

千山药机 (300216)

中报业绩可圈可点，基因芯片开始发力 增持 (维持)

2015年8月24日

投资要点

- 中报业绩喜人，营收、利润双增长：**2015年8月7日，公司发布2015年半年度报告。2015年上半年，公司实现营业收入22,426.04万元，比上年同期增长21.73%；主营业务成本9,045.60万元，同比增长1.78%；营业利润3,421.49万元，同比增长313.61%；实现归属于上市公司股东的净利润3,721.13万元，比上年同期增长154.40%。
- 基因芯片业务开始发力：**宏灏基因创始人周宏灏院士，宏灏基因2013年以及2014年1月份的营业收入均为0元，净资产分别为3272.24万元以及4405.39万元，对应的净利润分别为87.16万元以及-97.87万元。而在2015年上半年，实现营业收入5,207.38万元，占2015年上半年营业收入的29%。
- 控股上海申友，开启基因测序布局：**2015年6月，公司最新公告拟向上海申友投资现金约7010万元，占增资后上海申友注册资本的56.47%，成为其控股股东。近几年来基因测序市场飞速发展，从2007年的794.1万美元增长到2013年的45亿美元，复合增长率为33.5%，预计未来几年依旧会保持快速增长，2018年将达到117亿美元，复合增长率为21.1%。BCC预测测序服务将从2011年不超过10亿美元增长到2016年35亿美元，复合增长率为29%，领先于整个产业增速。
- 医疗器械积极拓展，介入可穿戴医疗领域：**2015年7月公告拟以自有资金200万美元认购美国Glucovation, Incorporated的A系列优先股，并且与Glucovation拟在中国共同设立一家合资公司，主要业务是持续性血糖监测产品的生产、技术开发及在亚洲区域的销售业务等。同时，公司拟对三谊医疗投资1,050万元，以取得三谊医疗增资后不低于51%（含）的股权。三谊医疗已取得了腕式智能电子血压计、臂式智能电子血压计两个产品注册证，是国内唯一一家取得具有无线传送、远程控制功能电子血压计注册证的产品。
- 投资建议：**预计2015-2018年公司收入10.6亿、12.7亿、15.2亿、18.3亿（原预测为15-17年8.81亿、13.12亿、16.15亿），实现净利润2.70亿、3.09亿、3.73亿、4.48亿（原预测为15-17年1.79亿、2.29亿、2.89亿），EPS 0.76、0.86、1.03、1.24（原预测为15-17年0.5元、0.63元、0.80元），对应2015-2016年PE为59.0倍、52.2倍、43.4倍、36.1倍。我们看好公司积极转型医疗器械，以及在血糖监测、基因芯片和基因测序等领域的布局，维持“增持”评级。
- 风险提示：**（1）、制药装备行业增速放缓的风险；（2）、芯片收入和推广不达预期的风险；（3）、新产品注册及产业化过程达不到预期速度；（4）、技术更新风险（5）、法律风险，德康医疗诉讼Glucovation公司以及其创始人在关于CGM专利技术的知识文档（千山药机保留因此条款而终止投资的权利）。

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	44.89
一年最低价/最高价	9.69/76.38
市净率	16.83
流通A股市值 (亿元)	116.72

基础数据

每股净资产 (元)	2.67
资产负债率 (%)	62.22
总股本 (百万股)	361.60
流通A股 (百万股)	260.00

相关报告

介入连续血糖监测系统和智能血压计产品，医疗器械积极拓展——千山药机研究报告 2015.7.27

基因芯片与测序专题之宏灏基因与上海申友：羽翼丰满可期——千山药机研究报告 2015.7.20

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

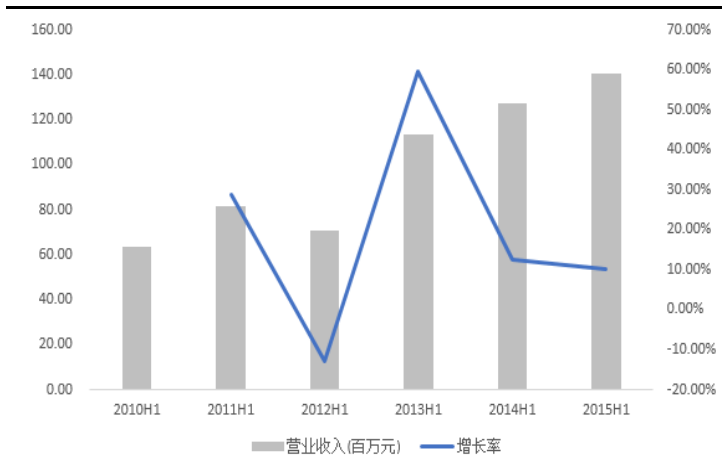
药机业务不乏亮点，医疗器械蓄势待发——千山药机调研报告 2014.04.18

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

1. 营收、利润双增长，基因芯片始发力

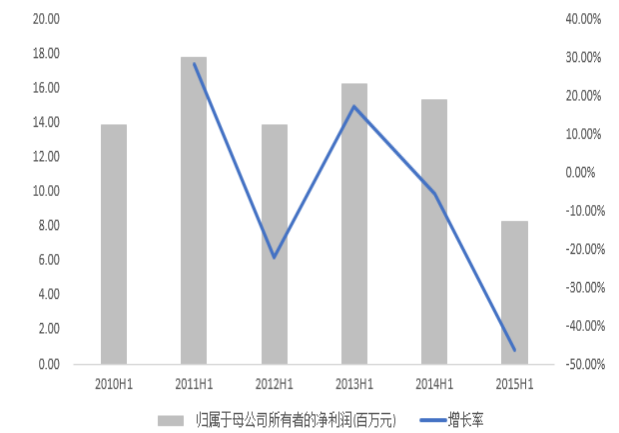
2015 年 8 月 7 日，公司发布 2015 年半年度报告。2015 年上半年，公司实现营业收入 22,426.04 万元，比上年同期增长 21.73%；主营业务成本 9,045.60 万元，同比增长 1.78%；营业利润 3,421.49 万元，同比增长 313.61%；实现归属于上市公司股东的净利润 3,721.13 万元，比上年同期增长 154.40%。

图表 1 2010H1-2015H1 公司营业总收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2 2010H1-2015H1 公司归属母公司股东净利润及增长率情况

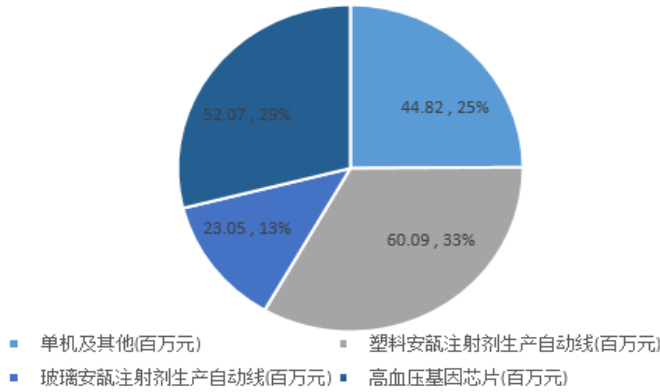


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

在 2015 年上半年，塑料安瓿生产自动线受市场青睐，该产品营业收入较上年同期增长 40.90%；同时公司控股子公司湖南宏灏基因生物科技有限公司进入生产经营期，实现营业收入 5,207.38 万元，占 2015 年上半年营业收入的 29%。

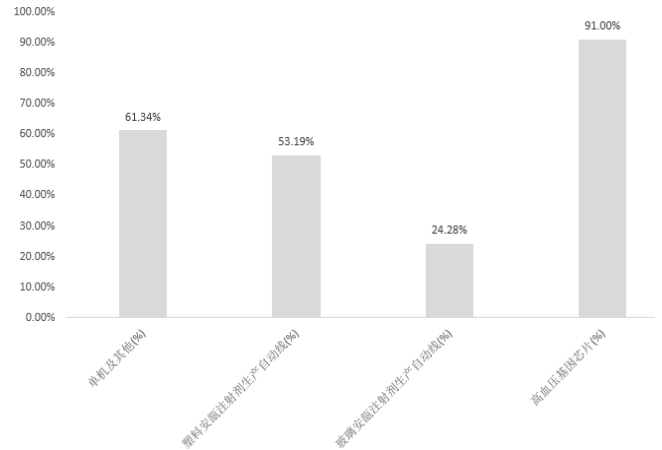
主营业务成本的增长幅度（1.78%）远低于主营业务收入（21.73%），主要原因是新产品高血压基因芯片产品的毛利率高于传统制药机械，在 2015 年上半年基因芯片营业成本仅为 468.63 万元，其毛利率高达 91%。

图表 3 2015H1 主营业务项目收入占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4 2015H1 主营业务项目毛利率



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 转型布局坚定，未来发展可期

2.1. 上半年投资收购频频

2015 年 1 月 21 日，公司公告拟 5.56 亿购买 25 名特定对象持有的湖南乐福地医药包材科技有限公司 100% 股权，乐福地是一家主营药用包装材料、药用合成聚异戊二烯垫片、药用聚丙烯粒子、塑料制品等的企业。

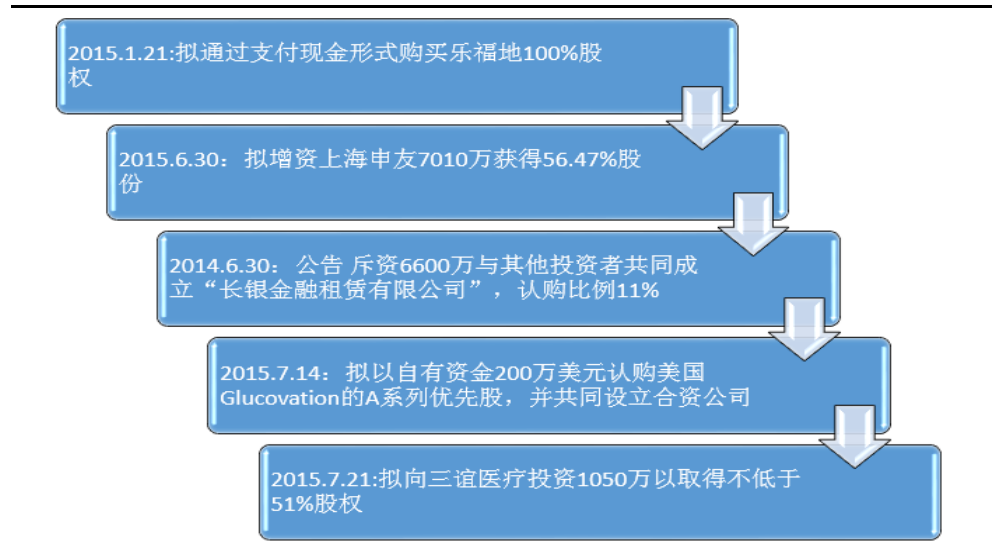
千山药机于 2015 年 6 月 30 日发布公告称，公司拟向上海申友投资现金约 7010 万元，占增资后上海申友注册资本的 56.47%，成为其控股股东。上海申友主要从事人类疾病的基因诊断包括肝病类、性病类、优生优育类、肿瘤类等荧光定量检测试剂盒和基因序列分析产品的研发。

同时公司出资 6,600 万共同发起设立湖南首家金融租赁公司-----长银金融租赁有限公司，占股份 11%。

2015 年 7 月 13 日，公司公告拟以自有资金 200 万美元认购美国 Glucovation, Incorporated 的 A 系列优先股，并且与 Glucovation 拟在中国共同设立一家合资公司，主要业务是持续性血糖监测产品的生产、技术开发及在亚洲区域的销售业务等。

2015 年 7 月 21 日，公司拟对三谊医疗投资 1,050 万元，以取得三谊医疗增资后不低于 51%（含）的股权。三谊医疗已取得了腕式智能电子血压计、臂式智能电子血压计两个产品注册证，是国内唯一一家取得具有无线传送、远程控制功能电子血压计注册证的产品。

图表 5: 千山药机 2015 年上半年投资布局



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

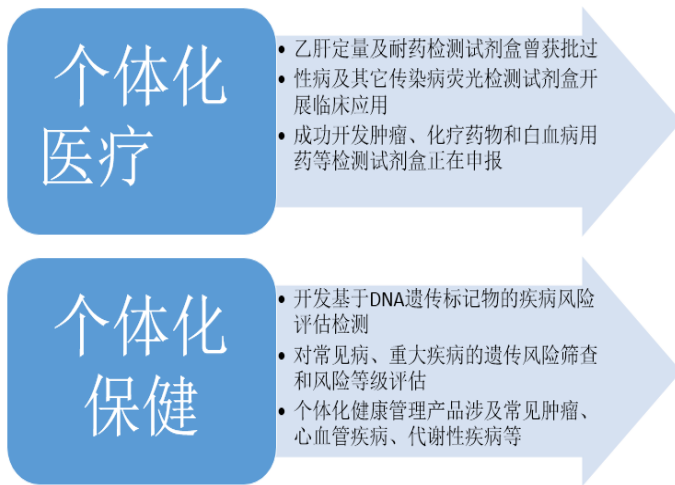
2.2. 技术拥抱未来，行业前景宽广

上海申友的业务开展围绕着“个体化医疗”和“个体化保健”两个方向。主营基于荧光定量 PCR 技术、传统测序及高通量测序技术的体外诊断试剂的研发、生产销售以及相关检测服务。

公司所属领域基因测序属于分子诊断，而分子诊断又属于体外诊断（IVD，包括分子诊断，生化诊断，免疫诊断及其它诊断），据美国医药咨询公司 F&S 预测，2014 年全球体外诊断市场规模将增至 503 亿美元，其中，分子诊断的表现最为突出。2012~2014 年，分子诊断市场的复合增长率将达 11%，占体外诊断各类细分市场之首。

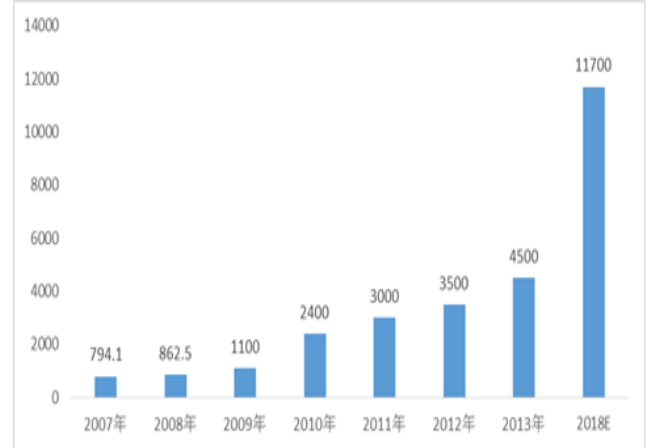
近几年来基因测序市场飞速发展，从 2007 年的 794.1 万美元增长到 2013 年的 45 亿美元，复合增长率为 33.5%，预计未来几年依旧会保持快速增长，2018 年将达到 117 亿美元，复合增长率为 21.1%。

图表 6 上海申友发展主要方向



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 7 基因测序市场规模



资料来源：BCC Research，东吴证券研究所

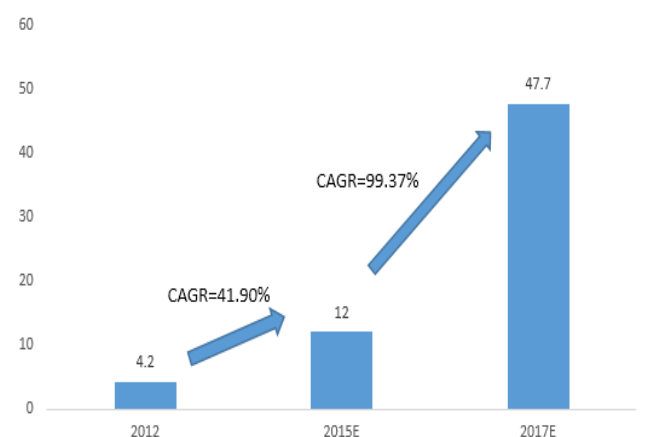
Glucovation 的持续性血糖监测产品 SugarSenz 与现有产品相比，具有多方面优势：传感器可使用 7-10 天；将电池设计在传感器上，发射器的使用寿命超过现有 CGM 产品；传感器安装相比现有产品更简单；无需指血糖仪辅助进行校准。SugarSenz 和三谊医疗的电子血压计都属于可穿戴医疗设备市场，根据 iiMediaResearch 数据，2012 年中国可穿戴医疗设备市场规模为 4.2 亿元，预计到 2015 年这一市场将达到 12 亿元，2017 年将达到 47.7 亿元，从 2012 年到 2015 年复合增长率为 41.90%，而在接下来的两年时间可以达到 99.37% 的高速复合增长率。

图表 8 Glucovation 的 SugarSenz 系统



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 9 中国可穿戴医疗设备市场规模 (单位：亿元)



资料来源：iiMediaResearch，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

传统制药装备业务：我们预计总体收入与去年相比应该会基本持平。其中，塑料安瓿产品增速较快，如果以 40% 增长率估算，全年营收可达大约 2 亿元；玻璃安瓿产品在经历了去年的大幅下降基础上，今年可以暂时企稳，预估增长率在 10%-20% 之间；单机及其他（制药机械单机和备件）小幅增长，全年我们预估增长率在 0%-10% 之间。

配套包材业务：乐福地可以并表的营收和利润为 2015 年全年，由于今年毛利率较低的拉环盖产品销售比例减少，而毛利率较高的易折盖产品受下游需求拉动增速较高，我们预计乐福地今年的毛利率将有所提升，全年营业收入 3.5 亿，归母净利润可达 4000 万。

医疗器械业务：基因芯片上半年预计进入 95 家医院（包括去年 50 家），完成销售收入 5207 万，按照该芯片市场定价 980 元/份，均算下来每家医院为 93 人份/月。由于去年有 50 家医院已经完成铺货，我们假设今年这 50 家医院全年可以增长到 150 人份/月，则这 50 家医院今年可贡献销售收入大约 8800 万。随着芯片在各省物价局完成备案以及渠道拓展，我们预计下半年芯片收入有望加快。但由于医生接受程度的不确定性，我们预测 2015 年医院新增铺货的医院数为 80-100 家，而新增的三甲医院由于需要一定的推广普及时间，我们估计新增的三甲医院大约为 40-60 份/月，相对应的 2015 年的高血压芯片销售总收入可以达到 1.3 亿-1.6 亿。同时，在 2015 年上半年公司与多家经销商签订了经销合同，其中明确约定今年销售金额的经销商有四家，合同金额合计为 1.13 亿元。

图表 10: 宏灏基因 2015 年预估总销售收入（销售单价定为 980 元）

新增医院家数	80	90	100
新增医院每月采购量			
40	1.25 亿	1.30 亿	1.35 亿
50	1.35 亿	1.41 亿	1.47 亿
60	1.45 亿	1.52 亿	1.58 亿

资料来源：东吴证券研究所

公司子公司千山医疗器械公司近期收到“一次性使用无菌真空采血管产品”和“一次性使用无菌导尿管产品”的《医疗器械注册证》，我们预计在获得生产许可后即可正式投产，下半年有望贡献部分收入。

公司已于 2015 年 7 月 7 日发布《关于公司实际控制人之一、公司董事长股份增持计划的公告》，公司实际控制人之一、第一大股东、董事长刘祥华先生拟以自有资金增持不低于 20 万股的公司股份，并承诺在增持完成后六个月内不转让所持公司股份。截至公告日，刘祥华持有公司股份 4,960.8 万股，占公司总股本 13.72%。

预计 2015-2018 年公司收入 10.6 亿、12.7 亿、15.2 亿、18.3 亿（原预测为 15-17 年 8.81 亿、13.12 亿、16.15 亿），实现净利润 2.70 亿、3.09 亿、3.73 亿、4.48 亿（原预测为 15-17 年 1.79 亿、2.29 亿、2.89 亿），EPS 0.76、0.86、1.03、1.24（原预测为 15-17 年 0.5 元、0.63 元、0.80 元），对应 2015-2016 年 PE 为 59.0 倍、52.2 倍、43.4 倍、36.1 倍。我们看好公司积极转型医疗器械，以及在血糖监测、基因芯片和基因测序等领域的布局，维持“增持”评级。

4. 风险提示

- (1)、制药装备行业增速放缓的风险；
- (2)、芯片收入和推广不达预期的风险；
- (3)、新产品注册及产业化过程达不到预期速度；
- (4)、竞争对手技术更新，推出更方便使用的产品；
- (5)、法律风险，德康医疗诉讼 Glucovation 公司以及其创始人在关于 CGM 专利技术的知识文档（千山药机保留因此条款而终止投资的权利）。

千山药机财务数据

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2014	2015E	2016E	2017E	2018E		2014	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	1259.7	1651.5	2290.4	2704	2900.4	营业收入	591.3	1058.3	1270	1524	1828.8
现金	462.3	550	660	792	834	营业成本	260.3	510.29	622.3	746.8	896.1
应收款项	481.9	627.6	916.4	1048.9	1120	营业税金及附加	5.7	9.47	11.43	13.72	16.46
存货	248.3	385.8	611.1	735.5	796.5	营业费用	53.6	84.84	113.03	135.64	162.76
其他	67.2	88.1	102.9	127.6	149.9	管理费用	100.5	88.04	114.3	137.16	164.59
非流动资产	445.3	466.6	461.3	450.4	445.7	财务费用	16.2	26.93	35.94	43.13	51.75
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	276.8	302	300.6	293.5	290.8	其他	-21	-20	-20	-20	-20
无形资产	116.5	112.6	108.7	104.8	102.9	营业利润	134	309.16	353	427.6	517.12
其他	52	52	52	52	52	营业外净收支	26.9	10.38	15	15	15
资产总计	1705.1	2118.1	2751.7	3154.4	3346.1	利润总额	160.9	319.55	368	442.6	532.12
流动负债	718.2	1006.9	1484	1690.1	1845.3	所得税费用	27.8	49.9	58.9	70.82	85.14
短期借款	428.9	558.2	784.8	867.7	935.5	少数股东损益	-1.4	0	-2.2	-2.8	-2.8
应付账款	119.1	181.5	323.5	356.6	376.9	归属母公司净利润	134.5	274.52	310.52	373.18	448.38
其他	170.2	267.1	375.6	465.8	532.9	重要财务与估值指	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
非流动负债	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9	标					
长期借款	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	每股收益(元)	0.74	0.76	0.86	1.03	1.24
其他	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	每股净资产(元)	5.26	2.97	3.41	3.96	4.12
负债总计	726.2	1014.8	1492	1698	1853.2	发行在外股份(百万股)	180.8	362	362	362	362
少数股东权益	28.7	27.5	25.9	23.9	23.9	ROIC(%)	11.80%	12.40%	13.90%	14.70%	14.70%
归属母公司股东权益	950.2	1075.8	1233.9	1432.5	1492.9	ROE(%)	14.01%	25.07%	25.05%	25.95%	29.94%
负债和股东权益总计	1705.1	2118.1	2751.7	3154.4	3346.1	毛利率(%)	56.00%	50.90%	47.10%	46.50%	45.50%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	2018E	EBIT Margin(%)	29.00%	26.00%	24.00%	24.20%	23.20%
经营活动现金流	5.6	63.7	4.6	188.3	59.7	销售净利率(%)	22.51%	25.48%	24.34%	24.40%	24.44%
投资活动现金流	-76.7	-51.5	-53.5	-53.9	-52.9	资产负债率(%)	42.59%	47.91%	54.22%	53.83%	55.38%
筹资活动现金流	171.6	75.5	158.9	-2.3	15.8	收入增长率(%)	28.40%	78.98%	20.00%	20.00%	20.00%
现金净增加额	99.8	87.7	110	132	157	净利润增长率(%)	59.00%	102.59%	14.63%	20.28%	20.23%
折旧和摊销	26.5	31.2	38.8	44.8	55.7	P/E	60.5	59.0	52.2	43.4	36.1
资本开支	-43.9	-51.5	-53.5	-53.9	-54.1	P/B	8.5	15.1	13.1	11.3	10.8
营运资本变动	-169.9	-165.8	-278.4	-158.4	-153.4						

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

