

投资品 - 机械

大输液制药器械龙头

— 千山药机 (300216.SZ) 调研纪要

2013 年 7 月 19 日

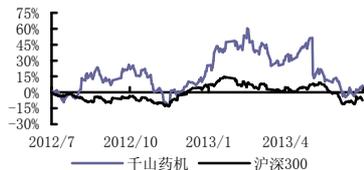
评级: 中性(首次)

市场数据	2013 年 7 月 18 日
当前价格 (元)	10.76
52 周价格区间 (元)	8.80-16.21
总市值 (百万)	1976.34
流通市值 (百万)	937.20
总股本 (百万股)	183.67
流通股 (百万股)	87.10
日均成交额 (百万)	29.35
近一月换手 (%)	75.00%
Beta (2 年)	
第一大股东	刘祥华
公司网址	http://www.chinasun.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	364.56	481	604	725
净利润 (百万元)	71.21	97	131	166
每股收益 (元)	0.53	0.53	0.71	0.90
净利润增长率 %	38.14%	36%	35%	27%
每股净资产 (元)	5.55	4.72	5.35	6.13
市盈率	20.30	20.83	15.40	12.17
市净率	1.94	2.33	2.05	1.79
EV/EBITDA	21.77	14	10	8

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
千山药机	-38.21%	27.54%	177.01%
沪深 300	-7.17%	-8.91%	-7.00%

■ 千山药机是国产制药器械的领先企业。2007 年度、2008 年度我国工业行业排头兵企业，2007 年度、2008 年度公司分别位列中国工业行业排头兵企业制药专用设备制造行业前三名，2009 年度注射剂生产设备销量及销售收入均排名同行业前三名，其中大输液生产设备销量及销售收入居同行业首位。公司的设备被国内大多数注射剂厂商支持，前十的注射剂厂商有八家使用千山药机的注射剂生产设备。产品包括大输液生产线、安瓿生产线以及智能灯检机等。

■ 2013.6.7 我们对千山药机进行了实地调研。
 ■ 调研结论: 1.新版 GMP 的实施对千山药机业绩有很大的推动作用,但由于行业特点,研发是瓶颈,没办法爆发式增长; 2.行业格局比较稳定,新进入者的壁垒较高; 3.由于行业比较稳定,公司已经通过收购进入冻干粉针机械领域,另打算进入下游终端销售,第一个产品是做真空采血管。

■ 投资建议: 经过过年的积累,公司在行业中的地位较稳定。1.制药机械行业增长比较稳定,20%左右; 2.进口替代国内比较充分,国外市场还有很大空间,国产机械的性价比优势有望逐步体现。

■ “中性”评级。我们预计公司 2013-2014 年收入分别增长 31.87%、25.61%, 归属母公司净利润增长 36.1%、35.3%, EPS0.53 元、0.71 元。对应现有股价 10.76 元 PE 分别为 20.8 倍与 15.4 倍。根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 10.99 元/股, 现在价格 10.76 元/股, 估值基本合理, 给予“中性”评级。

■ 风险提示: 业绩不及预期风险; 产品质量风险; 政策风险, 产品降价风险; 新产品推广低于预期风险; 坏账风险。

相关报告

邓聪

执业证书号: S1030512070001
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

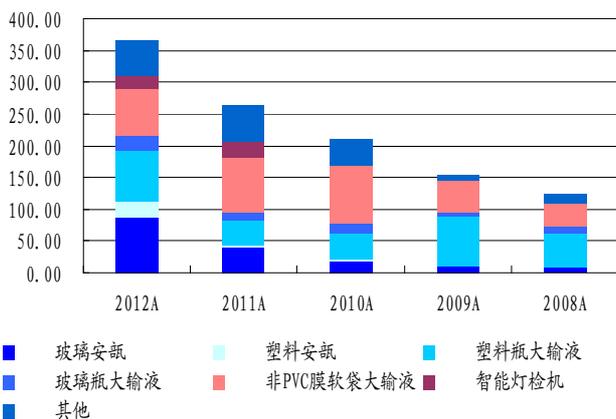
本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

1. 千山药机是国内大输液生产制药机械的龙头

千山药机是国内主要的注射剂生产设备供应商,是中国制药装备行业协会会员、全国制药装备标准化技术委员会委员单位。2007年度、2008年度我国工业行业排头兵企业,2007年度、2008年度公司分别位列中国工业行业排头兵企业制药专用设备制造行业前三名,2009年度注射剂生产设备销量及销售收入均排名同行业前三名,其中大输液生产设备销量及销售收入居同行业首位。公司的设备被国内大多数注射剂厂商支持,前十的注射剂厂商有八家使用千山药机的注射剂生产设备。

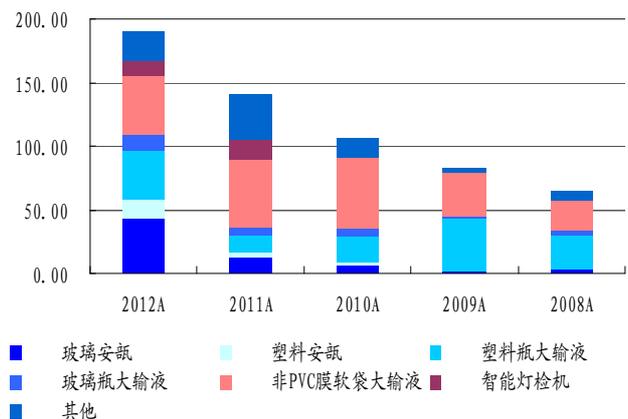
千山药机最有优势的生产线产品包括大输液系列,塑料瓶、玻璃瓶、非PVC膜软袋大输液生产线,另外安瓿生产线也逐渐打开市场,近年新产品线智能灯检机也有一定市场地位。

Figure 1 千山药机历年收入构成 百万元



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 2 千山药机历年营业利润构成 百万元



数据来源: WIND、世纪证券研究所

2. 调研纪要

2013.6.7 世纪证券对千山药机进行了实地调研,与公司董秘金杰等公司管理层进行了深入的交流,之后参观了大输液机械及智能灯检机的生产线。调研纪要如下。

1. 上市公司今年业绩情况怎么样?

今年市场对我们预期很高,但我们做不到2倍增长。

但药机行业不像消费品行业,开足马力生产就行,我们开不起来,因为所有零部件都是定制化的产品,不可能无限化的提速。

我们推测行业的增长率，从需求端来看，可能有 2 倍的增长，但是我们这里供应不了。假如药监局新版 GMP80%的通过率，我们这里根本供不了。这个行业以前比较稳定，原来没有新版 GMP 的要求，每年是一个比较固定的增速 20%。今年 30-40%，假如再加 10%，40-50%增长，药监局的通过率也就 50-60%。所以之前假定的药监局的通过率是偏高的。之前每年 20%的通过率，今年预计 80%的通过率，所以市场投资者认为需求端增长这么多，但由于流程的瓶颈，公司业绩没办法翻几倍，只能是一个略超过以往的增长率。

我们的业务流程是首先拿到订单，然后交给我们的设计部门(研究所)设计图纸，最后交给生产部门生产。整个流程的瓶颈是在研究所这块。

全国这么多的生产线，很少一模一样，基本上每一个客户都需要重新设计。客户提要求，然后我们根据要求来设计。但是现在国内设计很难标准化，因为客户只重结果，要求不一样，每条生产线也不一样，价格也千差万别。

不过国外的很多产品线，提供标准化的产品，需要的话就买，这个可能跟国外的医药环境有关系，医药行业已经非常发达。国内医药行业发展的现阶段，中国企业有自己的想法，工艺等其他方面客户有自己的要求，所以很难标准化。但我们在尝试。

2. 不能标准化是不是相比国际，国内 GMP 标准不太完善？

GMP 标准不对公司产品这块有要求，是无菌，标准操作等的要求 FDA 以及欧盟的标准，也没有产品标准，只重结果。

假如有产品标准，有些厂家没办法做，因此只要达到标准，生产过程没人去管。

3. 药机行业的核心竞争力？

我们认为是设计能力、制造能力、客户的认知度，

药机是比较小众的市场，设计是瓶颈，招一个人进来不可能马上就可以上手。

制药机械，虽然很大，但是很细分，除了冻干、以及现在公司做的大输液，其他都很小。现在我们在推广公司的标准，但是还在推广阶段。很多客户都有很多个性化的要求。

国产设备的竞争力在逐渐增强。制药设备领域，只要有国产产品，就基本上没有进口产品，譬如大输液、小输液生产线。

4. 现在在国内的竞争对手及各家优势？

现在国内公司主要的竞争对手3家，新华医疗、楚天、东富龙、然后就是我们千山药机。千山，60-70%，大输液，楚天80%小输液。

东富龙冻干太强势了，国内几乎没有什么竞争者。

我们买的上海远东，是做冻干比较早的国有企业，技术上有优势，以前主要是销售上有问题。我们买入这家企业是希望恢复远东冻干粉针上的技术优势，在销售上我们有优势，积累了很多客户以及经验。

产品出口现在开始做了，但楚天比较大点。公司去年1000多万，今年有8000多万的订单，确认的不多，主要是东南亚和东欧。

印度市场，虽然人穷，但是要求很高，受西方的影响非常大，比我们国家要求高，现在公司在印度市场有了突破，以后市场空间也很大。

欧美产品现在进不来中国，我们性价比优势太明显，但我们的产品在欧美市场才刚刚起步，信任的问题。我们现在在美国展示产品，慢慢建立自己的品牌。

5. 公司董事长刘总的经历能不能介绍一下？

刘总之前在中南机械制造二厂，从参加工作开始，在湖南的祁阳，楚天的老板，也从那里出来的，这个行业对老板才有认知度。成立时2位老板，18位创始人。

6. 智能灯检机业务怎么样？

2012年卖了16台，4季度没有销售，100-300万一台，2011年卖了17台。玻璃安瓿、塑料安瓿线、冻干粉针线在上海厂，大输液、灯检机都在长沙。

7. 公司设计人员有多少？能不能在外面招人？

公司现在有3个研究所，100多人，分成很多小组，股东很多是研究所的，包括大输液、小输液的研究人员。今年单独成立塑料安瓿专线，

现在市面上，很少有这种来了就能上手的研究人员，招过来，培训一年之后，可以打下手，设计一些简单的生产线。

8. 这个行业研究是瓶颈，有没有可能有人带一批研究人员出去自己创业对公司形成竞争？

很难。罗国强，之前的两个创始人之一，研究出生，刘总销售出生后面罗带走几个人出去自己做，去年销售额3000多万，很难做起来，要把产品销售出去才行，制药行业信任的建立需要漫长的过程。

9. 公司进军真空采血管的想法？

现在很多地方还是用的之前的玻璃采血管，真空采血管的使用率还很低，我们认为未来空间很大。

这个行业跟我们之前的制药机械的销售模式不一样，因为下游客户不一样，真空采血管直接面对终端医院，而制药机械直接面对的客户是药厂，对于我们是一个新的领域。未来这块是我们希望发展的重点。

3. 盈利预测

1. 关键假设

- (1) 医药行业稳定增长，保持22%-24%的增长率。
- (2) 公司持续稳定经营，不考虑进一步可能的增发与收购。
- (3) 保持同样的经营效率，综合毛利率稳步上升，期间费用率稳步下降，所得税率为15%。

2. 盈利预测

我们预计公司2013-2014年收入分别增长31.87%、25.61%，归属母公司净利润增长36.1%、35.3%，EPS0.53元、0.71元。对应现有股价

10.76 元 PE 分别为 20.8 倍与 15.4 倍。

Figure 3 业绩预测

百万元		2014E	2013E	2012A	2011A	2010A	2009A
营业总收入		603.84	480.73	364.56	263.71	210.99	155.29
	增长率%	25.61	31.87	38.24	24.99	35.87	24.82
玻璃安瓿		168.83	129.87	86.58	39.12	17.17	10.90
	增长率%	30.00	50.00	121.32	127.84	57.52	20.58
塑料安瓿		80.07	53.38	26.69	4.44	4.44	0.00
	增长率%	50.00	100.00	501.13	0.00	0.00	0.00
塑料瓶大输液		133.27	102.52	78.86	38.00	40.76	77.89
	增长率%	30.00	30.00	107.53	(6.77)	(47.67)	50.45
玻璃瓶大输液		25.85	24.62	23.45	13.56	15.76	6.28
	增长率%	5.00	5.00	72.94	(13.96)	150.96	(47.80)
非PVC膜软袋大输液		106.04	88.37	73.64	86.08	88.99	51.39
	增长率%	20.00	20.00	(14.45)	(3.27)	73.17	40.83
智能灯检机		29.55	24.62	20.52	23.33	0.00	0.00
	增长率%	20.00	20.00	(12.04)	0.00	0.00	0.00
其他		60.22	57.35	54.62	59.07	43.76	8.73
	增长率%	5.00	5.00	(7.53)	34.99	401.26	(42.15)
毛利率%		53.37	52.61	52.23	53.46	50.69	53.24
玻璃安瓿		50.68	49.91	49.91	35.09	35.64	23.61
塑料安瓿		58.82	57.40	57.42	56.02	60.14	0.00
塑料瓶大输液		49.74	48.96	48.17	36.71	50.57	51.67
玻璃瓶大输液		51.22	51.22	51.23	42.47	35.20	33.51
非PVC膜软袋大输液		63.05	63.05	63.05	62.16	62.92	65.94
智能灯检机		58.16	57.45	56.71	68.29	0.00	0.00
其他		43.26	43.26	43.26	60.24	36.50	43.69

数据来源：世纪证券研究所

3. DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 10.99 元/股，现在价格 10.76 元/股，估值基本合理，给予“中性”评级。

Figure 4 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.55%	法定所得税	15.00%
BETA	1.08	债务成本	6.35%
市场预期收益率	12.00%	债务比例	13.04%
股权成本	12.71%	WACC	11.88%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn (%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
6.88%	21.03	23.65	27.35	32.96	42.46	62.07
7.88%	17.74	19.54	21.95	25.35	30.51	39.24
8.88%	15.24	16.52	18.18	20.40	23.53	28.27
9.88%	13.28	14.22	15.41	16.93	18.98	21.86
10.88%	11.72	12.43	13.30	14.39	15.79	17.68
11.88%	10.45	10.99	11.64	12.45	13.45	14.75
12.88%	9.40	9.82	10.32	10.93	11.67	12.59
13.88%	8.52	8.85	9.24	9.71	10.27	10.95
14.88%	7.77	8.04	8.35	8.71	9.14	9.66
15.88%	7.14	7.36	7.60	7.89	8.23	8.62
16.88%	6.59	6.77	6.97	7.20	7.47	7.78
17.88%	6.12	6.26	6.43	6.61	6.83	7.07

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示:

- (1) 业绩不及预期风险。
- (2) 产品质量风险。
- (3) 政策风险，产品降价风险。
- (4) 坏账风险。

Figure 6 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	754	861	964	1113	营业收入	365	481	604	725
现金	325	368	348	374	营业成本	174	228	280	326
应收账款	272	273	345	425	营业税金及附加	3	4	4	5
其他应收款	4	10	9	11	营业费用	44	66	81	96
预付账款	56	56	70	83	管理费用	53	68	86	102
存货	64	122	147	167	财务费用	3	2	1	1
其他流动资产	34	33	44	54	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	202	229	231	243	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	146	167	181	191	营业利润	79	113	153	193
无形资产	23	23	23	26	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动资产	33	39	27	27	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	956	1090	1195	1357	利润总额	83	113	153	193
流动负债	155	206	195	215	所得税	12	16	21	27
短期借款	80	63	65	68	净利润	71	97	131	166
应付账款	32	47	55	62	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	44	97	75	85	归属母公司净利润	71	97	131	166
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	94	130	173	216
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.53	0.71	0.90
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	160	211	200	219					
少数股东权益	12	12	12	12	主要财务比率				
股本	141	184	184	184	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	456	414	414	414	成长能力				
留存收益	186	269	386	528	营业收入	38.2%	31.9%	25.6%	20.0%
归属母公司股东权益	784	867	983	1125	营业利润	40.1%	42.2%	35.3%	26.6%
负债和股东权益	956	1090	1195	1357	归属于母公司净利润	38.1%	36.1%	35.3%	26.6%
					获利能力				
					毛利率(%)	52.2%	52.6%	53.7%	55.0%
					净利率(%)	19.5%	20.2%	21.7%	22.9%
					ROE(%)	9.1%	11.2%	13.3%	14.7%
					ROIC(%)	12.8%	17.6%	18.7%	20.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	16.8%	19.4%	16.7%	16.2%
					净负债比率(%)	49.87%	29.82%	32.49%	30.80%
					流动比率	4.86	4.17	4.94	5.19
					速动比率	4.44	3.57	4.18	4.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.42	0.47	0.53	0.57
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	6.83	5.80	5.47	5.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.39	0.53	0.71	0.90
					每股经营现金流(最新)	-0.25	0.58	0.13	0.44
					每股净资产(最新摊)	4.27	4.72	5.35	6.13
					估值比率				
					P/E	28.35	20.83	15.40	12.17
					P/B	2.58	2.33	2.05	1.79
					EV/EBITDA	19	14	10	8

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.