

医药行业/医疗器械

2009年9月21日

新股研究

申购建议：申购

乐普医疗（300003）：医疗器械行业新贵

核心观点

申购建议：

公司合理股价在21.00-24.50元，考虑到创业板市场的独特性，建议按21.00-22.05元申购。

主要依据：

公司是一家从事冠状动脉介入(PCI)医疗器械的研发、生产和销售的企业，公司主导产品“血管内药物(雷帕霉素)洗脱支架系统”是公司自主创新的核心产品，与国外和国内其他生产企业的产品相比，都具备较强的竞争优势。现已覆盖了全国85%以上的开展冠状动脉介入手术的医院，2008年国内市场占有率约为25.8%。冠状动脉介入治疗(PCI)市场潜力巨大，2000年以来PCI手术病例的年均复合增长率超过40%。

先天性心脏病封堵器是公司另一增长点，公司控股子公司上海形状的封堵器销量约占国内市场份额的30%，位居市场第二位。2003—2008年间，上海形状所处的先心病治疗器械细分市场容量保持了良好的增长速度，销售收入平均增长率为25%，2009年1-6月销售收入较去年同期增长64%。

本次发行后，公司募集资金将主要投入心血管药物支架及输送系统生产线技术改造建设项目、产品研发工程中心建设项目、介入导管扩产及技术改造建设项目、介入导丝及鞘管产业化技术改造建设项目等，项目达产后，公司现有产品的生产规模将得以扩大，产品线将得以拓展，公司整体竞争力将进一步提升。

我们预测公司09-11年EPS分别为0.70元，0.90元和1.15元。从公司的产品结构和研发实力来看，可以说是国内医疗器械行业的优质投资标的。考虑到公司行业地位和成长性因素，我们估计其09年PE在30-35倍是合理的。以公司09年每股收益0.70元计算，公司的合理股价应为21.00-24.50元。

公司合理股价在21.00-22.05元，考虑到创业板市场的独特性，建议按21.00-24.50元申购。

发行数据：

项目	数值
发行股本(万股)	4,100
发行日期	9月25日
预期发行价格(元)	21.00-24.50

国都证券研究所

联系人：蔡建军，潘蕾

电话：010-84183153

010-84183157

E-mail: caijianjun@guodu.com

panlei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@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。

1、 本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	乐普（北京）医疗器械股份有限公司
公司简称	乐普医疗
发行地	深圳
发行日期	2009.9.25
申购代码	300003
发行股数	不超过 4,100 万股
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本	40,600
每股盈利（2008 年）	0.55
发行后全面摊薄每股收益（2008 年）	0.50
发行前每股净资产	1.57

资料来源：国都证券研究所、上市公司招股意向书

2、 公司基本情况

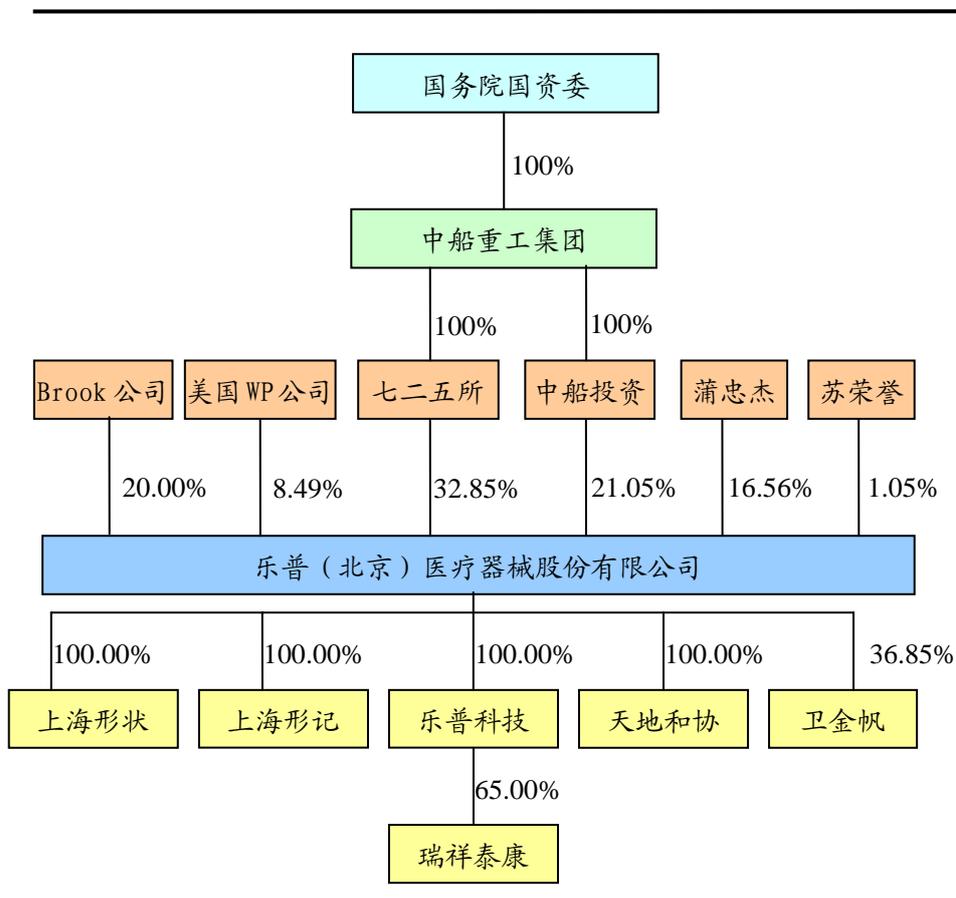
2.1 公司概况

乐普（北京）医疗器械股份有限公司前身为北京乐普医疗器械有限公司，成立于1999年6月。

公司主要从事冠状动脉介入医疗器械的研发、生产和销售，产品包括血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统、冠脉支架输送系统、PTCA球囊扩张导管、药物中心静脉导管等，是国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的为数较少的企业之一，同时也是国内第一家且目前唯一一家通过国家药监局实行的《医疗器械生产企业质量管理体系规范》（GMP）试点检查审核的支架系统生产企业。公司的主导产品“血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统”现已覆盖全国85%以上开展冠状动脉介入手术的医院，市场占有率达25.80%，成为中国冠心病介入治疗的主流产品。

2.2 股权结构

图表 2: 公司发行前股权结构图



资料来源：国都证券研究所、公司招股意向书

图表 3: 公司主要股东及持股比例

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股				
七二五所	11,990	32.85	11,740	28.92
中船投资	7,683	21.05	7,523	18.53
Brook 公司	7,300	20.00	7,300	17.98
蒲忠杰	6,044	16.56	6,044	14.89
美国 WP 公司	3,099	8.49	3,099	7.63

苏荣誉	384	1.05	384	0.94
全国社会保障基金理事会	—	—	410	1.01
二、本次发行流通股	-	-	4,100	10.10
合计	365,000,000	100.000	40,600	100.00

资料来源：国都证券研究所、公司招股意向书

3、经营分析

3.1 冠状动脉介入治疗(PCI)市场潜力巨大

冠心病是心血管疾病中较常见的一种疾病，它是供给心脏营养物质的血管——冠状动脉发生严重粥样硬化或痉挛，使冠状动脉狭窄或阻塞，形成血栓，造成管腔闭塞，导致心肌缺血缺氧或梗塞的一种心脏病。

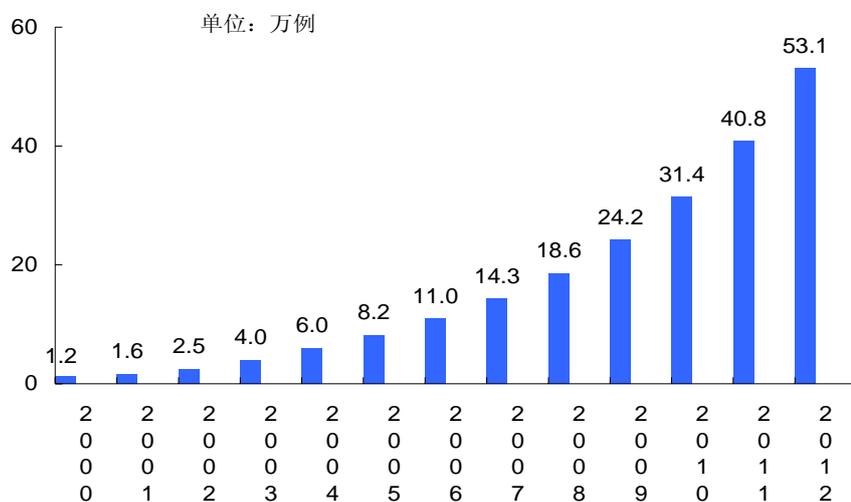
根据世界卫生组织（WHO）统计，在2005年全球有约1,750万人死于心血管疾病，占全球死亡人数的30%。目前，冠心病的治疗方法主要有药物治疗、外科搭桥手术治疗和介入治疗三种方式。介入治疗是近二三十年逐步发展起来的治疗冠心病的一种新的治疗方法，它通过特定的医疗器械在不开胸的前提下深入发生阻塞血管进行治疗以达到血流恢复通畅的效果。介入治疗以其疗程短、创伤小、疗效显著的优点。

我国冠心病发病率已经接近美国等发达国家，目前冠心病患者达到2,000万人，每年新增患者人数超过一百万。据统计，2007年我国发生过心肌梗塞的病人有320万例，而2007年我国完成的PCI病例仅有14.3万例左右，心脏搭桥手术约1.8万~2.0万例。可见，近95%的心肌梗塞患者没有得到有效的治疗。而在人口为3亿的美国，每年实施的PCI例数高达100万~120万例；人口为1亿多的日本，每年PCI例数也达到28万例。我国与发达国家在冠状动脉介入治疗领域还存在较大的差距。2008年我国PCI手术病例数超过18万例，2000年以来PCI手术病例的年均复合增长率超过40%。

如果按照冠状动脉介入术（PCI）手术病例年均复合增长率30%推算，我国2012年接受冠状动脉介入术置入的患者将达到53.09万例。按平均每例冠状动脉介入术（PCI）手术使用1.6个支架系统计算，预计2012年我国支架系统市场需求量将达到85.03万套。市场潜力十分巨大。

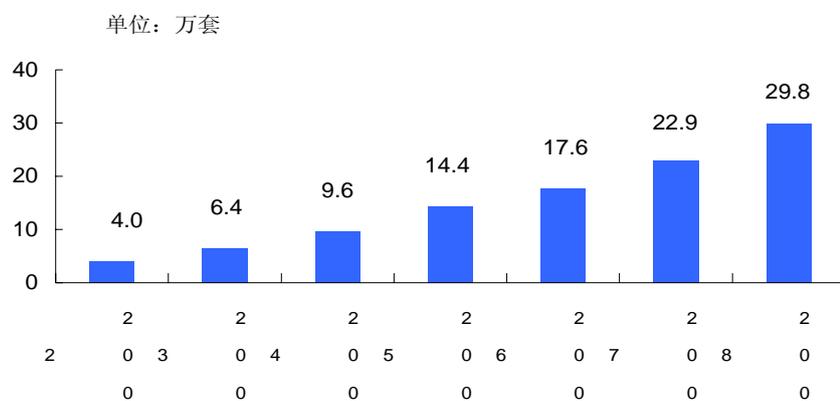
而公司正是一家从事冠状动脉介入(PCI)医疗器械的研发、生产和销售的企业，公司主导产品“血管内药物（雷帕霉素）洗脱支架系统”是公司自主创新与产业化发展获得重大突破的核心产品，与国外和国内其他生产企业的产品相比，都具备较强的竞争优势。现已覆盖了全国85%以上的开展冠状动脉介入手术的医院，2008年国内市场占有率约为25.8%。

图表 4: 我国PCI手术病例变化趋势图



资料来源: 国都证券研究所、公司招股意向书

图表 5: 我国支架系统使用量变化情况



资料来源: 国都证券研究所、公司招股意向书

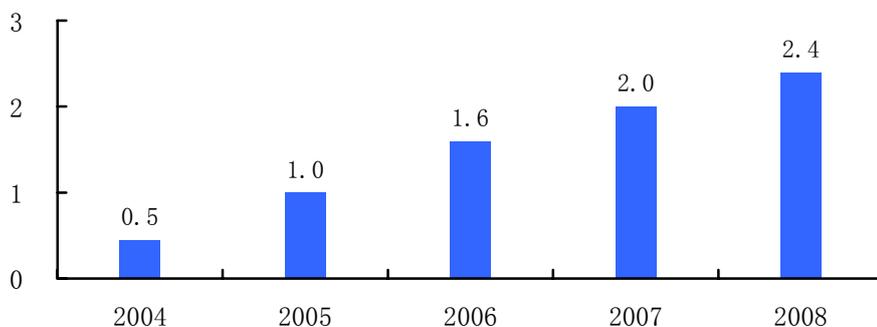
3.2 先天性心脏病封堵器—新的成长点

先天性心脏病是一类常见的疾病,在新生儿中的发病率比较高,居我国出生缺陷性疾病的首位。我国是人口大国,每年新增先天性心脏病儿童患者约13万~15万人,目前大约有200多万名先天性心脏病患者等待治疗。除此之外,受

医疗技术以及患者经济条件的限制，没有在婴幼儿时期进行及时治疗的中青年先天性心脏病患者，甚至老年患者，数量众多。据统计，2007 年我国进行先天性心脏病治疗的人数为15 万人，约8 万人通过介入方式进行治疗，使用了约2 万个封堵器。封堵器消费市场每年约以20%的速度递增，专家估计2008 年消费2.4 万个封堵器。

2009 年前半年，国内封堵器市场占有率前三名的企业为北京华医圣杰、上海形状和先健科技公司，共占据约90%的市场份额，其中上海形状的销量约占国内市场份额的30%，位居市场第二位。2003—2008年间，上海形状所处的先心病治疗器械细分市场容量保持了良好的增长速度，企业销售收入和盈利也达到较高的增长速度，2006—2008年销售收入平均增长率为25%，2009年1-6月销售收入较去年同期增长64%。

图表 6: 我国封堵器使用量变化情况



资料来源：国都证券研究所、公司招股意向书

4、 募集资金投向

本次发行后，公司募集资金将主要投入心血管药物支架及输送系统生产线技术改造建设项目、产品研发工程中心建设项目、介入导管扩产及技术改造建设项目、介入导丝及鞘管产业化技术改造建设项目等，项目达产后，公司现有产品的生产规模将得以扩大，产品线将得以拓展，公司整体竞争力将进一步提升。

图表 7: 募集资金投向的项目

项目名称	总投资 (万元)
心血管药物支架及输送系统生产线技术改造建设项目	19,234
产品研发工程中心建设项目	6,641
介入导管扩产及技术改造建设项目	18,160
介入导丝及鞘管产业化技术改造建设项目	7,638
合计	51,673

资料来源：公司招股意向书

5、盈利预测

图表 8：盈利预测表（万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	39,388	56,018	72,763	94,642
营业收入	39,388	56,018	72,763	94,642
营业总成本	19,459	23,681	31,164	41,091
营业成本	8,439	10,665	14,975	21,000
营业税金及附加	20	112	146	189
销售费用	7,047	7,282	9,095	11,357
管理费用	4,082	5,602	6,912	8,518
财务费用	-446	-280	-364	-473
资产减值损失	318	300	400	500
其他经营收益				
公允价值变动净收益	-1	0	0	0
投资净收益	124	0	0	0
营业利润	20,051	32,337	41,599	53,551
加：营业外收入	181	0	0	0
减：营业外支出	62	0	0	0
利润总额	20,170	32,337	41,599	53,551
减：所得税	53	4,042	5,200	6,694
净利润	20,117	28,295	36,399	46,857
减：少数股东损益	-20	28	36	47
归属于母公司的净利润	20,137	28,266	36,362	46,810
每股收益	0.55	0.70	0.90	1.15

资料来源：国都证券研究所、公司招股意向书

6、估值定价

我们预测公司09-11年EPS分别为0.70元，0.90元和1.15元。从公司的产品结构和研发实力来看，可以说是国内医疗器械行业的优质投资标的。考虑到公司行业地位和成长性因素，我们估计其09年PE在30-35倍是合理的。以公司09年每股收益0.70元计算，公司的合理股价应为21.00-24.50元。

7、申购建议

公司合理股价在21.00-24.50元，考虑到创业板市场的独特性，建议按21.00-24.50元申购。

国都证券投资评级

表1：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

表2：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
	减持	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：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，投资者据此操作，风险自负。