

医药生物

2014年08月22日

楚天科技 (300358)

——增发收购制药用水龙头新华通，强强联手，打造药装巨头

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据：2014年08月21日

收盘价(元)	35.98
一年内最高/最低(元)	73.3/34.55
上证指数/深证成指	2231/8011
市净率	5.6
息率(分红/股价)	1.11
流通A股市值(百万元)	1051

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

每股净资产(元)	6.38
资产负债率%	42.78
总股本/流通A股(百万)	117/29
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《楚天科技(300358)新股分析——水针剂药装龙头，合理价格28.8元-36元》 2014/01/06

证券分析师

钱正昊 A0230513050005
qianzh@swsresearch.com

联系人

周子露
zhouzl@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	797	35	135	42	2.05	47.2	29.6	18	0
2014H1	488	20	69	6	0.59	41.8	9.3		
2014E	964	20.9	156	15.4	1.16	43.6	12.8	27.0	20.3
2015E	1,481	53.6	220	41.2	1.64	42.4	15.3	19.1	14.8
2016E	1,857	25.4	335	52.3	2.50	45.2	18.9	12.5	10.3

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

公司公告：拟通过股权+现金方式，以34.56元/股价格发行总计不超过1744万股股份收购长春新华通制药有限公司100%股权，（其中将向新华通发行1215万股，并向3名特定投资者发行不超过529.5万股募集不超过1.83亿元用于支付剩余对价以及补充流动资金），对应14年15.7倍PE。若收购完成，新华通将成为公司全资子公司，楚天投资仍然拥有楚天科技51.6%股权，保持控股股东地位。

- **强强联合，打造药装行业新巨头。** 长春新华通作为一家有着21年历史的医药制水企业，其蒸馏水设备在市场上享有极强的声誉。虽然水处理市场仅13-15亿空间，并且国外厂商占比达到一半，但公司作为国内领先者，13年收入达到2亿元。此次收购一方面丰富了楚天本身在于医用水制备的产品线，另一方面，两家国内一流企业的强强联合在渠道共振上也将达到互相的补充和借鉴。
- **新华通工艺研发国内一流，新品潜力巨大。** 作为新华通而言，其在制药水制备方面的工艺以及研发能力达到国内领先，国际一流的水平。公司不断推陈出新，在多效蒸馏机畅销之外，新产品也即将推出，纯度更高，节能效率50%，更加环保等优势将为新品（热压式蒸馏水机）提供更大的市场替代空间，我们预计这将是公司15年的爆发增长点。
- **楚天内生增长稳定，良好产品储备维持公司业绩稳定增长，提供高安全边际。** 同时，楚天通过自身大量研发投入，保证了在后GMP时代能够不断推出新产品：冻干机、灯检机、新一代西林瓶联动线等，在GMP改造完成后需求总量下滑20%的市场下，仍然依靠新产品在弥补其他产品下滑的同时，保持了一定的增长，为公司提供了较强的安全边际。我们预计，公司未来仍将保持这一战略，不断推陈出新，保持业绩的内生稳定增长。
- **我们预计14-16年1.16/1.64/2.50元（全面摊薄），给予“增持评级”，6个月目标价45.4元，空间约为26.2%。** 考虑到公司此次收购后，不但在产品的叠加能够进一步增厚业绩，同时还能在渠道的共振下，为新华通提供良好的销售机制，并借鉴其存量的补充，我们预计2015年将成为公司业绩上一台阶的元年。我们预计14-16年1.16/1.64/2.50元（全面摊薄），给予“增持评级”。

本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的1%，还可能会为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

新华通

市场规模。药厂的水处理的系统市场大概是 13-15 亿元左右，国外厂家数量居多，占到一半。而其他行业的食品市场比较大，虽然标准比较低，因为饮料水、蒸馏水、纯化水都是不同标准的。制药改造未来有 50 亿空间，在食品这块应该有 80 亿空间，在军工环保公司不会去做。先把制药解决。

市场竞争情况。国内做水系统的有 30 多家，小的一年几百万。其他企业的设备技术基本都是来自于芬兰，这个厂每年 400-600 台向全球提供，后来全球派生出来 30 多家，但是这些年来在市场上主流的 3 家，意大利、美国、芬兰。他们在全球市场份额很大。

新产品市场空间广阔。对于热压式蒸馏机来说，一小时可以处理 12T 的水，并且可以节约一半能耗，主要用在大输液企业。每台机器的寿命约为 15 年，公司目标是 3 年后能够收入达到 8-9 亿元，国内保有量约为 20000 台，如果有一半可以置换这种新的热压蒸馏机的话就很好了，如果一台是 200w 的话市场就是 200 亿元。虽然短期大药厂不会去大规模采购，必须有政策逼着你做才会爆发，但如果用标志性企业去做推广，如果真的能够推广开，市场一定是巨大的。

公司园区情况。公司分成两个厂，一个老厂一个新厂，新厂有 60000 多平，老厂只有 10000 多平。未来仍有扩建可能性。

楚天科技

关于 GMP 改造完成的影响。公司从 12 年开始接受投资者交流后对于 GMP 改造完成对于公司业绩影响的回答一直没有变化，公司一如既往的在新产品的开发上加大投入，通过开创新增长来弥补原有业务的下滑。虽然我们可以看到整体封装联动线总体量下降了 20%，但其他新产品不但弥补还有增长。楚天需要开发新的大型产品才能弥补这块的影响，都是要提前 3 年要去做开发，才能撑起企业的增长。因此公司仍然现在在考虑 3 年以后的市场。

公司近况：冻干机：预计 14 年确认收入规模应该在 1 个亿以上，冻干机由于 6-12 月的准备周期，所以绝对不能出问题，尤其是核心部件的冷冻层板，出了问题就再也不会用了，会严重影响公司生产进度。**远程测控中心：**公司建立了一个远程信息售后测控中心，利用机器内部的传感器来检测卖出去的所有装备的工作情况，一旦有问题，仪器就会对应的告诉所有相关负责人员，起到，快速、全面、可追溯的问题售后服务。还是比较能赚钱的。

新华通收购的影响。首先新华通的收购对于楚天来说主要是考虑了几方面原因：第一，新华通的产品技术和楚天有很强的互补；其次，新华通的工艺水平很不错；最后，老板之间互相信任并且深交。此次合并销售队伍不合并，本部做事业部制，收购的以子公司制。信息共享而已。最后，新华通本来是想做 IPO 的，但是最后时间还是太长和楚天合作了，这个并购是有基础的。对于新华通来说，增长没有问题，因为本身技术就小，渠道叠加以及利用到产品的叠加保持约 50% 的增速问题不大。

楚天市场的优势。作为楚天而言，可能更加擅长于把自身的既定战略做好。从未来看 3 年以后药装格局来看，东富龙、楚天、千山三家未来都会比较做得好，其实市场蛋糕够大，不会说谁做的好其他人都死，所有的公司都会好。而作为楚天来说，目标是成为 2025 年全球医装的领军企业。

楚天收购标准。中国产品的第一；中国必须有合作楚天重组的愿望；产品可以融合。

关于公司情况。募投项目：现在的地基已经打完，未来将在募投投产 L 型西林瓶封装线以及包材封装线。新型的 L 型西林瓶也可以节省能耗约 50%。**关于塑料安瓿瓶。**目前刚打完地基塑料安瓿瓶样机已经是第二代了，在国内应该算是不弱于千山。**其他：**并购不可能一年搞很多次。截止 6 月底预计在手订单有 7.9 个亿。

表 1. 关键假设表

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
安瓿瓶联动线									
总产量 (台)		68	165	134	185	176	168	160	161
销售量 (台)		65	156	135	185	176	168	160	161
单价 (万元/台)		94	87	115	150	150	150	150	150
增长率			-7.44%	31.26%	30.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	58	61	136	155	278	264	252	240	242
毛利率	45.39%	46.56%	44.49%	46.58%	48.23%	47.00%	46.00%	45.00%	44.00%
增速		4.88%	122.15%	13.59%	79.26%	-4.86%	-4.55%	-4.76%	0.63%
销售成本 (百万元)	32	33	76	83	144	140	136	132	135
西林瓶联动线									
总产量 (台)		58	89	75	95	126	130	140	160
销售量 (台)		55	86	71	95	126	130	140	160
单价 (万元/台)		126	174	185	204	255	281	309	333
增长率			38.02%	6.37%	10.46%	25.00%	10.00%	10.00%	8.00%
销售收入 (百万元)	46	69	149	131	194	321	365	432	533
毛利率	42.17%	44.60%	45.29%	47.20%	49.05%	47.50%	46.00%	45.00%	48.00%
增速		50.28%	115.81%	-12.18%	47.79%	65.79%	13.49%	18.46%	23.43%
销售成本 (百万元)	27	38	82	69	99	169	197	238	277
口服液联动线									
总产量 (台)		39	40	57	35	30	33	38	43
销售量 (台)		39	38	55	35	30	33	38	43
单价 (万元/台)		54	54	64	70	70	69	68	68
增长率			0.06%	18.80%	8.59%	0.00%	-1.00%	-2.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	5	21	21	35	25	21	23	26	29
毛利率	32.89%	37.69%	35.20%	36.27%	39.31%	38.00%	37.00%	35.00%	35.00%
增速		352.88%	-2.51%	71.95%	-30.89%	-14.29%	8.90%	12.85%	13.16%
销售成本 (百万元)	3	13	13	23	15	13	14	17	19
大输液联动线									
总产量 (台)		12	15	20	10	12	13	14	14
销售量 (台)		13	15	17	10	12	13	14	14
单价 (万元/台)		94	140	158	170	190	206	212	216
增长率			49.45%	12.57%	7.52%	12.00%	8.00%	3.00%	2.00%
销售收入 (百万元)	6	12	21	27	17	23	27	30	30
毛利率	41.24%	45.95%	43.04%	45.12%	47.07%	46.00%	48.00%	50.00%	50.00%
增速		117.39%	72.44%	27.58%	-36.75%	34.40%	17.00%	10.92%	2.00%
销售成本 (百万元)	3	7	12	15	9	12	14	15	15
配件									
销售收入 (百万元)	7	9	13	11	14	48	62	81	105
毛利率	40.63%	41.58%	36.51%	46.84%	45.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

	增速	34.44%	45.17%	-15.87%	28.79%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	
销售成本（百万元）		4	5	8	6	8	34	44	57	74

单机(未折算, 三台单机折线一条)										
总产量（台）		81	66	87	105	120	135	150	160	
销售量（台）		81	60	87	105	120	135	150	160	
单价(万元/台)		23	92	90	91	94	96	98	98	
	增长率		302.38%	-2.17%	1.11%	3.00%	2.00%	2.00%	0.00%	
销售收入（百万元）		15	19	15	19	20	37	43	49	52
	毛利率	42.35%	45.08%	41.79%	43.37%	42.00%	41.00%	41.00%	40.00%	38.00%
	增速		27.20%	-21.60%	29.68%	5.31%	89.07%	14.75%	13.33%	6.67%
销售成本（百万元）		8	10	8	11	12	22	25	29	32

全自动灯检机										
总产量（台）				17	18	42	62	85	116	
销售量（台）				8	18	42	62	85	116	
单价(万元/台)				156	136	136	136	136	136	
	增长率				-13.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
销售收入（百万元）				13	13	57	84	116	158	
	毛利率			53.05%	53.05%	50.00%	50.00%	48.00%	48.00%	
	增速				0.00%	356.59%	47.62%	37.10%	36.47%	
销售成本（百万元）				6	6	29	42	60	82	

冻干机										
销售量（台）						10	42	66	98	
单价(万元/台)						257	257	252	252	
	增长率					0.00%	0.00%	-2.00%	0.00%	
销售收入（百万元）						26	108	166	247	
	毛利率					35.00%	34.00%	35.00%	38.00%	
	增速						320.00%	54.00%	48.48%	
销售成本（百万元）						17	71	108	153	

新华通										
销售收入（百万元）							280	342	461	
	毛利率						42.00%	42.00%	50.00%	
	增速							22.00%	35.00%	
销售成本（百万元）							162	198	231	

合计										
总收入		136	191	355	390	559	797	964	1481	1857
	增速		40.68%	85.41%	10.08%	43.19%	42.62%	20.88%	53.61%	25.43%
总成本		77	106	199	212	291	435	544	854	1018
综合毛利率		43%	44%	44%	46%	48%	45%	44%	42%	45%

资料来源：申万研究

表 2. 利润表

利润表	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	355	405	589	797	964	1,481	1,857
二、营业总成本	295	335	482	657	795	1,238	1,485
其中：营业成本	200	219	305	421	544	854	1,018
营业税金及附加	2	3	4	4	5	7	9
销售费用	45	52	94	125	116	178	223
管理费用	39	50	68	100	119	182	228
财务费用	2	9	7	1	1	(2)	(8)
资产减值损失	7	2	3	6	11	19	15
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	60	70	107	140	169	243	372
加：营业外收入	4	16	3	17	12	11	13
减：营业外支出	1	4	1	3	3	2	2
四、利润总额	63	81	110	155	178	252	383
减：所得税	10	11	14	20	22	32	48
五、净利润	53	70	95	135	156	220	335
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	53	70	95	135	156	220	335
六、基本每股收益	0.86	1.06	1.44	2.05	1.16	1.64	2.50
全面摊薄每股收益	0.46	0.60	0.82	1.16	1.16	1.64	2.50

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。