

注射剂生产设备的细分行业龙头

-- 千山药机新股报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

千山药机 300216

2011-4-28

投资要点

1. 公司是国内主要的注射剂生产设备供应商, 现有产品包括非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线, 并已自主研发成功塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机, 目前公司利润主要来源于公司主营产品中的非 PVC 膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线。

2. 公司研发优势明显, 公司已获授权专利 781 项, 其中发明专利 24 项、实用新型专利 751 项。国内排名前十的大输液生产企业中, 有 8 家企业使用公司生产的成套制药设备。

3. 2008 年-2010 年, 公司主营业务收入分别为 12,441 万元、15,519 万元、21,089 万元, 净利润分别为 1,736 万元、3,101 万元、4,523 万元, 毛利率分别为 52.54%、53.25%、50.71%。2009 年、2010 年公司主营业务收入分别较上期增长 24.74%、35.89%; 净利润分别较上期增长 78.67%、45.85%。

4. 公司募集资金主要投向年产 30 条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目、年产 30 台全自动智能灯检机建设项目以及制药装备高新技术研发中心建设项目。

5. 公司是细分行业龙头, 技术优势明显, 塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机在未来几年将快速增长, 是公司未来的重要亮点。预计 2011 年、2012 年公司营业收入为 30277 万元、42690 万元, 净利润为 6158 万元、9065 万元, 每股收益为 0.92 元、1.35 元, 目标价格为 29.44—34.04 元, 对应 2012 年市盈率为 32—37 倍。

风险提示:

塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机推广不利。

主要财务数据:

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	155.29	210.99	302.77	426.90
增长率	24.82%	35.87%	43.50%	41.00%
归属母公司股东净利润	31.01	45.23	61.58	90.65
增长率	78.63%	45.85%	36.15%	47.21%
每股收益(EPS)	0.46	0.68	0.92	1.35

目标价格: 29.44—34.04 元

发行上市资料

发行股数(万股)	1700
发行前总股本(万股)	5000
发行后总股本(万股)	6700
发行日期	2011/05/03
上市日期	2011/-/-
主承销商	华泰联合证券

行业研究员: 张欣

联系人: 林兴秋

证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3510
E-mail	linxingqiu@ajzq.com

相关报告

一、制药装备行业前景看好，公司技术优势明显

公司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。公司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。2008年11月27日，根据《高新技术企业认定管理办法》，公司被认定为湖南省首批国家级高新技术企业。公司所属行业的制药装备企业发展前景值得看好，2009年1-11月我国规模以上制药装备企业共实现营业收入50.89亿元，同比增长24.14%，随着医疗改革及基本药物制度的加快，新版GMP的推进，制药装备企业，特别是注射剂生产设备的增长值得期待。

表1：我国制药装备企业营业收入及增长率

	营业收入（千元）	同比增长率（%）
2003年度	2,616,363	-
2004年度	3,215,977	22.92
2005年度	2,770,553	-13.85
2006年度	3,496,026	26.19
2007年度	4,220,966	20.74
2008年度	5,265,530	24.75
2009年1-11月	5,088,850	24.14

资料来源：公司招股说明书，爱建证券

公司技术优势明显，非常注重技术研发，截至2011年2月9日，公司已获授权专利781项，其中发明专利24项、实用新型专利751项、外观设计专利6项。另有52项专利申请已获国家知识产权局受理，其中国际专利7项。出色的技术优势赢得了客户的欢迎，公司与下游客户建立了紧密的合作关系，向国内外多家知名注射剂生产企业提供成套制药设备，国内排名前十的大输液生产企业中，有8家企业使用公司生产的成套制药设备。

表2：公司部分客户情况

序号	客户名称	说明
1	Fresenius-Kabi Bidiphar JSC	欧盟地区主要的注射剂生产企业
2	ISOFARMA Industrial Farmaceutica Ltda	巴西主要的注射剂生产企业
3	四川科伦药业股份有限公司	国内第一大注射剂生产企业，A股上市公司
4	山东鲁抗辰欣药业有限公司	国内第三大注射剂生产企业
5	石家庄四药有限公司	国内第四大注射剂生产企业，H股上市公司全资子公司
6	山东华鲁制药有限公司	国内第五大注射剂生产企业
7	赤峰荣济堂药业有限公司	国内第六大注射剂生产企业
8	安徽丰原药业股份有限公司	国内第七大注射剂生产企业，A股上市公司
9	六安华源制药有限公司	国内第九大注射剂生产企业
10	西南药业股份有限公司	国内第十大注射剂生产企业，A股上市公司

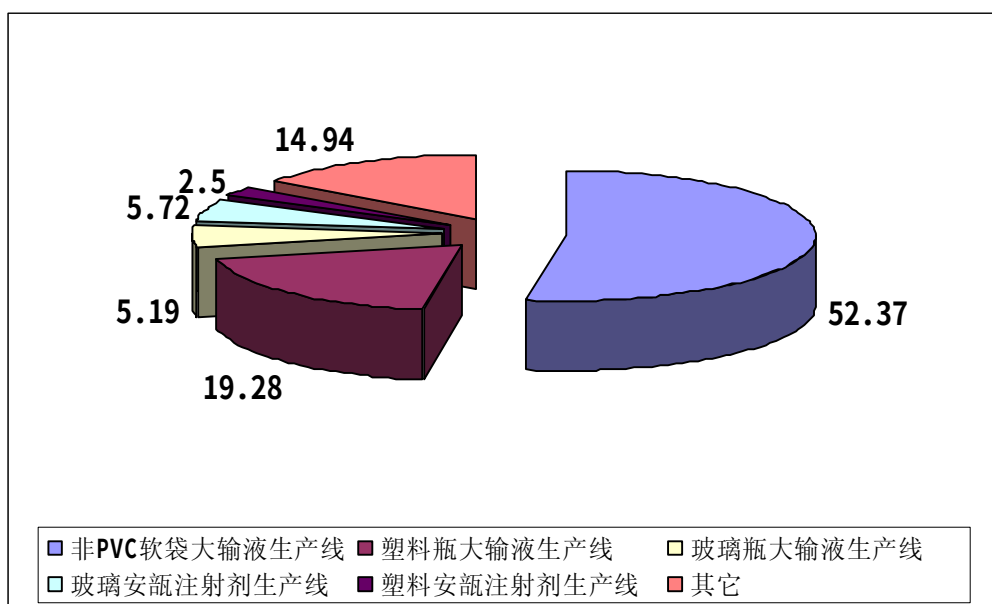
资料来源：公司招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

二、产品结构丰富，竞争优势明显

公司产品丰富，现有产品包括非PVC膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线、玻璃瓶大输液生产自动线、玻璃安瓿注射剂生产自动线，并已自主研发成功塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机，目前产品已基本覆盖全部类型的注射剂生产设备及其主要配套设备。公司利润主要来源于公司主营产品中的非PVC膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线。**2010年**前述两类产品合计贡献毛利分别占公司营业毛利的**71.65%**。前述两类产品均为公司拥有核心技术的产品，公司起草了《非PVC膜单室软袋大输液生产线》、《塑料输液瓶洗灌封一体机》、《聚丙烯输液瓶拉伸吹塑成型机》三项行业标准。

图 1：2010 年公司各产品毛利额占比（%）



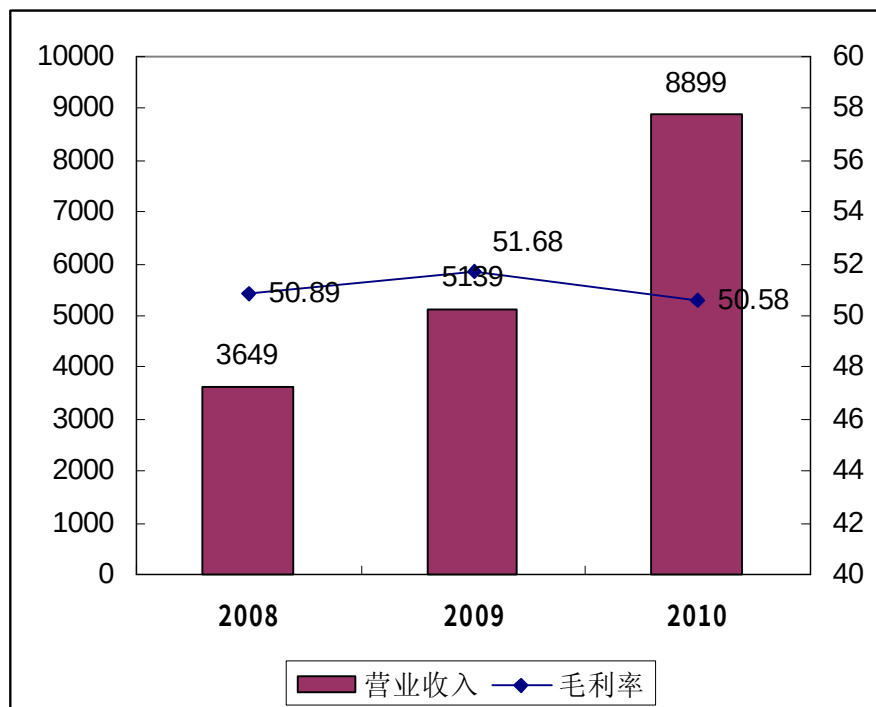
资料来源：公司招股说明书，爱建证券

1. 非PVC膜软袋大输液生产自动线

公司于**2003年**开发出国内第一条非PVC膜软袋大输液生产自动线，其生产速度为**2000袋/小时**。经过多年的持续努力，公司的非PVC膜软袋大输液自动化生产线的生产速度已达到**10000袋/小时**，高于国内外竞争对手同类产品的生产速度。在生产速度不断提高的同时，公司的非PVC膜软袋大输液生产自动线的质量水平一直保持在较高水平，成品率在**98%**以上，高于行业平均水平。国家发展和改革委员会发布的《非PVC膜单室软袋大输液生产线》行业标准由公司起草。**2008年到2010年**公司非PVC膜软袋大输液生产自动线的销售收入分别为**3649万元、5139万元、8899万元**，在营业收入快速增长的同时，公司毛利率保持在较高水平，均在**50%**以上。

请务必阅读正文之后的重要声明

图2：非PVC膜软袋大输液生产自动线的收入及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

2. 塑料瓶大输液生产自动线

塑料瓶大输液生产自动线用于塑料瓶大输液的生产，这种类型的生产线生产的产品以医用级PP、PE硬质塑料作为大输液的包装材料，成功克服了玻璃瓶自重大、易破碎、不宜长途运输等缺点。公司现已开发出集吹瓶机、洗灌封机为一体的塑料瓶大输液吹洗灌封一体机，有效提高了塑料瓶大输液生产自动线的集成度，减少了生产线的占地面积，从而降低了注射剂生产企业的生产成本。与该生产线相关的两项行业标准《塑料输液瓶洗灌封一体机》、《聚丙烯输液瓶拉伸吹塑成型机》均为公司起草。公司自主研发的旋转式吹瓶机技术日趋成熟，销量逐年增长，导致塑料瓶大输液生产自动线毛利率维持较高的水平。2008年到2010年公司销售的塑料瓶大输液生产自动线毛利率分别为50.89%、51.68%、50.58%。

3. 塑料安瓿注射剂生产自动线

公司的塑料安瓿注射剂生产自动线为国内首条同类产品，填补了国内空白，技术优势非常明显。塑料安瓿注射剂生产线运行时，医用级PP、PE等塑料粒子融化制瓶后直接灌装药液，舍弃了清洗工序，简化了安瓿注射剂的生产工艺，设备结构更紧凑。通过控制密闭空间内的环境质量，该技术可实现注射剂的无菌封装，大幅提高注射剂的产品质量。塑料安瓿注射剂生产自动线为公司已成熟的技术储备项目，公司本次公开发行股票募集资金将用于该产品的产业化生产。塑料安瓿注射剂2010年开始在市场销售，销售收入为444万元，毛利率非常高，为60.15%，塑料安瓿注射剂替代玻璃安瓿注射剂是大势所趋，塑料安瓿注射剂生产自动线将为公司带来新的利润增长点。

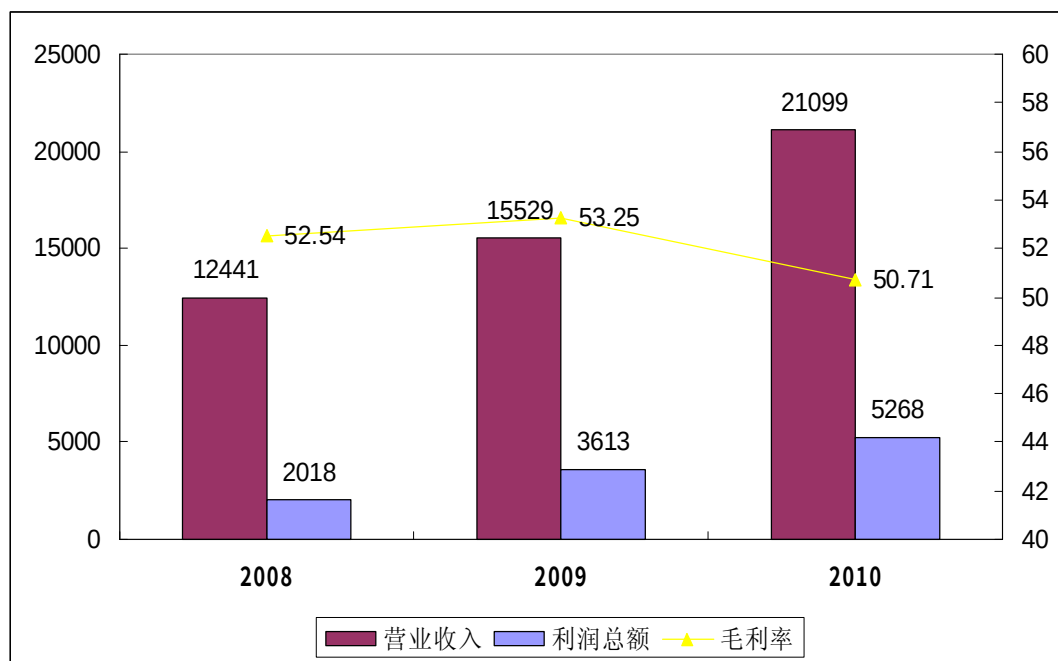
请务必阅读正文之后的重要声明

三、公司收入利润快速增长，毛利率较高

2008年-2010年，公司主营业务收入分别为12,441万元、15,519万元、21,089万元，实现利润总额分别为2018万元、3613万元、5268万元，净利润分别为1,736万元、3,101万元、4,523万元，毛利率分别为52.54%、53.25%、50.71%。2009年、2010年公司主营业务收入分别较上期增长24.74%、35.89%；利润总额分别较上期增长79.04%、45.81%，净利润分别较上期增长78.67%、45.85%。

公司综合毛利率波动较小，始终保持较高的水平，主要原因是公司销售结构不断优化，毛利率较高的非PVC膜软袋大输液生产自动线及塑料瓶大输液生产自动线营业收入占全部营业收入的比重逐年上升，导致公司综合毛利率逐年提高；公司产销量不断提高，单位固定成本有所降低，公司综合毛利率稳步上升。2010年，公司综合毛利率略有下降，主要因为2010年公司非PVC膜软袋大输液生产自动线销量大增，公司在议价过程中对部分大客户给予了一定的优惠，该产品系列毛利率有所降低；2010年公司销售的“其他”产品占比较高，且该类别毛利率有所降低。

图3：公司2008—2010营业收入、利润总额及毛利率（单位：万元，%）



资料来源：公司招股说明书，爱建证券

四、募集资金投向

公司募集资金主要投向3个项目年产30条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目、年产30台全自动智能灯检机建设项目、制药装备高新技术研发中心建设项目。年产30条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目是公司为充分利用核心竞争力，升级产品结构而投资的项目。该项目生产的塑料安瓿注射剂生产自动线用于塑料安瓿注射剂的生产，是国内首条具有自主知识产权的同类产品，填补了国内空白，可替代国内广泛使用的玻璃安瓿注射剂生产自动线，推动安瓿注射剂市场产品结构的升级。塑料安瓿注射剂克服了玻璃安瓿注射剂易掉屑污染药液、易破碎、不利于长途运输等缺点。目前，国内尚无其他制药装备企业具备塑料安瓿注射剂生产自动线的生产能力。达产后每年可实现营业收入12600万元，将为公司带来新的利润增长点。

请务必阅读正文之后的重要声明

全自动智能灯检机用于对注射剂中是否含有可见异物进行自动检测。灯检设备是注射剂生产企业必需的配套设备，按照国家的相关规定，注射剂生产企业必须对其注射剂产品全数进行可见异物的检测。本项目生产的全自动智能灯检机采用高速成像和智能识别等新技术，可自动完成注射剂产品中可见异物的检测过程，大幅提高检测可靠性，有效消除人员因素对可见异物检测的干扰。国内外具备全自动智能灯检机生产能力的企业较少，其中较大的企业有德国Seidenader，意大利Brevett Cea，Pharmamech Srl，日本的Eisai。全自动智能灯检机不仅可以用于制药企业，还可以用于酒类企业，未来5年我国全自动智能灯检机市场的需求较为旺盛，总需求量可达615台，年均需求量达123台。全自动智能灯检机将是公司未来发展的重要亮点。

制药装备高新技术研发中心建设项目将有利于提高公司的综合竞争力。为抓住我国注射剂生产行业设备升级换代带来的机遇，公司需要不断推出满足注射剂生产企业需求的新产品。新产品的推出离不开新技术，而企业新技术最重要的来源在于企业的内部研发。因此，较强的研发实力是企业获得可持续的竞争力的主要途径。本项目的建成对进一步增强公司的研发实力，是公司为增强自身成长性和创新能力的重要举措。

表4：募集资金投向（单位：万元）

序号	项目	项目总投资（万元）	建设期（月）	预计年营业收入
1	年产30条塑料安瓿注射剂生产自动线建设项目	6,976.45	18	12600
2	年产30台全自动智能灯检机建设项目	3,456.31	18	4600
3	制药装备高新技术研发中心建设项目	3,197.37	18	-

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

五、盈利预测

公司是细分行业龙头，技术优势明显，非PVC膜软袋大输液生产自动线、塑料瓶大输液生产自动线将保持稳步增长，为公司贡献利润，塑料安瓿注射剂生产自动线、全自动智能灯检机在未来几年将快速增长，是公司未来的重要亮点。预计2011年、2012年公司营业收入为30277万元、42690万元，净利润为6158万元、9065万元，每股收益为0.92元、1.35元，目标价格为29.44—33.12元，对应2012年市盈率为32—36倍。

请务必阅读正文之后的重要声明

表5：公司盈利预测（单位：营业收入：百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	155.29	210.99	302.77	426.90
减: 营业成本	72.62	104.03	142.30	198.51
营业税金及附加	0.92	1.14	1.63	2.31
营业费用	21.55	29.41	42.20	59.50
管理费用	23.73	29.52	42.36	59.72
财务费用	5.59	4.22	1.83	0.21
资产减值损失	-2.57	-7.49	0.00	0.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.44	50.16	72.45	106.65
加: 其他非经营损益	2.69	2.52	0.00	0.00
利润总额	36.13	52.68	72.45	106.65
减: 所得税	5.11	7.45	10.87	16.00
净利润	31.01	45.23	61.58	90.65
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	31.01	45.23	61.58	90.65
每股收益（元）	0.46	0.68	0.92	1.35

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅**15%**以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅**5%~15%**

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在**±5%**以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅**5%**以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅**5%**以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于**-5%~5%**之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅**5%**以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及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服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。