 有效保证了销售收入的快速增长。年底前OTC销售人员将从230人增至300人, 样本店直控终端从500个将增至1,000个。公司一直以来注重研发投入, 逐步形成南京和苏州两大研发中心, 分别致力于机电一体化和高分子材料研发。未来公司除了自主研发外, 也会考虑通过并购和OEM的形式, 快速获得更好的技术和产品资源, 公司作为销售通路强大的品牌商, 将实现更快的大跨度、多品类的终端覆盖。
- **人才战略和体制完善是支撑企业发展的软条件。**公司处于高速发展期, 近年来人才引进、管理团队不断充实, 内部管理、体制完善尤为重视。快速发展的行业、战略定位明晰的企业、不断与时俱进的团队和不断完善的体制, 将保证公司未来长期可持续快速发展。
- **给予“增持-A”的首次评级, 12个月目标价46元。**我们对公司2010、2011年的业绩预测分别为每股收益0.67元、1.02元, CAGR(09-12)约为50%, 业绩增长较快。我们按照2011年业绩给予45倍PE, 则公司12个月目标价为46元, 给予“增持-A”的首次评级。

**市场数据**

总市值(百万元)	10,757.36
流通市值(百万元)	2,626.42
总股本(百万股)	255.58
流通股本(百万股)	62.40
12个月最高/最低	20.60/64.78 元
十大流通股股东(%)	35.72%
股东户数	11,840

**12个月股价表现**


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	12.47	27.28	218.80
绝对收益	24.16	34.92	211.85

**研究员**

**洪露** 首席行业分析师  
 021-68766073 honglu@essence.com.cn  
 证书编号 S1450210010306

**前期研究成果**
**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	401.4	537.9	882.2	1,333.9	1,799.3
Growth(%)	38.7%	34.0%	64.0%	51.2%	34.9%
净利润	61.8	100.5	171.1	260.1	346.7
Growth(%)	63.3%	62.6%	70.2%	52.0%	33.3%
毛利率(%)	29.4%	38.2%	39.7%	39.8%	39.6%
净利润率(%)	15.4%	18.7%	19.4%	19.5%	19.3%
每股收益(元)	0.66	0.65	0.67	1.02	1.36
每股净资产(元)	1.59	1.89	3.25	3.82	4.56
市盈率	63.8	64.7	62.9	41.4	31.0
市净率	26.5	22.3	13.0	11.0	9.2
净资产收益率(%)	15.3%	21.0%	20.9%	27.0%	30.2%
ROIC(%)	36.8%	41.4%	46.1%	42.5%	37.1%
EV/EBITDA	50.3	50.6	49.9	32.7	24.3
股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-16

财务报表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>利润表</b>						<b>成长性</b>					
营业收入	401.4	537.9	882.2	1,333.9	1,799.3	营业收入增长率	38.7%	34.0%	64.0%	51.2%	34.9%
减: 营业成本	283.5	332.7	531.6	802.7	1,085.9	营业利润增长率	48.5%	51.9%	70.9%	54.8%	34.5%
营业税费	2.3	4.1	6.9	10.8	14.8	净利润增长率	63.3%	62.6%	70.2%	52.0%	33.3%
销售费用	17.3	34.1	50.7	75.4	101.3	EBITDA 增长率	34.8%	52.2%	67.4%	55.2%	35.0%
管理费用	22.7	51.6	97.7	139.8	186.2	EBIT 增长率	34.5%	52.3%	69.8%	55.6%	35.1%
财务费用	0.2	0.6	-0.2	1.3	3.8	NOPLAT 增长率	41.7%	63.5%	70.5%	52.8%	34.0%
资产减值损失	0.4	3.3	3.0	3.0	3.0	投资资本增长率	45.5%	52.8%	65.7%	53.7%	21.8%
加: 公允价值变动收益	0.1	1.1	1.3	-0.5	-	净资产增长率	196.1%	18.9%	72.0%	17.6%	19.3%
投资和汇兑收益	0.0	1.2	1.0	1.0	1.0						
<b>营业利润</b>	<b>75.0</b>	<b>113.9</b>	<b>194.7</b>	<b>301.4</b>	<b>405.3</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	-1.3	4.2	8.0	6.5	5.0	毛利率	29.4%	38.2%	39.7%	39.8%	39.6%
<b>利润总额</b>	<b>73.7</b>	<b>118.1</b>	<b>202.7</b>	<b>307.9</b>	<b>410.3</b>	营业利润率	18.7%	21.2%	22.1%	22.6%	22.5%
减: 所得税	11.7	17.0	29.1	44.1	58.6	净利润率	15.4%	18.7%	19.4%	19.5%	19.3%
<b>净利润</b>	<b>61.8</b>	<b>100.5</b>	<b>171.1</b>	<b>260.1</b>	<b>346.7</b>	EBITDA/营业收入	20.7%	23.5%	24.0%	24.6%	24.6%
<b>资产负债表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	EBIT/营业收入	18.7%	21.3%	22.0%	22.7%	22.7%
货币资金	154.9	142.5	337.4	232.7	265.5	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0.3	2.2	3.5	3.0	3.0	固定资产周转天数	85	105	92	81	82
应收帐款	50.5	87.6	146.6	231.5	320.9	流动营业资本周转天数	56	56	68	81	85
应收票据	2.9	12.4	29.0	54.8	88.7	流动资产周转天数	189	204	204	189	172
预付帐款	7.2	4.8	2.1	-1.9	-7.3	应收帐款周转天数	40	43	46	51	55
存货	54.8	89.0	143.1	220.4	306.9	存货周转天数	47	48	48	50	54
其他流动资产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	323	364	352	335	313
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	186	208	204	213	212
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	0.4	5.1	5.3	5.8	6.8	ROE	15.3%	21.0%	20.9%	27.0%	30.2%
投资性房地产	2.3	6.0	7.0	8.0	9.0	ROA	13.8%	15.8%	16.0%	18.9%	20.3%
固定资产	108.7	204.8	243.7	356.6	459.0	ROIC	36.8%	41.4%	46.1%	42.5%	37.1%
在建工程	31.9	9.2	84.7	200.2	196.9	<b>费用率</b>					
无形资产	32.5	52.6	53.7	54.8	55.8	销售费用率	4.3%	6.3%	5.8%	5.7%	5.6%
其他非流动资产	2.9	21.9	29.0	30.6	30.9	管理费用率	5.7%	9.6%	11.1%	10.5%	10.4%
<b>资产总额</b>	<b>449.5</b>	<b>638.3</b>	<b>1,085.4</b>	<b>1,396.7</b>	<b>1,736.2</b>	财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%
短期债务	-	28.2	30.0	48.1	30.0	三费/营业收入	10.0%	16.0%	16.8%	16.2%	16.2%
应付帐款	41.3	77.2	132.5	213.3	306.4	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	9.7%	24.4%	23.5%	30.1%	32.9%
其他流动负债	2.5	20.2	29.2	42.7	60.8	负债权益比	10.8%	32.3%	30.8%	43.1%	49.1%
长期借款	-	20.0	45.0	75.0	110.0	流动比率	6.19	2.70	3.56	2.48	2.50
其他非流动负债	-	10.3	24.6	47.2	70.5	速动比率	4.93	1.99	2.78	1.73	1.70
<b>负债总额</b>	<b>43.8</b>	<b>155.8</b>	<b>255.6</b>	<b>420.4</b>	<b>571.7</b>	利息保障倍数	324.35	188.13	-995.84	236.92	108.60
<b>少数股东权益</b>	<b>-0.2</b>	<b>7.0</b>	<b>9.2</b>	<b>12.6</b>	<b>17.2</b>	<b>分红指标</b>					
股本	103.0	154.5	255.6	255.6	255.6	DPS(元)	0.08	0.16	0.27	0.41	0.57
留存收益	302.9	321.0	565.0	708.0	891.8	分红比率	33.3%	41.0%	40.0%	40.0%	42.0%
<b>股东权益</b>	<b>405.7</b>	<b>482.5</b>	<b>829.8</b>	<b>976.2</b>	<b>1,164.5</b>	股息收益率	0.2%	0.4%	0.6%	1.0%	1.4%
<b>现金流量表</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
净利润	62.0	101.1	171.1	260.1	346.7	EPS(元)	0.66	0.65	0.67	1.02	1.36
加: 折旧和摊销	9.8	14.4	17.2	25.8	34.3	BVPS(元)	1.59	1.89	3.25	3.82	4.56
资产减值准备	0.4	3.2	3.0	3.0	3.0	PE(X)	63.8	64.7	62.9	41.4	31.0
公允价值变动损失	-0.1	-1.1	1.3	-0.5	-	PB(X)	26.5	22.3	13.0	11.0	9.2
财务费用	5.5	2.9	1.7	-0.2	1.3	P/FCF	-113.1	575.1	-219.4	-410.5	69.4
投资收益	-0.0	-1.2	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	26.8	20.0	12.2	8.1	6.0
少数股东损益	0.2	0.6	2.5	3.8	5.1	EV/EBITDA	50.3	50.6	49.9	32.7	24.3
营运资金的变动	-13.0	-14.0	-57.8	-73.1	-75.1	CAGR(%)	62.0%	51.5%	37.7%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>60.6</b>	<b>96.5</b>	<b>136.1</b>	<b>219.3</b>	<b>316.7</b>	PEG	1.0	1.3	1.7	-0.4	-0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-72.5</b>	<b>-96.3</b>	<b>-139.5</b>	<b>-254.8</b>	<b>-134.8</b>	ROIC/WACC	3.7	4.2	4.6	4.3	3.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>123.8</b>	<b>-12.5</b>	<b>209.5</b>	<b>-57.2</b>	<b>-132.5</b>	REP	4.6	4.1	3.7	2.6	2.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2009年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义上的、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300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沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

## 销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层  
 邮编: 100034