

未评级

普华和顺 (1358. hk)

外延式扩张能力突出的医疗器械企业

市场数据

报告日期	2015. 01. 28
收盘价 (港元)	3. 41
总股本 (亿股)	16. 77
总市值 (亿港元)	57. 19
总资产 (亿元)	23. 96
每股净资产 (港元)	1. 2

数据来源: 彭博

事件:

我们于 2015 年 1 月 27 日举行了普华和顺 (1358. HK) 的电话会议, 与公司的投资者关系总监卢江先生进行了深入的交流, 了解公司最新经营情况及未来发展方向。

我们的观点:

- 公司是一家外延式扩张能力突出的医疗器械企业, 公司在高端输液器领域的市场份额位列第二, 在国内国产骨科厂商排名第三, 通过并购进入了生物材料领域。近年来发展迅速较为迅猛。
- 公司现有业务中非 PVC 输液器和关节植入产品市场潜力较大, 竞争格局良好, 目前虽然渗透率很低, 未来市场空间较大。天新福产品独具特色, 估值低, 未来将对公司的销售起到较大的推进作用。我们认为公司输液器和骨科业务有望保持 20% 左右的增长, 天新福不考虑新产品也会有 15% 以上的增长。
- 公司的新产品肌腱膜有望于春节前后获得注册证, 该产品在 15 年 1 月份, 天新福的招商大会已经向所有经销商进行推广, 公司通过市场调查, 调查的结果显示肌腱膜的市场容量, 比硬脑膜的市场容量大很多, 主要用于人体软组织创伤的修复。公司的产品是唯一的以生物材料为基础的产品, 相对于市场的竞品有一定竞争优势。
- 整体来看, 公司所处行业发展前景较好, 在细分行业中公司竞争优势明显, 近年通过外延式并购在医疗器械领域取得了较大的进展, 目前公司产品丰富, 并拥有广阔的经销网络, 有望在未来几年销售保持稳健的增速。通过并购, 公司 2014、2015 年净利润都将取得 45% 以上的高速增长, 近期公司股价最近出现较大幅度下跌, 目前股价对应 2015 年市盈率不足 15 倍, 估值相对于医疗器械板块, 处于相对低估状态。

兴证香港研究部
0755-23826013
852-35095999
research@xyzq.com.hk

会议要点:

1、公司三个板块的业务 14 年进展与 15 年展望。

公司在 2014 年 8 月份在收购天新福之后，拥有三个板块的业务，天新福板块从 14 年全年来看，和 2013 年 9100 万利润相比较的话，该板块净利润的增长至少在 15%以上；另外两个原有业务高端输液器和骨科在 20%左右的增长。在 2015 年管理层会具体分给每一个板块的目标，可能在 2015 年 3 月下旬的年报和投资者进行沟通。现在比较确定的是，天新福在 2014 年有 15%以上的增长。

2、 高端输液器板块，由于 2014 年招标省份不是很多，增速不是特别快；2015 年的招标对公司产品在价格和销量的影响。

2014 年全国没有省级标，最大的标是广东的军区标，还有相对较大的佛山和湛江两个市标。从招标情况来看，输液器分两块：一、非 PVC 输液器，针对它的标全国现在是没有的，只有浙江省 2013 年招了省标，针对的是非 PVC 输液器，由于当时浙江省内没有企业有非 PVC 输液器的证照，在 2014 年初浙江省增加了一条实施的细则，把原有的全科室可以报销的省标变成只有两个科室可以报销；细则规定了两个科室：妇产科和儿科，这部分产品价格不会过高，对公司的销售没有太大的推进作用；从国内该行业的发展来看，非 PVC 输液器渗透率很低，2014 年在国内整个输液器市场为 1%左右的渗透率；而在美国和欧盟都已经超过 80%的渗透率，所以更新换代的事件是必然会发生，但速度会比想象的要慢，短期来看，还没有发现其他省份有明确意愿或计划，针对非 PVC 输液器进行招标的动作；在未来 1-2 年，可能浙江周边的省份或者浙江省内有 1-2 家传统的输液器厂商，能够拿到非 PVC 输液器证照之后，这样浙江省内报销的情况会逐步放开，会对我们非 PVC 输液器的销售，起到明显的推动作用。二、另外一个产品——精密过滤输液器，基本在全国 15 个省份，是在医保范围之内，有些地方能够全部报销，有些是部分报销。公司希望在 2015-2016 年能够拿到更多的省标，特别是现在还不在报销范围内的省份，比如像四川省，云南省等等还没有医保覆盖的地区；从价格来讲，高端输液器从他的渗透率来看，精密过滤输液器在 6%-7%，非 PVC 输液器在 1%，无论是精密过滤还是非 PVC 输液器，基本上还都是比较小的渗透率；从招标价格的情况来看，政府对单价的降价压力还是不大；从竞争方面来看，还没有到和竞争对手比拼价格的阶段，公司认为当渗透率达到 20-25%左右可能会有一个价格上的比拼；另外如果有多轮招标的情况下，每年也会针对公司现有的产品增加一些新的设计和改良，在新一轮招标下也希望通过新的改良和设计来维持稳定的价格，所以相信在未来几年公司的产品价格也会保持相对的稳定。

3、公司上市之前有几个香港的个人股东，上市之后有减持的动作，这些人在公司是起到什么样的作用，将来减持完毕之后和公司是否还存在关系。

在公司 IPO 之前，公司在 2008 年进行了多轮的收购和兼并，有两个香港的财务投资人，这两位投资人在不同的阶段都有对公司进行投资，他们不参与任何公司的管理，在董事会上也没有任何的席位，属于纯粹的财务投资者。他们在 2014 年 9 月 3 号进行了减持，大概占总股本的 10% 的股份，在 9 月底根据他们的公告，他们所持有股份都在 5% 以下。

4、公司的新产品：口腔膜和肌腱膜的发展情况？

公司的这两个产品是天新福最近几年着重去研发的两个产品。口腔膜，它和第二代脑膜是从去年开始做临床，今年将会把临床做完，可能最终要 16 年年底和 17 年获得证照。

肌腱膜非常可能在春节前后就能拿到注册证，该产品在今年 1 月份，天新福的招商大会已经向所有经销商进行推广，该产品也进行过市场调查，调查的结果显示肌腱膜的市场容量，比脑膜的市场容量大很多；肌腱膜主要是用于人体软组织创伤的修复，公司拿到注册证之后，会先从手外科手术做推广；国内手外科市场的情况是：2014 年全国手外科数量一共是 120 万台，和手的肌腱修复相关的手术一共占 60%，大概是 78 万台，在这之间大概 40%，是需要用到相关的防粘黏膜产品；按 2014 年来估算大概为 30 万台左右的需求，每一台需要防粘黏膜的数量是 1-4 片，按每台平均两片来算，那么每年需求为六十万片；现在市场有四种合成材料的防粘黏膜（聚乳酸、透明质酸钠、壳聚糖，五乙烯），但是这些合成材料的渗透率都不高，效果也不太好（比如有一些不会被吸收，或者能吸收的，吸收时间较长；此外有些材料遇到人体体液就会变形，或者形成硬质，导致术后不良反应），他们的单价都在 3000 块左右，估算下来 2014 年终端市场容量大概是 8 个亿人民币。而公司的产品是唯一的以生物材料为基础的产品，它是从牛蹄筋里面提取的胶原蛋白，该产品能起到防粘的作用，并且他能够帮助病人的恢复，因为胶原蛋白能为人体细胞再生提供材料，会有效的加快人体组织的恢复。

5、肌腱膜产品拿到注册证之后，公司会首先在国内哪些区域做推广和销售。

肌腱膜是公司和北京的一家三甲医院——积水潭医院，一起合作开发的。在证照拿到之后，公司会首先在北京积水潭医院的手外科进行推广，由于手外科的权威医生圈子是比较小的，公司会针对手外科权威的医生还有学者、专家会做

一个推广；同时公司会运用天新福现有的经销商网络，希望优质的经销商能让公司先进入医院里面，比如和器械的采购科等先进行沟通，进而再去和手外科的医生沟通，能够将产品做到医院里面，这才是公司的销售计划；同时从招标来看，只要有相关方面的招标，公司会积极的去竞标，争取把产品放入医保范围之内。

6、公司的骨科桥接产品在 2014 年销售情况。

公司骨科桥接产品是在 2012 年下半年推出，在 2013 年的销量相当不错，而 2014 年公司更多的是看重于手术的数量增长，2014 年手术的增长数量是明显大于 2013 年手术的数量，从单品来看可能增速没有那么快，但是还是达到了双位数的增长。另外我们也是在研发骨科的新产品，和关节相关的，从过去几年研发的情况来看，公司有可能在 15 年年底或 16 年年初，拿到注册证的全新产品——金属骨小梁，主要是用于股骨头坏死的治疗，此产品用到了 3D 打印的技术，产品在 2014 年已经做完了所有的临床，也在 2014 年下半年提交了证照的申请，应该在春节前后，审批部门会来现场勘查，公司也是有望能在未来 1-2 年将此产品上市，在国内和该产品类似的只有一家外资企业，公司认为该市场容量不算小。

7、输液器未来的销售策略和增长动力？

公司在高端输液器这块，有 44%左右是来自于北京地区的销售，未来该板块的销售增长可能来自于几个部分：一、北京以外的市场扩张。从全国的高端输液器渗透率来讲，一线城市比如北京，渗透率是比较高了，我们更多的是去二线城市推广，因为二线城市的渗透率基本都在 10%以下；二、另外的增长是来自于现有渠道，包括北京和一些现有覆盖的医院，每一家医院有自身的渗透率，好的医院渗透率是可以达到 100%，比如整个医院都用高端输液器；我们现在覆盖的相当一部分医院，它的渗透率可能集中在儿科、妇产科、肿瘤科三个科室，这里面的增长是相当可观的；三、渗透率超过 50%以上的医院。我们更多的是提升它产品的结构，比如说以前我们卖的是 PVC 精密过滤输液器比较多，现在卖的是非 PVC 输液器，我们会把更多毛利的产品通过现有比较好的渠道来推广。总之，大概就是这三个渠道，另外我们认为北京的增长速度虽然也有双位数的增长，但是比外地增长速度要慢，更多的还是来自北京以外地区的增长。

8、对于骨科关节产品，医生对产品的粘性是否非常大。

骨科市场发展初期，的确是以外资的产品为主，2014 年关节市场的增长情况

大概在 20%左右；关节市场中增长更快的是外资，去年平均都有 30%以上的增长，而内资不到 20%，公司认为发展的阶段非常像几年前的脊柱的增长和创伤产品的增长，当细分的板块刚刚在中国快速增长时，病人和消费者会更多的到三甲医院做手术，所以基本上现在的大的三甲医院是外资的天下，故增长比国内的要快，在二三线城市需求越来越大的时候，能够做手术的医生越来越多，国内的细分板块增速慢慢提高，会产生国产替代进口的趋势。不过现在这个阶段都还是外资的天下，国内更多的是像二三线城市进行一个拓展。

9、输液器、骨科、天新福三个板块之间的协同效应。

三个板块如果从终端医院、终端客户来看，并没有太多的协同效应，但是他们在进科室之前，所有的流程、市场的推广互相都是有协同效应，比如说公司要进医院，都要通过医院的副院长或器械科，公司去竞标的时候也是针对当地同一个招标部门，公司申请证照也是针对同一个部门，所以在这些方面会有一些协同效应；另外不仅是我们现有的输液器和骨科能帮到天新福，反过来天新福也能帮到我们原有的业务，比如说 2014 年在上海，对非 PVC 有个特殊的政策，叫“单独申请、单独报销”，即上海非 PVC 生产的厂商，它可以通过单独申请，如果政府批准，那么他们的产品可以在上海的医院实现报销。由于我们主要阵地是在北京，而没有在上海，所以没有拿到这样的政策，但公司的天新福在上海的团队可以推广公司的高端输液器。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。