

投资评级：推荐（首次）
分析师

赵浩然 0755-83511405

Email:zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号:S1070515110002

联系人（研究助理）：

彭学龄 0755-83515471

Email:pengxueling@cgws.com

从业证书编号:S1070115090023

陈晨 010-88366060-8838

Email:chenchen@cgws.com

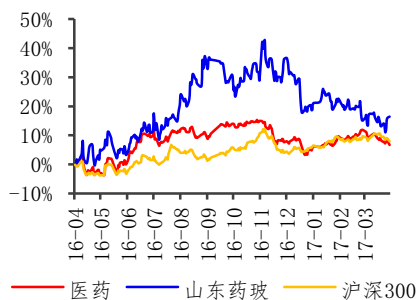
从业证书编号:S1070116100012

市场数据

目前股价	18.77
总市值（亿元）	56.98
流通市值（亿元）	48.3148.31
总股本（万股）	30,35530,355
流通股本（万股）	25,73825,738
12个月最高/最低	23.4723.47/14.74

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	2377	2719	3116
(+/-%)	15.5%	14.4%	14.6%
净利润	294	352	416
(+/-%)	31.8%	26.8%	20.0%
摊薄 EPS	1.17	1.49	1.78
PE	47.87	37.74	31.44

股价表现

相关报告

产品结构优化费用有效控制，业绩快速增长

——山东药玻（600529）2016年年报点评

事件

4月25日，公司发布2016年年报和2017年一季报，2016年实现营收20.57亿元（+19.4%），归母净利润1.9亿元（+30.4%），2017年一季度实现营收5.75亿元（+27.52%），归母净利润0.65万元（+67.62%）。发布利润分配预案，每10股派息2元（含税）。

投资要点
■ 产品结构优化，毛利率得到提升

2016年实现营收20.57亿元（+19.4%），归母净利润1.9亿元（+30.4%），收入和净利润均实现快速增长，主要原因：1）2016年1月31日公司完成“包头市丰汇包装制品”和“沂源新奥塑料制品”的收购，实现并表，增加1.7亿元收入和1,348万元净利润；2）分产品看，主要产品模制瓶和棕色瓶分别实现收入8.79亿元（+12.09%）和4.64亿元（+10.79%），收入合计占比65.25%，较去年有所下降，除管瓶毛利率下降2.21pp外，其余产品毛利率均有不同程度上升，在产品结构不断优化优化的情况下，2016年综合毛利率32.81%，较去年增加1.5pp，盈利能力不断提升。

公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为9.41%、6.48%和-0.79%，同比下降0.84pp、上升0.02pp和下降0.6pp，费用控制较好。公司计划收购“沂源鑫源物流”100%股权，完成后有望进一步掌控运输环节，整合运输资源，降低运输费用。预计随着公司产品结构不断优化，成本和费用的控制，业绩稳定增长有望维持。

■ 费用得到有效控制，一季度业绩实现快速增长

2017年一季度公司实现营收5.75亿元（+27.52%），归母净利润0.65万元（+67.62%），收入和净利润实现快速增长，净利润增速明显快于收入增速。主要原因是：1）费用得到有效控制，三项费用率12.81%，同比下降4.07pp；2）公司2016年下半年享受15%的高新技术企业税收优惠，一定程度上改善公司盈利能力；3）去年同期尚未完成并购公司的并表。

■ 定增顺利实施，优化公司治理提升产能

2016年12月定增顺利完成，发行数量4,617万股，14.64元/股，募资总额6.76亿，沂源县南麻街道集体资产经营管理中心、淄博鑫联投资

股份有限公司和深圳市架桥富凯七号股权投资企业（有限合伙）分别认购 1,847 万股、1,847 万股和 923 万股，其中“淄博鑫联投资”为董事、监事、高级管理人员以及部分中层管理人员出资设立的持股平台，成为公司第二大股东，治理结构的优化将进一步提升公司的经营效率；募集资金用于年产 18 亿只一级耐水药用玻璃管制系列瓶项目，将扩大产能，丰富和优化产品，提升公司的竞争力。

- **投资建议：**预计公司 2017-2019 年实现归母净利润分别为 2.94 亿、3.52 亿、4.16 亿，EPS 分别为 0.97 元、1.16 元和 1.37 元，对应 PE 为 19X、16X、14X，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格上涨；产能不达预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1723	2057	2377	2719	3116	成长性					
营业成本	1184	1383	1593	1826	2096	营业收入增长	1.9%	19.4%	15.5%	14.4%	14.6%
销售费用	177	194	219	239	265	营业成本增长	-4.8%	16.8%	15.2%	14.6%	14.8%
管理费用	111	133	153	175	201	营业利润增长	16.0%	28.7%	41.5%	18.7%	17.7%
财务费用	-3	-16	-19	-23	-27	利润总额增长	16.0%	22.5%	44.2%	19.6%	18.4%
投资净收益	3	2	0	0	0	净利润增长	17.0%	30.7%	55.1%	19.6%	18.4%
营业利润	198	255	360	428	504	盈利能力					
营业外收支	-3	-15	-15	-15	-15	毛利率	31.3%	32.8%	33.0%	32.9%	32.7%
利润总额	195	239	345	412	488	销售净利率	8.4%	9.2%	12.3%	12.9%	13.3%
所得税	51	50	52	62	73	ROE	6.5%	6.2%	8.8%	9.5%	10.1%
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	ROIC	6.5%	9.0%	12.2%	11.5%	15.3%
净利润	145	190	294	352	416	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	10.3%	9.4%	9.2%	8.8%	8.5%
					(百万)	管理费用/营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
流动资产	1605	2466	2828	3425	3946	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.9%
货币资金	287	1041	789	1551	1385	投资收益/营业利润	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收和预付款项	702	733	1170	1007	1487	所得税/利润总额	25.9%	21.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货	531	512	689	688	893	应收账款周转率	2.56	3.10	2.08	2.94	2.16
其他流动资产	85	180	180	180	180	存货周转率	2.23	2.70	2.31	2.66	2.35
非流动资产	1313	1369	1322	1275	1227	流动资产周转率	0.96	0.81	0.86	0.80	0.79
固定资产	1180	1239	1192	1145	1097	总资产周转率	0.59	0.54	0.57	0.58	0.60
资产总计	2918	3835	4150	4700	5173	偿债能力					
流动负债	681	791	813	1013	1071	资产负债率	23.3%	20.6%	19.6%	21.5%	20.7%
短期借款	3	1	0	0	0	流动比率	2.36	3.12	3.48	3.38	3.68
应付和预收款项	678	790	813	1013	1071	速动比率	1.45	2.24	2.41	2.53	2.68
非流动负债	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.48	0.62	0.97	1.16	1.37
负债合计	681	791	813	1013	1071	每股净资产	7.37	10.03	10.99	12.15	13.51
股东权益	2237	3044	3337	3687	4102	每股经营现金流	0.00	0.02	-0.83	2.51	-0.54
股本	257	304	304	304	304	每股经营现金/EPS	0.01	0.04	-0.86	2.17	-0.40
留存收益	1385	1535	1829	2181	2597	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	9	0	-1	-2	-3	PE	39.18	30.05	19.38	16.21	13.69
负债和权益总计	2918	3835	4150	4700	5173	PEG	1.15	1.00	0.36	0.35	0.35
现金流量表					(百万)	PB	2.56	1.87	1.71	1.54	1.39
经营活动现金流	387	493	-252	758	-174	EV/EBITDA	14.56	13.61	16.25	11.88	10.58
其中营运资本减少	908	750	340	398	462	EV/SALES	2.81	2.46	2.27	1.72	1.58
投资活动现金流	-97	-325	-13	-13	-13	EV/IC	2.16	2.10	1.78	1.75	1.48
其中资本支出	2	1	0	0	0	ROIC/WACC	0.07	0.09	0.12	0.12	0.15
融资活动现金流	-158	532	13	18	22	REP	33.17	23.33	14.60	15.17	9.67
净现金总变化	137	710	-252	762	-165						

研究员介绍及承诺

赵浩然:南开大学理学学士,天津大学理学硕士,曾在医药化工行业工作四年,2011-2015年在中航证券金融研究所工作,2015年9月加入长城证券,任医药行业研究员。

彭学敏:中山大学理学硕士,2011-2015年在深圳国家高技术产业创新中心工作,2015年9月加入长城证券,任医药行业研究员。

陈晨:剑桥大学工学博士,2015-2016年在新加坡科技研究局(A*STAR)工作,2016年8月加入长城证券,任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编: 200126 传真: 021-31829681

网址: <http://www.cgws.com>