



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 医疗器械

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉辉为本报告重要贡献者

千山药机调研纪要

近日我们调研千山药机(300216.CH/人民币 11.68, 未有评级), 与公司董事长、财务总监、董秘等高管就公司经营情况做了较深入的交流。相关纪要如下:

大输液品种生产线销售额增长超预期。除软袋生产线销售额同比增速低于预期外, 2012年1-9月, 公司大输液品种生产线增长全线超预期。尽管玻璃瓶大输液在被其他包装品种大输液逐步取代, 但受益于新版 GMP 认证截止日期临近, 玻璃瓶生产企业改造既有生产线与采购新生产线的消费需求仍然强烈; 这导致1-9月公司玻璃瓶生产线销售额同比大幅增长。今年以来, 农村市场塑瓶销售快速放量; 受此影响, 公司塑瓶大输液生产线同比大幅增长。传统玻璃安瓿品种需求量大面广; 我们预计受新版 GMP 认证截止日期临近影响, 公司1-9月玻璃安瓿生产线销售额同比翻倍; 但该品种利润较薄, 增量贡献相对有限。软袋生产线业务受2011年约3,600万一次性大订单影响, 1-9月销售额增速同比大幅回落; 但目前公司4季度订单已经较满, 我们预计软袋生产线业务全年同比增速有望持平。

塑料安瓿与三合一代表未来大输液包材发展趋势。我们认为塑料安瓿与三合一内封式输液未来将持续对既有玻璃安瓿、塑瓶玻璃瓶等形成替代, 将成为未来大输液系列包材的发展趋势。塑料安瓿由天津大冢首先引入中国市场。公司该业务上的募投项目进展顺利, 已经实现塑料安瓿生产线销售; 在手订单量较为丰富, 我们预计可以支撑公司明年业绩增长。我们注意到科伦药业引入的欧洲生产线生产的塑料安瓿水针已通过认证, 预计这将大幅增加输液制造企业的采购热情。同时我们认为, 政策推动下高采购成本的中硼硅玻璃替代低采购成本的低硼硅玻璃趋势确立, 这将加速玻璃安瓿的市场退出速度。三合一内封式输液在质量控制与定价上远优于传统大输液包材品种, 将成为大输液行业中的新星。我们预计领跑者华润双鹤三合一产品近期有望通过新版 GMP 认证, 明年如期销售放量。公司目前为国内仅有的三合一内封式输液生产线制造企业, 且后续技术储备充足, 我们预计将在三合一放量替代传统品种的趋势中持续受益。我们看好高利润率的塑料安瓿生产线与三合一生产线业务对公司未来业绩的支撑。

在手订单相对充裕。公司目前在手订单相对充裕, 我们粗略公司在手订单量与今年1-9月销售量相近。我们认为公司将从即将召开的药机展上获得更多的订单, 预计4季度订单量将放量。公司从接受订单到发货预计约需要100天左右的时间, 我们预计公司今年订单量将支撑明年业绩增长。

采血设备将提供业绩增量。为将业务多元化以对冲未来增速下滑风险, 公司加强了对外合作的战略地位, 先后公告与远东医疗与美资公司的合作, 并将进入到采血设备等医疗器械制造领域。采血设备业务领域, 我们认为公司采用的收购成熟标的方式将大幅缩短产品上市时间。公司在该领域已有较丰厚技术储备及相应渠道储备, 我们预计产品在明年后将开始为公司业绩贡献增量。

新版 GMP 认证影响将有望持续到 2014 年。我们估计若有 3/5 的医药制造业生产企业通过新版 GMP 认证，将对中国药品供应影响有限。目前大致约有 1/5 的医药制造业生产企业已通过新版 GMP 认证，因此我们预计明年可能将有 2/5 的医药制造业生产企业集中申请通过新版 GMP 认证，这将超出新版 GMP 认证相关部门的处理能力，我们预计新版 GMP 认证影响有望持续到 2014 年。对于提供高质量无菌制药机械装备的生产企业来说，将同时迎来机遇和挑战：2013 年的行业爆发性增长机会与 2014 年后的断崖式业绩负增长。我们认为，相关无菌药机制造公司将采用 2013 年扩充产能、2014 年及以后拓展国外销售业务、2013-2014 年加速新产品推出与推广进程的方式来享受机遇，对冲风险。公司在这方面也做了诸如拓展合作范围、加速介入医疗器械领域、完善新产品储备等工作；我们预计与竞争对手相比，公司这类拥有技术储备与一定渠道优势的企业受到行业性冲击相对较小。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日：12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	210.99	263.71	334.00	454.00	563.00
变动(%)	35.87	24.99	26.66	35.93	24.07
归属母公司的股东净利润(百万元)	45.23	51.55	67.00	87.00	112.00
变动(%)	45.85	13.98	29.97	29.85	28.74
每股收益(元)	0.338	0.385	0.500	0.649	0.836
市盈率(倍)	34.61	30.36	23.36	17.99	13.97
每股经营现金流(元)	0.345	-0.520	0.890	0.010	0.080

资料来源：公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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