

2015年1月21日

谨慎推荐（维持）

事件：公司1月20日晚公告，拟以55619万元收购乐福地100%股权，同时以6000万增资上海申友，获得其51%股权。

点评：1. 收购乐福地，补充大输液配套包材产品

收购乐福地未超出市场预期。乐福地生产及销售近30个各品种、规格的配套大输液用包装材料产品，是目前中国药品包装材料生产行业中品种最为齐全和规格最为完备的药品包装材料生产企业之一。我们认为大输液市场主要发展驱动力来自材料升级，软塑包装输液产品（塑料瓶PP/PE和非PVC软袋）替代玻璃瓶输液的趋势还将延续，行业将保持稳定增长。乐福地产品质量领先，营销渠道拓展至全国，与科伦药业、四川太平洋药业、哈尔滨三联药业等40多家企业均已合作多年，发展成为长期战略合作伙伴关系。本次收购使用现金，不稀释控股股东股权。我们认为乐福地的大输液配套包材产品与公司大输液制药装备具有一定的市场协同性，同时该项业务现金流稳定，乐福地提供业绩承诺为15-17年净利润3800、5000、6000万，对公司业绩将起到明显增厚效应。

2. 增资上海申友，个性化医疗领域再下一城

上海申友的主营业务是基于荧光定量PCR、传统测序及高通量测序等技术平台的体外诊断试剂研发、生产和销售，基于分子检测的个体化健康管理服务。上海申友在“个性化医疗领域”能够提供乙型肝炎病毒定量及耐药检测试剂盒等相关用药检测试剂盒，为临床检验和科学研究服务，目前，试剂盒正在按国家最新规定申报注册。在“个性化保健”方面，公司开发了基于DNA遗传标记物的疾病风险评估检测，对常见病、重大疾病的遗传风险筛查和风险等级评估，面向社会提供检测评估和健康管理服务。上海申友的技术实力不容置疑，其股东上海人类基因组研究中心拥有国际先进水平的科研技术平台，上海中心执行主任赵国屏先生为知名分子微生物学家，上海申友管理团队在分子检测领域有着非常丰富的经验。个性化医疗是未来医疗发展的重要趋势，收购上海申友是继收购宏灏之后，公司在基因检测和个性化诊疗领域的又一重要布局。

3. 诊断产品日益丰富，外延式发展仍是看点

医疗器械是公司转型的重要方向，围绕转型公司加快了诊断设备、诊断试剂、基因测序产品的布局，产品日益丰富，公司先后收购了宏灏基因、上海申友，投资设立天合生物、上海千山医疗、磁鼓医疗、建设祁阳生产基地和千山医疗器械产业园，在研发、生产、

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

相关研究

芯片四季度投放市场，转型升级进行时——千山药机调研报告 2014.09.23

药机业务不乏亮点、医疗器械蓄势待发——千山药机调研报告 2014.04.18

转型医疗器械，即将收获成长——千山药机深度研究报告 2014.02.14

当德国技术遇到中国成本=完美制造——千山药机调研报告 2013.12.7

销售各个环节均进行布局。目前，宏灏基因的“高血压个体化药物检测试剂盒”已经布局十几家医院，祁阳基地真空采血管预计上半年实现批量生产与销售，无菌导尿管、自动化药房等新产品也会陆续推向市场。公司大股东拟通过定增，出资 11 亿元认购 5800 万股，另外公司经销商皮小军和郑军分别出资 1.2 亿和 2000 万，锁定三年，定增不仅提高了实际控制人持股比例，绑定了经销商利益，也为公司未来各项业务发展提供充裕的资金，为外延式发展提供保障。我们预计公司在医疗器械方向的外延式并购仍将会持续推进。

4. 盈利预测

根据公司经营情况，假设 15 年上半年完成乐福地收购，我们预测公司 2014-2015 年收入 6.3 亿和 9.4 亿，净利润 1.13 亿和 1.75 亿。EPS0.63 和 0.97 元（未考虑增发），公司有大量的订单在下半年结算，而这些订单的实现和确认存在不确定性，这也为我们的预测精确性增加难度。但公司正处于一个从“医药机械装备”不断升级和转型的过程中，医疗器械产品线和基因检测产品线完整的业绩释放周期将从 2015 年开始，所以综合以上分析，我们给予千山药机“谨慎推荐”评级。

千山药机主要财务数据

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012	2013	2014E		2011	2012	2013	2014E
流动资产	694.8	754.4	873.9	1272.5	营业收入	263.7	364.6	460.5	635.5
现金	372.8	324.8	343.7	550.0	营业成本	122.7	174.2	232.8	320.2
应收款项	173.1	309.9	259.8	356.9	营业税金及附加	2.4	2.8	1.8	2.5
存货	72.2	63.6	222.8	302.0	营业费用	36.3	43.9	52.8	69.9
其他	76.7	56.1	47.6	63.6	管理费用	35.7	52.6	78.2	104.7
非流动资产	100.6	201.7	353.6	523.7	财务费用	0.5	3.5	12.9	17.8
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	87.9	173.4	253.0	426.1	其他	-9.5	-8.4	-1.7	-9.0
无形资产	9.0	22.9	89.1	86.1	营业利润	56.6	79.3	80.3	111.4
其他	3.7	5.3	11.5	11.5	营业外净收支	3.0	3.9	17.0	20.0
资产总计	795.4	956.1	1227.5	1796.2	利润总额	59.6	83.3	97.3	131.4
流动负债	101.4	155.3	318.1	802.7	所得税费用	8.0	12.0	13.2	17.9
短期借款	60.0	80.0	158.3	585.0	少数股东损益	0.0	0.0	-0.5	0.0
应付账款	19.4	31.6	109.5	148.2	归属母公司净利润	51.6	71.2	84.6	113.5
其他	22.0	43.7	50.2	69.6	EBIT	66.6	91.1	95.0	138.2
非流动负债	5.4	5.1	27.3	27.3	EBITDA	73.7	102.8	116.1	171.6
长期借款	0.0	0.0	12.0	12.0					
其他	5.4	5.1	15.3	15.3					
负债总计	106.8	160.4	345.4	830.1					
少数股东权益	0.0	12.0	13.5	13.5					
归属母公司股东权益	688.6	783.6	868.6	952.6					
负债和股东权益总计	795.4	956.1	1227.5	1796.2					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2011	2012	2013	2014E		2011	2012	2013	2014E
经营活动现金流	-69.6	-45.0	101.5	19.9	每股收益(元)	0.77	0.50	0.46	0.63
投资活动现金流	-74.6	-87.3	-154.9	-210.7	每股净资产(元)	10.28	5.55	4.71	5.26
筹资活动现金流	452.3	36.7	72.1	397.1	发行在外股份(百万股)	67.0	141.3	184.6	181.0
现金净增加额	308.1	-96.1	18.9	206.3	ROIC(%)	11.7%	9.6%	8.7%	9.2%
折旧和摊销	7.1	11.7	21.0	33.4	ROE(%)	7.5%	9.1%	9.7%	11.9%
资本开支	-25.5	-87.3	-90.2	-210.7	毛利率(%)	53.5%	52.2%	49.5%	49.6%
营运资本变动	-174.1	-76.8	-18.7	-136.0	EBIT Margin(%)	25.3%	25.0%	20.6%	21.8%
企业自由现金流	-126.6	-62.0	6.8	-193.9	销售净利率(%)	19.5%	19.5%	18.4%	17.9%
					资产负债率(%)	13.4%	16.8%	28.1%	46.2%
					收入增长率(%)	25.0%	38.2%	26.3%	38.0%
					净利润增长率(%)	14.0%	38.1%	18.8%	34.2%
					P/E	13.54	19.90	26.07	58.99
					P/B	1.01	1.81	2.54	7.17
					EV/EBITDA	10.93	15.34	21.98	44.64

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：

强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码： 215021

传真： (0512) 62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>