

分析师：	乔洋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn	执业证书编号：	S0490510120007
联系人：	邹朋	021-68751065	zoupeng@cjsc.com.cn		

收入平稳增长，新增灯检机收入成为亮点

事件描述

千山药机今日发布 2011 年中报，其主要内容如下：

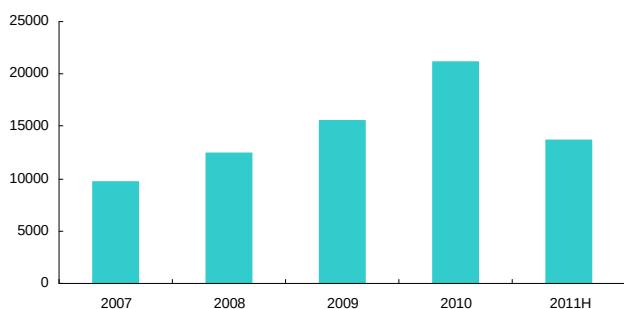
2011 年上半年公司实现营业收入 13,729.70 万元，同比增长 27.85%；实现归属上市公司股东净利润 2,647.85 万元，同比增长 8.76%，摊薄后基本每股收益 0.40 元/股。

事件评论

第一， 公司收入实现平稳增长，资产减值损失拖累公司业绩增长

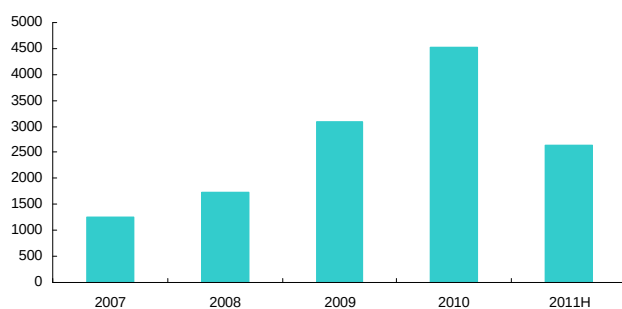
报告期内公司实现营业收入 13,729.70 万元，同比增长 27.85%；实现归属上市公司股东净利润 2,647.85 万元，同比增长 8.76%，摊薄后基本每股收益 0.40 元/股。公司净利润之所以增长速度大幅低于营业收入增长速度，主要是由于公司在报告期内资产减值损失较去年同期增长 982.07 万元，该项金额折算成 EPS 为 0.15 元。

图 1：2007-2011 上半年收入增长情况（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：2007-2011 年上半年净利润增长情况（单位：万元）

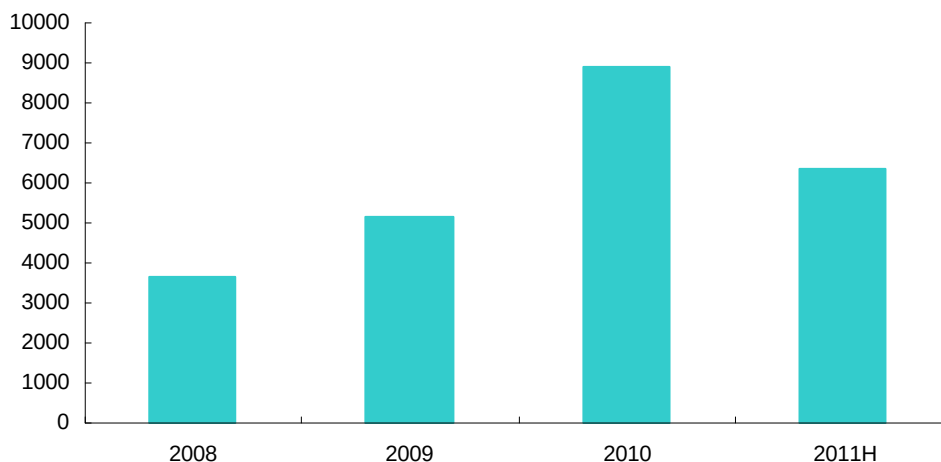


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二， 非 PVC 膜软袋大输液生产线带动总收入增长，新增灯检机收入成为亮点

报告期内公司非 PVC 膜软袋大输液生产线实现销售收入 6,334.44 万元，同比增长 37.61%。由于该项业务占公司收入比例较高，并且毛利率达到了 65.43%，是公司毛利率第二高的产品（仅次于灯检机）其高速增长也带动了营业收入的增长，报告期内非 PVC 膜软袋大输液生产线占公司营业收入比重为 46.14%，毛利率保持稳定。目前国内大输液包装升级换代仍在进行过程当中，随着公司产品设计的不断优化，生产效率不断提高，未来该项业务仍有望保持高速增长。

图 3：公司非 PVC 膜软袋大输液生产线销售收入增长情况（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

在报告期内公司智能灯检机业务实现了营业收入 1,350.43 万元，成为公司业务增长中的亮点。虽然该项业务目前占公司业务比例较小，但是前景光明。目前国内对于液体药品包装物中的杂质检测主要依靠人工灯检，在生产过程中有可能会存在人为误差，造成医疗事故，公司推出的智能灯检机能够消除检测中的人工错误，并且能够为企业节省大量的人力成本。此外，公司还有意把智能灯检机往食品饮料行业发展，尤其是酒类生产企业。公司智能灯检机订单充足，未来有望成为公司主要增长点。

第三，塑料安瓿有望复制大输液产品的升级模式，但仍需等待下游制剂包材认证通过

塑料安瓿与传统的玻璃安瓿比较，在操作过程中产生的碎片和颗粒更少，安全性上具有较大优越性。在国外塑料安瓿包装已经成为主流，而在国内尚未起步。在未来塑料安瓿有望复制大输液产品的升级模式，在国内逐步替代玻璃安瓿。目前国内仅有公司能够生产塑料安瓿生产线，公司产品的销售价格仅为国外同类产品的 1/3，价格优势明显。未来塑料安瓿生产线有望成为公司的主力产品。但是该产品实现放量销售，仍需等待下游制剂企业申请塑料安瓿包装制剂通过药监部门审批。

第四，预计公司 2011-2012 年 EPS 分别为 1.07 元和 1.53 元，维持“谨慎推荐”评级

公司产品结构完善，随着新版 GMP 认证的逐步进行，注射剂包装升级换代的推进，公司有望受益于行业的高景气。同时公司塑料安瓿生产线和智能灯检机市场前景良好，随着募投项目的推进，产能逐步释放，未来有望成为公司主要的增长点。我们预计千山药机 2011-2012 年 EPS 分别为 1.07 元和 1.53 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	211	311	411	512	货币资金	69	666	626	426
营业成本	104	143	185	225	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	107	168	227	288	应收账款	60	85	113	140
% 营业收入	50.7%	54.0%	55.1%	56.2%	存货	65	77	100	122
营业税金及附加	1	2	2	3	预付账款	17	23	29	35
% 营业收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	29	42	55	68	流动资产合计	212	855	872	728
% 营业收入	13.9%	13.6%	13.3%	13.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	30	43	56	68	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	14.0%	13.7%	13.5%	13.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	4	0	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	0.1%	-0.6%	-0.4%	固定资产合计	77	122	214	496
资产减值损失	-7	0	0	0	无形资产	9	9	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	50	81	117	151	其他非流动资产	0	20	40	60
% 营业收入	23.8%	26.0%	28.3%	29.5%	资产总计	299	1006	1135	1292
营业外收支	3	3	3	3	短期贷款	70	0	0	0
利润总额	53	83	119	154	应付款项	25	33	42	51
% 营业收入	25.0%	26.9%	28.9%	30.0%	预收账款	21	31	41	51
所得税费用	7	12	17	22	应付职工薪酬	4	6	7	9
净利润	45	72	102	132	应交税费	3	4	6	7
归属于母公司所有者					其他流动负债	1	2	3	4
的净利润	45.2	71.6	102.3	131.9	流动负债合计	124	76	99	122
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.68	1.07	1.53	1.97	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	3	6	9	12
经营活动现金流净额	46	41	61	103	负债合计	127	82	108	134
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	172	924	1026	1158
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	172	924	1026	1158
固定资产投资	-17	-53	-104	-305	负债及股东权益	299	1006	1135	1292
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17	-53	-104	-305		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.675	1.069	1.526	1.968
股权融资	0	680	0	0	BVPS	3.45	18.48	15.32	17.29
银行贷款增加（减少）	18	-70	0	0	PE	59.25	37.41	26.21	20.32
筹资成本	14	0	2	2	PEG	1.38	0.87	0.61	0.47
其他	-33	0	0	0	PB	11.60	2.16	2.61	2.31
筹资活动现金流净额	-1	610	2	2	EV/EBITDA	44.35	22.60	16.21	13.06
现金净流量	29	598	-41	-200	ROE	26.2%	7.8%	10.0%	11.4%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。