

投资评级：推荐（维持）
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	21.92
总市值（亿元）	66.54
流通市值（亿元）	56.42
总股本（万股）	30,355
流通股本（万股）	25,738
12个月最高/最低	23.47/15.82

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	2376.79	2719.05	3115.76
(+/-%)	15.52%	14.40%	14.59%
净利润	284.07	343.80	413.92
(+/-%)	49.82%	21.03%	20.39%
摊薄 EPS	0.936	1.133	1.364
PE	23.42	19.35	16.08

股价表现


数据来源：贝格数据

药玻龙头，经营稳健

——山东药玻（600529）公司调研简报

投资建议

山东药玻是国内药用玻璃细分市场龙头，受环保因素的影响，未来市场集中度或将进一步提升；公司积极开拓海外市场、加码高端医用包材、优化内部管理，盈利能力有望稳步提升；管理层 2016 年底通过参与定向增发实现持股，践行国企混改，通过利益绑定调动其积极性。

我们预测公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.84 亿、3.44 亿、4.14 亿，对应 EPS 分别为 0.94/1.13/1.36 元，对应 5 月 17 日收盘估值分别为 23X、19X、16X，维持“推荐”评级。

投资要点
■ 投资要点 1：环保趋严，或将受益市场集中

2016 年 11 月公司公告接到环保部门通知要求“玻璃行业燃料全部更换为天然气，集中供应的煤制天然气或电等清洁能源，否则实施停产”。

我们认为，环保高压下，药用玻璃行业未来几年将面临较大工艺改造投入、成本上涨压力，部分盈利能力弱的中小企业存在被迫退出的可能性。

公司作为细分市场龙头，拥有模抗瓶年产 70 多亿支的产能，规模、技术优势明显，并积极进行全国性布局，分别设立包头康瑞、控股绵竹成新，增强市场辐射能力，未来或将受益于行业集中度提升，国内市场占有率进一步提升。

■ 投资要点 2：开拓海外，业务占比稳步提升

公司通过参加展销、经销商等方式积极开拓海外市场，2016 年海外市场营收 6.55 亿元，同比增长 22.88%；相对于海外竞争对手，国内制造业的成本优势明显，伴随生产工艺、技术水平的提升，市场竞争力将会进一步增强，海外业务占比有望稳步提升。

■ 投资要点 3：加码高端+管理改善，盈利能力持续向好

2016 年公司综合毛利率约为 32.81%，同比提升 1.5 个百分点，其中业务占比较大的模制瓶毛利率高达 41.16%，盈利能力提升主要是受内部产品结构调整、管理水平提升等因素的影响：

中性硼硅玻璃瓶（I 类瓶）因其良好的化学稳定性，作为注射剂包装在发达国家普遍应用，而国内受成本因素影响，主要应用于高价值或者药性特殊的新特药、生物制剂市场，占比不足 10%，远低于发达国家 30% 的平均水平。

伴随国内对药品质量的重视，安全性更好的 I 类瓶存在较大的市场空间，公司 2016 年利用募集资金投向年产 18 亿只一级耐水药用玻璃管制系列瓶项目，加码高端，伴随募投项目投产，产品升级有望带来公司盈利能力持续向好。

相关报告

公司还积极丰富和完善企业管理手段，学习阿米巴经营模式，深入推进精细化管理，管理水平提升同样也是推动其盈利能力向好的重要原因。

■ 投资要点 4: 外延扩张，聚焦医药市场

公司坚持内生、外延并重，围绕核心业务布局，相继收购丰汇包装制品（纸类包装）、新奥塑料（塑料包装）、沂源鑫源物流（物流运输）等，未来公司仍将进一步聚焦医药市场，存在外延扩张预期。

■ 风险提示: 成本上涨风险；市场拓展风险。

1.1 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	226	245	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%	36.9%	20.1%	19.6%
财务费用	-3	-16	-22	-27	-34	利润总额增长	16.0%	22.5%	39.3%	21.0%	20.4%
投资净收益	3	2	0	0	0	净利润增长	17.0%	30.7%	49.8%	21.0%	20.4%
营业利润	198	255	349	419	501	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	333	403	486	销售净利率	8.4%	9.2%	11.9%	12.6%	13.2%
所得税	51	50	50	60	73	ROE	6.5%	6.2%	8.7%	9.7%	10.8%
少数股东损益	-1	-1	-1	-1	-1	ROIC	6.5%	8.9%	11.7%	13.1%	17.8%
净利润	145	190	284	344	414	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	10.3%	9.4%	9.5%	9.0%	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	2981	3719	4371	财务费用/营业收入	-0.2%	-0.8%	-0.9%	-1.0%	-1.1%
货币资金	287	1041	1163	1814	2059	投资收益/营业利润	1.4%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	702	733	948	1038	1238	所得税/利润总额	25.9%	21.0%	15.0%	15.0%	15.0%
应收票据	531	512	689	688	893	应收账款周转率	2.56	3.10	2.58	2.85	2.61
存货	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	1094	818	543	流动资产周转率	0.96	0.81	0.88	0.78	0.75
固定资产	1180	1239	977	715	454	总资产周转率	0.59	0.54	0.58	0.60	0.63
资产总计	2918	3835	4074	4537	4913	偿债能力					
流动负债	681	791	813	1013	1071	资产负债率	23.3%	20.6%	20.0%	22.3%	21.8%
短期借款	3	1	0	0	0	流动比率	2.36	3.12	3.67	3.67	4.08
应付款项	678	790	813	1013	1071	速动比率	1.45	2.24	2.60	2.82	3.08
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	0.94	1.13	1.36
负债合计	681	791	813	1013	1071	每股净资产	7.37	10.03	10.74	11.61	12.66
股东权益	2237	3044	3261	3525	3842	每股经营现金流	0.00	0.02	0.40	2.14	0.81
股本	257	304	304	304	304	每股经营现金/EPS	0.01	0.04	0.43	1.89	0.59
留存收益	1385	1535	1754	2018	2337	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	9	0	-1	-2	-3	PE	45.76	35.09	23.42	19.35	16.08
负债和权益总计	2918	3835	4074	4537	4913	PEG	1.38	1.18	0.44	0.42	0.41
现金流量表					(百万)	PB	2.99	2.19	2.04	1.89	1.73
经营活动现金流	387	493	185	721	325	EV/EBITDA	17.00	16.18	10.95	8.84	7.62
其中营运资本减少	908	750	493	539	593	EV/SALES	3.28	2.93	2.51	1.98	1.67
投资活动现金流	-97	-325	-13	-13	-13	EV/IC	2.52	2.49	2.32	2.39	2.17
其中资本支出	2	1	0	0	0	ROIC/WACC	0.07	0.09	0.12	0.13	0.18
融资活动现金流	-158	532	-50	-57	-66	REP	38.73	27.99	19.83	18.23	12.18
净现金总变化	137	710	122	651	245						

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。

彭学龄: 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任何任何用途。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, xiew@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>