



证券研究报告·上市公司深度

新三板

内生+外延布局的医药包装行业区域龙头

千叶药包（831056）

主营医药包装产品，净利润快速增长

公司的主要产品包括药用 PVC 硬片、药用包装瓶及药用复合包装膜、袋三大类。2013-2015 年公司营业收入年复合增长率为 4.26%。公司归母净利润在 14-15 年保持 100%+快速增长，2015 年达到 1811.80 万元，主要因公司产品及客户结构优化，同时上游成本下降，毛利率水平大幅上升所致。2016 年上半年公司实现营业收入 6643.19 万元，归母净利润 1224.39 万元，同比分别增长 11.27%和 29.88%。保持了良好的增长态势。

国内药品市场快速增长，包装需求同步提升

2006-2014 年国内医药产业总产值由 5,219 亿元增长至 25,798 亿元，年复合增长率达 22.11%。其中，医药包装材料基于帮助用药、满足监管要求、增加产品吸引力、提升药品有效时间等需求，在医药行业中占据了较为重要的地位。

2013 年全球医药包装市场总产值为 623 亿美元，2005-2013 年复合增长率达到 8.5%。其中中国成为增速最快市场，2013 年国内医药包装行业总产值约 644 亿元。横向对比，国内医药包装行业在医药产业中的占比在 2013 年仅 3%，全球市场这一数字达到 6.38%。国内医药包装行业的占比显著低于全球平均水平，国内药包企业仍有巨大的发展空间。

国内药包行业高度分散，整合潜力巨大

国内医药包装行业市场分散，全国共有约 1500 家以上相关企业。《医药包装行业“十二五”发展规划纲要》明确提出药品包装行业要加强整合，通过企业联合、收购、兼并等多种手段，形成一些大型企业、联合企业，从而推动行业向前健康发展。

从细分领域来看，药包行业可按照基础材料分为玻璃、塑料、金属、橡胶、明胶、复合材料等多个领域。其中药用玻璃行业呈现了相对集中的格局，山东药玻在药用模制瓶领域取得了 70%+市场占有率。而对比海外，澳大利亚包装巨头 Amcor 2015 年报营业收入达到 126.55 亿澳元，巨头企业通过规模优势占据了发达国家的主要中高端市场。国内外龙头企业的经验显示，在药包行业相对分散的细分领域进行整合具备可行性，并且可以利用规模效应保持较高的毛利水平以及推进技术和产品创新。

下游需求推动药包产品升级换代

国家食品药品监管总局于 2016 年 5 月 12 日发布《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》。将药品视为由化学原料药、辅料、包材共同组成的整体，将直接接触药品的包装材料和容器、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审批。在新的关联审评制度下，药包材的质量、性能将直接影响药品是

首次

增持

王慷

wangsu@csc.com.cn

010-85156319

执业证书编号：S1440512070015

发布日期：2016 年 8 月 8 日

当前股价：6.40

上证指数、沪深 300 走势图



相关研究报告

否能够通过药监部门审核，使得其重要性大幅提升。下游制药企业将对药包材提出更高的要求，这有利于具有技术优势的行业龙头进行整合。同时由于药包材将采用备案式管理，对于药包材企业进行产品优化、提升定制化能力和毛利水平具有较大利好。

全球药包材料升级换代进程在过去几年快速推进，其中在片剂包装领域主要是复合材料对传统 PVC 材料的替代。复合材料具有良好的化学稳定性和尺寸稳定性，耐温性能、隔水性能良好，因此受到制药厂商青睐。目前海外对复合包材的应用已达到了较高水平，而国内相关应用仍处于发展早期，长期市场空间巨大。

公司为具备技术优势的区位优势龙头公司，整合能力强大

贵州省为国内医药产业重镇之一，2014 年全省医药制造业实现营业收入 288 亿元，并拥有贵州百灵、益佰制药等标志性企业。贵州省政府提出，到 2017 年全省新医药产业总值突破 800 亿元，同时明确将千叶药包列为 5 亿元级企业培育对象。受益于下游药企未来的高速发展，公司现有产品药用 PVC 硬片、药用瓶订单量将稳步提升，自身内增长仍具强大动力。目前，公司已将产品销往华东、华南、西北、西南、华中五大地地区，尤其是在西南地区创收约占其总营业收入的 61.31%（2013 年），成为地区龙头企业，区位优势明显。核心客户包括贵州地区大型医药企业贵州百灵、益佰制药、健兴药业等，以及成都康弘等西南地区主要企业。

公司已取得专利 17 项，包括发明 4 项、实用新型 6 项，已取得《药品包装用材料和容器注册证（I 类）》14 项，数量上均处于同行业领先地位。

公司 16 中报明确将借助资本市场，实现全国性扩张，并从双品类逐渐延伸到多品类、从西南区域龙头发展成为全国单品类销量冠军及多品类核心供应商。2016 年年初，公司收购三樱药包，补充复合包装膜袋业务，从而可以覆盖下游板装药除纸盒外的全部包装需求，迈出了多品类战略布局坚实的一步。

公司前期受制产能，精耕细作提升盈利能力

行业内各上市公司在产品定位、区域定位上存在一定差异，但千叶药包在营收和净利成长性上处于行业前列。公司营收多年保持稳定，核心原因在于公司前期受土地限制未扩大产能，导致客户订单无法全部满足；未来随着贵州省政府对公司的扶持，预计公司将有望解决相关产能扩张问题，从而获得满足下游增量订单能力。公司毛利率在近年持续提升，16 年中报毛利率已达到 36.43%，与行业典型企业海顺新材 15 年毛利率持平。

业务进入扩张期，建议重点关注

基于国内医药包装行业相对海外占比显著偏低、医药市场自然增长+产品升级换代市场空间充足，同时行业高度分散、整合潜力巨大；公司占据垂直品类和区位优势、技术和产品线优势、公众公司平台优势，具备不断整合壮大潜力。

公司通过内生性新产品拓展+区域拓展+产能扩张获得内生性增长，布局行业整合获得外延式产品+区域性发展，中短期业绩增长确定性较高。同时公司不断布局新材料、新技术发展和应用，随着公司主动推进技术替代的实现，将有望在中长期取得更大的市场空间。预计公司 2016-2017 年净利润 2500、3500 万元，对应 EPS 0.66、0.93 元，对应当前股价市盈率 9.8X、7.0X，估值显著低于同业，建议重点关注。

风险提示

1、并购整合风险；2、上游价格波动风险。

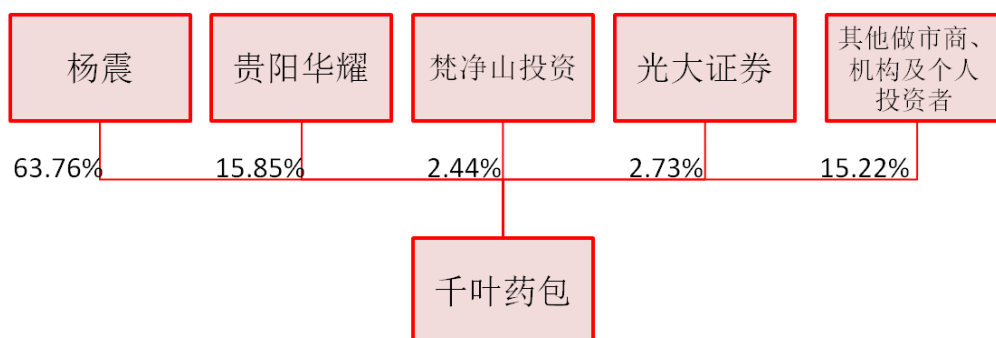
目录

一、公司历史沿革和股权结构	4
二、主营药用包装产品，净利润快速增长	4
1、公司主营药用包装硬片、包装瓶及复合膜袋	4
2、营收稳步提升，净利润快速增长	5
二、下游需求+升级换代助推药用包装行业增长	5
1、国内药品市场快速增长，包装需求同步提升	5
（1）国内医药市场快速增长	5
（2）医药包装全球市场稳步增长，国内发展水平落后于全球	6
2、国内药包行业格局分散，整合潜力巨大	7
（1）医药包装多个细分市场分散，规模效应不足	7
（2）国内外药包巨头经验显示，横向整合为行业发展必由之路	8
3、下游需求推动药包产品升级换代	9
（1）关联评审推动药企对药包材重视度提升	9
（2）复合材料成为重要方向	9
三、公司为具备技术优势的区位龙头公司，整合能力强大	10
1、贵州省为国内重要医药产业基地，公司占据区域药包龙头地位	10
（1）贵州省医药企业密集，政府高度重视	10
（2）公司为地区药包龙头品牌	10
2、公司技术团队稳定和技术水平领先	11
3、行业整合成为公司重要发展方向	12
（1）核心团队深耕行业，发力资源整合	12
（2）并购三樱药包，迈出整合第一步	12
四、建议重点关注	13
1、公司毛利率稳步增长，达到同业领先水平	13
（1）公司成长性处于同业前列	13
（2）营收增长受制产能瓶颈，未来存在扩张空间	13
（3）毛利持续增长源于成本下降+产品优化	14
2、建议重点关注	14
风险提示	14

一、公司历史沿革和股权结构

贵州千叶药品包装股份有限公司始建于 1993 年，前身为贵州千叶塑胶有限公司。2014 年 3 月，贵州千叶塑胶有限公司进行股份制改造，并正式更名为贵州千叶药品包装股份有限公司。2014 年 9 月 2 日，登陆全国中小企业股份转让系统，成为全国第一家以医药包装材料为主营业务成功挂牌上市的企业，股票简称“千叶药包”。从股权结构看，公司总股本 3775 万股，控股股东杨震持有公司股份 63.76%、持股平台贵阳华耀持有 15.85%，其他股东包括 6 家做市商在内的机构和自然人股东。

图 1：公司股权结构



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

二、主营药用包装产品，净利润快速增长

1、公司主营药用包装硬片、包装瓶及复合膜袋

公司主要从事药用聚氯乙烯硬片、固体及液体药用瓶等药品包装材料的研发、生产、销售业务。公司的主要产品包括药用 PVC 硬片、药用包装瓶及药用复合包装膜、袋三大类。产品的销售主要采用直销模式。公司盈利模式主要为下游药品生产企业提供高质量药品包装材料实现销售收入。

从公司主营业务拆分情况来看，2014-2015 年公司营业收入呈上升态势，其中药用 PVC 硬片的营收占比小幅下降，营收同比增长率下降 3.87%；药用包装瓶营收占比小幅上升，营收同比增长强劲，由负转正，增长了 14.67%；其他业务收入不论从营收占比还是营收同比增长率来看，都呈下降态势。

表：公司主营业务拆分情况

主营业务	2015			2014			毛利率 1H2016
	营业收入	主营业务占比	YOY	营业收入	主营业务占比	YOY	
药用 PVC 硬片	8,300.40	71.29	3.38	8,028.71	72.40	7.25	33.1
药用包装瓶	3,317.28	28.49	9.36	3,033.36	27.35	-5.31	42.88
其他	25.98	0.22	-6.54	27.80	0.25	23.44	20.31
合计	11,643.66	100.00	4.99	11,089.87	100.00	3.53	36.43

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

图 2：公司主要产品示意图



资料来源：公开转让说明书，网络内容，中信建投证券研究发展部

2、营收稳步提升，净利润快速增长

2013-2015 年公司营业收入稳步提升，年复合增长率为 4.26%。公司归母净利润在 14-15 年保持 100%+快速增长，2015 年达到 1811.80 万元，主要因公司产品及客户结构优化，同时上游成本下降，毛利率水平大幅上升所致。

2016 年上半年公司实现营业收入 6643.19 万元，归母净利润 1224.39 万元，同比分别增长 11.27%和 29.88%。保持了良好的增长态势。

图 2：公司营收及同比增长率

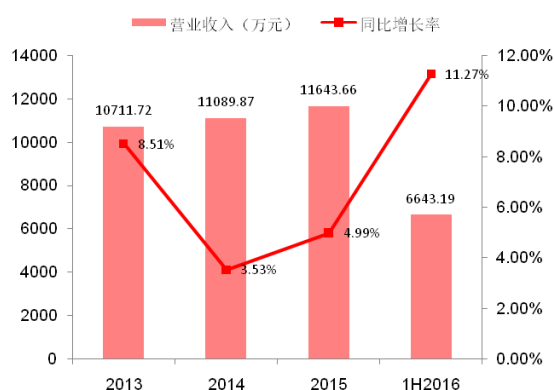
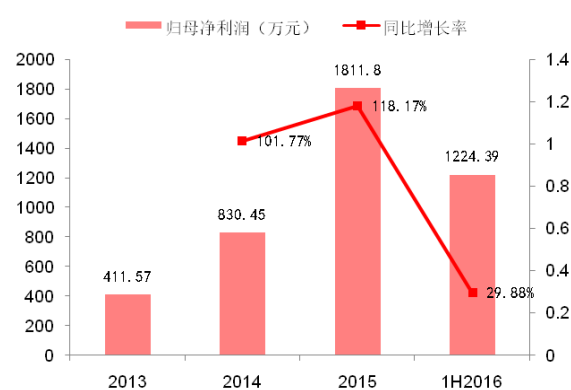


图 3：归母净利润及同比增长率



资料来源：WIND 中信建投证券研究发展部

二、下游需求+升级换代助推药用包装行业增长

1、国内药品市场快速增长，包装需求同步提升

(1) 国内医药市场快速增长

我国自上世纪九十年代开始就相继颁布了一系列有关医药行业法规及政策指导意见，包括《关于深化医疗

卫生体制改革的意见》、《医药卫生体制改革近期重点实施方案 2009-2011》、《医药工业“十二五”发展规划》、《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》等，强调了促进医药产业健康发展第一项重点任务就是“加强技术创新，提高核心竞争力”。

随着我国经济的不断发展、社会老龄化程度的提高以及人们保健意识的不断增强，我国医药产业的地位将逐渐提升。据统计，2006-2014 年间医药工业总产值占 GDP 的比重由 2.40% 上升至 4.05%，国内医药工业总产值由 5,219 亿元增长至 25,798 亿元，年复合增长率达 22.11%。预计未来我国医药行业将继续保持稳定增长，市场需求将进一步扩大。

图 2：国内医药制造业产值及增长率（单位：亿元，%）

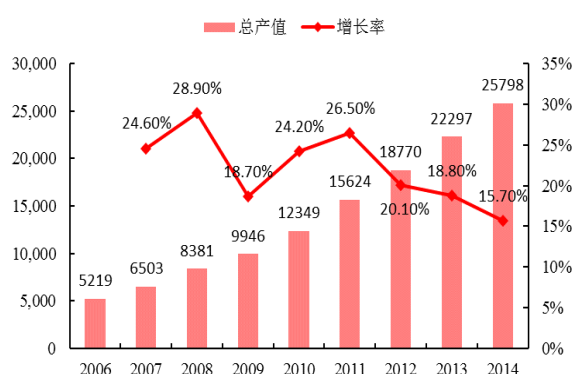
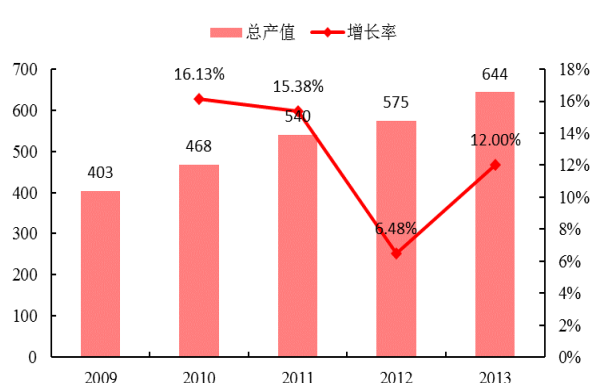


图 3：医药包装行业总产值及增长率（单位：亿元，%）



资料来源：前瞻产业研究院，中信建投证券研究发展部

（2）医药包装全球市场稳步增长，国内发展水平落后于全球

医药包装在医药行业中具有较高的重要性，核心原因在于：①良好的包装有助于帮助病人遵守用药规定；②包装是否合格对药品满足监管要求具有重要作用；③精良的包装可以增加同质化医药产品的吸引力；④包装对于提升药品有效时间，从而提升药品效力具有重要影响。对于片剂、胶囊药品而言，如果包装不好，很容易受潮发生变色，出现霉点、斑点等或胶囊变黏无法再用。

数据显示，2013 年全球医药包装市场总产值为 623 亿美元，2005-2013 年复合增长率达到 8.5%。

全球医药包装市场中，西欧和北美占据市场总量的 58%、亚太地区所占比例为 27%，而市场增长最快的国家依次是中国、巴西、俄罗斯、印度、土耳其和印度尼西亚。其中，2013 年北美市场医药包装市场规模为 195 亿美元；西欧地区医药包装市场规模为 170 亿美元；亚太地区市场规模为 167 亿美元。

图 2：全球医药包装行业市场规模（单位：亿美元）

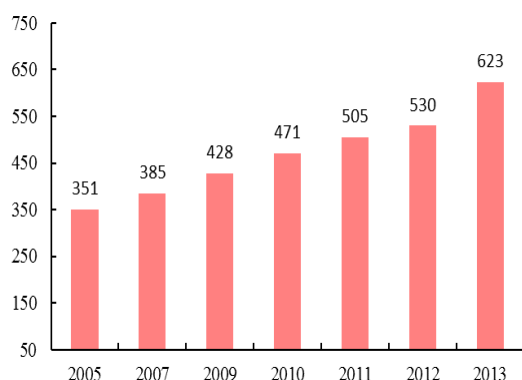
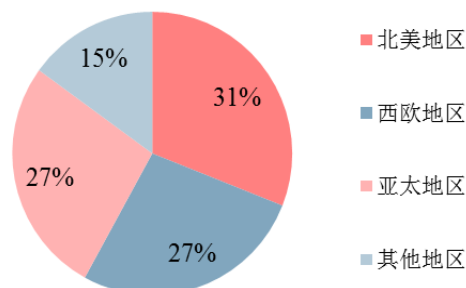


图 3：全球各地区医药包装市场产值占比



资料来源：产业信息网，中信建投证券研究发展部

对于我国，根据前瞻产业研究院报告显示，截至 2010 年底国内医药包装企业已超过 1500 家。医药包装行业总产值约占全国包装业工业总产值 6%，2012 年、2013 年医药包装行业总产值估计在 575 亿元和 644 亿元。目前，我国医药包装行业能生产六大类三十余个品种的医药包装材料，能够基本满足国内制药业的需求。

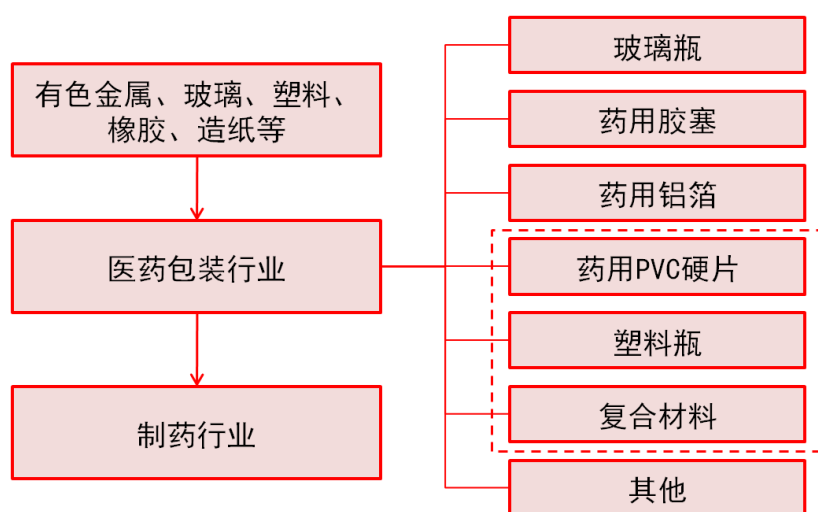
从横向对比来看，国内医药包装行业在医药产业中的占比显著偏低。按照 2013 年医药包装行业总产值 644 亿元计算，在 22,297 亿元医药制造业总产值中占比仅 3%。而 2013 年全球医药包装行业总产值 623 亿美元，在全球 9760 亿美元医药市场中占比达到 6.38%。国内医药包装行业的占比显著低于全球平均水平，显示了国内药包企业仍有巨大的发展空间。

2、国内药包行业格局分散，整合潜力巨大

（1）医药包装多个细分市场分散，规模效应不足

国内医药包装行业市场分散，全国共有约 1500 家以上相关企业。从细分领域来看，药包行业可按照基础材料分为玻璃、塑料、金属、橡胶、明胶、复合材料等多个领域。其中药用玻璃行业集中度较高，行业龙头山东药玻占比达到 70%以上，其 15 年营收达到 17.23 亿元。而复合材料行业龙头海顺新材市场占有率较高，15 年营收 2.94 亿元。

图 4：医药包装在产业链中位置



资料来源：中信建投证券研究发展部

但在其他细分领域，由于我国医药包装行业内企业规模小且分散，运输半径导致产品存在较强的地域性，产品供应能力存在一定空白，这为国内药包企业扩大生产规模、提升技术水平带来了空间。

《医药包装行业“十二五”发展规划纲要》明确提出药品包装行业要加强整合，通过企业联合、收购、兼并等多种手段，形成一些大型企业、联合企业，从而推动行业向前健康发展。规划还明确指出，医药包装是医药产业的重要组成部分，直接接触药品的包装材料容器是构成药品的基本要素，对药品质量和用药安全有重要影响，应加大对医药包装行业的政策扶持力度。

（2）国内外药包巨头经验显示，横向整合为行业发展必由之路

国外药包行业集中度较高，澳大利亚 Amcor（安姆科集团）、奥地利 Constantia Flexibles 等大型企业占据了行业主要市场份额，其产品种类、技术水平、研发实力均处于行业领先水平，在包装领域具有较强的竞争力，占据了欧美等发达国家的主要中高端市场。

从财务数据来看，Amcor 2015 年报营业收入达到 126.55 亿澳元，实现净利 8.96 亿澳元；医药包装业务在其业务中占有较高比例。可以看到海外大型药包企业市场规模较大，具备良好的竞争优势和规模优势，有利于实现人才的引进、产品的创新，从而持续占领市场并实现业务扩张。

表：Amcor（安姆科集团）财务数据

	2015	2014	2013	2012
营业收入（亿澳元）	126.55	108.53	124.25	121.93
营收 YOY	15.21	-12.65	1.91	-1.77
净利润（亿澳元）	8.96	5.65	6.01	4.13
净利 YOY	56.70	-5.96	45.56	15.67
净利率	6.79	4.91	4.61	3.19
毛利率	20.10	18.89	17.67	16.93

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

在国内，药用玻璃行业也呈现了相对集中的格局，代表企业山东药玻在药用模制瓶领域取得了较大的市场占有率。其业务范围涉及 60 多个国家地区，并与上药、哈药、辉瑞等 1200 多家中外制药厂建立稳定供货关系，行业内竞争优势突出。

国内外龙头企业的经验显示，在药包行业相对分散的细分领域进行整合具备可行性，并且可以利用规模效应保持较高的毛利水平以及推进技术和产品创新。

3、下游需求推动药包产品升级换代

（1）关联评审推动药企对药包材重视度提升

国家食品药品监管总局于 2016 年 5 月 12 日发布《关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》。其核心即将药品视为由化学原料药、辅料、包材共同组成的整体，将直接接触药品的包装材料和容器、药用辅料由单独审批改为在审批药品注册申请时一并审批。新规之下，上游原料药、中间体、药用辅料、药包材等制剂相关产品企业，只需提交相关技术资料至药监部门进行备案管理，不进行单独审评审批，即国际上通行的 DMF 制度。

我国药包材在 2000 年以前采用生产企业许可管理，而 2000 年之后采用产品注册制。经过十几年发展，药包材的生产水平、工艺、原材料、检测手段等都有长足进步；但随着药品领域个性化需求增多，原有注册制之下药包材只要有微小变化就要重新申请注册，造成药包材注册证数量大幅增长，药包材注册证从 2008 年底的 3020 张增至 2015 年底的 4500 多张。

在新的关联评审制度下，首先药包材的审核纳入药品整体的范围，药包材的质量、性能将直接影响药品是否能够通过药监部门审核，使得其重要性大幅提升。下游制药企业将对药包材提出更高的要求，这有利于具有技术优势的行业龙头进行整合。同时由于药包材将采用备案式管理，对于药包材企业进行产品优化、提升定制化能力和毛利水平具有较大利好。

（2）复合材料成为重要方向

全球药包材料升级换代进程在过去几年快速推进，其中在片剂包装领域主要是复合材料对传统 PVC 材料的替代。传统 PVC 由于存在水、氧气等阻隔性能差的问题，药品在其中易发生潮解、氧化等导致药效下降。而复合材料具有良好的化学稳定性和尺寸稳定性，耐高温性能、隔水性能良好，因此受到广大制药厂商的青睐。

复合材料多数以 PVC 等塑料材料为基底，上层采用不同涂覆材料形成不同多层结构。包括上层以铝箔为主的冷冲压成型材料、PVDC（聚偏二氯乙烯）涂覆材料、PCTFE（聚氯三氟乙烯）涂覆材料（霍尼韦尔专利 Aclar）等多种类型。其中铝箔类材料优势在于对需要避光保存的药品保护作用较强，但药片不可见，不利于肉眼检查药片完整性等；而后两者属于透明热塑性材料，具有良好的可观察性。

目前海外对复合包材的应用已达到了较高水平，而国内相关应用仍处于发展早期。根据中国产业调研网报告显示，现阶段我国复合材料行业面临一个新的大发展时期，在巨大的医药市场需求牵引下，对复合材料产品的需求也将随之扩大。

图 4：药用复合包装膜示意图



资料来源：海顺新材招股书，中信建投证券研究发展部

为了响应市场需求以及国民对药品包装质量要求的不断提高，很多企业开始加大人才引进和研发力度，逐步提升自主研发能力和更高品质药品包装的生产力，国内药包行业将步入新一轮的升级换代时期，并推动国内市场与国际化接轨。

三、公司为具备技术优势的区位龙头公司，整合能力强大

1、贵州省为国内重要医药产业基地，公司占据区域药包龙头地位

（1）贵州省医药企业密集，政府高度重视

贵州省为国内医药产业重镇之一，2014 年全省医药制造业实现营业收入 288 亿元，并拥有贵州百灵、益佰制药等标志性企业。贵州省在以苗药为代表的中成药方面具有规模优势，2014 年中成药产量 7.68 万吨，在全国排名第十位。

贵州省人民政府于 2014 年 8 月印发《贵州省关于加快推进新医药产业发展的指导意见》、《贵州省新医药产业规划（2014-2017）》中指出，到 2017 年，全省新医药产业总值将突破 800 亿元；形成以益佰、百灵等企业为龙头的 100 亿、50 亿、20 亿、10 亿元规模的医药集团共 22 个以上，培育 20 亿、10 亿、5 亿、1 亿元规模医药品种 83 个以上。

贵州省明确医药产业的重点发展地位，将对公司下游客户的发展形成助力；同时贵州省明确将千叶药包列为“巨人计划”5 亿元级企业培育对象。受益于下游药企未来的高速发展及公司主要客户大医药集团化的打造，公司现有产品药用 PVC 硬片、药用瓶订单量将稳步提升，自身内增长仍具强大动力。

（2）公司为地区药包龙头品牌

从公司销售情况来看，其下游客户资源较为广阔，主要客户均为国内知名药品生产企业，前五大主要客户营收占比约为 25%，不存在对主要客户依赖的情形，因此发展较为稳定。

目前，公司已将产品销往华东、华南、西北、西南、华中五大地区，尤其是在西南地区创收约占其总营业收入的 61.31%（2013 年），成为地区龙头企业，区位优势明显。核心客户包括贵州地区大型医药企业贵州

百灵、益佰制药、健兴药业等，以及成都康弘等西南地区主要企业。

表：公司历年主要客户及占比

2012 年		2013 年		2015 年	
主要客户	占营收比例	主要客户	占收入比例	主要客户	占收入比例
贵州健兴药业有限公司	6.34%	贵州健兴药业有限公司	11.41%	贵州健兴药业有限公司	10.59%
贵州百灵企业集团制药股份有限公司	5.92%	贵州百灵企业集团制药股份有限公司	5.05%	贵州百灵企业集团制药股份有限公司	6.12%
成都康弘制药有限公司	4.06%	成都康弘制药有限公司	3.72%	国药集团同济堂（贵州）制药有限公司	3.18%
珠海海狮龙生物科技有限公司	3.37%	贵州同济堂制药有限公司	4.13%	成都康弘制药有限公司	2.48%
贵州同济堂制药有限公司	3.37%	贵州益佰制药股份有限公司	2.64%	湖南方盛制药股份有限公司	2.34%
合计	23.06%	合计	26.95%	合计	24.71%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图：公司主要客户示意图



资料来源：公司资料，中信建投证券研究发展部

2、公司技术团队稳定和技术水平领先

自成立以来，公司致力于医药包装材料的研究开发和产业化，逐步打造了一支较为稳定的技术团队，在长期生产经营过程中逐步掌握了多项产品配方及加工核心技术，有效提升了产品质量和市场竞争能力。截至 16 年中报，公司已取得专利 17 项，包括发明专利 2 项、独占许可发明 2 项、实用新型 6 项、外观设计专利 7 项，已取得《药品包装用材料和容器注册证（I 类）》14 项，数量上均处于同行业领先地位。

公司在药用 PVC 硬片领域的技术优势集中体现为优化的配方体系、尺寸偏差补偿技术、低温处理技术、扩宽适应能力技术等。瓶类产品技术优势集中体现为防爆盖技术、药品使用过程中的防护技术、均匀混色技术。同时，公司非常重视内部管理和质量控制，产品质量稳定，处于行业先进水平。利用高效的研、产、供、销体系，公司提供的药品包装材料得到下游之名客户的广泛认可。

表：各公司专利及资质证书数量

公司名称	千叶药包	首健药包	同禹药包
专利	17	9	11
资质证书	14	5	7

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司积极与技术研发机构、下游药企、医院等单位寻求合作，对国内现有药品在药包材上的需求进行研究与分析。同时在 16 年中报中提出适时引进国内外先进新技术和新材料，对药包材进行改进、推广与应用，加速提升国内药品的安全防护性能，保证药品质量，确保用药安全，力求解决药品因药包材导致药效减退，延误最佳有效治疗期的问题。

公司针对技术发展趋势提前布局，在提升市场占有率的情况下探索新技术应用，预计将在中长期保持技术领先和应用领先地位。

3、行业整合成为公司重要发展方向

（1）核心团队深耕行业，发力资源整合

公司董事长杨震自 1993 年创立公司，现任中国包装联合会副会长、中国医药包装协会理事，具有资深的从业经验。公司自身为贵州省最大、西南地区领先的医药包装企业，并获得了贵州省政府的大力支持，在行业内具有较强的资源整合能力。

公司在 2016 年中报中披露，未来的发展目标将以两条主线为依托：第一，精耕细作，夯实主营，通过精细化 I 类 PVC 硬片、I 类药用瓶两大产品，进一步提升产品的市场占有率，持续加大市场优势，从而不断提高公司知名度和行业影响力。第二，借助资本市场，实现全国性扩张，并从双品类逐渐延伸到多品类、从西南区域龙头发展成为全国单品类销量冠军及多品类核心供应商。

（2）并购三樱药包，迈出整合第一步

2016 年年初，公司成功收购四川南充三樱药用包装材料有限公司，这一举措彰显了公司全国性扩张的决心，也迈出了多品类战略布局坚实的一步。

三樱药包主营复合包装袋、包装容器及树脂基原膜，在 2014 年实现销售收入 982.47 万元，净利润-184.30 万元。三樱药包原有 I 类注册证 4 项已于 2015 年到期，新产品注册证已向 CFDA 申请。其产品主要为板装药背面复合膜、外包装袋等，与公司原有 PVC 硬片业务实现互补，从而可以覆盖下游板装药除纸盒外的全部包装需求，达到对客户产品包装整体化解决能力。

在此次并购基础之上，预计公司将持续发力行业资源整合，实现区域扩张+品类扩张，从而达成全国单品类销量冠军及多品类核心供应商这一目标。

表：三樱药包主要财务数据

公司估值		公司资产负债情况	
估值（万元）	634.00	净资产（万元）	477.83
市净率	2.97	营业收入（万元）	982.47
市销率	0.69	净利润（万元）	-184.30

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

四、业务进入扩张期，建议重点关注

1、公司前期受制产能，精耕细作提升盈利能力

（1）公司成长性处于同业前列

从目前情况来看，国内从事药用包装的上市公司包括海顺新材、山东药玻等，三板则有包括千叶药包、首键药包、同禹药包等企业。

各公司在产品定位、区域定位上存在一定差异，但从财务数据可见，千叶药包在营收同比增长和归母净利润增长方面处于行业前列，同时在毛利率方面与行业典型企业海顺新材相近。

表 2：相关企业 2015 年财务和估值对比

证券代码	证券简称	市值 亿元	市盈率 2015	毛利率 2015	净利率 2015	营业收入 2015 万元	营收 YOY	归母净利 2015 万元	归母净利 YOY	应收账款周 转率 2015
831056.OC	千叶药包	2.36	13.04	32.54	15.56	11,643.66	4.99	1,811.80	118.17	4.43
300501.SZ	海顺新材	65.37	111.23	36.75	20.00	29,397.84	1.42	5,876.74	8.38	3.63
834071.OC	首键药包			22.90	-3.31	3,003.21	37.40	-99.51	51.38	1.80
835265.OC	同禹药包	17.14	20.33	28.45	19.16	43,989.28	-5.64	8,428.62	37.60	3.13
835358.OC	橡一科技			23.38	5.27	18,451.67	-19.63	972.46	-39.21	4.19
832037.OC	华能橡胶			23.91	6.48	2,731.29	0.49	176.98	33.05	5.09
836810.OC	创扬医药			29.64	8.37	7,498.84	-16.00	627.93	354.47	2.06

资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

（2）营收增长受制产能瓶颈，未来存在扩张空间

公司营收多年保持稳定，核心原因在于公司产能限制。公司 2013-2015 年固定资产分别为 2586、2600、3831 万元（主要增量为 2014 年新建综合楼），没有投资扩充产能。公司前期受土地限制未扩大产能，导致客户订单无法全部满足；这也间接导致公司对下游具有较强的议价能力，因此应收账款周转率保持了行业领先水平。

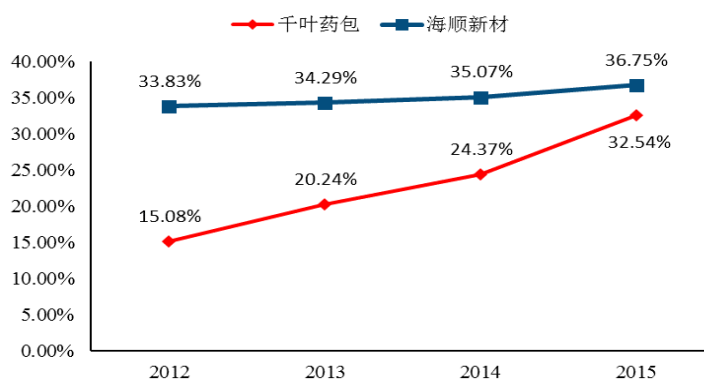
未来随着贵州省政府对公司的扶持，预计公司将有望解决相关产能扩张问题，从而获得满足下游增量订单能力。这为公司获得内生性增长，提升在西南地区的市占率水平具有重要意义。

（3）毛利持续增长源于成本下降+产品优化

公司毛利率在近年持续提升，与行业代表性企业海顺新材的毛利率逐年趋近，并有进一步赶超的趋势。根据公司 16 年中报显示，其毛利率已达到 36.43%，基本与海顺新材 15 年毛利率持平。

公司毛利率的持续上升主要由于主营业务收入提升，上游 PVC 等产品价格下降；同时公司持续改善客户和产品结构，加强成本控制，增加了高毛利产品的订单量占比。预计随着公司业务规模的持续扩大，产品品类的不断升级换代，同时上游石油价格在一定时期内保持低位，公司有望在一定时期内保持较高的毛利水平。

图：公司与海顺新材历史毛利率对比



资料来源：WIND，中信建投证券研究发展部

2、业务进入扩张期，建议重点关注

基于国内医药包装行业相对海外占比显著偏低、医药市场自然增长+产品升级换代市场空间充足，同时行业高度分散、整合潜力巨大；公司占据垂直品类和区位优势、技术和产品线优势、公众公司平台优势，具备不断整合壮大潜力。

公司通过内生性新产品拓展+区域拓展+产能扩张获得内生性增长，布局行业整合获得外延式产品+区域性发展，中短期业绩增长确定性较高。同时公司不断布局新材料、新技术发展和应用，随着公司主动推进技术替代的实现，将有望在中长期取得更大的市场空间。预计公司 2016-2017 年净利润 2500、3500 万元，对应 EPS 0.66、0.93 元，对应当前股价市盈率 9.8X、7.0X，估值显著低于同业，建议重点关注。

风险提示

- 1、并购整合风险：公司在外延式拓展中面临一定的并购整合风险。
- 2、上游价格波动风险：随着公司上游 PVC 等材料价格波动，公司利润率存在波动风险。



分析师介绍

王慷: 中国科学院金属研究所工学博士，非金属建材行业分析师。2013、2014 年度作为团队核心成员获得新财富非金属建材行业最佳分析师第四名。

报告贡献人

张怀 15901025279 zhanghuai@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

程海艳 010-85130323 chenghaiyan@csc.com.cn

李祉遥 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

朱燕 010-85156403 zhuyan@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

任师蕙 010-85159274 renshihui@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

李岚 021-68821618 lilan@csc.com.cn

孙宇 021-68808655 sunyush@csc.com.cn

何利丽 021-68805267 helili@csc.com.cn

潘振亚 021-68821619 panzhenya@csc.com.cn

深广地区销售经理

曹加 0755-23952703 caojia@csc.com.cn

胡倩 0755-23953859 huqian@csc.com.cn

芦冠宇 0755-23953859 luguanyu@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

券商私募销售经理

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/或个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622