

中性硼硅升级在即，结构优化带来盈利提升

——山东药玻（600529.SH）2020年三季度报点评

要点

2020年前三季度归母净利润同增21.5%，EPS 0.70元：

2020年前三季度公司实现营业收入23.1亿元，同增7.2%，归母净利润4.1亿元，同增21.5%，每股收益0.70元。单3季度公司实现营业收入7.8亿元，同增7.6%，归母净利润1.5亿元，同增23.2%，每股收益0.25元。年内受新冠肺炎疫情影响，下游需求承压，但公司营收和业绩表现稳健，三季度业绩表现较上半年有所改善。

毛利率水平持续提升，期间费率降幅明显：

前三季度，公司综合毛利率38.2%，同升1.1个百分点；销售、管理、研发和财务费率分别为7.0%、4.9%、4.3%和-0.3%，同比变动-1.0、-0.4、-0.6和0.5个百分点，期间费率15.9%，同比下降1.4个百分点。单3季度，公司综合毛利率39.8%，同升3.7个百分点；销售、管理、研发和财务费率分别为6.9%、3.6%、5.2%和1.2%，同比变动-1.6、-1.0、-0.4和3.0个百分点，期间费率16.9%，同比基本稳定。

中性硼硅升级在即，结构优化带来盈利提升：

5月14日国家药品监督管理局《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等3项正式文件发布，年内受疫情影响政策推进进度放缓，但药用玻璃包装行业整体升级趋势不改，山东药玻在产品升级和质量控制领域布局领先。公司中性硼硅玻璃模制新产能年底有望投产；中性硼硅玻璃管制技术集中突破中，预计尚需一定时间。行业升级带来的产品结构优化将不断提升公司的盈利能力。

盈利预测、估值与评级：

山东药玻为国内药用玻璃龙头，受益于一致性评价推进和监管趋严带来的市占率提升和产品结构优化，营收增长稳健；规模和成本优势显著，持续深挖潜效，盈利能力稳中有升业绩稳健增长。受新冠肺炎疫情影响年内产品需求承压，叠加疫情带来的仿制药一致性评价政策落地推迟，略下调公司20年盈利预测EPS至0.94元（原预测0.98）维持公司21-22年EPS 1.22、1.52元不变，中性硼硅管制技术突破将进一步推升整体估值水平，维持“买入”评级。

风险提示：

政策落地不及预期，需求增速不及预期，原材料燃料价格上升，贸易摩擦的不确定性和汇兑损益，技术突破不及预期等风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,585	2,992	3,381	3,872	4,353
营业收入增长率	10.90%	15.77%	12.98%	14.54%	12.42%
净利润（百万元）	358	459	562	726	903
净利润增长率	36.33%	28.05%	22.55%	29.22%	24.34%
EPS（元）	0.84	0.77	0.94	1.22	1.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.16%	11.86%	13.22%	15.26%	16.79%
P/E	57	63	51	40	32
P/B	5.8	7.4	6.8	6.0	5.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-19

买入（维持）

当前价：48.24元

作者

分析师：

胡添雅

执业证书编号：S0930518110002

021-52523817

hutianya@ebscn.com

孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

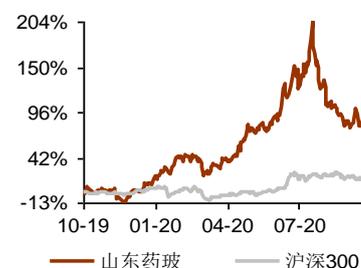
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.95
总市值(亿元)：	287.01
一年最低/最高(元)：	21.18/76.85
近3月换手率：	254.09%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	3.66	-16.97	65.47
绝对	5.03	-15.37	88.00

资料来源：Wind

相关研报

等待中性硼硅管制技术突破——山东药玻（600529.SH）2020年中报点评（2020-08-18）

政策助推药用玻璃行业升级，山东药玻布局领先——山东药玻（600529.SH）2019年年报&2020年一季报点评（2020-04-28）

中性硼硅需求向好，一类模制产能再扩张——山东药玻（600529.SH）2019年三季度报点评（2019-10-22）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,585	2,992	3,381	3,872	4,353
营业成本	1,654	1,888	2,111	2,354	2,580
折旧和摊销	147	169	201	218	239
税金及附加	39	30	34	39	44
销售费用	219	228	233	256	274
管理费用	166	178	196	209	218
研发费用	80	127	145	163	178
财务费用	-31	-17	-20	-23	-26
投资收益	27	29	40	40	40
营业利润	449	586	709	900	1,110
利润总额	428	546	669	865	1,075
所得税	69	87	107	138	172
净利润	358	459	562	726	903
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	358	459	562	726	903
EPS(按最新股本计)	0.84	0.77	0.94	1.22	1.52

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	466	599	686	838	1,033
净利润	358	459	562	726	903
折旧摊销	147	169	201	218	239
净营运资金增加	46	-719	168	213	211
其他	-85	691	-245	-320	-320
投资活动产生现金流	-700	-228	-108	-485	-460
净资本支出	-347	-586	-500	-500	-500
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-353	357	392	15	40
融资活动现金流	-100	-127	-158	-196	-257
股本变化	121	170	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	168	204	147	158	147
净现金流	-314	249	419	157	316

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	36.0%	36.9%	37.6%	39.2%	40.7%
EBITDA 率	20.9%	24.5%	25.5%	27.6%	29.8%
EBIT 率	15.2%	18.9%	19.5%	22.0%	24.3%
税前净利润率	16.5%	18.2%	19.8%	22.3%	24.7%
归母净利润率	13.9%	15.3%	16.6%	18.8%	20.7%
ROA	7.7%	8.9%	9.9%	11.4%	12.7%
ROE (摊薄)	10.2%	11.9%	13.2%	15.3%	16.8%
经营性 ROIC	9.1%	13.9%	14.2%	16.2%	18.2%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	24%	25%	25%	25%	25%
流动比率	2.81	2.40	2.27	2.27	2.37
速动比率	2.27	1.85	1.77	1.76	1.85
归母权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	4,624	5,170	5,701	6,366	7,133
货币资金	834	1,060	1,479	1,636	1,952
交易性金融资产	0	462	43	43	43
应收帐款	383	405	456	523	588
应收票据	339	196	223	256	287
其他应收款 (合计)	12	16	17	19	22
存货	571	679	710	797	878
其他流动资产	792	124	124	124	124
流动资产合计	2,992	3,003	3,181	3,535	4,038
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,217	1,763	1,795	1,865	1,955
在建工程	94	166	387	553	677
无形资产	153	172	168	165	162
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	131	39	39	39	39
非流动资产合计	1,632	2,167	2,520	2,831	3,094
总负债	1,098	1,302	1,450	1,607	1,754
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	385	564	633	706	774
应付票据	417	432	486	542	593
预收账款	147	113	113	147	165
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	1,066	1,253	1,400	1,558	1,705
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	32	50	50	50	50
非流动负债合计	32	50	50	50	50
股东权益	3,526	3,868	4,251	4,759	5,378
股本	425	595	595	595	595
公积金	1,362	1,234	1,234	1,234	1,234
未分配利润	1,687	1,977	2,361	2,868	3,488
归属母公司权益	3,526	3,868	4,251	4,759	5,378
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	8.47%	7.63%	6.90%	6.60%	6.30%
管理费用率	6.41%	5.94%	5.80%	5.40%	5.00%
财务费用率	-1.22%	-0.57%	-0.60%	-0.60%	-0.60%
研发费用率	3.10%	4.24%	4.30%	4.20%	4.10%
所得税率	16%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.30	0.30	0.37	0.48	0.59
每股经营现金流	1.10	1.01	1.15	1.41	1.74
每股净资产	8.30	6.50	7.15	8.00	9.04
每股销售收入	6.08	5.03	5.68	6.51	7.32

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	57	63	51	40	32
PB	5.8	7.4	6.8	6.0	5.3
EV/EBITDA	38.2	38.5	32.9	26.5	21.7
股息率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳