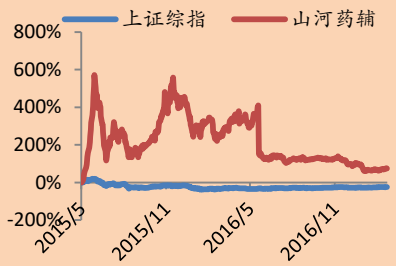
山河药辅（300452）

投资评级：增持（维持）

报告日期：2017-03-24

前收盘价（元）	39.98
目标价格（元）	-

股价走势：



主要数据

总股本(百万股)	92.8
A 股股本(百万股)	92.8
B/H 股股本(百万股)	-/-
总市值（亿元）	35.67
A 股流通比例(%)	45.40
第一大股东	尹正龙
第一大股东持股比例	26.69%
12 个月最高/最低(元)	57.43/33.28

医药生物行业组
联系人：方驭涛
021-60956118
Fyt0614@foxmail.com

业绩符合预期，成本上升影响利润

——年报点评

事件：

公司公告 2016 年年报：营业收入 2.86 亿元，同比增长 10.61%；归母净利润 4879 万元，同比增长 10.19%；EPS0.53 元。同时，公司预计 2017 年一季度实现归母净利润 943.72 万元-1258.29 万元，同比下降 0-25%。

点评：

❑ **业绩符合预期，原材料价格上升影响业绩**

公司业绩与我们在三季报点评的预期相一致，收入与利润增长主要来源于主营产品的增长；毛利率 33.79%，下滑 0.8 个百分点，主要是原料采购成本上升所致，这也同时影响到了公司 2017 年一季度的业绩。

❑ **积极开拓国际市场，募投项目正式投产**

微晶纤维素、低取代羟丙纤维素、硬脂酸镁系列产品于 2017 年 1 月获得了 EXCiPACTTM GMP 认证，这表明公司产品已被国际认可，将有助于公司产品出口欧美等地，有望提升公司业绩。募投项目新型药用辅料二期项目（自动化控制系统国内药用辅料行业最先进）、新型药用辅料技术改造项目、交联聚维酮等技改项目已经如期完成，将进一步释放产能。

❑ **辅料行业将受益于一致性评价**

当前我国药用辅料来源混乱，竞争激烈、行业极度分散，一致性评价以及辅料的关联审批将加速国内辅料行业洗牌，提高行业集中度，国内优质辅料企业有望脱颖而出，公司多项产品占有率位居行业前列（微晶纤维素、羧甲淀粉钠和硬脂酸镁产销量处行业首位）将持续受益市场份额重构。

❑ **盈利预测与评级**

公司作为优质药用辅料供应商，将受益于一致性评价所带来的行业集中度提升，随着募投产能逐步释放，利润有望维持稳定增长。预计公司 2017 年、2018 年、2019 年 EPS 分别为 0.61 元、0.70 元、0.78 元，当前股价对应 17/18 年 PE 分别为 66 倍、57 倍、51 倍，维持公司“增持”评级。

❑ **风险提示**

原材料价格波动风险；募投产能扩大带来的销售风险；政策变动风险。

盈利预测： 单位：百万元

财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	286	320	364	408
收入同比(%)	11%	12%	14%	12%
归属母公司净利润	49	53	58	64
净利润同比(%)	10%	9%	8%	11%
毛利率(%)	33.8%	34.5%	33.6%	33.7%
ROE(%)	12.1%	11.9%	11.5%	11.4%
每股收益(元)	0.53	0.61	0.70	0.78
P/E	76.05	65.67	57.21	51.15
P/B	9.21	8.25	7.39	6.60
EV/EBITDA	62	53	49	45

资料来源：Wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	349	384	451	523
现金	117	132	170	209
应收账款	27	31	36	44
其他应收款	0	3	3	5
预付账款	2	4	7	10
存货	24	26	32	37
其他流动资产	179	188	203	219
非流动资产	164	174	171	168
长期投资	0	0	0	0
固定资产	125	117	109	101
无形资产	25	23	22	20
其他非流动资产	14	34	40	47
资产总计	513	558	622	691
流动负债	81	78	88	96
短期借款	0	0	0	0
应付账款	32	32	37	40
其他流动负债	49	46	51	56
非流动负债	29	30	31	33
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	29	30	31	33
负债合计	110	108	120	129
少数股东权益	0	0	0	0
股本	93	93	93	93
资本公积	113	113	113	113
留存收益	197	244	297	356
归属母公司股东权	403	450	502	562
负债和股东权益	513	558	622	691

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	55	40	46	46
净利润	49	53	58	64
折旧摊销	12	10	9	9
财务费用	(2)	(1)	(1)	(2)
投资损失	3	4	4	4
营运资金变动	(33)	(26)	(24)	(30)
其他经营现金流	26	0	0	0
投资活动现金流	(39)	4	4	4
资本支出	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	(39)	4	4	4
筹资活动现金流	(8)	(5)	(4)	(3)
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	46	0	0	0
资本公积增加	(46)	0	0	0
其他筹资现金流	(8)	(5)	(4)	(3)
现金净增加额	8	38	46	47

利润表 单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	286	320	364	408
营业成本	190	210	242	271
营业税金及附加	3	4	4	5
销售费用	23	26	30	34
管理费用	22	26	29	33
财务费用	(2)	(1)	(1)	(2)
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	4	4	4
营业利润	54	59	64	72
营业外收入	4	4	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	57	63	68	76
所得税	8	9	10	11
净利润	49	53	58	64
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	49	53	58	64
EBITDA	64	68	73	79
EPS（元）	0.53	0.61	0.70	0.78

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	10.61%	11.70%	13.89%	12.02%
营业利润	12.84%	10.01%	8.72%	11.68%
归属于母公司净利润	10.19%	9.45%	8.22%	11.06%
获利能力				
毛利率(%)	33.80%	34.48%	33.65%	33.71%
净利率(%)	17.03%	16.69%	15.86%	15.73%
ROE(%)	12.11%	11.87%	11.51%	11.42%
ROIC(%)	18.57%	18.74%	16.61%	16.65%
偿债能力				
资产负债率(%)	21.48%	19.40%	19.27%	18.65%
净负债比率(%)	-5.59%	-4.83%	-12.25%	-15.87%
流动比率	4.30	4.91	5.10	5.44
速动比率	4.01	4.57	4.74	5.05
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.60	0.62	0.62
应收账款周转率	11.52	11.14	10.94	10.26
应付账款周转率	9.80	9.97	10.52	10.58
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.61	0.70	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.43	0.50	0.49
每股净资产(最新摊薄)	4.34	4.85	5.41	6.05
估值比率				
P/E	76.0	65.7	57.2	51.1
P/B	9.2	8.2	7.4	6.6
EV/EBITDA	61.70	53.04	49.39	44.91

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

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。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。