

# 千山药机 (300216)

## 输液设备增长稳定，外延扩张进行时

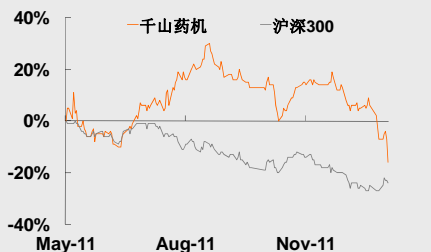
### 推荐 (首次)

现价: 26.43 元

#### 主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.chinasun.com.cn
大股东/持股	刘祥华/13.75%
实际控制人/持股	刘祥华等一致行动人 /34.16%
总股本(百万股)	67
流通 A 股(百万股)	17
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	17.71
流通 A 股市值(亿元)	4.49
每股净资产(元)	10.06
资产负债率(%)	12.7

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

凌军 投资咨询资格编号  
S1060209110193  
0755-22624694  
lingjun004@pingan.com.cn

#### 研究助理

唐文 一般证券从业资格编号  
S1060112010038  
0755-22621979  
tangwen463@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

#### ■ 计提资产减值准备影响利润，预计四季度将部分转回：

公司 2011 年前三季度实现营业收入 1.95 亿元，同比增长 30.9%，净利润 0.37 亿元，同比增长 15.1%。造成利润增速下降的主要原因是公司延长了部分长期合作、信誉良好客户的信用额度和回款期限，导致应收账款较 11 年初增加 164.0%，而公司计提了 802 万元资产减值损失。四季度收回应收账款将使减值损失部分转回。我们预计 2011 年公司收入 2.65 亿元，同比增长 25.6%，净利润 0.56 亿元，同比增长 24.0%。

#### ■ 塑料安瓿包材预计 12 年获批，将启动安瓿生产线升级：

公司塑料安瓿自动生产线于 2009 年研制生产成功。国外市场塑料安瓿包材已经广泛替代玻璃包材，其中在欧美发达国家，塑料安瓿的使用率超过 70%。因为塑料安瓿注射剂在安全性和毛利率方面较玻璃安瓿均有明显优势，我国已有厂家开始推动塑料安瓿包材在药监局的审批，其中科伦药业和成都普什认证进度领先，预计 12 年上半年可以获得补充生产批件。国内市场塑料安瓿对玻璃产品的替代是大概率事件，由于国内仅有千山药机能生产塑料安瓿自动生产线，且产品性能达到国际先进水平而价格相对进口生产线有 65% 左右的优势。公司能在竞争对手推出相关产品之前抢占市场份额，成为安瓿生产线升级的最大受益者。

#### ■ 利用超募资金进行外延收购，进入冻干和固体制剂领域：

公司使用 4800 万超募资金与上海远东制药机械有限公司成立合资公司，占 80% 的股份，上海远东将把小水针和冻干机业务全部转入新设合资公司。上海远东冻干机业务国内市场份额接近 6%，产品具备较强的竞争力。我们预计合资公司 2012 年营业收入为 7000 万元左右，净利润约为 700 万元，收购完成后将增厚公司 EPS 0.08 元。另外，公司拟收购国药龙立科技有限公司 100% 的股权，国药龙立是国内固体制剂生产线和压片机的龙头企业，收购完成后公司将进一步扩大在国内制药装备领域的竞争优势。

#### ■ 盈利预测及评级：

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.84, 1.25 和 1.65 元，对应 2 月 2 日收盘价 26.43 元的 PE 分别为 31.5, 21.1 和 16.0 倍。我们看好公司国内独有的塑料安瓿生产线在升级替代过程中的高速增长和通过在相关领域扩充产品线的协同效应，首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	155	211	265	375	480
YoY(%)	24.8	35.9	25.6	41.5	28.0
净利润(百万元)	31	45	56	84	111
YoY(%)	78.7	45.8	24.0	49.6	31.7
毛利率(%)	53.2	50.7	50.7	51.4	52.5
净利率(%)	20.0	21.4	21.2	22.4	23.0
ROE(%)	23.0	26.2	8.0	10.7	12.3
EPS(摊薄/元)	0.46	0.68	0.84	1.25	1.65
P/E(倍)	56.1	38.5	31.5	21.1	16.0
P/B(倍)	12.9	10.1	3.4	3.0	2.7

## 正文目录

一、	公司近况 .....	4
1.1	应收账款大幅增加，资产减值准备计提影响利润增速 .....	4
1.2	塑料安瓿包材获批后将启动安瓿生产线升级过程 .....	4
1.3	自动灯检机替代人工灯检是长期趋势 .....	5
1.4	利用超募资金进行外延收购，进入冻干和固体制剂领域 .....	5
二、	收入及盈利预测 .....	5
2.1	分产品收入预测 .....	6
2.2	盈利预测 .....	6
三、	核心信息附录 .....	7
3.1	公司业务概要 .....	7
3.2	公司历史业绩概要 .....	8
3.3	公司股权结构 .....	9

## 图表目录

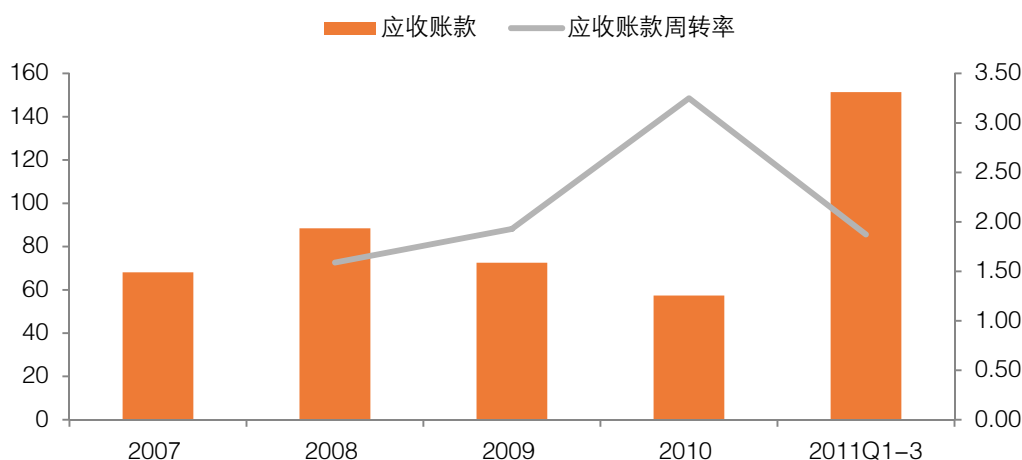
图表 1	公司应收账款的变化 .....	4
图表 2	塑料安瓿相对于玻璃安瓿的优缺点比较 .....	4
图表 3	已获得塑料安瓿包材批件的企业 .....	5
图表 4	自动灯检与人工灯检的比较 .....	5
图表 5	分产品收入成本预测 .....	6
图表 6	2011 年上半年收入构成 .....	7
图表 7	2011 年上半年毛利构成 .....	7
图表 8	公司各项业务毛利率的变化 .....	7
图表 9	公司业绩增长情况 .....	8
图表 10	公司销售、管理费用率变化 .....	8
图表 11	公司股权结构图 .....	9

## 一、公司近况

### 1.1 应收账款大幅增加，资产减值准备计提影响利润增速

公司2011年前三季度实现营业收入1.95亿元,同比增长30.9%,净利润0.37亿元,同比增长15.1%。造成利润增速下降的主要原因是公司延长了部分长期合作、信誉良好客户的信用额度和回款期限,导致应收账款较11年初增加164%,而公司计提了802万元资产减值损失。四季度收回应收账款将使减值损失部分转回。剔除资产减值准备,公司11年前三季度的实际利润同比增长36.7%。我们认为欠公司账款的均为资质较好,基本无偿付风险的客户,所以不存在大笔坏账计提的风险。预计2011年公司收入2.65亿元,同比增长25.6%,净利润0.56亿元,同比增长24.0%。

图表1 公司应收账款的变化(单位:百万元)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

### 1.2 塑料安瓿包材获批后将启动安瓿生产线升级过程

国外市场塑料安瓿包材已经广泛替代玻璃包材,其中在欧美发达国家,塑料安瓿的使用率超过70%。我国目前的塑料安瓿使用率还不到1%,主要原因是之前塑料安瓿生产线需要从国外进口,价格约为1500万元/台,国内药品生产企业从引进生产线到产品生产获批投入大、周期长,不具备经济性。公司塑料安瓿自动生产线于2009年研制生产成功,产品性能达到国际先进水平而价格仅为500万元左右,相对进口生产线有明显优势。

图表2 塑料安瓿相对于玻璃安瓿的优缺点比较

优点	缺点
易灌装、不易碎	阻隔性较弱,但新材料的研发使用可提升该性能
可进行标志,提供更多信息	滤出成分可能污染产品,但该现象仅存在于少数药品
可减少开瓶过程中产生的不溶性微粒	产品有效期较短
简化用药过程的操作	

资料来源:平安证券研究所

塑料安瓿注射剂在安全性和毛利率方面较玻璃安瓿均有较大优势,我国已有厂家开始推动塑料包材在药监局的审批,其中科伦药业和普什制药认证进度领先,预计12年上半年可以获得补充生产批件。

国内市场塑料安瓿对玻璃产品的替代是大概率事件，由于国内仅有千山药机能生产塑料安瓿自动生产线，公司能在竞争对手推出相关产品之前抢占市场份额，成为安瓿生产线升级的最大受益者。

图表3 已获得塑料安瓿包材批件的企业

品种名称	注册证号	批准日期	企业名称
聚乙烯安瓿	国药包字 20101098	2010/12/9	湖北科伦药业
聚乙烯塑料安瓿	国药包字 20100967	2010/11/3	成都普什制药
注射用聚乙烯安瓿	国药包字 20050300	2005/7/15	大冢制药

资料来源：药监局平安证券研究所

### 1.3 自动灯检机替代人工灯检是长期趋势

由于注射剂是直接注入人体血管的药品，如果存在异物会产生非常大的危害，异物经注射进入血管中，可引起静脉血管炎、血栓等严重的疾病，所以出厂前需检查全部产品的澄明度（即可见异物检查），以确保产品合格。自动灯检机高效、稳定、精确的特性确保了其相对传统人工灯检机存在较大的优势。公司的自动灯检机包括大输液和玻璃安瓿两种，其中 50ML 以上大容量灯检系统国内仅有千山药机一家企业可以生产。2011 年上半年公司实现智能灯检机收入 1350 万元，预计全年确认收入 2300 万元左右。

图表4 自动灯检与人工灯检的比较

	自动灯检	人工灯检
检测方法	机器自动检测	经长期培训的专门人员灯光下检测
检测速度	1000-2000 支/小时	约 30000 支/小时
检测精度	50-80 $\mu$ m	40 $\mu$ m
漏检率	0.3%以内	较高
成本	150-200 万/台	约 100 万/年（一条常规生产线）

资料来源：平安证券研究所

### 1.4 利用超募资金进行外延收购，进入冻干和固体制剂领域

公司使用 4800 万超募资金与上海远东制药机械有限公司成立合资公司，占 80%的股份，上海远东将把小水针和冻干机业务全部转入新设合资公司。上海远东冻干机业务国内市场份额接近 6%，产品具备较强的竞争力。我们预计合资公司 2012 年营业收入为 7000 万元左右，净利润约为 700 万元，收购完成后将增厚公司 EPS 0.08 元。另外，公司拟收购国药龙立科技有限公司 100%的股权，国药龙立是国内固体制剂生产线和压片机的龙头企业，收购完成后公司将进一步扩大在国内制药装备领域的竞争优势。

## 二、收入及盈利预测

## 2.1 分产品收入预测

图表5 分产品收入成本预测

单位：百万元		2010	2011E	2012E	2013E
软袋生产线	收入	89	120	150	180
	YOY	-	34.8%	25.0%	20.0%
	成本	33	43	55	68
	毛利率	62.9%	64.0%	63.5%	62.0%
塑瓶生产线	收入	41	38	35	30
	YOY	-	-6.8%	-7.9%	-14.3%
	成本	20	25	23	20
玻璃安瓿生产线	收入	17	25	28	30
	YOY	-	45.6%	12.0%	7.1%
	成本	11	19	21	23
	毛利率	35.6%	25.0%	25.0%	25.0%
玻璃输液生产线	收入	16	24	22	20
	YOY	-	52.2%	-8.3%	-9.1%
	成本	10	15	14	13
	毛利率	35.2%	37.0%	35.0%	33.0%
塑料安瓿生产线及其他	收入	48	35	100	160
	YOY	-	-27.5%	185.7%	60.0%
	成本	30	21	55	80
	毛利率	38.7%	40.0%	45.0%	50.0%
智能灯检机	收入	-	23	40	60
	YOY	-	-	73.9%	50.0%
	成本	-	8	15	24
	毛利率	-	65.0%	63.0%	60.0%
合计	收入	211	265	375	480
	YOY	-	25.6%	41.5%	28.0%
	成本	104	131	182	228
	毛利率	50.7%	50.7%	51.4%	52.5%

资料来源：平安证券研究所

## 2.2 盈利预测

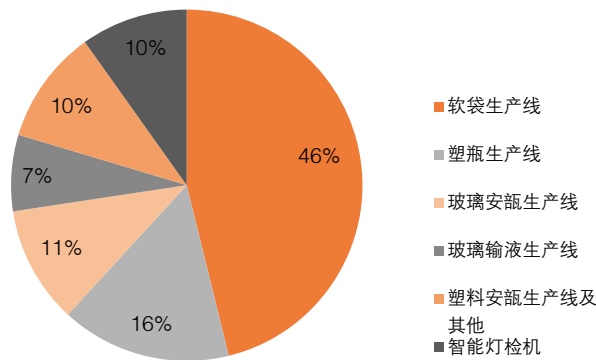
我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.84, 1.25 和 1.65 元, 对应 2 月 2 日收盘价 26.43 元的 PE 分别为 31.5, 21.1 和 16.0 倍。我们看好公司国内独家的塑料安瓿生产线在升级替代过程中的高速增长和通过在相关领域扩充产品线的协同效应, 首次给予“推荐”评级。

### 三、核心信息附录

#### 3.1 公司业务概要

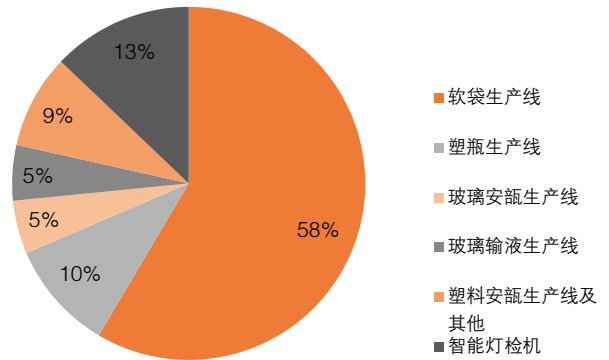
公司是国内最主要的注射剂生产设备供应商之一，主要产品包括非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线、自动灯检机等。公司的最主要的业务是非 PVC 膜软袋大输液生产自动线，2011 年上半年该业务收入占公司总收入的 46%，占毛利的 58%。

图表6 2011年上半年收入构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

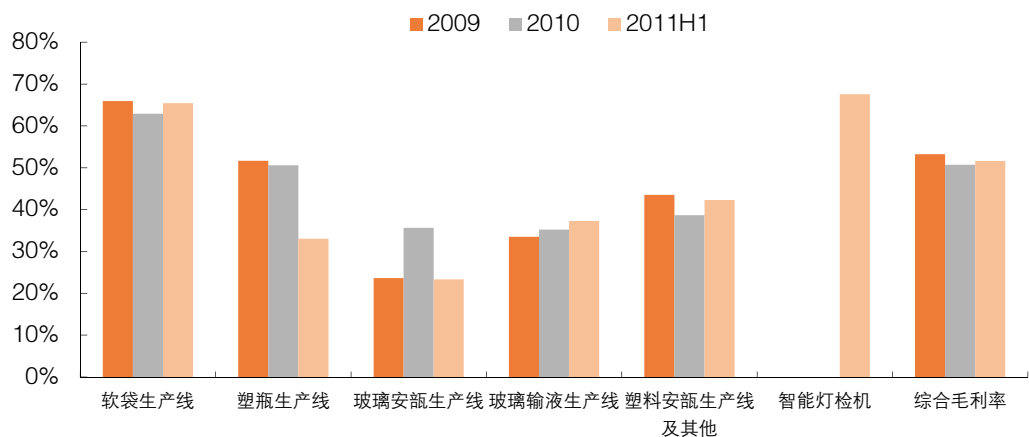
图表7 2011年上半年毛利构成



资料来源：WIND资讯、平安证券研究所

公司主营业务是各类注射剂生产设备及配套产品。由于大输液产品已经开始软塑化，所以软袋生产线仍能保持较高的毛利率水平。另外公司是国内少数几家能生产自动智能灯检机的企业，毛利率高达 67.6%，短期内产品可以保持较高的盈利水平。

图表8 公司各项业务毛利率的变化

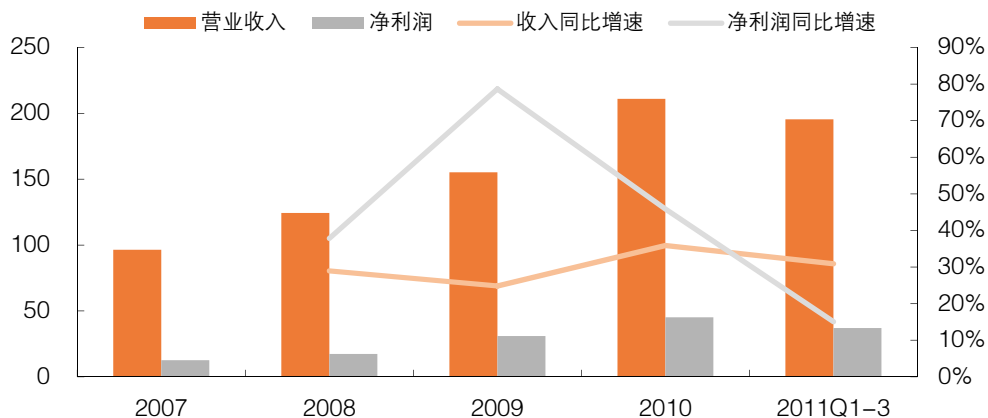


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.2 公司历史业绩概要

公司营业收入增长迅速，2007 年公司营业收入 0.96 亿元，2010 年增加到 2.11 亿元，年复合增长率为 30.02%。2011 年前三季度实现营业收入 1.95 亿元，同比增长 30.88%。2007 年公司的净利润为 0.13 亿元，2010 年达到 0.45 亿元，利润的年复合增长率为 53.36%。2011 年前三季度归属母公司净利润为 0.37 亿元，同比增长 15.05%，造成利润增速下降的主要原因是 11 年延长了部分信誉良好的大客户的回款期限，导致应收账款大量增加，计提了部分资产减值损失。四季度收回应收账款将使得减值损失部分转回。

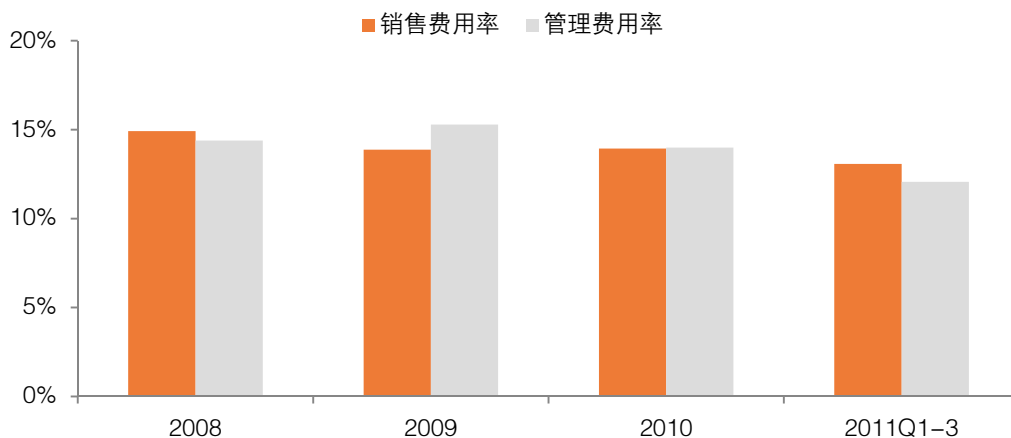
图表9 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

公司的销售费用率自 2008 年起到 2011 年前三季度间一直保持在 13%–15%左右，基本维持稳定。2011 年前三季度公司管理费用为 0.24 亿元，费用率有所下降，为 12.07%。

图表10 公司销售、管理费用率变化



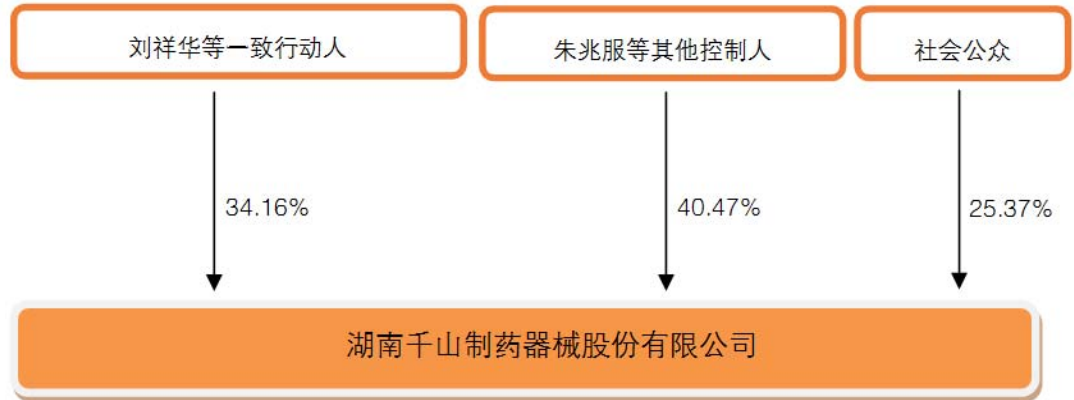
资料来源：公司公告，平安证券研究所



### 3.3 公司股权结构

公司第一大股东为董事长兼总经理刘祥华，持有公司 13.75%的股份。实际控制人为刘祥华等 8 名一致行动人，合计持有 34.16%的股份。

图表11 公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	212	608	612	638
现金	69	420	353	308
应收账款	57	72	102	130
其他应收款	2	3	4	5
预付账款	17	21	29	36
存货	65	90	119	153
其他流动资产	2	3	4	5
<b>非流动资产</b>	87	173	273	389
长期投资	0	0	0	0
固定资产	58	132	223	328
无形资产	9	9	9	9
其他非流动资产	20	31	41	52
<b>资产总计</b>	299	781	885	1026
<b>流动负债</b>	124	79	100	130
短期借款	70	0	0	0
应付账款	21	35	42	57
其他流动负债	33	44	57	73
<b>非流动负债</b>	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	0	0	0
<b>负债合计</b>	127	79	100	130
少数股东权益	0	0	0	0
股本	50	67	67	67
资本公积	39	495	495	495
留存收益	84	140	224	334
归属母公司股东权益	172	702	786	896
<b>负债和股东权益</b>	299	781	885	1026

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	46	37	40	82
净利润	45	56	84	111
折旧摊销	0	5	9	15
财务费用	4	-1	-4	-2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-25	-55	-46
其他经营现金流	-3	2	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-17	-90	-110	-130
资本支出	17	90	110	130
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-1	404	4	2
短期借款	18	-70	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0
资本公积增加	0	456	0	0
其他筹资现金流	-19	1	4	2
<b>现金净增加额</b>	29	351	-66	-46

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	211	265	375	480
营业成本	104	131	182	228
营业税金及附加	1	2	2	3
营业费用	29	36	51	65
管理费用	30	34	49	62
财务费用	4	-1	-4	-2
资产减值损失	-7	4	-1	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	50	60	96	125
营业外收入	3	6	2	4
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	53	65	98	129
所得税	7	9	14	18
<b>净利润</b>	45	56	84	111
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	45	56	84	111
EBITDA	54	63	101	137
EPS (元)	0.90	0.84	1.25	1.65

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	35.9%	25.6%	41.5%	28.0%
营业利润	50.0%	18.7%	60.9%	30.4%
归属于母公司净利润	45.8%	24.0%	49.6%	31.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	50.7%	50.7%	51.4%	52.5%
净利率(%)	21.4%	21.2%	22.4%	23.0%
ROE(%)	26.2%	8.0%	10.7%	12.3%
ROIC(%)	26.7%	7.1%	10.1%	11.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.4%	10.1%	11.3%	12.7%
净负债比率(%)	55.11%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.71	7.68	6.13	4.90
速动比率	1.18	6.53	4.92	3.71
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.49	0.45	0.50
应收账款周转率	3	4	4	4
应付账款周转率	4.62	4.72	4.72	4.59
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.84	1.25	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.55	0.60	1.22
每股净资产(最新摊薄)	2.57	10.47	11.73	13.37
<b>估值比率</b>				
P/E	52.90	31.46	21.14	16.02
P/B	13.88	3.41	3.05	2.67
EV/EBITDA	44	38	24	17

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

# 中国平安 PINGAN

## 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257