

山东药玻 (600529.SH)

业绩增长大幅提速，践行混改优质龙头

2016年公营收21亿，同比增长19%，归属净利1.9亿，同比增长+30%
收入、盈利双双大幅增长，超出市场预期：公司业绩大幅增长，超出市场预期。分季度来看，公司2016年Q4、2017年Q1收入分别同比增长48%、28%，归属净利分别同比增长86%、68%；相比2016年前三季度大幅提速。
销售好转、产品结构优化，量价齐升，盈利能力维持高位：公司作为国内行业龙头，主要产品模制瓶、棕色瓶受益行业改善，销售明显好转，量价齐升，2016年模制瓶销量同比增长11%（收入增长12%），棕色瓶销量同比增长6%（收入增长11%），预计2017年Q1整体销量仍有两位数增长；同时公司积极优化产品结构，推广新产品；2016年公司整体毛利率33%，同比提升1.39个pct，2016年Q4、2017年Q1毛利率分别为32.49%、28.41%同比有所下降，主要是原材料成本上涨。

公司治理结构理顺增效明显，费用率大幅下降：公司三年期定增发行完成，管理层持股比例由此前的1.37%提升至7.25%，持股比例大幅提升（成为公司第二大股东），治理结构迎来拐点式变化，经营效率提升明显，2016年费用率同比-1.42个pct，2017年Q1期间费用率进一步大幅下降，同比-4.07个pct，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降2.57、1.68个pct。

现金流良好，负债率低，经营质量高：公司2016年经营现金流量净额5亿，同比增长30%；一季度经营性经营现金流量净额同比下滑30%，主要是预付款增加，对应仍是当期归属净利润的1.5倍；公司目前在手现金5个亿，没有有息负债，资产负债率22.3%，整体财务状况优良，经营质量高。

投资建议：给予“买入评级”：公司是国内医药玻璃制造商龙头，行业竞争力突出，经营稳健；募投布局的中性硼硅药用玻璃市场空间大、盈利能力强，公司技术突破替代进口，未来将成为公司新的增长点；同时管理层积极参与定增，持股比例大幅提升成为第二大股东，管理增效明显，业绩增长已开始提速。预计公司2017-2019年EPS分别为0.81、1.02、1.30，维持“买入评级”。

风险提示：宏观经济持续下行，原材料价格大幅上涨，产能投放不达预期；
盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,723.21	2,057.47	2,260.04	2,495.08	2,845.24
增长率(%)	1.90%	19.40%	9.85%	10.40%	14.03%
EBITDA(百万元)	375.63	457.79	416.65	484.08	580.23
净利润(百万元)	145.41	189.60	246.68	309.80	395.76
增长率(%)	16.60%	30.40%	30.10%	25.59%	27.75%
EPS(元/股)	0.565	0.625	0.813	1.021	1.304
市盈率(P/E)	34.22	34.04	23.10	18.39	14.40
市净率(P/B)	2.27	2.15	1.75	1.60	1.44
EV/EBITDA	12.42	11.74	10.37	8.11	5.99

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	18.65元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-25

分析师： 邹戈 S0260512020001
 021-60750616
 zouge@gf.com.cn
 分析师： 谢璐 S0260514080004
 021-60750630
 xielu@gf.com.cn

相关研究：

山东药玻(600529.SH)：三 2016-12-23
 年期定增发行完成，践行混改
 的优质龙头
 山东药玻(600529.SH)：经 2016-08-26
 营质量出色的优质龙头，关注
 国企改革
 山东药玻(600529.SH)：医 2016-05-08
 药玻璃制造龙头，混改启动，
 扬帆再启航

联系人： 徐笔龙 021-60750611
 xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件描述	4
事件评论	4
收入、盈利双双大幅增长，超出市场预期.....	4
销售好转、产品结构优化，量价齐升，盈利能力维持高位	5
公司治理结构理顺增效明显，费用率大幅下降.....	7
现金流良好，负债率低，经营质量高	7
投资建议：维持“买入评级”	8
风险提示	8

图表索引

图 1: 2016 年收入同比增长 19.4%.....	5
图 2: 2016 年归母净利润同比增长 30.4%.....	5
图 3: 2017Q1 收入同比增长 27.52%.....	5
图 4: 2017Q1 归母净利润同比增长 67.62%.....	5
图 5: 近年来各项业务占比.....	6
图 6: 2016 年公司各类产品销量同比涨跌幅	6
图 7: 2016 年公司各项业务毛利率	6
图 8: 2017 年 Q1 公司毛利率同比下降 3.25pct.....	6
图 9: 2017 年 Q1 公司期间费用率同比下降 4.07pct.....	7
图 10: 2016 年经营性现金流净额同比增长 30%.....	7
图 11: 2016 年资产负债率同比下降 2.7pct.....	7
图 12: 公司现金流情况良好, 盈利质量高.....	8
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4

事件描述

山东药玻公布2016年年报:

报告期内公司实现营业收入20.57亿元, 同比增长+19.4%, 实现营业利润2.55亿元, 同比增长+28.72%; 实现利润总额2.39亿元, 同比增长+22.3%。

归属于上市公司股东净利润1.9亿元, 同比增长+30.4%, 对应每股收益0.63元(摊薄后)。

拟以公司权益分派实施时股权登记日的总股本为基数, 向全体股东按每10股派发现金红利2元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产(万元)	390,422.54	297,307.09	31.32%
归属上市公司股东的所有者权益(万元)	304,360.10	222,890.77	36.55%
归属上市公司股东的每股净资产(元/股)	11.88	8.66	37.17%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入(万元)	205,747.31	172,320.72	19.40%
毛利率(%)	32.81%	31.31%	+1.50pct
营业利润(万元)	25,467.08	19,784.98	28.72%
利润总额(万元)	23,925.71	19,531.68	22.50%
归属于上市公司股东的净利润(万元)	18,960.49	14,540.74	30.40%
基本每股收益(元/股)	0.63	0.56	30.98%
经营活动产生的现金流量净额(万元)	50,652.81	38,963.43	30.00%
每股经营活动产生的现金流量净额(元/股)	1.98	1.51	30.59%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

同时公司公布了2017年第一季度报告:

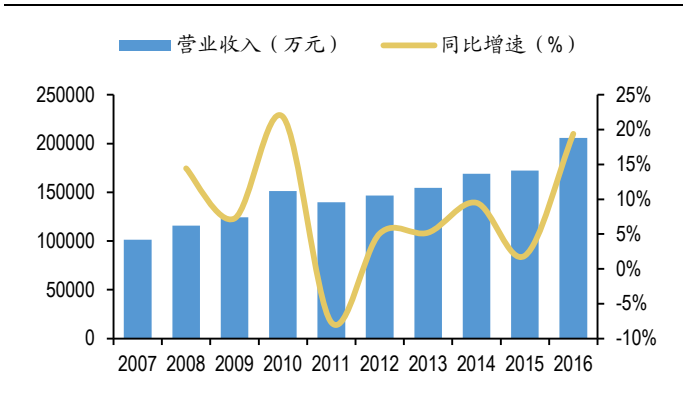
报告期内公司实现营业收入5.75亿元, 同比增长+27.52%, 实现归属于上市公司股东净利润0.65亿元, 同比增长+67.62%, 对应每股收益0.21元/股。

事件评论

收入、盈利双双大幅增长, 超出市场预期

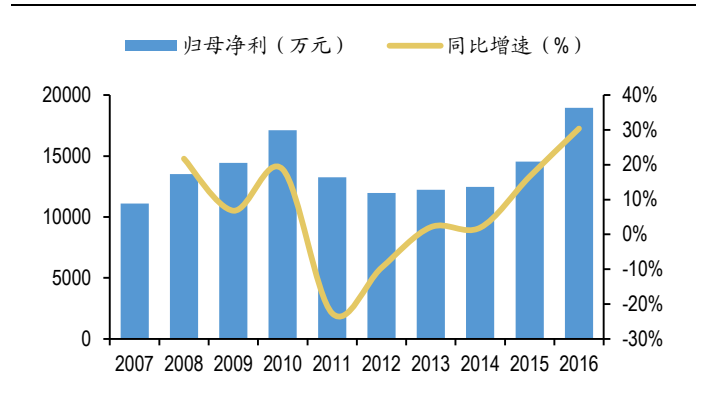
公司业绩大幅增长, 超出市场预期。分季度来看, 公司2016年Q4、2017年Q1收入分别同比增长47.83%、27.52%, 归属净利分别同比增长86.16%、67.62%; 相比2016年前三季度大幅提速(2016年Q1-Q3的收入增速分别为8.35%、9.09%、14.1%, 归属净利增速分别为19.3%、17.64%、7.88%); 业绩高增主要是公司经营向好, 量利齐升, 还有部分原因是去年全资收购包头丰汇包装、沂源新奥两家关联公司二季度开始并表(实际影响有限, 2016年两家公司的净利分别为143万、419万), 另外今年一季度开始公司所得税率下调为15%。

图 1：2016 年收入同比增长 19.4%



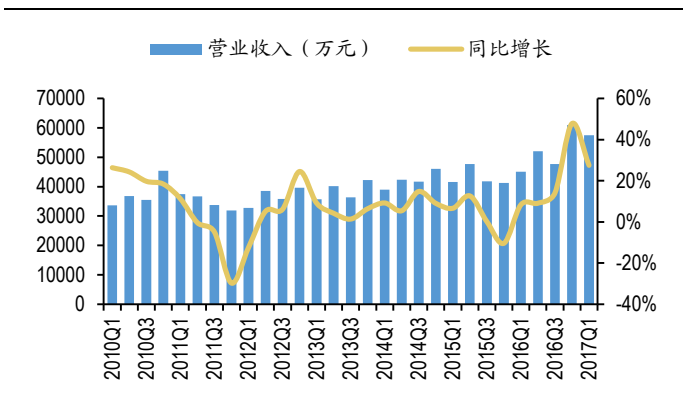
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：2016 年归母净利润同比增长 30.4%



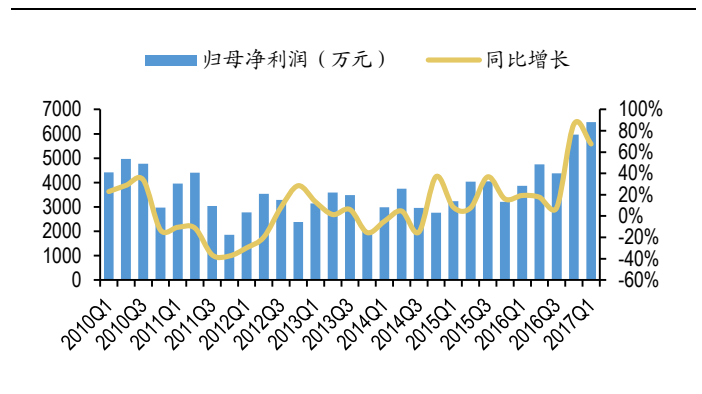
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3：2017Q1 收入同比增长 27.52%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：2017Q1 归母净利润同比增长 67.62%



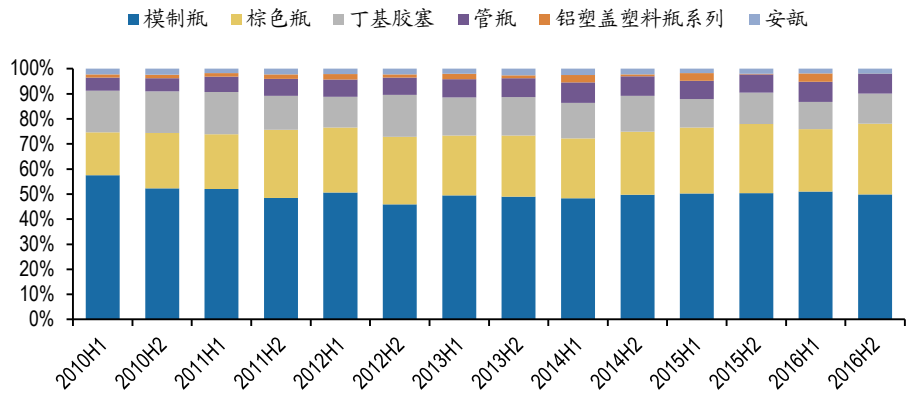
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

销售好转、产品结构优化，量价齐升，盈利能力维持高位

公司作为国内行业龙头（模制瓶市占率约70%），主要传统产品模制瓶、棕色瓶受益行业供需景气回暖、格局向好，销售明显好转，迎来量价齐升，2016年模制瓶销量同比增长11%（收入增长12%），棕色瓶销量同比增长6%（收入增长11%），预计2017年一季度整体销量仍有两位数以上增长；同时公司积极优化产品结构，推广一类棕色瓶、一类安瓿等新产品，2016年管瓶、安瓶销量分别实现了52%、22%的增长，此外丁基胶塞销量同比增长10%，铝塑盖塑料瓶销量同比下滑5%。

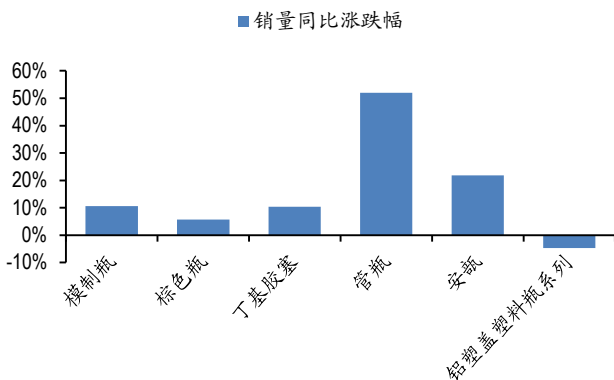
2016年公司整体毛利率33%，同比提升1.39个pct，盈利能力有所提升，公司2016年Q4、2017年Q1毛利率分别为32.49%、28.41%，同比有所下降，主要是原材料成本上涨。

图5：近年来各项业务占比



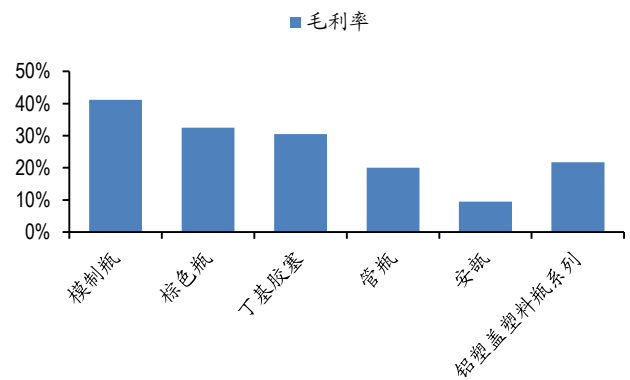
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图6：2016年公司各类产品销量同比涨跌幅



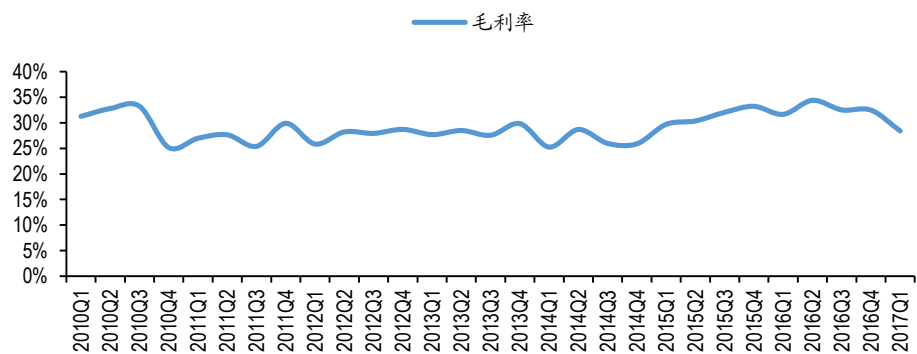
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图7：2016年公司各项业务毛利率



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图8：2017年Q1公司毛利率同比下降3.25pct

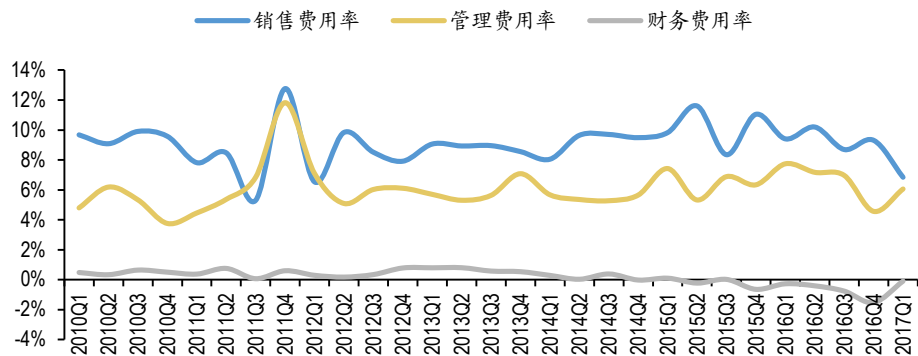


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司治理结构理顺增效明显，费用率大幅下降

公司三年期定增发行完成，发行数量4617万股，发行价格14.64元/股，募资总额6.76亿，3名定增对象南麻资管中心、淄博鑫联、富凯七号，分别拟认购1847万股、1847万股和923万股，本次认购完成后，持股比例分别为6.08%、7.25%、3.04%。公司控股股东为沂源县国资委，而淄博鑫联为公司董监高及部分中层管理人员持股平台，此次淄博鑫联认购1847万股(认购金额2.7亿)后，管理层持股比例由此前的1.37%提升至7.25%，持股比例大幅提升(成为公司第二大股东)，治理结构迎来拐点式变化，经营效率提升明显，2016年费用率同比-1.42个pct，2017年Q1期间费用率进一步大幅下降，同比-4.07个pct，其中销售费用率和管理费用率分别同比下降2.57、1.68个pct。

图9：2017年Q1公司期间费用率同比下降4.07pct



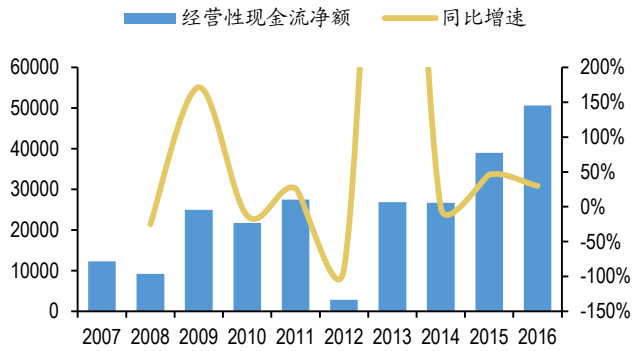
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

现金流良好，负债率低，经营质量高

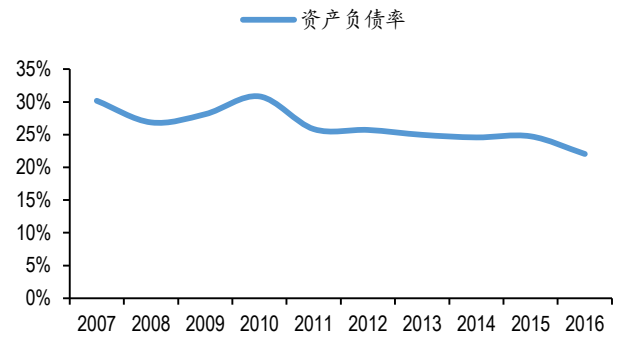
公司2016年经营现金流量净额5亿，继续同比大幅增长30%，对应是当期归属净利润的接近3倍；一季度经营性经营现金流量净额同比下滑30%，主要是预付款增加，对应仍是当期归属净利润的1.5倍；公司目前在手现金5个亿，没有有息负债，资产负债率22.3%，整体财务状况优良，经营质量高。

图 10：2016 年经营现金流净额同比增长 30% (万元)

图 11：2016 年资产负债率同比下降 2.7pct

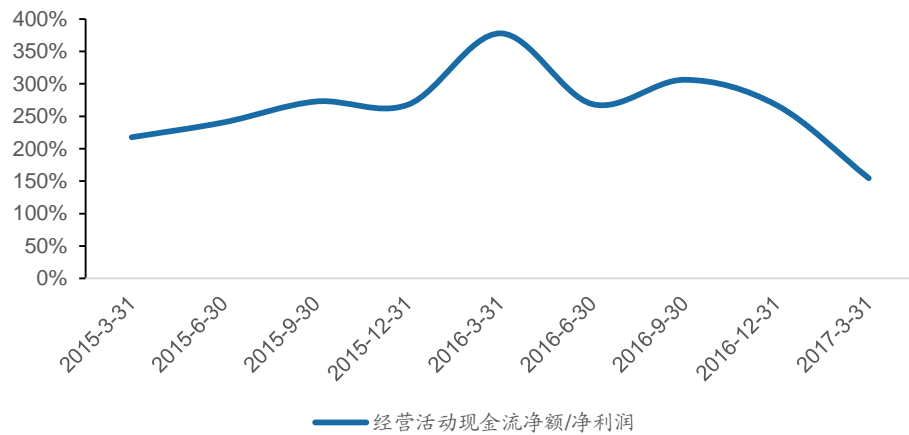


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图12: 公司现金流情况良好, 盈利质量高



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入评级”

公司是国内医药玻璃制造商龙头，行业竞争力突出，经营稳健；募投布局的中性硼硅药用玻璃市场空间大、盈利能力强，公司技术突破替代进口，未来将成为公司新的增长点；同时管理层积极参与定增，持股比例大幅提升成为第二大股东，管理增效明显，业绩增长已开始提速。预计公司2017-2019年EPS分别为0.81、1.02、1.30，维持“买入评级”。

风险提示

宏观经济持续下行，原材料价格大幅上涨，产能投放不达预期；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1631	2503	2913	3436	4062
货币资金	313	1078	1378	1772	2224
应收及预付	702	733	904	964	1070
存货	531	512	631	699	769
其他流动资产	85	180	0	0	0
非流动资产	1342	1401	1236	1134	1044
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1084	1194	1063	950	852
在建工程	96	45	49	56	59
无形资产	89	99	102	106	111
其他长期资产	73	63	22	22	22
资产总计	2973	3904	4149	4570	5106
流动负债	710	833	860	972	1115
短期借款	3	1	0	0	0
应付及预收	707	832	860	972	1115
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	26	27	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	26	27	0	0	0
负债合计	736	861	860	972	1115
股本	257	304	304	304	304
资本公积	587	1205	1205	1205	1205
留存收益	1351	1497	1743	2053	2449
归属母公司股东权	2195	3005	3252	3562	3957
少数股东权益	9	0	-1	-3	-4
负债和股东权益	2973	3904	4149	4570	5106

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	390	507	360	457	532
净利润	145	189	246	308	394
折旧摊销	138	136	150	153	157
营运资金变动	75	108	-78	-16	-33
其它	32	74	42	12	14
投资活动现金流	-97	-325	-27	-63	-81
资本支出	-155	-197	-29	-65	-83
投资变动	33	-131	1	2	2
其他	26	3	0	0	0
筹资活动现金流	-154	542	-33	0	0
银行借款	165	89	-1	0	0
债券融资	-279	-117	-27	0	0
股权融资	0	666	0	0	0
其他	-40	-96	-5	0	0
现金净增加额	139	724	300	394	451
期初现金余额	227	313	1078	1378	1772
期末现金余额	366	1036	1378	1772	2224

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.9	19.4	9.8	10.4	14.0
营业利润增长	16.0	28.7	19.6	25.1	27.3
归属母公司净利润增长	16.6	30.4	30.1	25.6	27.7
获利能力(%)					
毛利率	31.3	32.8	29.6	29.8	30.9
净利率	8.4	9.2	10.9	12.4	13.8
ROE	6.6	6.3	7.6	8.7	10.0
ROIC	9.2	13.1	11.8	15.4	20.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.7	22.0	20.7	21.3	21.8
净负债比率	-0.1	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	2.30	3.00	3.39	3.53	3.64
速动比率	1.52	2.34	2.61	2.77	2.91
营运能力					
总资产周转率	0.60	0.60	0.56	0.57	0.59
应收账款周转率	4.23	4.98	4.39	4.51	4.61
存货周转率	2.35	2.65	2.52	2.50	2.56
每股指标(元)					
每股收益	0.56	0.62	0.81	1.02	1.30
每股经营现金流	1.51	1.67	1.19	1.51	1.75
每股净资产	8.53	9.90	10.71	11.73	13.04
估值比率					
P/E	34.2	34.0	23.1	18.4	14.4
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	12.4	11.7	10.4	8.1	6.0

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1723	2057	2260	2495	2845
营业成本	1184	1383	1592	1751	1967
营业税金及附加	14	26	22	26	31
销售费用	177	194	221	215	239
管理费用	111	133	158	172	185
财务费用	-3	-16	-37	-47	-60
资产减值损失	46	85	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3	2	1	2	2
营业利润	198	255	305	381	485
营业外收入	6	6	0	0	0
营业外支出	9	21	12	14	16
利润总额	195	239	292	367	469
所得税	51	50	47	59	75
净利润	145	189	246	308	394
少数股东损益	-1	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	145	190	247	310	396
EBITDA	376	458	417	484	580
EPS(元)	0.56	0.62	0.81	1.02	1.30

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：联系人，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。