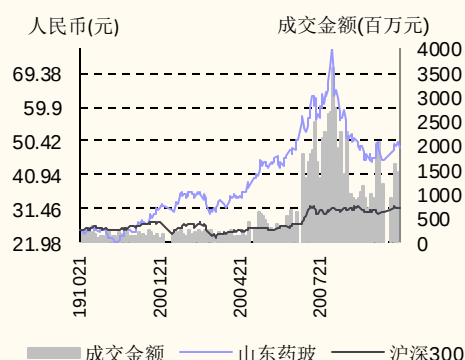


山东药玻 (600529.SH) 增持 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 48.24 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	5.95
已上市流通 A 股(亿股)	5.95
总市值(亿元)	287.01
年内股价最高最低(元)	50.18/45.01
沪深 300 指数	4755
上证指数	3313

**相关报告**

- 1.《业绩整体符合预期，资产减值影响 Q2 单季 - 山东药玻 2020H1...》，2020.8.22
- 2.《模制瓶龙头地位稳固，加速中硼硅布局 - 山东药玻公司深度》，2019.12.27

业绩符合预期，一致性评价有望带来市场空间**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,585	2,992	3,398	3,897	4,491
营业收入增长率	10.90%	15.77%	13.57%	14.69%	15.22%
归母净利润(百万元)	358	459	581	721	892
归母净利润增长率	36.33%	28.05%	26.58%	24.13%	23.76%
摊薄每股收益(元)	0.843	0.771	0.976	1.211	1.499
每股经营性现金流净额	1.10	1.00	0.89	1.56	1.76
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.16%	11.86%	13.24%	14.11%	14.87%
P/E	57.23	62.57	49.43	39.83	32.18
P/B	5.81	7.42	6.54	5.62	4.78

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 今日，公司发布 2020 三季报，收入 23.1 亿元、归母净利 4.14 亿元、扣非归母 4.02 亿元，增速分别为 7.2%、21.5%、20.9%。整体业绩符合预期，中硼硅拉管技术顺利进行，注射剂一致性评价有望带来增量市场空间。

经营分析

- **疫情背景下收入及利润增速符合预期：**公司 Q1 收入 7.6 亿元，Q2 收入 7.75 亿元，Q3 收入 7.76 亿元；Q1 归母 1.36 亿元，Q2 归母 1.27 亿元，Q3 归母 1.52 亿元。归母利润环比加速，疫情背景下收入及利润增速符合预期，Q2 归母利润增速放缓预计与减值相关，Q3 已恢复。另，中美贸易或对外出口方面存在一定风险，“双反”反倾销税率 13.23%，反补贴税率暂取消。
- **注射剂一致性评价政策落地，助推龙头药玻企业获利：**中硼硅替代空间大，药用玻璃中，具备高耐水性的中硼硅玻璃与药物发生反应的风险较小，但目前国内药玻中中硼硅使用量仅占 7-8%，与在注射剂和生物制剂已普遍使用中硼硅的欧美日等规范市场有较大差距。随着注射剂一致性评价政策落地及监管逐渐趋于严格化，预计带来行业市占率提升和产品结构优化，公司作为龙头药玻有望获利。
- **中硼硅管制瓶产能就绪，拉管技术研发值得期待：**目前公司中硼硅模制瓶产能约 2 亿只，中硼硅管制系列瓶产能可达 6.87 亿只（2018 年销量 6788 万只），产能就绪。中硼硅玻璃液态粘度高、生产难度较高，价格可达同规格钠钙玻璃/低硼硅玻璃 3-5 倍。公司在上半年进行了中硼硅拉管技术的自主研发，若研发成功且能保证质量稳定，有利于毛利率的提升。目前研发处于正常进程中，虽仍然存在缺陷，但已在总结经验争取稳定生产，预计公司中硼硅玻璃管稳定生产尚需一段时间，值得期待。

盈利调整与投资建议

- 我们预测公司 2020-2022 年收入增速 13.6%/14.7%/15.2%，EPS 分别为 0.98/1.22/1.50，对应当前股价 PE 为 49/40/32 倍。我们看好注射剂一致性评价政策推动的药用玻璃行业升级趋势和行业高景气，维持“增持”评级。

风险提示

- 减持风险：新冠疫苗带来的药玻瓶增量空间低于预期；中硼硅替换进度低于预期风险；产能释放低于预期；中美贸易站对出口业务潜在风险。

王麟

分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	2,330	2,585	2,992	3,398	3,897	4,491
增长率		10.9%	15.8%	13.6%	14.7%	15.2%
主营业务成本	-1,580	-1,654	-1,888	-2,124	-2,397	-2,694
%销售收入	67.8%	64.0%	63.1%	62.5%	61.5%	60.0%
毛利	751	930	1,104	1,274	1,501	1,796
%销售收入	32.2%	36.0%	36.9%	37.5%	38.5%	40.0%
营业税金及附加	-33	-39	-30	-34	-39	-45
%销售收入	1.4%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-196	-219	-228	-255	-273	-314
%销售收入	8.4%	8.5%	7.6%	7.5%	7.0%	7.0%
管理费用	-197	-166	-178	-204	-234	-269
%销售收入	8.5%	6.4%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	0	-80	-127	-143	-156	-180
%销售收入	0.0%	3.1%	4.2%	4.2%	4.0%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	325	426	541	639	799	988
%销售收入	14.0%	16.5%	18.1%	18.8%	20.5%	22.0%
财务费用	-17	31	17	22	29	44
%销售收入	0.7%	-1.2%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	-1.0%
资产减值损失	-19	-42	-16	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	2	0	0	0
投资收益	19	27	29	30	30	30
%税前利润	6.2%	6.2%	5.3%	4.3%	3.5%	2.8%
营业利润	317	449	586	691	858	1,062
营业利润率	13.6%	17.4%	19.6%	20.3%	22.0%	23.6%
营业外收支	-6	-21	-40	0	0	0
税前利润	310	428	546	691	858	1,062
利润率	13.3%	16.5%	18.2%	20.3%	22.0%	23.6%
所得税	-47	-69	-87	-111	-137	-170
所得税率	15.3%	16.2%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	263	358	459	581	721	892
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	263	358	459	581	721	892
净利率	11.3%	13.9%	15.3%	17.1%	18.5%	19.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	263	358	459	581	721	892
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	164	188	183	214	243	260
非经营收益	4	-23	8	-5	-30	-30
营运资金变动	-11	-58	-53	-262	-5	-76
经营活动现金净流	420	466	596	528	929	1,046
资本开支	-164	-347	-586	-411	-350	-250
投资	-321	-380	328	0	0	0
其他	27	27	29	30	30	30
投资活动现金净流	-457	-700	-228	-381	-320	-220
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-3	0	0	-50	0	0
其他	-73	-79	-121	-62	0	0
筹资活动现金净流	-76	-79	-121	-112	0	0
现金净流量	-113	-314	247	175	563	839

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	714	834	1,060	1,095	1,704	2,529
应收账款	724	735	712	815	934	1,077
存货	545	571	679	815	854	960
其他流动资产	767	852	552	598	612	627
流动资产	2,750	2,992	3,003	3,322	4,103	5,192
%总资产	65.8%	64.7%	58.1%	58.7%	62.7%	68.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,276	1,319	1,931	2,120	2,182	2,128
%总资产	30.5%	28.5%	37.3%	37.5%	33.3%	27.9%
无形资产	113	153	172	218	263	307
非流动资产	1,430	1,632	2,167	2,338	2,445	2,435
%总资产	34.2%	35.3%	41.9%	41.3%	37.3%	31.9%
资产总计	4,180	4,624	5,170	5,661	6,549	7,627
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	779	870	1,072	1,148	1,295	1,457
其他流动负债	121	196	181	126	147	172
流动负债	900	1,066	1,253	1,274	1,442	1,629
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	30	32	50	0	0	0
负债	930	1,098	1,302	1,274	1,442	1,629
普通股股东权益	3,250	3,526	3,868	4,386	5,107	5,999
其中：股本	304	425	595	595	595	595
未分配利润	1,451	1,687	1,977	2,558	3,278	4,170
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	4,180	4,624	5,170	5,661	6,549	7,627

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.866	0.843	0.771	0.976	1.211	1.499
每股净资产	10.708	8.296	6.501	7.372	8.583	10.082
每股经营现金净流	1.383	1.096	1.002	0.887	1.561	1.758
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.08%	10.16%	11.86%	13.24%	14.11%	14.87%
总资产收益率	6.29%	7.75%	8.87%	10.26%	11.00%	11.69%
投入资本收益率	8.48%	10.12%	11.75%	12.24%	13.14%	13.83%
增长率						
主营业务收入增长率	13.27%	10.90%	15.77%	13.57%	14.69%	15.22%
EBIT增长率	1.13%	30.98%	26.94%	18.10%	25.06%	23.65%
净利润增长率	38.58%	36.33%	28.05%	26.58%	24.13%	23.76%
总资产增长率	7.07%	10.61%	11.82%	9.48%	15.69%	16.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.6	54.5	48.1	48.0	48.0	48.0
存货周转天数	122.2	123.2	120.9	140.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	75.5	79.4	91.7	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	191.1	171.9	215.0	199.0	169.9	134.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-21.97%	-23.66%	-39.34%	-35.49%	-42.40%	-49.86%
EBIT利息保障倍数	19.4	-13.5	-31.8	-26.9	-25.4	-21.5
资产负债率	22.24%	23.75%	25.19%	23.04%	22.54%	21.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-12-27	增持	27.85	31.21~31.21
2	2020-08-23	增持	50.64	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH