



赵冰
 021-53519888-1902
 Zhaobing@shzq.com
 执业证书编号: S0870511030004
 魏贇 (研究助理)
 021-53519888-1960
 weiyun@shzq.com
 执业证书编号: S0870111100006

基本数据 (2012Q3)

报告日股价 (元)	14.00
12mth A 股价格区间 (元)	16.42/8.70
总股本 (百万股)	141.288
无限售 A 股/总股本	43.00%
流通市值 (亿元)	9.03
每股净资产 (元)	5.04
PBR (X)	2.95
DPS (2011, 元)	10 转 10 派 0.30

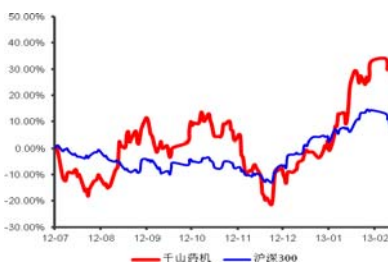
主要股东 (2012Q3)

刘祥华	13.75%
朱兆服	3.92%
钟波	3.73%

收入结构 (2012H1)

玻璃安瓿注射剂生产线	28.11%
塑瓶大输液生产线	21.88%
非 PVC 软袋大输液生产线	16.65%
智能灯检机	11.52%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: WY13-CI01

相关报告:

首次报告日期: 2013-03-18

新版 GMP 机会犹存 收购意在医疗器械

■ 报告目的:

近期我们对千山药机进行了调研,本报告对此次调研情况进行了梳理总结。

■ 主要观点:

输液生产线仍有受益新版GMP认证机会

公司输液生产线主要包括玻璃瓶、塑瓶和非PVC软袋,受益于新版GMP改造,制药装备行业进入景气周期。今年是无菌制剂认证的最后期限,根据SFDA公布的数据,目前通过认证的企业占比仅为13%,可以预见今年将出现中小企业集中改造的高峰,公司作为龙头企业,输液生产线仍有受益机会。目前订单饱满,产能出现瓶颈。公司加大外协生产常规部件以确保订单按时交付,侧重高毛利订单生产以提高毛利率。前三季度实现营业收入2.14亿元,净利润4310.3万元,根据业绩快报,第四季度实现收入1.51亿元,同比增长121.16%,净利润2829.32万元,同比增长95.37%,预计公司2013年业绩仍能显著提升。

二线产品支撑后续增长

公司二线产品主要是塑料安瓿生产线、灯检仪以及千山远东的冻干机等。公司是塑料安瓿生产线国内唯一供应商,该生产线能否放量主要依赖与 SFDA 批准塑料安瓿制剂的时间,目前公司订单主要在海外市场。灯检仪工艺已经成型,已经有客户进行二次购买,证明市场已经逐步打开。千山远东在冻干机业务有成熟经验,目前订单充裕,公司期待今年能有恢复性增长。

战略性进入医疗器械领域

通过收购德国 R+E, 公司拥有了医用预灌封注射器针尖的组装设备、医用塑料注射器组装机 (包括胰岛素注射器、注射笔的组装)、真空采血管的生产线交钥匙工程生产线等,今后公司将自行生产真空采血管并借此战略性进入医疗器械领域。公司还成立医疗器械子公司,生产尿道支架、导尿管及内窥镜,进一步充实器械类产品。

■ 投资建议:

未来六个月内, 维持“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.36元,预计12年、13年EPS为0.51元、0.82元,以3月18日收盘价14.00元计算,市盈率分别为27.54倍和17.08倍。医疗器械上市公司12年、13年市盈率中值分别为34.62倍和27.47倍,公司2012年的估值水平低于行业平均水平。我们认为,新版GMP认证对企业的拉动效应明显,二线品种有技术优势,可以支撑后续增长,公司通过并购战略性进入医疗器械领域,股权激励锁定未来成长性。

我们看好公司的发展，给予“未来六个月，跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥,百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	263.71	366.77	563.73	664.85
年增长率	24.99%	39.08%	53.70%	17.94%
归属于母公司的净利润	51.55	71.83	115.94	133.97
年增长率	13.98%	39.34%	61.40%	15.55%
每股收益 (元)	0.36	0.51	0.82	0.95
PER (X)	38.37	27.54	17.08	14.79

注：有关指标按当年股本摊薄

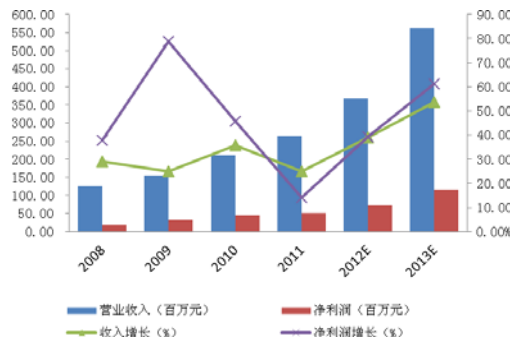
一、输液生产线仍有受益新版 GMP 认证机会

公司输液生产线主要包括玻璃瓶大输液自动生产线、塑瓶大输液自动生产线、非PVC软袋大输液自动生产线和玻璃安瓿注射剂自动生产线等。公司前三季度实现营业收入2.14亿元，净利润4310.3万元，根据业绩快报，公司2012年全年实现营业收入3.65亿元，较上年同期增长38.24%，实现归属于母公司所有者的净利润为7139.60万元，较上年同期增长38.50%；基本每股收益为0.53元。据此推算，公司第四季度实现收入1.51亿元，同比增长121.16%，净利润2829.32万元，同比增长95.37%。

受益于新版GMP改造，制药装备行业在2009年进入景气周期。根据要求，今年是无菌制剂生产企业改造认证的最后期限，逾期不能通过认证者，其产品将不能继续生产和销售。由于新版GMP大幅提高了对无菌制剂的生产要求，因此生产线改造带来的市场需求巨大。根据SFDA公布的数据，截至今年1月，全国1319家无菌药品生产企业，通过新版GMP认证的仅有176家，通过率为13.3%。去年12月，SFDA曾在新版GMP推进工作现场会上发布数据称，大约有23%的无菌药品生产企业计划在2012年年底通过认证。目前认证的实际进度低于预期。前不久SFDA明确表态，对于认证时间不放宽，要求不降低，由此可以预见，今年将出现企业集中改造的高峰。我们认为，第一阶段的市场需求主要是以大企业老生产线改造和新生产线建设的需求为主，现阶段将逐渐转化为中小企业的改造为主。改造的主要特点是部件定制化，订单数量多，每单金额较小，备件需求量较大。中小企业将主要向国内企业采购，公司作为龙头企业，受益机会巨大。

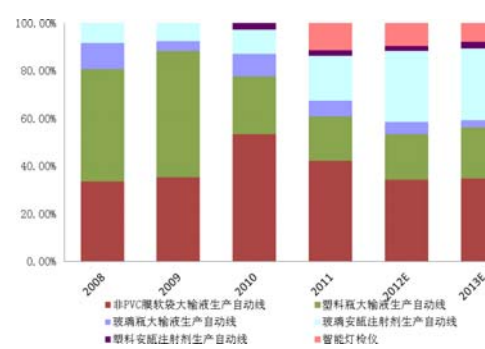
由于开始改造到实际通过认证，期间约有半年甚至更长的时间差，因此已经进行改造的企业占比超过13.3%的通过率数据。从改造需求的角度分析，公司认为目前已经有20%的需求释放，2013年仍将有40%的改造需求转化为实际订单，到2014年还将有20%的改造需求陆续释放，剩下20%将是放弃改造退出市场的输液生产线。照此估算，今年新版GMP改造带来的市场规模有望比去年增加一倍。公司目前订单饱满，产能出现瓶颈。公司加大外协生产常规部件以确保订单按时交付，将重点保障高毛利订单的生产和按时交付。外部协作会在一定程度上影响毛利率，但不使用的部件会影响订单完成，预计有30%的常规部件会通过外协完成，核心部件生产和组装仍由公司完成。预计公司2013年业绩仍能显著提升。

图 1 公司近年来营业收入及净利润情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 2 公司主营业务结构



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、二线产品支撑后续增长

公司二线产品主要是塑料安瓿生产线、智能灯检仪以及千山远东的冻干机等。

公司是塑料安瓿生产线国内唯一供应商，与玻璃安瓿相比，塑料安瓿方便运输，不易破碎，打开时不存在玻璃碎屑污染药品和伤害医务人员的风险，但塑料材质化学稳定性相对较差，热敏性差，与药品相容性逊于玻璃材质。目前国内使用塑料安瓿的药品主要是大冢的氯化钾、葡萄糖注射液，科伦的注射用水以及部分单次使用的眼药水，SFDA暂未大量批准塑料安瓿包材的小容量治疗性注射液，因此该生产线能否放量主要依赖于SFDA批准采用塑料安瓿包材的时间。目前公司订单主要在海外市场。2012年公司有4条生产线已经确认，其中3条未国内客户，1条为国外客户，还有2条未确认，均为国外订单。公司2009年开始研发塑料安瓿生产线，到12年才正式销售，塑料安瓿生产线有较高的技术壁垒，因此在未来3年公司能够市场独享。塑料安瓿生产线价格400万~600万，毛利率较高，进口产品价格超过1000万。

公司去年四季度放慢了智能灯检仪的推出步骤，主要为了工艺定型。今年工艺方面已经稳定，市场正逐步打开，已经有客户进行二次购买。全国约2000条安瓿注射剂生产线，假设一条线配备1台灯检仪，以一台均价150万计，市场容量超过30亿。目前国内智能灯检仪供应商有5家，国内主要竞争对手为湖南正中，湖南正中一年销售量为几十台。市场上的智能灯检仪主要针对玻璃安瓿，公司不仅生产安瓿智能灯检仪，还是大容量注射液灯检仪唯一供应商。灯检仪还可用于口服液和酒类的异物检测，目前已经有酒类企业在试用。公司灯检仪去年的销售额不到2000万，今年起有望逐步放量。灯检仪主要是市场需求驱动，因此不会像输液生产线那样出现周期性爆发式增长。

公司与上海远东成立合资公司，上海远东在冻干粉针线及冻干机

具有技术优势。去年起玻璃安瓿生产线、冻干粉针生产线、冻干机订单全部由合资承接，在原有技术基础上进行技术升级，并承接了原有市场份额。千山远东筹备期生产经营受调整的影响，且前期的费用也比较多，导致2012年前三季度是亏损的。目前，千山远东已慢慢步入正轨，2012年基本保平。冻干机东富龙和新华医疗都可以生产，市场竞争相对激烈，不过公司目前订单充裕，公司期望今年能有恢复性增长。

三、战略性进入医疗器械领域

通过收购德国R+E，公司拥有了医用预灌封注射器针尖的组装设备、医用塑料注射器组装机（包括胰岛素注射器、注射笔的组装）、真空采血管的生产线交钥匙工程生产线等。R+E公司另一生产线液态奶过滤器目前主要客户为雀巢。预灌封注射器主要用于生物制品和疫苗，在高值生物制品中采用度较高，市场前景广阔，但由于存在审批与推广的问题，短期来看，国内市场预灌封注射器针尖组装设备暂时难以上量，公司收购后产品主要针对海外市场。此前德国企业由于资金量不足，只能满足小量订单的需求，实际订单已经排到2013年，这也是收购方案中13年利润的50%要支付给R+E原股东的一个重要原因。公司注资后，可以尽快提高产能，提升销售额。收购德国R+E有助于提升公司技术水平，提升公司品牌，拓展海外市场。液态奶过滤器

真空采血管生产线今后将不再对外供应，公司正投资15430万元建设10条生产线，形成年产8亿支一次性无菌真空采血管、8亿支采血针的生产规模。公司借此战略性进入医疗器械领域。采血管生产线公司计划年中建成，但目前看来时间略显紧迫。公司产品为无菌型，而市场其他采血管均为非无菌型，两者成本相差不大，但无菌型毛利更高。12年采血管的消耗量约为30亿只，市场供需处于平衡状态，但公司无菌产品入市后，有望凭借技术优势快速抢占部分非无菌管市场。公司采血针拥有专利，针内装有单向阀，可以避免血液回流带来的人体染菌风险，一般一只采血针配3~4只采血管，采血针市场处于供不应求状态。公司曾有家子公司生产大输液，有医院渠道销售力量。大输液企业转让后，这批销售人员被储备用来作为器械子公司的前期销售力量。

此外，公司还与上海圣博艾医疗科技有限公司合资设立控股子公司，公司持有80%股权。合资公司的主要产品有输尿管支架、导尿管、内窥镜等，厂房将主要利用千山远东公司现有厂房车间。圣博艾负责

产品设计，协助完成产品试制和生产，使合资公司达到生产主营产品
的条件，协助完成批准文件的申请和报批，协助产品的市场推广。圣
博艾此前主要从事二、三类医疗器械的销售，医疗器械领域内的技术
开发、技术咨询、技术转让、技术服务，有输尿管支架的专利和技术
以及华东区的医院销售渠道，但没有生产经验。两者合资正好实现优
势互补。

我们认为，公司借助并购战略性进入医疗器械领域，有助于公司
在输液生产线景气周期过后保证未来业绩。

四、股权激励锁定未来成长性

去年公司公布股权激励方案草案，88名激励对象拟以5.87元价格
获得800万股股票，其中包括71.2万股的预留股票，用于激励未来一
年内新引进及晋升的中高级人才。其解锁条件为：1) 以2011年净利
润作为固定计算基数，2012年、2013年、2014年公司净利润增长率分
别达到或超过30%、69%、120%；2) 2012年、2013年、2014年公司
净资产收益率分别不低于8%、9%、10%。

表 1 股权激励方案

锁定期	解锁安排	业绩考核条件	解锁比例
自授予 日后的 12个月	第一次：授予日12个月 后至24个月内解锁	2012 年度的净利润不低于 2011 年度 的 130%，且净资产收益率不低于 8%	15%
	第二次：授予日24个月 后至36个月内解锁	2013 年度的净利润不低于 2011 年度 的 169%，且净资产收益率不低于 9%	35%
	第三次：授予日36个月 后至48个月内解锁	2014 年度的净利润不低于 2011 年度 的 220%，且净资产收益率不低于 10%	50%

数据来源：公司公告，上海证券研究所

公司2011年扣非后归属母公司所有者净利润为4902.43万元，按
照激励方案，12~14年扣非后净利润至少应为6373.16万元、8285.11
万元、10785.35万元。此次草案对中高级管理人员及核心技术人员授
予比重超过60%，有利于调动人才积极性，也在一定程度上锁定公司
未来成长性。

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.36元，预计12年、13年EPS为0.51元、

0.82元，以3月18日收盘价14.00元计算，市盈率分别为27.54倍和17.08倍。医疗器械上市公司12年、13年市盈率中值分别为34.62倍和27.47倍，公司2012年的估值水平低于行业平均水平。我们认为，新版GMP认证对企业的拉动效应明显，二线品种有技术优势，可以支撑后续增长，公司通过并购战略性进入医疗器械领域，股权激励锁定未来成长性。我们看好公司的发展，给予“未来六个月，跑赢大市”评级。

六、风险提示

- 1、塑料安瓿获批进度低于预期；
- 2、医疗器械业务进展缓慢；
- 3、收购整合不力。

七、附表

附表1 千山药机损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	210.99	263.71	366.77	563.00	663.43
二、营业总成本	160.82	207.11	283.73	429.08	508.77
营业成本	104.03	122.73	182.50	279.32	332.30
营业税金及附加	1.14	2.43	3.30	5.07	5.97
销售费用	29.41	36.26	45.85	67.56	79.61
管理费用	29.52	35.67	51.35	76.01	89.56
财务费用	4.22	0.50	0.73	1.13	1.33
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	50.16	56.59	83.04	133.92	154.65
加: 营业外收入	2.54	3.05	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.02	0.08	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	52.68	59.57	83.04	133.92	154.65
减: 所得税	7.45	8.01	11.21	18.08	20.88
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	45.23	51.55	71.83	115.84	133.77
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	45.23	51.55	71.83	115.84	133.77
七、摊薄每股收益 (元)	0.32	0.36	0.51	0.82	0.95

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
大输液生产线合计	13,764.20	16,873.95	27,148.57	26,583.11
玻璃安瓿注射剂生产线	3,911.58	8,605.48	13,768.76	12,391.89
塑料安瓿注射剂生产线	444.44	622.22	1,244.43	1,617.76
智能灯检机	2,333.33	2,776.66	3,609.66	4,692.56
其他	5,908.35	7,799.03	10,528.69	21,057.38
合计	26,361.90	36,677.33	56,300.11	66,342.69
分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
大输液生产线合计	6442.45	7476.37	12141.61	11843.39
玻璃安瓿注射剂生产线	2539.01	4991.18	7985.88	7187.29
塑料安瓿注射剂生产线	195.46	248.89	497.77	647.10
智能灯检机	739.84	1166.20	1516.06	1970.88
其他	2349.16	4367.46	5790.78	11581.56

合计	12265.92	18250.09	27932.10	33230.22
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
大输液生产线合计	-5.42%	22.59%	60.89%	-2.08%
玻璃安瓿注射剂生产线	127.88%	120.00%	60.00%	-10.00%
塑料安瓿注射剂生产线	0.00%	40.00%	100.00%	30.00%
智能灯检机	-	19.00%	30.00%	30.00%
其他	34.99%	32.00%	35.00%	100.00%
合计	24.99%	39.13%	53.50%	17.84%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
大输液生产线合计	53.19%	55.69%	55.28%	55.45%
玻璃安瓿注射剂生产线	35.09%	42.00%	42.00%	42.00%
塑料安瓿注射剂生产线	56.02%	60.00%	60.00%	60.00%
智能灯检机	68.29%	58.00%	58.00%	58.00%
其他	60.24%	44.00%	45.00%	45.00%
合计	53.46%	50.24%	50.39%	49.91%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰、魏赞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
大市同步	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。