

## 观望（下调）

事件：2014年，公司实现营业收入59135万元，比上年同期增长28.41%，实现营业利润13401万元，比上年同期增长66.78%，实现归属于上市公司股东的净利润13448万元，比上年同期增长58.92%。

### 点评：1. 传统医药装备大幅下滑，塑料安瓿成为最大亮点

公司传统医药装备产品出现大幅下滑，其中非PVC大输液生产线实现收入3830万，下滑25.7%，塑料瓶大输液生产线实现收入3740万，下滑39.1%，玻璃瓶大输液实现收入256万，下滑84%，玻璃安瓿收入4328万，下滑51%，公司上市之初的传统装备业务大幅下滑。

新产品表现靓丽。其中，公司塑料安瓿产品实现强势增长，全年收入1.43亿，增长93.2%，占营业总收入的比重24.25%；玻璃管制瓶实现收入约1.03亿，该产品为下游厂家定制产品，我们判断其收入不具有可持续性。压缩成型机实现收入4376万，为公司2014年新推向市场的产品。智能灯检机实现收入2361万，较去年小幅增长。

塑料安瓿替代玻璃安瓿是长期趋势：在大输液领域，塑料包装已经基本完成对玻璃瓶的替代。而在小水针领域，塑料安瓿对玻璃安瓿的替代刚刚起步。在当今国际市场，塑料安瓿占据70%的市场，但目前我国塑料安瓿仅占不到5%的市场。目前我国小容量注射剂生产线保有量为1546套，主要为安瓿瓶注射剂（占比95%），保有量约为1469套，考虑设备更新和新增需求，假设塑料安瓿实现30%的替代，市场容量即达到约440套，我们推测2014年公司销售约15-20套左右，由于目前国内尚无有力的竞争对手，因此短期塑料安瓿产品空间巨大，公司有望独享市场。

总体来说，公司制药装备+包装业务总体收入达到5.62亿，较去年增长27%，新产品和定制产品有效地弥补了传统产品的下滑。

由于塑料安瓿和玻璃管制瓶的毛利率较高，带动公司整体毛利率大幅上升到55.98%。销售费用与去年持平，管理费用上升2235万，主要为职工薪酬、研发费用和办公费用上升。财务费用增加329万，主要由于借款增加。

应收账款和应收票据大幅增长，较去年增加2.21亿，经营性活动现金流净额减少9586万。

2015年3月16日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto: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](mailto:jenny1727@gmail.com)

## 相关研究

千山药机（300216）公告点评 ——  
2015.01.22

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

## 2. 基因芯片顺利上市，2015 有望全国扩张

2014 年宏灏基因实现收入 2314 万，净利润 1638 万，为公司贡献利润 1306 万。目前芯片已经铺货至 50 多家医院，其中部分医院正式开始临床使用，临床使用反馈情况良好。部分医院进入院内采购流程，待流程完毕后方可正式销售。公司与代理商一般签约一年，现款现货。

我们对基因芯片的市场和销售情况做如下测算：

按一个三甲医院心血管科室日和门诊就诊人数 200-300 人计算，其中约 30% 的患者愿意尝试基因检测（根据调研约有近 30% 的患者无条件愿意接受该项检测，另有 40% 愿意在医生推荐的情况下使用，保守估计 30%），那么就是 60-90 人份/日，考虑到节假日因素，则单一医院每年可检测 15000-22000 人份，按人均 900 元的消费，则每家医院可实现终端销售 1300-2000 万元，去除中间渠道，公司每家约可获得约 400-600 万元收入，约占比 30%。

我们预测 2015 年公司铺货量有望达到 100-200 家，在不同假设条件下则对应的收入体量分别为 4-12 亿。

假设今年铺货 100 家医院，则预期净利润为 2-3 亿，但是我们对此保持高度谨慎，一方面来自于市场推广是否如公司所预期那么乐观，尤其是终端患者的接受度和医生的积极性，也即终端市场消化情况和经销商拿货是否匹配；另一方则来自于患者终生只需要检测一次即可，因而后续的增量就需要来自不断开拓新医院和依靠首次就诊的病人增量，而越往后覆盖的医药门诊及消费能力则越差（类似于苏宁的开店轨迹，大医院 2 万人份/年，而地区级医院则只有 1 万人份）。

图表 1：公司 2015 年芯片销售情况假设

	平均每家医院销售收入	销售额	净利润
100 家	400-600 万	4-6 亿	2-3 亿
150 家	400-600 万	6-9 亿	3-4.5 亿
200 家	400-600 万	8-12 亿	4-6 亿

资料来源：东吴证券研究所

## 3. 转型明朗，加快发展

公司转型的方向已明朗化，即装备产品从单一制药装备调整为制药装备、包装装备、医疗器械装备公司。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，并拟收购乐福地，产品线向大输液配套包材产品延伸。

2015 年，公司将加快转型的步伐，完善医疗器械产品种类，并尽快实现医疗器械产品的产业化。目前真空采血管和无菌导尿管产品正在报证过程中，预计上半年会推向市场。自动化药房产品主要销售给医院，但目前体量较小。未来，公司将进一步向精准医疗领域扩张。

#### 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，考虑到基因芯片销售进展，我们调整预测公司 2015 年收入 11.1 亿，净利润 2.6 亿。EPS1.46 元，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。短期公司股价涨幅较快，估值较高。所以综合以上分析，我们下调千山药机至“观望”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)				
	2012	2013	2014	2015E		2012	2013	2014	2015E
<b>流动资产</b>	754.4	873.9	1259.7	2114.6	<b>营业收入</b>	364.6	460.5	591.3	1111.7
现金	324.8	343.7	462.3	550.0	营业成本	174.2	232.8	260.3	539.2
应收款项	309.9	259.8	481.9	913.8	营业税金及附加	2.8	1.8	5.7	10.7
存货	63.6	222.8	248.3	539.7	营业费用	43.9	52.8	53.6	77.8
其他	56.1	47.6	67.2	111.2	管理费用	52.6	78.2	100.5	131.7
<b>非流动资产</b>	201.7	353.6	445.3	466.6	财务费用	3.5	12.9	16.2	33.1
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	173.4	253.0	276.8	302.0	其他	-8.4	-1.7	-21.0	-20.0
无形资产	22.9	89.1	116.5	112.6	<b>营业利润</b>	79.3	80.3	134.0	299.3
其他	5.3	11.5	52.0	52.0	营业外净收支	3.9	17.0	26.9	20.0
<b>资产总计</b>	956.1	1227.5	1705.1	2581.2	<b>利润总额</b>	83.3	97.3	160.9	319.3
<b>流动负债</b>	155.3	318.1	718.2	1409.6	所得税费用	12.0	13.2	27.8	55.2
短期借款	80.0	158.3	428.9	867.4	少数股东损益	0.0	-0.5	-1.4	0.0
应付账款	31.6	109.5	119.1	229.0	<b>归属母公司净利润</b>	71.2	84.6	134.5	264.0
其他	43.7	50.2	170.2	313.1	EBIT	91.1	95.0	171.2	352.4
<b>非流动负债</b>	5.1	27.3	7.9	7.9	EBITDA	102.8	116.1	197.7	383.5
长期借款	0.0	12.0	3.6	3.6					
其他	5.1	15.3	4.3	4.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>
<b>负债总计</b>	160.4	345.4	726.2	1417.5	每股收益(元)	0.50	0.46	0.74	1.46
少数股东权益	12.0	13.5	28.7	28.7	每股净资产(元)	5.55	4.71	5.26	6.27
归属母公司股东权益	783.6	868.6	950.2	1135.0	发行在外股份(百万股)	141.3	184.6	180.8	181.0
<b>负债和股东权益总计</b>	956.1	1227.5	1705.1	2581.2	ROIC(%)	9.6%	8.7%	11.8%	17.0%
					ROE(%)	9.1%	9.7%	14.2%	23.3%
					毛利率(%)	52.2%	49.5%	56.0%	51.5%
					EBIT Margin(%)	25.0%	20.6%	29.0%	31.7%
					销售净利率(%)	19.5%	18.4%	22.7%	23.7%
					资产负债率(%)	16.8%	28.1%	42.6%	54.9%
					收入增长率(%)	38.2%	26.3%	28.4%	88.0%
					净利润增长率(%)	38.1%	18.8%	59.0%	96.3%
					P/E	19.90	26.07	101.17	51.61
					P/B	1.81	2.54	14.32	11.99
					EV/EBITDA	15.34	21.98	72.52	39.18

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>