

支架系统持续增长，参控企业高成长

——乐普医疗(300003)公司点评

核心观点

1. 利润增速高于收入增速，总体业绩符合预期。2010年公司实现收入7.7亿元，同比增长36.25%，实现营业利润4.69亿元，同比增长43.32%；实现归属于母公司净利润同比增长4.11亿元，同比增长40.47%；折合每股收益0.51元，符合预期。因为综合毛利率提高以及期间费用率下降，利润增速高于收入增速。

2. 支架系统保持快速增长，毛利率继续提升。10年公司支架系统销量预计超过14万套，实现收入57948万元，同比增长31.21%。增速较09年提高1.66个百分点，并领先于行业平均增速。公司营销网络向二三线城市延伸是推动支架系统销售持续增长的关键因素。因为支架系统的国产化率和产能利用率提高，支架系统的毛利率较09年提高2.12个百分点，达到93.28%。随着配套支架输送系统的投产，国产化率提高，支架系统的毛利率还有提升空间。

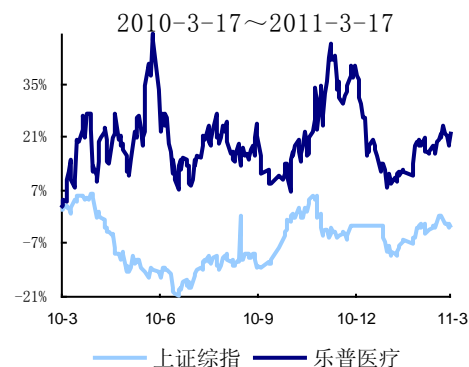
3. 新产品上市与出口突破推动支架系统持续增长。公司首创的无载体药物支架已经于今年1月获批。对比第二代的支架系统，无载体药物支架能缩短病人术后福服药周期，降低总体治疗费用及病人出血风险。我们预计今年无载体药物支架收入将超过5000万。2010年支架系统出口取得突破性进展，实现出口收入近1000万元，增长约4倍。随着药物支架、裸支架等产品获得CE认证，出口增长还将继续突破。

4. 封堵器增速较快，政策推动市场扩容。2010年封堵器是实现收入5418万元，同比增长27.96%。生产规模扩大使毛利率提高4.89个百分点。从2010年起，政府加大对农村儿童先天性心脏病的医疗救治力度。我们预计未来几年封堵器市场将加速增长。

5. 参控股企业成长性高。上市后，公司先后收购卫金帆、思达医用以及参股秦明医学，业务范围由支架系统扩展到心脏瓣膜、心脏起搏器等领域。2010年，卫金帆、思达医用和秦明医学分别实现净利润212万元、1104万元和1157万元。2010年秦明医学收入增速和利润增速分别达到20.64%和49.07%。作为国内唯一一家获得心脏起搏器批文的企业，秦明医学的成长空间非常广阔。思达医用的心脏瓣膜也具有较弱的价格优势，预计未来几年的利润增长保持在20%以上。

6. 盈利预测与投资评级。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.72元、1.00元和1.36元，对应的市盈率分别为39倍、28倍和21倍。公司产品储备丰富，为持续增长奠定坚实基础，同时又通过外延性扩展带来新增长点，存在超预期增长的可能，因此我们维持公司“短期_推荐，长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	81200.00
流通A股(万股)	28138.67
52周内股价区间(元)	23.8-62.9
总市值(亿元)	228.82
总资产(亿元)	0.00
每股净资产(元)	2.54
目标价	6个月
	12个月

相关报告

1.《国都证券-公司研究-调研简报-乐普医疗(300003):新产品获批在即，外延式扩展推动长期成长》 2011-01-19

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	770	1082	1489	1967
同比增速(%)	36.25	40.55	37.55	32.11
净利润(百万)	411	582	812	1109
同比增速(%)	40.46	41.75	39.47	36.58
EPS(元)	0.51	0.72	1.00	1.36
P/E	56	39	28	21

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940510120004

联系人: 胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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, 特此声明。

表 1: 分产品收入预测:

单位: 百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
支架系统	442	579	802	1117	1474
增长率(%)	29.55%	31.21%	38.39%	39.24%	32.00%
封堵器	42	54	70	92	119
增长率(%)	689.99%	27.96%	30.00%	30.00%	30.00%
代理及经销产品	64	80	104	136	170
增长率(%)	72.25%	26.20%	30.00%	30.00%	25.00%
其他	15	56	76	106	154
增长率(%)	37.89%	285.42%	35.00%	40.00%	45.00%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

表 2: 公司盈利预测表:

单位: 百万	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	770	1,082	1,489	1,967
增长率(%)	36.25	40.55	37.55	32.11
营业成本	132	184	231	255
毛利率(%)	36.63	38.20	40.61	41.61
营业税金及附加	2	2	3	4
资产减值准备	3	2	3	4
销售费用	114	159	222	295
管理费用	73	101	135	177
财务费用	(23)	(18)	(15)	(10)
公允价值变动净收益	20	0	0	0
投资净收益	(5)	547	797	1,139
营业利润	469	658	917	1,253
增长率(%)	43.32	40.13	39.48	36.61
期间费用率(%)	21.37	22.30	23.00	23.50
加: 营业外收入	5	4	6	8
减: 营业外支出	2	1	1	1
利润总额	473	661	923	1,260
增长率(%)	42.61	39.95	39.47	36.58
减: 所得税	62	79	111	151
实际税负比率(%)	13.12	12.00	12.00	12.00
净利润	411	582	812	1,109
增长率(%)	40.46	41.75	39.47	36.58
减: 少数股东损益	0	0	0	1
属于母公司的净利润	410	582	811	1,108
同比增长	40.47	41.74	39.47	36.58
每股收益(元)	0.51	0.72	1.00	1.36
市盈率(倍)	56	39	28	21

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			