

2010年12月16日

九安医疗

新一代电子血压计上市在即

A
买入

002432.SZ - 人民币 33.50

目标价格: 人民币 36.75

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

作为生产电子血压计、血糖检测产品的龙头企业,九安医疗借助熟悉的营销模式和销售渠道,在美国市场将复制欧洲市场的成功;凭借过硬的质量和低廉的价格,公司也正在快速挤占国内市场。我们认为,即将上市的在APPLE产品上应用的新一代电子血压计更将引领个人健康管理新潮流,为公司获得丰厚回报。

支撑评级的要点

- 2010年是公司电子血压计外销的低谷,随着德国以外欧洲国家以及美国市场的快速拓展,电子血压计外销将重新较快增长,区域结构也将逐渐趋于合理。
- 血糖检测产品的特点决定其在销售过程中存在自动加速和毛利率前低后高现象。我们认为随着存量客户的沉淀,公司将迎来产品的销量、毛利率双双提升。
- 公司药店、超市、专卖店、网店多渠道营销成果显著,有利于公司整体业务的开展。
- 在APPLE产品上应用的新一代电子血压计即将面世,借助APPLE公司独具魅力的产品平台,公司将引领并推广全新的个人健康管理理念,未来产品的成功销售将使公司获得丰厚的回报。

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	18	12	-
相对新华富时A50指数(%)	-	21	5	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	124
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	1,039
3个月日均交易额(人民币 百万)	71
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
三和工业电器科技有限公司	51.60
HEDDINGTON LTD.	14.94
龙天集团有限公司	8.23
深圳市同盛卓越创业投资有限公司	0.23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳为本报告重要贡献者

中银国际证券有限责任公司

评级面临的主要风险

- 人民币升值可能对公司的盈利产生负面影响; 欧美经济的不景气将影响公司销售收入增速。

估值

- 我们维持公司2010-2012年0.294、0.735、1.268元的业绩预测,不排除公司2011年电子血压计和血糖检测产品业绩超预期的可能。维持目标价格36.75元和买入评级不变。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	280	313	318	563	812
变动(%)	29	12	1	77	44
净利润(人民币 百万)	31	39	36	91	157
全面摊薄每股收益(人民币)	0.337	0.420	0.294	0.735	1.268
变动(%)	(28.7)	24.7	(29.9)	149.9	72.5
全面摊薄市盈率(倍)	99.5	79.8	113.9	45.6	26.4
每股现金流量(人民币)	0.03	0.46	0.22	0.86	1.49
价格/每股现金流量(倍)	1,228.8	72.9	150.2	39.0	22.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	83.9	62.9	76.2	30.6	17.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, thomsonreuters.com以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

电子血压计外销区域结构调整初见成效，预计 2011 年将进一步趋向合理

公司上市之前，电子血压计的外销集中在欧洲市场。2009 年，以数量计算欧洲市场占公司外销比例高达 85% 以上，约为 280 万台。德国是公司电子血压计产品的最重要市场，约占公司在欧洲全部销量的 50%。

作为世界上最为成熟的电子血压计市场之一，德国的电子血压计市场已趋向饱和，年需求约为 400 万台，增长较为缓慢，需求主要来依托于存量客户的旧产品更新换代。公司在德国的市场占有率约为 40%，未来继续提高的空间较为有限。由于 2010 年德国的经济形势较差，电子血压计这类非必需消费品的需求受到抑制，公司电子血压计在德国的销量出现了下滑，我们认为短期德国市场难有起色，但公司有机会凭借产品的质量 and 价格优势提高市场占有率。

欧洲其他国家的电子血压计市场处于发展阶段，市场容量每年有显著增长，且公司的市场占有率较低。公司目前已进入了英国、意大利、法国、西班牙等国家的市场，尚有俄罗斯、波兰、罗马尼亚、荷兰、比利时等多个国家的市场有待开发，按照公司产品在德国市场的销售经验，欧洲其他国家的销售有较大的提升空间。

美国是全球最大的家用医疗健康电子产品市场，但现阶段其电子血压计的需求仅与德国相当，约为 400 万台/年。2009 年公司在美国的销售约为 40 万台，相当于 10% 的市场占有率。由于公司在美国的销售模式与欧洲相同，产品销售渠道也与欧洲非常相似，我们认为公司有能力强用 2-3 年的时间复制产品在欧洲市场的成功，达到美国市场年销售 150-200 万台的目标。

我们认为未来公司的电子血压计外销将保持 15% 左右的增速，并在 2-3 年后形成德国、欧洲其他国家、美国各占 1/3 的局面，现阶段外销区域结构不均衡的状况得以消除。

血糖检测产品快速放量，毛利率将进一步提升

公司计划 2010 年血糖检测产品实现 1,000 万元的销售额，从公司的半年报数据来看，我们认为完成该目标的概率较高。血糖检测业务主要依靠持续的出售血糖试纸获得利润，血糖仪的销售额较小，且多数情况下是作为赠品在营销活动中赠送给目标客户。存量客户对于血糖试纸具有长期的需求，因此存量客户的积累是产品销售的最有力的保障。而以“买 50 条试纸赠送一个血糖仪”的营销活动为例，单从产品的成本考虑，新客户的开发成本相当于维护老客户的数倍。在国内市场销售方面，公司的血糖检测产品正处于市场的导入期，相当数量的新客户以及血糖仪赠送需求使得公司血糖检测产品的毛利率仅为 53.5%，而通常业内血糖试纸的毛利率在 80% 左右。我们认为随着存量客户的不断积累，公司血糖检测产品 2011 年的销售收入至少将达到 2,000 万元，毛利率也将呈不断提升态势。在国外市场销售方面，由于 FDA 审批的原因，我们预计公司产品将在 2011 年二季度末段在美国上市，全年销售约为 6,500 万片。由于该产品将采用 ODM 的销售模式，我们预计毛利率将低于国内销售，不过由于成本与终端可比售价之间差距巨大，我们认为毛利率水平将明显高于 ODM 方式销售的电子血压计。

国内销售渠道多管齐下，市场营销与品牌建设齐头并进

公司的产品除了在药店这一传统渠道销售之外，还采用了超市、专卖店、网店等多种新型渠道。

在超市渠道的使用方面，公司处于领先地位。超市这一渠道具有客流量大、渠道费用低、宣传效果好等优势，但由于现阶段消费者对健康产品在该渠道的销售了解不够，因此销售尚未形成规模，随着消费者认识的提高以及超市销售健康产品种类增加形成的规模效应，我们认为这一渠道有很大的潜力。

公司目前拥有 20 余家自有专卖店，销售量约占公司国内总销量的 10%。由于药店、超市等渠道的费用率很高，我们认为以目前电子血压计销量计算，专卖店所节省的渠道费用已基本可以覆盖自身成本。考虑到公司未来产品品种的拓展以及专卖店的广告宣传作用，我们认为在现阶段开设一定数量的专卖店对公司的产品销售和品牌建设具有积极作用。

在 APPLE 产品上应用的新一代电子血压计即将面世

公司在 APPLE 产品上应用的新一代电子血压计即将于 2011 年 1 月的 CES 国际消费电子展上推出。该产品定位于基于移动互联网的个人健康管理平台，希望借助 APPLE 公司具有独特魅力产品的平台，引领并推广全新的个人健康管理理念。该产品与 iPhone 或 iPad 连接，通过 iPhone 或 iPad 的界面操控并显示结果，目前仅集成了血压检测模块。从目前试用者的反馈来看，该产品功能完善，对消费者具有很强的吸引力。同时，公司已做好充分的技术准备，以便根据未来消费者的需求不断完善该产品，并为该产品增加新功能，甚至开发适用于其他智能手机系统的同类产品。我们维持之前该产品 2011 年销售 30 万台、贡献每股收益 0.22 元的预测，并将根据公司未来的相关公告调整预测值。

维持目标价及买入评级

我们认为经历了 2010 年的销售低谷后，公司的电子血压计业务将重新较快增长，血糖检测产品也将成为公司新的业务增长点。由于血压、血糖产品在美国市场属于成熟渠道的新产品导入，因此存在超预期的可能。同时，在 APPLE 产品上应用的新一代电子血压计产品新颖，公司前期的准备充分，销售情况值得期待。我们维持公司 2010-2012 年 0.294、0.735、1.268 元的业绩预测，并维持目标价格 36.75 元和**买入**评级不变。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	280	313	318	563	812
销售成本	(195)	(208)	(209)	(348)	(485)
经营费用	(48)	(56)	(61)	(100)	(133)
息税折旧前利润	37	49	47	115	194
折旧及摊销	(1)	(3)	(6)	(10)	(13)
经营利润(息税前利润)	36	46	40	105	181
净利息收入(费用)	0	(1)	0	0	0
其他收益/(损失)	0	0	2	1	1
税前利润	36	45	42	106	182
所得税	(4)	(6)	(6)	(14)	(25)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	31	39	36	91	157
核心净利润	32	39	35	91	156
每股收益(人民币)	0.337	0.420	0.294	0.735	1.268
核心每股收益(人民币)	0.341	0.416	0.279	0.731	1.261
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	29	12	1	77	44
息税前利润增长(%)	(19)	29	(12)	160	73
息税折旧前利润增长(%)	(18)	34	(5)	144	69
每股收益增长(%)	(29)	25	(30)	150	73
核心每股收益增长(%)	(27)	22	(33)	162	73

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	32	19	582	652	804
应收帐款	35	72	75	81	88
库存	58	45	58	64	71
其他流动资产	3	3	3	3	3
流动资产总计	128	138	718	800	966
固定资产	41	63	88	114	131
无形资产	36	35	36	37	38
其他长期资产	0	2	2	2	2
长期资产总计	77	99	125	152	171
总资产	205	238	844	952	1,137
应付帐款	58	46	46	60	82
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	8	14	14	17	22
流动负债总计	66	59	60	77	105
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	93	93	124	124	124
储备	46	85	660	751	908
股东权益	139	178	784	875	1,032
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	205	238	844	952	1,137
每股帐面价值(人民币)	1.50	1.92	6.32	7.06	8.32
每股有形资产(人民币)	1.12	1.54	6.03	6.76	8.02
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.34)	(0.21)	(4.70)	(5.26)	(6.49)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	36	45	42	106	182
折旧与摊销	1	3	6	10	13
净利息费用	0	1	0	0	0
运营资本变动	(30)	0	(16)	5	14
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(4)	(6)	(5)	(14)	(24)
经营活动产生的现金流	3	43	28	106	184
购买固定资产净值	(40)	(54)	(33)	(37)	(32)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	(42)	(54)	(33)	(37)	(32)
净增权益	0	0	569	0	0
净增债务	(2)	0	0	0	0
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(12)	0	0	0	0
融资活动产生的现金流	(14)	0	568	0	0
现金变动	(53)	(12)	563	70	152
期初现金	85	32	19	582	652
公司自由现金流	(39)	(11)	(5)	70	152
权益自由现金流	(41)	(12)	(6)	70	152

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.1	15.7	14.8	20.3	23.9
息税前利润率(%)	12.8	14.7	12.7	18.6	22.3
税前利润率(%)	12.7	14.4	13.3	18.7	22.4
净利率(%)	11.2	12.5	11.5	16.2	19.4
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.3	12.0	10.3	9.2
利息覆盖率(倍)	1,782.0	38.7	101.1	nm	nm
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.6	11.0	9.5	8.6
估值					
市盈率(倍)	99.5	79.8	113.9	45.6	26.4
核心业务市盈率(倍)	98.1	80.5	120.2	45.8	26.6
目标价对应核心业务	107.6	88.3	131.8	50.3	29.1
市盈率(倍)					
市净率(倍)	22.4	17.5	5.3	4.7	4.0
价格/现金流(倍)	1,228.8	72.9	150.2	39.0	22.5
企业价值/息税折旧前	83.9	62.9	76.2	30.6	17.3
利润(倍)					
周转率					
存货周转天数	91.0	90.5	89.9	64.1	50.7
应收帐款周转天数	37.5	62.4	84.2	50.4	37.9
应付帐款周转天数	54.7	60.2	52.5	34.3	32.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	24.2	24.6	7.6	11.0	16.5
资产收益率(%)	17.6	17.9	6.5	10.1	15.0
已运用资本收益率(%)	27.6	29.0	8.4	12.7	19.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371